

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ

ΤΕΥΧΟΣ 36



ΑΠΡΙΛΙΟΣ
2012



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ

ΤΕΥΧΟΣ 36



ΑΠΡΙΛΙΟΣ
2012



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Ελευθ. Βενιζέλου 21
102 50 Αθήνα

www.bankofgreece.gr

Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών - Γραμματεία

Τηλ. +30 210 320 2393

Fax +30 210 323 3025

Τυπώθηκε στο

Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών
της Τράπεζας της Ελλάδος

ISSN 1105 - 8544

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Η ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΩΝ ΤΗΣ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΣ

Θεόδωρος Παπασπύρου 7

ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ ΚΑΙ ΡΟΕΣ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Κώστας Ν. Κανελλόπουλος 33

ΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΕΠΑΡΚΕΙΑΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Φαίδων Καλφάογλου 47

ΔΟΚΙΜΙΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(Απρίλιος – Δεκέμβριος 2011) 95

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΑΡΘΡΩΝ ΠΟΥ ΔΗΜΟΣΙΕΥΘΗΚΑΝ ΣΕ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΑ ΤΕΥΧΗ ΤΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΔΕΛΤΙΟΥ

109

Η ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΩΝ ΤΗΣ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΣ

Θεόδωρος Παπασπύρου¹
Ειδικός Σύμβουλος στην Τράπεζα της Ελλάδος

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η κρίση δημόσιου χρέους στην Ελλάδα και σε ορισμένες άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ έφερε στο προσκήνιο το ερώτημα της βιωσιμότητας της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ), τουλάχιστον υπό την παρούσα μορφή της. Συνχά πλέον τίθεται το ερώτημα αν είναι δυνατόν να συμβιώσουν οικονομίες υψηλών επιδόσεων και με κουλτούρα νομισματικής σταθερότητας, όπως η γερμανική, με οικονομίες όπως η ελληνική και άλλες περιφερειακές – όπως αποκαλούνται από το διεθνή τύπο – οικονομίες, οι οποίες εμφανίζουν μεγάλες αδυναμίες, κυρίως χαμηλή ανταγωνιστικότητα και μεγάλες μακροοικονομικές ανισορροπίες, ενώ ορισμένες εξ αυτών υποστηρίζονται από προγράμματα της ΕΕ και του ΔΝΤ.

Παρότι τα ερωτήματα αυτά μπορεί να φαίνονται “υπαρξιακά” και μακριά από τις άμεσες προτεραιότητες, όπως είναι η αντιμετώπιση της κρίσης και η διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας σε επιμέρους χώρες-μέλη και στο σύνολο της ζώνης του ευρώ, είναι ωστόσο κεφαλαιώδους σημασίας. Εάν επικρατήσει η αντίληψη ότι η ΟΝΕ δεν είναι βιώσιμη και επωφελής για όλες τις χώρες-μέλη, η προσπάθεια δημοσιονομικής προσαρμογής και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων δεν θα είναι όσο έντονη απαιτείται και μπορεί να αποτύχει.

Το άρθρο επιχειρεί να δώσει μία πρώτη απάντηση στα ερωτήματα αυτά, αναλύοντας τις αδυναμίες της ΟΝΕ όπως έχουν καταγραφεί από πολλούς αναλυτές και εξετάζοντας κατά πόσον οι πρόσφατες μεταρρυθμίσεις στην οικονομική διακυβέρνηση της ΕΕ και ιδιαίτερα της ζώνης του ευρώ παρέχουν τα μέσα ώστε να αντιμετωπιστούν αποτελεσματικά αυτές οι αδυναμίες.

Στις 9.12.2011 και 30.1.2012, οι χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ και το σύνολο σχεδόν των

κρατών-μελών της ΕΕ, εκτός του Ηνωμένου Βασιλείου και της Τσεχίας, συμφώνησαν να ενισχύσουν την “αρχιτεκτονική” της ΟΝΕ – με την υιοθέτηση του Δημοσιονομικού Συμφώνου και με τον καλύτερο συντονισμό της οικονομικής πολιτικής – καθώς και τους μηχανισμούς σταθεροποίησης (βλ. Παράρτημα 3). Επίσης, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 30.1 και 1-2.3.2012 έδωσε έμφαση στην ανάπτυξη ως απαραίτητο συμπλήρωμα των μέτρων σταθεροποίησης. Οι εξελίξεις αυτές επιβεβαιώνουν την ανάλυση και τα συμπεράσματα της παρούσας μελέτης.

2 Η ΚΡΙΣΗ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΣΤΗΝ ΟΝΕ

Η κρίση δημόσιου χρέους στην Ευρώπη, η οποία ανέκυψε αρχικά στην Ελλάδα και στη συνέχεια εμφανίστηκε και σε άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ πλήττοντας τη λειτουργία της ίδιας της ευρωζώνης, είναι συνέπεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης η οποία εκδηλώθηκε στις ΗΠΑ το 2007 και επιδεινώθηκε ραγδαία το φθινόπωρο του 2008, με την κατάρρευση της Lehman Brothers, για να μετατραπεί σε παγκόσμια οικονομική κρίση και να προκαλέσει τη μεγαλύτερη ύφεση από το 1929. Η παγκόσμια κρίση αποδυνάμωσε τις περισσότερες χώρες, αλλά έπληξε ιδιαίτερα τις οικονομίες με σοβαρές εξωτερικές και εσωτερικές ανισορροπίες και διαρθρωτικές αδυναμίες.

Η κρίση στην περιφέρεια της ζώνης του ευρώ εξελίχθηκε γρήγορα σε συστημικό πρόβλημα της ίδιας της ευρωζώνης, καθιστώντας ανα-

¹ Ειδικός Σύμβουλος στην Τράπεζα της Ελλάδος και πρώην στέλεχος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Γενική Διεύθυνση Οικονομικών και Δημοσιονομικών Υποθέσεων. Ευχαριστίες εκφράζονται στον κ. Γεώργιο Δημόπουλο και στον κ. Γεώργιο Οικονόμου, μέλη του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής της Τράπεζας της Ελλάδος, και στην κα Heather Gibson, επικεφαλής του Τομέα Ειδικών Μελετών, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών της Τράπεζας της Ελλάδος, για τα χρήσιμα σχόλιά τους. Το άρθρο απηχεί τις απόψεις του συγγραφέα και όχι κατ' ανάγκην της Τράπεζας της Ελλάδος.

γκαίες πρωτοβουλίες και δράσεις, τόσο σε επίπεδο ΕΕ όσο και σε εθνικό επίπεδο, για την αντιμετώπισή της.

Ο λόγος για την εξάπλωση της αβεβαιότητας από την κρίση χρέους είναι η εδραίωση της άποψης ότι τα δημοσιονομικά προβλήματα σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ αντανακλούν μη βιώσιμες καταστάσεις και σε άλλες οικονομίες στην Ευρώπη και στον υπόλοιπο κόσμο, καθώς η αντιμετώπιση της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης από τις κυβερνήσεις είχε αποτέλεσμα τη μετατόπιση του βάρους της κρίσης από το χρηματοπιστωτικό στο δημόσιο τομέα σε ένα περιβάλλον σημαντικά μειωμένων, ή και αρνητικών, ρυθμών ανάπτυξης και χαμηλότερων φορολογικών εσόδων. Στην περίπτωση της Ελλάδας, η όξυνση της κρίσης του δημόσιου χρέους υπήρξε η αφετηρία των προβλημάτων στο χρηματοπιστωτικό τομέα.

Επιπλέον, ορισμένοι αναλυτές είδαν την κρίση χρέους ως ένδειξη βασικών προβλημάτων στη λειτουργία της ΟΝΕ, τα οποία, έχοντας συσσωρευθεί επί σειρά ετών, αναδύθηκαν στην επιφάνεια οξυμμένα λόγω της παγκόσμιας κρίσης. Σύμφωνα με την άποψη αυτή, το ελληνικό πρόβλημα απλώς επιτάχυνε εξελίξεις οι οποίες ήταν προδιαγεγραμμένο να συμβούν.

3 ΤΑ ΠΡΟΣΦΑΤΑ ΓΕΓΟΝΟΤΑ ΚΑΙ Η ΕΜΠΕΙΡΙΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ ΣΤΟ ΕΝΣ

Θα είχε ενδιαφέρον να εξεταστούν τα πρόσφατα γεγονότα και οι επιπτώσεις τους στην οικονομική διακυβέρνηση και την οικονομική πολιτική από μια ιστορική σκοπιά. Οι κερδοσκοπικές επιθέσεις που δέχθηκαν οι ευρωπαϊκές οικονομίες και το ευρώ θυμίζουν ανάλογες επιθέσεις στο Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (ΕΝΣ) κατά την κρίση του 1992-93. Μολονότι το σημερινό θεσμικό πλαίσιο είναι διαφορετικό, καθώς περάσαμε από έναν απλό νομισματικό μηχανισμό (το ΕΝΣ) σε μία πλήρη νομισματική ένωση, οι τρέχουσες εξελίξεις δείχνουν ότι το παρόν σύστημα δεν είναι απρόσβλητο από κερδοσκοπικές επιθέσεις.

Βεβαίως, θα πρέπει κανείς να είναι προσεκτικός με τη χρήση του όρου “κερδοσκοπικός”, ώστε να μη δοθεί η εντύπωση ότι όλα ήταν καλά και μόνο η κερδοσκοπία έφταιξε. Ωστόσο, είναι ιστορικά ακριβές ότι οι κερδοσκοπικοί αρέσκονται ιδιαίτερα στο να επιτίθενται στους ευρωπαϊκούς νομισματικούς θεσμούς, αλλά ίσως είναι και αναμενόμενο, εάν ληφθεί υπόψη ότι το διακύβευμα είναι μεγάλο και τα δυνητικά κέρδη τεράστια, όπως μπορεί να διαφανεί από στοιχεία² για τα κέρδη των κερδοσκόπων που συνδέονται με την έξοδο της στεργλίνας από το Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών το 1992.

Αξίζει να σημειωθεί ότι ορισμένες από τις πρωτοβουλίες που ανέλαβαν τώρα η ΕΕ και οι χώρες της ευρωζώνης ώστε να αντιμετωπιστεί η κρίση και να βελτιωθεί η οικονομική διακυβέρνηση, όπως η δημιουργία ενός μηχανισμού οικονομικής ενίσχυσης για χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ, δεν είναι καινούργιες. Ήδη κατά την προετοιμασία της συνθήκης του Μάαστριχτ υπήρχαν παρόμοιες προτάσεις οι οποίες δεν έγιναν αποδεκτές, διότι θεωρήθηκε ότι ήταν σαφώς εκτός της πολιτικής ατζέντας της εποχής.³

Αυτό δεν θα πρέπει να προκαλεί έκπληξη, καθώς είναι αρκετά σύνηθες στα ευρωπαϊκά πράγματα η θεσμική πρόοδος να πραγματοποιείται μέσα από κατά περιόδους κρίσεις, αφού έτσι κινητοποιείται η ευρωπαϊκή κοινή γνώμη και δημιουργείται η κρίσιμη δυναμική για πρωτοβουλίες και σημαντικές αποφάσεις. Η κρίση στο ΕΝΣ υπήρξε καταλύτης για τη μετάβαση στην ΟΝΕ. Η τωρινή κρίση μπορεί επίσης να είναι ο καταλύτης για καλύτερη οικονομική διακυβέρνηση και για ένα ακόμη βήμα προς την οικονομική ενοποίηση της Ευρώπης.

² Lorca-Susino (2010) και HM Treasury, “Sterling withdrawal from ERM, the cost of intervention”, 9.2.2005.

³ Άλλες προτάσεις, όπως η ενίσχυση του κοινοτικού προϋπολογισμού, θεωρήθηκαν τότε, και παραμένουν και σήμερα, εκτός της πολιτικής ατζέντας. Έχει ενδιαφέρον να σημειωθεί ότι σύμφωνα με μελέτες, ακόμη και μία μέτρια αύξηση του προϋπολογισμού της ΕΕ από το παρόν επίπεδο του 1% του ΑΕΠ θα μπορούσε να έχει αποτελεσματική σταθεροποιητική επίδραση.

4 ΑΜΕΣΑ ΜΕΤΡΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Τα θεσμικά όργανα της ΕΕ, καθώς και οι εθνικές κυβερνήσεις, ανέλαβαν δράση για να αντιμετωπιστεί και να ξεπεραστεί η κρίση δημόσιου χρέους. Υπάρχουν αιτιάσεις ότι υπήρξε καθυστέρηση στην κινητοποίηση της ΕΕ, κάτι που ο Πρόεδρος του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου H. Van Rompuy αρνείται στην έκθεση πεπραγμένων του Συμβουλίου για το 2010. Οι όποιες καθυστερήσεις οφείλονται κυρίως στο υφιστάμενο νομικό κενό. Ενώ υπήρχε μηχανισμός για ενίσχυση κρατών-μελών της ΕΕ εκτός της ζώνης του ευρώ, δεν υπήρχε, και θα έπρεπε να δημιουργηθεί, κατάλληλος μηχανισμός για χώρες της ευρωζώνης.⁴

Οι πρωτοβουλίες της ΕΕ κινήθηκαν προς τρεις κατευθύνσεις:

Πρώτον, άμεσα μέτρα ώστε να περιοριστούν οι επιπτώσεις της κρίσης και να διασφαλιστεί η σταθερότητα της ζώνης του ευρώ. Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνεται η δημιουργία μηχανισμών οικονομικής στήριξης για χώρες της ζώνης του ευρώ και η ενεργοποίησή τους για την Ελλάδα, την Ιρλανδία και την Πορτογαλία (βλ. Παράρτημα 1).

Δεύτερον, αποφάσεις για τη δημιουργία ενός μόνιμου μηχανισμού στήριξης, του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας, ο οποίος θα μπορεί να ενεργοποιείται σε περιπτώσεις χωρών-μελών που αντιμετωπίζουν σοβαρές δυσκολίες, διασφαλίζοντας ταυτόχρονα την εύρυθμη λειτουργία της ΟΝΕ μέσω κατάλληλων ρυθμίσεων και κινήτρων. Ο μόνιμος αυτός μηχανισμός προβλεπόταν αρχικά να τεθεί σε ισχύ από τα μέσα του 2013, αλλά λόγω της επιδείνωσης της κρίσης αποφασίστηκε να επισπευστεί η έναρξη της λειτουργίας του κατά ένα έτος, αντικαθιστώντας τους προσωρινούς μηχανισμούς στήριξης που θα παραμείνουν σε ισχύ μέχρι τότε και σε μερική ισχύ για ένα μεταβατικό στάδιο (βλ. Παραρτήματα 1 και 3).

Ένα τρίτο σύνολο πρωτοβουλιών περιλαμβάνει την ενίσχυση του συντονισμού και της εποπτείας της οικονομικής και δημοσιονομικής πολιτικής μέσω ενός συνόλου μεταρρυθμίσεων, τις οποίες η Ευρωπαϊκή Επιτροπή χαρακτήρισε ως “τις σημαντικότερες από την έναρξη της ΟΝΕ”. Οι προτάσεις αυτές έγιναν δεκτές με ορισμένες τροποποιήσεις επί το αυστηρότερο από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο και είναι σε ισχύ από 13.12.2011. Ήδη από 1.1.2011 έχει τεθεί σε εφαρμογή το “Ευρωπαϊκό Εξάμηνο”, ένας μηχανισμός που στοχεύει να βελτιώσει λειτουργικά το συντονισμό της οικονομικής και δημοσιονομικής πολιτικής των χωρών-μελών της ΕΕ. Επίσης, στις αρχικές νομοθετικές προτάσεις της Επιτροπής προστέθηκε το “Σύμφωνο για το ευρώ+”, το οποίο έχει στόχο την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας και της σύγκλισης στην ΟΝΕ (βλ. Παράρτημα 2).

Στις παραπάνω πρωτοβουλίες θα πρέπει να προστεθούν αποφάσεις της ΕΕ που ελήφθησαν για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της παγκόσμιας κρίσης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και αφορούν την ενίσχυση του θεσμικού πλαισίου και της εποπτείας των χρηματοπιστωτικών αγορών με την ίδρυση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου και των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών για τις τράπεζες, τις αγορές τίτλων και την ιδιωτική ασφάλιση.⁵

Θα πρέπει να σημειωθεί επίσης η σημαντική συμβολή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) στην αντιμετώπιση τόσο της παγκόσμιας κρίσης και των επιπτώσεών της στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα όσο και της κρίσης δημόσιου χρέους. Η ΕΚΤ, ως το κατ’ εξοχήν ευρωπαϊκό θεσμικό όργανο με πεδίο ευθύνης τη ζώνη του ευρώ, έλαβε καίριες αποφάσεις για τη διασφάλιση της ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα και της χρηματοπιστωτικής

⁴ Υπήρχε βέβαια το άρθρο 122(2) της Συνθήκης (βλ. Παράρτημα 1), αλλά ήταν – και παραμένει – περιορισμένο το εύρος εφαρμογής του, καθώς και το ύψος των διαθέσιμων κεφαλαίων.

⁵ Οι μεταρρυθμίσεις του θεσμικού πλαισίου του χρηματοπιστωτικού συστήματος βασίζονται κυρίως στις προτάσεις της “Εκθέσης de Larosière” (2009).

σταθερότητας στο σύνολο της ζώνης του ευρώ και στις επιμέρους χώρες-μέλη.⁶

5 ΕΠΙΤΕΥΓΜΑΤΑ ΚΑΙ ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ ΤΗΣ ΟΝΕ

Η περίοδος από την έναρξη της λειτουργίας της ευρωζώνης είναι πολύ βραχεία για την αποτίμηση ενός τόσο σημαντικού εγχειρήματος όπως είναι η ευρωπαϊκή οικονομική και νομισματική ένωση, εάν ληφθεί επίσης υπόψη ότι η περίοδος αυτή περιλαμβάνει τη μεγαλύτερη παγκόσμια οικονομική κρίση από το 1929.

Έχοντας κατά νου την παραπάνω παρατήρηση, είναι χρήσιμο να γίνει μία πρώτη αξιολόγηση της πορείας της ΟΝΕ έως τώρα. Είναι εύλογο σε μια περίοδο που κυριαρχείται από την κρίση χρέους και την αυξανόμενη αβεβαιότητα για τις επιπτώσεις της, να εστιαστεί η προσοχή μας στις αδυναμίες της ΟΝΕ και στις πρωτοβουλίες που έχουν αναληφθεί για την αντιμετώπισή τους. Είναι ωστόσο αναγκαίο να εξετάσουμε επίσης εν συντομία και τα κύρια επιτεύγματά της.

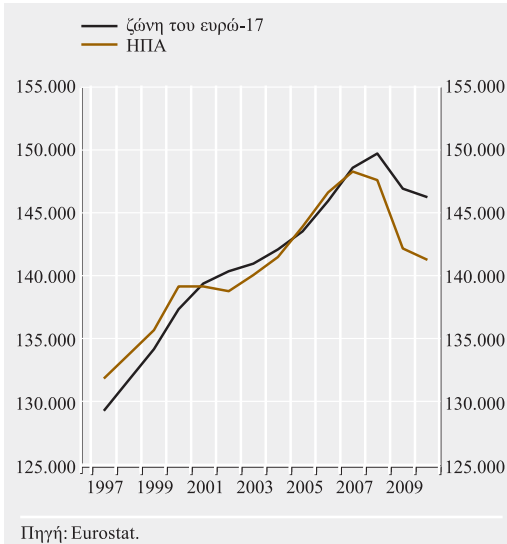
Επιτεύγματα

Τα κυριότερα επιτεύγματα της ζώνης του ευρώ από την έναρξη της λειτουργίας της είναι η διατήρηση της νομισματικής σταθερότητας, η δημιουργία 18 εκατομμυρίων νέων θέσεων απασχόλησης, η σύγκλιση του κατά κεφαλήν εισοδήματος στις χώρες-μέλη, η σημαντική αύξηση των διεθνών εμπορικών συναλλαγών εντός της ευρωζώνης αλλά και η ισορροπία στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών με τον υπόλοιπο κόσμο, καθώς και το σαφώς μικρότερο δημοσιονομικό έλλειμμα και χρέος από τα αντίστοιχα των ΗΠΑ και της Ιαπωνίας. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι μέχρι το 2007, το τελευταίο έτος πριν από τη ραγδαία επιδείνωση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, και σε ορισμένες περιπτώσεις μέχρι το 2008, σημειώνονταν ικανοποιητικές επιδόσεις σε βασικούς τομείς.

Η παγκόσμια κρίση διέκοψε, και σε ορισμένες περιπτώσεις ανέστρεψε, αυτές τις τάσεις.

Διάγραμμα 1 Συνολική απασχόληση

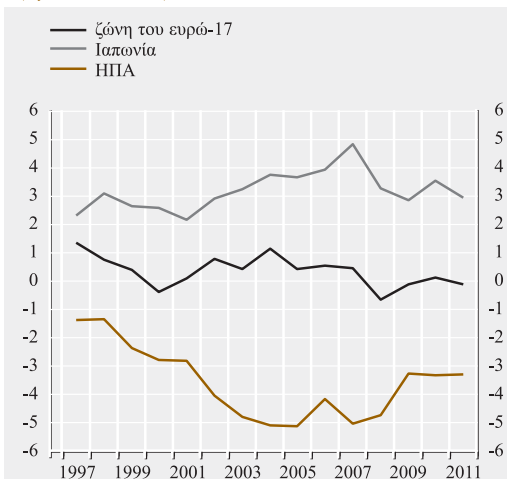
(μέσοι όροι έτους, χιλιάδες άτομα)



Πηγή: Eurostat.

Διάγραμμα 2 Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών

(ως ποσοστό του ΑΕΠ)



Πηγή: European Commission, European Economic Forecast, Autumn 2011, Νοέμβριος 2011.

6 Πρόσφατες παρεμβάσεις της ΕΚΤ περιλαμβάνουν την απόφαση, στις 30.11.2011, για συντονισμένη δράση μαζί με τις κεντρικές τράπεζες των ΗΠΑ, της Ιαπωνίας, του Καναδά, του Ηνωμένου Βασιλείου και της Ελβετίας, με σκοπό τη διευκόλυνση της χρηματοδότησης των ευρωπαϊκών τραπεζών σε δολάρια ΗΠΑ, και την απόφαση, στις 8.12.2011, για τη διενέργεια πράξεων αναχρηματοδότησης των τραπεζών τριετούς διάρκειας με σταθερό επιτόκιο 1%, με στόχο την ενίσχυση της ρευστότητας στις αγορές χρήματος και τη χρηματοδότηση της οικονομίας. Επίσης, η ΕΚΤ μείωσε το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης στο 1%, έπειτα από δύο ισόποσες μειώσεις, κατά 25 μονάδες βάσης (1.11.2011 και 8.12.2011).

Κατά συνέπεια, δεν είναι σωστό να λαμβάνονται υπόψη εξελίξεις οι οποίες συνδέονται με την παγκόσμια κρίση και να συνάγονται οριστικά συμπεράσματα για το βαθμό σύγκλισης και τη βιωσιμότητα της ΟΝΕ.

Όσον αφορά συγκεκριμένους δείκτες, σημειώνεται ότι ο μέσος ρυθμός πληθωρισμού την περίοδο των 12 πρώτων ετών από την έναρξη της ΟΝΕ ήταν 1,97%, δηλ. εντός του επίσημου μεσοπρόθεσμου στόχου για τον πληθωρισμό, δηλ. κάτω αλλά πλησίον του 2%. Επίσης, οι πληθωριστικές προσδοκίες παρέμειναν πλησίον του στόχου της ΕΚΤ.

Η αύξηση του όγκου των διεθνών εμπορικών συναλλαγών εντός της ζώνης του ευρώ η οποία αποδίδεται στην ΟΝΕ εκτιμάται τουλάχιστον σε 8% και ίσως ανέρχεται μέχρι και σε 23%, σύμφωνα με επισκόπηση εμπειρικών μελετών από τον A. Rose (βλ. ECB, 2009).⁷

Όσον αφορά τη δημοσιονομική προσαρμογή, σημαντική πρόοδος είχε συντελεστεί μέχρι την εμφάνιση της κρίσης, καθώς το δημοσιονομικό έλλειμμα είχε μειωθεί στο 0,7% του ΑΕΠ στο σύνολο της ευρωζώνης το 2007, για να ανέλθει στο 6,4% του ΑΕΠ το 2009 ως συνέπεια της κρίσης.

Κυριότερες αδυναμίες

Στις επόμενες παραγράφους αναλύονται οι κυριότερες αδυναμίες οι οποίες έχουν εντοπιστεί κατά τη διάρκεια της λειτουργίας της νομισματικής ένωσης και εξετάζεται αν οι πρόσφατες μεταρρυθμίσεις στην οικονομική διακυβέρνηση και οι άλλες θεσμικές αλλαγές παρέχουν τα μέσα ώστε να αντιμετωπιστούν αποτελεσματικά αυτές οι αδυναμίες. Εξετάζονται επίσης ορισμένες υποτιθέμενες αδυναμίες, αλλά και κάποιες πραγματικές προκλήσεις.

Οι κυριότερες αδυναμίες στη διάρκεια της πρώτης δεκαετίας της ΟΝΕ, που αποτέλεσαν και τα γενεσιουργά αίτια της παρούσας κρίσης, είναι οι λανθασμένες οικονομικές και δημοσιονομικές πολιτικές σε ορισμένες χώρες-μέλη

οι οποίες οδήγησαν σε επίμονες αποκλίσεις και ανισορροπίες σε βασικούς οικονομικούς δείκτες, ο ελλειπής συντονισμός των οικονομικών πολιτικών ο οποίος όξυνε τις μακροοικονομικές ανισορροπίες και η μεταρρυθμιστική αδράνεια, η οποία διαπιστώθηκε σε πολλές περιπτώσεις και συνέβαλε στην απώλεια ανταγωνιστικότητας και στις μέτριες, γενικά, οικονομικές επιδόσεις. Τα παραπάνω θα πρέπει να εξεταστούν σε ένα πλαίσιο πολύ χαμηλών πραγματικών επιτοκίων σε αρκετές χώρες-μέλη, τα οποία οδήγησαν σε υπερβολικό δανεισμό του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα. Επιπλέον, έχει υποστηριχθεί ότι η ΟΝΕ είναι ευάλωτη στις μεταβολές των συνθηκών που επικρατούν στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Συγκεκριμένα:

- Ενώ ο πληθωρισμός διατηρήθηκε χαμηλός στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, είναι επίσης αληθές ότι καταγράφηκαν επίμονες αποκλίσεις και ανισορροπίες σε ορισμένους βασικούς δείκτες, όπως είναι η εξέλιξη της ανταγωνιστικότητας τιμών και κόστους και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Έτσι, οι επίμονες αποκλίσεις του πληθωρισμού στις επιμέρους χώρες οδήγησαν την απώλεια ανταγωνιστικότητας σε μη βιώσιμα επίπεδα. Παράλληλα, η πρόοδος προς τη δημοσιονομική προσαρμογή υπήρξε άνιση ανάμεσα στις χώρες-μέλη και ανεπαρκής ώστε να μειώσει ουσιαστικά το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ σε ορισμένες χώρες όπως η Ελλάδα και η Ιταλία. Κατά συνέπεια, οι συσσωρευμένες μακροοικονομικές ανισορροπίες συνέβαλαν στην παρούσα κρίση και αντανακλούν επίσης αδυναμίες στη λειτουργία της ΟΝΕ.

- Ορισμένοι συγγραφείς⁸ υποστηρίζουν ότι αυτές οι αποκλίσεις είναι συνέπεια της *μεγάλης ανομοιογένειας των οικονομιών της ζώνης του ευρώ*, γεγονός το οποίο μειώνει την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής

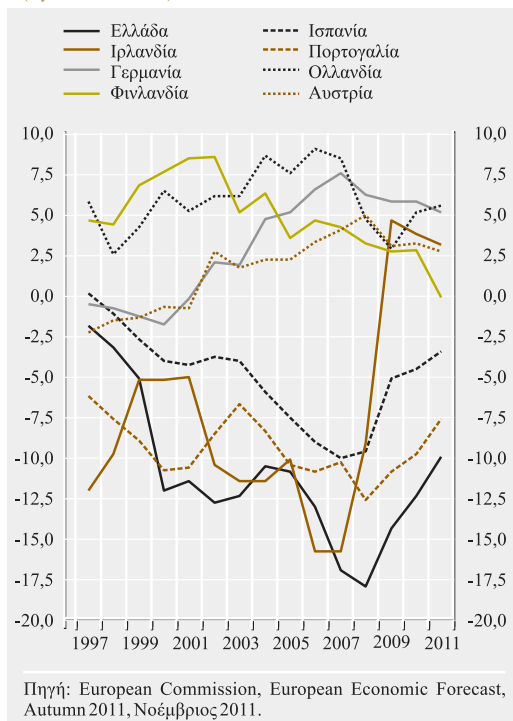
⁷ Επίσης, σύμφωνα με τον A. Rose, η αύξηση του διεθνούς εμπορίου ανάμεσα στις χώρες της ευρωζώνης συνέβαλε στην αύξηση του συγχρονισμού του οικονομικού κύκλου και στη μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα της κοινής νομισματικής πολιτικής.

⁸ Π.χ. Eijffinger and Mujagic (2010).



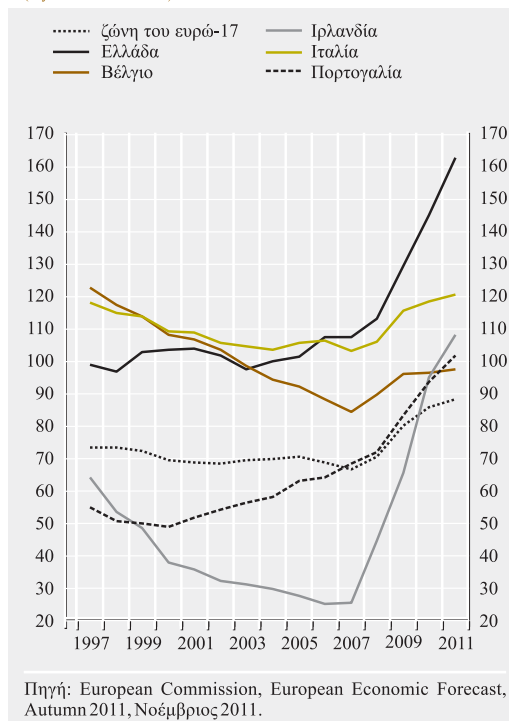
Διάγραμμα 3 Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εντός της ζώνης του ευρώ

(ως ποσοστό του ΑΕΠ)



Διάγραμμα 4 Ακαθάριστο δημόσιο χρέος

(ως ποσοστό του ΑΕΠ)



της ΕΚΤ και κάνει το όλο εγχείρημα της ΟΝΕ μη βιώσιμο.

- Άλλοι αναλυτές βλέπουν ως κύρια αιτία των τωρινών δυσκολιών την *ασυμμετρία των οικονομικών πολιτικών των χωρών-μελών* και την απουσία ενός μηχανισμού οικονομικής προσαρμογής. Για παράδειγμα, σύμφωνα με τους M. Wolf⁹ και W. Munchau,¹⁰ οι οικονομικές πολιτικές της Γερμανίας και, σε ένα βαθμό, άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ, των οποίων τα κύρια χαρακτηριστικά είναι η πραγματική εσωτερική υποτίμηση μέσω περιοριστικής μισθολογικής πολιτικής, η χρονίως ανεπαρκής εγχώρια ζήτηση και διαρθρωτικά πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, έχουν συμβάλει στις αυξημένες μακροοικονομικές ανισορροπίες εντός της ΟΝΕ και ενέχουν τον κίνδυνο να την καταδικάσουν σε παρατεταμένη οικονομική στασιμότητα.¹¹

- Έχει παρατηρηθεί επίσης μία “*μεταρρυθμιστική αδράνεια*”¹² ως προς τη λειτουργία της

ΟΝΕ, η οποία οφείλεται στη λανθασμένη, όπως τελικά αποδείχθηκε, αντίληψη ότι το ευρώ παρέχει προστασία έναντι εξωτερικών διαταραχών και η οποία “αποκοίμισε” κατά κάποιο τρόπο τις χώρες της περιφέρειας οδηγώντας τις στην εύκολη λύση του δανεισμού και στην αποφυγή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων προς ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας.

- Επιπλέον, έχουν διατυπωθεί ανησυχίες ότι ο τρόπος με τον οποίο έχει δομηθεί η ΟΝΕ την καθιστά *ευάλωτη στις μεταβολές των τάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές*, ενώ κάποια από τα στοιχεία των νέων μηχανισμών οικονομικής στήριξης είναι πιθανόν να αυξάνουν

⁹ Wolf (2010)

¹⁰ Munchau (2010).

¹¹ Βλ. Demopoulos and Yannacopoulos (2011) για ανάλυση των ζητημάτων που συνδέονται με την ασυμμετρία των πιέσεων για προσαρμογή όσον αφορά χώρες με έλλειμμα ή πλεόνασμα στο ισοζύγιο πληρωμών. Αυτή η ασυμμετρία στο πλαίσιο της ζώνης του ευρώ επιχειρείται να αντιμετωπιστεί με τις πρόσφατες μεταρρυθμίσεις σχετικά με την πρόληψη και τη διόρθωση των υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών.

¹² Papaspyrou (2007).

αυτή την αδυναμία.¹³ Οι πρόσφατες εξελίξεις στις αγορές κρατικών τίτλων χωρών της ζώνης του ευρώ φαίνεται να προσδίδουν ιδιαίτερη βαρύτητα σε αυτά τα επιχειρήματα.

Μια από τις προφανείς αδυναμίες της ONE, την οποία βιώνουμε τώρα, είναι η έλλειψη κατάλληλων μέσων για την αποτελεσματική αντιμετώπιση της κρίσης δημόσιου χρέους. Με τους μηχανισμούς που δημιουργήθηκαν εσπευσμένα η κρίση αναχαιτίστηκε, αλλά δεν αντιμετωπίστηκε αποτελεσματικά. Είναι κατά συνέπεια φανερό ότι ορισμένες πλευρές του θεσμικού πλαισίου θα ήταν σκόπιμο να επανεξεταστούν με στόχο την ενίσχυσή τους. Οι πρόσφατες αποφάσεις (βλ. Παράρτημα 3) είναι ένα βήμα προς αυτή την κατεύθυνση.

6 ΔΙΑΘΕΤΕΙ Η ONE ΤΑ ΜΕΣΑ ΓΙΑ ΝΑ ΞΕΠΕΡΑΣΕΙ ΤΙΣ ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ;

Η ανάλυση των δυσκολιών που αντιμετωπίζουν οι χώρες που πλήττονται από κρίση δημόσιου χρέους, σε συνάρτηση με τις αποφάσεις της ΕΕ και των κρατών-μελών για τη βελτίωση της οικονομικής διακυβέρνησης, δείχνει ότι σε μεγάλο βαθμό οι αποφάσεις ενίσχυσαν σημαντικά το “οπλοστάσιο” της ΕΕ και των κρατών-μελών για την αποτελεσματική αντιμετώπιση της κρίσης. Ωστόσο, σε ορισμένες περιπτώσεις είναι πιθανόν οι διαθέσιμοι μηχανισμοί να χρειάζονται περαιτέρω ενίσχυση ή ακόμη και να δημιουργηθούν νέα εργαλεία, όπως π.χ. στο θέμα του ευρωομολόγου υπό ορισμένες προϋποθέσεις. Προς το τέλος της μελέτης αναλύεται το πρόβλημα της οικονομικής προσαρμογής στην ONE, στο οποίο η μεταρρύθμιση της οικονομικής διακυβέρνησης ίσως δεν θα μπορέσει να δώσει από μόνη της απαντήσεις. Μπορεί ωστόσο να διευκολύνει τη δράση των οικονομικών φορέων ώστε να το επιχειρήσουν.

Δημόσια οικονομικά: καλύτερη εποπτεία και αυστηρότεροι κανόνες

Η ανεπαρκής δημοσιονομική προσαρμογή σε εποχές υψηλών ρυθμών οικονομικής δρα-

στηριότητας, αλλά και ορισμένες εγγενείς αδυναμίες της ONE (βλ. παρακάτω), μαζί με τις επιπτώσεις της βαθιάς οικονομικής ύφεσης, υπήρξαν οι κυριότερες αιτίες της κρίσης χρέους σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ.

Κατά συνέπεια, η ενίσχυση της εποπτείας και του συντονισμού των δημόσιων οικονομικών υπήρξε κεντρικό μέλημα της μεταρρύθμισης της οικονομικής διακυβέρνησης στην ΕΕ και ιδιαίτερα στη ζώνη του ευρώ. Η μεταρρύθμιση ενισχύει τόσο το προληπτικό όσο και το διορθωτικό σκέλος του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, καθώς και το δημοσιονομικό πλαίσιο στις χώρες-μέλη, ώστε να διασφαλίσει αρμονία μεταξύ των κοινών ευρωπαϊκών κανόνων και στόχων στον τομέα αυτό.

- Η ενίσχυση της δημοσιονομικής εποπτείας με την πρόσφατη μεταρρύθμιση της οικονομικής διακυβέρνησης αναμένεται να συμβάλει αποφασιστικά στην εμπέδωση υγιών δημόσιων οικονομικών στην ΕΕ και ιδιαίτερα στη ζώνη του ευρώ,¹⁴ καθώς γίνεται πιο αυστηρή η διαδικασία για τον εντοπισμό και τη διόρθωση των υψηλών δημοσιονομικών ελλειμμάτων και την αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους με την επιβολή ημιαυτόματων κυρώσεων στα κράτη-μέλη που παρεκκλίνουν από τους συμφωνημένους δημοσιονομικούς στόχους.¹⁵

¹³ De Grauwe (2011). Η απόφαση της συνόδου κορυφής στις 8-9.12.2011 να εφαρμοστούν αυστηρά οι πρακτικές του ΔΝΤ όσον αφορά τη συμμετοχή των ιδιωτών στην αναδιάρθρωση δημόσιου χρέους απαντά σε ένα βαθμό στην κριτική αυτή.

¹⁴ Ο στόχος για υγιή δημόσια οικονομικά συμβάλλει στην ευελιξία της δημοσιονομικής πολιτικής δημιουργώντας περιθώρια δράσης για την αντιμετώπιση της οικονομικής ύφεσης, με τη λειτουργία των αυτόματων δημοσιονομικών σταθεροποιητών χωρίς να τεθεί σε κίνδυνο η δημοσιονομική σταθερότητα. Σημειώνεται ότι το Δημοσιονομικό Σύμφωνο (βλ. Παράρτημα 3) προβλέπει διαρθρωτικό δημοσιονομικό έλλειμμα όχι μεγαλύτερο από 0,5% του ΑΕΠ, δηλαδή λαμβάνει υπόψη την επίδραση του οικονομικού κύκλου.

¹⁵ Στις 23.11.2011 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε προτάσεις για ακόμη αυστηρότερη εποπτεία σε χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ που υπόκεινται σε διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος, αντιμετωπίζουν σοβαρές δυσκολίες όσον αφορά τη χρηματοπιστωτική τους σταθερότητα και έχουν λάβει οικονομική στήριξη στο πλαίσιο προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής. Στο Συμβούλιο Ecofin της 21.2.2012 υπήρξε συμφωνία ως προς τη γενική προσέγγιση των προτάσεων της Επιτροπής και έπονται διαπραγματεύσεις με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο για την επίτευξη τελικής συμφωνίας.

Είναι δυνατή η συνύπαρξη στην ONE χωρών με χαμηλές επιδόσεις με μία υψηλών επιδόσεων Γερμανία;

Αρκετοί οικονομικοί σχολιαστές¹⁶ υποστηρίζουν ότι είναι εξαιρετικά δύσκολο να συμβιώσουν στην ONE οικονομίες υψηλών επιδόσεων και με κουλτούρα νομισματικής σταθερότητας, όπως η γερμανική, με άλλες περιφερειακές οικονομίες, όπως η ελληνική, οι οποίες εμφανίζουν μεγάλες αδυναμίες, κυρίως χαμηλή ανταγωνιστικότητα και μεγάλες μακροοικονομικές ανισορροπίες.

Ωστόσο, άλλοι αναλυτές παρατηρούν ότι οι υψηλές οικονομικές επιδόσεις της Γερμανίας δεν βασίζονται, γενικά, σε υψηλότερο ρυθμό αύξησης της παραγωγικότητας — με εξαίρεση το 2010, οπότε παρατηρήθηκε μία έντονη αύξηση της παραγωγικότητας οφειλόμενη στη μεγάλη κυκλική αύξηση των γερμανικών εξαγωγών έπειτα από τη μεγάλη ύφεση του 2009, και σε μικρότερο βαθμό το 2011 — αλλά σε παρατεταμένη συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων και συσσώρευση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, το οποίο αντανακλάται στις υψηλές εξαγωγικές επιδόσεις.¹⁷ Πράγματι, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητας την πρώτη δεκαετία της ONE ήταν κατά μέσο όρο 0,9% στη Γερμανία, σε σύγκριση με 1,0% στο σύνολο της ευρωζώνης.¹⁸

- Συνεπώς, δεν είναι ακριβής ο ισχυρισμός ότι η οικονομική συνοχή στην ONE απειλείται από μία σαφώς υψηλότερη επίδοση μίας μεγάλης οικονομίας έναντι των λοιπών, η οποία θα μπορούσε να δυσχεράνει τη χάραξη της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και το συντονισμό της οικονομικής πολιτικής. Εάν υπάρχει κάποιο ζήτημα στο πλαίσιο αυτό, αφορά μάλλον την ασυμμετρία των οικονομικών πολιτικών (βλ. παρακάτω).

Η αρμονική συνύπαρξη σε μία οικονομική και νομισματική ένωση απαιτεί και άλλα στοιχεία, όπως η ευελιξία και κινητικότητα στις αγορές εργασίας, αγαθών και υπηρεσιών, αλλά και η γενικότερη προσέγγιση όσον αφορά τη νομισματική σταθερότητα. Ορισμένα από τα στοιχεία αυτά εξετάζονται στη συνέχεια.

Είναι ο ευρωπαϊκός νότος επιρρεπής σε πληθωρισμό, ελλείμματα και χαμηλή ανάπτυξη;

Εξετάζοντας διαχρονικά τις οικονομικές εξελίξεις, παρατηρούμε ότι ένας συνδυασμός υψηλών ρυθμών αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, σχετικά χαμηλού πληθωρισμού και πολύ χαμηλών εξωτερικών και δημοσιονομικών ελλειμμάτων — ή και πλεονασμάτων σε ορισμένες περιπτώσεις — δεν είναι κάτι άγνωστο στον ευρωπαϊκό νότο κατά τη μεταπολεμική περίοδο των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Για παράδειγμα, την περίοδο 1961-73 ο μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού (αποπληθωριστής της ιδιωτικής κατανάλωσης¹⁹) στην Ελλάδα ήταν 3,6% σε σύγκριση με 3,4% στη Γερμανία και 4,7% στη Γαλλία, ενώ ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ήταν 8,5% για την Ελλάδα, 4,3% για τη Γερμανία και 5,4% για τη Γαλλία. Οι αντίστοιχοι ρυθμοί για την Πορτογαλία ήταν 3,9% για τον πληθωρισμό και 6,9% για το ΑΕΠ.

Οι συγκρίσεις μεταξύ διαφορετικών χρονικών περιόδων θα πρέπει να γίνονται με προσοχή, καθώς σημαντικές παράμετροι μπορεί να διαφέρουν, ωστόσο παρέχουν χρήσιμα διδάγματα.

- Τα παραπάνω στοιχεία δείχνουν ότι δεν υπάρχει κάποια αναπόδραστη νομοτέλεια για υψηλό πληθωρισμό και χαμηλούς ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ σε ορισμένες χώρες-μέλη της ONE, οι οποίες αντιμετωπίζουν τώρα σοβαρές χρηματοοικονομικές δυσκολίες, ώστε να προδιαγράφουν και την πορεία τους στο μέλλον. Αυτό φυσικά δεν σημαίνει ότι δεν

¹⁶ Greenspan (2011).

¹⁷ Munchau (2010), Deutsche Bundesbank (2010).

¹⁸ Βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Economic Forecasts, Statistical Appendix, διάφορες εκδόσεις. Σημειώνεται ότι η αύξηση της παραγωγικότητας παραμένει υψηλή σε τομείς όπου είναι παραδοσιακά ισχυρή η γερμανική οικονομία, όπως στη βιομηχανία και την παραγωγή αγαθών γενικότερα, αλλά είναι χαμηλή στον τομέα των υπηρεσιών. Φυσικά, θα πρέπει να αναλυθεί πώς η οικονομική κρίση επηρέασε την παραγωγικότητα και το δυνητικό προϊόν στις επιμέρους οικονομίες της ευρωζώνης. Σύμφωνα με το ΔΝΤ (Germany, Article IV Consultation, 9.6.2011), το δυνητικό ΑΕΠ της Γερμανίας δεν επηρεάστηκε ουσιαστικά από την κρίση, αλλά παρέμεινε σχετικά χαμηλό.

¹⁹ Χρησιμοποιείται ο αποπληθωριστής της ιδιωτικής κατανάλωσης, διότι υπάρχουν συγκρίσιμα στοιχεία. Στην Ελλάδα, ο πληθωρισμός μετρούμενος με το δείκτη τιμών καταναλωτή ήταν 2,1% την περίοδο 1960-70.

υπάρχει ανάγκη για βαθιές διαρθρωτικές αλλαγές και μεταρρυθμίσεις τόσο στις εθνικές οικονομίες που αντιμετωπίζουν σοβαρές δυσκολίες όσο και στην οικονομική διακυβέρνηση της ΟΝΕ.

Ασυμμετρία οικονομικών πολιτικών εντός της ΟΝΕ

Για τους υπεύθυνους οικονομικής πολιτικής είναι φανερό, και η πρόσφατη κρίση το επιβεβαίωσε, ότι το μεγαλύτερο βάρος της προσαρμογής των εξωτερικών ανισορροπιών πέφτει στις χώρες με μεγάλα ελλείμματα και χρέη. Μεγάλα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, τα οποία αντικατοπτρίζουν απώλεια ανταγωνιστικότητας και υπερβάλλουσα εγχώρια ζήτηση, πρέπει να διορθωθούν έγκαιρα, καθώς οι δυσμενείς επιπτώσεις τους στη χρηματοοικονομική κατάσταση των εν λόγω χωρών μπορεί να είναι πολύ σοβαρές.

Όπως αναφέρθηκε ήδη, πολλοί αναλυτές επισημαίνουν τους κινδύνους για τη ζώνη του ευρώ από την επί μακρόν εφαρμογή περιοριστικής πολιτικής μισθών και ανεπαρκούς εγχώριας ζήτησης που δημιουργούν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και συσσώρευση πλεονασμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στη Γερμανία και ορισμένες άλλες χώρες-μέλη.

Σε μία νομισματική ένωση, η απουσία της δυνατότητας μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών απαιτεί τη χρήση άλλων μέσων και βελτίωση του συντονισμού της οικονομικής πολιτικής ώστε να μειωθούν τα εξωτερικά ελλείμματα.²⁰ Η ανάγκη για τέτοια προσαρμογή δεν ήταν αισθητή τα πρώτα χρόνια της ΟΝΕ, λόγω της ασθενούς οικονομικής επίδοσης της Γερμανίας – η οποία προσπαθούσε να απορροφήσει το σοκ της επανένωσης και την υψηλή, σύμφωνα με ορισμένους αναλυτές, ιστιμμία μετατροπής του μάρκου σε ευρώ – καθώς και της ευφορίας από τους υψηλούς ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ στον ευρωπαϊκό νότο λόγω της πτώσης των επιτοκίων. Αλλά η συσσώρευση πλεονασμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στη Γερμανία και σε ορι-

σμένες άλλες χώρες-μέλη τα τελευταία χρόνια, καθώς και τα αντίστοιχα ελλείμματα στις χώρες κυρίως του ευρωπαϊκού νότου, έφεραν στο προσκήνιο το πρόβλημα της οικονομικής προσαρμογής στην ΟΝΕ.

Έχουν διατυπωθεί διάφορες προτάσεις πολιτικής για τη μείωση των πλεονασμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, κυρίως μέσω διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων οι οποίες θα ενισχύσουν την εγχώρια ζήτηση. Άλλες, περισσότερο αμφιλεγόμενες, προτάσεις στοχεύουν στην υιοθέτηση μιας κοινής προσέγγισης για τη μισθολογική πολιτική στην ευρωζώνη, ώστε να αποφευχθεί ένας ατελέσφορος αγώνας συμπίεσης του μισθολογικού κόστους μεταξύ των χωρών-μελών,²¹ η οποία θα βασίζεται σε δύο στοιχεία: α) στο στόχο της ΕΚΤ για σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα και β) στην αρχή ότι οι πραγματικές μισθολογικές αυξήσεις θα πρέπει να είναι συμβατές με την αύξηση της παραγωγικότητας.

- Οι πρόσφατες μεταρρυθμίσεις στην οικονομική διακυβέρνηση που αφορούν την εποπτεία και τη διόρθωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών, οι οποίες εισάγονται για πρώτη φορά στο “οπλοστάσιο” της οικονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ και της ζώνης του ευρώ με τόσο συστηματικό τρόπο (αναφέρεται ενδεικτικά η εισαγωγή της “Διαδικασίας Υπερβολικών Ανισορροπιών” κατ’ αναλογία προς τη “Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος” στον τομέα των δημόσιων οικονομικών) παρέχουν το κατάλληλο πλαίσιο για την ανάλυση αυτών των θεμάτων και αναμένεται να συμβάλουν αποφασιστικά στον έλεγχο και τον περιορισμό των εσωτερικών και εξωτερικών μακροοικονομικών ανισορροπιών.

Η κουλτούρα σταθερότητας ως “δημόσιο αγαθό” στην ΟΝΕ

Οι αναφορές πολλών αναλυτών στην ανάγκη ενίσχυσης της εγχώριας ζήτησης στη Γερμανία

²⁰ Τράπεζα της Ελλάδος (2010).

²¹ Bofinger (2010).

και σε άλλες πλεονασματικές οικονομίες, η κριτική που ασκούν στην πολιτική ενίσχυσης της ανταγωνιστικότητας με παρατεταμένη μισθολογική συγκράτηση, αλλά και το γεγονός ότι η Γερμανία έχει επωφεληθεί περισσότερο ίσως από κάθε άλλη χώρα-μέλος από την ΟΝΕ — αυτή η άποψη έχει διατυπωθεί επίσης από κυβερνητικά στελέχη στη Γερμανία — δεν θα πρέπει να μας κάνει να παραβλέψουμε τη σημαντική συμβολή της κουλτούρας σταθερότητας της Γερμανίας στη δημιουργία της νομισματικής ένωσης και στην επιτυχή πορεία της έως τώρα.

Οι μελετητές της νομισματικής ιστορίας της Ευρώπης από το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο γνωρίζουν ότι η Γερμανία ήταν στο επίκεντρο όλων των μεγάλων νομισματικών εξελίξεων και θεσμών. Βρισκόταν πάντοτε στο επίκεντρο των νομισματικών και χρηματοοικονομικών *εξελίξεων*, διότι σε περιόδους κρίσεων, όπως αυτές στο Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα, το γερμανικό μάρκο ήταν το φυσικό σημείο αναφοράς για την αποτίμηση της σταθερότητας των λοιπών ευρωπαϊκών νομισμάτων και τώρα, στη νομισματική ένωση, τα γερμανικά κρατικά ομόλογα είναι επίσης το σημείο αναφοράς για την αξιολόγηση των λοιπών ευρωπαϊκών οικονομιών και των οικονομικών τους πολιτικών, τουλάχιστον όπως αυτές αξιολογούνται από τις χρηματοπιστωτικές αγορές και αντανακλώνται στα *spreads* των επιτοκίων. Ταυτόχρονα, ήταν στο επίκεντρο των νομισματικών *μηχανισμών και θεσμών*, διότι ήταν πλήρως αντιληπτό από όλους ότι η νομισματική αξιοπιστία της Γερμανίας συνιστούσε το αναντικατάστατο στοιχείο για τη δημιουργία οποιουδήποτε νομισματικού θεσμού στην Ευρώπη. Αυτό συνέβη στην περίπτωση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος και επίσης στη δημιουργία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης.

- Ένα σημαντικό δίδαγμα από τα παραπάνω είναι ότι η εμμονή της Γερμανίας, και της Bundesbank, της κεντρικής της τράπεζας, αρχικά και της ΕΚΤ στη συνέχεια για σταθερό νόμισμα και υγιή δημόσια οικονομικά είναι ένα είδος “δημόσιου αγαθού”, το οποίο θα

πρέπει να διασφαλιστεί, διότι είναι προς το κοινό συμφέρον των χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ. Η ΕΚΤ επέτυχε να διατηρήσει και να διευρύνει αυτή την αξιοπιστία διασφαλίζοντας σταθερότητα των τιμών και ένα ισχυρό ευρώ στο διεθνές στερέωμα.

Πρέπει συνεπώς να συγκεραστεί η ανάγκη μεγαλύτερης συμμετρίας στις οικονομικές πολιτικές, ώστε να περιορίζεται η δημιουργία εσωτερικών και εξωτερικών ανισορροπιών, με την ανάγκη να διασφαλίζεται ταυτόχρονα το δημόσιο αγαθό της νομισματικής σταθερότητας. Οι πρόσφατες αποφάσεις για μακροοικονομικό συντονισμό και εποπτεία, και ιδίως η αποφυγή υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών, είναι ένα βήμα προς την επίτευξη λειτουργικών λύσεων σε αυτές τις προκλήσεις.

Μεταρρυθμιστική αδράνεια και πώς μπορεί να αντιμετωπιστεί

Ένα σημαντικό “μειονέκτημα” της ΟΝΕ, το οποίο έγινε αντιληπτό από τα πρώτα έτη της λειτουργίας της, συνδέεται παραδόξως με την ασπίδα προστασίας την οποία προσφέρει το ευρώ στις χώρες-μέλη έναντι εξωτερικών νομισματικών διαταραχών και πιέσεων, οι οποίες ταλάνιζαν στο παρελθόν οικονομίες με ασθενή νομίσματα και με ελλείμματα στο ισοζύγιο πληρωμών. Η προστασία αυτή “αποκοίμισε” τις χώρες-μέλη, οι οποίες δεν ένιωθαν πλέον την πίεση να δράσουν και να υιοθετήσουν τις αναγκαίες μεταρρυθμίσεις για να αντιμετωπίσουν την επιδείνωση της οικονομικής κατάστασης.

Τέτοιες τάσεις μπορούν να καθυστερήσουν τις αναγκαίες προσαρμογές και να επιτείνουν τις εξωτερικές και εσωτερικές ανισορροπίες. Τα πολύ υψηλά ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών σε ορισμένες χώρες-μέλη — τα οποία δεν θα ήταν δυνατόν να υπάρξουν και να διατηρηθούν σε χώρες εκτός νομισματικής ένωσης — είναι ενδεικτικά μιας επιδεινούμενης κατάστασης ανισορροπίας.

Η συνέχιση αυτής της τάσης φαίνεται παράδοξη, καθώς θα αναμενόταν ότι η ΟΝΕ θα

κινητοποιούσε όλο το μεταρρυθμιστικό ζήλο στις χώρες-μέλη ώστε να αντιμετωπίσουν τον ανταγωνισμό εντός της κοινής ευρωπαϊκής αγοράς, μετά την απώλεια της συναλλαγματικής ισοτιμίας ως μέσου οικονομικής προσαρμογής. Ωστόσο, διαθέσιμες έρευνες τείνουν να επιβεβαιώνουν την τάση για αναβολή των μεταρρυθμίσεων (π.χ. Duval and Elmeskov, 2005). Μολονότι οι συγγραφείς εντόπισαν μεταρρυθμιστική αδράνεια κυρίως στις μεγάλες οικονομίες, φαίνεται ότι η αντίληψη πως το ευρώ παρέχει προστασία έναντι εξωτερικών πιέσεων στις μικρές και τις μεγάλες οικονομίες αδιακρίτως, τις έκανε λιγότερο πρόθυμες για μεταρρυθμίσεις.

Επιπλέον, το γεγονός ότι χρειάστηκε επανεκκίνηση της Στρατηγικής της Λισσαβώνας το 2005, πέντε χρόνια από την έναρξη της εφαρμογής της, καθώς κρίθηκε ότι ο ρυθμός υλοποίησης των μεταρρυθμίσεων δεν ήταν ικανοποιητικός, σημαίνει ότι δεν υπήρχε στο σύστημα αρκετή δυναμική για μεταρρυθμίσεις.

Προς την ίδια κατεύθυνση της μεταρρυθμιστικής αδράνειας φαίνεται να λειτουργήσαν και τα χαμηλά αντανακλαστικά των χρηματοπιστωτικών αγορών έναντι του υψηλού δημόσιου χρέους πριν από την παγκόσμια κρίση, όπως μαρτυρούν τα πολύ χαμηλά spreads μεταξύ των αποδόσεων κρατικών ομολόγων χωρών-μελών με υψηλό δημόσιο χρέος έναντι των αντίστοιχων γερμανικών ομολόγων. Αυτή η κατάσταση έχει πλέον μεταβληθεί και το “εκκρεμές” έχει πάει στην αντίθετη κατεύθυνση, η οποία αντανακλά μία υπεραντίδραση έναντι των χρηματοοικονομικών κινδύνων.²²

Το συμπέρασμα οικονομικής πολιτικής από τα ανωτέρω είναι ότι θα πρέπει να τεθούν σε ισχύ, τόσο σε εθνικό όσο και σε κοινοτικό επίπεδο, αποτελεσματικοί μηχανισμοί οι οποίοι προωθούν διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις.²³

- Το πλαίσιο πολιτικών για την ενθάρρυνση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στην ΕΕ και τη ζώνη του ευρώ είναι η Στρατηγική “Ευρώπη 2020” για την προώθηση της ανά-

πτυξης και της απασχόλησης, η οποία αντι-κατέστησε τη Στρατηγική της Λισσαβώνας. Επίσης, οι συνέργειες με τις υπόλοιπες πολιτικές στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου αναμένεται να έχουν θετική επίδραση, όπως και η “οικειοποίηση” των μεταρρυθμίσεων από τις εθνικές κυβερνήσεις. Κρίσιμης σημασίας είναι και η αξιοποίηση του δυναμικού της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς, ιδιαίτερα στον τομέα των υπηρεσιών, οι οποίες ανέρχονται στο 70% του ΑΕΠ αλλά μόνο στο 20% του εμπορίου ανάμεσα στις χώρες της ΕΕ.²⁴

Είναι εύθραυστη η ευρωζώνη;

Έχει επισημανθεί από αρκετούς αναλυτές ότι ο τρόπος με τον οποίο έχει δομηθεί η ΟΝΕ την καθιστά ευάλωτη στις μεταβολές των τάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η αυξανόμενη αβεβαιότητα ως προς τις επιπτώσεις της κρίσης χρέους στη ζώνη του ευρώ, αλλά και πέραν αυτής, δίνει πράγματι ιδιαίτερη βαρύτητα στην άποψη αυτή. Το πρόβλημα περιγράφεται εύγλωττα από τον De Grauwe:

“Οι χώρες που εισέρχονται σε μία νομισματική ένωση χάνουν κάτι περισσότερο από ένα μέσο οικονομικής πολιτικής όπως είναι τα επιτόκια ή η συναλλαγματική ισοτιμία. Χάνουν επίσης τη δυνατότητα να δανείζονται

²² Gibson, Hall and Tavlás (2011).

²³ Η εύρυθμη λειτουργία των αγορών εργασίας και προϊόντων είναι ουσιώδης για μια οικονομική και νομισματική ένωση. Σύμφωνα με ερευνήτες, οι ΗΠΑ το 19ο αιώνα είχαν ένα κοινό νόμισμα το οποίο λειτουργούσε ικανοποιητικά κυρίως λόγω της ευελιξίας στην αγορά εργασίας, χωρίς να έχουν μεγάλο ομοσπονδιακό προϋπολογισμό — κάτι σαν την ΕΕ σήμερα (βλ. Darvas, Z., “Fiscal federalism in crisis: some facts and lessons from the US for Europe”, 10.6.2010).

²⁴ Οι υπηρεσίες αντιπροσωπεύουν, σε παγκόσμια κλίμακα, ένα αυξανόμενο μερίδιο του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών. Έτσι, η αύξηση του διεθνούς εμπορίου υπηρεσιών στην ΕΕ και τη ζώνη του ευρώ θα μπορούσε να συμβάλει στη μείωση των εξωτερικών μακροοικονομικών ανισορροπιών, καθώς αρκετές ελλειμματικές χώρες, μεταξύ των οποίων η Ελλάδα, η Πορτογαλία και η Ισπανία, έχουν συγκριτικά καλύτερες επιδόσεις στις εξαγωγές υπηρεσιών έναντι των εξαγωγών αγαθών. Όσον αφορά τα αγαθά, η προσπάθεια θα πρέπει να εστιαστεί στις εξαγωγές πιο σύνθετων προϊόντων τα οποία αντανακλούν παραγωγική γνώση και προωθούνται ταχύτερη ανάπτυξη, σύμφωνα με τον καθηγητή του Harvard R. Hausmann (*Financial Times*, 8.2.2012) ο οποίος σημειώνει ότι είναι ενθαρρυντικό ότι η Ελλάδα έρχεται δεύτερη παγκοσμίως μετά την Ινδία όσον αφορά την ευκολία με την οποία θα μπορούσε να κινηθεί προς αυτή την κατεύθυνση, προσθέτοντας, ωστόσο, ότι είναι απαραίτητη η συμβολή κατάλληλων θεσμών για μια τέτοια πορεία (το Industrial Development Agency της Ιρλανδίας είναι ένας τέτοιος θεσμός σύμφωνα με τον Hausmann).

σε νόμισμα επί του οποίου έχουν πλήρη έλεγχο”. Έτσι καθίστανται περισσότερο ευάλωτες στις μεταβολές των τάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές, “οι οποίες μπορούν να οδηγήσουν σε αιφνίδια παύση της χρηματοδότησης του δημόσιου χρέους, θέτοντας σε κίνηση μία διαβολική αλληλεπίδραση (“a devilish interaction”) μεταξύ κρίσης ρευστότητας και κρίσης που αφορά τη δυνατότητα εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους”. Η συλλογική έκδοση κρατικών ομολόγων, ως μέρος ενός συστήματος με τα σωστά κίνητρα και κανόνες, θα μπορούσε σύμφωνα με τον συγγραφέα να λειτουργήσει ως ένα αμυντικό σύστημα έναντι των καταστάσεων ευφορίας και πανικού που επικρατούν συχνά στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Όπως αναφέρθηκε ήδη, η ΕΕ έλαβε συγκεκριμένα μέτρα για να αναχαιτίσει την κρίση δημόσιου χρέους και να διασφαλίσει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στη ζώνη του ευρώ. Επιπλέον, με διαδοχικές αποφάσεις διευρύνθηκαν οι δυνατότητες παρέμβασης, υπό προϋποθέσεις, του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) αρχικά στην πρωτογενή αγορά κρατικών ομολόγων και, πιο πρόσφατα, και στη δευτερογενή αγορά, ενώ το ύψος των κεφαλαίων τα οποία μπορεί να δανείσει το Ταμείο αυξήθηκε σε 440 δισεκ. ευρώ από 250 δισεκ. ευρώ που ήταν αρχικά. Το Ταμείο θα μπορεί επίσης να μετέχει στην κεφαλαιακή ενίσχυση τραπεζών μέσω δανείων που θα χορηγεί σε χώρες-μέλη της ευρωζώνης για το σκοπό αυτό.

- Ωστόσο, η συνεχιζόμενη κρίση δείχνει ότι ίσως μία πιο δραστική μεταρρύθμιση είναι αναγκαία. Πολλοί αναλυτές αλλά και πολιτικοί συμφωνούν ότι η έκδοση ευρωομολόγων, υπό προϋποθέσεις, θα ήταν η πιο αποτελεσματική απάντηση στην παρούσα κρίση, αλλά και σε ενδεχόμενες μελλοντικές κρίσεις.

Το ζήτημα των ευρωομολόγων

Κατ’ αρχήν, θα πρέπει να σημειωθεί ότι τα ευρωομολόγα δεν αποτελούν υποκατάστατο της αναγκαίας δημοσιονομικής προσαρμογής

και της υιοθέτησης διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στις οικονομίες της ζώνης του ευρώ που χαρακτηρίζονται από υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα και χρέη και χαμηλή ανταγωνιστικότητα. Πρώτον, διότι η δημοσιονομική προσαρμογή και οι μεταρρυθμίσεις είναι αναγκαίες για τη διασφάλιση απασχόλησης και ευημερίας σε οποιαδήποτε οικονομία. Δεύτερον, διότι η δημοσιονομική εξυγίανση, ή έστω σημαντική πρόοδος προς την κατεύθυνση αυτή, αποτελεί σύμφωνα με πολλές ευρωπαϊκές κυβερνήσεις προϋπόθεση για την υιοθέτηση των ευρωομολόγων, εάν τεθεί τέτοιο ζήτημα.

Θα πρέπει επίσης να κατανοηθεί ότι το ζήτημα των ευρωομολόγων δεν είναι ένα τεχνικό θέμα, όπως συχνά παρουσιάζεται, αλλά κατ’ εξοχήν πολιτικό, καθώς η υιοθέτησή του θα ισοδυναμούσε με δημοσιονομική ενοποίηση των χωρών της ζώνης του ευρώ. Αυτό συνεπάγεται μεταβίβαση εθνικών δικαιωμάτων σε σημαντικά ζητήματα οικονομικής και δημοσιονομικής πολιτικής σε κάποιο κεντρικό όργανο στις Βρυξέλλες.

Έχοντας κατά νου τα παραπάνω, η υιοθέτηση των ευρωομολόγων θα μπορούσε, υπό προϋποθέσεις, να λειτουργήσει σταθεροποιητικά, εφόσον θα εξέλειπε ένας σημαντικός παράγοντας αβεβαιότητας, η αδυναμία πρόσβασης χωρών-μελών της ευρωζώνης στις αγορές κεφαλαίων με όρους οι οποίοι δεν θα θέτουν σε κίνδυνο τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.

Οι προϋποθέσεις είναι κυρίως η σωστή σχεδίαση του εγχειρήματος ώστε να περιορίζει τις ανησυχίες για τον ηθικό κίνδυνο (moral hazard), δηλ. την απουσία κινήτρων για υγιή δημόσια οικονομικά, και να εξασφαλίζει ότι θα υπάρξει βελτίωση ή τουλάχιστον όχι επιδείνωση της σχετικής θέσης όλων των χωρών-μελών (π.χ. να πειστούν χώρες με υψηλή πιστοληπτική αξιολόγηση ότι το χαμηλό κόστος δανεισμού τους δεν θα απειληθεί ή να βρεθούν αποτελεσματικοί τρόποι εξισορρόπησης αυτού του κινδύνου). Επίσης, θα πρέπει να ξεπεραστούν νομικά και πολι-

τικά εμπόδια, όπως οι διατάξεις της Συνθήκης για “μη διάσωση” (no-bail-out clause), συνταγματικοί περιορισμοί σε χώρες-μέλη κ.ά.

• Δεν υπάρχουν προς το παρόν οι πολιτικές, οικονομικές και νομικές συνθήκες για την υιοθέτηση του ευρωομολόγου, όπως το εννοούν οι περισσότεροι υποστηρικτές του. Ωστόσο, υπό την πίεση των γεγονότων, οι αντιλήψεις αλλάζουν πιο γρήγορα από ό,τι πιστεύεται. Ένα δείγμα της τάσης αυτής υπήρξε η διεύρυνση της ευελιξίας και του ορίου δανεισμού του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF). Κατά συνέπεια, μολονότι απέχουμε πολύ από μία ευρωπαϊκή δημοσιονομική ενοποίηση, δεν θα πρέπει να αποκλείεται η υιοθέτηση κάποιας μορφής ευρωομολόγου, στο πλαίσιο της παρούσας συνθήκης²⁵ και της πολιτικής πραγματικότητας στις χώρες-μέλη της ευρωζώνης. Αυτό πιθανόν να συνεπάγεται, σε πρώτη φάση, ένα ανώτατο όριο στο ύψος του δημόσιου χρέους το οποίο θα καλύπτεται από ευρωομολόγα, π.χ. 60% του ΑΕΠ,²⁶ ώστε να υπάρχει σύνδεση με την τιμή αναφοράς για το δημόσιο χρέος που προβλέπεται στη συνθήκη του Μάαστριχτ.²⁷

Οικονομική προσαρμογή και ανάπτυξη – η μεγάλη πρόκληση

Η εστίαση των συζητήσεων στην κρίση του δημόσιου χρέους, στους μηχανισμούς στήριξης και σε συναφή θέματα δεν θα πρέπει να αποκρύψει το γεγονός ότι η μεγάλη πρόκληση για την ΟΝΕ δεν είναι η χρηματοδότηση των ελλειμμάτων και των χρεών αλλά η οικονομική προσαρμογή. Ακόμη και το πλέον προηγμένο και ισχυρό χρηματοδοτικό σχήμα δεν μπορεί να σώσει την ΟΝΕ, εάν δεν υπάρξει ένα αποτελεσματικό μοντέλο οικονομικής προσαρμογής ικανό να λειτουργήσει αρκετά ομαλά, ώστε να δημιουργήσει ανάπτυξη και απασχόληση και να απορροφά τα εξωτερικά ελλείμματα και πλεονάσματα χωρίς ιδιαίτερες εντάσεις. Ακόμη και μία δημοσιονομική ένωση (fiscal union), μολονότι θα αποτελούσε σημαντική πρόοδο προς την οικονομική ενοποίηση της Ευρώπης σε σύγκριση με την

παρούσα κατάσταση, δεν θα αρκούσε για να κάνει το παρόν σύστημα λειτουργικό. Κανένα σύστημα δεν είναι βιώσιμο, εάν εξαρτάται μόνιμα από μηχανισμούς οικονομικής στήριξης, τουλάχιστον σε μεγάλη έκταση.²⁸

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι το ζήτημα της οικονομικής προσαρμογής είχε σε ένα βαθμό παραμεληθεί την πρώτη δεκαετία της ΟΝΕ, πιθανόν διότι είχε “παραμεληθεί” από την ίδια τη συνθήκη του Μάαστριχτ! Αν και ο βαθμός πραγματικής σύγκλισης, η κινητικότητα των συντελεστών παραγωγής και η ικανότητα προσαρμογής των οικονομιών υπήρξαν στη βάση της θεωρίας των “άριστων νομισματικών περιοχών” – η οποία κατά πολλούς υπήρξε το θεωρητικό υπόβαθρο της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης – τα κριτήρια σύγκλισης για ένταξη στην ΟΝΕ επικεντρώθηκαν κυρίως σε ονομαστικούς δείκτες, όπως είναι ο πληθωρισμός, τα επιτόκια, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες και τα δημόσια οικονομικά, και πολύ λιγότερο στην ικανότητα προσαρμογής των οικονομιών.²⁹ Διάφορες ερμηνείες έχουν δοθεί για την επιλογή αυτή, όπως π.χ. ότι επελέγη να δοθεί προτεραιότητα στη νομισματική σταθερότητα και στην ευρωστία των δημόσιων οικονομικών, και ότι υπήρχε η προσδοκία ότι η πραγματική σύγκλιση θα επέλθει σταδιακά υπό την πίεση των γεγονότων σε ένα αναλυτικό πλαίσιο “άριστων νομισματικών περιοχών” εκ των υστέρων.³⁰ Ανεξάρτητα από τους λόγους αυτής της επιλογής, μία προσπάθεια ώστε να διευκολυνθεί η οικονομική προσαρμογή έπρεπε να αναληφθεί έπειτα από την κρίση και τις συνέπειές της.

²⁵ Η με περιορισμένη τροποποίηση της συνθήκης.

²⁶ Delpla and Weizsacker (2010).

²⁷ Στις 23.11.2011 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε “Πράσινη Βίβλο” σχετικά με το σκοπό, τις προϋποθέσεις και πιθανές εναλλακτικές λύσεις για τη χρηματοδότηση του δημόσιου χρέους των χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ μέσω “ευρωομολόγων” ή “ομολόγων σταθερότητας”. Προϋπόθεση για μια τέτοια εξέλιξη θα είναι η πιο αυστηρή δημοσιονομική εποπτεία, σύμφωνα με την Επιτροπή, η οποία παρουσίασε και σχέδια Κανονισμών για το ζήτημα αυτό.

²⁸ Wolf (2011).

²⁹ Sapir (2009).

³⁰ Επίσης, τα μεγέθη στα οποία αναφέρονται τα κριτήρια σύγκλισης είναι πιο εύκολα μετρήσιμα και η εξέλιξή τους βρίσκεται περισσότερο υπό τον έλεγχο των αρχών σε σχέση με κριτήρια όπως η ευελιξία και η προσαρμοστικότητα στις αγορές αγαθών και συντελεστών παραγωγής.

- Σε μία προσπάθεια να διορθωθούν αυτές οι αδυναμίες, αναλήφθηκαν πρωτοβουλίες – οι οποίες αναλύθηκαν παραπάνω – για την ενίσχυση της οικονομικής διακυβέρνησης, την αντιμετώπιση της “μεταρρυθμιστικής αδράνειας” στην ONE και τη διευκόλυνση των διαρθρωτικών αλλαγών με στόχο τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας, της ικανότητας προσαρμογής και, τελικά, της πραγματικής σύγκλισης.

Φυσικά οι νέοι κανόνες της ΕΕ δεν μπορούν και, πολύ σωστά, ούτε επιχειρούν να υποδείξουν το κατάλληλο μοντέλο προσαρμογής στο νέο “αχαρτογράφητο” οικονομικό πεδίο της ONE. Παρέχουν όμως το πλαίσιο στο οποίο επιτρέπει να κινηθούν και να δράσουν οι οικονομικοί συντελεστές και να ανακαλύψουν τη βέλτιστη μέθοδο οικονομικής προσαρμογής. Ωστόσο, η παρέμβαση της ΕΕ και των εθνικών κυβερνήσεων είναι απαραίτητη για την εξάλειψη των εμποδίων στην ομαλή λειτουργία της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς, την απελευθέρωση του αναπτυξιακού δυναμικού της ONE και τη διευκόλυνση της οικονομικής προσαρμογής. Η σχεδιαζόμενη³¹ στόχευση των δαπανών των προϋπολογισμών της ΕΕ για την περίοδο 2014-2020 κυρίως σε επενδύσεις που προωθούν την ανάπτυξη και την απασχόληση, στο πλαίσιο της στρατηγικής “Ευρώπη 2020”, όπως σε έρευνα και καινοτομία και σε υποδομές για τη σύνδεση της Ευρώπης στους τομείς της ενέργειας, των μεταφορών και της ψηφιακής τεχνολογίας, αναμένεται να διευκολύνει την οικονομική προσαρμογή.

7 ΜΕΡΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρούσα κρίση έχει οδηγήσει πολλούς αναλυτές σε δυσμενή αποτίμηση της πορείας της ONE και σε δυσοίωνες προβλέψεις για το μέλλον της. Ωστόσο, αυτή η προσέγγιση παραγνωρίζει σημαντικά επιτεύγματα της ευρωζώνης από την έναρξη της λειτουργίας της, όπως τη διασφάλιση της νομισματικής σταθερότητας, τα 18 εκατομμύρια θέσεων απασχόλησης που δημιουργήθηκαν (4 εκατομμύρια περισσότερες από ό,τι στις ΗΠΑ), τη σημαντική αύξηση του εμπορίου εντός της ευρωζώνης αλλά και την

ισορροπία στις εξωτερικές εμπορικές συναλλαγές, καθώς και σαφώς μικρότερο δημοσιονομικό έλλειμμα και χρέος από τα αντίστοιχα στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία. Παραγνωρίζει επίσης τη ζωτική σημασία του ευρώ για την εύρυθμη λειτουργία, και τελικά την ίδια την ύπαρξη, της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς.

Η ιστορική εμπειρία δείχνει ότι η ευρωπαϊκή ενοποίηση προχωρεί μέσα από κατά περιόδους κρίσεις, που καθιστούν φανερή την ανάγκη για θεσμικές μεταρρυθμίσεις, εξασφαλίζοντας έτσι την αναγκαία κοινωνική και πολιτική στήριξη για την ολοκλήρωσή τους. Αυτό αναμένεται να συμβεί και με την παρούσα κρίση, παρά τις σημαντικές δυσκολίες. Οι μεταρρυθμίσεις στην οικονομική διακυβέρνηση και οι αποφάσεις για τους μηχανισμούς στήριξης και την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα ενίσχυσαν σημαντικά το “οπλοστάσιο” της ONE ώστε να ξεπεράσει την κρίση, ενώ η στρατηγική “Ευρώπη 2020” παρέχει το πλαίσιο για μια δυναμική πολιτική διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και οικονομικής ανάπτυξης. Σε ορισμένες περιπτώσεις, οι υφιστάμενοι μηχανισμοί θα πρέπει να ενισχυθούν περαιτέρω ή να δημιουργηθούν νέα εργαλεία, στο πλαίσιο της παρούσας συνθήκης ή έπειτα από τροποποίησή της. Πράγματι, οι αρχηγοί κρατών και κυβερνήσεων της ζώνης του ευρώ αποφάσισαν πρόσφατα την περαιτέρω ενίσχυση της αρχιτεκτονικής για την ONE και ανακοίνωσαν ότι θα συνεχιστεί η διαδικασία εμβάθυνσης της οικονομικής και δημοσιονομικής ενοποίησης.

Η ανάλυση των δυσκολιών τις οποίες αντιμετωπίζουν οι χώρες που βρίσκονται στο επίκεντρο της κρίσης δημόσιου χρέους δείχνει ότι οι δυσκολίες είναι αναστρέψιμες, καθώς οφείλονται στην επίδραση αφενός συγκυριακών παραγόντων κατά την πρώτη δεκαετία της ONE, όπως τα πολύ χαμηλά πραγματικά επιτόκια σε σύγκριση με το παρελθόν, και αφετέρου λανθασμένων οικονομικών πολιτικών, όπως ανεπαρκής δημοσιονομική προσαρμογή

³¹ Βλ. “A Budget for Europe 2020”, Communication from the European Commission, 29.6.2011.

και μεταρρυθμιστική αδράνεια, οι οποίες μπορούν να διορθωθούν. Δεν υπάρχει αναπόδραστη τάση για υψηλό πληθωρισμό, ελλείμματα και χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης στις εν λόγω οικονομίες, ώστε να προεξοφλείται αδυναμία συνύπαρξής τους στην ΟΝΕ με άλλες οικονομίες υψηλών επιδόσεων. Η Ελλάδα και οι άλλες χώρες του ευρωπαϊκού νότου έχουν επιτύχει στο παρελθόν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης με χαμηλό πληθωρισμό και με πολύ χαμηλά δημοσιονομικά και εξωτερικά ελλείμματα, ακόμη και πλεονάσματα σε αρκετές περιπτώσεις. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι η Ελλάδα κατέγραφε δημοσιονομικά πλεονάσματα τη δεκαετία 1960-1970 και υψηλά πρωτογενή πλεονάσματα στην πορεία προς την ΟΝΕ.

Όταν η παρούσα κρίση θα έχει ξεπεραστεί – με όραμα, μέθοδο και αποφασιστικότητα – τόσο σε επίπεδο ευρωζώνης όσο και σε εθνικό επίπεδο, και οι οικονομίες του ευρωπαϊκού νότου θα έχουν υιοθετήσει ένα πιο βιώσιμο μοντέλο ανάπτυξης, θα μπορέσουν κάλλιστα

να είναι οι νικητές στο στίβο των οικονομικών επιδόσεων στην ΟΝΕ τις προσεχείς δεκαετίες, καθώς οι περισσότερες από αυτές είναι ακόμη “οικονομίες σε διαδικασία σύγκλισης”, με υψηλό αναπτυξιακό δυναμικό και σημαντικά συγκριτικά πλεονεκτήματα. Αυτή η προοπτική απαιτεί μια διαρκή διαδικασία μεταρρυθμίσεων και προσαρμογών – στην ουσία μια πιο θετική προσέγγιση και αποτελεσματικότερη μέθοδο – μέσω της καλύτερης αφομοίωσης των συλλογικών αποφάσεων των ευρωπαϊκών θεσμικών οργάνων και πιο ενεργό συμμετοχή στο ευρωπαϊκό γίγνεσθαι ώστε να μεγιστοποιηθούν οι συνέργειες και τα οφέλη. Απαιτεί επίσης συνειδητή και πλήρη εφαρμογή των “κανόνων του παιχνιδιού” της ΕΕ και της ζώνης του ευρώ, καθώς η εμπειρία έχει δείξει ότι τα μέγιστα οφέλη – από άποψη σταθερότητας, προσέλκυσης επενδύσεων, ανάπτυξης και γενικότερης αξιοπιστίας και επιρροής – τα αποκομίζει όποια χώρα υιοθετεί και εφαρμόζει πλήρως αυτή την πολιτική, εφόσον αυτή είναι η στρατηγική της επιλογή.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΝΙΣΧΥΣΗΣ ΓΙΑ ΧΩΡΕΣ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Προσωρινοί μηχανισμοί

Οι μηχανισμοί που έχουν χρησιμοποιηθεί από τα ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα και τις κυβερνήσεις των χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ για την παροχή οικονομικής ενίσχυσης σε χώρες της ζώνης του ευρώ οι οποίες αντιμετωπίζουν σοβαρές χρηματοοικονομικές δυσκολίες, ως συνέπεια της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης και της κρίσης δημόσιου χρέους, περιλάμβαναν αρχικά διμερή δάνεια από κυβερνήσεις χωρών της ζώνης του ευρώ προς την Ελλάδα, με τη δανειακή σύμβαση των 110 δισεκ. ευρώ το Μάιο του 2010,³² και στη συνέχεια των δανείων προς την Ιρλανδία, 85 δισεκ. ευρώ το Νοέμβριο του 2011 και την Πορτογαλία, 78 δισεκ. ευρώ τον Απρίλιο του 2011 μέσω του νεοϊδρυθέντος Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ETXS/EFSS) και του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Χρηματοοικονομικής Σταθεροποίησης (EMXS/EFSSM). Η οικονομική ενίσχυση μέσω των ανωτέρω μηχανισμών και διμερών δανείων χορηγήθηκε από κοινού με οικονομική ενίσχυση από το ΔΝΤ (σε αναλογία 2:1 = ΕΕ/ΔΝΤ) υπό αυστηρούς οικονομικούς όρους μέσω προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων τα οποία συμφωνήθηκαν με τις ενδιαφερόμενες χώρες και εποπτεύονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, σε συνεργασία με την ΕΚΤ και το ΔΝΤ.

Το ETXS είναι ο σημαντικότερος μηχανισμός, καθώς τα κεφάλαια τα οποία μπορούν να κινητοποιηθούν μέσω αυτού είναι πολύ μεγαλύτερα και οι δυνατότητες χρησιμοποίησής τους πολύ ευρύτερες σε σύγκριση με τον EMXS. Το ETXS είναι ένα διακυβερνητικό πρόγραμμα το οποίο προβλέπει τη δημιουργία ενός “οχήματος ειδικού σκοπού”, με έδρα το Λουξεμβούργο, το οποίο θα δανειζεται στις αγορές κεφαλαίων με την εγγύηση των χωρών της ζώνης του ευρώ και θα δανείζει τις χώρες που αντιμετωπίζουν σοβαρές δυσκολίες και έχουν ζητήσει οικονομική ενίσχυση. Με δια-

δοχικές αποφάσεις, οι δυνατότητες παρέμβασης του ETXS διευρύνθηκαν, αρχικά στην πρωτογενή αγορά κρατικών ομολόγων και στη συνέχεια και στη δευτερογενή αγορά, ενώ το συνολικό ύψος των δανείων τα οποία μπορεί να χορηγήσει αυξήθηκε σε 440 δισεκ. ευρώ από 250 δισεκ. ευρώ που ήταν αρχικά. Το ETXS θα δύναται επίσης να συμμετέχει στην ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης τραπεζών με τη χορήγηση δανείων σε χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ για το σκοπό αυτό.

Ο EMXS είναι ένας μηχανισμός μετρίου μεγέθους όσον αφορά τα κεφάλαια τα οποία μπορεί να κινητοποιήσει, ο οποίος δημιουργήθηκε³³ για τη χορήγηση οικονομικής ενίσχυσης, με την εγγύηση του προϋπολογισμού της ΕΕ, σε χώρες-μέλη υπό ορισμένες προϋποθέσεις. Το συνολικό ποσό το οποίο μπορεί να κινητοποιηθεί μέσω του μηχανισμού ανέρχεται σε περίπου 60 δισεκ. ευρώ. Η νομική βάση για το μηχανισμό είναι το άρθρο 122(2) της Συνθήκης για την ΕΕ το οποίο παρέχει τη δυνατότητα για χορήγηση οικονομικής ενίσχυσης σε χώρες της ζώνης του ευρώ “όταν ένα κράτος-μέλος αντιμετωπίζει δυσκολίες ή

³² Ένα νέο οικονομικό πρόγραμμα για την Ελλάδα συνοδευόμενο από χρηματοδότηση έως 130 δισεκ. ευρώ από την ΕΕ, μέσω του EFSF, και το ΔΝΤ (πλέον 34,4 δισεκ. ευρώ που αντιστοιχούν στο μη εκταμιευθέν μέρος του δανείου των 110 δισεκ. ευρώ), και με συμβολή από τους πιστωτές του ιδιωτικού τομέα, εγκρίθηκε από τους Υπουργούς Οικονομικών της Ευρωζώνης κατ' αρχήν στις 21.2.2012 και επίσημα στις 14.3.2012 και από το ΔΝΤ στις 15.3.2012. Το πρόγραμμα εκτιμάται ότι θα θέσει το ελληνικό δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ σε καθοδική πορεία με στόχο το 120,5% του ΑΕΠ το 2020. Η συμβολή του ιδιωτικού τομέα έγινε μέσω της εθελοντικής ανταλλαγής ομολόγων (PSI - Private Sector Involvement) η οποία περιλαμβάνει απομείωση της ονομαστικής τους αξίας κατά 53,5%. Σημειώνεται ότι στις 21 Ιουλίου 2011 η ευρωπαϊκή πολιτική ηγεσία αναγνώρισε την ανάγκη να υλοποιηθεί μια συνολική στρατηγική οικονομικής ανάπτυξης και επενδύσεων στην Ελλάδα και ενέκρινε, προς το σκοπό αυτό, τη σύσταση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ειδικής ομάδας δράσης (task force), η οποία θα συνδράμει τις ελληνικές αρχές, προκειμένου να διοχετευθούν οι πόροι των Διαρθρωτικών Ταμείων προς πιο παραγωγικές χρήσεις, ενώ προς την κατεύθυνση της ώθησης της ελληνικής οικονομίας θα κινητοποιηθεί και η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων. Προβλέφθηκε επίσης η παροχή έκτακτης τεχνικής βοήθειας στην Ελλάδα προκειμένου να εφαρμόσουν οι μεταρρυθμίσεις (βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2011, Νοέμβριος 2011). Τέλος, κατόπιν πρότασης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, εγκρίθηκε από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο η μείωση της εθνικής συμμετοχής στα προγράμματα του ΕΣΠΑ στο 5% (και αντίστοιχα η αύξηση της συμμετοχής της ΕΕ έως 95%) για την Ελλάδα και τις άλλες χώρες-μέλη οι οποίες εφαρμόζουν προγράμματα οικονομικής στήριξης.

³³ Με τον Κανονισμό της ΕΕ αριθ. 407/2010 της 11.5.2010, για τη δημιουργία Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Χρηματοοικονομικής Σταθεροποίησης, Επίσημη Εφημερίδα L 118/1, 12.5.2010.

διατρέχει μεγάλο κίνδυνο να αντιμετωπίσει σοβαρές δυσκολίες, οφειλόμενες σε φυσικές καταστροφές ή έκτακτες περιστάσεις που εκφεύγουν από τον έλεγχό του”.

Μόνιμος “Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας”

Παρά την ενισχυμένη δημοσιονομική και μακροοικονομική εποπτεία, μπορούν να συμβούν απρόβλεπτες διαταραχές και ο κίνδυνος μιας κρίσης δεν μπορεί ποτέ να αποκλειστεί εντελώς. Για το λόγο αυτό και με σκοπό να διασφαλιστεί η σταθερότητα της ζώνης του ευρώ στο σύνολό της, αποφασίστηκε η δημιουργία ενός μόνιμου μηχανισμού διαχείρισης κρίσεων.

Με βάση τις προτάσεις της Ομάδας Εργασίας για την Οικονομική Διακυβέρνηση, υπό τον H. Van Rompuy, η οποία έλαβε επίσης υπόψη τις προτάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και της ΕΚΤ, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο εξέτασε το ζήτημα σε μια σειρά συναντήσεων και στη σύνοδο του Μαρτίου 2011 αποφασίστηκε η δημιουργία ενός μόνιμου μηχανισμού διαχείρισης κρίσεων με σκοπό τη διασφάλιση της σταθερότητας της ζώνης του ευρώ ως συνόλου και υπήρξε συμφωνία στο κείμενο της περιορισμένης τροποποίησης της συνθήκης. Η τροποποίηση συνίσταται στην προσθήκη της ακόλουθης παραγράφου στο άρθρο 136 της Συνθήκης για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης:

“3. Τα κράτη-μέλη των οποίων το νόμισμα είναι το ευρώ μπορούν να δημιουργήσουν ένα μηχανισμό σταθερότητας για τη ζώνη του ευρώ ως συνόλου. Η χορήγηση οποιασδήποτε οικονομικής ενίσχυσης μέσω του μηχανισμού θα υπόκειται σε αυστηρές προϋποθέσεις”.

Η τροποποίηση της συνθήκης θα τεθεί σε ισχύ μετά την κύρωσή της από τα κράτη-μέλη και ο

Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ΕΜΣ) πρόκειται να αρχίσει να λειτουργεί από τον Ιούλιο του 2013 (άλλαξε σε Ιούλιο του 2012, βλ. Παράρτημα 3), αναλαμβάνοντας το ρόλο του ΕΤΧΣ και του ΕΜΧΣ ως προς τη χορήγηση οικονομικής βοήθειας σε χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ υπό αυστηρές οικονομικές προϋποθέσεις. Ο ΕΜΣ:

- Θα λάβει τη μορφή ενός διακυβερνητικού οργανισμού με βάση το διεθνές δημόσιο δίκαιο, με έδρα το Λουξεμβούργο, και θα διοικείται από ένα Συμβούλιο Διοικητών, το οποίο θα αποτελείται από τους Υπουργούς Οικονομικών των χωρών-μελών της ζώνης του ευρώ. Ο ΕΜΣ θα διαθέτει επίσης ένα διοικητικό συμβούλιο, στο οποίο θα προεδρεύει ο Διευθύνων Σύμβουλος, για την τρέχουσα διαχείριση.

- Θα έχει συνολικό κεφάλαιο 700 δισεκ. ευρώ. Από το ποσό αυτό, τα 80 δισεκ. ευρώ θα λάβουν τη μορφή κατατεθειμένου κεφαλαίου, το οποίο θα καταβληθεί από τις χώρες-μέλη από τον Ιούλιο του 2012 σε πέντε ισόποσες δόσεις. Η πραγματική δανειοδοτική δυνατότητα του μηχανισμού θα είναι 500 δισεκ. ευρώ και η τιμολόγηση της οικονομικής ενίσχυσης θα καλύπτει το κόστος άντλησης των κεφαλαίων και ένα πρόσθετο περιθώριο το οποίο θα ορίζεται από το Συμβούλιο Διοικητών.

- Οι διατάξεις του ΕΜΣ θα παρέχουν τη δυνατότητα για μία κατά περίπτωση συμμετοχή πιστωτών του ιδιωτικού τομέα σύμφωνα με την πολιτική του ΔΝΤ (βλ. επίσης Παράρτημα 3). Με σκοπό να διευκολυνθεί η διαδικασία, θα συμπεριλαμβάνονται στους όρους και τις προϋποθέσεις όλων των νέων κρατικών ομολογιακών δανείων σταθερές και πανομοιότυπες ρήτρες συλλογικής δράσης (collective action clauses), αρχής γενομένης από 1.1.2013.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2

ΤΟ ΝΕΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΓΙΑ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΕ ΚΑΙ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Το νέο πλαίσιο για την οικονομική διακυβέρνηση στην ΕΕ και στη ζώνη του ευρώ, το οποίο τέθηκε σε ισχύ από 13.12.2011, μολονότι ορισμένα τμήματά του είναι ήδη σε ισχύ από 1.1.2011, περιλαμβάνει: α) τη δέσμη των έξι νομοθετικών πράξεων³⁴ οι οποίες εγκρίθηκαν από το Συμβούλιο Ecofin τον Οκτώβριο του 2011, κατόπιν συμφωνίας με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, και οι οποίες έχουν στόχο να ενισχύσουν την οικονομική διακυβέρνηση στην ΕΕ και ιδιαίτερα στη ζώνη του ευρώ, β) το “Ευρωπαϊκό Εξάμηνο”, το οποίο καθιερώνει μία νέα αρχιτεκτονική για το συντονισμό της οικονομικής και δημοσιονομικής πολιτικής στην ΕΕ και γ) το “Σύμφωνο για το ευρώ+” το οποίο στοχεύει σε μία διευρυμένη συνεργασία των χωρών της ζώνης του ευρώ, καθώς και χωρών της ΕΕ εκτός της ζώνης του ευρώ, με στόχο τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και της πραγματικής σύγκλισης.

Μεταρρύθμιση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης

Η μεταρρύθμιση αφορά τόσο το προληπτικό σκέλος του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ), δηλ. τις διαδικασίες οι οποίες ακολουθούνται για να αποφευχθούν τα υπερβολικά ελλείμματα, όσο και το διορθωτικό σκέλος, δηλ. τις διαδικασίες που εφαρμόζονται για τη διόρθωση των υπερβολικών ελλειμμάτων. Παράλληλα, η μεταρρύθμιση εισάγει νέες διατάξεις όσον αφορά τη μείωση του δημόσιου χρέους.

Προληπτικό σκέλος: Με σκοπό τη διευκόλυνση των κρατών-μελών για την επίτευξη του μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού στόχου τους (ΜΔΣ), η μεταρρύθμιση εισάγει μία τιμή αναφοράς για τις δημόσιες δαπάνες, η οποία συνεπάγεται ότι ο ετήσιος ρυθμός αύξησής τους δεν θα πρέπει να υπερβαίνει μία τιμή αναφοράς για το μέσο όρο αύξησής του ΑΕΠ. Αυτό έχει σκοπό να διασφαλίσει ότι τυχόν έκτακτα έσοδα δεν δαπανώνται, αλλά αντί-

θετα διατίθενται για τη μείωση του δημόσιου χρέους. Εάν για χώρα-μέλος της ζώνης του ευρώ ο ΜΔΣ δεν έχει επιτευχθεί και υπάρχει ταυτόχρονα σημαντική απόκλιση του ρυθμού αύξησής των δαπανών από την τιμή αναφοράς, αυτό μπορεί να οδηγήσει στην επιβολή κυρώσεων υπό τη μορφή έντοκης κατάθεσης ύψους 0,2% του ΑΕΠ.

Διορθωτικό σκέλος: Μεγαλύτερη έμφαση δίνεται στο δείκτη του χρέους, καθώς κράτη-μέλη των οποίων το δημόσιο χρέος υπερβαίνει την τιμή αναφοράς (60% του ΑΕΠ) θα πρέπει να λάβουν μέτρα ώστε να μειώσουν το χρέος με καθορισμένο ρυθμό, ακόμη και εάν το δημοσιονομικό έλλειμμα ευρίσκεται κάτω από 3% του ΑΕΠ. Για να προσδιοριστεί αν ο λόγος του χρέους μειώνεται με ικανοποιητικό ρυθμό προς το 60% του ΑΕΠ, καθιερώνεται μία αριθμητική τιμή αναφοράς. Έτσι, χρέος μεγαλύτερο από 60% του ΑΕΠ θεωρείται ότι μειώνεται με ικανοποιητικό ρυθμό εάν η απόστασή του από το 60% του ΑΕΠ μειώθηκε κατά τα τρία τελευταία έτη με ετήσιο ρυθμό 1/20. Ωστόσο, η απόφαση να τεθεί μία χώρα στη διαδικασία του υπερβολικού ελλείμματος δεν θα γίνεται μόνο με βάση αυτή την αριθμητική τιμή αναφοράς, αλλά θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη και άλλους σχετικούς παράγοντες.

Με σκοπό την ενίσχυση του διορθωτικού σκέλους του ΣΣΑ, θεσπίστηκε ένα νέο σύνολο χρηματικών κυρώσεων για τις χώρες της ζώνης του ευρώ. Οι κυρώσεις αυτές θα επιβάλλονται νωρίτερα κατά τη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος (ΔΥΕ) και θα εφαρμόζεται μία βαθμιαία προσέγγιση. Μία άτοκη

³⁴ Το νομοθετικό πακέτο περιλαμβάνει τα ακόλουθα: Κανονισμό (ΕΕ) 1175/2011 που τροποποιεί τον Κανονισμό (ΕΚ) 1466/97 για την ενίσχυση της εποπτείας της δημοσιονομικής κατάστασης και την εποπτεία και το συντονισμό των οικονομικών πολιτικών, Κανονισμό (ΕΕ) 1177/2011 που τροποποιεί τον Κανονισμό (ΕΚ) 1467/97 για την επιτάχυνση και τη διασαφήνιση της εφαρμογής της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος, Κανονισμό (ΕΕ) 1173/2011 για την αποτελεσματική επιβολή της δημοσιονομικής εποπτείας στη ζώνη του ευρώ, Κανονισμό (ΕΕ) 1176/2011 σχετικά με την πρόληψη και τη διόρθωση των υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών, Κανονισμό (ΕΕ) 1174/2011 σχετικά με κατασταλτικά μέτρα για τη διόρθωση των υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών στη ζώνη του ευρώ και Οδηγία 2011/85 του Συμβουλίου σχετικά με τις απαιτήσεις για τα δημοσιονομικά πλαίσια των κρατών-μελών.

κατάθεση 0,2% του ΑΕΠ θα επιβάλλεται όταν αποφασιστεί να τεθεί μία χώρα στη ΔΥΕ, εάν έχει ήδη επιβληθεί μία έντοκη κατάθεση υπό το προληπτικό σκέλος του ΣΣΑ ή εάν έχει διαπιστωθεί κάποια σοβαρή περίπτωση μη συμμόρφωσης. Η κατάθεση θα μετατρέπεται σε πρόστιμο ύψους 0,2% του ΑΕΠ εάν η αρχική σύσταση του Συμβουλίου για διόρθωση του ελλείμματος δεν έφερε αποτέλεσμα. Περαιτέρω μη συμμόρφωση θα έχει συνέπεια την αύξηση των κυρώσεων, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 126(11) της Συνθήκης της ΕΕ (μέγιστο πρόστιμο: 0,5% του ΑΕΠ).

Με στόχο την επιβολή κυρώσεων με πιο αυτόματο τρόπο σε σύγκριση με το παρελθόν, καθιερώθηκε η καλούμενη “αντίστροφη ψηφοφορία ειδικής πλειοψηφίας” (reverse qualified majority voting) μέσω της οποίας οι προτάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για επιβολή κυρώσεων για μη συμμόρφωση με τους κανόνες του ΣΣΑ θα θεωρούνται ότι έγιναν αποδεκτές, εκτός εάν το Συμβούλιο τις απορρίψει με ειδική πλειοψηφία.

Δημοσιονομικό πλαίσιο σε εθνικό επίπεδο

Παράλληλα με τη μεταρρύθμιση του ΣΣΑ, Οδηγία του Συμβουλίου μεριμνά ώστε οι στόχοι της ΕΕ για το δημοσιονομικό συντονισμό να αντανακλώνται επίσης στα δημοσιονομικά πλαίσια των κρατών-μελών. Λογιστικοί και στατιστικοί κανόνες και μέθοδοι οικονομικών προβλέψεων ευθυγραμμίζονται με πρότυπα της ΕΕ. Τα κράτη-μέλη θα πρέπει να υιοθετήσουν πολυετή δημοσιονομικά προγράμματα ώστε να διασφαλιστεί η επίτευξη των μεσοπρόθεσμων δημοσιονομικών στόχων που τίθενται σε επίπεδο ΕΕ. Θα πρέπει επίσης να θεσπίσουν κανόνες ώστε να προωθηθεί η συμμόρφωση με τις τιμές αναφοράς για το έλλειμμα και το χρέος.

Εποπτεία των οικονομικών πολιτικών

Το νομοθετικό πακέτο δημιουργεί μηχανισμό για την πρόληψη και τη διόρθωση υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών, ο οποίος αποτελείται από δύο κανονισμούς που

καθορίζουν μια “διαδικασία υπερβολικής ανισορροπίας” και εισάγουν τη δυνατότητα επιβολής προστίμων σε κράτη-μέλη που ευρίσκονται σε κατάσταση υπερβολικής ανισορροπίας και τα οποία, επανειλημμένα, δεν έχουν συμμορφωθεί με συστάσεις για τη διόρθωσή τους.

Αφετηρία για την ενεργοποίηση του νέου πλαισίου είναι ένας μηχανισμός προειδοποίησης που επιτρέπει τον έγκαιρο εντοπισμό των ανισορροπιών, οι οποίες θα αξιολογηθούν με τη χρησιμοποίηση ενός πίνακα οικονομικών δεικτών.³⁵ Την πρώτη αυτή αξιολόγηση θα ακολουθήσει μια ποιοτική ανάλυση ανά χώρα.

Εάν εκτιμηθεί ότι η ανισορροπία είναι υπερβολική, το κράτος-μέλος θα μπορεί να τεθεί σε “διαδικασία υπερβολικής ανισορροπίας” και θα του ζητηθεί να υιοθετήσει ένα πρόγραμμα δράσης για τη διόρθωσή της εντός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος. Η διαδικασία δίνει στο Συμβούλιο μεγαλύτερη ευελιξία όσον αφορά τον καθορισμό προθεσμιών σε σύγκριση με τη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος, λαμβάνοντας υπόψη ότι είναι λιγότερο άμεση η επίδραση της οικονομικής πολιτικής στην αντιμετώπιση των μακροοικονομικών ανισορροπιών.

Εάν το Συμβούλιο αποφασίσει ότι το κράτος-μέλος έχει προβεί σε κατάλληλες ενέργειες, η διαδικασία θα διατηρηθεί σε εκκρεμότητα και θα μπορεί να κλείσει εάν το Συμβούλιο διαπιστώσει ότι η ανισορροπία δεν είναι πλέον υπερβολική. Αντίθετα, επανειλημμένη μη συμμόρφωση προς τις συστάσεις μπορεί, όσον αφορά χώρες της ζώνης του ευρώ, να οδηγήσει σε κυρώσεις. Συγκεκριμένα, απόφαση για την επιβολή ετήσιου προστίμου ίσου με το 0,1% του ΑΕΠ του οικείου κράτους-μέλους μπορεί να ληφθεί με τον κανόνα της αντίστροφης ψηφοφορίας ειδικής πλειοψηφίας.

³⁵ Σύμφωνα με την πρόταση της Επιτροπής, ο εν λόγω πίνακας θα περιλαμβάνει τους ακόλουθους δέκα δείκτες: ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, καθαρή επενδυτική θέση, μερίδια αγορών εξαγωγών, ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία, εξέλιξη του ποσοστού ανεργίας, χρέος του ιδιωτικού τομέα, πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα, τιμές κατοικιών και χρέος γενικής κυβέρνησης.

Το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο

Το Σεπτέμβριο του 2010 το Συμβούλιο Ecofin θέσπισε το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο, με το οποίο ενοποιήθηκαν σε έναν κοινό εποπτικό κύκλο διαφορετικές πλευρές του συντονισμού της οικονομικής πολιτικής, με αφετηρία την 1.1.2011.

Δύο είναι οι βασικοί στόχοι του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου: α) ο καλύτερος συντονισμός των δημοσιονομικών πολιτικών με τη συζήτηση των δημοσιονομικών σχεδίων των χωρών-μελών από το Ecofin πριν από την κατάθεση των προϋπολογισμών στα εθνικά κοινοβούλια και β) οι καλύτερες συνέργειες μεταξύ των οικονομικών και δημοσιονομικών πολιτικών, οι οποίες αναμένεται να επιτευχθούν με την κοινή συζήτηση των προγραμμαμάτων σταθερότητας και των εθνικών προγραμμάτων μεταρρυθμίσεων στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του έτους (έτσι προήλθε και ο τίτλος “Ευρωπαϊκό Εξάμηνο”).

Το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο θα αφορά όλα τα στοιχεία της οικονομικής εποπτείας, συμπεριλαμβανόμενων των πολιτικών για τη διασφάλιση δημοσιονομικής πειθαρχίας και μακροοικονομικής σταθερότητας και την προώθηση της ανάπτυξης. Κατά συνέπεια, οι διαδικασίες που προβλέπονται από το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης και από τη στρατηγική “Ευρώπη 2020” θα παραμείνουν επίσημα διακριτές, αλλά θα εναρμονιστούν χρονικά βοηθώντας έτσι ώστε να αποφεύγεται έλλειψη συνέπειας.

Το Σύμφωνο για το ευρώ+

Στις 11.3.2011, οι αρχηγοί κρατών και κυβερνήσεων της ζώνης του ευρώ θέσπισαν το Σύμφωνο για το ευρώ με σκοπό “την ενίσχυση του οικονομικού πυλώνα της νομισματικής ένωσης, την επίτευξη μιας νέας ποιότητας στο συντονισμό της οικονομικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ και τη βελτίωση της ανταγω-

νιστικότητας, ενέργειες οι οποίες θα οδηγήσουν σε υψηλότερο επίπεδο σύγκλισης”. Το Σύμφωνο έχει τους ακόλουθους κύριους στόχους: να προωθήσει την ανταγωνιστικότητα και την απασχόληση, να ενισχύσει περαιτέρω τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών και να ενισχύσει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Το Σύμφωνο για το ευρώ εστιάζεται κυρίως σε τομείς οι οποίοι εμπίπτουν στην αρμοδιότητα των κρατών-μελών και είναι επίσης ανοικτό στη συμμετοχή και χωρών-μελών της ΕΕ εκτός της ζώνης του ευρώ. Στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της 24ης και 25ης Μαρτίου 2011 ανακοινώθηκε ότι η Βουλγαρία, η Δανία, η Λεττονία, η Λιθουανία, η Πολωνία και η Ρουμανία αποδέχθηκαν την πρόκληση να συμμετάσχουν στο σύμφωνο, το οποίο μετονομάστηκε πλέον σε Σύμφωνο για το ευρώ+.

Μία από τις πιο σημαντικές πλευρές του Συμφώνου για το ευρώ είναι η προσήλωση των χωρών της ζώνης του ευρώ στην ενσωμάτωση των δημοσιονομικών κανόνων της ΕΕ στην εθνική νομοθεσία. Αυτή η απόφαση θα πρέπει να ερμηνευθεί ότι ενισχύει – όσον αφορά τις χώρες που συμμετέχουν στο σύμφωνο – τη νομικά θεσπισμένη ελάχιστη υποχρέωση για εθνικά δημοσιονομικά πλαίσια, όπως αυτή καθορίζεται στην αντίστοιχη Οδηγία η οποία αποτελεί μέρος του “πακέτου για τη διακυβέρνηση” που αναλύεται παραπάνω. Τα κράτη-μέλη διατηρούν την ευχέρεια επιλογής του συγκεκριμένου εθνικού νομικού μέσου, αλλά θα εξασφαλίζουν ότι αυτό έχει επαρκώς ισχυρό δεσμευτικό και διαρκή χαρακτήρα (π.χ. συνταγματική διάταξη ή νόμος-πλαίσιο).

Επιπλέον, το σύμφωνο αναφέρει ότι θα δοθεί προσοχή στο συντονισμό της φορολογικής πολιτικής – ξεκινώντας από τη διαμόρφωση κοινής βάσης φορολόγησης των επιχειρήσεων – παρόλο που αναγνωρίζεται ρητά ότι η άμεση φορολογία παραμένει εθνική αρμοδιότητα.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3

Αποφάσεις των αρχηγών κρατών και κυβερνήσεων της ζώνης του ευρώ στις 9.12.2011 και 30.1.2012 για ένα νέο δημοσιονομικό σύμφωνο και ανάπτυξη των μέσων σταθεροποίησης

Η ΕΕ και η ζώνη του ευρώ κατέβαλαν μεγάλες προσπάθειες τα δύο, περίπου, τελευταία χρόνια για τη βελτίωση της οικονομικής διακυβέρνησης και την υιοθέτηση νέων μέτρων για την αντιμετώπιση της κρίσης δημόσιου χρέους. Ωστόσο, η αύξηση των εντάσεων στις αγορές κατέστησε αναγκαία την κλιμάκωση των προσπαθειών εν όψει των νέων προκλήσεων και την εμπέδωση ισχυρότερης οικονομικής διακυβέρνησης με δράση προς δύο κατευθύνσεις: α) ένα νέο δημοσιονομικό σύμφωνο και ενισχυμένο συντονισμό σε θέματα οικονομικής πολιτικής με τη “Συνθήκη για τη Σταθερότητα, το Συντονισμό και τη Διακυβέρνηση στην ΟΝΕ” (ΣΣΣΔ) και β) ανάπτυξη των εργαλείων σταθεροποίησης με τη “Συνθήκη για τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας” (ΣΕΜΣ) ώστε να αντιμετωπιστούν οι βραχυχρόνιες προκλήσεις.

Ενισχυμένη αρχιτεκτονική για την Οικονομική και Νομισματική Ένωση

Προκειμένου να ενισχυθεί η σταθερότητα και η ακεραιότητα της ΟΝΕ, παράλληλα με το ενιαίο νόμισμα είναι απαραίτητος ένας ισχυρός οικονομικός πυλώνας. Θα βασίζεται στην ενισχυμένη διακυβέρνηση ώστε να προαχθεί η δημοσιονομική πειθαρχία και η βαθύτερη ολοκλήρωση στην εσωτερική αγορά, καθώς και η ισχυρότερη ανάπτυξη, η αυξημένη ανταγωνιστικότητα και η κοινωνική συνοχή.

Η επίτευξη του στόχου αυτού θα βασιστεί:

- στα επιτεύγματα των τελευταίων 18 μηνών, δηλαδή το ενισχυμένο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, την υλοποίηση του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου, τη νέα διαδικασία μακροοικονομικών ανισορροπιών και το Σύμφωνο για το Ευρώ+, αλλά και

- στη βελτίωσή τους μέσω ενός νέου δημοσιονομικού συμφώνου και σημαντικά ενι-

σχυμένου συντονισμού των οικονομικών πολιτικών σε τομείς κοινού ενδιαφέροντος. Αυτό θα απαιτήσει μία νέα συμφωνία ανάμεσα στα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ, κοινούς φιλόδοξους κανόνες και ένα νέο νομικό πλαίσιο.

Ένα νέο δημοσιονομικό σύμφωνο

Αποφασίστηκε η θέσπιση ενός νέου δημοσιονομικού κανόνα, ο οποίος θα περιλαμβάνει τα εξής στοιχεία:

- Οι προϋπολογισμοί των γενικών κυβερνήσεων θα είναι ισοσκελισμένοι ή πλεονασματικοί. Η αρχή αυτή θα θεωρείται ότι τηρείται αν, κατά γενικό κανόνα, το ετήσιο διαρθρωτικό έλλειμμα δεν υπερβαίνει το 0,5% του ΑΕΠ.

- Ένας τέτοιος κανόνας θα περιληφθεί επίσης στα εθνικά νομικά συστήματα των κρατών-μελών σε συνταγματικό ή ισοδύναμο επίπεδο. Ο κανόνας θα περιλαμβάνει αυτόματο διορθωτικό μηχανισμό, ο οποίος θα καθορίζεται από κάθε κράτος-μέλος, αλλά θα βασίζεται σε αρχές που προτείνονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, και θα ενεργοποιείται σε περίπτωση απόκλισης. Αναγνωρίζεται η δικαιοδοσία του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου στην επιβεβαίωση της ενσωμάτωσης του κανόνα σε εθνικό επίπεδο.

- Τα κράτη-μέλη θα συγκλίνουν προς το καθορισμένο για το καθένα επίπεδο αναφοράς, σύμφωνα με χρονοδιάγραμμα που θα προταθεί από την Επιτροπή.

- Τα κράτη-μέλη που υπόκεινται στη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος θα υποβάλουν στην Επιτροπή και το Συμβούλιο προς έγκριση προγράμματα στα οποία θα περιγράφονται λεπτομερώς οι απαραίτητες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις ώστε να εξασφαλιστεί η διατηρήσιμη διόρθωση των υπερβολικών ελλειμμάτων.

- Θα θεσπιστεί μηχανισμός για την εκ των προτέρων υποβολή εκθέσεων από τα κράτη-

μέλη σε ό,τι αφορά τα εθνικά σχέδια έκδοσης χρεογράφων.

Οι διατάξεις της ΣΣΣΔ δεν επηρεάζουν τους όρους οικονομικής πολιτικής, με βάση τους οποίους έχει χορηγηθεί οικονομική βοήθεια σε κράτος-μέλος της ζώνης του ευρώ στο πλαίσιο σταθεροποιητικού προγράμματος με την ΕΕ και το ΔΝΤ, δεδομένου ότι οι χώρες αυτές υπόκεινται σε ενισχυμένη εποπτεία.

Οι κανόνες που διέπουν τη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος (άρθρο 126 της Συνθήκης για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης) θα ενισχυθούν για τα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ. Η υπέρβαση του ανώτατου ορίου του 3% του ΑΕΠ θα επιφέρει αυτομάτως συνέπειες, εκτός εάν αντιταχθεί ειδική πλειοψηφία των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ. Το ίδιο ισχύει και για τα μέτρα και τις κυρώσεις που προτείνει η Επιτροπή. Επίσης, ο ορισμός του κριτηρίου του χρέους (κανόνας του 1/20) για τα κράτη-μέλη με δημόσιο χρέος άνω του 60% του ΑΕΠ θα πρέπει να κατοχυρωθεί στις νέες διατάξεις.

Καθώς δεν υπήρχε ομοφωνία μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ, οι αρχηγοί κρατών και κυβερνήσεων της ζώνης του ευρώ αποφάσισαν η έγκριση των παραπάνω μέτρων να γίνει μέσω διεθνούς συμφωνίας, η οποία και υπογράφηκε στις 2.3.2012. Οι αρχηγοί κρατών και κυβερνήσεων των χωρών της ΕΕ που δεν μετέχουν στη ζώνη του ευρώ, εκτός του Ηνωμένου Βασιλείου και της Τσεχίας δήλωσαν ότι θα συμμετάσχουν στη διαδικασία αφού συμβουλευθούν τα κοινοβούλιά τους κατά περίπτωση.

Σε πιο μακροπρόθεσμο επίπεδο, θα συνεχιστεί η προσπάθεια για την εξεύρεση τρόπων περαιτέρω εμβάθυνσης της δημοσιονομικής ενοποίησης. Τα ζητήματα αυτά θα περιλαμβάνονται στην έκθεση που θα παρουσιάσει ο Πρόεδρος του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου σε συνεργασία με τον Πρόεδρο της Επιτροπής και τον πρόεδρο της Ευρωπαϊκής Μάρτιο του 2012. Με στόχο την ενίσχυση του συντονισμού της οικονομικής πολιτικής, θα

καθιερωθεί διαδικασία που θα διασφαλίζει ότι οι σημαντικές μεταρρυθμίσεις της οικονομικής πολιτικής θα συζητούνται και θα συντονίζονται στο επίπεδο της ζώνης του ευρώ.

Ενίσχυση των εργαλείων σταθεροποίησης

Οι παραπάνω μακροπρόθεσμες μεταρρυθμίσεις θα πρέπει να συνδυαστούν με άμεση δράση για τη δυναμική αντιμετώπιση των εντάσεων στις αγορές. Έτσι, αποφασίστηκαν τα ακόλουθα:

– Η μόχλευση του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕΤΧΣ) θα εφαρμοστεί με γοργούς ρυθμούς όπως συμφωνήθηκε από την Ευρωπαϊκή Ομάδα στις 29.11.2011. Εκφράστηκε ικανοποίηση για την ετοιμότητα της ΕΚΤ να ενεργεί για λογαριασμό του ΕΤΧΣ στις συναλλαγές του στις αγορές.

– Θα επισπευστεί η έναρξη ισχύος της συνθήκης για το μόνιμο Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ΕΜΣ). Η συνθήκη θα τεθεί σε ισχύ μόλις κυρωθεί από κράτη-μέλη που αντιπροσωπεύουν το 90% των κεφαλαιακών υποχρεώσεων. Κοινός στόχος είναι ο ΕΜΣ να τεθεί σε ισχύ από τον Ιούλιο του 2012 (αρχικός στόχος: Ιούλιος 2013).

Σε ό,τι αφορά τους χρηματοδοτικούς πόρους, συμφωνήθηκε να παραμείνει το ΕΤΧΣ ενεργό στη χρηματοδότηση των προγραμμάτων που έχουν δρομολογηθεί έως τα μέσα του 2013, να επανεξεταστεί το Μάρτιο του 2012 η επάρκεια του συνολικού ανώτατου ορίου των ΕΤΧΣ/ΕΜΣ που ανέρχεται σε 500 δισεκ. ευρώ, καθώς και να εξεταστεί η επιτάχυνση της καταβολής κεφαλαίου στον ΕΜΣ ώστε να διασφαλιστεί η πραγματική δανειοδοτική ικανότητα ύψους 500 δισεκ. ευρώ. Τα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ και τα λοιπά κράτη-μέλη θα εξετάσουν και θα επιβεβαιώσουν τη χορήγηση στο ΔΝΤ πρόσθετων πόρων ύψους 200 δισεκ. ευρώ υπό τη μορφή διμερών δανείων, ώστε να διασφαλιστεί η επάρκεια των πόρων του ΔΝΤ για την αντιμετώπιση της

κρίσης.³⁶ Αναμένονται παράλληλες συνεισφορές από τη διεθνή κοινότητα.

Συμφωνήθηκαν οι ακόλουθες τροποποιήσεις της συνθήκης για τον ΕΜΣ, ώστε να καταστεί αποτελεσματικότερος:

– Σε ό,τι αφορά τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα, θα τηρηθούν αυστηρά οι καθιερωμένες αρχές και πρακτικές του ΔΝΤ, ενώ επιβεβαιώθηκε ότι οι αποφάσεις της 21ης Ιουλίου και της 26ης/27ης Οκτωβρίου σχετικά με το ελληνικό χρέος έχουν μοναδικό και έκτακτο χαρακτήρα.

– Για να διασφαλιστεί η ικανότητα του ΕΜΣ να λαμβάνει τις απαραίτητες αποφάσεις σε όλες τις περιστάσεις, οι κανόνες ψηφοφορίας στο πλαίσιο του ΕΜΣ θα τροποποιηθούν ώστε να περιληφθεί διαδικασία εκτάκτου ανάγκης. Ο κανόνας της αμοιβαίας συμφωνίας (δηλ. πρακτικά ομοφωνίας) θα αντικατασταθεί από ειδική πλειοψηφία 85% σε περίπτωση που η Επιτροπή και η ΕΚΤ καταλήξουν στο συμπέρασμα ότι απαιτείται η λήψη επείγουσας απόφασης για τη χορήγηση χρηματοδοτικής συνδρομής, όταν απειλείται

η χρηματοπιστωτική και οικονομική σταθερότητα στη ζώνη του ευρώ.

Η χορήγηση οικονομικής βοήθειας στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας προϋποθέτει την επικύρωση από το ενδιαφερόμενο κράτος-μέλος της “Συνθήκης για τη Σταθερότητα, το Συντονισμό και τη Διακυβέρνηση στην ΟΝΕ” και, μετά την παρέλευση της μεταβατικής περιόδου που ορίζεται στο άρθρο 3(2) της συνθήκης, την εκπλήρωση των απαιτήσεων της συνθήκης (δηλ. δημοσιονομική θέση σε ισορροπία ή πλεονασματική) σύμφωνα με όσα ορίζονται στο άρθρο 3.

³⁶ Στη συνεδρίαση της Ευρωομάδας στις 30.3.2012 επιτεύχθηκε συμφωνία για την ενίσχυση της χρηματοδοτικής ικανότητας των μηχανισμών στήριξης της ευρωζώνης, του ΕΤΧΣ και του ΕΜΣ, από το επίπεδο των 500 δισεκ. ευρώ στα 700 δισεκ. ευρώ. Εάν ληφθούν υπόψη τα διμερή δάνεια προς την Ελλάδα και τα δάνεια από το ΕΤΧΣ που έχουν καταβληθεί ήδη, η ζώνη του ευρώ έχει κινητοποιήσει κεφάλαια 800 δισεκ. ευρώ περίπου για το “τείχος προστασίας” των μηχανισμών στήριξης, δηλ. περισσότερα από 1 τρισεκ. δολάρια ΗΠΑ. Ο ΕΜΣ θα είναι το κύριο εργαλείο για τη χρηματοδότηση νέων προγραμμάτων από τον Ιούλιο του 2012. Το ΕΤΧΣ θα παραμείνει ενεργό μόνο για τη χρηματοδότηση προγραμμάτων τα οποία θα έχουν αρχίσει πριν από αυτή την ημερομηνία. Για τη μεταβατική περίοδο μέχρι τα μέσα του 2013, το ΕΤΧΣ θα μπορεί να δραστηριοποιείται σε νέα προγράμματα, έτσι ώστε να διασφαλιστεί η δανειακή δυνατότητα των 500 δισεκ. ευρώ. Επίσης, συμφωνήθηκε επιτάχυνση της καταβολής κεφαλαίων στον ΕΜΣ. Επιπλέον, οι χώρες της ζώνης του ευρώ έχουν δεσμευθεί να διαθέσουν πρόσθετα 150 δισεκ. ευρώ ως διμερείς συνεισφορές στο ΔΝΤ.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

Τράπεζα της Ελλάδος (2010), *Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Ελλάδος: αιτίες ανισορροπιών και προτάσεις πολιτικής*, Σεπτέμβριος.

Τράπεζα της Ελλάδος (2011), *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2011*, Νοέμβριος.

Ξενόγλωσση

Bini Smaghi, L. (2010), “The challenges facing the euro area”, 1 Νοεμβρίου.

Bofinger, P. (2010), “The shape of economic governance”, in *Economic governance in the Monetary Union*, ELIAMEP-Bruegel conference, Σούνιο, Ιούνιος.

Bofinger, P., H. Enderlein, T. Padoa-Schioppa and A. Sapir (2010), “Europe needs a permanent bail-out fund”, *Financial Times*, 28 Σεπτεμβρίου.

Darvas, Z. (2010), “Fiscal federalism in crisis: some facts and lessons from the US for Europe”, 10 Ιουνίου.

De Larosière, J. (2009), Report of “The High-Level Group on Financial Supervision in the EU”, Βρυξέλλες, 25 Φεβρουαρίου.

De Grauwe, P. (2011), “The governance of a fragile eurozone”, CEPS, Απρίλιος.

Delpla, J. and J. von Weizsacker (2010), “The Blue Bond Proposal”, Bruegel, Μάιος.

Demopoulos, G. and N. Yannacopoulos (2011), “Global Macroeconomic Imbalances”, 8 Ιουνίου.

Deutsche Bundesbank (2010), “On the problems of macroeconomic imbalances in the euro area”, *Monthly Report*, Ιούλιος 2010.

Duval, R. and J. Elmeskov (2005), “The effects of EMU on structural reforms in labour and product markets”, ECB conference, Φραγκφούρτη, 16-17 Ιουνίου.

ECB (2009), “The Euro at ten – lessons and challenges”, 22 Σεπτεμβρίου.

ECB (2010), “Reinforcing economic governance in the euro area”, Contribution to the works of the Task Force on Economic Governance, 10 Ιουνίου.

ECB (2011), Opinion of the ECB on economic governance reform in the European Union, CON/2011/13, 16 Φεβρουαρίου.

Eijffinger, S. and E. Mujagic (2010), “The euro’s final countdown?”, *The Economic Times*, 13 Φεβρουαρίου.

European Commission (2010α), Communication on “Reinforcing economic policy coordination”, 12 Μαΐου.

European Commission (2010β), “Towards a Single Market Act”, Communication, 27 Οκτωβρίου.

European Council (2010), Conclusions, 16-17 Δεκεμβρίου.

European Economy (2008), “EMU@10, Successes and challenges after ten years of economic and monetary union”, Μάιος.

Gianviti, F., A. Krueger, J. Pisani-Ferry, A. Sapir and J. von Hagen (2010), “A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A Proposal”, Bruegel, Βρυξέλλες, 9 Νοεμβρίου.

Gibson, H., S. Hall and G. Tavlás (2011), “The Greek financial crisis: growing imbalances and sovereign spreads”, Bank of Greece, Working Paper 124, Μάρτιος.

Greenspan, A. (2011), “Europe’s crisis is all about the north-south split”, *Financial Times*, 7 Οκτωβρίου.

Gros, D. and T. Mayer (2010), “Financial stability beyond Greece: on the need for a European Stability Fund”, Policy Brief No 202, CEPS, 11 Μαΐου.

IMF (2010α), “Germany: Article IV Consultation”, Μάρτιος.

IMF (2010β), *World Economic Outlook*, Οκτώβριος.

Lorca-Susino, M. (2010), “The euro in the 21st century”, Δεκέμβριος.

- Monti, M. (2010), “A new strategy for the single market”, Report to the president of the European Commission, 9 Μαΐου.
- Munchau, W. (2010), “Germany’s rebound is no cause for cheer”, *Financial Times*, 30 Αυγούστου.
- Papasprou, T. (1993), “Stabilisation Policy in EMU in the light of the Maastricht Treaty provisions concerning financial assistance”, *European Economy* No 53, “Stable Money, Sound Public Finances”.
- Papasprou, T. (2007), “Economic Policy in EMU: Community Policies and National Strategies, Focus on Greece”, LSE, Hellenic Observatory, Ιούλιος.
- Pelkmans, J. (2011), “The case for more single market”, CEPS, Φεβρουάριος.
- Pisani-Ferry, J. (2010), “Euro Area Governance: What went wrong? How to repair it?”, Bruegel, 8 Ιουνίου.
- Sapir, A. (2009), “The Optimal Currency Area Theory”, Panel statement in ECB’s “The euro at ten – lessons and challenges”, Σεπτέμβριος.
- Tilford, S. (2010), “How to save the euro”, Centre for European Reform, Σεπτέμβριος.
- Trichet, J.C. (2010), Quarterly Hearing before the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, 30 Νοεμβρίου.
- Van Rompuy, H. (2011), report “The European Council in 2010”, 19 Ιανουαρίου.
- Weber, W. (2010), “Macroeconomic imbalances in the European Monetary Union: causes and policy challenges”, Kangaroo Group, Strasbourg, 22 Σεπτεμβρίου.
- Wolf, M. (2010), “Why Germany cannot be a model for the eurozone”, *Financial Times*, 31 Μαρτίου.
- Wolf, M. (2011), “There is no sunlit future for the euro”, *Financial Times*, 19 Οκτωβρίου.

ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ ΚΑΙ ΡΟΕΣ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Κώστας Ν. Κανελλόπουλος*
Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών

Ι ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι βασικοί δείκτες στην αγορά εργασίας, μετά την καλύτερη επίδοσή τους που σημειώθηκε το γ' τρίμηνο του 2008, χειροτερεύουν συστηματικά. Ειδικότερα, την αυξητική τάση της απασχόλησης επί σειρά ετών μέχρι και το γ' τρίμηνο του 2008, που δημιούργησε σχεδόν 550 χιλιάδες νέες θέσεις εργασίας μέσα σε μια δεκαετία, διαδέχθηκε συστηματική και δραστητική μείωση. Η συνολική απασχόληση από σχεδόν 4.590 χιλ. άτομα το καλοκαίρι του 2008 μειώθηκε στα 4.156 χιλ. άτομα το β' τρίμηνο του 2011, ήτοι σημειώθηκε απώλεια 433,5 χιλιάδων θέσεων εργασίας, που ισοδυναμεί με μείωση της απασχόλησης κατά 10,4%. Διάχυτη είναι η εκτίμηση ότι οι προοπτικές της απασχόλησης παραμένουν δυσοίωνες. Δυστυχώς, λόγω της συνεχιζόμενης οικονομικής ύφεσης, αναμένεται περαιτέρω χειροτέρευση της απασχόλησης πριν υπάρξει ανάκαμψή της.

Η μείωση της απασχόλησης και οι συνέπειες της οικονομικής κρίσης δεν κατανέμονται εξίσου μεταξύ των κλάδων οικονομικής δραστηριότητας, αλλά ούτε και μεταξύ των κοινωνικών ομάδων. Έτσι, ενώ υπάρχουν κλάδοι οικονομικής δραστηριότητας που από την έναρξη της οικονομικής κρίσης έχουν απολέσει σημαντικό τμήμα της απασχόλησής τους, άλλοι κλάδοι δείχνουν να αντέχουν στην οικονομική κρίση ή και να κερδίζουν θέσεις απασχόλησης. Αυτές οι μεταβολές στην απασχόληση κατά κλάδο, πέρα από τις διαρθρωτικές μεταβολές που συνεπάγονται, αναπόφευκτα εκδηλώθηκαν με αντίστοιχες μεταβολές στις προσλήψεις και αποχωρήσεις εργαζομένων, εφόσον κάθε θέση εργασίας που δημιουργείται ή χάνεται αντιστοιχεί σε μια πρόσληψη ή αποχώρηση εργαζομένου. Επομένως, για να αναλυθούν οι παραπάνω μεταβολές στην απασχόληση είναι χρήσιμο να εξεταστούν οι προσλήψεις και αποχωρήσεις εργαζομένων, με άλλα λόγια οι ροές των εργαζομένων κατά τομέα ή κλάδο, πολύ δε περισσότερο επειδή

είναι διαφορετικές οι συνέπειες για την άσκηση πολιτικής εάν η παρατηρούμενη μείωση της απασχόλησης συνδέεται με περιορισμένες προσλήψεις ή με αυξημένες απολύσεις και γενικότερα αποχωρήσεις (Pissarides 2000, Kanellopoulos 2011). Επίσης, είναι χρήσιμο να γνωρίζουμε πώς διαφοροποιούνται οι ροές των εργαζομένων ανάλογα με τα κοινωνικά χαρακτηριστικά τους, όπως το φύλο, η ηλικία, η εκπαίδευση, ή ανάλογα με τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων, όπως το μέγεθος. Εάν διαπιστωθούν έντονες διαφοροποιήσεις των ροών, προφανώς οι προοπτικές απορρόφησης και απασχόλησης των ανέργων θα είναι επίσης αρκετά διαφορετικές, οπότε η όποια ενεργητική πολιτική για την κινητοποίηση και διευκόλυνση της μετακίνησης ανέργων προς κενές ή νέες θέσεις εργασίας δεν μπορεί παρά να λαμβάνει υπόψη αυτές τις διαφορές ροών κατά το σχεδιασμό της.

Η εξέταση αυτών των θεμάτων, τα οποία εντάσσονται στη λεγόμενη “δυναμική” ανάλυση της αγοράς εργασίας, έχει προχωρήσει αφενός με την ανάπτυξη θεωρητικών υποδειγμάτων μέσω των οποίων προσδιορίζονται το ύψος και η εξέλιξη των ροών των εργαζομένων (Mortensen and Pissarides 1994, Pissarides 2000) και αφετέρου με πολλές εμπειρικές μελέτες που τεκμηριώνουν τα χαρακτηριστικά των ροών των εργαζομένων σε πολλές χώρες, καθώς και τη συσχέτισή τους με τον οικονομικό κύκλο. Συγκεκριμένες πλευρές αυτών των θεμάτων όμως παραμένουν ακόμη ασαφείς, δεδομένου ότι τα εμπειρικά αποτελέσματα δεν συμβιβάζονται πάντοτε με τις προβλέψεις των θεωρητικών υποδειγμάτων, οπότε χρειάζεται αναλυτικότερη τεκμηρίωση ανά χώρα, χρονική περίοδο και κλάδο δραστηριότητας.

* Η εργασία απηχεί τις απόψεις του συγγραφέα και όχι κατ' ανάγκη της Τράπεζας της Ελλάδος. Θεμές ευχαριστίες εκφράζονται για τα εποικοδομητικά τους σχόλια στη Heather Gibson, τον Θεόδωρο Μητράκο, τη Δάφνη Νικολίτσα, την Ευαγγελία Παπαπέτρου και τον Γιώργο Συμειγάννη. Λάθη, παραλείψεις και κρίσεις βαρύνουν αποκλειστικά τον συγγραφέα.

Βασικοί στόχοι αυτής της εργασίας είναι: Πρώτον, να εξετάσει την εξέλιξη του ύψους της απασχόλησης κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας από την έναρξη της τρέχουσας κρίσης για τον εντοπισμό κλάδων που εμφανίζουν ανθεκτικότητα ή δυναμισμό, έστω και δυνητικά, στην απασχόλησή τους. Δεύτερον, να εξετάσει τις ροές των εργαζομένων κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας, δηλαδή τον αριθμό και τα χαρακτηριστικά των προσλαμβανομένων και των αποχωρούντων, ως συμβολή στη διαμόρφωση προτεραιοτήτων πολιτικής. Τρίτον, να διερευνήσει ενδεχόμενες συσχετίσεις μεταξύ των κλαδικών μεταβολών της απασχόλησης αφενός και των αντίστοιχων προσλήψεων ή αποχωρήσεων αφετέρου.

Η εξέταση των ροών των εργαζομένων εμπειρικά προϋποθέτει την ύπαρξη κατάλληλων στατιστικών στοιχείων, που δεν είναι πάντοτε διαθέσιμα. Σε αυτή την εργασία χρησιμοποιείται πληροφόρηση από την Έρευνα Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) για να τεκμηριωθούν το μέγεθος και τα χαρακτηριστικά των ροών των εργαζομένων κατά την πρόσφατη οικονομική κρίση με την παρατηρούμενη δραστική μείωση της απασχόλησης. Η δειγματοληπτική ΕΕΔ καταγράφει το μήνα πρόσληψης των απασχολούμενων και έτσι επιτρέπει να προσεγγιστούν οι προσλήψεις ως ο αριθμός όσων εργάζονται στην τρέχουσα εργασία τους μέχρι τρεις μήνες από την εβδομάδα της έρευνας. Οι δε αποχωρήσεις, όπως επεξηγείται στη συνέχεια, προσεγγίζονται εάν αφαιρεθεί από τις προσλήψεις η μεταβολή της αντίστοιχης απασχόλησης. Αξίζει να σημειωθεί ότι, επειδή η ΕΕΔ χρησιμοποιείται ευρέως για την εκτίμηση της απασχόλησης, οι εκτιμήσεις μας για τις ροές των εργαζομένων είναι συνεπείς με τις δημοσιευμένες εκτιμήσεις της απασχόλησης. Αν και η ακόλουθη περιγραφική εξέταση γίνεται σε επίπεδο κλάδου με μονοψήφιο κωδικό ταξινόμησης, στη μεταποίηση γίνεται χωριστή αναφορά και σε ορισμένους κλάδους που κρίνεται πως μπορεί να έχουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τη χάραξη κρατικής πολιτικής ή την ανάλυση επενδυτικών προτοβουλιών.

Σε αυτό το πλαίσιο, αρχικά εξετάζονται οι εξελίξεις της απασχόλησης από το γ' τρίμηνο του

2008 (όταν, όπως προαναφέρθηκε, η απασχόληση, ακολουθώντας την ανοδική της τάση των προηγούμενων δεκαετιών, βρέθηκε στο υψηλότερό της επίπεδο, παρόλο που η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση είχε ήδη ενσκήψει στη χώρα) έως το β' τρίμηνο του 2011 (το τελευταίο για το οποίο υπάρχουν διαθέσιμα στατιστικά στοιχεία) κατά κλάδο για τον εντοπισμό κλάδων με ενδείξεις αντοχής στην οικονομική κρίση σε όρους απασχόλησης (ενότητα 2). Ακολουθώς, εξετάζονται οι ροές των εργαζομένων κατά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας για την ίδια περίοδο, δηλαδή ο αριθμός και τα χαρακτηριστικά των προσλαμβανομένων και των αποχωρούντων κατά κλάδο (ενότητα 3). Στη συνέχεια τεκμηριώνονται οι συσχετίσεις των πρόσφατων μεταβολών της απασχόλησης κατά κλάδο με τις αντίστοιχες ροές εργαζομένων (ενότητα 4). Τέλος, η εργασία ολοκληρώνεται με σύνοψη και συμπεράσματα (ενότητα 5).

Συγκεκριμένοι κλάδοι οικονομικής δραστηριότητας της εκτεθειμένης στον έντονο ευρωπαϊκό και διεθνή ανταγωνισμό μικρής ελληνικής οικονομίας, οι οποίοι προκύπτει ότι επιβιώνουν στην τρέχουσα βαθιά κρίση και εμφανίζουν αξιόλογη κινητικότητα εργαζομένων, όπως η γεωργία, η βιομηχανία τροφίμων, τα ξενοδοχεία και οι φαρμακοβιομηχανίες, δεν μπορεί παρά να θεωρηθούν ως αισιόδοξη ένδειξη αντοχής στην κρίση και προοπτικής ξεπεράσματος αυτής, καθώς και ως πιθανοί στόχοι άσκησης ενεργητικής πολιτικής απασχόλησης. Θα πρέπει ωστόσο να σημειωθεί ότι η βαθιά οικονομική ύφεση που μαστίζει την ελληνική οικονομία είναι ακόμη εν εξελίξει και οι εκτιμήσεις για το πού θα οδηγήσει είναι τουλάχιστον αβέβαιες. Σε αυτό το πλαίσιο, και τα συμπεράσματα της παρούσας εργασίας πιθανόν να είναι πρόωρα και να αλλάξουν από επερχόμενες απρόβλεπτες εξελίξεις και διαρθρωτικές αλλαγές.

2 ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΤΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΤΑ ΚΛΑΔΟ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

Τις μεγαλύτερες απώλειες θέσεων εργασίας εμφανίζει ο κλάδος των κατασκευών, που ως

γνωστόν επηρεάζεται περισσότερο από τη συγκυρία (απώλεια: 136,6 χιλ. θέσεων ή μία στις τρεις θέσεις απασχόλησης του γ' τριμήνου του 2008, βλ. Πίνακα 1, στήλη 3). Εκτεταμένες είναι επίσης οι απώλειες θέσεων εργασίας στη μεταποίηση, παρά την ήδη σχετικά χαμηλή συμμετοχή της στο σύνολο της απασχόλησης. Συνολικά, 125,6 χιλ. θέσεις ή το 23% της απασχόλησης στη μεταποίηση του γ' τριμήνου του 2008 απωλέστηκαν την ίδια περίοδο. Σε συγκεκριμένους μάλιστα κλάδους της μεταποίησης η ποσοστιαία μείωση της απασχόλησης είναι αρκετά υψηλότερη, όπως στην κλωστοϋφαντουργία (-52,1%), στις εκτυπώσεις (-51,4%) παρά τη μειωμένη εκεί έμμεση φορολογία, στην ένδυση (-43,7%), καθώς και στην παραγωγή μη ορυκτών προϊόντων (-42,7%). Από την άλλη πλευρά, εμφανίζονται κλάδοι της μεταποίησης με μικρότερες σχετικά απώλειες θέσεων εργασίας, όπως τα τρόφιμα και ποτά (-4%), οι φαρμακευτικές βιομηχανίες (-14,5%), καθώς και ο εντάσεως κεφαλαίου κλάδος των προϊόντων διύλισης πετρελαίου (-3,6%). Από τους άλλους κλάδους της οικονομίας με σχετικά υψηλό μερίδιο στη συνολική απασχόληση, υπολογίσιμη ως απόλυτο μέγεθος είναι η απώλεια θέσεων εργασίας που εμφανίζουν το μάλλον υπερμέγεθες με βάση τις διεθνείς συγκρίσεις εμπόριο (-57,3 χιλ.), τα ξενοδοχεία και εστιατόρια (-35,8 χιλ.), καθώς και οι επαγγελματικές δραστηριότητες (-23,4 χιλιάδες).

Θετική μεταβολή στην απασχόληση, ήτοι νέες θέσεις εργασίας κατά την εξεταζόμενη περίοδο, παρουσιάζουν η υγεία και κοινωνική μέριμνα (8,4 χιλ.), οι διοικητικές & υποστηρικτικές δραστηριότητες (4 χιλ.), η ενημέρωση & επικοινωνία (2,5 χιλ.), καθώς και τα νοικοκυριά ως εργοδότες (2,7 χιλ.). Αξίζει επίσης να σημειωθούν οι μικρές και σχετικά πιο πρόσφατες απώλειες θέσεων απασχόλησης στην εκπαίδευση (-3,1 χιλ.), στη γεωργία – η οποία παράγει ένα ευρύ φάσμα προϊόντων, από τα υπό εξαφάνιση από τα ράφια των αλυσίδων λιανικής παραδοσιακά εθνικά προϊόντα μέχρι τα σύγχρονα βιολογικά και βιοτεχνολογικά εξαγωγήματα προϊόντα (-4,1 χιλ.) – καθώς και η εκτιμώμενη υπολογίσιμη μείωση της απασχόλησης στη δημόσια διοίκηση (-8,9 χιλιάδες).

Κάποιες από αυτές τις μειώσεις της απασχόλησης, όπως στη δημόσια διοίκηση, αποτελούν εκφρασμένο στόχο της ασκούμενης πολιτικής για την επίτευξη της δημοσιονομικής ισορροπίας. Κάποιες άλλες είναι αναπόφευκτες για τη στροφή της οικονομίας από προϊόντα εισαγόμενα ή εγχωρίως παραγόμενα και καταναλισκόμενα προς την παραγωγή διεθνώς ανταγωνιστικών προϊόντων και υπηρεσιών, ενώ άλλοι κλάδοι πλήττονται κυρίως από τη συγκυρία της βαθιάς οικονομικής ύφεσης (κλάδος κατασκευών, βιομηχανίες που παράγουν για τις κατασκευές, όπως τα ορυχεία). Έχει γίνει πλέον ευρέως αποδεκτό ότι η έξοδος της χώρας από την τρέχουσα βαθιά οικονομική κρίση προϋποθέτει και αναδιάρθρωση της παραγωγής και απασχόλησης με ενίσχυση των διεθνώς ανταγωνιστικών επιχειρήσεων και κλάδων, δηλ. αυτών που παράγουν προϊόντα προς εξαγωγή ή προς υποκατάσταση εισαγομένων, και τέτοιοι είναι προφανώς η γεωργία, η μεταποίηση, ο τουρισμός, οι υπηρεσίες της αγοράς.

Με κριτήριο την εξέλιξη της απασχόλησης, εντοπίζονται συγκεκριμένοι κλάδοι που παράγουν διεθνώς εμπορεύσιμα προϊόντα και υπηρεσίες και οι οποίοι εμφανίζουν αντοχή στην κρίση και σχετικά μικρές απώλειες στην απασχόληση και θα μπορούσαν έτσι να θεωρηθούν ως δυνητικά οχήματα εξόδου από την τρέχουσα κρίση. Ως τέτοιοι καταγράφονται η γεωργία, που για μεγάλο μέρος της εξεταζόμενης περιόδου αύξησε την απασχόλησή της και ουσιαστικά τη διατηρεί ακόμη, η βιομηχανία τροφίμων και ποτών, η βιομηχανία φαρμακευτικών προϊόντων, καθώς και τα ξενοδοχεία και εστιατόρια, που συνδέονται στενά με τον τουρισμό. Αν και μπορούν να αναφερθούν πολλοί λόγοι για τις παρατηρούμενες κλαδικές μεταβολές της απασχόλησης, αξίζει να σημειωθεί ότι οι κλάδοι που εμφανίζουν αύξηση της απασχόλησης δεν φαίνεται να χαρακτηρίζονται από ισχυρά θεσμικά εμπόδια εισόδου στον κλάδο.

Στοχευμένες κλαδικές ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης (επιδότηση της επιπλέον απασχόλησης στους δυναμικούς κλάδους και όχι

στο δημόσιο τομέα όπου ο ρητός στόχος είναι η μείωσή του, αντίστοιχα κλαδικά προγράμματα κατάρτισης), προώθηση της χρήσης γενόσημων φαρμάκων τα οποία παράγει κυρίως η εγχώρια φαρμακοβιομηχανία, αναπτυξιακές δράσεις (υλοποίηση ώριμων επενδυτικών σχεδίων), συντόμευση της οριστικής έγκρισης ιδιωτικών επενδύσεων, καθώς και πραγματικές μεταρρυθμίσεις που διευκολύνουν την είσοδο σε επαγγέλματα που υπάγονται σε αυτούς τους κλάδους μπορεί να φανούν πολλαπλώς αποτελεσματικές. Σημειώνεται ότι, για να εγγραφεί κάποιος νέος αγρότης στο Μητρώο Αγροτών, σύμφωνα με νόμο του 2010 (Ν. 3874/2010), απαιτούνται χρονοβόρες προϋποθέσεις, όπως παρακολούθηση προγραμμάτων κατάρτισης, βεβαίωση από την αρμόδια ΔΟΥ ότι τουλάχιστον το 35% του ετήσιου εισοδήματός του προέρχεται από τη γεωργία, τουλάχιστον το 30% του ετήσιου χρόνου εργασίας του είναι στη γεωργία, ασφάλιση στον ΟΓΑ κ.λπ.).

Ακόμη, η ενθάρρυνση της ανάπτυξης αποτελεσματικών δικτύων εμπορίας και διάθεσης αγροτικών και βιομηχανικών προϊόντων και μέσω συμβολαίων συνεργασίας ομάδων παραγωγών, αγροτών, βιοτεχνών, μεταποιητών και εξαγωγέων ή αλυσίδων λιανικής μπορεί να αποτελέσει καταλύτη για την έξοδο από τη σημερινή οικονομική κρίση.

3 ΠΡΟΣΛΗΨΕΙΣ ΚΑΙ ΑΠΟΧΩΡΗΣΕΙΣ ΚΑΤΑ ΚΛΑΔΟ

Σαφέστερη εικόνα αναφορικά με την απασχόληση κατά κλάδο προκύπτει εάν εξετάσουμε τις ροές των εργαζομένων, δηλαδή τις εισροές εργαζομένων στους επιμέρους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας (κυρίως προσλήψεις μισθωτών, είτε με μισθό είτε με ημερομίσθιο, και δευτερευόντως εισροές αυτοαπασχολούμενων), καθώς και τις αντίστοιχες αποχωρήσεις (παραιτήσεις και απολύσεις). Είναι προφανές ότι οι ροές των εργαζομένων, που προωθούνται μέσω του μηχανισμού της αγοράς εργασίας, τους στρέφουν από την ανεργία ή από χαμηλοαμειβόμενες εργασίες σε καλύτερα αμειβόμενες και άρα σε πιο

παραγωγικές θέσεις απασχόλησης, συμβάλλοντας έτσι σε αύξηση της συνολικής παραγωγής και παραγωγικότητας (Contini and Villosio 2007, Foster, Haltiwanger and Krisan 2006). Βεβαίως, είναι εξαιρετικά δύσκολο να καθοριστεί το άριστο μέγεθος των ροών των εργαζομένων, επειδή υπερβολικές ροές συνεπάγονται αυξημένο κόστος προσαρμογής, αποθάρρυνση της ενδοεπιχειρησιακής κατάρτισης και πιθανή επιβράδυνση της παραγωγικότητας. Από την άλλη πλευρά, ανύπαρκτες ή ελάχιστες ροές εργαζομένων υποδηλώνουν ότι η αγορά εργασίας δεν λειτουργεί αποτελεσματικά και ότι οι διαθέσιμοι άνθρωποι πόροι δεν κατανέμονται στις πλέον παραγωγικές θέσεις απασχόλησης που εκάστοτε εμφανίζονται. Έτσι, εάν παρατηρούνται αξιόλογες προσλήψεις, ιδίως κατά την πρόσφατη περίοδο της οικονομικής κρίσης και της συνακόλουθης δραστηκής μείωσης της απασχόλησης, αποτελούν σαφή ένδειξη ότι ο κλάδος εμφανίζει ευελιξία και δυναμισμό στις μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες, καθώς και ότι οι εργαζόμενοι ανταποκρίνονται στις παρουσιαζόμενες ευκαιρίες απασχόλησης είτε ως αντικαταστάτες όσων παραιτούνται ή απολύονται είτε για να καλύψουν νέες θέσεις εργασίας. Εξάλλου, η όποια επιθυμητή αύξηση της απασχόλησης δεν μπορεί παρά να εκδηλωθεί μέσα από αυξημένες εισροές – προσλήψεις εργαζομένων στους εξεταζόμενους κλάδους. Παρομοίως, οι αποχωρήσεις, που περιλαμβάνουν οικειοθελείς παραιτήσεις και απολύσεις, δείχνουν προσαρμογή της απασχόλησης στις μεταβαλλόμενες συνθήκες της αγοράς και τις επιθυμίες των εργαζομένων και συνήθως αυξάνονται κατά την καθοδική φάση του οικονομικού κύκλου, επειδή η άνοδος των απολύσεων υπερβαίνει τότε τη μείωση των οικειοθελών αποχωρήσεων.

Συναφώς σημειώνεται ότι στην Ευρωπαϊκή Ένωση έχουν υιοθετήσει το υπόδειγμα της ευελιξίας με ασφάλεια (flexicurity) στην αγορά εργασίας, που ουσιαστικά συνδυάζει μέτρα οικονομικής στήριξης και δραστηριοποίησης των ανέργων για εύρεση εργασίας με τη χαλάρωση των απολύσεων, ως μηχανισμό διευκόλυνσης της ροής των απολυμένων ή

υπεράριθμων εργαζομένων προς παραγωγική απασχόληση, αντί της θεσμικής προστασίας υφιστάμενων μη παραγωγικών θέσεων εργασίας. Έτσι, η παρακολούθηση και ανάλυση των διαφόρων διαστάσεων των ροών των εργαζομένων θεωρείται χρήσιμη για την αξιολόγηση των όποιων επιδόσεων της αγοράς εργασίας.

Η τριμηνιαία ΕΕΔ, συλλέγοντας πληροφόρηση για το μήνα (και το έτος) έναρξης της τελευταίας εργασίας κάθε απασχολούμενου, επιτρέπει να προσεγγιστούν οι νεοπροσλαμβανόμενοι ως όλοι εκείνοι που ξεκίνησαν την τελευταία τους εργασία μέσα στους τρεις προηγούμενους μήνες από την εβδομάδα που έγινε η συνέντευξη. Αυτοί αθροίζονται σε ετήσια βάση και το αποτέλεσμα διαιρείται με την απασχόληση της αρχής της περιόδου, οπότε προκύπτει το ποσοστό των προσλήψεων για τον εξεταζόμενο κλάδο και ομάδα εργαζομένων. Πρέπει ωστόσο να σημειωθεί ότι ο υπολογισμός των προσλήψεων σε επίπεδο κλάδου από την ΕΕΔ μπορεί να μεταβάλλεται υπερβολικά από έτος σε έτος λόγω του μικρού μεγέθους του δείγματος, ιδιαίτερα μάλιστα επειδή ο κλάδος απασχόλησης δεν λαμβάνεται υπόψη στο σχεδιασμό της ΕΕΔ. Για να απαλειφθούν τέτοιες ασταθείς μεταβολές, στην παρούσα εργασία, σύμφωνα με τη συνήθη πρακτική (OECD 2009, OECD 2010, European Commission 2009), υπολογίζονται και παρουσιάζονται οι μέσες ετήσιες προσλήψεις για την εξεταζόμενη περίοδο και αποφεύγεται σκόπιμα λεπτομερέστερη εξέταση.

Συμμετρικά, οι αποχωρήσεις καταγράφουν την έξοδο εργαζομένων από την απασχόληση τους τρεις προηγούμενους μήνες από την εβδομάδα της έρευνας και σύμφωνα με τη συνήθη πρακτική (Bassanini and Marianna 2009, OECD 2009 κεφ. 2, OECD 2010 κεφ. 3) υπολογίζονται με την ακόλουθη βασική λογιστική ταυτότητα:

Αποχωρήσεις = Προσλήψεις - Μεταβολή της απασχόλησης

Όπως οι προσλήψεις, έτσι και οι αποχωρήσεις υπολογίζονται ως ο μέσος ετήσιος όρος

κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Το ποσοστό προσλήψεων και αποχωρήσεων θεωρούνται αξιόπιστοι δείκτες μέτρησης της παρατηρούμενης κινητικότητας των εργαζομένων (Davis and Haltiwanger, 1992). Το δε άθροισμά τους αναφέρεται στη βιβλιογραφία ως ο δείκτης ανακατανομής (reallocation) των εργαζομένων, ο οποίος προφανώς υπερβαίνει τις (απόλυτες) μεταβολές της απασχόλησης την ίδια περίοδο.

Αξίζει να σημειωθεί ότι παραδοσιακά η οικονομική ανάλυση θεωρεί τη χαμηλή (γεωγραφική, κλαδική ή επαγγελματική) κινητικότητα των εργαζομένων ως βασική αιτία της διαρθρωτικής ανεργίας, της χαμηλής απασχόλησης, καθώς και της αύξησης των τιμών, ενώ εμπειρικές έρευνες έχουν δείξει ότι η ανακατανομή των εργαζομένων τείνει να επηρεάζει θετικά την παραγωγικότητα (βλ. OECD 2009, τμήμα 2.3 και βιβλιογραφία που αναφέρεται εκεί). Επίσης, η όποια μετακίνηση των εργαζομένων (αλλαγή εργασίας) προσεγγίζεται ως επένδυση στον εαυτό τους (επένδυση σε ανθρώπινο κεφάλαιο), εφόσον έτσι οι εργαζόμενοι αποκτούν υψηλότερες αμοιβές και ευκαιρίες επαγγελματικής ανέλιξης, που συνήθως υπερκαλύπτουν το όποιο χρηματικό και ψυχικό κόστος συνεπάγεται η αλλαγή εργασίας (OECD 2010, σελ. 173 και βιβλιογραφία που αναφέρεται εκεί). Με αυτή την έννοια, οι ροές των εργαζομένων συνδέονται με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά τους, όπως είναι η ηλικία και η εκπαίδευση, καθώς και με τις ευκαιρίες που τους παρουσιάζονται.

Από την ΕΕΔ εκτιμάται ότι από την έναρξη της τρέχουσας οικονομικής κρίσης (σχεδόν την τελευταία τριετία) καταγράφονται 350 χιλιάδες προσλήψεις το έτος (ακριβέστερα 346,4 χιλ.), που ισοδυναμούν με το 7,8% της απασχόλησης (βλ. Πίνακα 1, 5η στήλη τα απόλυτα μεγέθη, 6η στήλη τα ποσοστά). Αρκετές από αυτές συγκεντρώνονται στα ξενοδοχεία και εστιατόρια (71 χιλ.), στις κατασκευές (53,8 χιλ.) και στο εμπόριο (47 χιλιάδες). Πέρα από αυτούς τους κλάδους, που προφανώς κάνουν πολλές εποχικές προσλήψεις, υπολογίσιμες προσλήψεις κατ' έτος εμφανί-

Πίνακας Ι Απασχόληση, προσλήψεις και αποχωρήσεις κατά κλάδο 2008-2011

Κλάδος οικονομικής δραστηριότητας	Απασχόληση 2011 β' τρ. (χιλ.)	Ετήσιος ρυθμός μεταβολής 2008 γ' τρ.- 2011 β' τρ. (χιλ.)	Μεταβολή απασχόλησης 2008 γ' τρ.- 2011 β' τρ. (χιλ.)	Μέσες ετήσιες προσλήψεις 2008 γ' τρ.- 2011 α' τρ. (χιλ.)	% προσλήψεων	Μέσες ετήσιες αποχωρήσεις 2008 γ' τρ.- 2011 α' τρ. (χιλ.)	% αποχωρήσεων
Γεωργία, αλιεία	509,8	-0,29	-4,1	30,8	5,75	30,6	5,71
Ορυχεία	10,4	-17,56	-7,3	1,3	8,83	3,8	26,33
Τρόφιμα, ποτά	116,5	-1,47	-4,8	10,2	8,21	7,6	6,12
Ένδυση	25,3	-18,85	-19,6	2,8	7,36	8,9	23,72
Εκτυπώσεις	19,6	-23,10	-20,8	1,3	4,56	8,6	29,36
Χημικές ουσίες και προϊόντα	10,6	-8,28	-2,8	0,5	3,83	1,9	15,61
Φαρμακευτικά προϊόντα	12,3	-5,59	-2,1	0,9	6,18	2,0	13,66
Παραγωγή βασικών μετάλλων	16,5	-9,37	-5,1	0,3	1,50	1,4	7,43
Κατασκευή επίπλων	28,0	-10,20	-9,6	1,0	2,82	2,7	8,01
Λοιπή μεταποίηση	188,2	-9,66	-60,6	8,5	3,79	27,8	12,45
Ηλεκτρισμός, αέριο	22,7	-12,98	-10,6	1,4	5,03	5,6	19,97
Ύδρευση, αποχέτευση	28,1	-4,95	-4,2	4,0	12,81	5,0	15,91
Κατασκευές	262,2	-14,14	-136,6	53,9	15,53	101,9	29,37
Εμπόριο	772,9	-2,57	-57,3	46,9	5,81	65,3	8,08
Μεταφορές	205,5	-1,25	-7,2	13,6	6,41	18,0	8,50
Ξενοδοχεία, εστιατόρια	303,8	-3,97	-35,8	71,0	22,99	90,3	29,26
Ενημέρωση, επικοινωνία	79,5	1,18	2,5	3,3	3,95	0,0	0,05
Τράπεζες, ασφάλειες	111,9	-1,57	-5,0	2,9	2,59	5,6	4,93
Διαχείριση ακινήτων	4,5	-21,63	-4,3	0,3	4,15	1,9	26,27
Επαγγελματικές δραστηριότητες	212,4	-3,73	-23,4	11,5	5,12	12,5	5,55
Διοικητικές, υποστηρικτικές δραστηριότητες	81,7	1,84	4,0	8,5	11,43	8,1	10,83
Δημόσια διοίκηση	365,9	-0,87	-8,9	14,7	3,94	17,9	4,79
Εκπαίδευση	313,0	-0,36	-3,1	23,2	7,22	28,6	8,90
Υγεία - κοινωνική μέριμνα	238,7	1,32	8,4	13,4	5,66	8,5	3,60
Τέχνες, διασκέδαση, ψυχαγωγία	48,4	-7,51	-11,6	6,0	11,48	10,5	20,07
Άλλες υπηρεσίες	87,6	-2,65	-6,7	5,7	6,42	8,0	9,05
Δραστηριότητες νοικοκυριών	78,6	1,26	2,7	8,4	9,64	4,3	4,95
Δραστηριότητες ετεροδίκων οργανισμών	2,0	13,60	0,6	0,1	8,32	0,0	0,49
Σύνολο	4156,3	-3,54	-433,4	346,5	7,79	487,6	10,96

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Ερευνών Εργατικού Δυναμικού.

ζουν η γεωργία (31 χιλ.), τα τρόφιμα και ποτά (10,2 χιλ.) και η εκπαίδευση (23,2 χιλιάδες). Οι εξελίξεις αυτές στις προσλήψεις, που την εξεταζόμενη περίοδο της δραστητικής μείωσης

της απασχόλησης εμφανίζουν κάποια τάση αντοχής, δείχνουν ότι στην αγορά εργασίας υπάρχει αξιοσημείωτος κλαδικός δυναμισμός και προσαρμογή της απασχόλησης ανάλογα

με τις ανάγκες των επιχειρήσεων, που είναι δυνατόν, εάν υπάρξει ανάκαμψη της ζητούμενης παραγωγής ή της (διεθνούς) ανταγωνιστικότητας των ελληνικών προϊόντων, να οδηγήσει και σε δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης.

Αρκετά υψηλότερο από το μέσο ποσοστό προσλήψεων (7,8%) είναι το ποσοστό προσλήψεων στα ξενοδοχεία & εστιατόρια (23%) και στον μάλλον στενά συνεργαζόμενο με αυτά κλάδο της διασκέδασης και ψυχαγωγίας (11,5%), στις κατασκευές (15,5%) και στα συνδεδεμένα με αυτές ορυχεία (8,8%). Σε αυτούς τους κλάδους δραστηριοποιούνται πολλές μικρές επιχειρήσεις χωρίς οργανωμένες εσωτερικές αγορές εργασίας και με αρκετή εποχικότητα, άρα και σχετικά υψηλή κινητικότητα. Αντίθετα, το ποσοστό των προσλήψεων είναι αρκετά χαμηλό στις τράπεζες και ασφάλειες (2,6%), στον ηλεκτρισμό (5%), καθώς και στους περισσότερους κλάδους της μεταποίησης. Παρόμοιο πρότυπο προσλήψεων κατά κλάδο εμφανίζεται και σε άλλες χώρες του ΟΟΣΑ (OECD 2009), γεγονός που μπορεί να αποδοθεί στα τεχνολογικά και λοιπά χαρακτηριστικά των κλάδων και των επιμέρους αγορών των προϊόντων.

Οι ετήσιες αποχωρήσεις εργαζομένων από την απασχόληση προς την ανεργία ή εκτός αγοράς εργασίας την εξεταζόμενη περίοδο, με βάση την ΕΕΔ και την παραπάνω ταυτότητα, εκτιμώνται συνολικά σε 487,5 χιλ. το έτος ή στο 11% της απασχόλησης και αντιπροσωπεύουν την εξεταζόμενη περίοδο της μείωσης της απασχόλησης σαφώς υψηλότερο επίπεδο και ποσοστό από τις προσλήψεις (βλ. Πίνακα 1, τελευταίες στήλες). Αυτή η διαπίστωση είναι συμβατή με το ότι η πρωτόγνωρη αύξηση της ανεργίας κατά 453,7 χιλ. την περίοδο μεταξύ του β' τριμήνου του 2008 και του β' τριμήνου του 2011 συνοδεύθηκε από αύξηση των νέων ανέργων, με την έννοια ότι δεν είχαν εργαστεί στο παρελθόν, μόνο κατά 69,2 χιλ., ενώ οι υπόλοιποι είναι άνεργοι που έχουν ήδη εργαστεί και άρα απολυθεί. Με άλλα λόγια, στην τρέχουσα οικονομική κρίση η μείωση της απασχόλησης εκδηλώθηκε

κυρίως με αυξημένες αποχωρήσεις από την απασχόληση, γεγονός που φαίνεται και στο ότι οι δύο στους τρεις επιπλέον ανέργους είναι ηλικίας 30 ετών και άνω.

Οι αποχωρήσεις παρουσιάζουν ωστόσο αρκετά παρόμοιο κλαδικό πρότυπο με αυτό των προσλήψεων. Παρατηρείται και στις αποχωρήσεις υψηλή συχνότητα στις κατασκευές (101,9 χιλ.), στα ξενοδοχεία και εστιατόρια (90,3 χιλ.) και στο εμπόριο (65,3 χιλ.), ενώ σχετικά υψηλά ποσοστά αποχωρήσεων, πέρα από τα ξενοδοχεία και εστιατόρια (29,3%) και τις κατασκευές (29,4%), εμφανίζουν και φθίνουσες βιομηχανίες (ένδυση 23,7%, εκτυπώσεις 29,4%). Γενικά, σε κλάδους με μείωση της απασχόλησης το ποσοστό των αποχωρήσεων υπερβαίνει αυτό των προσλήψεων.

Οι μικρές επιχειρήσεις, ή ακριβέστερα οι τοπικές μονάδες με μέγεθος μέχρι 19 εργαζομένους, εμφανίζουν αισθητά υψηλότερο ποσοστό προσλήψεων (8,1% επί της απασχόλησης, βλ. Πίνακα 2) έναντι των μεγάλων επιχειρήσεων με μέγεθος πάνω από 50 άτομα (6,1%). Εάν ληφθεί δε υπόψη ότι οι μικρές επιχειρήσεις κυριαρχούν σε όρους απασχόλησης στην ελληνική οικονομία, προκύπτει ότι 77% των προσλήψεων γίνονται σε μονάδες μέχρι 19 άτομα. Αυτή η αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους της επιχείρησης και προσλήψεων, που έχει τεκμηριωθεί και σε άλλες χώρες, πιθανόν να οφείλεται σε κάποιο βαθμό στο σχετικά υψηλότερο ποσοστό έναρξης λειτουργίας των μικρών επιχειρήσεων, που αναπόφευκτα συνεπάγεται αντίστοιχες προσλήψεις, ενώ οι μεγάλες μονάδες με μακρά και σταθερή επιβίωση δεν εμφανίζουν ροές εργαζομένων για αυτό τον λόγο. Εξάλλου, οι ροές εργαζομένων περιορίζονται καθώς η επιχείρηση λειτουργεί επί μακρότερο χρονικό διάστημα, επειδή έχει πλέον επιλέξει το άριστο μέγεθός της.

Κατ' αντιστοιχία, οι μικρές επιχειρήσεις εμφανίζουν και τις περισσότερες αποχωρήσεις. Το 74% των αποχωρήσεων εκτιμάται ότι προέρχεται από μικρές επιχειρήσεις ή ισodύναμα το 11,1% των απασχολούμενων σε

Πίνακας 2 Χαρακτηριστικά ροών εργαζομένων

	Προσλήψεις		Αποχωρήσεις	
	% της απασχόλησης	Διάρθρωση	% της απασχόλησης	Διάρθρωση
Φύλο				
Άνδρες	7,4	56,9	11,2	61,6
Γυναίκες	8,4	43,1	10,6	38,4
Σύνολο	7,9	100,0	11,0	100,0
Πλήθος (χιλιάδες)	346,5	346,5	487,5	487,6
Μέγεθος τοπικής μονάδας				
Μέχρι 19 άτομα	8,1	77,0	11,1	74,5
20 - 50 άτομα	7,1	6,6	12,4	8,2
50+ άτομα	6,1	8,3	7,7	7,4
Λοιπές μονάδες	7,8	8,1	13,5	9,9
Ηλικία				
Μέχρι 30 ετών	17,3	44,6	26,7	49,0
30 - 50 ετών	6,2	44,8	8,5	43,6
50+ ετών	3,3	10,6	3,4	7,3
Εκπαίδευση				
Τριτοβάθμια	6,2	29,4	6,6	22,2
Δευτεροβάθμια	8,8	49,5	12,7	50,5
Πρωτοβάθμια	8,4	21,1	15,5	27,7
Θέση στο επάγγελμα				
Μισθωτοί	10,2	84,1	14,2	83,2
Μη μισθωτοί	3,4	15,8	5,1	16,7

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Ερευνών Εργατικού Δυναμικού.

αυτές αποχωρεί κάθε έτος την περίοδο της τρέχουσας κρίσης. Διαφαίνεται έτσι ότι το καθαρό αποτέλεσμα των μικρών επιχειρήσεων στην απασχόληση κατά την περίοδο της τρέχουσας κρίσης δεν μπόρεσε να είναι θετικό. Υπεροχή των αποχωρήσεων έναντι των προσλήψεων παρατηρείται στις μεγάλες παραγωγικές μονάδες με 50 τουλάχιστον απασχολούμενους, αλλά είναι σε απόλυτο μέγεθος και ως ποσοστό σαφώς μικρότερη από ό,τι στις μικρές επιχειρήσεις. Αυτή η διαφορά πιθανόν να συνδέεται και με την παρατηρούμενη αύξηση των μισθωτών στις μεγάλες παραγωγικές μονάδες (πάνω από 50 άτομα) την πρόσφατη περίοδο και με την ταυτόχρονη μείωσή τους στις μικρές μονάδες (βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, 2011).

Πέρα από τον κλάδο και το μέγεθος των επιχειρήσεων, φαίνεται ότι και δημογραφικά χαρακτηριστικά των εργαζομένων, όπως φύλο, ηλικία και εκπαίδευση, επηρεάζουν τις ροές τους, οι οποίες ωστόσο τα διαθέσιμα στοιχεία δεν επιτρέπουν να εξεταστούν αξιόπιστα κατά κλάδο δραστηριότητας και ως προς αυτά τα χαρακτηριστικά. Εάν εξεταστούν τα χαρακτηριστικά των προσλαμβανομένων, φαίνεται ότι μικρότερο σχετικά ποσοστό προσλήψεων εμφανίζουν οι άνδρες 7,4%, αν και αντιπροσωπεύουν το 56,9% του αριθμού των προσλήψεων, έναντι 8,4% και 43,6% αντίστοιχα των γυναικών (βλ. Πίνακα 2). Παρατηρείται ωστόσο κλαδικός διαχωρισμός των προσλήψεων κατά φύλο: οι γυναίκες υπερέχουν στους κλάδους των υπηρεσιών και οι άνδρες στη

γεωργία και τη βιομηχανία. Από την άλλη πλευρά, στις αποχωρήσεις τόσο ως απόλυτο μέγεθος (300 χιλ. οι άνδρες, 187 χιλ. οι γυναίκες) όσο και ως ποσοστό (11,2% έναντι 10,6%) υπερέχουν οι άνδρες, διαπίστωση που υποδηλώνει ότι η τρέχουσα κρίση έχει πλήξει κάπως περισσότερο τους άνδρες από ό,τι τις γυναίκες. Το ότι η κρίση χτύπησε περισσότερο τις κατασκευές και τη μεταποίηση όπου συγκεντρώνονται σχετικά περισσότεροι άνδρες είναι συμβατό με αυτό το εύρημα.

Οι προσλήψεις συγκεντρώνονται πολύ περισσότερο στις νεότερες ηλικίες. Το 45% περίπου είναι κάτω των 30 ετών και περίπου άλλο τόσο είναι το ποσοστό στην ηλικιακή ομάδα 31-50 ετών. Λόγω του σχετικά μικρού αριθμού των απασχολούμενων μέχρι 30 ετών, το ποσοστό των προσλήψεων αυτής της ομάδας ανέρχεται στο 17,3%, μειώνεται δε στο 6,3% για τις ηλικίες 30-50 ετών και στο 3,3% για τους άνω των 50 ετών. Υπολογίσιμες προσλήψεις νέων εμφανίζουν όλοι οι κλάδοι, ενώ αξιοσημείωτες είναι οι προσλήψεις ηλικιακά ωριμότερων στις (εποχικές) κατασκευές και στα νοικοκυριά ως εργοδότες (οικιακοί βοηθοί). Αντίστοιχα, και οι αποχωρήσεις από την εργασία εμφανίζουν αρκετά υψηλότερα σχετικά ποσοστά στους νέους (26,7%) και στους ευρισκόμενους στις πιο παραγωγικές ηλικίες των 31-50 ετών (8,4%). Αυτή η αρνητική σχέση μεταξύ ηλικίας και κινητικότητας σε κάποιο βαθμό είναι αναμενόμενη, δεδομένου ότι ενσωματώνει την ένταξη των νέων στην αγορά εργασίας. Αντανακλά επίσης την τάση των νέων εργαζομένων να αλλάζουν εργασίες μέχρι να σταθεροποιηθούν επαγγελματικά, καθώς και την αποχώρησή τους μετά τη λήξη συμβάσεων εργασίας ορισμένου χρόνου, οι οποίες συναντώνται συχνότερα στους νέους.

Το επίπεδο εκπαίδευσης δεν φαίνεται ότι αυξάνει συνολικά το ποσοστό των προσλήψεων, εφόσον οι πτυχιούχοι τριτοβάθμιας εκπαίδευσης εμφανίζουν ποσοστό προσλήψεων (6,2%) μικρότερο από τους αποφοίτους δευτεροβάθμιας (8,8%) ή όσους κατέχουν το πολύ απολυτήριο πρωτοβάθμιας (8,4%). Αυτή η διαπίστωση συνδέεται με τη σχετικά

υψηλότερη συγκέντρωση των πτυχιούχων τριτοβάθμιας εκπαίδευσης σε κλάδους με μικρά ποσοστά προσλήψεων και μικρή κινητικότητα εργασίας, όπως δημόσια διοίκηση, εκπαίδευση, υγεία. Αξιοσημείωτο είναι ότι σχεδόν η μία στις δύο προσλήψεις εντοπίζεται σε αποφοίτους δευτεροβάθμιας εκπαίδευσης, οι οποίοι αποτελούν και την πολυπληθέστερη από τις εδώ εξεταζόμενες εκπαιδευτικές ομάδες απασχολούμενων. Αρκετά συμμετρική με αυτά είναι η σχέση αποχωρήσεων και επιπέδου εκπαίδευσης, καθώς οι απόφοιτοι δευτεροβάθμιας εκπαίδευσης εμφανίζουν επίσης τις σχετικά υψηλότερες αποχωρήσεις.

Οι προσλήψεις εμφανίζουν υψηλότερη συχνότητα στους μισθωτούς και ημερομισθίους (10,2%) παρά στους μη μισθωτούς (3,4%), που αντιπροσωπεύουν κυρίως αυτοαπασχολούμενους. Με διαφορετική θεώρηση, αν και οι μη μισθωτοί αποτελούν το 35,8% της απασχόλησης, στις προσλήψεις συμμετέχουν μόνο κατά 15,8%. Η προσαρμογή του μεγέθους της απασχόλησης γίνεται κυρίως με την είσοδο στον κλάδο μισθωτών και όχι αυτοαπασχολούμενων. Ακόμη και στη γεωργία με την εκτεταμένη αυτοαπασχόληση, οι εισροές μισθωτών φαίνεται ότι υπερβαίνουν αριθμητικά αυτές των μη μισθωτών. Και στις αποχωρήσεις οι μισθωτοί εμφανίζουν αρκετά υψηλότερα ποσοστά (14,2%) από τους μη μισθωτούς (5,1%).

Τα ετήσια ποσοστά αποχωρήσεων και προσλήψεων στην Ελλάδα, συγκρινόμενα με αντίστοιχα άλλων χωρών του ΟΟΣΑ για την περίοδο 2000-05, είναι σαφώς μικρότερα (OECD 2009, πίνακας 8). Σχετικά μικρότερες ετήσιες ροές εργαζομένων στην Ελλάδα καταγράφονται και για την περίοδο 2002-07 (European Commission 2009, Πίνακας 1). Αξίζει πάντως να σημειωθεί ότι σε σχετικά πρόσφατη μελέτη της η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (European Commission 2009, Διαγράμματα 2-4), χρησιμοποιώντας στοιχεία από τη βάση δεδομένων EU-SILC, εκτιμά ότι τα μηνιαία (και ετήσια) ποσοστά προσλήψεων και αποχωρήσεων στην Ελλάδα την περίοδο 2005-06 διαμορφώνονται κοντά στις διαμέσους των 24 εξεταζόμενων χωρών. Αν και η ερμηνεία των παρατηρούμε-

νων διαφορών στις ροές Ελλάδος και ΕΕ είναι πέρα από το στόχο αυτής της εργασίας, σε κάποιο βαθμό οι μικρότερες ροές εργαζομένων στην Ελλάδα εξηγούνται από το υψηλότερο ποσοστό αυτοαπασχολούμενων που εργάζεται στη χώρα, καθώς και από το σχετικά χαμηλότερο ποσοστό εργαζομένων με συμβάσεις εργασίας ορισμένου χρόνου. Επίσης, τα πολλά ασφαλιστικά ταμεία που λειτουργούν ακόμη στη χώρα, μαζί με την ανομοιομορφία που τα διακρίνει ως προς το ύψος και τις προϋποθέσεις συντάξεων και λοιπών παροχών που χορηγούν, προφανώς αποτρέπουν τη μετακίνηση εργαζόμενων σε άλλο κλάδο ή ακόμη και σε άλλο εργοδότη.

Παρά την ύπαρξη αυτών των διαρθρωτικών και θεσμικών περιοριστικών παραγόντων στις ροές των εργαζομένων, παρατηρούνται αξιόλογες ροές, όχι μόνο στους εποχικούς κλάδους, και κατά μέσο όρο σχεδόν οι 19 στους 100 απασχολούμενους αλλάζουν εργασία κάθε έτος. Αυτό δείχνει ότι οι αγορές εργασίας στην Ελλάδα δεν είναι τόσο άκαμπτες, αλλά ότι προσαρμόζονται στις εκάστοτε συνθήκες. Η δε χαλάρωση της νομοθεσίας προστασίας της απασχόλησης το 2010, η αυστηρότητα της οποίας έχει δείχθει εμπειρικά ότι αποθαρρύνει τις ροές των εργαζομένων, καθώς και άλλες θεσμικές αλλαγές στην αγορά εργασίας (π.χ. διευκόλυνση της σύναψης συμβάσεων εργασίας ορισμένου χρόνου, μείωση του ελάχιστου μισθού για τους νέους) αναμένεται να ενθαρρύνουν περισσότερο τις ροές εργαζομένων στην Ελλάδα και ειδικότερα τις προσλήψεις (βλ. και OECD 2010 για σχετική εμπειρική έρευνα). Επίσης, η νομοθετική διευκόλυνση της εισόδου ενδιαφερομένων σε συγκεκριμένα (κλειστά) επαγγέλματα και κυρίως η απελευθέρωση αγορών ελεγχόμενων ακόμη από το κράτος (λ.χ. ηλεκτρικής ενέργειας, φωταερίου, τρένων) αναμένεται να δράσουν παρομοίως προς αυτή την κατεύθυνση. Η ελληνική εμπειρία έχει καταδείξει ότι την απελευθέρωση αγορών προϊόντων, όπως τηλεπικοινωνιών, τραπεζών, ραδιοφώνου και τηλεόρασης, ακολούθησε αύξηση της απασχόλησης και ανάπτυξη των αντίστοιχων αγορών εργασίας.

4 ΠΡΟΣΛΗΨΕΙΣ, ΑΠΟΧΩΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ

Το ενδιαφέρον ερώτημα που ανακύπτει είναι αν οι παραπάνω εκτιμώμενες προσλήψεις στους διάφορους κλάδους γίνονται για να υποστηρίξουν αύξηση της παραγωγής, και άρα οδηγούν σε αύξηση της απασχόλησης, ή γίνονται για να αντικαταστήσουν αποχωρούντες εργαζομένους. Εάν ισχύει η πρώτη περίπτωση, αναμένεται στους κλάδους με πολλές προσλήψεις να υπάρχουν μικρότερες αποχωρήσεις και άρα αρνητική συσχέτιση μεταξύ προσλήψεων και αποχωρήσεων. Στη δεύτερη περίπτωση οι προσλήψεις αναμένεται να συνδέονται θετικά με τις αποχωρήσεις και απλώς αμφοτέρως εκφράζουν την έκταση της ανακατανομής των εργαζομένων στους διάφορους κλάδους παραγωγής και όχι αναγκαστικά αλλαγές στο μέγεθος των εξεταζόμενων κλάδων. Όπως και σε άλλες χώρες, οι μέσες ετήσιες προσλήψεις και αποχωρήσεις κατά κλάδο συνδέονται θετικά μεταξύ τους και αυτή η συσχέτιση εμφανίζεται υπολογίσιμη (συντελεστής συσχέτισης=0,46) και στατιστικά σημαντική (p value=0,012). Έτσι φαίνεται ότι κλάδοι οικονομικής δραστηριότητας που πραγματοποιούν σχετικά πολλές προσλήψεις εμφανίζουν και πολλές αποχωρήσεις εργαζομένων, γεγονός που μάλλον οφείλεται στα ειδικά παραγωγικά χαρακτηριστικά τους, λ.χ. εποχική λειτουργία, καθώς και στις επιχειρηματικές ευκαιρίες των επιχειρήσεων, οι οποίες συνεπάγονται θετική σχέση προσλήψεων και απολύσεων σε κλαδικό επίπεδο (βλ. OECD 2009, σελ. 131). Το γεγονός ωστόσο ότι η συσχέτιση προσλήψεων και αποχωρήσεων κατά κλάδο δεν είναι εξαιρετικά υψηλή αφήνει περιθώρια ερμηνείας ότι οι επιμέρους κλάδοι αναδιαρθρώνονται προσαρμόζοντας την απασχόλησή τους στις μεταβαλλόμενες συνθήκες.

Κατά την εξεταζόμενη περίοδο, με τις πολλές απώλειες θέσεων εργασίας, προκύπτει ότι υπάρχει ισχυρή αρνητική συσχέτιση μεταξύ μέσου ετήσιου ποσοστού αποχωρήσεων κατά κλάδο και ετήσιου ρυθμού μεταβολής της αντίστοιχης απασχόλησης (συντελεστής συσχέτισης=-0,80, p value=0,000). Δηλαδή οι ροές

εργαζομένων από την απασχόληση στην ανεργία και εκτός αγοράς εργασίας, όπως προβλέπει και η οικονομική θεωρία (Pissarides 2000), είναι αντικυκλικές και αυξάνονται με τη μείωση της απασχόλησης. Από την άλλη πλευρά, δεν φαίνεται να υπάρχει την ίδια περίοδο κάποια σχέση μεταξύ μεταβολών της κλαδικής απασχόλησης και αντίστοιχων προσλήψεων (συντελεστής συσχέτισης=0,09, p value=0,647). Τα δύο τελευταία ευρήματα υποδηλώνουν ότι η πρόσφατη δραματική μείωση της απασχόλησης συνδέεται στενά με αυξημένες αποχωρήσεις (απολύσεις συν παραιτήσεις) απασχολούμενων, αλλά όχι και με μειωμένες προσλήψεις. Με άλλα λόγια, οι αποχωρήσεις διευρύνθηκαν δραστικά τα τρία έτη της βαθιάς κρίσης, αλλά ταυτόχρονα οι προσλήψεις δεν φαίνεται να μειώθηκαν σημαντικά.

5 ΣΥΝΟΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η απώλεια 433,5 χιλιάδων θέσεων εργασίας από την έναρξη της τρέχουσας οικονομικής κρίσης (το γ' τρίμηνο του 2008) μέχρι την άνοιξη του 2011, ή η μείωση της αρχικής απασχόλησης κατά 10,4%, διαφέρει ουσιαδώς μεταξύ των κλάδων οικονομικής δραστηριότητας. Τις μεγαλύτερες απώλειες εμφανίζουν οι κατασκευές (136,6 χιλ.) και η μεταποίηση συνολικά (125,6 χιλιάδες). Υπάρχουν ωστόσο κλάδοι της μεταποίησης με σχετικά μικρές απώλειες θέσεων εργασίας, όπως τα τρόφιμα και ποτά (-4%) και οι φαρμακευτικές βιομηχανίες (-14,5%). Η γεωργία επίσης δεν εμφάνισε σημαντικές απώλειες απασχόλησης (-0,8%). Τέλος, στα ξενοδοχεία και εστιατόρια η μείωση της απασχόλησης είναι κοντά στο μέσο όρο.

Την ίδια περίοδο καταγράφονται περίπου 350 χιλ. προσλήψεις ετησίως, που ισοδυναμούν με το 8% της απασχόλησης, καθώς και 487 χιλ. αποχωρήσεις, οπότε σχεδόν οι 19 στους 100 απασχολούμενους κάθε έτος αλλάζουν εργασία. Αξιόλογες προσλήψεις, πέρα από τους κλάδους που υπόκεινται σε σημαντική εποχικότητα (ξενοδοχεία και εστιατόρια, κατασκευές, εμπόριο), εμφανίζουν η γεωργία, τα

τρόφιμα και ποτά, αλλά και η εκπαίδευση.

Παρότι η χειροτέρευση των δεικτών στην αγορά εργασίας συνεχίζεται με απρόβλεπτες προοπτικές, η παραπάνω εξέταση μας επιτρέπει τα παρακάτω πρώτα συμπεράσματα.

Φαίνεται ότι υπάρχει κάποιος κλαδικός δυναμισμός στην αγορά εργασίας και προσαρμογή της απασχόλησης στις ανάγκες των επιχειρήσεων.

Σχετικά υψηλότερες ροές στην αγορά εργασίας εμφανίζουν οι νέοι, οι μισθωτοί, οι απόφοιτοι δευτεροβάθμιας εκπαίδευσης, καθώς και οι μικρές παραγωγικές μονάδες.

Η πρόσφατη δραστική μείωση της απασχόλησης εκδηλώθηκε με σαφή υπεροχή των αποχωρήσεων έναντι των προσλήψεων. Οι κλαδικές μεταβολές (απώλειες) της απασχόλησης συνδέονται σημαντικά με αντίστοιχες μεταβολές (αυξήσεις) στις αποχωρήσεις και όχι με μεταβολές (μειώσεις) στις προσλήψεις.

Αν και τα ποσοστά προσλήψεων και αποχωρήσεων εμφανίζονται μικρότερα από τα αντίστοιχα στις χώρες της ΕΕ, οι πρόσφατες θεσμικές αλλαγές (χαλάρωση νομοθεσίας προστασίας της απασχόλησης, καθώς και η ευχερέστερη σύναψη συμβάσεων εργασίας ορισμένου χρόνου) αναμένεται να ενισχύσουν περαιτέρω την κινητικότητα των εργαζομένων.

Οι παραπάνω κλάδοι, που επέδειξαν μεγαλύτερη ανθεκτικότητα απασχόλησης στην οικονομική κρίση, είναι εκτεθειμένοι στο διεθνή ανταγωνισμό, παράγουν διεθνώς εμπορεύσιμα προϊόντα ή υπηρεσίες και εμφανίζουν αξιόλογη κινητικότητα στην απασχόληση, θα μπορούσαν να θεωρηθούν ως δυνητικά οχήματα εξόδου από την τρέχουσα κρίση. Προς τούτο απαιτείται η ενίσχυσή τους με την υλοποίηση ώριμων, στους εν λόγω κλάδους, επενδυτικών σχεδίων, καθώς και κλαδικών ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης (επιδότηση νέων προσλήψεων, αντίστοιχα προγράμματα κατάρτισης). Επίσης, πρέπει να δοθεί προτεραιότητα σε αντίστοιχα κλαδικά ερευνητικά προγράμ-

ματα και να διευκολυνθεί περισσότερο η είσοδος όσων επιθυμούν να δραστηριοποιηθούν σε αυτούς τους κλάδους. Τέλος, πρέπει να αναπτυχθούν δίκτυα εμπορίας και διάθεσης των

προϊόντων (αγροτικών και βιομηχανικών) και μέσω συμφωνιών μεταξύ αγροτών, μεταποιητικών επιχειρήσεων και αλυσίδων λιανικής πώλησης στο εσωτερικό και το εξωτερικό.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Bassanini, A. and P. Marianna (2009), “Looking inside the perpetual-motion machine: Job and worker flows in OECD countries”, *OECD Social, Employment and Migration Working Papers*, No. 95, OECD Publishing.
- Contini, B. and C. Villosio (2007), “Worker mobility, displacement, redeployment and wage dynamics in Italy”, *IZA Discussion Paper*, No. 2622.
- Davis S. J. and J. Haltiwanger (1992), “Gross job creation, gross job destruction and labor reallocation”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107, 819-863.
- European Commission (2009), “Labour flows, transitions and unemployment duration”, *Employment in Europe 2009*.
- Foster, L., J. Haltiwanger and C.J. Krisan (2006), “Market selection, reallocation, and restructuring in the US retail trade sector in the 1990s”, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 88, 748-758.
- Kanellopoulos, C. (2011), “Size and cyclicity of worker flows in Greece”, *Essays in Economics*, KEPE, 50 years anniversary publication, http://www.kepe.gr/GR_Pages/epet_tomos50.htm.
- Mortensen, D. and C. Pissarides (1994), “Job creation and job destruction in the theory of unemployment”, *Review of Economic Studies*, 61(3).
- OECD (2009), “Looking inside the perpetual motion machine: how industry, firm and worker characteristics shape job and worker flows”, *Employment Outlook*, OECD, Paris.
- OECD (2010), “Institutional and policy determinants of labour market flows”, *Employment Outlook*, OECD, Paris.
- Pissarides, C. (2000), *Equilibrium Unemployment Theory*, 2nd Edition, MIT Press.
- Τράπεζα της Ελλάδος (2011), *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση*, Νοέμβριος.

ΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΕΠΑΡΚΕΙΑΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ*

Φαίδων Καλφάογλου

Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών

Ι ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σε όλη τη διάρκεια της τρέχουσας κρίσης χρέους ανακύπτει συνεχώς ο προβληματισμός αν οι τράπεζες είναι εύρωστες, αν οι τράπεζες είναι επαρκώς κεφαλαιοποιημένες για να αντέξουν τις αρνητικές συνέπειες της κρίσης, αν θα πρέπει να παρέμβει το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας¹ για να συνεισφέρει κρατικά κεφάλαια, αν το κεφάλαιο των τραπεζών απαξιώνεται με τα ευρήματα της BlackRock² ή αν οι τράπεζες μπορούν να αντεπεξέλθουν στο PSI³. Κοινός παρονομαστής όλων των παραπάνω ερωτημάτων είναι η κεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Τι σημαίνει όμως “επαρκώς κεφαλαιοποιημένη τράπεζα”; Η διαισθητική απάντηση λέει ότι η τράπεζα πρέπει να έχει “αρκετά” ίδια κεφάλαια, χωρίς το “αρκετά” να μπορεί να προσδιοριστεί ποσοτικά. Η τεχνική απάντηση όμως είναι πολύ πιο περίπλοκη και η διεθνής κοινότητα έχει καταβάλει σημαντικές προσπάθειες για εξειδίκευση των όρων και για την εισαγωγή κανονιστικών ρυθμίσεων, που είναι γνωστές ως το κανονιστικό πλαίσιο της Βασιλείας, με στόχο οι τράπεζες να διακρατούν “επαρκή” κεφάλαια. Η παρούσα μελέτη θα αναλύσει, όσο το δυνατόν πληρέστερα και με μη τεχνικό τρόπο, τις έννοιες και τις απαντήσεις στα παραπάνω ερωτήματα.

Οι τράπεζες διαδραματίζουν πολύ σημαντικό διαμεσολαβητικό ρόλο στην οικονομία, όπου κυρίαρχο ρόλο έχει η “εμπιστοσύνη”. Η διακοπή της αποτελεσματικής παροχής των τραπεζικών υπηρεσιών οδηγεί σε αρνητικές εξωτερικές οικονομίες (negative externalities),⁴ αφού το κόστος που φέρουν οι μέτοχοι από την πτώχευση μιας τράπεζας είναι μικρότερο από το συνολικό κόστος που υφίσταται η κοινωνία. Επίσης, οι τράπεζες είναι πολύ ευάλωτες σε διαταραχές ρευστότητας, καθώς και στην πιθανότητα μετάδοσης μιας διαταραχής λόγω της αλληλοσύνδεσής τους. Για την αντιμετώπιση των παραπάνω προβλημά-

των έχει σχεδιαστεί ένα χρηματοοικονομικό πλέγμα ασφαλείας (financial safety net), όπου προβλέπεται ενδεχόμενη χρησιμοποίηση δημόσιων κεφαλαίων, και αποτελεί τη δικαιολογητική βάση για την επιβολή ρυθμιστικών κανόνων ώστε να αποφευχθούν οι αρνητικές συνέπειες στην οικονομική δραστηριότητα. Οι ρυθμιστικοί κανόνες που αποσκοπούν στην ευρωστία των τραπεζών καλούνται κανόνες μικροπροληπτικής εποπτείας, ενώ όσοι αποσκοπούν στους κινδύνους του εξωτερικού περιβάλλοντος δραστηριοποίησης καλούνται κανόνες μακροπροληπτικής εποπτείας. Το σημαντικότερο εργαλείο μικροπροληπτικής εποπτείας είναι οι απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας ώστε να αποτρέπεται η υπερβολική ανάληψη κινδύνων και να προστατεύονται οι καταθέτες. Με άλλα λόγια, οι εποπτικές αρχές καθορίζουν τα ελάχιστα επίπεδα μόχλευσης (leverage) και αναμένουν οι τράπεζες να λειτουργούν με επιπλέον απόθεμα κεφαλαίων (cap-

* Οι απόψεις που παρουσιάζονται στο παρόν άρθρο είναι προσωπικές και δεν απηχούν απαραίτητα τις απόψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

1 Το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας ιδρύθηκε με το νόμο 3864/2010 με σκοπό τη διατήρηση της σταθερότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος μέσω της ενίσχυσης της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων.

2 Η συμβουλευτική εταιρία BlackRock έχει εξετάσει τα χαρτοφυλάκια δανείων των ελληνικών τραπεζών και έχει αναλύσει την επάρκεια των προβλέψεών τους.

3 PSI είναι το ακρωνύμιο των λέξεων Private Sector Involvement και αναφέρεται στην εθελοντική πρωτοβουλία κατόχων ελληνικών κρατικών ομολόγων για ανταλλαγή τους με νέα ομόλογα μικρότερης αξίας.

4 Υπάρχουν τουλάχιστον πέντε αιτίες για την εμφάνιση αρνητικών εξωτερικών οικονομικών (βλ. Brunnermeier et al., 2009): (1) η μετάδοση δυσμενών πληροφοριών, καθώς πρόβλημα στην τράπεζα Α μπορεί να εκληφθεί σαν πρόβλημα του τραπεζικού συστήματος και να επηρεάσει την εύρωστη τράπεζα Β, (2) η αποκοπή από μελλοντική χρηματοδότηση πελατών τράπεζας που είναι σε διαδικασία πτώχευσης, (3) η αλληλοσύνδεση των τραπεζών μέσω της διατραπεζικής αγοράς και της αγοράς παραγώγων προϊόντων, (4) η περιδίνηση ρευστότητας (liquidity spiral), όπου η επίλυση προβλημάτων ρευστότητας με την υπό πίεση πώληση περιουσιακών στοιχείων προκαλεί πτώση των τιμών και θέτει σε κίνηση μια πολλαπλασιαστική διαδικασία που ενδεχομένως δημιουργεί γενικότερα προβλήματα φερεγγυότητας, (5) η απομόχλευση με περιορισμό της πιστωτικής επέκτασης, που οδηγεί σε αποδυνάμωση της οικονομίας και συνολική αύξηση της πιθανότητας πτώχευσης. Οι αρνητικές εξωτερικές οικονομίες μπορούν να εσωτερικοποιηθούν από τις τράπεζες με (1) υποχρέωση τήρησης επιπλέον κεφαλαίων, (2) επιβολή επιπλέον κόστους στις συναλλαγές και (3) εφαρμογή πολιτικών ασφάλισης. Στην παρούσα μελέτη θα εξετάσουμε μόνο την πρώτη λύση.

ital buffer) ανάλογα με τους κινδύνους που αντιμετωπίζουν. Οι τράπεζες θεωρούνται ως επιχειρήσεις υψηλής μόχλευσης και συνεπώς μπορούν να πραγματοποιήσουν κέρδη ή ζημιές πολλαπλάσιες αυτών που θα μπορούσαν από την άμεση επένδυση των ιδίων κεφαλαίων τους.

Ο προσδιορισμός των ελάχιστων κεφαλαίων, καθώς και του επιπλέον αποθέματος, αποτελεί το κεντρικό θέμα της μελέτης. Στην Ενότητα 2 θα εξετάσουμε την έννοια της μόχλευσης και στην Ενότητα 3 τον αναλυτικό τρόπο υπολογισμού των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων και της κεφαλαιακής επάρκειας, θα αναλύσουμε δηλαδή το πλαίσιο της Βασιλείας. Στην Ενότητα 4 θα εξετάσουμε την έννοια των οικονομικών κεφαλαίων και τη σύνδεσή τους με τον Πυλώνα II, ενώ στις Ενότητες 5, 6 και 7 θα αναλύσουμε τον τρόπο υπολογισμού κεφαλαιακών απαιτήσεων για τον πιστωτικό κίνδυνο, τον κίνδυνο αγοράς και το λειτουργικό κίνδυνο αντίστοιχα. Τέλος, στην Ενότητα 8 θα επικεντρωθούμε στη Βασιλεία III και στις σημαντικότερες νέες ρυθμίσεις για τα κεφάλαια των τραπεζών. Προς διευκόλυνση του αναγνώστη, ορισμένα πιο τεχνικά θέματα αναπτύχθηκαν σε πλαίσια ή παραρτήματα για να μην εμποδίζουν τη ροή της ανάλυσης.

2 ΜΟΧΛΕΥΣΗ

Στη χρηματοοικονομική θεωρία η έννοια της μόχλευσης έχει πολλές ερμηνείες και διαστάσεις. Η χρηματοοικονομική μόχλευση είναι η πιο αναγνωρίσιμη, καθώς εμφανίζεται όταν το ενεργητικό μιας τράπεζας υπερβαίνει τα ίδια κεφάλαιά της.⁵ Η τράπεζα αυξάνει τη μόχλευση δανειζόμενη κεφάλαια, η επένδυση των οποίων μπορεί να βελτιώσει την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, ROE. Με αυτό το πρίσμα η μόχλευση μετράται με τον απλό δείκτη Ξένα/Ίδια Κεφάλαια, ο οποίος απεικονίζει τη διάρθρωση των κεφαλαίων. Η έννοια της μόχλευσης είναι στενά συνυφασμένη με τον οικονομικό κύκλο. Σε περιόδους ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας οι τράπεζες επι-

διώκουν να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους αυξάνοντας το δανεισμό και συνεπώς τη μόχλευση, ενώ σε περιόδους ύφεσης οι ίδιες οι τράπεζες μειώνουν την έκθεσή τους σε ξένα κεφάλαια. Και στις δύο περιπτώσεις οι επιδράσεις του οικονομικού κύκλου επιτείνονται.

Η θεωρία των Miller-Modigliani (MM) είναι η κρατούσα θεωρία χρηματοοικονομικής μόχλευσης και εξετάζει τη διάρθρωση κεφαλαίων μιας εταιρίας και το μέσο κόστος κεφαλαίων της. Σύμφωνα με την πρώτη πρόταση αυτής της θεωρίας (MM1), όταν η εταιρία δραστηριοποιείται σε ένα περιβάλλον χωρίς στρεβλώσεις, η χρηματοδότηση με ίδια ή ξένα κεφάλαια δεν επηρεάζει την αξία της, συνεπώς η αξία μιας εταιρίας είναι ανεξάρτητη από τη διάρθρωση των κεφαλαίων της (irrelevance theorem). Όμως το περιβάλλον δραστηριοποίησης έχει στρεβλώσεις και η μεγαλύτερη στρέβλωση προέρχεται από το ίδιο το σύστημα, που χρησιμοποιεί το εισόδημα από διάφορες μορφές κεφαλαίου με διαφορετικό τρόπο. Αποδέχεται τους τόκους των ξένων κεφαλαίων ως φορολογητέο έξοδο, ενώ τα μερίσματα διανέμονται μετά τον υπολογισμό της φορολογίας, με συνέπεια να δημιουργείται κίνητρο άντλησης ξένων κεφαλαίων προς εκμετάλλευση του φορολογικού οφέλους (tax shield). Η δεύτερη πρόταση (MM2) καταλήγει στο συμπέρασμα ότι μια εταιρία με ξένα κεφάλαια (μοχλευμένη) έχει αξία μεγαλύτερη από μια μη μοχλευμένη εταιρία κατά την παρούσα αξία των φορολογικών ωφελειών. Αυτό δίνει κίνητρο για χρηματοδότηση αποκλειστικά με ξένα κεφάλαια, κίνητρο το οποίο περιορίζεται από το κόστος αθέτησης. Από ένα σημείο μόχλευσης και πέρα, το κόστος από την πιθανότητα μη

5 Οι άλλες μορφές μόχλευσης μπορούν να προέλθουν: (α) από χρηματοδότηση εκτός ισολογισμού (off-balance sheet leverage), όπου η τράπεζα δημιουργεί χρηματοδοτικά σχήματα π.χ. SPV ή SIV, στα οποία παρέχει πιστωτικές διευκολύνσεις ή/και διευκολύνσεις ρευστότητας με δυνατότητα αναγωγής, γεγονός που ενδεχομένως υποχρύνει πολλαπλάσια ζημία, (β) από επένδυση σε παράγωγα προϊόντα, όπου το κεφάλαιο που καταβάλλεται είναι πολύ μικρότερο από τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Επίσης, υπάρχει και ο όρος λειτουργική μόχλευση (operating leverage) που αναφέρεται στη σχέση σταθερών και μεταβλητών δαπανών στη διάρθρωση κόστους της επιχείρησης και αποτελεί μέρος του λειτουργικού κινδύνου.

αποπληρωμής των υποχρεώσεων είναι μεγαλύτερο από τα φορολογικά οφέλη. Το σημείο αυτό είναι η άριστη διάρθρωση κεφαλαίων, όπου μεγιστοποιείται η αξία της επιχείρησης και ελαχιστοποιείται το κόστος άντλησης κεφαλαίων.

Το άμεσο ερώτημα που τίθεται είναι αν οι προτάσεις MM ισχύουν για τις τράπεζες. Αν ισχύουν, τότε οι προτάσεις για περισσότερα κεφάλαια στις τράπεζες (π.χ. Βασιλεία III) δεν αναμένεται να έχουν ουσιαστικό αποτέλεσμα. Το θεώρημα αδιαφορίας των MM υπονοεί ότι η χρησιμοποίηση περισσότερων ιδίων κεφαλαίων μειώνει τον κίνδυνο τόσο των ιδίων κεφαλαίων όσο και των ξένων κεφαλαίων και συνεπώς μειώνει τις απαιτούμενες αποδόσεις με τέτοιο τρόπο ώστε το μέσο κόστος είναι σταθερό. Οι επενδυτές δεν έχουν λόγο να μεταβάλουν το μέσο κόστος απλώς επειδή η αλλαγή της κεφαλαιακής διάρθρωσης μετέφερε τον κίνδυνο σε διαφορετικό τύπο επενδυτή.

Υπάρχουν όμως ισχυρές ενδείξεις ότι οι προτάσεις MM δεν μπορούν να εφαρμοστούν πλήρως σε τράπεζες, διότι υπάρχουν στρεβλώσεις που παρέχουν κίνητρα στις τράπεζες να διακρατούν λιγότερα ίδια κεφάλαια. Ως σημαντικότερη στρέβλωση θεωρείται η λειτουργία του χρηματοοικονομικού πλέγματος ασφαλείας που έχουν αναπτύξει οι εποπτικές αρχές γύρω από τις τράπεζες και το οποίο, παρά την προστασία που παρέχει σε φερέγγυες τράπεζες και στους καταθέτες, δημιουργεί πρόβλημα κινήτρων. Παραδείγματος χάριν, το σύστημα εγγύησης των καταθέσεων απαλείφει από τους καταθέτες τα κίνητρα παρακολούθησης και επιβολής πειθαρχίας στις τράπεζες, με αποτέλεσμα οι τελευταίες να εφαρμόζουν ελαστικές πολιτικές διαχείρισης κινδύνων. Συνεπώς, μπορούμε να ισχυριστούμε ότι οι προτάσεις MM δεν βρίσκουν πλήρη εφαρμογή στον τραπεζικό τομέα, χωρίς όμως να απορρίπτουμε τις πρωταρχικές ιδέες των προτάσεων. Οι τράπεζες έχουν κίνητρα να διακρατούν ίδια κεφάλαια μικρότερου ύψους, οπότε η εποπτική παρέμβαση είναι αναγκαία.

3 ΕΠΑΡΚΕΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ - Η ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΑΣ

3.1 ΣΥΝΤΟΜΟ ΙΣΤΟΡΙΚΟ

Οι μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών των χρηματοοικονομικών μέσων που εμφανίστηκαν τη δεκαετία του '80 είχαν σημαντικές επιπτώσεις στην αγοραία αξία των κεφαλαίων των τραπεζών και κατέστη αναγκαίο να υπάρξει ένα διεθνώς αποδεκτό πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας με στόχο την ενδυνάμωση της κεφαλαιακής βάσης και τη διενέργεια διεθνών συγκρίσεων και τελικά τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Το έργο ανέλαβε η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία (Basel Committee on Banking Supervision – BCBS), η οποία αποτελεί μια οργάνωση χωρίς νομική προσωπικότητα και λειτουργεί υπό την αιγίδα της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (Bank of International Settlements). Δεν είναι διεθνής διακυβερνητικός οργανισμός ή εποπτική αρχή, καθώς δεν έχει εξουσία άσκησης εποπτείας στις τράπεζες των κρατών-μελών της. Οι προτάσεις της δεν έχουν νομική ισχύ, αλλά αποσκοπούν στη διαμόρφωση γενικών εποπτικών προτύπων, κατευθυντήριων αρχών και βέλτιστων πρακτικών.

Το 1988 η Επιτροπή εξέδωσε το Σύμφωνο για την Κεφαλαιακή Επάρκεια των τραπεζών ή εν συντομία “Βασιλεία I” (“Basel Capital Accord”, Ιούλιος 1988), το οποίο έθεσε το ελάχιστο επίπεδο ιδίων κεφαλαίων που πρέπει να έχει κάθε τράπεζα σε σχέση με τον αναλαμβανόμενο πιστωτικό κίνδυνο. Έκτοτε ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας άρχισε να χρησιμοποιείται ως βασικό εργαλείο προληπτικής εποπτείας με στόχο τη δημιουργία ενός αποθέματος κεφαλαίων που θα μπορούσε να απορροφήσει ζημιές. Το νέο πλαίσιο εισήγαγε τη στάθμιση κινδύνου (risk weighting) για τα εντός και εκτός ισολογισμού στοιχεία ως βάση υπολογισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων. Καθιέρωσε κανόνες υπολογισμού του σταθμισμένου ενεργητικού, θέτοντας ταυτόχρονα ένα ελάχιστο όριο απαιτούμενων εποπτικών κεφαλαίων ίσο με το 8% του σταθμισμένου

ενεργητικού.⁶ Στη συνέχεια το αρχικό Σύμφωνο της Βασιλείας συμπληρώθηκε το 1996 με την ενσωμάτωση του κινδύνου αγοράς. Με την τροποποίηση αυτή επιβλήθηκαν στις τράπεζες κεφαλαιακές απαιτήσεις για την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου και του κινδύνου αγοράς.

Η εισαγωγή της Βασιλείας I επηρέασε άμεσα τη συμπεριφορά των τραπεζών. Διεθνείς μελέτες αποδεικνύουν ότι η κεφαλαιακή βάση των τραπεζών αυξήθηκε σημαντικά, γεγονός που συνεισέφερε στην ευρωστία του συστήματος. Παρ' όλα αυτά πολλές τράπεζες εκμεταλλεύθηκαν κενά του πλαισίου, με αποτέλεσμα να μην υπάρχει σε όλες τις περιπτώσεις αντιστοιχία των κεφαλαίων με την επικινδυνότητα των τοποθετήσεων ή να μην υπάρχουν καθόλου κεφάλαια για ορισμένες δραστηριότητες, π.χ. τιτλοποιήσεις. Οι ατέλειες αυτές οδήγησαν στην εμφάνιση καινοτομιών (π.χ. πιστωτικά παράγωγα) με κίνητρο την εκμετάλλευση του λεγόμενου εποπτικού αρμπιτράζ (regulatory arbitrage). Η αναθεώρηση των κανόνων κατέστη αναγκαία. Οι εποπτικές αρχές ανά τον κόσμο εστίασαν την προσοχή τους στην αναλυτική επεξεργασία των κεφαλαιακών απαιτήσεων ώστε να απεικονίζουν καλύτερα τους κινδύνους. Έτσι, τον Ιούνιο του 1999, η Επιτροπή της Βασιλείας εξέδωσε ένα συμβουλευτικό κείμενο με τίτλο: “Ένα νέο πλαίσιο για την κεφαλαιακή επάρκεια” (“A New Capital Adequacy Framework” ή Βασιλεία II), το οποίο μετά από μια μακρά σειρά διαβουλεύσεων οριστικοποιήθηκε το 2004 και ως χρονολογία έναρξης υλοποίησής του τέθηκε το 2008.

Σε αντίθεση με τη Βασιλεία I, που είχε βασικό στόχο τη δημιουργία συνθηκών ίσου ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών με την επιβολή ομοιόμορφων κανόνων (“one size fits all”), η Βασιλεία II δίνει σημαντικές ευχέρειες στις τράπεζες για να αναπτύξουν συστήματα διαχείρισης των κινδύνων και τα απαιτούμενα κεφάλαια να υπολογίζονται με βάση τα αποτελέσματα των συστημάτων αυτών. Η προσέγγιση άλλαξε εκ νέου, ως αποτέλεσμα της χρηματοπιστωτικής αναταραχής του 2007-08.

Όταν το 2007 ξέσπασε η παγκόσμια χρηματοπιστωτική αναταραχή, το νέο τότε πλαίσιο της Βασιλείας II δεν είχε εφαρμοστεί παρά σε ελάχιστες χώρες και είναι αποπροσανατολιστικό το ερώτημα γιατί το πλαίσιο της Βασιλείας II δεν άμβλυνε τις επιπτώσεις της κρίσης. Παρ' όλα αυτά διαφάνηκαν οι τροποποιήσεις που ήταν αναγκαίες. Στη Βασιλεία II οι εποπτικές αρχές προσπάθησαν να αναπτύξουν το πλαίσιο κάθετα, δηλαδή προτείνοντας αναλυτικούς κανόνες για συγκεκριμένους κινδύνους, και όχι οριζόντια, δηλαδή καλύπτοντας όσο το δυνατόν περισσότερους κινδύνους. Έτσι, αγνόησαν σημαντικές εξελίξεις στην τραπεζική αγορά και ειδικότερα την αύξηση, σε μέγεθος, μόχλευση και διαμεσολάβηση, του σκιώδους τραπεζικού συστήματος (shadow banking), δηλαδή του μη υπαγόμενου σε ρυθμιστικό πλαίσιο “τραπεζικού συστήματος”, το οποίο, αν και δεν ευθύνεται για την εκδήλωση της κρίσης, σίγουρα πολλαπλασίασε τις επιπτώσεις. Επίσης, αγνόησαν τις επιπτώσεις από τη συσσώρευση κινδύνων στο σύστημα, τις διασυνδέσεις μεταξύ των τραπεζών, τις επιπτώσεις μιας χρηματοπιστωτικής διαταραχής, καθώς και τα υπερκυκλικά χαρακτηριστικά του πλαισίου. Εκτός των παραπάνω, εντοπίστηκαν αδυναμίες στην κάλυψη των κινδύνων, με πιο χαρακτηριστική περίπτωση τον κίνδυνο ρευστότητας. Η θεώρηση ότι η άπλετη ρευστότητα δεν δημιουργεί προβλήματα αποδείχθηκε λανθασμένη, καθώς οδήγησε σε χαλάρωση των πιστοδοτικών κριτηρίων. Επιπλέον, οι καινοτομίες στην αγορά πρόσθεσαν νέες συνιστώσες στον κίνδυνο ρευστότητας, οι οποίες δεν έγιναν πλήρως κατανοητές ως προς τις επιπτώσεις τους.

Οι προσπάθειες βελτίωσης εστιάστηκαν σε τρεις κατευθύνσεις: τη βελτίωση του υπάρχοντος πλαισίου, την εισαγωγή μακροπροληπτικής διάστασης και την καθιέρωση της προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων και προγραμματισμού κεφαλαίων ως συμπληρωματικών εργαλείων προληπτικής εποπτείας.

⁶ Το όριο 8% προέρχεται από εμπειρική παρατήρηση επαρκώς κεφαλαιοποιημένων τραπεζών. Εισήχθη για πρώτη φορά με το πλαίσιο της Βασιλείας I και έκτοτε αποτελεί σημείο αναφοράς για την κεφαλαιοποίηση των τραπεζών.

Ως προς την πρώτη κατεύθυνση, ενισχύθηκε ο τρόπος υπολογισμού των κεφαλαίων για τον κίνδυνο αγοράς, κυρίως ως προς την πιστωτική του διάσταση, άλλαξε ο τρόπος προσέγγισης των τιτλοποιήσεων, άλλαξε σημαντικά ο τρόπος προσέγγισης του κινδύνου ρευστότητας, αυξήθηκαν τα ελάχιστα απαιτούμενα κεφάλαια με την καθιέρωση υποχρεωτικών αποθεμάτων κεφαλαίων, εισήχθησαν κανόνες που ενισχύουν την ποιότητα των κεφαλαίων ως προς την ικανότητα απορρόφησης ζημιών και τέλος οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας συμπληρώθηκαν με ένα απλό δείκτη μόχλευσης.

Ως προς τη δεύτερη κατεύθυνση, αυτή βασίστηκε στην ιδέα ότι πιθανά προβλήματα στις συστημικά σημαντικές τράπεζες έχουν ευρύτερες επιπτώσεις και οι ίδιες οι τράπεζες δεν έχουν κίνητρο να λάβουν υπόψη τις αρνητικές αυτές εξωτερικές οικονομίες. Έτσι, προβλέφθηκε η καθιέρωση ειδικών μηχανισμών παρακολούθησης του συστημικού κινδύνου και της συγκέντρωσης των κινδύνων στο σύστημα (το ESRB για την ευρωζώνη και η νομοθετική πρωτοβουλία Dodd-Frank στις ΗΠΑ), καθώς και η ενίσχυση της εποπτείας και πιο υψηλές κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις συστημικά σημαντικές τράπεζες.

Ως προς την τρίτη κατεύθυνση, η προσομοίωση ακραίων καταστάσεων και ο προγραμματισμός κεφαλαίων προσθέτουν μια δυναμική διάσταση στην τραπεζική εποπτεία, καθώς εξετάζουν την κεφαλαιακή επάρκεια υπό συνθήκες δυσμενών μακροοικονομικών εξελίξεων. Επίσης, ο προγραμματισμός κεφαλαιακών αναγκών επιτρέπει τον καθορισμό των κεφαλαίων που πρέπει να διακρατηθούν πάνω από τα ελάχιστα απαιτούμενα επίπεδα. Τα επιπλέον αποθέματα κεφαλαίων δίνουν τη δυναμική διάσταση και οι εποπτικοί δείκτες παύουν να αποτελούν στατικές εκτιμήσεις που απεικονίζουν ιστορικές σχέσεις (lagging indicators).

Με βάση τα παραπάνω, η Επιτροπή της Βασιλείας εξέδωσε, από τον Ιούλιο του 2009 και μετά, σειρά συμπληρωματικών συστάσεων, κανόνων κ.λπ., το σύνολο των οποίων είναι γνωστό ως “Βασιλεία III”. Αποτελούν την

εποπτική απάντηση στη χρηματοοικονομική κρίση και προβλέπεται ότι θα ολοκληρωθεί η υλοποίησή τους μέχρι το 2019. Στο ενδιαμέσο διάστημα υπάρχει ενδεχόμενο να τροποποιηθούν ορισμένες ρυθμίσεις ως αποτέλεσμα των διδαγμάτων της τρέχουσας κρίσης χρέους των χωρών της ευρωζώνης.

3.2 ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΒΑΣΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Γενικά μπορούμε να διακρίνουμε τρεις διαφορετικές έννοιες κεφαλαίων:

- **Λογιστικά κεφάλαια:** τα κεφάλαια που απεικονίζονται στον ισολογισμό και καταρτίζονται με βάση διεθνώς αποδεκτούς λογιστικούς κανόνες.
- **Εποπτικά κεφάλαια:** τα κεφάλαια που ορίζονται ως ίδια με βάση τους εποπτικούς κανόνες.
- **Κεφάλαια σε κίνδυνο ή οικονομικά κεφάλαια:** τα κεφάλαια που απαιτούνται για να απορροφήσουν μη αναμενόμενες ζημιές ανάλογα με τους κινδύνους που αντιμετωπίζει μια τράπεζα.

Οι πολλαπλές έννοιες κεφαλαίων που υφίστανται στον τραπεζικό τομέα οφείλονται στην ετερογένεια των παραγόντων που ενδιαφέρονται για τα οικονομικά στοιχεία μιας τράπεζας (stakeholders). Μπορούμε να διακρίνουμε πέντε ομάδες παραγόντων: τους ομολογιούχους, τους καταθέτες, τους μετόχους, τις εταιρίες διαβάθμισης και τις εποπτικές αρχές. Κάθε ομάδα επικεντρώνεται σε διαφορετικά σημεία ανάλυσης, καθώς έχει ιδιαίτερα κίνητρα, προτιμήσεις και επιδιώξεις που διαφοροποιούν τη συμπεριφορά της σε σχέση με τις υπόλοιπες ομάδες, καθώς και τη δυνατότητα επηρεασμού των αποφάσεων της τράπεζας.

Οι ομολογιούχοι και οι εταιρίες διαβάθμισης, που θεωρητικά αντιπροσωπεύουν πιθανούς ομολογιούχους, ενδιαφέρονται κυρίως για την πιθανότητα πτώχευσης της τράπεζας, οπότε αξιολογούν κάθε νέα πληροφορία με αυτό το πρίσμα. Οι καταθέτες, στο βαθμό που οι καταθέσεις τους προστατεύονται από σύστημα

εγγύησης καταθέσεων, έχουν μικρά κίνητρα διαφοροποίησης της συμπεριφοράς τους και συνήθως οι ενέργειές τους μεθοδεύονται με βάση το κίνητρο ρευστότητας. Οι μέτοχοι από την άλλη πλευρά εστιάζουν την προσοχή τους στη δημιουργία πλούτου και δευτερευόντως στην πιθανότητα πτώχευσης. Τους ενδιαφέρει η ανάληψη μεγαλύτερου κινδύνου, αρκεί να ανταμείβονται γι' αυτό. Η συμπεριφορά τους μεθοδεύεται από τη δυνατότητα πραγματοποίησης κερδών, δηλαδή τη μεγιστοποίηση των ταμειακών ροών της τράπεζας σε συνθήκες μη πτώχευσης. Τέλος, οι ενέργειες των εποπτικών αρχών μεθοδεύονται με βάση τη μεγιστοποίηση της κοινωνικής ευημερίας. Οι αρχές αυτές έχουν τη δυνατότητα συγκέντρωσης πληροφοριών από επιτόπιους ελέγχους και από εποπτικά στοιχεία που υποχρεούνται να υποβάλλουν οι τράπεζες, καθώς και τη δυνατότητα επιβολής πειθαρχικών κυρώσεων. Ο σημαντικότερος παράγοντας κινδύνου ο οποίος επηρεάζει τις αποφάσεις τους είναι η πιθανότητα πτώχευσης που δημιουργεί συστημικό πρόβλημα. Η προληπτική παρέμβαση έχει στόχο να μειώσει την πιθανότητα πτώχευσης, ενώ η κατασταλτική παρέμβαση να αποτρέψει τη μετάδοση κρίσης σε εύρωστες τράπεζες. Συνεπώς, οι επιδιώξεις των εποπτικών αρχών είναι πιο κοντά στους ομολογιούχους και στους καταθέτες παρά στους μετόχους.

3.3 ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Τα λογιστικά κεφάλαια αποτελούν σημαντικό παράγοντα στη διαχείριση μιας τράπεζας, διότι σηματοδοτούν την ευρωστία της, καθώς και το βαθμό προστασίας των καταθετών της. Τα λογιστικά κεφάλαια καταρτίζονται με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ), όπου προβλέπεται ότι περιλαμβάνουν τρία βασικά στοιχεία, το μετοχικό κεφάλαιο, τα διάφορα αποθεματικά και τα κέρδη εις νέον. Το μετοχικό κεφάλαιο αποτελείται από το καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο και τη διαφορά από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο. Τα αποθεματικά σχηματίζονται με βάση τα κέρδη της τράπεζας με στόχο να αντιμετωπιστούν απομειώσεις διάφορων στοιχείων του ενεργητικού,

κυρίως των χορηγήσεων και των επενδύσεων σε αξιόγραφα. Ο λογιστικός χειρισμός των αποθεματικών εξαρτάται από τον τρόπο κατηγοριοποίησης των στοιχείων του ισολογισμού, τα οποία πρέπει να ενταχθούν σε μια από τις επόμενες κατηγορίες:

- α) Διακρατούμενα μέχρι τη λήξη (held to maturity – HTM)
- β) Δάνεια και απαιτήσεις (loans and receivables – L&R)
- γ) Αποτιμώμενα σε εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων (fair value through profit and loss – FVTPL)
- δ) Διαθέσιμα προς πώληση (available for sale – AFS).

Κάθε κατηγορία απεικονίζει το διαφορετικό σκοπό διακράτησης κάθε στοιχείου και οδηγεί σε διαφορετική αποτίμηση.

Τα στοιχεία που η τράπεζα σκοπεύει να διακρατήσει μέχρι τη λήξη τους ταξινομούνται στο χαρτοφυλάκιο HTM, ενώ τα δάνεια, οι καταθέσεις κ.λπ. στο χαρτοφυλάκιο L&R. Και τα δύο χαρτοφυλάκια αποτιμώνται στο αναπόσβεστο κόστος, δηλαδή στο κόστος κτήσης μείον τις σωρευμένες αποσβέσεις μείον τυχόν απομειώσεις αξίας. Οι απομειώσεις αξίας (προβλέψεις) αφορούν κυρίως το χαρτοφυλάκιο χορηγήσεων.⁷

⁷ Σύμφωνα με τα ΔΠΧΠ, οι τράπεζες οφείλουν να καταγράφουν σε ειδικό λογαριασμό προβλέψεων την αξία των χορηγήσεων που αναμένεται ότι δεν θα εισπραχθούν με βάση τον έλεγχο απομείωσης (impairment test), ο οποίος βασίζεται σε ζημιές που έχουν ήδη πραγματοποιηθεί (incurred losses). Ο λογαριασμός αυτός σε ετήσια βάση μειώνει τα κέρδη και εν δυνάμει τα κεφάλαια, αφού αν δεν υπάρχουν επαρκή κέρδη για να απορροφήσουν τις προβλέψεις θα επηρεαστούν αρνητικά τα αποθεματικά (κέρδη εις νέον) και συνεπώς τα κεφάλαια. Οι σωρευτικές προβλέψεις μειώνουν την αξία του ενεργητικού της τράπεζας, καθώς απεικονίζονται ως αφαιρετικός λογαριασμός των χορηγήσεων. Όταν η τράπεζα προβεί σε διαγραφή των χορηγήσεων, δεν θα επηρεαστούν ούτε τα κέρδη ούτε τα κεφάλαια, αφού θα χρησιμοποιηθεί το απόθεμα των προβλέψεων που έχει δημιουργηθεί, εκτός αν το απόθεμα δεν είναι επαρκές. Σε πολλές περιπτώσεις η προσέγγιση αυτή διαφέρει από τις εκτιμήσεις των εποπτικών αρχών για τις αναγκαίες προβλέψεις. Οι εποπτικές αρχές είτε εφαρμόζουν ειδικό σύστημα υπολογισμού των αναγκαίων προβλέψεων (π.χ. ΠΔ/ΤΕ 2442/1998, όπως ισχύει) είτε βασίζονται στις εκτιμήσεις των τραπεζών για τις παραμέτρους πιστωτικού κινδύνου (βλ. Παράρτημα 1). Στη δεύτερη περίπτωση οι προβλέψεις απεικονίζουν την αναμενόμενη ζημία (expected loss) (βλ. Ενότητα 4.1). Είναι προφανές ότι υπάρχει διάσταση στον τρόπο υπολογισμού των προβλέψεων μεταξύ των λογιστικών αρχών και των εποπτικών αρχών. Η διάσταση αυτή αποτελεί αντικείμενο συνεχών συζητήσεων μεταξύ των δύο πλευρών, χωρίς προς το παρόν να έχει επέλθει προσέγγιση απόψεων.

Η κατηγορία “Αποτιμώμενα σε εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων” (FVTPL) έχει δύο υποκατηγορίες, τα στοιχεία με σκοπό την πώληση σε βραχυχρόνια περίοδο εκμεταλλευόμενη διακυμάνσεις των τιμών (held for trading - HFT) και τα στοιχεία που η τράπεζα έχει επιλέξει, κατά την αρχική αναγνώριση, να αποτιμηθούν στην εύλογη αξία.⁸ Και στις δύο περιπτώσεις η προσαρμογή από την αποτίμηση βαρύνει τα αποτελέσματα της τράπεζας.

Τέλος, το χαρτοφυλάκιο “Διαθέσιμα προς πώληση” (AFS) περιλαμβάνει στοιχεία που έχουν προκαθοριστεί ως διαθέσιμα προς πώληση και αποτιμώνται στην εύλογη αξία, αλλά η προσαρμογή από την αποτίμηση καταχωρείται απευθείας στα ίδια κεφάλαια, δηλαδή μεταβάλλονται τα αποθεματικά διαθέσιμων προς πώληση αξιογράφων. Αυτό συνεχίζεται μέχρι την πώληση των στοιχείων, οπότε το συσσωρευμένο κέρδος ή ζημία που έχει αναγνωριστεί στα ίδια κεφάλαια μεταφέρεται σε λογαριασμό αποτελεσμάτων.⁹

3.4 ΕΠΑΡΚΕΙΑ ΕΠΟΠΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Για να κατανοήσουμε την εποπτική διάσταση των κεφαλαίων, θα πρέπει να διακρίνουμε μεταξύ διαθέσιμων κεφαλαίων (available capital) και απαιτούμενων κεφαλαίων (required capital). Τα διαθέσιμα κεφάλαια είναι τα κεφάλαια που διαθέτει μια τράπεζα με βάση τους εποπτικούς κανόνες, ενώ τα απαιτούμενα κεφάλαια είναι τα κεφάλαια τα οποία θα πρέπει να έχει μια τράπεζα με βάση τους κινδύνους που έχει αναλάβει και το επιχειρηματικό της σχέδιο. Αν τα διαθέσιμα κεφάλαια είναι μεγαλύτερα από τα απαιτούμενα, η τράπεζα θεωρείται επαρκώς κεφαλαιοποιημένη. Η διαφορά των διαθέσιμων κεφαλαίων και των απαιτούμενων κεφαλαίων προσδιορίζει και τη μορφή που πρέπει να λάβει η διαχείριση κεφαλαίων σε μια τράπεζα. Ας εξετάσουμε κάθε μορφή κεφαλαίων χωριστά.

Α) ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Για να συμπεριληφθεί ένα χρηματοοικονομικό μέσο στα διαθέσιμα εποπτικά κεφάλαια,

πρέπει να ικανοποιεί τα παρακάτω χαρακτηριστικά :

- **Μονιμότητα και διαθεσιμότητα** (permanence), δηλαδή τα κεφάλαια που παρέχονται από το χρηματοοικονομικό μέσο να είναι μόνιμα και διαθέσιμα όταν χρειάζονται. Αυτό είναι κατ’ αρχήν συνυφασμένο με τη ληκτότητα, καθώς, όσο πιο μακροχρόνιο είναι ένα μέσο, τόσο περισσότερο χρόνο μια τράπεζα μπορεί να βασίζεται στα αντίστοιχα κεφάλαια. Παράλληλα, δεν πρέπει να υπάρχει καμία (συμβατική ή μη) υποχρέωση του εκδότη για πρόωγη αποπληρωμή (π.χ. ρήτρα ανακλησιμότητας), αλλά ακόμη και αν υπάρχει, αυτή δεν πρέπει να παρέχει ισχυρό κίνητρο αποπληρωμής. Με βάση τα παραπάνω το μετοχικό κεφάλαιο, που εκτείνεται στο διηνεκές, είναι καλύτερης ποιότητας από ένα χρονικά ορισμένο ομόλογο μειωμένης εξασφάλισης.¹⁰

- **Ευελιξία πληρωμών (flexibility)**, δηλαδή ο εκδότης του χρηματοοικονομικού μέσου να έχει τη δυνατότητα ακύρωσης πληρωμών (τοκοχρεολυσίων ή μερισμάτων) με βάση τις

⁸ Ως εύλογη αξία ορίζεται η αξία στην οποία πραγματοποιούνται συναλλαγές από δύο πληροφορημένα μέρη σε μια δίκαιη και σύμφωνη με τις συνθήκες της αγοράς συναλλαγή (in an arm’s length transaction). Η αξία αυτή μπορεί να είναι η τιμή της αγοράς (market value) ή η τιμή από υπόδειγμα αποτίμησης (model value). Για να χρησιμοποιηθεί η δεύτερη μέθοδος, πρέπει να αποδειχθεί ότι η τιμή της αγοράς δεν είναι αντιπροσωπευτική.

⁹ Η παραπάνω διάκριση των χαρτοφυλακίων μπορεί να μας βοηθήσει στην κατανόηση της ζημιάς που υπέστησαν οι τράπεζες που κατείχαν τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου από απομείωση της αξίας τους. Η μεγάλη πλειοψηφία των τίτλων είχαν χαρακτηριστεί ως διαθέσιμα προς πώληση και είχαν ενταχθεί στο χαρτοφυλάκιο AFS και έπρεπε να αποτιμηθούν στην εύλογη αξία. Με την έναρξη της κρίσης χρέους και τη σημαντική υποχώρηση των τιμών, οι τίτλοι μεταφέρθηκαν από το χαρτοφυλάκιο AFS στο χαρτοφυλάκιο HTM, γεγονός που επιτρέπει υπό περιορισμούς. Έτσι δεν απαιτείται προσαρμογή στην εύλογη αξία και προστατεύεται η αξία των κεφαλαίων της τράπεζας. Όμως με το πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων (PSI) υποχρεώθηκαν να καταγράψουν ζημία, ίση με τη διαφορά της αξίας των υφιστάμενων ομολόγων και της αξίας των νέων ομολόγων. Η ζημία αυτή αφαιρείται από τα λογιστικά κεφάλαια και επηρεάζει ανάλογα τα εποπτικά κεφάλαια (για το λογιστικό χειρισμό βλ. ESMA, Public Statement, “Sovereign Debt in IFRS Statements”, 25 Νοεμβρίου 2011, ESMA/211/397).

¹⁰ Η έννοια της μειωμένης εξασφάλισης (subordination) αναφέρεται στην προτεραιότητα ικανοποίησης των πιστωτών σε περίπτωση πτώχευσης μιας τράπεζας. Μειωμένη εξασφάλιση σημαίνει ελάσσονα προτεραιότητα έναντι άλλων πιστωτών. Αν η τράπεζα έχει εκδώσει ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης, που κανονικά θα έπρεπε να ονομάζονται ομόλογα ελάσσονος προτεραιότητας, σε περίπτωση πτώχευσης της οι κάτοχοι των ομολόγων ικανοποιούνται τελευταίοι μεταξύ των πιστωτών και μόλις πριν από τους μετόχους με κοινές μετοχές. Με άλλα λόγια, οι κάτοχοι των ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης με τα κεφάλαιά τους “υποστηρίζουν” τους υπόλοιπους πιστωτές.

τρέχουσες χρηματοοικονομικές συνθήκες. Η δυνατότητα αυτή είναι συνήθως δεδομένη στα μερίσματα μετοχών ή προνομιούχων μετοχών, καθώς είναι στη διακριτική ευχέρεια της τράπεζας η απόφαση για διανομή μερίσματος, αλλά η ευελιξία μετριάζεται αν οι προνομιούχες μετοχές είναι με δικαίωμα σωρευτικού μερίσματος. Αντίθετα, για ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης η δυνατότητα ακύρωσης πληρωμής τοκομεριδίων είναι πολύ πιο περιορισμένη.

- **Δυνατότητα απορρόφησης ζημιών (loss absorption)**, δηλαδή δυνατότητα κάλυψης ζημιών ώστε η τράπεζα να συνεχίσει τη λειτουργία της (going concern) ή να προστατευθούν οι καταθέτες σε περίπτωση που εισέλθει σε διαδικασίες πτώχευσης (gone concern). Με βάση το κριτήριο της απορρόφησης ζημιών, το μετοχικό κεφάλαιο είναι πρώτο στην κατάταξη ως προς την ποιότητα, αφού μπορεί να απορροφήσει άμεσα ζημιές χωρίς κανένα περιορισμό. Αντίθετα, τα ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης είναι πιο χαμηλά στην κατάταξη, αφού δεν έχουν μεγάλη δυνατότητα απορρόφησης ζημιών σε συνθήκες λειτουργίας, ενώ η δυνατότητα βελτιώνεται σε συνθήκες πτώχευσης, αφού οι κάτοχοι ικανοποιούνται μόλις πριν από τους κοινούς μετόχους.

Με βάση το βαθμό ικανοποίησης των τριών παραπάνω χαρακτηριστικών, τα εποπτικά κεφάλαια χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες ποιότητας, τα Βασικά Ίδια Κεφάλαια (Tier 1), τα Συμπληρωματικά Ίδια Κεφάλαια (Tier 2) και τα Κεφάλαια για τον Κίνδυνο Αγοράς (Tier 3). Κάθε κατηγορία χωρίζεται επιπλέον σε κύρια (upper) και πρόσθετα (lower) κεφάλαια. Ο Πίνακας 1 παρέχει μια συνοπτική ανάλυση για κάθε κατηγορία.

α) Βασικά Κεφάλαια

Τα κύρια Βασικά Ίδια Κεφάλαια είναι ισόδυνα με τα κεφάλαια με βάση τα ΔΠΧΠ και περιλαμβάνουν το μετοχικό κεφάλαιο, διάφορα αποθεματικά και τα δικαιώματα μειοψηφίας.¹¹ Όλες οι παραπάνω μορφές κεφαλαίων είναι αναγνωρίσιμες στο τραπεζικό σύστημα, απεικονίζονται καθαρά στους δημο-

σιοποιημένους ισολογισμούς, έχουν σημαντική επίδραση στην αποδοτικότητα και καλύπτουν καλύτερα τα τρία χαρακτηριστικά των εποπτικών κεφαλαίων. Συνεπώς, τα Βασικά Ίδια Κεφάλαια θεωρούνται τα καλύτερα από πλευράς ποιότητας.

Η άντληση Βασικών Ιδίων Κεφαλαίων σε πολλές περιπτώσεις είναι δυσχερής ή ακριβή, και οι εποπτικές αρχές προχώρησαν στη διεύρυνση του ορισμού των Βασικών Ιδίων Κεφαλαίων συμπεριλαμβάνοντας υβριδικούς τίτλους, που ονομάστηκαν “Πρόσθετα Βασικά Ίδια Κεφάλαια”. Υβριδικοί τίτλοι είναι οι τίτλοι που έχουν ορισμένα κοινά χαρακτηριστικά με τις μετοχές (π.χ. εκτείνονται στο διηνεκές) και ορισμένα κοινά χαρακτηριστικά με τα ομόλογα (π.χ. πληρωμή σταθερού τοκομεριδίου). Κατ’ ουσίαν ο κάτοχος ενός υβριδικού τίτλου ανταλλάσσει τις απαιτήσεις επί του κεφαλαίου με σταθερές πληρωμές από τα κέρδη της τράπεζας. Υπάρχουν τρεις μορφές υβριδικών τίτλων, οι καινοτόμοι τίτλοι, οι μη καινοτόμοι τίτλοι και οι προνομιούχες μετοχές.¹² Οι υβριδικοί τίτλοι συχνά εκδίδονται μέσω εταιρίας ειδικού σκοπού και χρησιμο-

¹¹ Τα δικαιώματα μειοψηφίας προκύπτουν από τη λογιστική ενσωμάτωση θυγατρικών στις οποίες υπάρχουν μειοψηφικοί μέτοχοι. Το κεφάλαιο των μετόχων αυτών αποτελεί απαίτηση από την τράπεζα και συνεπώς πρέπει να συμπεριληφθεί στα κεφάλαια του ενοποιημένου ομίλου. Αποτελεί μέρος των βασικών κεφαλαίων διότι μπορεί να απορροφήσει άμεσα ζημία. Το πρόβλημα είναι ότι μπορεί να απορροφήσει μόνο ζημία της συγκεκριμένης θυγατρικής και συνεπώς μπορούμε να θεωρήσουμε ότι δεν ικανοποιεί απόλυτα το κριτήριο της απορροφητικότητας ζημιών.

¹² Οι καινοτόμοι τίτλοι εμπεριέχουν κίνητρο αποπληρωμής του κεφαλαίου. Αν στη σύμβαση υπάρχει ρήτρα προσαύξησης του επιτοκίου (step-up), μετά από ένα χρονικό διάστημα, ο εκδότης έχει ένα δικαίωμα προαίρεσης (call option), το οποίο αν δεν εξασκήσει θα πληρώσει υψηλότερο επιτόκιο. Ο εκδότης συνεπώς έχει κίνητρο να αποπληρώσει το κεφάλαιο και συνεπώς δεν καλύπτεται επαρκώς το κριτήριο της μονιμότητας. Αν όμως το κίνητρο αυτό παρέχεται μετά από ένα μεγάλο σχετικά διάστημα (συνήθως 10 χρόνια) οι τίτλοι μπορούν να θεωρηθούν Πρόσθετα Βασικά Κεφάλαια. Οι μη καινοτόμοι υβριδικοί τίτλοι είναι παρόμοιοι με τους μη καινοτόμους εκτός από την ύπαρξη κινήτρου αποπληρωμής. Σε συνθήκες λειτουργίας (going concern) δεν έχουν ικανότητα απορρόφησης ζημιών παρά μόνο από τη μη αποπληρωμή των τοκομεριδίων και συνεπώς οι ζημιές δεν μπορούν να καλυφθούν από το κεφάλαιο. Σε συνθήκες πτώχευσης (gone concern) το κεφάλαιο μπορεί να καλύψει ζημιές, καθώς οι κάτοχοι θα ικανοποιηθούν πριν από τους κύριους μετόχους, αλλά μετά από όλους τους πιστωτές. Οι προνομιούχες μετοχές δεν έχουν συγκεκριμένη λιγνότητα, έχουν σταθερό τοκομερίδιο και αν η τράπεζα έχει τη διακριτική ευχέρεια να μην πληρώνει σωρευτικό τοκομερίδιο μπορούν να συμπεριληφθούν στα κύρια Βασικά Κεφάλαια. Προνομιούχες μετοχές αγόρασε το Ελληνικό Δημόσιο σύμφωνα με τον Ν. 3723/2008 αναφορικά με το πρόγραμμα ενίσχυσης της ρευστότητας της ελληνικής οικονομίας, χωρίς δικαίωμα σωρευτικού μερίσματος (για να μπορεί να συμπεριληφθεί στα Βασικά Κεφάλαια) και με τοκομερίδιο 10%.

Πίνακας Ι Ανάλυση Ιδίων Κεφαλαίων¹

			Αφαιρετικά στοιχεία από τα κύρια Βασικά Κεφάλαια	Αφαιρετικά στοιχεία από τα Βασικά και Συμπληρωματικά Κεφάλαια	Αφαιρετικά στοιχεία από το σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων
ΒΑΣΙΚΑ (Tier 1)	Κύρια	- Μετοχικό κεφάλαιο Αποθεματικά - Δικαιώματα μειοψηφίας	- Άυλα πάγια - Αποθεματικά αναπροσαρμογής - Ίδιες μετοχές	- 50% αρνητικής διαφοράς μεταξύ λογιστικών προβλέψεων και αναμενόμενης ζημίας - 50% της συμμετοχής της Τράπεζας Α στην Τράπεζα Β, αν υπερβαίνει το 10% της Τράπεζας Β	Η συμμετοχή μας τράπεζας σε ασφαλιστική εταιρεία, αν η συμμετοχή υπερβαίνει το 20% του κεφαλαίου της ασφαλιστικής
	Πρόσθετα	- Καινοτόμοι τίτλοι - Μη καινοτόμοι τίτλοι			
ΣΥΜΠΛΗΡΩΜΑ- ΤΙΚΑ (Tier 2)	Κύρια	- Μετοχές με δικαίωμα σωρευτικού μερίσματος αόριστης διάρκειας - Ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης αόριστης διάρκειας - Θετική διαφορά μεταξύ λογιστικών προβλέψεων και αναμενόμενης ζημίας		- 50% αρνητικής διαφοράς μεταξύ λογιστικών προβλέψεων και αναμενόμενης ζημίας - 50% της συμμετοχής της Τράπεζας Α στην Τράπεζα Β, αν υπερβαίνει το 10% της Τράπεζας Β	
	Πρόσθετα	- Μετοχές με δικαίωμα σωρευτικού μερίσματος ορισμένης διάρκειας - Ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης ορισμένης διάρκειας			
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΑΛΥΨΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΑΓΟΡΑΣ (Tier 3)		- Ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης βραχυπρόθεσμης διάρκειας			

1 Η ανάλυση δεν είναι εξαντλητική και αναφέρονται μόνο ορισμένα παραδείγματα για να γίνουν κατανοητές οι έννοιες. Αναλυτική καταγραφή παρέχεται στην ΠΔ/ΤΕ 2610/29.10.2010.

ποιούνται ως μέσο αύξησης των κεφαλαίων, αλλά το πλαίσιο θέτει ορισμένους ποσοτικούς περιορισμούς, παραδείγματος χάριν ότι δεν πρέπει να υπερβαίνουν το 15% των Βασικών Κεφαλαίων. Κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης 2007-08 πολλοί υβριδικοί τίτλοι υποβαθμίστηκαν από τους οίκους διαβάθμισης και έχασαν σημαντικά την ικανότητά τους να απορροφούν ζημίες.

β) Συμπληρωματικά Κεφάλαια

Τα Συμπληρωματικά Ίδια Κεφάλαια περιλαμβάνουν προνομιούχες μετοχές με δικαίωμα σωρευτικού μερίσματος, ομόλογα μειω-

μένης εξασφάλισης και τη θετική διαφορά λογιστικών προβλέψεων και αναμενόμενης ζημίας. Για το τελευταίο σημειώνεται ότι, αν το ύψος των προβλέψεων είναι μεγαλύτερο από την αναμενόμενη ζημία, τότε η διαφορά πρέπει να θεωρηθεί διαθέσιμο κεφάλαιο και κατατάσσεται στα Συμπληρωματικά Κεφάλαια, με περιορισμό να μην υπερβαίνει το 0,6% του σταθμισμένου ενεργητικού. Βεβαίως αυτή η δυνατότητα παρέχεται μόνο στις τράπεζες που εφαρμόζουν την προσέγγιση εσωτερικών διαβαθμίσεων (IRB) του πλαισίου της Βασιλείας II (βλ. Παράρτημα 1), καθώς αυτές θεωρείται ότι έχουν αξιόπιστο τρόπο υπολογισμού της αναμενόμενης ζημίας.

γ) Αφαιρετικά στοιχεία

Για να καταλήξουμε στο σύνολο των διαθέσιμων κεφαλαίων, αφαιρούνται ορισμένα στοιχεία που δεν ικανοποιούν τα κριτήρια που τέθηκαν. Από τα Βασικά Ίδια Κεφάλαια αφαιρούνται, ενδεικτικά, τα άυλα πάγια, δεδομένου ότι δεν μπορούν να μετατραπούν σε ενσώματα για να απορροφήσουν ζημίες, καθώς και οι ίδιες μετοχές, επειδή με την αγορά τους η τράπεζα μετέφερε την ικανότητα απορρόφησης ζημιών από τον αρχικό αγοραστή των μετοχών στην ίδια. Επίσης, στα αποθεματικά αναπροσαρμογής στην εύλογη αξία δεν περιλαμβάνονται θετικές ή αρνητικές διαφορές αξίας μη επιτοκιακών προϊόντων (π.χ. μετοχών). Η λογική είναι ότι για τα μη επιτοκιακά προϊόντα, που εκτείνονται στο διηνεκές, η ζημία από αποτίμηση πρέπει να αναληφθεί, άρα και να αφαιρεθεί, από τα Βασικά Κεφάλαια. Το ίδιο ισχύει και για το κέρδος από αποτίμηση, αυτό όμως περιλαμβάνεται, κατά 45%, στα Συμπληρωματικά Κεφάλαια. Όσον αφορά τα επιτοκιακά προϊόντα (π.χ. ομόλογα), αυτά έχουν συγκεκριμένη λήξη και οποιαδήποτε ζημία από αποτίμηση δεν είναι καλή προσέγγιση της ενδεχόμενης ζημίας, συνεπώς παραμένει στα αποθεματικά.¹³ Μόνο σε περίπτωση πτώχευσης του εκδότη η ζημία πρέπει να αναληφθεί και να αφαιρεθεί.

Περαιτέρω, στα συνολικά ίδια κεφάλαια γίνονται ορισμένες αναγκαίες προσαρμογές, ώστε να αφαιρεθούν τα στοιχεία που δεν έχουν καλή ικανότητα απορρόφησης ζημιών. Πάλι η ανάλυση δεν είναι εξαντλητική και θα αναφερθούμε σε ορισμένες χαρακτηριστικές περιπτώσεις:

– Αφαιρείται η αρνητική διαφορά μεταξύ λογιστικών προβλέψεων και αναμενόμενης ζημίας κατά 50% από τα Βασικά Ίδια Κεφάλαια και κατά 50% από τα Συμπληρωματικά Ίδια Κεφάλαια.

– Αφαιρείται η συμμετοχή (μετοχές ή υβριδικούς τίτλους) μιας τράπεζας Α σε μια τράπεζα Β, αν η συμμετοχή υπερβαίνει το 10% του

κεφαλαίου της Β, κατά 50% από τα Βασικά Ίδια Κεφάλαια και κατά 50% από τα Συμπληρωματικά Ίδια Κεφάλαια. Η λογική είναι η αποφυγή της διπλής μόχλευσης (double gearing), αφού, αν δεν ίσχυε η αφαίρεση, οι τράπεζες Α και Β θα μπορούσαν να βοηθήσουν η μια την άλλη να αυξήσουν την κεφαλαιακή τους βάση, χωρίς πραγματική εισροή κεφαλαίων.

– Αφαιρείται από το σύνολο των κεφαλαίων μιας τράπεζας η συμμετοχή της σε ασφαλιστική εταιρεία, αν η συμμετοχή υπερβαίνει το 20% του κεφαλαίου της ασφαλιστικής.

δ) Περιορισμοί

Η διάκριση σε κατηγορίες ποιότητας έχει σημασία για τους περιορισμούς που τίθενται υπό μορφή ορίων.¹⁴ Παραδείγματος χάριν, τα Βασικά Ίδια Κεφάλαια πρέπει να είναι τουλάχιστον το 50% των συνολικών Βασικών Κεφαλαίων. Με τον περιορισμό αυτό μπορεί να εμφανιστεί το φαινόμενο της κατακρήμνισης (cliff-effect), όπου, σε περίπτωση που τα Πρόσθετα Βασικά Κεφάλαια υπερβαίνουν το 50%, το επιπλέον ταξινομείται (ή κατακρήμνίζεται) στα Συμπληρωματικά Ίδια Κεφάλαια. Επίσης ένας σημαντικός περιορισμός είναι ότι το σύνολο των Συμπληρωματικών Κεφαλαίων δεν μπορεί να υπερβαίνει τα σύνολο των Βασικών Ιδίων Κεφαλαίων.

Το καθαρό άθροισμα όλων των παραπάνω μορφών κεφαλαίων οδηγεί στα διαθέσιμα κεφάλαια. Όμως το ερώτημα είναι αν τα κεφάλαια αυτά είναι επαρκή και αυτό θα κριθεί από τη σύγκρισή τους με τα απαιτούμενα κεφάλαια.

¹³ Θα παρατηρήσουμε διαφορετική μεταχείριση των αποθεματικών αναπροσαρμογής από τα ΔΠΧΠ. Στα εποπτικά κεφάλαια δεν αναγνωρίζονται, δηλαδή επιβάλλονται φίλτρα (η διαδικασία καλείται επιβολή εποπτικών φίλτρων – regulatory filters) σε μη πραγματοποιηθείσες ζημίες (unrealised losses) επιτοκιακών προϊόντων.

¹⁴ Όπως αναλύθηκε παραπάνω ορισμένα αφαιρετικά στοιχεία αφαιρούνται από τα Βασικά Ίδια Κεφάλαια, ενώ άλλα από το σύνολο των κεφαλαίων. Η διάκριση είναι σημαντική, καθώς τα δεύτερα δεν συμμετέχουν στη διαδικασία των ορίων που επιβάλλονται για κάθε κατηγορία κεφαλαίων.

Β) ΑΠΑΙΤΟΥΜΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Για το σύνολο των διαθέσιμων κεφαλαίων μπορεί να υπολογιστεί ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας (CAR) ως :

$$CAR = \frac{AC}{Credit\ risk + Market\ risk + Operational\ risk} \geq 8\%$$

όπου:

CAR: συντελεστής (ή δείκτης) κεφαλαιακής επάρκειας,

AC: το σύνολο των (διαθέσιμων) Εποπτικών Ιδίων Κεφαλαίων (available capital),

Credit risk: προσέγγιση του πιστωτικού κινδύνου,

Market risk: προσέγγιση του κινδύνου αγοράς,

Operational risk: προσέγγιση του λειτουργικού κινδύνου.

Αν το $CAR \geq 8\%$, η τράπεζα θεωρείται επαρκώς κεφαλαιοποιημένη,¹⁵ με την έννοια ότι τα διαθέσιμα κεφάλαιά της καλύπτουν τις ενδεχόμενες ζημιές οι οποίες μπορεί να προκύψουν από τον πιστωτικό κίνδυνο, τον κίνδυνο αγοράς και το λειτουργικό κίνδυνο που έχει αναλάβει.

Όμως σε ορισμένες περιπτώσεις, ιδιαίτερα σε περιόδους κρίσης, τα Συμπληρωματικά Κεφάλαια δεν έχουν καλή συμπεριφορά, με την έννοια ότι δεν μπορούν να απορροφήσουν ικανοποιητικά ζημιές. Ως εκ τούτου η ανάλυση εστιάζεται μόνο στα Βασικά Κεφάλαια και υπολογίζεται ο Δείκτης Βασικών Κεφαλαίων ως:

$$Tier\ 1\ ratio = \frac{Tier\ 1\ capital}{Credit\ risk + Market\ risk + Operational\ risk} \geq 4\%$$

Σύμφωνα με το τρέχον εποπτικό πλαίσιο, απαιτείται Δείκτης Βασικών Κεφαλαίων $\geq 4\%$. Το πλαίσιο της Βασιλείας III αναπροσαρμόζει τόσο τους ορισμούς των κεφαλαίων όσο και τα ελάχιστα ποσοστά και θα αναλυθεί στην Ενότητα 8. Στις Ενότητες 5, 6 και 7 θα αναλυθεί ο

τρόπος υπολογισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων για κάθε κίνδυνο χωριστά.

Γενικά, για τον παρανομαστή των δύο κλασμάτων χρησιμοποιείται η τεχνική της στάθμισης κινδύνου (risk weighting) με τον υπολογισμό συντελεστών στάθμισης (*RW*) και του σταθμισμένου ενεργητικού (*RWA*)¹⁶ ως :

$$RWA = RWA_{credit} + RWA_{market} + RWA_{operational}$$

$$RWA = RWA_{credit} + 12,5 \times (AC_{market} + AC_{operational})$$

$$RWA_{credit} = A \times RW$$

όπου:

AC: διαθέσιμα εποπτικά ίδια κεφάλαια,

RWA: σταθμισμένο ενεργητικό,

A: αξία των στοιχείων του ενεργητικού,

RW: συντελεστής στάθμισης πιστωτικού κινδύνου.

Και συνεπώς :

$$CAR = \frac{AC}{Credit\ risk + Market\ risk + Operational\ risk} = \frac{AC}{RWA_{credit} + RWA_{market} + RWA_{operational}} = \frac{AC}{RWA} \geq 8\%$$

Ισοδύναμα, η ανάλυση μπορεί να εστιαστεί στα απαιτούμενα κεφάλαια και στη συνέχεια η επάρκεια ή μη των κεφαλαίων γίνεται με τη σύγκριση των διαθέσιμων και των απαιτούμενων κεφαλαίων. Κατ' ουσίαν, αντί να διαπιστωθεί αν το $CAR \geq 8\%$, γίνεται η σύγκριση αν τα διαθέσιμα κεφάλαια είναι μεγαλύτερα ή ίσα με τα απαιτούμενα κεφάλαια.

¹⁵ Η θέση αυτή δεν μπορεί να είναι απόλυτη, καθώς ο τρόπος υπολογισμού του *CAR* ενέχει κενά που αναλύονται στη συνέχεια. Απόδειξη του παραπάνω ισχυρισμού είναι η τράπεζα Dexia, η οποία ένα μήνα πριν από την εφαρμογή πακέτου διάσωσης ύψους 94 δισεκ. ευρώ από τις κυβερνήσεις της Γαλλίας, του Βελγίου και του Λουξεμβούργου, είχε δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας σημαντικά υψηλότερο από τον ελάχιστο απαιτούμενο (βλ. De Groen, W.P., "A closer look at Dexia: The case of misleading capital ratios", 19 Οκτωβρίου 2011, CEPS Commentary).

¹⁶ Για την ακρίβεια, το σταθμισμένο ενεργητικό υπολογίζεται για τον πιστωτικό κίνδυνο, ενώ για τους υπόλοιπους κινδύνους υπολογίζονται τα απαιτούμενα κεφάλαια και μετατρέπονται σε (πλασματικό) σταθμισμένο ενεργητικό πολλαπλασιάζοντας τα κεφάλαια με 12,5. Ο πολλαπλασιαστής ισχύει για δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας 8% (δηλαδή $1/0,08=12,5$).

λαιο. Το αποτέλεσμα βέβαια είναι πάντοτε το ίδιο.

$$\frac{RC}{RWA} = 8\% \Rightarrow RC = A \times RW \times 8\%$$

Τα απαιτούμενα κεφάλαια RC (required capital) προκύπτουν αν:

Παραδείγματος χάριν, αν μια τράπεζα χρηματοδοτεί με 100 εκατ. ευρώ πιστόχο με $RW=50\%$, τότε:

$$\text{Απαιτούμενα κεφάλαια} = 100 \times 50\% \times 8\% = 4 \text{ εκατ. ευρώ.}$$

Η τράπεζα, για να προχωρήσει στη χρηματοδότηση, πρέπει να έχει διαθέσιμα κεφάλαια 4 εκατ. ευρώ. Αν δεν τα διαθέτει, αυτό σημαίνει ότι δεν έχει τα κεφάλαια για να προχωρήσει σε χρηματοδότηση αυτής της επικινδυνότητας. Έχει τρεις επιλογές: να αυξήσει τα κεφάλαιά της, να μειώσει το ύψος του δανείου (μείωση A) ή να προχωρήσει σε πιο ασφαλή τοποθέτηση (μικρότερο RW). Σε κάθε περίπτωση, είναι προφανές ότι το πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας θέτει περιορισμούς στην ανάπτυξη και επέκταση της τράπεζας. Αυτή μπορεί να πραγματοποιηθεί μόνο αν υπάρχουν επαρκή ίδια κεφάλαια. Γενικά το σύστημα των κεφαλαιακών απαιτήσεων δεν είναι ένα σύστημα κινήτρων, αλλά απεικονίζει μια επιθυμητή συμπεριφορά και θέτει περιορισμούς και “κόστος” στην επίτευξη μιας αναμενόμενης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE).¹⁷

4 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

4.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗΣ ΚΑΙ ΜΗ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗΣ ΖΗΜΙΑΣ

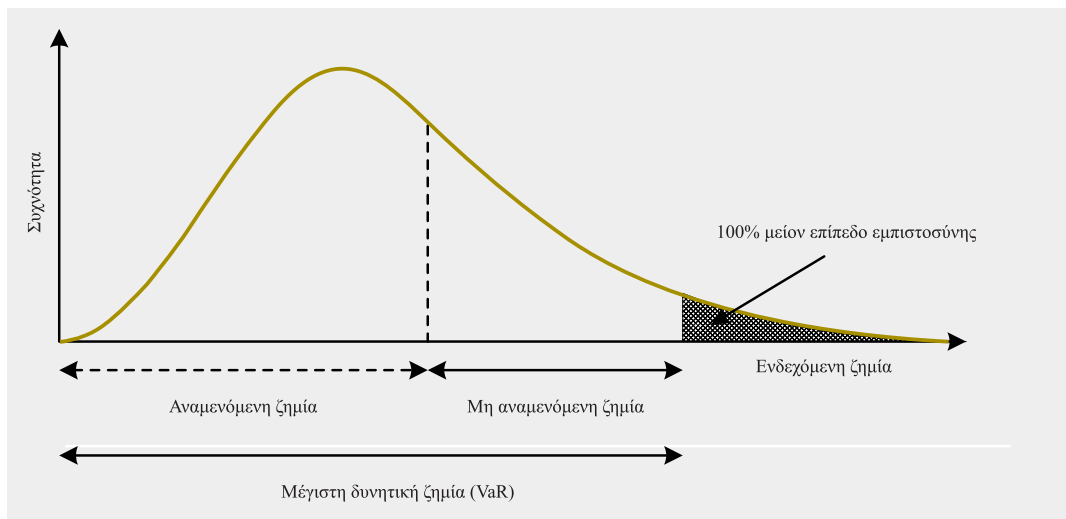
Χωρίς αμφιβολία η ικανοποίηση των εποπτικών απαιτήσεων αποτελεί βασική παράμετρο της πολιτικής διαχείρισης κεφαλαίων μιας τράπεζας. Όμως πρέπει να ικανοποιηθούν και άλλοι παράγοντες της αγοράς και πρωτίστως οι μέτοχοι και οι οίκοι πιστοληπτικής διαβάθμισης. Τα εποπτικά κεφάλαια αποτε-

λούν τα ελάχιστα κεφάλαια με τα οποία πρέπει να λειτουργεί μια τράπεζα, καλύπτουν τους τρεις βασικούς κινδύνους (πιστωτικό, αγοράς και λειτουργικό) και υπολογίζονται με συγκεκριμένη μεθοδολογία. Τα πραγματικά χαρακτηριστικά κινδύνου της μπορεί να διαφέρουν από τα χαρακτηριστικά που περιγράφονται στα εποπτικά εγχειρίδια. Συνεπώς, κάθε τράπεζα πρέπει να χαρτογραφήσει τους κινδύνους που έχει αναλάβει ή πρόκειται να αναλάβει, να καθιερώσει αξιόπιστες μεθόδους μέτρησης, να προσδιορίσει το βαθμό ανοχής στον κίνδυνο, καθώς και το χρονικό ορίζοντα μέτρησης, να υπολογίσει τα αναγκαία κεφάλαια για κάθε κίνδυνο και τελικά να εκτιμήσει τα συνολικά κεφάλαια που απαιτούνται. Με άλλα λόγια, κάθε τράπεζα πρέπει να υπολογίσει τα οικονομικά της κεφάλαια. Με αυτό τον τρόπο η ετερογένεια των πηγών κινδύνου μετατρέπεται σε ενιαίο μετρήσιμο μέγεθος, που διευκολύνει και απλουστεύει τη διαδικασία διαχείρισης κινδύνων. Το ενιαίο αυτό μέγεθος (οικονομικό κεφάλαιο) εκτιμάται με βάση την κατανομή ζημιών για το σύνολο των κινδύνων που αντιμετωπίζει η τράπεζα.

Η κατανομή ζημιών για ένα χαρτοφυλάκιο ανοιγμάτων χαρακτηρίζεται από δύο κύριες συνιστώσες, α) τη συχνότητα των ζημιών, δηλ. τη συχνότητα με την οποία εμφανίζεται ένα γεγονός κινδύνου που μπορεί να προκαλέσει ζημία και β) την ένταση των ζημιών, δηλ. το μέγεθος της ζημίας που πρέπει να απορροφηθεί όταν το γεγονός κινδύνου ενεργοποιηθεί. Συνδυασμός αυτών των χαρακτηριστικών οδηγεί σε κατανομή ζημιών για κάθε μορφή κινδύνου. Η κατανομή αυτή απεικονίζει όλες τις μελλοντικές ζημίες και τις εκτιμώμενες πιθανότητες και σχηματοποιείται ως κατανομή πιθανοτήτων (PDF) με μορφή που είναι συνάρτηση των χαρακτηριστικών του κάθε κινδύνου. Παραδείγματος χάριν, η κατανομή για τον κίνδυνο αγοράς έχει τα χαρακτηριστικά της κανονικής κατανομής, η κατανομή

¹⁷ Στη διεθνή βιβλιογραφία αρχίζει να εξετάζεται το θέμα της αποτελεσματικότητας του πλαισίου των κεφαλαιακών απαιτήσεων σε περίπτωση εμφάνισης πολύ ακραίου γεγονότος (tail risk), βλ. Perotti et al. (2011).

Διάγραμμα Ι Συνολική κατανομή ζημιών



για τον πιστωτικό κίνδυνο και τον λειτουργικό κίνδυνο έχει τα χαρακτηριστικά της ασύμμετρης κατανομής, η κατανομή για τα ανοίγματα λιανικής τραπεζικής είναι πιο λεπτόκυρτη σε σχέση με την κατανομή για τα επιχειρηματικά ανοίγματα κ.λπ. Μετά τον προσδιορισμό, παρά τις δυσκολίες, της κατανομής για κάθε κίνδυνο και της προσομοίωσης με κάποια θεωρητική κατανομή, η ανάλυση εστιάζεται στις δύο κρίσιμες στατιστικές κάθε κατανομής, τον μέσο και τη διακύμανση. Ο μέσος της κατανομής προσδιορίζει την έννοια της αναμενόμενης ζημίας (expected loss), ενώ με βάση τη διακύμανση και το διάστημα εμπιστοσύνης προσδιορίζεται η έννοια της μη αναμενόμενης ζημίας (unexpected loss), καθώς και της ακραίας ζημίας (stressed loss).

Οι συνήθεις πηγές εμφάνισης της αναμενόμενης ζημίας είναι οι ζημιές που εμφανίζονται από την καθημερινή λειτουργία της τράπεζας όταν αυτή εκτίθεται σε κανονικές συνθήκες του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος. Αντίθετα, η μη αναμενόμενη ζημία προκύπτει από σπάνια αλλά πιθανολογικά γεγονότα που συμβαίνουν στο χρηματοοικονομικό περιβάλλον στο οποίο η τράπεζα διατηρεί ανοικτές θέσεις. Η ακραία ζημία προκύπτει από εξαιρετικά ακραία γεγονότα, τα οποία δεν δύνα-

ται να προβλεφθούν σύμφωνα με τα συνηθισμένα υποδείγματα αποτίμησης κινδύνων, λόγω του γνωστού προβλήματος της συγκέντρωσης παρατηρήσεων στα άκρα της κατανομής (fat tails). Η υλοποίηση εναλλακτικών λύσεων, όπως η διεξαγωγή ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress testing) με ακραία αλλά αληθοφανή σενάρια κρίσεων,¹⁸ είναι αναγκαία.

Ένα από τα πιο δύσκολα σημεία στην υλοποίηση του πλαισίου των οικονομικών κεφαλαίων είναι ο συνδυασμός των επιμέρους κινδύνων σε μια ενιαία κατανομή κινδύνων για το σύνολο της τράπεζας, καθώς πρέπει να αντιμετωπιστούν δύο επιμέρους δυσκολίες:

α. Ο τρόπος συνδυασμού δύο ή περισσότερων κατανομών με διαφορετική μορφή και διαφορετικό χρονικό ορίζοντα.

β. Ο υπολογισμός των αποτελεσμάτων διαφοροποίησης εντός των κινδύνων και μεταξύ των κινδύνων.

Στη διεθνή βιβλιογραφία έχουν παρουσιαστεί πολλές εναλλακτικές προτάσεις για τα παρα-

¹⁸ Βλ. Καλφάογλου (2011).

πάνω προβλήματα, αλλά καμία δεν έχει καθιερωθεί ως πρότυπο, με συνέπεια το πλαίσιο των οικονομικών κεφαλαίων να μην αποτελεί εργαλείο λήψης αποφάσεων, παρό μόνο σε λίγες μεγάλου μεγέθους τράπεζες που έχουν τους πόρους και την τεχνογνωσία να επενδύσουν στις αυξημένες απαιτήσεις του πλαισίου.

Μετά την ολοκλήρωση των απαιτούμενων βημάτων υλοποίησης του πλαισίου οικονομικού κεφαλαίου, καταλήγουμε σε κατανομή ζημίας όπως απεικονίζεται στο Διάγραμμα 1. Η αναμενόμενη ζημία καθορίζεται με βάση τον μέσο της κατανομής και η μη αναμενόμενη ζημία με βάση τη διακύμανση και το διάστημα εμπιστοσύνης. Τα οικονομικά κεφάλαια ορίζονται ως η διαφορά μεταξύ μη αναμενόμενης ζημίας και αναμενόμενης ζημίας. Με άλλα λόγια, κάθε τράπεζα πρέπει να καλύψει την αναμενόμενη ζημία με προβλέψεις και τη μη αναμενόμενη ζημία με κεφάλαια, τα οικονομικά κεφάλαια. Τα εποπτικά κεφάλαια διαφέρουν από τα οικονομικά κεφάλαια στο βαθμό που οι εποπτικοί κανόνες υπολογισμού των κεφαλαίων διαφέρουν από το προαναφερθέν πλαίσιο οικονομικών κεφαλαίων.

4.2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΠΥΛΩΝΑΣ II

Το σύμφωνο της Βασιλείας II απαρτίζεται από τρεις πυλώνες:

I. Ο πρώτος πυλώνας αφορά τον καθορισμό των ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων για την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου, του κινδύνου αγοράς και του λειτουργικού κινδύνου.

II. Ο δεύτερος πυλώνας αφορά τη διαδικασία της αξιολόγησης της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών, καθώς και τη θέσπιση των γενικών αρχών και κριτηρίων που θα διέπουν τη διαδικασία αυτή.

III. Ο τρίτος πυλώνας αφορά την ενίσχυση της πειθαρχίας της αγοράς μέσω της δημοσιοποίησης συγκεκριμένων ποιοτικών και ποσοτικών στοιχείων.

Η θέσπιση του συστήματος των τριών πυλώνων ήταν μια καινοτομία της Βασιλείας II, η οποία σε κάποιο βαθμό μεταθέτει την ευθύνη υπολογισμού των αναγκαίων κεφαλαίων στις ίδιες τις τράπεζες. Ειδικότερα, ο στόχος του Πυλώνα II είναι να εξασφαλίσει ότι κάθε τράπεζα έχει επαρκείς εσωτερικές διαδικασίες και επαρκή εσωτερικά κεφάλαια με βάση μία αποτελεσματική αξιολόγηση των κινδύνων της. Ως εσωτερικά κεφάλαια νοείται το σύνολο των κεφαλαίων που η ίδια η τράπεζα εκτιμά ως επαρκή, ώστε με τη συνδρομή αποτελεσματικών διαδικασιών διαχείρισης κινδύνων να είναι δυνατή η σε διαρκή βάση κάλυψη του συνόλου των κινδύνων που έχει αναλάβει ή πρόκειται να αναλάβει. Σημειώνεται ότι το πλαίσιο της Βασιλείας δεν χρησιμοποιεί τον όρο “οικονομικά κεφάλαια”, αλλά τον όρο “εσωτερικά κεφάλαια” ώστε να καταστήσει σαφές ότι υπάρχει μια ποιοτική συνιστώσα, οι αποτελεσματικές διαδικασίες, και μια ποσοτική συνιστώσα, ο υπολογισμός των αναγκαίων κεφαλαίων. Χωρίς να είναι απαραίτητη η υλοποίηση των απαιτητικών προϋποθέσεων υπολογισμού των οικονομικών κεφαλαίων, τα πλαίσια της Βασιλείας προτρέπει σε αναζήτηση εναλλακτικών διαδικασιών.

Υπό το πρίσμα αυτό, ο Πυλώνας II μπορεί να αναλυθεί σε τέσσερα επίπεδα :

• Επίπεδο 1: Ο Πυλώνας II συμπληρώνει τον Πυλώνα I

Η διαδικασία αξιολόγησης της επάρκειας του εσωτερικού κεφαλαίου έχει σκοπό να συμπεριλάβει κινδύνους που δεν καλύπτονται πλήρως από τη διαδικασία του Πυλώνα I. Παραδείγματα αποτελούν ο κίνδυνος συγκέντρωσης (concentration risk), ο κίνδυνος χώρας (country risk), ο υπολειπόμενος κίνδυνος (residual risk) και ο κίνδυνος τιτλοποίησης (securitisation risk).

• Επίπεδο 2: Ο Πυλώνας II ενδυναμώνει τον Πυλώνα I

Η διαδικασία αξιολόγησης επάρκειας του

εσωτερικού κεφαλαίου σκοπό έχει να συμπεριλάβει κινδύνους που δεν καλύπτονται καθόλου από τη διαδικασία του Πυλώνα Ι. Παραδείγματα αποτελούν ο κίνδυνος επιτοκίων στο τραπεζικό χαρτοφυλάκιο (interest rate risk on banking book), ο κίνδυνος ρευστότητας (liquidity risk), ο επιχειρηματικός κίνδυνος (business risk) και ο κίνδυνος στρατηγικής (strategic risk).

- Επίπεδο 3: Επιδράσεις του εξωτερικού περιβάλλοντος

Η διαδικασία αξιολόγησης επάρκειας του εσωτερικού κεφαλαίου σκοπό έχει να συμπεριλάβει κινδύνους που προέρχονται από εξωγενείς παράγοντες. Παράδειγμα αποτελούν οι επιδράσεις του οικονομικού κύκλου, η συγγένωση κινδύνων στο σύστημα και ο συστημικός κίνδυνος (systemic risk).

- Επίπεδο 4: Προγραμματισμός κεφαλαιακών αναγκών

Στοιχείο του Πυλώνα II αποτελεί ο προγραμματισμός των κεφαλαιακών αναγκών σε ατομικό επίπεδο και σε επίπεδο ομίλου. Ως προγραμματισμός κεφαλαιακών αναγκών νοείται η διαχείριση της διαφοράς μεταξύ του διαθέσιμου και του απαιτούμενου κεφαλαίου (βλ. Ενότητα 3).

Ο Πυλώνας II εισάγει την έννοια της Διαδικασίας Εποπτικής Αξιολόγησης (SRP), όπου η εποπτική αρχή αξιολογεί σε συνεχή βάση την επάρκεια των κεφαλαίων και των εσωτερικών διαδικασιών των τραπεζών μέσω της Διαδικασίας Αξιολόγησης Επάρκειας Εσωτερικού Κεφαλαίου (ICAAP) και της Διαδικασίας Εποπτικής Επισκόπησης και Αξιολόγησης (SREP). Το σημαντικότερο όμως μέρος της εποπτικής αξιολόγησης είναι ο διάλογος. Στόχο του διαλόγου αποτελεί η αμοιβαία κατανόηση των εφαρμοζόμενων μεθόδων και διαδικασιών που παρήγαγαν το σχετικό αποτέλεσμα, καθώς και η ανάγκη τυχόν προσαρμογής τους στα ειδικά χαρακτηριστικά κινδύνου και τη συστημική σημασία της τράπεζας.

Οι βασικές αρχές που διέπουν τον Πυλώνα II είναι οι εξής:

- Εσωτερική διαδικασία εκτίμησης της συνολικής κεφαλαιακής επάρκειας.

Οι τράπεζες θα πρέπει να έχουν διαδικασία εκτίμησης της συνολικής κεφαλαιακής τους επάρκειας σε σχέση με τους κινδύνους που αναλαμβάνουν ανάλογα με τη στρατηγική τους και τα χαρακτηριστικά κινδύνου τους.

- Εποπτική αξιολόγηση εσωτερικών εκτιμήσεων κεφαλαιακής επάρκειας και συμμόρφωσης με ελάχιστα επίπεδα.

Οι εποπτικές αρχές πρέπει να αξιολογούν τις εσωτερικές εκτιμήσεις και στρατηγικές των τραπεζών αναφορικά με την κεφαλαιακή επάρκεια, καθώς επίσης και την ικανότητά τους να παρακολουθούν και να συμμορφώνονται με τις διατάξεις που αφορούν το δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας.

- Επιβολή διακράτησης υψηλότερων από τα ελάχιστα όρια κεφαλαίων.

Οι εποπτικές αρχές θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να απαιτούν από τις τράπεζες να διατηρούν δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας υψηλότερους από τα ελάχιστα προβλεπόμενα όρια.

- Διενέργεια εποπτικών ελέγχων.

Οι εποπτικές αρχές θα πρέπει να παρεμβαίνουν σε πρώιμο στάδιο για να εμποδίσουν ενδεχόμενη μείωση των εποπτικών κεφαλαίων πέραν του κατώτατου ορίου και να προβαίνουν σε διορθωτικές ενέργειες εφόσον μια τράπεζα δεν συγκεντρώνει το υποχρεωτικό μέγεθος κεφαλαίων.

5 ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

5.1 ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Ο πιστωτικός κίνδυνος ορίζεται ως ο κίνδυνος εμφάνισης ζημιών λόγω αθέτησης των υποχρεώσεων των πιστούχων της τράπεζας. Μολονότι πιστωτικό κίνδυνο εμφανίζει το σύνολο του ενεργητικού της τράπεζας, η ανά-

λωση εστιάζεται κυρίως στο χαρτοφυλάκιο πιστοδοτήσεων, καθώς στα χαρτοφυλάκια ομολόγων, μετοχών κ.λπ. ο πρωτεύων κίνδυνος είναι ο κίνδυνος αγοράς. Επίσης, η τράπεζα αντιμετωπίζει και παραλλαγές του πιστωτικού κινδύνου, όπως ο κίνδυνος χώρας, ο οποίος αναφέρεται στην πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων λόγω επιδείνωσης της οικονομικής κατάστασης της χώρας δανειοδότησης και κήρυξης στάσης πληρωμών.

Ο πιστωτικός κίνδυνος μπορεί να θεωρηθεί ως η συνισταμένη τριών επιμέρους κινδύνων, του κινδύνου αθέτησης υποχρεώσεων (default risk), του κινδύνου ανοίγματος (exposure risk) και του κινδύνου ανάκτησης (recovery risk). Ο κίνδυνος αθέτησης υποχρεώσεων αναφέρεται στην πιθανότητα οι πιστούχοι της τράπεζας να αθετήσουν τις αναγραφόμενες στο συμβόλαιο υποχρεώσεις τους, γεγονός που συνήθως προκαλεί επαναδιαπραγμάτευση των όρων του συμβολαίου. Ο κίνδυνος ανοίγματος αναφέρεται στο συνολικό ποσό που υπόκειται σε πιστωτικό κίνδυνο. Στην περίπτωση του χαρτοφυλακίου πιστοδοτήσεων, το συνολικό ποσό ταυτίζεται με την ονομαστική αξία των πιστοδοτήσεων. Η μέτρηση περιπλέκεται στις περιπτώσεις των εκτός ισολογισμού στοιχείων, όπου η συνήθης τακτική συνίσταται στον υπολογισμό του πιστωτικού ισοδύναμου. Ο κίνδυνος ανάκτησης αναφέρεται στο ποσοστό ικανοποίησης της τράπεζας από το συνολικό ποσό που είναι εκτεθειμένο σε κίνδυνο σε περίπτωση αθέτησης υποχρεώσεων του πιστούχου. Το ποσοστό αυτό είναι συνάρτηση της αξίας των εξασφαλίσεων της τράπεζας, καθώς και της σειράς ικανοποίησής της.

Συνεπώς, με βάση τις παραπάνω συνιστώσες, ο πιστωτικός κίνδυνος μπορεί να περιγραφεί με την εκτίμηση τριών παραμέτρων:

- της πιθανότητας αθέτησης υποχρεώσεων (Probability of Default, PD), που νοείται ως η πιθανότητα πιστούχος ή ομάδα πιστούχων της τράπεζας να αθετήσουν τις υποχρεώσεις τους προς την τράπεζα. Το μέγεθος εκφράζεται ως ποσοστό.

- της ποσοστιαίας ζημίας σε περίπτωση αθέτησης (Loss Given Default, LGD), που νοείται ως η χρηματική ζημία που θα υποστεί η τράπεζα σε περίπτωση αθέτησης αφού έχουν ολοκληρωθεί όλες οι διαδικασίες ρευστοποίησης εξασφαλίσεων. Το μέγεθος εκφράζεται ως ποσοστό επί του συνολικού ανοίγματος κατά την αθέτηση, δηλαδή του χρηματοδοτικού ανοίγματος.

- του χρηματοδοτικού ανοίγματος (Exposure at Default, EAD), που νοείται ως το συνολικό ποσό που εκτίθεται σε πιστωτικό κίνδυνο τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή της αθέτησης. Το μέγεθος εκφράζεται σε χρηματικό ποσό στο νόμισμα του χαρτοφυλακίου.

Η βασική παραδοχή για τη μέτρηση των παραμέτρων πιστωτικού κινδύνου αφορά τον ορισμό του πιστωτικού γεγονότος, δηλαδή του γεγονότος που επιφέρει ζημία στην τράπεζα. Υπάρχουν εναλλακτικοί τρόποι ορισμού του πιστωτικού γεγονότος, που καθορίζουν τη μορφή των πιστωτικών υποδειγμάτων. Στα υποδείγματα πτώχευσης (default models) το πιστωτικό γεγονός ορίζεται ως η αθέτηση υποχρεώσεων και η ζημία προέρχεται αποκλειστικά από το γεγονός αυτό. Στα υποδείγματα μετάθεσης (migration models) το πιστωτικό γεγονός ορίζεται ως η επιδείνωση των οικονομικών μεγεθών του πιστούχου, όπως αυτή απεικονίζεται στην υποβάθμιση της πιστοληπτικής του διαβάθμισης.

Έχοντας εκτιμήσει τις τρεις παραπάνω παραμέτρους, η τράπεζα προβαίνει στη διενέργεια προβλέψεων για την κάλυψη της αναμενόμενης ζημίας από αθέτηση υποχρεώσεων των οφειλετών και παρακρατεί κεφάλαια που αντικατοπτρίζουν τη μη αναμενόμενη ζημία

$$EL_p = \sum_i EL = \sum_i (EAD_i \times PD_i \times LGD_i)$$

του κινδύνου που αναλαμβάνει. Η αναμενόμενη ζημία υπολογίζεται ως:

Η μη αναμενόμενη ζημία, λόγω διακύμανσης του παράγοντα LGD, υπολογίζεται ως:

$$UL_p = \left[\sum_i \sum_j \rho_{ij} UL_i UL_j \right]^{1/2} \quad \text{όπου} \quad UL = \sqrt{EL(LGD - EL)}$$

5.2 Η ΔΙΑΒΑΘΜΙΣΗ ΩΣ ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ

Όπως αναφέρθηκε, το πλαίσιο της Βασιλείας για την κεφαλαιακή επάρκεια χρησιμοποιεί τη μέθοδο της στάθμισης κινδύνου όλων των εντός και εκτός ισολογισμού στοιχείων για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων, με συνέπεια να απαιτείται ο καθορισμός ή η εκτίμηση του συντελεστή στάθμισης (RW). Όσο υψηλότερη είναι η πιστοληπτική ικανότητα ενός πιστούχου, τόσο μικρότερος είναι ο συντελεστής στάθμισης και τόσο μικρότερα τα απαιτούμενα εποπτικά κεφάλαια. Βεβαίως σε ένα σύστημα πλήρων αγορών (complete markets) ο ex ante καθορισμός συντελεστών κινδύνου οδηγεί σε μεταβολές της συμπεριφοράς ως προς τον κίνδυνο και αλλοιώνει τη βάση υπολογισμού των κεφαλαίων. Στην αγορά πιστωτικών προϊόντων η λήψη αρνητική θέσης κατέστη δυνατή μετά τη δημιουργία και εξάπλωση των πιστωτικών παραγώγων, γεγονός που, εκτός των άλλων, έδωσε ισχυρά κίνητρα για τη χρησιμοποίηση τεχνικών ελαχιστοποίησης των κεφαλαιακών απαιτήσεων. Οι τράπεζες κατόρθωσαν να “τροποποιήσουν” τους συντελεστές κινδύνου προς όφελός τους, υπονομεύοντας την έννοια των κεφαλαίων ευαίσθητων στον κίνδυνο. Άμεσο παράδειγμα αποτελεί η τιτλοποίηση, που αναπτύχθηκε στην προσπάθεια μείωσης των κεφαλαιακών απαιτήσεων και εξεύρεσης νέων πηγών ρευστότητας. Το ανεπαρκές κανονιστικό πλαίσιο

ή/και η ύπαρξη μη μετρήσιμων κινδύνων (π.χ. κίνδυνος ρευστότητας) οδήγησε σε ανάληψη κινδύνων που δεν ανταποκρίνονταν στις κεφαλαιακές απαιτήσεις.

Παρά την παραπάνω κριτική, το σύστημα της αντιστοίχισης της πιστοληπτικής ικανότητας με συντελεστές κινδύνου έχει παραμείνει σταθερό. Ποιο είναι όμως το κριτήριο της πιστοληπτικής ικανότητας; Τα πλαίσιο της Βασιλείας I είχε προσδιορίσει ex ante τέσσερις κατηγορίες κινδύνου, καθώς και τους αντίστοιχους συντελεστές κινδύνου. Τα πλαίσιο της Βασιλείας II προχώρησε σε μια σημαντική καινοτομία και υιοθέτησε τη χρησιμοποίηση των πιστωτικών διαβαθμίσεων (credit rating) ως κριτήριο πιστοληπτικής ικανότητας για τον υπολογισμό κεφαλαιακών απαιτήσεων και ταυτόχρονα αναγνώρισε εγγυήσεις και εξασφαλίσεις ως στοιχεία μείωσης του κινδύνου (credit mitigation). Όσον αφορά τη διαβάθμιση, παρέχει δύο εναλλακτικές δυνατότητες. Η πρώτη (τυποποιημένη προσέγγιση – standardised approach) προβλέπει ότι για την εκτίμηση της επικινδυνότητας οι τράπεζες μπορούν να λάβουν υπόψη τις διαβαθμίσεις που δημοσιοποιούν οι εξειδικευμένοι οίκοι διαβάθμισης (π.χ. Moody's, S&P κ.λπ.). Η δεύτερη δυνατότητα επιτρέπει στις τράπεζες να αναπτύσσουν και να χρησιμοποιούν δικά τους συστήματα εσωτερικής διαβάθμισης για τα διάφορα χαρτοφυλάκια που κατέχουν (προσέγγιση εσωτερικών διαβαθμίσεων – IRB). Το πλαίσιο της Βασιλείας III δεν επέφερε μεταβολές στην προσέγγιση του πιστωτικού κινδύνου. Οι δύο προσεγγίσεις παρουσιάζονται αναλυτικότερα στο Πλαίσιο 1 και στο Πλαίσιο 2 αντίστοιχα.

Πλαίσιο 1

ΤΥΠΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ (STANDARDISED APPROACH)

Η τυποποιημένη προσέγγιση επιτρέπει στις τράπεζες τη χρησιμοποίηση των εξωτερικών διαβαθμίσεων, δηλαδή των διαβαθμίσεων που δημοσιοποιούν εγκεκριμένοι οίκοι αξιολόγησης (π.χ. Moody's, S&P κ.λπ.). Διαχωρίζει το χαρτοφυλάκιο της τράπεζας σε συγκεκριμένες κατηγορίες και για κάθε κατηγορία ορίζει το συντελεστή κινδύνου ανάλογα με την εξω-

Ενδεικτικοί συντελεστές στάθμισης στην τυποποιημένη προσέγγιση

Βαθμίδα πιστωτικής ποιότητας	1	2	3	4	5	6	Χωρίς διαβάθμιση
Κράτη	0%	20%	50%	100%	100%	150%	100%
Επιχειρήσεις	20%	50%	100%	100%	150%	150%	100%
Λιανική τραπεζική							75%
Στεγαστική πίστη							35%

τερική αξιολόγηση. Συνεπώς στην τυποποιημένη μέθοδο ο συντελεστής στάθμισης (RW) είναι προκαθορισμένος και προσδιορισμένος από το πλαίσιο της Βασιλείας. Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει ενδεικτικά ορισμένες κατηγορίες με τους αντίστοιχους συντελεστές.

Όπως φαίνεται από τον πίνακα, χρησιμοποιείται εξαβάθμια κλίμακα πιστωτικής ποιότητας. Αυτό είναι μια διαφοροποίηση του πλαισίου κεφαλαιακών απαιτήσεων όπως ισχύει στην Ευρωπαϊκή Ένωση (CRD) από το γενικό πλαίσιο της Βασιλείας, το οποίο χρησιμοποιεί τις διαβαθμίσεις συγκεκριμένου οίκου αξιολόγησης. Σε ευρωπαϊκό επίπεδο οι κλίμακες όλων των εγκεκριμένων οίκων εξωτερικών διαβαθμίσεων πρέπει να αντιστοιχιστούν με την παραπάνω εξαβάθμια κλίμακα για να προκύψει η τελική ταξινόμηση. Το έργο αυτό ανήκει στις εποπτικές αρχές.

Σύμφωνα λοιπόν με τους συντελεστές της τυποποιημένης μεθόδου, χρηματοδότηση επιχείρησης με διαβάθμιση AA έχει μικρότερη κεφαλαιακή απαίτηση από χρηματοδότηση επιχείρησης με διαβάθμιση BB. Επίσης, παρατηρούμε ότι για τα ανοίγματα της λιανικής τραπεζικής δεν προβλέπεται εξωτερική διαβάθμιση, αλλά απλώς έχει προσδιοριστεί ένας συντελεστής 35% για τα στεγαστικά δάνεια και ένας συντελεστής 75% για τα καταναλωτικά δάνεια.

Περαιτέρω, στην τυποποιημένη προσέγγιση αναγνωρίζονται τριών μορφών εξασφαλίσεις: χρηματοοικονομικές εξασφαλίσεις, εγγυήσεις και πιστωτικά παράγωγα. Σημειώνεται ότι δεν αναγνωρίζονται φυσικές εξασφαλίσεις (π.χ. ακίνητα), καθώς θεωρείται ότι έχουν ενσωματωθεί στους συντελεστές στάθμισης. Για τις χρηματοοικονομικές εξασφαλίσεις χρησιμοποιείται η αρχή της μείωσης του ανοίγματος, η αξία της εξασφάλισης (αφού εφαρμοστούν περιθώρια απομείωσης) αφαιρείται από το αρχικό άνοιγμα και η διαφορά σταθμίζεται με τον ανάλογο συντελεστή κινδύνου. Για τις εγγυήσεις και τα πιστωτικά παράγωγα χρησιμοποιείται η αρχή της υποκατάστασης και ο συντελεστής στάθμισης του πρωτοφειλέτη αντικαθίσταται με το συντελεστή στάθμισης του εγγυητή. Τέλος πρέπει να αναφερθεί ότι το πλαίσιο θέτει πολλές ποιοτικές δικλίδες για να γίνουν αποδεκτά τα μέσα άμβλυνσης του πιστωτικού κινδύνου.

Ένα σημαντικό μειονέκτημα της τυποποιημένης προσέγγισης είναι η αδυναμία διαχωρισμού μεταξύ αναμενόμενης και μη αναμενόμενης ζημιάς. Το συνολικό ποσό που προκύπτει από τη στάθμιση των ανοιγμάτων με τους κατάλληλους συντελεστές κινδύνου θεωρείται μη αναμενόμενη ζημία και προσδιορίζει τα αναγκαία κεφάλαια. Συνεπώς η τυποποιημένη προσέγγιση δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον προσδιορισμό της επάρκειας των προβλέψεων.

ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΕΣΩΤΕΡΙΚΩΝ ΔΙΑΒΑΘΜΙΣΕΩΝ (IRB APPROACH)

Η προσέγγιση των εσωτερικών διαβαθμίσεων δίνει τη δυνατότητα στις τράπεζες να αναπτύσσουν συστήματα εσωτερικής διαβάθμισης για τα χαρτοφυλάκια που κατέχουν και να εκτιμούν τα απαιτούμενα κεφάλαια με βάση εσωτερικά εκτιμημένες παραμέτρους κινδύνου. Αυτό απαιτεί σύνθετο σχεδιασμό και υποδειγματοποίηση και βεβαίως την απαραίτητη γνώση και εμπειρία. Για το λόγο αυτό απαιτείται εποπτική πιστοποίηση πριν από την έναρξη εφαρμογής.

Η υλοποίηση της προσέγγισης απαιτεί τρία διακριτά βήματα:

- την ανάπτυξη και υλοποίηση ενός ισχυρού συστήματος εσωτερικής διαβάθμισης,
- τον υπολογισμό των παραμέτρων κινδύνου και
- την πιστοποίηση των αποτελεσμάτων.

Κάθε βήμα έχει τις δικές του απαιτήσεις και προκλήσεις, που αναπτύσσονται αναλυτικότερα στο Παράρτημα 1. Πριν όμως υλοποιηθούν τα τρία βήματα, μια τράπεζα πρέπει να λάβει ορισμένες αποφάσεις στρατηγικής. Αυτές αφορούν τα χαρτοφυλάκια που θα υπαχθούν στην προσέγγιση, καθώς και τις εσωτερικές διαδικασίες που πρέπει να υιοθετηθούν για να συνδράμουν στην επιτυχή υλοποίησή της.

Το πλαίσιο επιτρέπει το συνδυασμό των δύο προσεγγίσεων ή τη μερική εφαρμογή της προσέγγισης εσωτερικών διαβαθμίσεων, αφού ορισμένα χαρτοφυλάκια μπορούν να εξαιρεθούν. Κάθε τράπεζα, αφού λάβει υπόψη ορισμένους περιορισμούς, μπορεί να αποφασίσει ποια χαρτοφυλάκια θα εντάξει στην προσέγγιση των εσωτερικών διαβαθμίσεων με βάση την ανάλυση κόστους-ωφέλειας. Περαιτέρω, για τα χαρτοφυλάκια που θα επιλέξει να εντάξει έχει δύο επιλογές. Πρώτον, τη θεμελιώδη προσέγγιση (F-IRB), όπου για το επιχειρηματικό χαρτοφυλάκιο πρέπει να εκτιμήσει, με βάση τα δικά της συστήματα, την παράμετρο PD, ενώ μπορεί να χρησιμοποιήσει την εποπτική προσέγγιση του LGD=45%.¹ Για τα χαρτοφυλάκια λιανικής τραπεζικής όλες οι παράμετροι κινδύνου πρέπει να εκτιμηθούν από την τράπεζα. Δεύτερον, την εξελιγμένη προσέγγιση (A-IRB), όπου για όλα τα χαρτοφυλάκια όλες οι παράμετροι κινδύνου πρέπει να εκτιμηθούν με βάση τα εσωτερικά συστήματα της τράπεζας. Στις περισσότερες χώρες οι εποπτικές αρχές ενθαρρύνουν τις μεγάλες και διεθνοποιημένες τράπεζες να εφαρμόσουν την προσέγγιση εσωτερικών διαβαθμίσεων.

Όσον αφορά τις εσωτερικές διαδικασίες, το πλαίσιο απαιτεί μια σειρά μέτρων εσωτερικού ελέγχου για να διασφαλιστεί η ακεραιότητα του συστήματος. Μεταξύ άλλων απαιτείται εμπειρία τουλάχιστον ενός έτους στην εφαρμογή συστημάτων διαβάθμισης (experience test). Αυτό υπονοεί ότι το θέμα της πιστωτικής διαβάθμισης των πελατών αφορά το σύνολο των δομών και του προσωπικού της τράπεζας και ανάγεται στη γενικότερη φιλοσοφία της τρά-

¹ Ο εποπτικός προσδιορισμός του LGD πιθανόν να ευνοεί ορισμένες τράπεζες και να επιβαρύνει κάποιες άλλες. Γενικότερα, αν μια τράπεζα ακολουθεί πολιτική χρηματοδοτήσεων με βάση τις ταμειακές ροές (cash flow lending), το LGD=45% μάλλον πρέπει να είναι ευνοϊκό, ενώ αν ακολουθεί πολιτική χρηματοδοτήσεων με βάση εξασφαλίσεις (collateral lending) είναι μάλλον δυσμενές. Περαιτέρω, εμπειρικές μελέτες προ της κρίσης έχουν υπολογίσει την παράμετρο LGD σε μικρότερα ποσοστά από το εποπτικά οριζόμενο 45% (βλ. S&P, 2004).

πεζας σε σχέση με τον πιστωτικό κίνδυνο. Περαιτέρω, η τράπεζα πρέπει να χρησιμοποιεί τα αποτελέσματα του συστήματος διαβάθμισης στη διαδικασία λήψης αποφάσεων και όχι αποκλειστικά για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων (use test). Αυτό υπονοεί ότι αν η τράπεζα έχει εμπιστοσύνη στο σύστημα που έχει αναπτύξει και το χρησιμοποιεί, μεταξύ άλλων, για καθορισμό ορίων, καθορισμό προβλέψεων, τιμολόγηση κ.λπ., το σύστημα αυτό μπορεί να χρησιμοποιηθεί και για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων.

Η χρήση πιστωτικών διαβαθμίσεων είναι μια σαφής βελτίωση της ευαισθησίας των κεφαλαιακών απαιτήσεων στον κίνδυνο, αλλά παρουσιάζει και ορισμένα σημεία προβληματισμού. Πιο αναλυτικά:

α) Η χρησιμοποίηση πιστωτικών διαβαθμίσεων

Οι πιστωτικές διαβαθμίσεις στηρίζονται στην ιστορική συμπεριφορά των υπό κρίση πιστωχών και συνεπώς θεωρούνται δείκτες με χρονική υστέρηση (lagging indicators) της οικονομικής ευρωστίας. Αν και το πλαίσιο προβλέπει ότι οι διαβαθμίσεις πρέπει να έχουν δυναμικά χαρακτηριστικά (forward looking), η ανάπτυξη ενός συστήματος που λαμβάνει υπόψη τον οικονομικό κύκλο (βλ. Παράρτημα 1) δεν είναι εύκολα υλοποιήσιμη. Επίσης, για τεχνικούς και μη τεχνικούς λόγους η αναθεώρηση των διαβαθμίσεων γίνεται μετά την εμφάνιση πιστωτικών γεγονότων, με αποτέλεσμα να υστερούν χρονικά στην καταγραφή της οικονομικής κατάστασης.¹⁹

β) Η χρησιμοποίηση εξωτερικών πιστωτικών διαβαθμίσεων

Στους οίκους αξιολόγησης έχει σιωπηρά επιτραπεί να διαδραματίσουν ένα οιονεί ρυθμιστικό ρόλο παρά το γεγονός ότι, μέχρι πρόσφατα, ήταν μη εποπτευόμενοι οργανισμοί.²⁰ Έχασαν μεγάλο μέρος της αξιοπιστίας τους στην κρίση του 2007-08, καθώς παρουσιάστηκαν περιπτώσεις αθέτησης τίτλων που είχαν τη μέγιστη δυνατή διαβάθμιση AAA. Κατηγορούνται ότι η μεθοδολογία που χρησιμοποιούσαν ήταν ατελής, ειδικά για τα σύνθετα προϊόντα, με αποτέλεσμα τη μη βέλτιστη κατανομή του κινδύνου. Επίσης, κατηγορούνται ότι οι δημοσιοποιημένες διαβαθμίσεις

απεικονίζουν ένα πλαίσιο σύγκρουσης συμφερόντων που οδηγεί σε θετικά μεροληπτικές εκτιμήσεις. Αυτό, σε συνδυασμό με την έλλειψη διεθνών προτύπων πιστωτικής αξιολόγησης, δημιουργεί αμφιβολίες για τη διαφάνεια των κριτηρίων και των διαβαθμίσεων. Παρ' όλα αυτά οι επενδυτές και οι διαχειριστές κεφαλαίων συνεχίζουν να καταρτίζουν την επενδυτική τους πολιτική με βάση τις αξιολογήσεις των οίκων και διεθνείς επενδυτικοί δείκτες βασίζονται στις διαβαθμίσεις αυτές. Συνεπώς, κάθε οίκος πρέπει να εξισορροπήσει ένα βραχυπρόθεσμο κέρδος από την ικανοποίηση του εκδότη με τη μακροχρόνια φήμη του στην αγορά. Φαίνεται ότι οι αγορές περιβάλλουν, προς το παρόν, με εμπι-

¹⁹ Μία τέτοια περίπτωση ήταν και αυτή της Enron, όπου η βαθμολογία της παρέμεινε σε επενδυτική κλάση τέσσερις ημέρες πριν από την πτώχευση της εταιρίας, παρά το γεγονός ότι οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είχαν γνώση των προβλημάτων της εταιρίας για μήνες.

²⁰ Το 2008 δημοσιεύθηκε από την IOSCO ο Κώδικας Δεοντολογίας για τους οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Ο Κώδικας αποτελεί τη θέσπιση κανόνων για τη διασφάλιση της ποιότητας και της ακεραιότητας της διαδικασίας αξιολόγησης, συμπεριλαμβανομένης της παρακολούθησης των αξιολογήσεων. Συμβάλλει στη διασφάλιση των κατάλληλων εσωτερικών διαδικασιών και στην ανεξαρτησία των αναλυτών, προκειμένου να αποφεύγεται η σύγκρουση συμφερόντων. Διασφαλίζει ότι οι μέθοδοι αξιολόγησης είναι διαφανείς και ότι η πιστοληπτική αξιολόγηση μπορεί να προσαρμόζεται, αν χρειάζεται, χωρίς καθυστέρηση. Επιβλέπει το χειρισμό των εμπιστευτικών πληροφοριών και αποκαλύπτει το βαθμό στον οποίο οι οίκοι ακολουθούν τον κώδικα. Οι κανόνες αυτοί είναι γενικού χαρακτήρα, καθώς δεν προβλέπουν μεθοδολογικές λεπτομέρειες, όπως δείκτες, μοντέλα ή κατηγορίες αξιολόγησης.

Στις ΗΠΑ, οι οίκοι έχουν καταγραφεί επίσης ως Εθνικά Αναγνωρισμένοι Στατιστικοί Οργανισμοί Διαβάθμισης (NRSROs) εφόσον πληρούν τις απαιτήσεις που καθορίζονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) και υπόκεινται σε εκτεταμένο έλεγχο. Οι απαιτήσεις της SEC ενσωματώνουν πολλά από τα στοιχεία του κώδικα της IOSCO.

Στην ΕΕ, η Επιτροπή πρότεινε και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο υιοθέτησαν, στις 16 Σεπτεμβρίου 2009, ένα κανονισμό για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (Κανονισμός 1060/2009), με σκοπό την ενίσχυση της ακεραιότητας, της διαφάνειας, της υπευθυνότητας, της χρηστής διακυβέρνησης και της αξιοπιστίας των δραστηριοτήτων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Βασικό σημείο του κανονισμού είναι ότι η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA) εποπτεύει άμεσα τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας από τον Ιούλιο του 2011.

στοσύνη τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης αφού μπορούν να “συγκωρήσουν” τη λανθασμένη εκτίμηση αλλά όχι τη μεροληψία. Αυτός είναι ο λόγος που εναλλακτικές προσπάθειες δεν έχουν καρποφορήσει.

γ) Έλλειψη διαβαθμίσεων

Αν και οι μεγάλες τράπεζες αναμένεται να χρησιμοποιήσουν την προσέγγιση εσωτερικών διαβαθμίσεων, οι μικρότερες τράπεζες θα χρησιμοποιήσουν την τυποποιημένη προσέγγιση, η οποία είναι απλούστερη και έχει μικρότερο κόστος υλοποίησης. Όμως, η έλλειψη διαβαθμίσεων για μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων, αν και προβλέπεται συντελεστής στάθμισης για περιπτώσεις μη διαβαθμισμένων αντισυμβαλλομένων, αποδυναμώνει το χαρακτήρα του πλαισίου ως ευαίσθητου στον κίνδυνο. Πολλές εμπειρικές μελέτες²¹ σχετικά με πτώχευση μη διαβαθμισμένων επιχειρήσεων προτείνουν συντελεστή στάθμισης πιο κοντά στο 150% παρά στο 100% που χρησιμοποιείται (βλ. τον πίνακα του Πλαισίου 1).

δ) Κατ’ ανάθεση παρακολούθηση

Η θεωρητική τραπεζική βιβλιογραφία προσεγγίζει τη λειτουργία της τράπεζας ως κατ’ ανάθεση παρακολούθηση (delegated monitoring), με την έννοια ότι οι καταθέτες της τράπεζας τοποθετούν τα διαθέσιμά τους και ταυτόχρονα της “αναθέτουν” την παρακολούθηση των πιστούχων που δανειοδοτεί. Η ύπαρξη και η μοναδικότητα της τράπεζας οφείλεται στο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα που έχει στην παρακολούθηση των κινδύνων του χαρτοφυλακίου της. Με την υιοθέτηση εξωτερικών διαβαθμίσεων “παραχωρεί” την παρακολούθηση για σκοπούς κεφαλαιακής επάρκειας στους οίκους αξιολόγησης. Αυτό μειώνει το κίνητρο συγκέντρωσης των αναγκαίων πληροφοριών, καθώς και το κίνητρο ενεργοποίησης της παρακολούθησης. Άλλωστε μια από τις αιτίες της τρέχουσας κρίσης έχει διαπιστωθεί ότι είναι η αδυναμία των τραπεζών να υλοποιήσουν αποτελεσματικά τις λειτουργίες της παρακολούθησης και κατανόησης των κινδύνων. Η δυνατότητα χρησι-

μοποίησης εσωτερικών διαβαθμίσεων λύνει το πρόβλημα της κατ’ ανάθεση παρακολούθησης και παρέχει ισχυρό κίνητρο στις τράπεζες να αναπτύξουν δικά τους συστήματα παρακολούθησης του πιστωτικού κινδύνου και να βελτιώσουν τα συστήματα διαχείρισης κινδύνων.

ε) Ο νόμος Dodd-Frank στις Ηνωμένες Πολιτείες

Μια από τις προκλήσεις υλοποίησης του πλαισίου της Βασιλείας στις ΗΠΑ είναι ο συνδυασμός της με το νόμο Dodd-Frank,²² που προβλέπει, μεταξύ άλλων, την εξάλειψη από το κανονιστικό πλαίσιο οποιασδήποτε αναφοράς σε εξωτερικές διαβαθμίσεις (Section 939A). Αυτό έρχεται σε ευθεία αντίθεση με την προσέγγιση της Βασιλείας και ειδικότερα για τις τράπεζες που έχουν επιλέξει να εφαρμόσουν την τυποποιημένη προσέγγιση. Οι εποπτικές αρχές είναι σε διαδικασία εύρεσης εναλλακτικών κριτηρίων για την προσέγγιση της πιστοληπτικής ικανότητας²³ και οποιοδήποτε αποτέλεσμα είναι σίγουρο ότι θα επηρεάσει το πλαίσιο της κεφαλαιακής επάρκειας σε διεθνές επίπεδο.

στ) Πιστοληπτικές αξιολογήσεις και κυβερνητικός κίνδυνος (sovereign risk)

Η τρέχουσα κρίση χρέους στην ευρωζώνη πυροδότησε πολλές συζητήσεις σχετικά με την αντιμετώπιση του κυβερνητικού κινδύνου στο κανονιστικό πλαίσιο. Στις χρηματοπιστωτικές αγορές για μεγάλα χρονικά διαστήματα ο κυβερνητικός κίνδυνος είναι υποτιμημένος και η σύγχρονη χρηματοοικονομική θεωρία βασίζεται στην υπόθεση ότι τα κρατικά ομόλογα

²¹ Βλ. Saunders and Allen (2010).

²² Βλ. Tobias, A. (2011), “Dodd-Frank One Year On: Implications for Shadow Banking”, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 533.

²³ Οι εποπτικές αρχές των Ηνωμένων Πολιτειών εξέδωσαν κοινή ανακοίνωση (Advance Notice of Proposed Rulemaking - ANPR) για προτάσεις αναζήτησης εναλλακτικών προτύπων πιστοληπτικής ικανότητας αντί των εξωτερικών διαβαθμίσεων (βλ. <http://www.occ.gov/news-issuances/bulletins/2010/bulletin-2010-32.html>). Σε ένα αρχικό συμβουλευτικό κείμενο οι εναλλακτικές προτάσεις κυμαίνονταν ανάμεσα σε: (1) συμμετοχή σε διεθνή οργάνωση κρατών όπως G-20, Επιτροπή της Βασιλείας ή σε πρόγραμμα του IMF, (2) το (1) σε συνδυασμό με ασφαλιστικά κινδύνου από την αγορά ή ιστορικό αναδιαρθρώσεων, (3) διαβαθμίσεις κρατών από ΟΟΣΑ ή Παγκόσμια Τράπεζα και (4) διαφοροποίηση ανάλογα με συγκεκριμένους δείκτες.

είναι μηδενικού κινδύνου. Αυτή την κατεύθυνση ακολουθεί και το πλαίσιο της Βασιλείας, αν και στην πρόσφατη ιστορία υπάρχουν παραδείγματα αθέτησης ή οιονεί αθέτησης υποχρεώσεων από κράτη. Η χρηματοπιστωτική αγορά άρχισε να μη θεωρεί τους τίτλους αυτούς μηδενικού κινδύνου, αλλά το κανονιστικό πλαίσιο της Βασιλείας δεν ακολούθησε την μετεξέλιξη αυτή και ναι μεν χρησιμοποιεί διαφορετικούς συντελεστές στάθμισης ανάλογα με την εξωτερική διαβάθμιση, αλλά διατηρεί προνομιακό καθεστώς με συντελεστή 0% για ανοίγματα έναντι κρατικών τίτλων που χρηματοδοτούνται στο ίδιο νόμισμα.²⁴ Η τρέχουσα κρίση χρέους καθιστά τη ρύθμιση προβληματική, αφού όλα τα ανοίγματα έναντι κρατών έχουν μηδενικό συντελεστή κινδύνου και ειδικότερα για όλα τα κράτη-μέλη της ευρωζώνης. Όμως η επιδείνωση των δημόσιων οικονομικών, με διόγκωση των ελλειμμάτων σε μια προσπάθεια περιορισμού των επιπτώσεων της ύφεσης και διάσωσης του χρηματοπιστωτικού τομέα, ενέχει τον κίνδυνο μετάδοσης της κρίσης στον τραπεζικό τομέα ή/και σε ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Σε όλες τις χώρες το τραπεζικό σύστημα έχει μεγάλη έκθεση σε κυβερνητικό κίνδυνο, κυρίως στον κίνδυνο από τη χώρα προέλευσης,²⁵ οπότε η μετακύλιση της κρίσης έχει σημαντικές συνέπειες. Το πλαίσιο των κεφαλαιακών απαιτήσεων δεν απεικονίζει ικανοποιητικά τους παραπάνω κινδύνους,²⁶ αφού το κρατικό χρέος μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης θεωρείται ότι καλύπτεται από την αρχή της αμοιβαιότητας σε μεγάλο βαθμό και συνεπώς είναι απαλλαγμένο από τους λοιπούς κινδύνους χώρας.

5.3 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΠΟΠΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Στην Ενότητα 4.1 αναλύθηκε η έννοια της αναμενόμενης και μη αναμενόμενης ζημίας, οι οποίες απεικονίστηκαν στο Διάγραμμα 1, και προσδιορίστηκε ότι η αναμενόμενη ζημία πρέπει να καλυφθεί με προβλέψεις και η μη αναμενόμενη ζημία με κεφάλαια. Ο υπολογισμός της μη αναμενόμενης ζημίας θα μπορούσε να βασιστεί στα υποδείγματα πιστωτικού κινδύνου που έχουν αναπτύξει οι τράπεζες. Όμως επελέγη μια λύση δευτέρου βαθμού (second

best), αφού η υποδειματοποίηση του πιστωτικού κινδύνου δεν είναι ακόμη σε ικανοποιητικό επίπεδο. Πιο συγκεκριμένα, δεν επιτρέπεται ο απευθείας υπολογισμός των κεφαλαίων, αλλά η εκτίμηση των παραμέτρων πιστωτικού κινδύνου, οι οποίες στη συνέχεια εισάγονται σε μια συνάρτηση για να υπολογιστούν τα απαιτούμενα κεφάλαια. Αυτό όμως δεν αναιρεί τον κίνδυνο υποδείγματος (model risk), δηλαδή την εκτίμηση λανθασμένων παραμέτρων λόγω λανθασμένης εξειδίκευσης των υποδειγμάτων, λανθασμένων μαθηματικών υποθέσεων ή προβλημάτων ως προς τη διαθεσιμότητα και την επάρκεια των στοιχείων.

Για τον υπολογισμό της εποπτικής συνάρτησης, η Επιτροπή της Βασιλείας βασίστηκε σε πιστωτικό υπόδειγμα που καλείται Asymptotic Single Risk Factor (ASRF) και αποτελεί παραλλαγή των υποδειγμάτων VaR προσαρμοσμένων στον πιστωτικό κίνδυνο. Πρόκειται για ένα μονομεταβλητό υπόδειγμα που υποθέτει ότι η αξία ενός στοιχείου συσχετίζεται, εκτός από ιδιοσυγκρατικούς παράγοντες, με ένα μοναδιαίο συστηματικό παράγοντα κινδύνου, την κατάσταση της διεθνούς οικονομίας, ο οποίος επηρεάζει πανομοιότυπα όλες τις τράπεζες, χωρίς να λαμβάνονται υπόψη

²⁴ Το προνομιακό καθεστώς στην ΕΕ είναι αποτέλεσμα πολιτικού συμβιβασμού αλλά και έλλειψης ικανοποιητικής εναλλακτικής λύσης. Οι τράπεζες που εφαρμόζουν την προσέγγιση των εσωτερικών διαβαθμίσεων (IRB) έχουν τη δυνατότητα να εκτιμούν δικές τους παραμέτρους κινδύνου αλλά η πρόκληση είναι μεγάλη διότι τα χαρτοφυλάκια θεωρούνται χαμηλών αθετήσεων (low default portfolios) και απαιτούνται επιπλέον τεχνικές υποδειματοποίησης. Συνεπώς και για τις τράπεζες που ακολουθούν την προσέγγιση των εσωτερικών διαβαθμίσεων δίνεται η δυνατότητα μόνιμης εξαίρεσης του χαρτοφυλακίου κυβερνητικών τίτλων και η χρησιμοποίηση της τυποποιημένης προσέγγισης με 0% συντελεστή στάθμισης. Βεβαίως το θέμα έχει και άλλες προεκτάσεις. Ο μηδενικός συντελεστής εφαρμόζεται και στα υπόλοιπα χαρτοφυλάκια που έχουν εγγύηση του Δημοσίου και τα χαρτοφυλάκια με μηδενικό συντελεστή εξαίρονται από το όριο του 25% στο πλαίσιο των ΜΧΑ (Μεγάλων Χρηματοδοτικών Ανοιγμάτων).

²⁵ Βλ. CGFS Papers (2011). Επίσης σημειώνεται ότι στην ανάλυση πιστοληπτικής ικανότητας των τραπεζών λαμβάνεται υπόψη η πιθανή κυβερνητική στήριξη και η πολιτική “too-big-to-fail”, που εξελίχθηκε σε “too-important-to-fail” και μετεξελίχθηκε σε “too-many-to-fail”.

²⁶ Το νέο πλαίσιο της Βασιλείας III δεν αλλάζει το καθεστώς για τους κρατικούς τίτλους του τραπεζικού χαρτοφυλακίου, αλλά επιβάλλει επιπλέον κεφάλαια για τους τίτλους του χαρτοφυλακίου συναλλαγών για να καλύψει την πιστωτική συνιστώσα του κινδύνου αγοράς (incremental risk charge). Επίσης, με την καθιέρωση δείκτη μόχλευσης (βλ. Ενότητα 8.4), πραγματοποιείται ένα πρώτο βήμα απομάκρυνσης από το μηδενικό συντελεστή, αφού το σύνολο του χαρτοφυλακίου κρατικών τίτλων υπολογίζεται στον παρονομαστή του δείκτη.

διαφοροποιήσεις ανά χώρα. Με άλλα λόγια, η οικονομική κατάσταση του Ελληνικού Δημοσίου θεωρείται ότι δεν συμβάλλει στην επιδείνωση της πιθανότητας αθέτησης των ελληνικών επιχειρήσεων. Η υπόθεση αυτή θεωρητικά εγείρει ενστάσεις, καθώς έρχεται σε αντίθεση με την τραπεζική πρακτική, όπου οι παράγοντες κινδύνου είναι πολύ περισσότεροι, μεταξύ των οποίων και ο κυβερνητικός κίνδυνος, με τις εξελίξεις της τρέχουσας κρίσης χρέους, καθώς και με τις υποθέσεις των υποδειγμάτων πιστωτικού κινδύνου για εμπορικούς σκοπούς (π.χ. CreditMetrix).²⁷ Επίσης, το υπόδειγμα βασίζεται και σε μια δεύτερη υπόθεση, ότι κάθε δάνειο αποτελεί ένα μικρό ποσοστό του συνολικού χαρτοφυλακίου. Αυτό σημαίνει ότι δεν λαμβάνεται υπόψη η διαφοροποίηση μεταξύ των πιστούχων ούτε ο κίνδυνος συγκέντρωσης (concentration risk), ο οποίος έχει αφαιρεθεί στον Πυλώνα II.

Παρά την κριτική, το υπόδειγμα επιλέχθηκε διότι οι κεφαλαιακές απαιτήσεις που υπολογίζονται είναι ανεξάρτητες από τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου πιστοδοτήσεων. Αυτό σημαίνει ότι τα κεφάλαια που απαιτούνται για να καλύψουν μια πιστοδότηση δεν εξαρτώνται από το χαρτοφυλάκιο στο οποίο ανήκει η πιστοδότηση, αλλά μόνο από τους κινδύνους που ενέχει (portfolio invariant).²⁸ Η ιδιότητα αυτή είναι βολική για τον υπολογισμό των συνολικών κεφαλαίων με απλή άθροιση των επιμέρους κεφαλαιακών απαιτήσεων, χωρίς να απαιτείται ο προσδιορισμός πίνακα διακυμάνσεων-συνδιακυμάνσεων. Επίσης, τα κεφάλαια που προκύπτουν βασίζονται στη διαβάθμιση (rating-based), καθώς ο προσδιορισμός των τριών παραμέτρων πιστωτικού κινδύνου (PD, LGD και EAD) αρκεί για την εκτίμησή τους. Τέλος, η προσέγγιση καλύπτει την απαίτηση των εποπτικών αρχών για την εφαρμογή ενιαίου πλαισίου σε διαφορετικά τραπεζικά συστήματα και χώρες.

Με την υπόθεση ότι ο συστηματικός παράγοντας κινδύνου κατανέμεται²⁹ κανονικά και αφού προσδιορίστηκε βαθμός εμπιστοσύνης 99,9%, ο υπολογισμός των κεφαλαίων βασίζεται στην εξίσωση:

$$CaR = VaR(99,9\%) - PD \times LGD + M_{adj}$$

$$\Rightarrow CaR = PD_A \times LGD - PD \times LGD + M_{adj}$$

όπου CaR : Capital at Risk (απαιτούμενα κεφάλαια),

$VaR(99,9\%)$: μη αναμενόμενη ζημία σε επίπεδο εμπιστοσύνης 99,9%,

PD_A : υπό συνθήκη πιθανότητα αθέτησης,

M_{adj} : προσαρμογή ληκτότητας,³⁰

Οι παράμετροι PD και LGD πρέπει να εκτιμηθούν από την ίδια την τράπεζα, ενώ η πρόκληση είναι η εκτίμηση PD_A , δηλαδή της πιθανότητας αθέτησης υπό συνθήκες πίεσης και κρίσης.³¹ Η Επιτροπή της Βασιλείας χρησιμοποίησε για την εκτίμηση του PD_A το υπόδειγμα Vasicek, σύμφωνα με το οποίο (στο Πλαίσιο 3 παρουσιάζεται αναλυτικότερα το υπόδειγμα):

$$PD_A = N \left[\sqrt{\frac{1}{1-R}} * G(PD) + \sqrt{\frac{R}{1-R}} * G(0.999) \right]$$

όπου PD : η πιθανότητα αθέτησης σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της τράπεζας,

N : κανονική κατανομή,

G : αντίστροφη κανονική κατανομή,

²⁷ Το υπόδειγμα ASRF μπορεί να παραλληλιστεί με το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων CAPM που είναι μονομεταβλητό. Θεωρητικά και εμπειρικά τα πολυμεταβλητά υποδείγματα δίνουν καλύτερα αποτελέσματα.

²⁸ Βλ. BCBS (2005) και Gordy (2003).

²⁹ Αυτό αποτελεί άλλη μια υπόθεση που επιδέχεται κριτική. Αν παραδείγματος χάριν θεωρήσουμε ότι ο συστηματικός παράγοντας προσεγγίζεται από την αύξηση του ΑΕΠ, τότε πολλές εμπειρικές μελέτες έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα της μη κανονικότητας της κατανομής.

³⁰ Το υπόδειγμα Vasicek (βλ. Πλαίσιο 3) υπολογίζει την υπό συνθήκη πιθανότητα αθέτησης με χρονικό ορίζοντα ενός έτους. Όμως τα μακροχρόνια δάνεια έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα αθέτησης από τα βραχυχρόνια δάνεια. Για να απεικονιστεί αυτό και αποκλειστικά για το επιχειρηματικό χαρτοφυλάκιο προστέθηκε η προσαρμογή ληκτότητας, η οποία προσδιορίζεται ως:

$$M_{adj} = \frac{1}{1-1.5b} * (1 + (M - 2.5) * b)$$

$$b = (0.11852 - 0.05478 * \log PD)^2$$

³¹ Για το LGD δεν υπάρχει η απαίτηση να εκτιμηθεί σε περιόδους πίεσης και κρίσης, αλλά έτσι και αλλιώς η εκτίμηση του LGD πρέπει να περιλαμβάνει περιόδους κάμψης της οικονομικής δραστηριότητας (downturn LGD).

R : συντελεστής συσχέτισης αθετήσεων,

PD_A : υπό συνθήκη πιθανότητα αθέτησης.

σχέσης με το PD και εισάγει τον περιορισμό να κυμαίνεται μεταξύ 12% και 24%. Η ακριβής σχέση είναι:

$$R = 1,25 \times \left[0,12 \times \left[\frac{1 - e^{-50PD}}{1 - e^{-50}} \right] + 0,24 \left[1 - \frac{1 - e^{-50PD}}{1 - e^{-50}} \right] \right] + SME_{adj}$$

Ο συντελεστής συσχέτισης των αθετήσεων R μετρά το συστηματικό κίνδυνο των δανείων σε σχέση με το μοναδιαίο παράγοντα κινδύνου (την κατάσταση της διεθνούς οικονομίας) και συνεπώς έχει περισσότερη την έννοια του συντελεστή βήτα (beta) στα CAPM υποδείγματα παρά του συντελεστή συσχέτισης μεταξύ των δανείων. Το πλαίσιο της Βασιλείας, αναγνωρίζοντας ότι ο συντελεστής R δεν μπορεί να εκτιμηθεί αξιόπιστα από τις τράπεζες, προχωρεί στον καθορισμό της συναρτησιακής του

Η αντίστροφη συναρτησιακή σχέση του R με το PD και οι περιορισμοί που έχουν τεθεί βασίζονται στην υπόθεση ότι οι αθετήσεις υποχρεώσεων είναι αποτέλεσμα κυρίως του ιδιοσυγκρατικού κινδύνου και λιγότερο του συστηματικού κινδύνου, υπόθεση που μένει να αποδειχθεί εμπειρικά.

Πλαίσιο 3

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ VASICEK

Το υπόδειγμα Vasicek αποτελεί μια τροποποίηση του υποδείγματος του Merton. Το υπόδειγμα του Merton βασίζεται στην ιδέα ότι η αξία ενός δανείου προσομοιάζει με ένα δικαίωμα αγοράς (call option) και με βάση γνωστά υποδείγματα αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσως (π.χ. Black-Scholes) μπορούμε να υπολογίσουμε τη λεγόμενη “απόσταση από την αθέτηση” (distance to default). Παραδείγματος χάριν, αν το σύνολο του ενεργητικού μιας επιχείρησης είναι 100 ευρώ, τα ξένα κεφάλαια 80 ευρώ και η διακύμανση του ενεργητικού 20 ευρώ, τότε η Απόσταση από την Αθέτηση (DD) είναι $DD = (100 - 80) / 10 = 2$ τυπικές αποκλίσεις, που αντιστοιχεί σε διάστημα εμπιστοσύνης 95% και συνεπώς σε πιθανότητα αθέτησης 2,5%. Αν γνωρίζουμε την πιθανότητα αθέτησης με την αντίστροφη κανονική κατανομή (N^{-1} ή G) μπορούμε να προσδιορίσουμε το DD. Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλ. Saunders and Allen (2010), Κεφάλαιο 4.

Βασίζόμενο στην παραπάνω ιδιότητα, αναπτύσσεται το υπόδειγμα Vasicek (βλ. Vasicek, 2002), όπου η ζημία y για οποιοδήποτε χρηματοοικονομικό μέσο για χρονική περίοδο ενός έτους είναι συνάρτηση ενός συστηματικού παράγοντα e και ενός ιδιοσυγκρατικού παράγοντα ω . Αν w_1 , w_2 οι συντελεστές βαρύτητας των δύο παραγόντων, τότε η ζημία μπορεί να γραφεί ως:

$$y = w_1 \times e + w_2 \times \omega$$

Αναζητούμε την πιθανότητα η ζημία y να μην πέσει κάτω από ένα κρίσιμο όριο a , σημείο στο οποίο θεωρείται ότι ο πιστούχος έχει αθετήσει τις υποχρεώσεις του. Συνεπώς

$$P(y < a) = P(w_1 \times e + w_2 \times \omega < a) = P\left(\omega < \frac{a - w_1 \times e}{w_2}\right)$$

Με την υπόθεση της κανονικής κατανομής του ιδιοσυγκρατικού κινδύνου,

$$P(y < a) = N\left(\frac{a - w_1 \times e}{w_2}\right) = N\left(\frac{1}{w_2} \times a + \frac{w_1}{w_2} \times (-e)\right)$$

Αν γνωρίζουμε το PD της τράπεζας, το κρίσιμο όριο a μπορεί να προσδιοριστεί ως

$$a = N^{-1}(PD) = G(PD)$$

Όσον αφορά τον συστηματικό κίνδυνο, αυτός θεωρείται ότι ακολουθεί την κανονική κατανομή και προσδιορίστηκε με διάστημα εμπιστοσύνης 99,9%, συνεπώς

$$N^{-1}(99,9\%) = -3,09 = -e$$

Τέλος, αν ορίσουμε τους συντελεστές βαρύτητας ανάλογα με το συντελεστή συσχέτισης R , ως $w_1 = \sqrt{R}$ και $w_2 = \sqrt{1-R}$, καταλήγουμε στην παρακάτω έκφραση για την υπό συνθήκη πιθανότητα αθέτησης PD_A :

$$PD_A = N\left[\sqrt{\frac{1}{1-R}} * G(PD) + \sqrt{\frac{R}{1-R}} * G(0,999)\right]$$

6 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΑΓΟΡΑΣ

6.1 ΣΥΝΙΣΤΩΣΕΣ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΑΓΟΡΑΣ

Ο κίνδυνος αγοράς ορίζεται ως ο κίνδυνος μεταβολής της αξίας των στοιχείων του χαρτοφυλακίου συναλλαγών της τράπεζας λόγω μεταβολής των τιμών της αγοράς, δηλαδή μεταβολών των επιτοκίων, των συναλλαγματικών ισοτιμιών, των τιμών των μετοχών (ή δεικτών) και των τιμών των εμπορευμάτων. Για σκοπούς κεφαλαιακής επάρκειας ο κίνδυνος αγοράς αφορά το χαρτοφυλάκιο συναλλαγών, που περιλαμβάνει θέσεις με σκοπό τη διαπραγμάτευση (trading) και θέσεις με σκοπό την αντιστάθμιση κινδύνων σχετιζόμενων με άλλα στοιχεία του χαρτοφυλακίου συναλλαγών (hedging). Τα χρηματοπιστωτικά μέσα που απαρτίζουν ένα χαρτοφυλάκιο συναλλαγών συνήθως είναι τα ομόλογα και άλλα χρεόγραφα, οι θέσεις σε συνάλλαγμα, οι μετοχές, οι θέσεις σε εμπορεύματα, τα αμοιβαία κεφάλαια και παράγωγα μέσα που έχουν ως υποκείμενο μέσο κάποιο από τα παραπάνω.

Ο κίνδυνος αγοράς για σκοπούς κεφαλαιακών απαιτήσεων περιλαμβάνει τις παρακάτω συνιστώσες:

– Κίνδυνος θέσης (position risk)

Ειδικός κίνδυνος θέσης (specific position risk), ο οποίος προέρχεται από τη μεταβολή της

αξίας ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, λόγω της μεταβολής του κινδύνου που φέρει ο εκδότης του.

Γενικός κίνδυνος θέσης (general position risk), ο οποίος προέρχεται από τη μεταβολή της αξίας ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, λόγω της μεταβολής της αγοραίας τιμής του.

– Συναλλαγματικός κίνδυνος

Ο κίνδυνος συναλλαγματικών ισοτιμιών (foreign exchange risk) αφορά τον κίνδυνο απρόβλεπτης μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών για στοιχεία του χαρτοφυλακίου συναλλαγών και του τραπεζικού χαρτοφυλακίου που είναι εκφρασμένα σε ξένο νόμισμα.

– Κίνδυνος αντισυμβαλλομένου

Ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου (counterparty risk) αναφέρεται στην πιθανότητα ζημίας σε περίπτωση που ο αντισυμβαλλόμενος σε μια συναλλαγή αθετήσει τις υποχρεώσεις του πριν από τον οριστικό διακανονισμό των χρηματοροών της συναλλαγής.

– Κίνδυνος διακανονισμού/ατελών συναλλαγών

Ο κίνδυνος διακανονισμού (settlement risk) αναφέρεται στην πιθανότητα ζημίας λόγω δυσμενούς μεταβολής της τιμής ενός χρηματοπιστωτικού μέσου αν δεν έχει διακανονισ-

στεί μετά τις προβλεπόμενες ημερομηνίες παράδοσής του. Βεβαίως αφορά συναλλαγές για τις οποίες έχει καταβληθεί το τίμημα και αναμένεται ο διακανονισμός (DVP transactions). Αντίθετα ο κίνδυνος ατελών συναλλαγών (incomplete transactions risk) αναφέρεται στην πιθανότητα ζημίας λόγω δυσμενούς μεταβολής της τιμής ενός χρηματοπιστωτικού μέσου για συναλλαγές για τις οποίες έχει καταβληθεί το αντίτιμο προτού παραδοθούν οι τίτλοι ή έχουν παραδοθεί οι τίτλοι προτού ληφθεί το σχετικό αντίτιμο (non-DVP transactions).

– Κίνδυνος μεγάλων χρηματοδοτικών ανοιγμάτων (MXA)

Ο κίνδυνος μεγάλων χρηματοδοτικών ανοιγμάτων (large exposures from trading positions) προέρχεται από την υπέρβαση των ορίων MXA προς συγκεκριμένους αντισυμβαλλομένους όταν η υπέρβαση προέρχεται από το χαρτοφυλάκιο συναλλαγών.

6.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΠΟΠΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Τα εποπτικά κεφάλαια για τον κίνδυνο αγοράς καθορίζονται, σύμφωνα με τη Βασιλεία II, ως:

Εποπτικά Κεφάλαια = VaR + SR,

ενώ σύμφωνα με τη Βασιλεία III ως:

Εποπτικά Κεφάλαια = VaR + SR + sVaR + IRC.

Οι έννοιες και τα σύμβολα διευκρινίζονται στη συνέχεια.

α) Γενικός κίνδυνος θέσης

Για το γενικό κίνδυνο θέσης, ως κριτήριο επικινδυνότητας χρησιμοποιείται η διακύμανση της αξίας των χρηματοπιστωτικών μέσων που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο συναλλαγών. Η διακύμανση της αξίας και τα απαιτούμενα κεφάλαια προσεγγίζονται έμμεσα με βάση τη ληκτότητα των μέσων (τυποποιημένη μέθοδος

– standardised approach) ή άμεσα με την απευθείας εκτίμησή τους (μέθοδος εσωτερικών υποδειγμάτων – internal model approach).

Στην τυποποιημένη μέθοδο υπάρχουν αναλυτικοί κανόνες μέτρησης των αναγκαίων κεφαλαίων για κάθε στοιχείο του χαρτοφυλακίου συναλλαγών. Αντίθετα, αν η τράπεζα έχει αναπτύξει υπόδειγμα μέτρησης της μέγιστης δυνητικής ζημίας (VaR model, βλ. Παράρτημα 2), τα αναγκαία κεφάλαια C_i προκύπτουν ως ένα πολλαπλάσιο k (όπου $\min k=3$, και αυξάνεται ανάλογα με τον αριθμό αστοχιών στον εκ των υστέρων έλεγχο - backtesting) της εκτιμώμενης ζημίας:

$$C_i = \max \left(VaR_i^{(10)}, k \frac{1}{60} \sum_{i=1}^{60} VaR_{t-i}^{(10)} \right)$$

Η δυνητική ζημία (VaR) αναφέρεται στη μέγιστη ενδεχόμενη ζημία που μπορεί να υποστεί ο κάτοχος ενός χαρτοφυλακίου με θέσεις σε χρηματοοικονομικά προϊόντα σε δεδομένη χρονική περίοδο και με δεδομένη πιθανότητα. Η χρονική περίοδος και η πιθανότητα εξαρτώνται από την περίοδο προγραμματισμού και το βαθμό ανοχής στον κίνδυνο. Για εποπτικούς σκοπούς η χρονική περίοδος καθορίζεται σε 10 ημέρες, το επίπεδο εμπιστοσύνης στο 99% και πρέπει να χρησιμοποιηθούν ιστορικά στοιχεία 250 ημερών τουλάχιστον.

Από την αρχή της κρίσης έγινε σαφές ότι ορισμένοι κίνδυνοι του χαρτοφυλακίου συναλλαγών είχαν υποεκτιμηθεί, όπως οι κίνδυνοι από θέσεις σε σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα και οι κίνδυνοι από θέσεις σε μέσα που είναι αντικείμενα διαπραγμάτευσης σε αγορές με μικρή συναλλακτική δραστηριότητα. Τα υποδείγματα VaR, αν και ολοένα αυξάνουν σε πολυπλοκότητα, δεν μπόρεσαν να αποτυπώσουν ικανοποιητικά τους παραπάνω κινδύνους. Έτσι, στο νέο πλαίσιο της Βασιλείας III προβλέπεται ότι στο υπάρχον υπόδειγμα VaR προστίθεται νέο συμπληρωματικό υπόδειγμα Stressed Value-at-Risk (sVaR) για

περιπτώσεις διαταραχής στους παράγοντες κινδύνου. Για το sVaR χρησιμοποιούνται οι παράμετροι (10 ημέρες, 99,9%) με χρονικό ορίζοντα ένα συνεχόμενο 12μηνο διαταραχής. Τα απαιτούμενα κεφάλαια C_t για το γενικό κίνδυνο θα υπολογίζονται ως:

$$C_t = \max \left(VaR_t^{(10)}, k_1 \frac{1}{60} \sum_{i=1}^{60} VaR_{t-i}^{(10)} \right) + \max \left(sVaR_t^{(10)}, k_2 \frac{1}{60} \sum_{i=1}^{60} sVaR_{t-i}^{(10)} \right)$$

με $k_1, k_2 \geq 3$

Ο υπολογισμός των εποπτικών κεφαλαίων με τη μεθοδολογία VaR είναι μία εκτίμηση που βασίζεται σε στατιστική μεθοδολογία και διευκολύνει την αποτύπωση σύνθετων σχέσεων. Συνεπώς σε κάποια φάση σταματά να αποτελεί μέθοδο διαχείρισης κινδύνων και μετατρέπεται σε “κουλούρα” διαχείρισης κινδύνων. Το όριο είναι δυσδιάκριτο και εξαρτάται από την εμπειρία των ιθυνόντων, την ανεκτικότητα στον κίνδυνο, και το κυριότερο, τη φιλοσοφία λήψης αποφάσεων. Σε καμία όμως περίπτωση δεν πρέπει να δίνει μία ψευδαίσθηση ασφάλειας. Όπως όλα τα υποδείγματα, βασίζεται σε κάποιες παραδοχές οι οποίες, όσο αληθοφανείς και αν είναι, ανατρέπονται συχνά από την πραγματικότητα. Με άλλα λόγια, ενέχει σημαντικό κίνδυνο υποδείγματος (model risk).

β) Ειδικός κίνδυνος θέσης

Για τον ειδικό κίνδυνο θέσης, ως κριτήριο επικινδυνότητας χρησιμοποιείται η εξωτερική διαβάθμιση του εκδότη των χρηματοπιστωτικών μέσων που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο συναλλαγών. Τα απαιτούμενα κεφάλαια (SR) προσεγγίζονται έμμεσα με βάση τη διαβάθμιση (τυποποιημένη μέθοδος – standardised approach) ή άμεσα με την απευθείας εκτίμησή τους με υπόδειγμα VaR (μέθοδος εσωτερικών υποδείγματος – internal model approach). Όμως αποδείχθηκε ότι τα υποδείγματα VaR καλύπτουν μερικώς ή δεν καλύπτουν καθόλου τον ειδικό κίνδυνο θέσης. Για το λόγο αυτό η Βασιλεία III έθεσε νέα ποιοτικά κριτήρια και επέβαλε επιπλέον κεφάλαια (Incremental Risk Charge, IRC) για μη τιτλοποιημένες θέσεις για την κάλυψη του κινδύνου αθέτησης (default

risk) και κινδύνου μετάθεσης (migration risk). Το IRC πρέπει να αντιπροσωπεύει εκτίμηση αθέτησης και μετάθεσης σε χρονικό ορίζοντα ενός έτους και επιπέδου εμπιστοσύνης 99,9%, χρησιμοποιώντας στοιχεία ανάλογα με τον ορίζοντα ρευστοποίησης.

γ) Κίνδυνος αντισυμβαλλομένου

Για τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου, ως κριτήριο επικινδυνότητας θεωρείται η διαβάθμιση του αντισυμβαλλομένου. Κατ' ουσίαν αποτελεί συνιστώσα πιστωτικού κινδύνου που εμφανίζεται σε χρηματοπιστωτικά μέσα που έχουν ημερομηνία διακανονισμού διαφορετική από την ημερομηνία συμφωνίας, δηλαδή σε εξωχρηματιστηριακά παράγωγα (OTC) και συναλλαγές χρηματοδότησης τίτλων (SFTs). Ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου έχει δύο διαστάσεις, μια χρονική διάσταση, καθώς το ενδεχόμενο άνοιγμα εξαρτάται από την αθέτηση του αντισυμβαλλομένου και ποσοτικοποιείται αν ο αντισυμβαλλόμενος αθετήσει, και μια δυνητική διάσταση, καθώς το ενδεχόμενο εμφάνισης ζημιών μεταβάλλεται διαχρονικά, ανάλογα με το αν η συναλλαγή έχει θετική ή αρνητική αξία. Συνεπώς, το άνοιγμα υπολογίζεται ως το άθροισμα του τρέχοντος ανοίγματος και ενός ενδεχόμενου μελλοντικού ανοίγματος (potential future exposure). Το τρέχον άνοιγμα προσεγγίζεται με το κόστος αντικατάστασης, ενώ η πρόκληση είναι ο υπολογισμός του ενδεχόμενου μελλοντικού ανοίγματος. Το πλαίσιο της Βασιλείας προβλέπει εναλλακτικές μεθόδους και δίνει τη δυνατότητα ανάπτυξης αντίστοιχου υποδείγματος.

Ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου επιδεινώθηκε σημαντικά εξαιτίας της χρηματοπιστωτικής κρίσης 2007-08 και της τρέχουσας κρίσης χρέους. Τα υποδείγματα είναι σε εμβρυακή μορφή και συνήθως παραλείπουν σημαντικές συνιστώσες του κινδύνου. Το πλαίσιο της Βασιλείας III έλαβε τρία κυρίως πρόσθετα μέτρα:

- Αποτύπωση του wrong-way risk

Wrong-way risk υφίσταται όταν η αξία ενός ανοίγματος προς αντισυμβαλλόμενο συσχε-

τίζεται αρνητικά με την πιστοληπτική ικανότητα του αντισυμβαλλομένου (PD και EAD συσχετίζονται). Παραδείγματος χάριν, σε μια σύμβαση ανταλλαγής συναλλάγματος ενυπάρχουν ο πιστωτικός κίνδυνος και ο κίνδυνος συναλλάγματος, ο οποίος μπορεί να επηρεάσει το ύψος του ανοίγματος.

- Αποτύπωση του Credit Valuation Adjustment (CVA)

Το CVA αντιπροσωπεύει την πιθανή ζημία από αποτίμηση στην αγορά όταν αυτή συνδέεται με επιδείνωση της πιστοληπτικής ικανότητας του αντισυμβαλλομένου (spread risk). Επιδεινώθηκε ιδιαίτερα με την κρίση χρέους στην ευρωζώνη.

- Εξωχρηματιστηριακά παράγωγα

Δόθηκαν κίνητρα εκκαθάρισης μέσω κεντρικού αντισυμβαλλομένου και προβλέπεται αύξηση των κεφαλαιακών απαιτήσεων για συμβόλαια που εκκαθαρίζονται διμερώς.

6.3 ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ

Τα στοιχεία που δεν ανήκουν στο χαρτοφυλάκιο συναλλαγών (non-trading book, τραπεζικό χαρτοφυλάκιο) δεν αξιολογούνται από πλευράς κεφαλαιακών απαιτήσεων ως προς τον κίνδυνο αγοράς που φέρουν. Αυτό δεν σημαίνει ότι δεν ενέχουν στην πραγματικότητα κίνδυνο αγοράς, και ειδικότερα επιτοκιακό κίνδυνο. Ως επιτοκιακός κίνδυνος νοείται ο κίνδυνος στον οποίο εκτίθεται μια τράπεζα από απρόσμενες μεταβολές των επιτοκίων. Μπορούμε να διακρίνουμε τέσσερις πηγές επιτοκιακού κινδύνου:

- Τον ετεροχρονισμό στη ληκτότητα των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων για τις περιπτώσεις σταθερών επιτοκίων ή τον ετεροχρονισμό στην περίοδο επαναπροσδιορισμού των επιτοκίων για τις περιπτώσεις κυμαινόμενων επιτοκίων (repricing risk).
- Την ατελή συσχέτιση που υπάρχει μεταξύ των επιτοκίων απαιτήσεων και υποχρεώσεων

που έχουν διαφορετική βάση υπολογισμού (basis risk).

- Τις μεταβολές στην κλίση ή στο σχήμα της καμπύλης αποδόσεων (yield curve risk).
- Τη μεταβολή της αξίας του εμπορικού χαρτοφυλακίου (trading risk).

Οι μεταβολές των επιτοκίων επιδρούν στο καθαρό αποτέλεσμα της τράπεζας μέσω των μεταβολών στα καθαρά έσοδα από τόκους ή στην αξία της καθαρής θέσης. Η επίδραση μπορεί να ποσοτικοποιηθεί με τη μέτρηση του χάσματος επανατιμολόγησης (repricing gap) ή του χάσματος διάρκειας (duration gap).

Το χάσμα επανατιμολόγησης (RGAP-repricing gap) ορίζεται ως η διαφορά εκτοκιζόμενων στοιχείων ενεργητικού (RSA) και εκτοκιζόμενων στοιχείων παθητικού (RSL) και η επίπτωση στα καθαρά κέρδη από τόκους (NII) υπολογίζεται ως:

$$RGAP = RSA - RSL$$

$$NII = RGAP \times \Delta r$$

όπου Δr : μεταβολή επιτοκίων.

Το χάσμα διάρκειας (DGAP – duration gap) ορίζεται ως η διαφορά της μέσης διάρκειας των στοιχείων ενεργητικού (D_A) και της μέσης διάρκειας των στοιχείων (D_L) και η επίπτωση στην αξία της καθαρής θέσης (ΔE) υπολογίζεται ως:

$$DGAP = D_A - \lambda D_L$$

$$\Delta E = DGAP \times A \times \frac{\Delta r}{1 + r}$$

όπου λ : δείκτης μόχλευσης,

A : αξία ενεργητικού.

7 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

7.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Ο λειτουργικός κίνδυνος ενυπάρχει σε κάθε δραστηριότητα της τράπεζας και η παραδο-

σιακή προσέγγιση τον θεωρούσε ως το κόστος του επιχειρείν (cost of doing business), που σημαίνει ότι αρκούσε η ex post παρακολούθησή του παρά η ex ante διαχείρισή του. Το πλαίσιο της Βασιλείας αλλάζει την παραδοσιακή προσέγγιση και αναγνωρίζει το λειτουργικό κίνδυνο ως χωριστό κίνδυνο από τους υπόλοιπους, όπου η διαχείρισή του δημιουργεί ένα νέο τομέα γνώσεων, με δική του δομή, εργαλεία και διαδικασίες. Η απόφαση της Επιτροπής της Βασιλείας δέχθηκε αρκετές κριτικές, αφού πολλοί ακαδημαϊκοί και τραπεζικοί θεωρούν ότι ο κίνδυνος δεν είναι αυτόνομος και ενυπάρχει σε όλους τους υπόλοιπους τραπεζικούς κινδύνους. Για να καταστεί η προσέγγιση λειτουργική, η πρόκληση ήταν να βρεθεί ένας κατάλληλος και εύχρηστος ορισμός και να προσδιοριστούν μεθοδολογίες μέτρησης. Επελέγη ο ορισμός να βασιστεί στις αιτίες και τα αποτελέσματα που συνδέονται με την έκθεση στον κίνδυνο αυτό.

Γενικά, μπορούμε να διακρίνουμε δύο συνιστώσες του λειτουργικού κινδύνου, τον επιχειρηματικό κίνδυνο και τον κίνδυνο γεγονότος. Ο πρώτος αναφέρεται στην πιθανότητα εμφάνισης ζημιών από την αποτυχία του επιχειρηματικού μοντέλου της τράπεζας και ο δεύτερος στην πιθανότητα εμφάνισης ζημιών από την εκδήλωση γεγονότων που επιφέρουν ζημία. Υιοθετήθηκε η δεύτερη προσέγγιση και ο ορισμός του λειτουργικού κινδύνου αναφέρεται στις απώλειες που μπορούν να εμφανιστούν στις τράπεζες ως αποτέλεσμα ανεπάρκειας ή αποτυχίας των εσωτερικών διαδικασιών, εσκεμμένων ή μη ανθρωπίνων λαθών, αναποτελεσματικών ή προβληματικών συστημάτων ή εξωτερικών γεγονότων. Αυτός ο ορισμός περιλαμβάνει τους νομικούς κινδύνους, αλλά αποκλείει τον κινδύνους στρατηγικής και φήμης, καθώς και τους συστημικούς κινδύνους. Για να διευκολύνει περαιτέρω την υλοποίηση του ορισμού, το πλαίσιο διέκρινε επτά εποπτικές κατηγορίες λειτουργικού κινδύνου που τείνουν να γίνουν πρότυπα στην αγορά. Οι κατηγορίες είναι (1) η εξωτερική απάτη, (2) η εσωτερική απάτη,

(3) πρακτικές απασχόλησης και ασφάλεια χώρου εργασίας, (4) πελάτες, προϊόντα και επιχειρηματικές πρακτικές, (5) πρόκληση ζημίας σε φυσικά περιουσιακά στοιχεία, (6) διακοπή εργασιακής ροής και αστοχίες συστημάτων και (7) εκτέλεση, επίδοση και διαχείριση διαδικασιών.

Αναλύοντας τα χαρακτηριστικά των γεγονότων λειτουργικού κινδύνου, μπορούμε να διακρίνουμε δύο κατηγορίες γεγονότων:

- υψηλής συχνότητας και μικρού αποτελέσματος (high frequency, low impact) και
- χαμηλής συχνότητας και μεγάλου αποτελέσματος (low frequency, high impact).

Η επίγνωση των δύο αυτών χαρακτηριστικών βοηθά μια τράπεζα στην καλύτερη διαχείριση του λειτουργικού κινδύνου, αρκεί να προβεί σε αναγκαίες οργανωτικές ρυθμίσεις και να αναπτύξει τα κατάλληλα εργαλεία. Για το πρώτο, οι τράπεζες προχώρησαν στη δημιουργία κεντρικών μονάδων που επικεντρώνονται σε συγκεκριμένα τμήματα του λειτουργικού κινδύνου, όπως οι διαδικασίες λειτουργίας, η αποτροπή ξεπλύματος χρήματος, η συνέχιση επιχειρηματικής δραστηριότητας, η διαχείριση προμηθευτών και ανάθεσης εργασιών σε τρίτους, καθώς και η αντιμετώπιση της εξωτερικής απάτης, γεγονός που βελτίωσε την επίγνωση για το λειτουργικό κίνδυνο. Παράλληλα αναπτύχθηκαν βάσεις δεδομένων για τη συλλογή, αξιολόγηση και αναφορά των γεγονότων λειτουργικού κινδύνου, συμπεριλαμβανομένων των συναφών ζημιών, ολοκληρώθηκαν συστήματα αυτοαξιολόγησης για κάθε δραστηριότητα που εξετάζουν το πλαίσιο των εσωτερικών ελέγχων για την αναγνώριση, παρακολούθηση και διαχείριση τυχόν αδυναμιών και, τέλος, επελέγησαν οι Βασικοί Δείκτες Κινδύνου (KRIs) ανά δραστηριότητα, οι οποίοι προσπαθούν να προσδιορίσουν ενδεχόμενη έκθεση σε λειτουργικό κίνδυνο και να σηματοδοτήσουν τις αναγκαίες παρεμβάσεις όταν αυτοί υπερβούν προκαθορισμένα επίπεδα.

7.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΠΟΠΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Το πλαίσιο εισηγείται τρεις εναλλακτικές μεθόδους υπολογισμού των ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων που απαιτούνται για την κάλυψη έναντι του λειτουργικού κινδύνου. Αυτές οι μέθοδοι είναι:

- η Προσέγγιση του Βασικού Δείκτη (Basic Indicator Approach),
- η Τυποποιημένη Προσέγγιση (Standardised Approach),

- η Εξελιγμένη Προσέγγιση (Advanced Measurement Approach).

Οι δύο πρώτες απλοϊκές μεθοδολογίες ορίζουν το λειτουργικό κίνδυνο ως συνάρτηση του ακαθάριστου εισοδήματος, είτε για το σύνολο της τράπεζας είτε για επιμέρους επιχειρησιακές δραστηριότητες. Η υπόθεση του ακαθάριστου εισοδήματος ως δείκτη λειτουργικού κινδύνου έχει δεχθεί σημαντική κριτική καθώς θεωρείται ως προβληματική προσέγγιση του κινδύνου. Η ανάλυση των δύο μεθόδων παρουσιάζεται στο Πλαίσιο 4.

Πλαίσιο 4

Η ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΟΥ ΒΑΣΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ΚΑΙ Η ΤΥΠΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΓΙΑ ΤΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΚΙΝΔΥΝΟ

Η Προσέγγιση του Βασικού Δείκτη προσδιορίζει την κεφαλαιακή απαίτηση έναντι του λειτουργικού κινδύνου ως ένα προκαθορισμένο ποσοστό (15%) (που είναι γνωστό ως “δείκτης άλφα” – “alpha factor”) του Σχετικού Δείκτη Εισοδήματος. Ο “Σχετικός Δείκτης Εισοδήματος” ορίζεται ως ο μέσος όρος των τριών τελευταίων ετών, πριν από την ημερομηνία αναφοράς, των Ακαθάριστων Λειτουργικών Εσόδων και θεωρείται ως προσέγγιση της έκθεσης της τράπεζας σε κίνδυνο.

Η Τυποποιημένη Προσέγγιση προϋποθέτει το διαχωρισμό των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της τράπεζας σε οκτώ προκαθορισμένες κατηγορίες. Η κεφαλαιακή απαίτηση έναντι του λειτουργικού κινδύνου κάθε κατηγορίας υπολογίζεται ως ένα προκαθορισμένο ποσοστό (που είναι γνωστό ως “δείκτης βήτα” – “beta factor”) του Σχετικού Δείκτη Εισοδήματος από την κατηγορία αυτή. Οι κατηγορίες επιχειρηματικών δραστηριοτήτων και ο αντίστοιχος δείκτης βήτα είναι:

Υπηρεσίες προς Επιχειρήσεις (Corporate Finance)	18%
Διαπραγμάτευση και πωλήσεις χρηματοπιστωτικών μέσων (Trading and Sales)	18%
Λιανική τραπεζική (Retail Banking)	12%
Εμπορική τραπεζική (Commercial Banking)	15%
Διενέργεια και διακανονισμός πληρωμών (Payment & Settlement)	18%
Υπηρεσίες φύλαξης και διαχείρισης (Agency Services)	15%
Διαχείριση περιουσιακών στοιχείων (Asset Management)	12%
Υπηρεσίες διαμεσολάβησης σε πελάτες λιανικής (Retail Brokerage)	12%

Στην εξελιγμένη προσέγγιση, η κεφαλαιακή απαίτηση ισούται με το μέγεθος του κινδύνου όπως υπολογίζεται από το εσωτερικό σύστημα ποσοτικοποίησης ζημιών λειτουργ-

γικού κινδύνου. Το σύστημα μέτρησης λειτουργικού κινδύνου πρέπει να περιλαμβάνει τα εξής κύρια στοιχεία (AMA 4 key elements):

- Εσωτερικά δεδομένα ζημιών.
- Εξωτερικά δεδομένα ζημιών.
- Ανάλυση σεναρίων.
- Ανάλυση παραγόντων που αντανακλούν το επιχειρηματικό/οικονομικό περιβάλλον και τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου.

Στη διεθνή βιβλιογραφία τα υποδείγματα βασίζονται σε πραγματικά στοιχεία ζημιών, σε σενάρια λειτουργικού κινδύνου ή σε συνδυασμό αυτών. Η πρώτη περίπτωση είναι μια παραμετρική μέθοδος, παρόμοια με το VaR, με στόχο την εκτίμηση της καμπύλης ζημιών (Loss Distribution Approach – LDA). Βασιζόμενη στις αρχές των αναλογιστικών υποδειγμάτων, εκτιμά χωριστά μια κατανομή συχνότητας εμφάνισης γεγονότων λειτουργικού κινδύνου και μια κατανομή έντασης ζημιών. Στη συνέχεια οι δύο κατανομές συνδυάζονται σε μια κατανομή ζημιών με περίπλοκες μαθηματικές προσεγγίσεις (Monte Carlo simulations ή Copulas). Η προσέγγιση LDA δημιουργεί πολλά μεθοδολογικά προβλήματα που σχετίζονται με τη διαθεσιμότητα των στοιχείων, την ανυπαρξία γεγονότων λειτουργικού κινδύνου και “ειδικών” γεγονότων λειτουργικού κινδύνου που δεν έχουν πάντοτε άμεση σχέση με τη λειτουργία της τράπεζας.

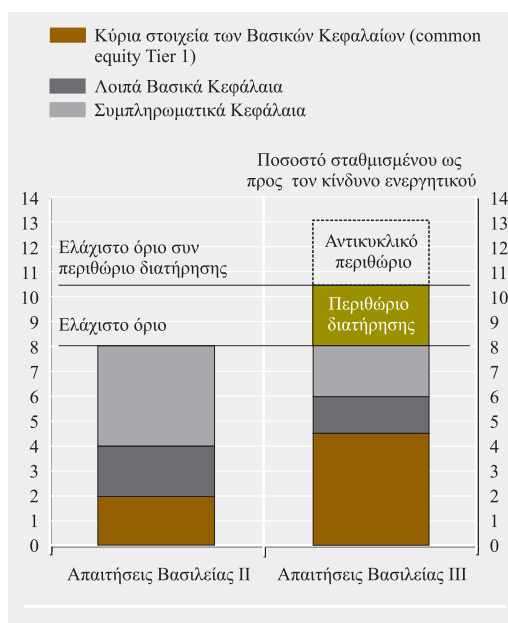
Το πρόβλημα της διαθεσιμότητας των στοιχείων μερικώς επιλύεται με δύο τρόπους. Πρώτον, με τη χρησιμοποίηση εξωτερικών στοιχείων γεγονότων και ζημιών λειτουργικού κινδύνου, αλλά σε αυτή την περίπτωση είναι δύσκολο να πειστεί η διοίκηση μιας τράπεζας να αποφασίσει διακράτηση κεφαλαίων για ένα γεγονός που συνέβη σε άλλη τράπεζα. Δεύτερον, με το συνδυασμό των πραγματικών ζημιών με σενάρια που προέρχονται από την εμπειρική γνώμη των ιθυνόντων, γεγονός που επιτείνει το πρόβλημα της υποκειμενικότητας. Όποια μέθοδος και αν ακολουθηθεί, απαιτούνται πολύπλοκες τεχνικές κατά Bayes που καθιστούν την εξελιγμένη προσέγγιση δύσκολα υλοποιήσιμη, ειδικά για μικρότερου μεγέθους τράπεζες. Επίσης, η προσέγγιση αυτή παρέχει μεγάλα περιθώρια μαθηματικών χειρισμών.

8 ΒΑΣΙΛΕΙΑ III: ΝΕΑ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΕΠΑΡΚΕΙΑΣ

8.1 ΑΠΟ ΤΗ ΒΑΣΙΛΕΙΑ II ΣΤΗ ΒΑΣΙΛΕΙΑ III

Το πλαίσιο κεφαλαιακών απαιτήσεων είναι υπό τροποποίηση από τη Βασιλεία III. Χρονικά, η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-08 εμφανίστηκε στην αρχή της προσπάθειας εφαρμογής του νέου εποπτικού πλαισίου για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις, της Βασιλείας II. Υπό αυτή την έννοια, το πλαίσιο της Βασιλείας II δεν πρόλαβε να ελεγχθεί ως προς την ικανότητά του να αμβλύνει τις επιπτώσεις μιας κρίσης. Παράλληλα όμως τα διδάγματα από την κρίση ανέδειξαν ορισμένες πρόδηλες αδυναμίες του πλαισίου και έχουν αρχίσει να υλοποιούνται αλλαγές, όσον αφορά γενικότερα την εποπτεία των τραπεζών και ειδικότερα το πλαίσιο της Βασιλείας II. Είναι προφανές ότι η Βασιλεία II υποτίμησε ορισμένους σημαντικούς κινδύνους και γενικά υπερεκτίμησε τη δυνατότητα των τραπεζών να διαχειριστούν αποτελεσματικά τους κινδύνους. Επίσης, ορισμένες μορφές κεφαλαίων αποδείχθηκε ότι δεν μπορούσαν να απορροφήσουν ζημιές και

Διάγραμμα 2 Βασιλεία III έναντι Βασιλείας II



Πίνακας 2 Νέες προτάσεις ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων

	Δείκτης Κύριων Στοιχείων των Βασικών Κεφαλαίων (Common Equity Tier 1 ratio)	Δείκτης Βασικών Κεφαλαίων (Tier 1 ratio)	Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας
Ελάχιστο όριο	4,5%	6%	8,0%
Περιθώριο διατήρησης (conservation buffer)	2,5%		
Ελάχιστο όριο και περιθώριο διατήρησης	7,0%	8,5%	10,5%
Αντικυκλικό περιθώριο (counter-cyclical buffer)	0 – 2,5%		

οι εποπτικές αρχές άρχισαν να αναθεωρούν τους ορισμούς των κεφαλαίων. Άλλωστε, στη Βασιλεία II η προσπάθεια εστιάστηκε στα απαιτούμενα κεφάλαια και στην όσο το δυνατόν καλύτερη εκτίμηση του σταθμισμένου ενεργητικού, δηλαδή στον παρονομαστή του κλάσματος του Δείκτη Κεφαλαιακής Επάρκειας. Αντίθετα, η Βασιλεία III εστιάζεται στα διαθέσιμα κεφάλαια, δηλαδή στον αριθμητή του κλάσματος. Πρέπει να σημειωθεί ότι η επίπτωση από τις προσαρμογές στα διαθέσιμα κεφάλαια είναι πολύ μεγαλύτερη (περίπου 12,5 φορές) από τις προσαρμογές στα απαιτούμενα κεφάλαια. Το σταθμισμένο ενεργητικό είναι τόσο μεγάλο σε απόλυτους αριθμούς, που μια μεταβολή του έχει σχετικά μικρή επίπτωση, ενώ αντίθετα μια μεταβολή στους ορισμούς των κεφαλαίων έχει πολύ μεγαλύτερη.

Ο Πίνακας 2 αποτυπώνει το υπό διαμόρφωση πλαίσιο, όπως αυτό ανακοινώθηκε από την Επιτροπή της Βασιλείας στις 12.9.2010.³²

Το νέο πλαίσιο εισάγει ένα νέο επίπεδο κεφαλαίου, το μετοχικό κεφάλαιο και άλλες μορφές με υψηλή ικανότητα απορρόφησης ζημιών (core Tier 1) και εισάγει ελάχιστο όριο 4,5%. Επίσης, ο Δείκτης Βασικών Κεφαλαίων (Tier 1 ratio) αυξάνεται στο 6%, ενώ ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας (CAR) παραμένει στο 8%. Περαιτέρω, συμφωνήθηκε ένα απόθεμα διατήρησης (conservation buffer) πάνω από το ελάχιστο όριο κατά 2,5% και ένα αντικυκλικό απόθεμα (counter-cycli-

cal buffer) 0%-2,5%, που καθορίζεται από την εποπτική αρχή. Το άθροισμα των δύο αποθεμάτων μπορεί να φθάσει μέχρι και το 5% του σταθμισμένου ενεργητικού³³ και πρέπει να καλυφθεί με μετοχικό κεφάλαιο. Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι προβλέπεται μεταβατική περίοδος και οι παραπάνω προτάσεις θα υλοποιηθούν πλήρως την 1.1.2019. Οι διαφορές του νέου πλαισίου σε σχέση με το υφιστάμενο μπορούν να απεικονιστούν στο Διάγραμμα 2.

8.2 ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Ένα από τα βασικότερα συμπεράσματα της κρίσης είναι ότι πολλές μορφές κεφαλαίων, ιδίως συμπληρωματικών κεφαλαίων, δεν μπόρεσαν να απορροφήσουν ζημιές με ικανοποιητικό τρόπο, με συνέπεια να τεθεί το θέμα αλλαγής του ορισμού και της σύνθεσης των χρηματοοικονομικών μέσων που μπο-

³² Βλ. BSBC, "Group of Governors and Head of Supervision announces higher global minimum standards", Press release, 12/9/2010.

³³ Για τον καθορισμό του ποσοστού αυτού η Επιτροπή της Βασιλείας διεξήγαγε ανάλυση με βάση τις πραγματικές ζημιές που υπέστησαν οι τράπεζες από διάφορες κρίσεις. Παραδείγματος χάριν, για την περίοδο 2007:Q3–2009:Q4 η μέση ζημία ήταν 5,4% του σταθμισμένου ενεργητικού, με διάμεσο 3,2% του σταθμισμένου ενεργητικού. Από την εξέταση και άλλων κρίσεων (π.χ. Ιαπωνία 2000–2002, Σουηδία και Νορβηγία 1988–1993 κ.λπ.) προέκυψε ότι οι ζημιές για συστημικές κρίσεις είναι της τάξεως του 4%-5% του σταθμισμένου ενεργητικού, ενώ για λιγότερο συστημικές κρίσεις 1%-2%. Με δεδομένο ότι υπάρχουν διαφοροποιήσεις στον υπολογισμό του σταθμισμένου ενεργητικού, καθώς και μεροληψία επιβίωσης (survivorship bias) στα αποτελέσματα καθώς εξαιρέθηκαν τράπεζες με πολύ μεγάλες ζημιές, το απόθεμα 2,5%-5% που καθορίστηκε θεωρείται συμβατό με τις πραγματικές ζημιές που κατά καιρούς έχουν εμφανιστεί σε περιόδους κρίσεων (βλ. BCBS, 2010).

ρούσαν να ταξινομηθούν στα διαθέσιμα κεφάλαια, με στόχο την ενίσχυση των κεφαλαίων που έχουν τη μεγαλύτερη ικανότητα απορρόφησης ζημιών. Με άλλα λόγια, έπρεπε να ενισχυθεί η ποιότητα των κεφαλαίων και να μειωθεί η εξάρτηση των τραπεζών από μη μετοχικού χαρακτήρα μορφές τίτλων. Οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ο δείκτης Tier 1/RWA είναι καλύτερος εκτιμητής μιας κατάστασης κρίσης από το δείκτη (Tier 1 + Tier 2)/RWA. Υπό αυτό το πρίσμα, τα βασικά κεφάλαια Tier 1 ορίζονται πιο περιοριστικά και βαρύνουσα σημασία έχει το μετοχικό κεφάλαιο, δηλαδή οι μετοχές με δικαίωμα ψήφου και τα αποθεματικά, και αυξάνονται οι απαιτήσεις για να συμπεριληφθούν στα ίδια κεφάλαια μη μετοχικού χαρακτήρα τίτλοι.

Η νέα κατηγοριοποίηση προβλέπει τρεις κατηγορίες:

- κύρια Βασικά Κεφάλαια (common equity Tier 1),
- πρόσθετα Βασικά Κεφάλαια (additional Tier 1) και
- Συμπληρωματικά Κεφάλαια (Tier 2).

Καταργούνται οι επιμέρους διαφοροποιήσεις, καθώς και τα κεφάλαια για κάλυψη του κινδύνου αγοράς (Tier 3), ούτως ώστε ο κίνδυνος αγοράς να καλύπτεται με τις ίδιες μορφές κεφαλαίου για τον πιστωτικό κίνδυνο και το λειτουργικό κίνδυνο. Η παραπάνω κατηγοριοποίηση πιστοποιεί την “υπεροχή” των κύριων Βασικών Κεφαλαίων. Αν και οι προτάσεις δεν διευκρινίζουν ένα μέτρο της υπεροχής (ποσοστό ή κάτι διαφορετικό), ενισχύουν την υπεροχή με :

(i) την προσθήκη Δείκτη Ελάχιστων Κύριων Βασικών Κεφαλαίων σε σχέση με το σταθμισμένο ενεργητικό (βλ. Πίνακα 2),

(ii) την αυστηροποίηση των αναγκαιών προσαρμογών (αφαιρετικά στοιχεία),³⁴ οι οποίες πρέπει να γίνονται στα κύρια Βασικά Κεφάλαια

και όχι στο σύνολο των Βασικών ή το σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων,

(iii) την εξάλειψη των δικαιωμάτων μειοψηφίας από τα κύρια βασικά κεφάλαια.

Μια άλλη σημαντική διάκριση των εποπτικών κεφαλαίων που εισάγεται στο νέο πλαίσιο είναι η διάκριση των κεφαλαίων που απαιτούνται ώστε η τράπεζα να συνεχίσει τη λειτουργία της (going concern) και των κεφαλαίων που απαιτούνται για προστατευθούν οι καταθέτες σε περίπτωση ενεργοποίησης διαδικασιών πτώχευσης (gone concern). Στην πρώτη κατηγορία ανήκουν τα Βασικά Κεφάλαια, ενώ στη δεύτερη τα Συμπληρωματικά Κεφάλαια. Με αυτό το σκεπτικό, από τους υβριδικούς τίτλους, οι καινοτόμοι τίτλοι δεν αναγνωρίζονται καθόλου στα εποπτικά κεφάλαια και οι μη καινοτόμοι τίτλοι κατατάσσονται στα Συμπληρωματικά Κεφάλαια μέχρι 15% του συνόλου. Επίσης, οι προνομιούχες μετοχές χωρίς σωρευτικό μέρισμα κατατάσσονται στα Συμπληρωματικά κεφάλαια, αφού η δυνατότητα απορρόφησης ζημιών περιορίζεται στα τοκομερίδια και όχι στο κεφάλαιο.

Ένας επιπλέον περιορισμός για να καταταχθούν τα υβριδικά κεφάλαια στα Βασικά Κεφάλαια είναι η ύπαρξη ρήτρας μετατροπής τους σε Ίδια Κεφάλαια εφόσον επέλθει κάποιο καθορισμένο γεγονός κινδύνου που ενεργοποιεί τη μετατροπή. Η απαίτηση αυτή οδήγησε σε μια νέα γενιά χρηματοπιστωτικών μέσων, τα Μετατρέψιμα Αξιόγραφα Ενισχυμένου Κεφαλαίου (MAEK)³⁵ (CoCos ή Con-

³⁴ Εξαίρεση αποτελούν τα αποθεματικά αναπροσαρμογής στην εύλογη αξία, όπου η πρακτική της μη αναγνώρισης και εφαρμογής εποπτικών φίλτρων σε ορισμένες κατηγορίες μη πραγματοποιηθεισών ζημιών οδήγησε την αγορά σε μείωση της εμπιστοσύνης της στα Βασικά Κεφάλαια. Συνεπώς, τα αποθεματικά αναπροσαρμογής δεν περιλαμβάνονται στα αφαιρετικά στοιχεία.

³⁵ Η πρώτη τράπεζα που εξέδωσε ένα τέτοιο ομόλογο ήταν η Lloyds Bank το Νοέμβριο του 2009, ονομαστικής αξίας 7,5 δισεκ. λιρών Αγγλίας που υπερχαλύφθηκε σε εγγραφές και ως γεγονός ενεργοποίησης είχε οριστεί τα βασικά κεφάλαια Tier 1 της τράπεζας να είναι χαμηλότερα του 5%. Ακολούθησε η Rabobank με ομόλογο ύψους 2 δισεκ. δολαρίων ΗΠΑ το οποίο πέτυχε υπερχάλυψη σε εγγραφές 300% και ως γεγονός ενεργοποίησης είχε οριστεί το Tier 1 της τράπεζας να πέσει κάτω του 8%. Η πρώτη ελληνική τράπεζα που εξέδωσε τέτοιο ομόλογο ήταν η Τράπεζα Κύπρου, ύψους 1.300 εκατ. ευρώ με γεγονός ενεργοποίησης τα Βασικά Κεφάλαια – Tier 1 – της τράπεζας να μειωθούν κάτω του 5% ή η Κεντρική Τράπεζα της Κύπρου να ζητήσει τη μετατροπή τους για να βελτιωθεί η κεφαλαιακή επάρκεια της τράπεζας.

tingent Convertible Bonds), όπου τα ομόλογα μετατρέπονται άμεσα σε μετοχές με την εμφάνιση του γεγονότος ενεργοποίησης.³⁶ Το πλεονέκτημα μιας τέτοιας μετατροπής είναι ότι αυξάνονται άμεσα τα κεφάλαια της τράπεζας και μειώνεται η μόχλευσή της. Όμως οι όροι της μετατροπής μπορούν να επηρεάσουν τον κίνδυνο, αλλά και τα κίνητρα ανάληψης κινδύνων. Πιο συγκεκριμένα, είναι ουσιώδους σημασίας ο σχεδιασμός των ΜΑΕΚ ως προς το χρόνο μετατροπής, την τιμή μετατροπής, το λόγο μετατροπής, καθώς και την απόφαση ενεργοποίησης της μετατροπής. Μικρή συχνότητα ενεργοποίησης σημαίνει αναβολή της κεφαλαιακής αναδιάρθρωσης. Σε χαμηλά επίπεδα κεφαλαίων, οι μέτοχοι δεν αποτελούν τους καλύτερους φορείς διατήρησης της αξίας των κεφαλαίων, καθώς έχοντας μικρή έκθεση σε κίνδυνο έχουν κίνητρο να αντλήσουν ξένα κεφάλαια, που λογικά θα έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο από τα υπάρχοντα ξένα κεφάλαια και θα οδηγήσουν σε εκτόξευση των αποδόσεων. Άρα ο χρόνος μετατροπής, δηλαδή κοντά στην πλήρη απαξίωση των ιδίων κεφαλαίων ή προληπτικά σε προγενέστερο στάδιο, επηρεάζει τα κίνητρα ανάληψης κινδύνων. Παράλληλα, η τιμή μετατροπής είναι κρίσιμης σημασίας, αφού αυτή θα επηρεάσει τη μεταφορά αξίας από τους κατόχους ΜΑΕΚ στους μετόχους. Η τιμή μετατροπής θα επηρεάσει το λόγο μετατροπής, γεγονός που ενδέχεται να οδηγήσει τους μετόχους σε μεγαλύτερη ανάληψη κινδύνων, καθώς σε χαμηλά επίπεδα κεφαλαίων η μετατροπή θα οδηγήσει σε άλμα της αξίας.

Τέλος, ένα από τα βασικότερα προβλήματα είναι η απόφαση που θα ενεργοποιήσει τη μετατροπή. Υπάρχουν τρία ενδεχόμενα, α) ένα λογιστικό γεγονός, β) ένα γεγονός που θα εμφανιστεί στην αγορά ή γ) η ενεργοποίηση να εναπόκειται στην απόφαση των εποπτικών αρχών. Το λογιστικό γεγονός (π.χ. αρνητικά ίδια κεφάλαια) είναι προβληματικό, καθώς χρησιμοποιείται εκ των υστέρων δείκτης κινδύνου (lagging indicator of risk) και συνήθως απαιτείται η συγκατάθεση της εποπτικής αρχής, άρα εξομοιώνεται με εποπτική απόφαση. Το γεγονός της αγοράς (π.χ. τιμή μετο-

χής) ενέχει κινδύνους εμφάνισης πρακτικών κατάχρησης αγοράς και χειραγώγησης τιμών. Επίσης, καθώς πλησιάζει το σημείο ενεργοποίησης ενδέχεται να εμφανιστεί μεγάλη πτώση της τιμής της μετοχής. Η εποπτική απόφαση έχει βαρύνουσα σημασία και έντονο σηματοδοτικό ρόλο, ειδικά όταν η τράπεζα είναι σε συνθήκες λειτουργίας.

8.3 ΑΠΟΘΕΜΑ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 2, το πλαίσιο της Βασιλείας II έχει δομή που αποτελείται από δύο μέρη, το πρώτο μέρος όπου καθορίζονται οι ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις και το δεύτερο μέρος όπου καθορίζεται το επιπλέον απόθεμα κεφαλαίου (capital buffer) που απαιτείται για κάθε τράπεζα (βλ. Πλαίσιο 5). Το δεύτερο μέρος χρησιμοποιείται για να επιτευχθεί, ως ευρύτερος μακροπροληπτικός στόχος, η προστασία από συγκέντρωση κινδύνων σε συστημικό επίπεδο, καθώς και για την επίλυση του προβλήματος της υπερκυκλικότητας (procyclicality)³⁷ που είχε εντοπιστεί από την πρώτη εφαρμογή της Βασιλείας II και ανταποκρίνεται στην ανάγκη προσαρμογής των ελάχιστων κεφαλαίων στον οικονομικό κύκλο.

Η έννοια της υπερκυκλικότητας³⁸ για τα κεφάλαια των τραπεζών αναφέρεται στην τάση διατήρησης μικρότερων κεφαλαίων στις ανοδικές φάσεις του οικονομικού κύκλου και μεγαλύτερων κεφαλαίων στις καθοδικές φάσεις. Όσον αφορά τον κίνδυνο, υπάρχει τάση υποεκτίμησής του σε περιόδους ευνοϊκής οικονομικής συγκυρίας και υπεκτίμησής του σε περιόδους δυσμενούς συγκυρίας. Και στις δύο

³⁶ Συννά τα ΜΑΕΚ παρομοιάζονται με τα catastrophe bonds (cat bonds) που υπάρχουν στην αγορά των ΗΠΑ. Αν το καταστροφικό γεγονός (π.χ. σεισμός, πλημμύρα) δεν λάβει χώρα, ο εκδότης πληρώνει τα τοκομερίδια και το κεφάλαιο στον επενδυτή, ενώ αν το καταστροφικό γεγονός λάβει χώρα, τότε τα τοκομερίδια και το κεφάλαιο δεν πληρώνονται και ο εκδότης χρησιμοποιεί τα κεφάλαια για να αποζημιώσει τους πληγέντες.

³⁷ Ελληνική απόδοση του όρου "procyclicality" είναι υπερ-κυκλικότητα αντί του όρου προ-κυκλικότητα. Το InterActive Terminology for Europe επισημαίνει ότι δεν πρέπει να χρησιμοποιηθεί ο όρος "προ-κυκλικότητα" διότι το πρόθεμα προ- (εν αντιθέσει προς το προ- της αγγλικής) δηλώνει χρονική σχέση και όχι την προτίμηση, την τάση προς κάτι" (βλ. <http://iate.europa.eu>, λήμμα "procyclicality").

³⁸ Για πληρέστερη ανάλυση βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, *Ενδιάμεση Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα*, Δεκέμβριος 2009, Ειδικό Θέμα II.

περιπτώσεις επιτείνονται οι επιδράσεις του κύκλου, ενώ μια ορθολογική πολιτική προληπτικής εποπτείας θα έπρεπε να σχεδιάσει το κανονιστικό πλαίσιο με τρόπο ώστε να αμβλύνει τις επιδράσεις του κύκλου. Αυτό μπορεί να γίνει με τρεις τρόπους: με την υιοθέτηση συστήματος δυναμικών προβλέψεων, με την κυκλική προσαρμογή των παραμέτρων κινδύνου και με την κυκλική προσαρμογή του τελικού αποτελέσματος. Με ένα σύστημα δυναμικών προβλέψεων, οι τράπεζες θα ήταν υποχρεωμένες να προβαίνουν σε αυξημένες προβλέψεις στις περιόδους ευνοϊκής συγκυρίας ώστε να μπορούν να τις χρησιμοποιήσουν στις περιόδους δυσμενούς συγκυρίας. Προς την κατεύθυνση αυτή υπάρχουν προτάσεις, αλλά προς το παρόν δεν έχουν θεσμικά υιοθετηθεί. Όσον αφορά την προσαρμογή των παραμέτρων κινδύνου, αυτή εξαρτάται από τα χαρακτηριστικά του συστήματος διαβάθμισης. Όσο πιο αντικυκλικά χαρακτηριστικά έχει το σύστημα διαβάθμισης, τόσο πιο αντικυκλικά είναι τα εκτιμώμενα κεφάλαια. Όμως η υλοποίηση ενός συστήματος που λαμβάνει υπόψη τον οικονομικό κύκλο είναι δύσκολη και τα περισσότερα υποδείγματα έχουν χαρακτηριστικά στιγμιαίας ταξινόμησης (βλ. Παράρτημα 1).

Μια εναλλακτική πρόταση θα ήταν η εκτίμηση των παραμέτρων από τα εσωτερικά υποδείγματα των τραπεζών και στη συνέχεια η προς τα άνω προσαρμογή τους με συντελεστή προσαρμογής προερχόμενο από την ανάλυση των ιστορικών στοιχείων. Η προσέγγιση αυτή εξετάστηκε από την ΕΒΑ,³⁹ αλλά δεν υλοποιήθηκε. Η Επιτροπή της Βασιλείας προτίμησε να προσαρμόσει το τελικό αποτέλεσμα, δηλαδή τα εκτιμώμενα κεφάλαια. Χρησιμοποίησε την προσαρμογή στο κατώτατο σημείο του κύκλου (bottom of the cycle calibration), όπου το επίπεδο του κεφαλαίου τέθηκε στο μέγιστο ενός πλήρους κύκλου ανεξάρτητα από το σημείο του κύκλου όπου βρίσκεται η οικονομία.

Με βάση την παραπάνω λογική, καθορίστηκε ένα απόθεμα διατήρησης 2,5% του σταθμισμένου ενεργητικού, ώστε να εξασφαλιστεί ότι οι τράπεζες διατηρούν πρόσθετο κεφάλαιο

που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να απορροφήσει τις απώλειες κατά τη διάρκεια των περιόδων κρίσης. Τα κεφάλαια αυτά θα τα διακρατούν οι τράπεζες σε περιόδους που οι συνθήκες στις αγορές είναι ευμενείς και θα τα χρησιμοποιούν, εφόσον παραστεί ανάγκη, σε περιόδους μεγάλων διακυμάνσεων στις αγορές. Τα κεφάλαια αυτά θα είναι ικανά να απορροφήσουν ενδεχόμενες απώλειες σε περίπτωση κρίσεων, ώστε τα ελάχιστα εποπτικά κεφάλαια να μείνουν ανέπαφα. Επίσης, προβλέπεται ένα αντικυκλικό απόθεμα ίσο με 0%-2,5% του σταθμισμένου ενεργητικού. Το συγκεκριμένο ποσοστό που θα εφαρμοστεί σε εθνικό επίπεδο θα προσδιοριστεί από την εποπτική αρχή, με βασικό κριτήριο την υπερβολική μεγέθυνση της πιστωτικής επέκτασης,⁴⁰ αλλά ενδεχομένως και άλλα μέτρα συγκέντρωσης κινδύνων.

Η πολιτική δημιουργίας αποθεμάτων κεφαλαίων έλαβε ευρεία δημοσιότητα καθώς συνδυάστηκε με περιορισμούς στη διακριτική ευχέρεια των τραπεζών ως προς τη διανομή των κερδών. Κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, πολλές τράπεζες συνέχισαν να δίνουν μερίσματα στους μετόχους τους ή/και παροχές (π.χ. bonus) στο προσωπικό τους, ενώ παράλληλα εμφάνιζαν ζημιές στο χαρτοφυλάκιο πιστοδοτήσεων. Οι παροχές αυτές ήταν προς όφελος των μετόχων και εις βάρος των καταθετών και των ομολογιούχων, με αποτέλεσμα να παραβιάζεται η προτεραιότητα των πιστωτών έναντι των μετόχων. Επίσης αυξάνουν την επικινδυνότητα των στοιχείων του ενεργητικού, αφού οδηγούν σε χαμηλότερα επίπεδα κεφαλαίων.

Η διακριτική ευχέρεια των τραπεζών για διανομή κερδών είναι ουσιώδους σημασίας ιδίως σε περιόδους κρίσης καθώς μπορεί να βοηθήσει την τράπεζα να αντεπεξέλθει στα προβλήματα και να συνεχίσει τη λειτουργία της.

³⁹ Βλ. CEBS (2009).

⁴⁰ Έχει προταθεί ο δείκτης $GAP = (CREDIT/GDP) \times 100 - TREND$, όπου για την τάση TREND χρησιμοποιείται το φίλτρο Hodrick-Prescott. Αν $GAP < 2$, δεν απαιτείται απόθεμα κεφαλαίου ενώ αν $GAP > 10$, απαιτείται 2,5% απόθεμα κεφαλαίου. Για ενδιάμεσες τιμές του GAP προτείνεται απόθεμα ίσο με $[(0,25 \cdot GAP - 0,5)/100] \times RWA$.

Η διακριτική ευχέρεια περιλαμβάνει, μεταξύ άλλων, τη διανομή μερίσματος, την επαναγορά μετοχών, τις έκτακτες παροχές προς το προσωπικό, πρόσθετες ασφαλιστικές παροχές ή την ενεργοποίηση του δικαιώματος αποπληρωμής υβριδικών τίτλων. Για όσες τράπεζες έχουν δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας που εμπίπτει εντός των ποσοστών του αποθέματος προσδιορίζονται αυστηροί περιορισμοί στη διακριτική διανομή κερδών.⁴¹ Σημειώνεται ότι δεν εισάγονται περιορισμοί στη δραστηριότητα των τραπεζών, αλλά μόνο στις δραστηριότητες που μπορούν να επηρεάσουν τα κεφάλαια. Η τράπεζα θα εξακολουθήσει να λειτουργεί και να εκτελεί όλες τις τραπεζικές εργασίες κανονικά.

Η καθιέρωση και ο προσδιορισμός του επιπλέον αποθέματος κεφαλαίων είναι μια καινοτομία της Βασιλείας III. Στη Βασιλεία II αυτό είχε αφεθεί στη διακριτική ευχέρεια των τραπεζών, με τη σύμφωνη γνώμη των εποπτικών αρχών, μέσω του Πυλώνα II. Μετά την εμπειρία από τη χρηματοπιστωτική κρίση και

με βάση τη διαπίστωση ότι οι τράπεζες έδειξαν αδυναμία κατανόησης και διαχείρισης των κινδύνων, αποφασίστηκε να προσδιοριστεί θεσμικά και με σαφήνεια μέρος αυτής της διακριτικής τους ευχέρειας. Βεβαίως τα αποθέματα κεφαλαίων δεν υποκαθιστούν πλήρως τον Πυλώνα II, αλλά μόνο ως προς το μέρος που αφορά την κάλυψη των συστημικών κινδύνων. Οι ιδιοσυγκρατικοί κίνδυνοι, που δεν αποτελούν μέρος του Πυλώνα I, πρέπει να συνεχίσουν να καλύπτονται από τον Πυλώνα II.

⁴¹ Ενδεικτικά αναφέρεται ότι σε τράπεζα όπου ο δείκτης του μετοχικού κεφαλαίου (core Tier 1) κυμαίνεται μεταξύ 4,5%-5,125%, απαιτείται να κεφαλαιοποιηθεί το 100% των κερδών (βλ. Basel III, <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>). Η ιδέα της αυτόματης αναπλήρωσης των περιθωρίων μέσω του περιορισμού της διακριτικής διανομής κερδών, και συνεπώς της υποχρεωτικής κεφαλαιοποίησης των κερδών, απεικονίζει την εμπειρία που αποκτήθηκε κατά τη διάρκεια της κρίσης όπου ορισμένες τράπεζες εμφανίστηκαν απρόθυμες να μειώσουν τα μερίσματα ή να αυξήσουν το μετοχικό κεφάλαιο, πιθανότατα για να μη σηματοδοτήσουν στην αγορά ότι η κεφαλαιακή τους θέση είναι ασθενής. Ο αυτόματος μηχανισμός που προβλέπεται στη Βασιλεία III μειώνει την ευχέρεια των τραπεζών στη διατήρηση της κεφαλαιακής βάσης και ταυτόχρονα εξαλείφει τον κίνδυνο να εκληφθεί από την αγορά ως ένδειξη αδυναμίας. Αντίθετα, ο στόχος είναι να εκληφθεί θετικά από την αγορά ως στοιχείο διατήρησης της κεφαλαιακής βάσης.

Πλαίσιο 5

ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ

Για να αναλυθεί το θεωρητικό υπόβαθρο των ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων και του αποθέματος κεφαλαίων, θεωρούμε την τράπεζα ως ορθολογικό επενδυτή που αποφασίζει να επενδύσει σε στοιχεία ενεργητικού. Η επιβολή ελάχιστων κεφαλαίων κατ' ουσίαν σημαίνει επιβολή περιορισμών στη διάρθρωση των επενδύσεων σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια των τραπεζών. Τα σταθμισμένα ως προς τον κίνδυνο στοιχεία ενεργητικού x_i πρέπει να είναι ένα ελάχιστο ποσοστό a των κεφαλαίων K .

$$\sum_{i=1}^n \omega_i x_i \geq aK$$

Για τον υπολογισμό των συντελεστών βαρύτητας ω_i , οι εποπτικές αρχές εστιάζονται στην πιθανότητα πτώχευσης των τραπεζών. Στόχος είναι η πιθανότητα πτώχευσης να διατηρηθεί σε αποδεκτά επίπεδα και ιδιαίτερα να μην υποχωρήσει κάτω από ένα κρίσιμο επίπεδο. Σ' αυτή την περίπτωση η συμπεριφορά της τράπεζας έχει ως γνώμονα την προτεραιότητα στο ασφαλές κριτήριο (safety first), όπου ο κίνδυνος μετρείται όχι από τη διακύμανση της καθαρής θέσης, αλλά από την πιθανότητά της να μειωθεί κάτω από ένα ανεκτό επίπεδο h (tolerable threshold). Δηλαδή $\Pr(K < h) < c$, όπου η πιθανότητα η καθαρή θέση K να υπολείπεται ενός επιπέδου h είναι μικρότερη του c .

Για την εύρεση της πιθανότητας $\Pr(K < h) < c$, εφαρμόζουμε την ανισότητα Tchebyshev. Αν $K \rightarrow N(\mu, \sigma^2)$, τότε $\Pr(K < h) < c$

$$\Rightarrow \Pr(|K - \mu| > k\sigma) < \frac{1}{k^2}, \text{ όπου } k = \text{σταθερά.}$$

$$\text{Αν } h = \mu - k\sigma \Rightarrow \Pr(K < h) < \frac{\sigma^2}{(K - h)^2}$$

Δηλαδή η πιθανότητα τα κεφάλαια K να είναι μικρότερα από h είναι ανάλογη της διακύμανσης της αξίας των κεφαλαίων και αντιστρόφως ανάλογη της απόστασης από τα απαιτούμενα ελάχιστα κεφάλαια.

8.4 ΔΕΙΚΤΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ

Σε ένα ιδιαίτερα ενδιαφέρον άρθρο με τίτλο “How the banks played the leverage game”,⁴² οι συγγραφείς αναλύουν τον τρόπο με τον οποίο πολλές τράπεζες δημιούργησαν υψηλό βαθμό μόχλευσης στα εντός και εκτός ισολογισμού στοιχεία τους και διερωτώνται πώς συνέβη αυτό στον τομέα με την πιο εκτεταμένη εποπτεία. Με την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007-08, οι τράπεζες αναγκάστηκαν να εφαρμόσουν πολιτικές απομόχλευσης, πράγμα που άσκησε πίεση στις τιμές των χρηματοοικονομικών μέσων, δημιούργησε κίνητρα για περαιτέρω απομόχλευση και αυτή με τη σειρά της οδήγησε σε αύξηση των κινδύνων, νέα μείωση των κεφαλαίων κ.ο.κ. Στο μεταξύ η τραπεζική εποπτεία βασιζόταν στο Δείκτη Κεφαλαιακής Επάρκειας, μέτρο ευαίσθητο στη μεταβολή των κινδύνων, χωρίς όμως να απεικονίζει ικανοποιητικά τη διαδικασία απομόχλευσης. Οι εποπτικές αρχές αποφάσισαν την υιοθέτηση ενός απλού συμπληρωματικού δείκτη μόχλευσης, ο οποίος δεν είναι προσαρμοσμένος στον κίνδυνο και υπολογίζεται ως :

$$\Delta \text{είκτης μόχλευσης} = \frac{\text{Βασικά Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}} \geq 3\%$$

Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται ως ο λόγος των Βασικών Ιδίων Κεφαλαίων προς το σύνολο του ενεργητικού, περιλαμβανομένων των ανοιγμάτων εκτός ισολογισμού και των θέσεων σε παράγωγα, και δεν πρέπει να υπερβαίνει ένα ανώτατο όριο, το οποίο αρχικά

προτείνεται να ανέρχεται σε 3%. Ο υπολογισμός και το όριο του δείκτη θα οριστικοποιηθούν, μετά από μια μεταβατική περίοδο, την 1.1.2018 ως μέρος του Πυλώνα 1.

Το βασικό πλεονέκτημα του παραπάνω δείκτη είναι η απλότητα, το μικρό κόστος παρακολούθησής του και η ελαχιστοποίηση του κινδύνου υποδείγματος (model risk) τον οποίο ενέχει η εκτίμηση του δείκτη επάρκειας κεφαλαίων. Επίσης, αποθαρρύνει την επιλεκτική χρήση κανονιστικών ρυθμίσεων και του εποπτικού αρμπιτράζ, αφού οι τράπεζες δεν θα έχουν την “επιλογή” του διαστήματος κινδύνου. Τέλος, η υιοθέτηση του δείκτη μόχλευσης αποτελεί ένα μέτρο αντικυκλικής πολιτικής και η υποχρέωση τήρησης του ορίου διασφαλίζει ότι οι τράπεζες δεν θα αυξάνουν το δανεισμό τους υπέρμετρα στην ανοδική φάση του κύκλου ούτε θα τον περιορίζουν υπέρμετρα στην καθοδική φάση.

Στα μειονεκτήματα του δείκτη συγκαταλέγεται η απουσία εμπειρικών μελετών που να υποδηλώνουν ότι ο δείκτης μόχλευσης προβλέπει ικανοποιητικά καταστάσεις κρίσης. Επίσης, ο δείκτης μπορεί να δώσει λανθασμένα κίνητρα, ειδικά αν εξεταστεί απομονωμένα, καθώς μια τράπεζα μπορεί να αυξήσει τον κίνδυνο στον ισολογισμό και παράλληλα να ικανοποιεί το ελάχιστο ποσοστό. Για το λόγο αυτό, το πλαίσιο της Βασιλείας III τονίζει ότι αποτελεί συμπληρωματικό δείκτη

⁴² Βλ. Acharya and Richardson (2009), Chapter 2.

εποπτείας. Όμως το μεγαλύτερο πρόβλημα είναι ο εναρμονισμός του υπολογισμού σε διεθνές επίπεδο. Οι διαφορές στο εποπτικό και λογιστικό πλαίσιο μπορούν να προκαλέσουν σημαντικές διαφοροποιήσεις.⁴³ Αν δεν εναρμονιστούν οι έννοιες των κεφαλαίων και του συνόλου του ενεργητικού, οι διεθνείς συγκρίσεις δεν θα είναι εφικτές.

9 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην εισαγωγή της μελέτης τέθηκε το ερώτημα τι σημαίνει “επαρκώς κεφαλαιοποιημένη τράπεζα” και προσδιορίστηκε ότι η μεν διαισθητική απάντηση λέει ότι η τράπεζα πρέπει να έχει “αρκετά” ίδια κεφάλαια, η τεχνική απάντηση όμως είναι πολύ πιο περίπλοκη. Στόχος της μελέτης ήταν να παρουσιάσει μια ολοκληρωμένη και τεκμηριωμένη απάντηση με τη μικρότερη δυνατή περιπλοκότητα. Το πλαίσιο της ανάλυσης είναι το πλαίσιο κεφαλαιακών απαιτήσεων της Βασιλείας, το οποίο ακολούθησε μια εξελικτική πορεία ανάλογα με τα γεγονότα που εμφανίζονταν στην αγορά, ιδιαίτερα μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-08. Η πορεία είχε δύο κύρια χαρακτηριστικά: α) τη μεταβολή του ορισμού των κεφαλαίων, ο οποίος αρχικά διευρύνθηκε, π.χ. με την αποδοχή των υβριδικών κεφαλαίων, και στη συνέχεια έγινε πιο περιοριστικός περιλαμβάνοντας αποκλειστικά και μόνο στοιχεία που έχουν κατά τεκμήριο μεγάλη ικανότητα απορρόφησης ζημιών (π.χ. μετοχικό κεφάλαιο), και β) τη διεύρυνση των κινδύνων

που πρέπει να καλύπτουν τα εποπτικά κεφάλαια, καθώς και τη βελτίωση της μεθοδολογίας μέτρησης των κινδύνων. Το πλαίσιο ακολούθησε την επαναστατική εξέλιξη της τελευταίας 15ετίας στον κλάδο της τραπεζικής και χρηματοοικονομικής επιστήμης σχετικά με την ποσοτικοποίηση των χρηματοοικονομικών αποφάσεων. Απαιτεί από τις τράπεζες πολύπλοκα υποδείγματα κινδύνου, γεγονός που προϋποθέτει εξειδίκευση και εμπειρία.

Τέλος, όπως συμβαίνει πάντοτε, η τρέχουσα κρίση χρέους της ευρωζώνης αναμένεται να οδηγήσει σε τροποποιήσεις ορισμένων χαρακτηριστικών και ρυθμίσεων του πλαισίου. Παράλληλα, τόσο η ακαδημαϊκή έρευνα όσο και ο τραπεζικός τομέας εξελίσσουν συνεχώς τις μεθοδολογίες μέτρησης των κινδύνων και πιθανόν να καταλήξουμε μελλοντικά σε μια λύση πρώτου βαθμού (first best solution), όπου τα κεφάλαια θα υπολογίζονται με βάση τα εσωτερικά υποδείγματα των τραπεζών. Προς το παρόν δεν διαφαίνεται ως πιθανό ενδεχόμενο η εγκατάλειψη της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών ως βασικού εργαλείου μικροπροληπτικής πολιτικής.

⁴³ Τρεις χώρες με μεγάλα διεθνή τραπεζικά συστήματα είτε χρησιμοποιούν ήδη το δείκτη μόχλευσης είτε έχουν αναγγείλει ότι θα τον χρησιμοποιήσουν. Οι Ηνωμένες Πολιτείες και ο Καναδάς έχουν διατηρήσει το δείκτη μόχλευσης παράλληλα με το δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, ενώ η Ελβετία έχει αναγγείλει τη χρησιμοποίηση του δείκτη από το 2013. Στις ΗΠΑ λαμβάνονται υπόψη τα Βασικά Ίδια Κεφάλαια, ενώ δεν λαμβάνονται υπόψη τα εκτός ισολογισμού στοιχεία. Στον Καναδά λαμβάνονται υπόψη τα Βασικά Ίδια Κεφάλαια και τα Συμπληρωματικά Ίδια Κεφάλαια (και ο ελάχιστος δείκτης ορίζεται στο 20%), ενώ στην Ελβετία γίνονται πολλές προσαρμογές με πιο σημαντική την εξαίρεση από τον υπολογισμό του χαρτοφυλακίου των δανείων.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΩΝ ΔΙΑΒΑΘΜΙΣΕΩΝ

Όπως αναλύθηκε στο Πλαίσιο 2, η προσέγγιση των εσωτερικών διαβαθμίσεων απαιτεί τρία διακριτά βήματα:

- την ανάπτυξη και υλοποίηση ενός ισχυρού συστήματος εσωτερικής διαβάθμισης,
- τον υπολογισμό των παραμέτρων κινδύνου και
- την πιστοποίηση των αποτελεσμάτων.

Σύστημα εσωτερικών διαβαθμίσεων

Ως “σύστημα εσωτερικών διαβαθμίσεων” νοείται το σύνολο των μεθοδολογιών, διαδικασιών, ελέγχων και συστημάτων πληροφορικής που υποστηρίζουν την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου, την ταξινόμηση σε βαθμίδες επικινδυνότητας και την ποσοτικοποίηση των παραμέτρων κινδύνου. Το σύστημα εσωτερικών διαβαθμίσεων είναι μια τεχνική που έχει εφαρμοστεί από πολλές τράπεζες στο πλαίσιο της αναγνώρισης, μέτρησης και παρακολούθησης του πιστωτικού κινδύνου. Το πρώτο βήμα στην ανάπτυξη ενός συστήματος εσωτερικών διαβαθμίσεων είναι ο καθορισμός της φιλοσοφίας του συστήματος, δηλαδή του εύρους των οικονομικών συνθηκών που λαμβάνονται υπόψη κατά τη διαδικασία διαβάθμισης. Μπορούμε να διακρίνουμε συστήματα που βασίζονται στην οικονομική κατάσταση των πιστούχων τη στιγμή της ταξινόμησης (PIT – point-in-time) και συστήματα που βασίζονται στην αναμενόμενη συμπεριφορά τους κατά τη διάρκεια ενός πλήρους οικονομικού κύκλου (TTC – through-the-cycle). Τα συστήματα PIT χρησιμοποιούν πιο δυναμικά στοιχεία και επηρεάζονται περισσότερο από τις τρέχουσες πληροφορίες και τις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς, με συνέπεια οι προσαρμογές στη διαβάθμιση να είναι πιο συχνές. Αντίθετα, στα συστήματα TTC οι προσαρμογές των διαβαθμίσεων είναι πολύ λιγότερες και οι παράμετροι κινδύνου προσεγγίζουν τη μακροχρόνια αναμενόμενη τιμή τους.

Το δεύτερο βήμα στην ανάπτυξη ενός συστήματος εσωτερικών διαβαθμίσεων είναι η από-

φαση για τις μεθοδολογικές προσεγγίσεις υποδειματοποίησης του πιστωτικού κινδύνου. Συνήθως οι τράπεζες χρησιμοποιούν συστήματα διαβάθμισης (credit rating) για το επιχειρηματικό χαρτοφυλάκιο και συστήματα βαθμολόγησης (credit scoring) για το λιανικό, με την ευρεία έννοια, χαρτοφυλάκιο. Τα συστήματα βαθμολόγησης χωρίζονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες: τα υποδείγματα πιστωτικής βαθμολόγησης (application scoring), τα οποία λαμβάνουν υπόψη δεδομένα που συλλέγονται κατά τη συμπλήρωση της αίτησης για τη χορήγηση κάποιου πιστωτικού προϊόντος, και τα υποδείγματα βαθμολόγησης συμπεριφοράς (behavioural scoring), τα οποία βασίζονται στους υφιστάμενους πελάτες και λαμβάνουν υπόψη πληροφορίες που περιγράφουν την πιστωτική συμπεριφορά αυτών των πελατών.

Οι τεχνικές δημιουργίας των πιστοληπτικών διαβαθμίσεων είναι κυρίως η εμπειρική (judgmental), η ποσοτική (quantitative) ή ένας συνδυασμός αυτών.* Η επιλογή της καταλληλότερης τεχνικής εξαρτάται από τη φιλοσοφία διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου κάθε τράπεζας, καθώς και από τη διαθεσιμότητα των στοιχείων. Τα εμπειρικά συστήματα διαβάθμισης απεικονίζουν την κρίση των στελεχών που εμπλέκονται στην πιστοδοτική διαδικασία και βασίζονται στη συσσωρευμένη γνώση, εκπαίδευση και εμπειρία τους στη διαβάθμιση των αντισυμβαλλομένων ως προς τον πιστωτικό κίνδυνο. Τα ποσοτικά συστήματα διαβάθμισης διακρίνονται σε δύο κατηγορίες, σε αυτά όπου η αιτιώδης σχέση προκύπτει από την εφαρμογή στατιστικών τεχνικών και σε αυτά όπου η αιτιώδης σχέση προκύπτει από την οικονομική θεωρία. Τα πιο γνωστά υποδείγματα στην πρώτη κατηγορία είναι (1) η

* Στην έκθεση de Larosière (βλ. The de Larosière Group (25.2.2009), High level group on financial supervision in EU) για τα αίτια της χρηματοπιστωτικής κρίσης 2007/08, αναφέρεται ότι οι τράπεζες δεν πρέπει να λαμβάνουν αποφάσεις αποκλειστικά από τα αποτελέσματα ενός υποδείγματος, αλλά θα πρέπει να αυξήσουν την επίδραση του εμπειρικού παράγοντα. Άλλωστε ο τέως διοικητής της Fed, Alan Greenspan, είχε προειδοποιήσει ότι δεν μπορούμε να έχουμε το τέλειο υπόδειγμα κινδύνου και αυτό κυρίως οφείλεται στην υπόθεση της ορθολογικής συμπεριφοράς. Αλλά ακόμη και αν έχουμε το τέλειο υπόδειγμα, δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε περιόδους κρίσης όπου η συμπεριφορά είναι εξόχως μη ορθολογική (βλ. Alan Greenspan, We will never have a perfect model of risk, *Financial Times*, 16.3.2008).

ανάλυση διακριτότητας (discriminant analysis), με την οποία οι τράπεζες διακρίνουν τους πιστούχους σε “επισφαλείς” και “μη επισφαλείς”, με το σημείο διαχωρισμού να αποτελεί σημαντική μεταβλητή του βαθμού ανοχής στον κίνδυνο, και (2) η λογιστική παλινδρόμηση (logistic regression), όπου επιτυγχάνεται διαχωρισμός των πιστούχων σε παραπάνω από δύο κατηγορίες πιστοληπτικής ικανότητας με βάση το βαθμό που προκύπτει από την εξίσωση παλινδρόμησης. Η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει τα δομικά υποδείγματα (structural models), που προσπαθούν να αντλήσουν στοιχεία ενσωματωμένα στις τιμές των μετοχών και εκμεταλλεύονται την καθιερωθείσα από τον Merton θεωρητική σύνδεση της αποτίμησης των δικαιωμάτων προαίρεσης με την αποτίμηση των μετοχών, καθώς και τα υποδείγματα έντασης (intensity-based models), τα οποία θεωρούν την αθέτηση ως ένα τυχαίο εξωτερικό γεγονός και προσπαθούν να υποδειγματοποιήσουν το χρόνο που θα συμβεί και την ένταση των συμβάντων πτώχευσης.

Ποσοτικοποίηση παραμέτρων

Το δεύτερο βήμα στην υλοποίηση της προσέγγισης εσωτερικών διαβαθμίσεων είναι η ποσοτικοποίηση των παραμέτρων του πιστωτικού κινδύνου και περιλαμβάνει την εκτίμηση της πιθανότητας αθέτησης υποχρέωσης (Probability of Default, PD), της ποσοστιαίας ζημίας σε περίπτωση αθέτησης (Loss Given Default, LGD) και του χρηματοδοτικού ανοίγματος (Exposure at Default, EAD).

α) Πιθανότητα αθέτησης

Για την εκτίμηση της πιθανότητας αθέτησης μπορούν να χρησιμοποιηθούν τρεις τεχνικές:

- η συχνότητα αθέτησης,
- η αντιστοίχιση σε εξωτερικά δεδομένα και
- τα στατιστικά υποδείγματα πιστωτικού κινδύνου.

Η πρώτη τεχνική απεικονίζει την εσωτερική εμπειρία της τράπεζας, καθώς αντλεί δεδομένα από τη δική της εμπειρία αθέτησης υπο-

χρεώσεων. Η πιθανότητα αθέτησης (PD) προσεγγίζεται από τη συχνότητα αθέτησης (EDF) και ορίζεται ως το ποσοστό των οφειλετών που αθέτησαν σε σχέση με το συνολικό αριθμό οφειλετών του χαρτοφυλακίου μέσα σε ένα χρόνο. Συγκεκριμένα, η πιθανότητα αθέτησης υπολογίζεται ως:

$$PD_t = \frac{\text{Πιστωτές που αθέτησαν μεταξύ (t-1) και (t)}}{\text{Σύνολο πιστωτών στο (t-1)}}$$

όπου:

Πιστωτές που αθέτησαν μεταξύ (t-1) και (t): συνολικός αριθμός οφειλετών που αθέτησαν μέσα σε ένα χρόνο

Σύνολο πιστωτών στο (t-1): συνολικός αριθμός οφειλετών

Η δεύτερη τεχνική βασίζεται στην αντιστοίχιση σε εξωτερικά δεδομένα και ενδείκνυται για χαρτοφυλάκια με μικρό ποσοστό ιστορικών αθετήσεων (low default portfolios). Η τράπεζα έχει τη δυνατότητα να αντιστοιχίσει τις εσωτερικές διαβαθμίσεις της με μια κλίμακα που χρησιμοποιείται από ένα εξωτερικό οίκο αξιολόγησης, προκειμένου στη συνέχεια να αποδώσει στη δική της κλίμακα τα ποσοστά αθέτησης της κλίμακας που χρησιμοποιεί ο εξωτερικός οργανισμός. Όταν εφαρμόζεται η μέθοδος, η τράπεζα θεωρείται ότι χρησιμοποιεί ένα σκιώδες σύστημα διαβαθμίσεων (shadow rating system), που μπορεί να υλοποιηθεί με αντιστοίχιση κοινών πιστούχων (obligor mapping) ή με αντιστοίχιση διαβάθμισης (grade mapping). Στη δεύτερη περίπτωση τα κοινά χαρακτηριστικά που έχουν οι πιστούχοι μιας βαθμίδας χρησιμοποιούνται για να δημιουργηθεί ένας “αντιπροσωπευτικός πιστούχος” για κάθε βαθμίδα. Στη συνέχεια ο “αντιπροσωπευτικός πιστούχος” αντιστοιχίζεται προς τα δεδομένα αναφοράς και η πιθανότητα αθέτησης που έχει εκτιμηθεί για αυτόν θα θεωρείται η πιθανότητα αθέτησης της βαθμίδας.

Τέλος, η τρίτη τεχνική επιτρέπει στην τράπεζα να χρησιμοποιεί στατιστικά υποδείγματα για να υπολογίσει απευθείας την πιθανότητα αθέ-

τησης. Παραδείγματος χάριν, στο υπόδειγμα λογιστικής παλινδρόμησης (logit model), αν προσδιοριστούν οι παράγοντες $X_1, X_2, \dots, X_N$, και υπολογιστεί η γραμμική σχέση

$$Z = a_0 + a_1X_1 + a_2X_2 + \dots + a_nX_n,$$

τότε ο μετασχηματισμός

$$F(z) = \frac{1}{1 + e^{-z}}$$

αποτελεί την πιθανότητα αθέτησης.

β) Ποσοστιαία ζημία σε περίπτωση αθέτησης

Για τον υπολογισμό της ποσοστιαίας ζημίας σε περίπτωση αθέτησης (*LGD*) ως ζημία νοείται η “οικονομική ζημία”, που είναι ευρύτερη από τη ζημία για λογιστικούς σκοπούς. Περιλαμβάνει το ύψος του ποσού που δεν μπορεί να ανακτηθεί αφού έχουν ασκηθεί όλα τα δικαστικά μέσα κατά του οφειλέτη και έχει ολοκληρωθεί η διαδικασία ρευστοποίησης των εξασφαλίσεων. Συνεπώς το *LGD* ορίζεται ως:

$$LGD = 1 - d$$

όπου d = το ποσοστό ανάκτησης.

Όμως η ανάκτηση σε περίπτωση αθέτησης υποχρεώσεων λαμβάνει χώρα σε ένα βάθος χρόνου. Ως εκ τούτου το *LGD* έχει μια χρονική διάσταση και περιλαμβάνει άμεσο και έμμεσο κόστος ανάκτησης, καθώς και συντελεστές προεξόφλησης. Άρα:

$$LGD = 1 - \frac{\sum \frac{P_t - C_t}{(1+r)^t}}{EAD}$$

όπου

P : οι πληρωμές που πραγματοποιήθηκαν (ποσά ανάκτησης μετά την αθέτηση που αφορούν κεφάλαιο, τόκους και πιθανούς εξωλογιστικούς τόκους),

C : λοιπά έξοδα πιστωτικού ιδρύματος και

r : συντελεστής προεξόφλησης.

Πρέπει να σημειωθεί ότι είναι σημαντικό για την εκτίμηση του *LGD* να χρησιμοποιείται ενιαίος ορισμός αθέτησης με την εκτίμηση της πιθανότητας αθέτησης *PD*, διότι τα δύο μεγέθη πιθανόν να κινούνται αντίστροφα. Υψηλό *PD* μπορεί να συνδυάζεται με χαμηλό *LGD* (κακός πιστούχος με πολλά καλύμματα) ή χαμηλό *PD* με υψηλό *LGD* (καλός πιστούχος χωρίς καλύμματα). Όμως η ανάπτυξη υποδειγμάτων για το *LGD* υπολείπεται σημαντικά από αυτή του *PD*. Η δυσκολία έγκειται στη διαχρονική μεταβολή των παραγόντων κινδύνου, αφού έχει εμπειρικά αποδειχθεί ότι το *LGD* επηρεάζεται από παράγοντες που αφορούν την πιστοδότηση (βαθμός προτεραιότητας), τον κλάδο, την αγορά και τον οικονομικό κύκλο.

γ) Χρηματοδοτικό άνοιγμα (*EAD*)

Για τα εντός ισολογισμού στοιχεία το χρηματοδοτικό άνοιγμα (*EAD*) προκύπτει από την ονομαστική αξία της απαίτησης και σε καμία περίπτωση δεν μπορεί να είναι μικρότερο από το υπόλοιπο τη στιγμή αθέτησης της υποχρέωσης. Τα εκτός ισολογισμού στοιχεία πρέπει να μετασχηματιστούν σε ισοδύναμο πιστωτικό κίνδυνο με ένα συντελεστή μετατροπής (credit conversion factor), ο οποίος προσδιορίζεται εποπτικά, και στη συνέχεια να εφαρμοστεί ο συντελεστής στάθμισης του αντισυμβαλλομένου.

Για τα παράγωγα η διαδικασία είναι πιο περίπλοκη. Το πιστωτικό ισοδύναμο προκύπτει από το κόστος αντικατάστασης και ένα πρόσθετο όρο που απεικονίζει το ενδεχόμενο μελλοντικό άνοιγμα. Το κόστος αντικατάστασης απεικονίζει την τρέχουσα αξία του παραγώγου ως εάν επρόκειτο άμεσα να αντισταθμιστεί στην αγορά. Το ενδεχόμενο μελλοντικό άνοιγμα απεικονίζει τη ζημία που δυνητικά θα υποστεί η τράπεζα αν αυξηθεί η αξία του παραγώγου. Αν η αξία του παραγώγου μειωθεί, η τράπεζα “κερδίζει” από την αθέτηση του αντισυμβαλλομένου και επομένως το ενδεχόμενο μελλοντικό άνοιγμα έχει σημασία μόνο αν είναι θετικό.

Για την εκτίμηση του ενδεχόμενου μελλοντικού ανοίγματος, το πλαίσιο της Βασιλείας δίνει τη δυνατότητα χρησιμοποίησης προκαθορισμένων συντελεστών ή χρησιμοποίησης εσωτερικού υποδείγματος. Σε αυτή την περίπτωση:

$$EAD = \alpha \times \text{πραγματικό EPE}$$

όπου EPE = expected positive exposure (αναμενόμενο θετικό άνοιγμα) και προκύπτει από ασκήσεις προσομοίωσης στην τιμή του παραγώγου με διαφοροποίηση του βασικού παράγοντα κινδύνου. Παραδείγματος χάριν, για ένα παράγωγο επιτοκίου θα γίνει άσκηση προσομοίωσης στη μεταβολή των επιτοκίων και θα υπολογιστεί η μέση τιμή του παραγώγου (EPE) θεωρώντας ότι μόλις ανέλθει στη μέγιστη τιμή θα παραμείνει εκεί (πραγματικό EPE). Ο συντελεστής α έχει προκαθοριστεί σε $\alpha=1,4$.

δ) Προσαρμογή (calibration):

Το τελικό στάδιο της ποσοτικοποίησης των παραμέτρων του πιστωτικού κινδύνου γίνεται μόλις οι τράπεζες εκτιμήσουν τους PD, LGD και EAD, όπως αναλύθηκαν παραπάνω. Σε αυτό το στάδιο θα πρέπει να γίνουν κάποιες προσαρμογές στα αρχικά αποτελέσματα. Η προσαρμογή των αποτελεσμάτων ενός συστήματος ταξινόμησης πραγματοποιείται έτσι ώστε οι εκτιμήσεις των παραμέτρων κινδύνου να αντικατοπτρίζουν την αναμενόμενη συμπεριφορά τους. Αν αυτό δεν συμβαίνει, παρεμβάλλεται μαθηματικό υπόδειγμα, ώστε από τις εκτιμήσεις των παραμέτρων να απαλειφθεί ο θόρυβος (noise) και να επιτευχθεί η εξομάλυνση των αποτελεσμάτων. Για παράδειγμα, θα πρέπει να προσαρμοστούν οι τελικές εκτιμήσεις των αποτελεσμάτων, σε περίπτωση που η εκτίμηση του PD μιας βαθμίδας είναι υψηλότερη από το PD μιας δυσμενέστερης βαθμίδας. Ενδεικτικά αναφέρεται η χρησιμοποίηση ενός υποδείγματος βελτιστοποίησης L1 (L1-optimisation), όπου τίθενται περιορισμοί στη μονοτονία και το ρυθμό μεταβολής (κυρτότητα) των αποτελεσμάτων ώστε να επιτυγχάνεται η ομαλοποίησή τους.

Επικύρωση

Το τρίτο βήμα στην υλοποίηση της εξελιγμένης μεθόδου είναι η επικύρωση (validation) των εκτιμήσεων. Η επικύρωση των αποτελεσμάτων είναι η εσωτερική διαδικασία αξιολόγησης του συστήματος διαβάθμισης από την τράπεζα και αποτελεί αναπόσπαστο τμήμα των διαδικασιών κάθε συστήματος διαβάθμισης. Το βασικό κριτήριο επικύρωσης είναι η ικανότητα διάκρισης μεταξύ των επισφαλών και μη επισφαλών πιστούχων. Αυτό επιτυγχάνεται με στατιστικά μέτρα, με δοκιμαστικό εκ των υστέρων έλεγχο (backtesting) και με συγκριτική ανάλυση (benchmarking). Σημειώνεται ότι δεν υπάρχει “άριστη” τιμή στις παραπάνω στατιστικές, αλλά πρέπει να διαμορφώνονται εντός ενός εύρους ανάλογα με το είδος και τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου και να έχουν ικανοποιητική επίδοση τόσο οι εντός δείγματος όσο και οι εκτός δείγματος μετρήσεις.

Από τα στατιστικά μέτρα ο συντελεστής Gini είναι ο ευρύτερα χρησιμοποιούμενος και μετρά τη διακριτική ικανότητα ενός υποδείγματος, δηλαδή την ικανότητα διάκρισης μεταξύ των πιστούχων που αθέτησαν τις υποχρεώσεις τους και αυτών που δεν τις αθέτησαν. Τεχνικά απαιτείται η κατασκευή της καμπύλης CAP – Cumulative Accuracy Profile – (έντονη γραμμή στο Διάγραμμα 3) και ο συντελεστής μετράται με το εμβαδόν της επιφάνειας κάτω από την καμπύλη του υποδείγματος προς πιστοποίηση (σκιασμένη επιφάνεια στο Διάγραμμα 3). Το άριστο υπόδειγμα θα επιλέξει αποκλειστικά τους πιστούχους που αθέτησαν (συνεχής γραμμή στο Διάγραμμα 3), ενώ ένα τυχαίο υπόδειγμα θα επιλέξει μέρος αυτών (διακεκομμένη γραμμή). Ο δείκτης ακρίβειας (accuracy ratio) ή συντελεστής Gini υπολογίζεται ως

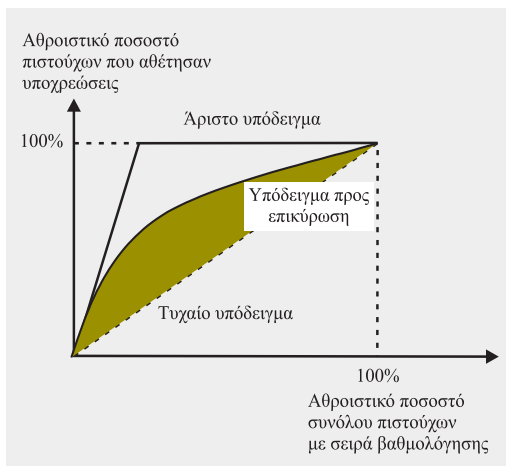
$$AR = \frac{\alpha_Y}{\alpha_T},$$

όπου α_T = το εμβαδόν της επιφάνειας κάτω από το άριστο υπόδειγμα και α_Y = το εμβαδόν της επιφάνειας κάτω από το προς πιστοποίηση υπόδειγμα. Όσο ο δείκτης $AR \rightarrow 1$, τόσο

καλύτερη η προβλεπτική ικανότητα του υποδείγματος.

Οι δοκιμαστικοί εκ των υστέρων έλεγχοι (backtesting) αφορούν τη σύγκριση των προβλέψεων ($\hat{\theta}$) που διενεργήθηκαν με τις πραγματικές τιμές (θ). Μπορούν να υπολογιστούν διάφορα μέτρα απόκλισης, με πιο διαδεδομένο το μέσο τετράγωνο σφάλματος (mean squared error), $MSE=E(\hat{\theta}-\theta)$. Εκτός από τις εκτιμήσεις θα πρέπει να καθιερωθούν όρια απόκλισης, η υπέρβαση των οποίων πρέπει να ενεργοποιεί διορθωτικές κινήσεις. Με παρόμοιο τρόπο γίνεται η σύγκριση των αποτελεσμάτων του υποδείγματος με τα αποτελέσματα των εξωτερικών οίκων αξιολόγησης και ευρέως αναγνωρισμένων υποδειγμάτων (benchmarking).

Διάγραμμα 3 Επικύρωση υποδειγμάτων πιστωτικού κινδύνου



ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2

Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΜΕΓΙΣΤΗΣ ΔΥΝΗΤΙΚΗΣ ΖΗΜΙΑΣ (VaR)

Η δυνητική ζημία ορίζεται ως η μέγιστη ενδεχόμενη ζημία που μπορεί να υποστεί ο κάτοχος ενός χαρτοφυλακίου με θέσεις σε χρηματοοικονομικά προϊόντα σε δεδομένη χρονική περίοδο και με δεδομένη πιθανότητα. Η χρονική περίοδος και η πιθανότητα εξαρτώνται από την περίοδο προγραμματισμού και το βαθμό ανοχής στον κίνδυνο. Αν χρησιμοποιήσουμε ένα τυχαίο αριθμητικό παράδειγμα, ο υπολογισμός της ημερήσιας δυνητικής ζημίας $VaR=60.000$ ευρώ με πιθανότητα 95% σημαίνει ότι η διακράτηση θέσεων για μία επιπλέον ημέρα μπορεί να επιφέρει, με πιθανότητα 95%, μέγιστη δυνατή ζημία 60.000 ευρώ. Υπάρχει βέβαια και πιθανότητα 5% η ζημία να υπερβεί τα 60.000 ευρώ. Η διακράτηση των θέσεων στο χαρτοφυλάκιο για 10 ημέρες μπορεί να επιφέρει ενδεχόμενη ζημία $\sqrt{10} \times 60.000 = 189.736,66$ ευρώ με πιθανότητα 95%. Αν προκριθεί μεγαλύτερο διάστημα εμπιστοσύνης 99%, τότε το ύψος της ημερήσιας δυνητικής ζημίας προκύπτει από τους συντελεστές της κανονικής κατανομής και υπολογίζεται ως $2,33 / 1,65 \times 60.000 = 84.727,27$ ευρώ. Για περίοδο διακράτησης 10 ημερών οι αντίστοιχοι υπολογισμοί είναι $\sqrt{10} \times 84.727,27 = 267.931,15$ ευρώ.

Όλοι οι παραπάνω υπολογισμοί βασίστηκαν στην υπόθεση ότι η κατανομή πιθανοφάνειας της μεταβολής των τιμών των παραγόντων κινδύνου που επηρεάζουν τις θέσεις του χαρτοφυλακίου είναι κανονική. Γενικά διακρίνουμε δύο περιπτώσεις, τη μη παραμετρική μέθοδο, όπου η κατανομή δεν απαιτείται να καθοριστεί, και την παραμετρική μέθοδο, όπου η κατανομή μπορεί να καθοριστεί και η εκτίμηση της ζημίας βασίζεται στις παραμέτρους της κατανομής (μέσος, τυπική απόκλιση).

Μη παραμετρική μέθοδος μέτρησης

Έστω ότι ένα χαρτοφυλάκιο αποτελείται από n θέσεις, οι οποίες τη χρονική στιγμή t (αρχική επένδυση) έχουν αξία $p_{i,t}$, $i=1, \dots, n$. Η αξία του χαρτοφυλακίου είναι:

$$W_t = \sum_{i=1}^n A_i p_{i,t}$$

όπου A_i η στάθμιση κάθε θέσης στο χαρτοφυλάκιο. Αν τη χρονική στιγμή $t+1$ (τέλος της περιόδου προγραμματισμού) η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου παραμένει σταθερή, τότε η αξία του ισούται με:

$$W_{t+1} = \sum_{i=1}^n A_i p_{i,t+1} \Rightarrow \Delta W = \sum_{i=1}^n A_i \Delta p_i$$

Ισοδύναμα, αν R η απόδοση του χαρτοφυλακίου, με αναμενόμενη τιμή μ και τυπική απόκλιση σ , η αξία του θα είναι:

$$W_{t+1} = W_t (1 + R).$$

Έστω W^* η ελάχιστη αποδεκτή αξία του χαρτοφυλακίου στο τέλος της περιόδου προγραμματισμού $t+1$. Τότε:

$$W^* = W_t (1 + R^*).$$

Η δυνητική ζημία VaR μπορεί να οριστεί σε σχέση με τον μέσο μ , ως

$$VaR_{mean} = E(W_{t+1}) - W^* = -W_t (R^* - \mu)$$

ή σε σχέση με το μηδέν, δηλαδή υποθέτοντας ότι $\mu=0$, ως

$$VaR_{zero} = E(W_{t+1}) - W^* = -W_t R^*$$

Η εύρεση της δυνητικής ζημίας VaR ισοδυναμεί με τον καθορισμό του ελάχιστου αποδεκτού W^* ανάλογα με το επίπεδο εμπιστοσύνης που έχει επιλεγεί. Αν $f(w)$ είναι η κατανομή των αποδόσεων, c το προκαθορισμένο επίπεδο εμπιστοσύνης και π η πιθανότητα εμφάνισης $w < W^*$, τότε το W^* προκύπτει:

$$\Pr(w > W^*) = c \Rightarrow 1 - p = \int_{W^*}^{+\infty} f(w) dw, \text{ ή}$$

$$\Pr(w > W^*) = 1 - c \Rightarrow p = \int_{-\infty}^{W^*} f(w) dw$$

Ο αριθμός W^* καλείται ποσοστιαίο σημείο της κατανομής του δείγματος και μπορεί να υπολογιστεί για οποιαδήποτε κατανομή $f(w)$.

Παραμετρική μέθοδος μέτρησης

Στην περίπτωση της παραμετρικής μεθόδου θεωρούμε ότι η κατανομή $f(w)$ είναι η τυποποιημένη κανονική κατανομή $\Phi(w)$ με $w \sim N(0,1)$. Στη μη παραμετρική μέθοδο η ανάλυση εστιάστηκε στο W^* , ενώ στην παραμετρική θα εστιαστεί στο R^* . Συνήθως το R^* είναι αρνητικό και μπορεί να γραφεί $-|R^*|$. Η τυποποίηση των αποδόσεων οδηγεί στη μεταβλητή $\alpha > 0$, που ισούται με:

$$-\alpha = (-|R^*| - \mu) / \sigma$$

Ο υπολογισμός της δυνητικής ζημίας ισοδυναμεί με την εύρεση του α τέτοιου ώστε το εμβαδόν της περιοχής αριστερά του α να ισούται με $1-c$.

$$1-c = \int_{-\infty}^{w^*} f(w)dw = \int_{-\infty}^{-|R^*|} f(r)dr = \int_{-\infty}^{-\alpha} \Phi(w)dw$$

Αυτό μπορεί εύκολα να βρεθεί από το μονοκατάληκτο έλεγχο της τυποποιημένης κανονικής κατανομής.

Για τον υπολογισμό του VaR επιλύουμε την εξίσωση ως προς R^* .

$$R^* = -\alpha\sigma + \mu$$

Αντικαθιστώντας έχουμε :

$$VaR_{mean} = E(W_{t+1}) - W^* = -W_t(R^* - \mu) = W_t \alpha \sigma \sqrt{\Delta t}$$

$$VaR_{zero} = E(W_{t+1}) - W^* = -W_t R^* = W_t (\alpha \sigma \sqrt{\Delta t} - \mu \Delta t)$$

Σημειώνεται ότι στην παραμετρική μέθοδο υπεισέρχεται και η μεταβλητή του χρόνου, διότι για τον υπολογισμό των παραμέτρων

απαιτείται μετασχηματισμός τους ανάλογα με τη μονάδα του χρόνου που χρησιμοποιείται. Η αναμενόμενη απόδοση μ μεταβάλλεται γραμμικά σε σχέση με το χρόνο, ενώ η τυπική απόκλιση σ σε σχέση με την τετραγωνική ρίζα του χρόνου. Ο υπολογισμός της αναμενόμενης τιμής μ και της τυπικής απόκλισης σ της κατανομής των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου υπολογίζονται ως :

$$\mu = \sum_{i=1}^n A_i R_i$$

$$\text{και σε μορφή πίνακα } \mu = [A_1, A_2, \dots, A_n] \begin{bmatrix} R_1 \\ R_2 \\ \dots \\ R_n \end{bmatrix}$$

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^n A_i A_j \sigma_i \sigma_j \rho_{i,j}$$

$$\text{ή } \sigma^2 = [A_1, A_2, \dots, A_n] \begin{bmatrix} \sigma_{11}, \sigma_{12}, \dots, \sigma_{1n} \\ \sigma_{21}, \sigma_{22}, \dots, \sigma_{2n} \\ \dots \\ \sigma_{n1}, \sigma_{n2}, \dots, \sigma_{nn} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} A_1 \\ A_2 \\ \dots \\ A_n \end{bmatrix}$$

$$\text{ή } \sigma^2 = A^T \sum A$$

όπου A_i : η στάθμιση κάθε θέσης στο χαρτοφυλάκιο

R_i : η αναμενόμενη απόδοση κάθε θέσης

σ_i : η τυπική απόκλιση της απόδοσης κάθε θέσης

$\rho_{i,j}$: ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ των αποδόσεων των θέσεων i και j .

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Acharya, V. and M. Richardson (2009), *Restoring financial stability: How to repair a failed system*, John Wiley and Sons Inc.
- Acharya, V., H. Mehran, T. Schuermann and A. Thakor (2011), “Robust Capital Regulation”, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 490.
- Admati, A, P. DeMarzo, M. Hellwig, and P. Pfleiderer (2010), “Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Expensive”, Stanford University Working Paper No. 86.
- Akerlof, G. and R. J. Shiller (2009), *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press.
- BCBS (2005), “An Explanatory Note on the Basel II IRB Risk Weight Functions”.
- BCBS (2010), “Calibrating regulatory minimum capital requirements and capital buffers: a top-down approach”.
- Blundell-Wignall, A. and P. Atkinson (2010), “Thinking beyond Basel III: Necessary solutions for capital and liquidity”, *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 2010/1.
- Bolton, P. and O. Jeanne (2011), “Sovereign default risk and bank fragility in financially integrated economies”, *NBER Working Papers*, No 16899, March.
- Brunnermeier, M., A. Crockett, C. Goodhart, A.D. Persaud and H. Shin (2009), “The Fundamental Principles of Financial Regulation”, ICMB and CEPR.
- Γκόρτσος Χ., (2011), “Βασιλεία III: Η αναθεώρηση του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου της Επιτροπής της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία με στόχο την ενδυνάμωση της σταθερότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος”, στο Γ. Χαρδούβελης και Χ. Γκόρτσος (επιμ.), *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Ελληνική Ένωση Τραπεζών.
- CEBS (2009), “Position paper on a countercyclical capital buffer”.
- CGFS Papers (2011), “The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions”, No. 43.
- De Weert, F. (2011), *Bank and Insurance Capital Management*, Wiley Finance.
- Drehmann M., C. Borio and K. Tsatsaronis (2011), “Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates”, *BIS Working Papers*, No. 355.
- Engelmann, B. and R. Rauhmeier (2011), *The Basel II Risk Parameters: Estimation, Validation and Stress Testing*, Springer.
- European Parliament, Directorate General for Internal Policies, Policy Department, Economic and Monetary Affairs (2010), “The interaction between sovereign debt and risk weighting under the Capital Requirements Directive (CRD) as an incentive to limit government exposures”.
- Gordy, M.B. (2003), “A risk-factor model foundation for ratings-based bank capital rules”, *Journal of Financial Intermediation*, 12, 199-232.
- Gregory, J. (2010), *Counterparty credit risk: The new challenge for global financial markets*, Wiley Finance.
- Gregoriou, G. (2009), *Operational Risk toward Basel III: Best Practices and Issues in Modeling, Management, and Regulation*, John Wiley & Sons, Inc.
- Hildebrand, P.M. (2008), “Is Basel II Enough? The Benefits of a Leverage Ratio”, Financial Markets Group Lecture, London School of Economics, London, December 15.
- Hugh, T. and Z. Wang (2005), “Interpreting the internal ratings-based capital requirements in Basel II”, *Journal of Banking Regulation*, 6, 274-289.
- Καλφάογλου, Φ. (2006), “Η επίπτωση του νέου πλαισίου υπολογισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων τραπεζών (Βασιλεία II) στη σταθερότητα και αποτελεσματικότητα του τραπεζικού συστήματος”, *Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών*, 47, Δ' τρίμηνο.
- Καλφάογλου, Φ. (2011), “Η χρησιμότητα των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress tests) για την ανάλυση της ευρωστίας των τραπεζών”, *Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο*, 35, Ιούνιος.

- Kashyap, A. K. and J. Stein (2004), “Cyclical Implications of the Basel II Capital Standards.”, Federal Reserve Bank of Chicago, *Economic Perspectives*, vol. 28, Q1, 18-31.
- Matten, C. (2003), *Managing Bank Capital – Capital Allocation and Performance Measurement*, John Wiley & Sons.
- Miles, D., J. Yang and G. Marcheggiano (2011), “Optimal bank capital”, Bank of England Discussion Paper No. 31.
- Morrison, A.D. and L. White (2009), “Level Playing Fields in International Financial Regulation”, *Journal of Finance*, LXIV, no. 3, 1099-42.
- Perotti, E., L. Ratnovski and R. Vlahu (2011), “Capital regulation and tail risk”, *International Journal of Central Banking*, December.
- Rafael, R. and J. Saurina (2011), “The countercyclical capital buffer of Basel III: A critical assessment”, CEPR Discussion Paper No. 8304.
- Saunders, A. and L. Allen (2010), *Credit Risk Measurement In and Out of the Financial Crisis: New Approaches to Value at Risk and Other Paradigms*, Third Edition, John Wiley & Sons, Inc.
- S&P (2004), “Risk Solutions: Recovery rates for European SMEs”, June.
- VanHoose, D. (2007), “Theories of bank behavior under capital regulation”, *Journal of Banking and Finance*, 31, 3680-3697.
- Vasicek, O. (2002), “Loan portfolio value”, *RISK*, December, 160-162.

ΔΟΚΙΜΙΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ (ΑΠΡΙΛΙΟΣ - ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2011)

Το κεφάλαιο αυτό περιέχει περιλήψεις Δοκιμίων Εργασίας που συγγράφονται από στελέχη ή/και εξωτερικούς συνεργάτες της Τράπεζας της Ελλάδος και εκδίδονται από την Τράπεζα. Τα πλήρη κείμενα, υπό το γενικό τίτλο “Working Papers” είναι διαθέσιμα μόνο στα αγγλικά (βλ. www.bankofgreece.gr).

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

- 127. Assessing the impact of terrorism on travel activity in Greece
Helen Gazopoulou
- 128. The role of product variety and quality and of domestic supply in foreign trade
Panayiotis P. Athanasoglou
- 129. The determination of wages of newly hired employees: survey evidence on internal versus external factors
Kamil Galuščák, Mary Keeney, Daphne Nicolitsas, Frank Smets, Pawel Strzelecki and Matija Vodopivec
- 130. Unveiling the monetary policy rule in euro-area
Thanassis Kazanas and Elias Tzavalis
- 131. A conditional CAPM; implications for the estimation of systematic risk
Alexandros E. Milionis and Dimitra K. Patsouri
- 132. External asymmetries in the euro area and the role of foreign direct investment
Nicos Christodoulakis and Vassilis Sarantides
- 133. Asset price volatility and government revenue
Athanasios Tagkalakis
- 134. Decomposing the predictive performance of the moving average trading rule of technical analysis: the contribution of linear and non linear dependencies in stock returns
Alexandros E. Milionis and Evangelia Papanagiotou
- 135. Exchange rates and prices in the Netherlands and Britain over the past four centuries
James R. Lothian and John Devereux
- 136. In the neighbourhood: the trade effects of the euro in a spatial framework
Harry Kelejian, Pavlos Petroulas and George S. Tavlás
- 137. Bank capital and risk in the South Eastern European region
Panayiotis P. Athanasoglou
- 138. The theoretical framework of monetary policy revisited
Hiona Balfoussia, Sophocles N. Brissimis and Manthos D. Delis
- 139. Procyclicality in the banking industry: causes, consequences and response
Panayiotis P. Athanasoglou and Ioannis Daniilidis
- 140. Financial crises and financial market regulation: the long record of an “emerging”
Sophia Lazaretou
- 141. Housing credit and female labour supply: assessing the evidence from Greece
Sarantis E. G. Lolos and Evangelia Papanetrou
- 142. Time-consistent fiscal policy under heterogeneity: conflicting or common interests?
Konstantinos Angelopoulos, James Malley and Apostolis Philippopoulos

Assessing the impact of terrorism on travel activity in Greece
(Αξιολόγηση της επίδρασης των τρομοκρατικών ενεργειών επί της τουριστικής δραστηριότητας στην Ελλάδα)

Δοκίμιο εργασίας No. 127
Helen Gazopoulou

Ο τομέας των υπηρεσιών αποτελούσε ανέκαθεν σημαντική πηγή χρηματοδότησης του ελλείμματος του ελληνικού ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, δεδομένου ότι το σύνολο των τουριστικών και ναυτιλιακών εισπράξεων αντιστοιχεί σε περισσότερο από το 10% του ετήσιου ΑΕΠ της χώρας και χρηματοδοτεί πάνω από το 80% του ετήσιου ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου. Η μελέτη αυτή αποσκοπεί στην εκτίμηση του βαθμού κατά τον οποίο οι τρομοκρατικές δραστηριότητες σε διεθνές επίπεδο ενδέχεται να επιδράσουν επιβλαβώς επί της ελληνικής τουριστικής βιομηχανίας και επομένως επί των τουριστικών

εισπράξεων, δεδομένης της ευαισθησίας της τουριστικής κίνησης στην επίδραση εξωγενών παραγόντων.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα της μελέτης καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η μείωση του αριθμού των τουριστικών αφίξεων στην Ελλάδα ως συνέπεια της εκδηλώσεως τρομοκρατικών ενεργειών αναμένεται να είναι αμελητέα. Επίσης, τα αποτελέσματα αποκλείουν την πιθανότητα να ενισχυθεί αυτή η επίδραση σε περιπτώσεις κατά τις οποίες η τρομοκρατία επιφέρει αρνητικές συνέπειες επί των εισοδημάτων των χωρών προέλευσης των τουριστών.

The role of product variety and quality and of domestic supply in foreign trade
(Ο ρόλος της ποιότητας και ποικιλίας των προϊόντων και της εγχώριας προσφοράς στο εξωτερικό εμπόριο)

Δοκίμιο εργασίας No. 128
Panayiotis P. Athanasoglou

Οι μεγάλες ανισορροπίες στο ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών της Ελλάδος είναι συχνές. Μάλιστα, κατά περιόδους τα υψηλά ελλείμματα του εν λόγω ισοζυγίου αποτέλεσαν περιοριστικό παράγοντα για την οικονομική ανάπτυξη της χώρας και την άσκηση σταθεροποιητικής και αναπτυξιακής πολιτικής. Σχεδόν μονίμως τα ελλείμματα του ισοζυγίου πληρωμών προέρχονται κυρίως από την υψηλή ελλειμματικότητα του εμπορικού ισοζυγίου, και τούτο διότι η ελλειμματικότητα αυτή αντανακλά όχι μόνο κυκλικούς παράγοντες αλλά και διαρθρωτικές αδυναμίες της παραγωγικής βάσης. Έτσι, η ενίσχυση της ζήτησης και του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης και ο τεχνολογικός εκσυγχρονισμός της εγχώριας παραγωγής προκαλούν αύξηση των εισαγωγών και διεύρυνση του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου.

Η παρούσα μελέτη αποσκοπεί στην ανάλυση της συμπεριφοράς των εισαγωγών αγαθών και στην εκτίμηση της επίδρασης των προσδιοριστικών της παραγόντων. Η εμπειρική ανάλυση στηρίζεται σε τριμηνιαία στατιστικά στοιχεία της περιόδου 1962-2007, δηλαδή καλύπτει μια μακρά περίοδο (45 ετών) οικονομικών εξελίξεων. Η μελέτη περιέχει σημαντικές καινοτομίες, οι κυριότερες από τις οποίες είναι: Πρώτον, η επέκταση του παραδοσιακού υποδείγματος των εισαγωγών, έτσι ώστε να περιλάβει τη διαφοροποίηση των προϊόντων, σύμφωνα με τη Νέα Θεωρία του Διεθνούς Εμπορίου. Δεύτερον, η θεωρητική ανάλυση της συνάρτησης των εισαγωγών, έτσι ώστε να ενσωματώσει την ανεπάρκεια της εγχώριας προσφοράς, καθώς και να εκφράσει τη σχέση που συνδέει τις πραγματικές εισαγωγές με τη ζήτηση εισαγωγών του επι-

πέδου ισορροπίας ή, εναλλακτικά, με εκείνη που προσδιορίζεται με βάση την πίεση της ζήτησης για το εγχώριο προϊόν. Τρίτον, η εξειδίκευση της συνάρτησης συχνότητας για τις πραγματικές εισαγωγές.

Η μελέτη αναδεικνύει ότι: Πρώτον, τα 2/3 των εισαγωγών προέρχονται από την ΕΕ-15. Δεύτερον, οι εισαγωγές αγαθών υψηλής τεχνολογίας, παρά την άνοδό τους, υπολείπονται σε σχέση με εκείνες των λοιπών χωρών της Νοτίου Ευρώπης. Τρίτον, η διείσδυση των εισαγωγών στην εγχώρια αγορά μεταποιημένων προϊόντων αυξάνεται με υψηλό ρυθμό την τελευταία δεκαετία, με συνέπεια την εκτόπιση των εγχώριων βιομηχανικών προϊόντων. Τέταρτον, η ανταγωνιστικότητα της εγχώριας παραγωγής παρουσιάζει μόνιμη χειροτέρευση από το 1988 και έπειτα και επιδεινώνεται μετά την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ.

Τα κυριότερα ευρήματα της οικονομετρικής ανάλυσης έχουν ως εξής: Πρώτον, μακροχρόνια, οι ελληνικές εισαγωγές επηρεάζονται από την ανταγωνιστικότητα (σχετικές τιμές), το διαθέσιμο εισόδημα και ιδίως από την “ποικιλία και την ποιότητα” των εισαγόμενων προϊόντων και τη ζήτηση για το εγχώριο προϊόν, στην έκταση κατά την οποία αυτή δεν ικανοποιείται. Οι ελαστικότητες των παραγόντων αυτών είναι ίσες ή ελαφρώς υψηλότερες της μονάδας (1.0), με εξαίρεση εκείνη των σχετικών τιμών. Δεύτερον, βραχυχρόνια οι εισαγωγές προσδιορίζονται από την “ποικιλία και την ποιότητα”, τη μη κάλυψη της ζήτησης από την εγχώρια προσφορά του προϊόντος και, σε μικρότερο βαθμό, την ανταγωνιστικότητα, ενώ δεν φαίνεται να επηρεάζονται από το εισόδημα. Τρίτον, ενώ μακροχρόνια τα εγχώρια και τα εισαγόμενα αγαθά είναι υποκατάστατα, βραχυχρόνια η σχέση τους εμφανίζεται να είναι συμπληρωματική.

The determination of wages of newly hired employees: survey evidence on internal versus external factors

(Βασικοί προσδιοριστικοί παράγοντες των μισθών των νεοπροσλαμβανομένων)

Δοκίμιο εργασίας No. 129

Kamil Galuščák, Mary Keeney, Daphne Nicolitsas, Frank Smets, Pawel Strzelecki and Matija Vodopivec

Η μελέτη ερευνά τους προσδιοριστικούς παράγοντες των μισθών των νεοπροσλαμβανομένων. Οι μισθοί των νεοπροσλαμβανομένων θεωρούνται άκαμπτοι αν το ύψος τους είναι δεδομένο και προκαθορισμένο και εύελικτοι αν αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης η οποία επηρεάζεται και από τις επικρατούσες συνθήκες στην αγορά εργασίας. Η ανάλυση βασίζεται σε στοιχεία για τη μισθολογική και τιμολογιακή πολιτική των επιχειρήσεων, όπως αποτυπώθηκαν σε έρευνα πεδίου η οποία διεξήχθη σε 15 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης στο πλαίσιο των εργασιών του ερευνητικού δικτύου Wage Dynamics Network του Ευρωσυστήματος. Η ακαμψία στο μισθό των νεοπροσλαμβανομένων θα μπορούσε να αποτελέσει πιθανή εξή-

γηση για το συνδυασμό έντονων κυκλικών διακυμάνσεων στην απασχόληση και περιορισμένων διακυμάνσεων στους μισθούς – ζήτημα που απασχολεί τη μακροοικονομική βιβλιογραφία (βλ. μεταξύ άλλων Haefke et al., 2008, Gertler and Trigari, 2009 και Pissarides, 2009).

Τα στοιχεία δείχνουν ότι οι μισθοί των νεοπροσλαμβανομένων επηρεάζονται περισσότερο από τα μισθολόγια που εφαρμόζονται εντός μιας επιχείρησης, καθώς και από τις συλλογικές συμβάσεις που ισχύουν στην επιχείρηση και όχι τόσο από εξωτερικούς παράγοντες, όπως οι μισθοί άλλων εργαζομένων με παρόμοιες δεξιότητες και παρόμοια προϋπηρεσία εκτός της επιχείρησης και η δια-

θεσιμότητα αντίστοιχων εργαζομένων στην αγορά εργασίας.

Ωστόσο, παρά το γενικό αυτό συμπέρασμα παρατηρούνται διαφορές στους προσδιοριστικούς παράγοντες τόσο μεταξύ χωρών όσο και μεταξύ επιχειρήσεων εντός της ίδιας χώρας. Οι διαφορές μεταξύ των χωρών αποδίδονται κυρίως σε θεσμικά χαρακτηριστικά (π.χ. επίπεδο διαπραγμάτευσης των συλλογικών συμβάσεων, κάλυψη αυτών). Οι διαφορές μεταξύ των επιχειρήσεων εξηγούνται από αποκλίσεις στο βαθμό κινητικότητας του εργατικού δυναμικού της επιχείρησης, στην εξειδίκευση των εργαζομένων και στο ποσοστό

των εργαζομένων που καλύπτεται από τη συλλογική σύμβαση εργασίας. Η επίδραση των εξωτερικών παραγόντων είναι μεγαλύτερη, όσο εντονότερος είναι ο ανταγωνισμός στην αγορά προϊόντων.

Η γενίκευση των συμπερασμάτων πρέπει να γίνεται με επιφύλαξη, καθώς η έρευνα πεδίου βασίστηκε σε μεγάλο βαθμό σε υποθετικές ερωτήσεις. Επίσης, η έρευνα διεξήχθη σε μια περίοδο που χαρακτηριζόταν από κανονικές οικονομικές συνθήκες και από μειούμενη ανεργία – δεν είναι γνωστό πώς θα απαντούσαν οι επιχειρήσεις στα ίδια ερωτήματα υπό τις συνθήκες της σημερινής κρίσης.

Unveiling the monetary policy rule in euro-area (Ανακαλύπτοντας τον κανόνα νομισματικής πολιτικής της ευρωζώνης)

Δοκίμιο εργασίας No. 130

Thanassis Kazanas and Elias Tzavalis

Η μελέτη παρέχει ενδείξεις ότι, από την υπογραφή της Συνθήκης του Μάαστριχτ, οι νομισματικές αρχές της ευρωζώνης ακολουθούν κατά κύριο λόγο έντονα αντιπληθωριστική πολιτική. Αυτή η πολιτική μπορεί να περιγραφεί από ένα κανόνα νομισματικής πολιτικής που ακολουθεί “υπόδειγμα κατωφλίου” και επιτρέπει την ύπαρξη δύο καθεστώτων πληθωρισμού: χαμηλό και υψηλό. Οι παράμετροι πολιτικής του υποδείγματος, που είναι υπεύθυνες για τις επιδράσεις των αποκλίσεων του πληθωρισμού και του προϊόντος από τα επίπεδα στόχου στο ονομαστικό επιτόκιο της κεντρικής τράπεζας, υπόκεινται σε αλλαγή καθεστώτος που εξαρτάται από το επίπεδο του τρέχοντος πληθωρισμού. Η μελέτη διαπιστώνει ότι οι συγκεκριμένες νομισματικές αρχές αντιδρούν πιο ισχυρά σε θετικές αποκλίσεις του πληθωρισμού ή/και του προϊόντος

από τα επίπεδα στόχων τους από ό,τι σε αρνητικές. Επίσης, φαίνεται να μην αντιδρούν καθόλου σε αρνητικές αποκλίσεις του προϊόντος σε καθεστώς χαμηλού πληθωρισμού. Υποστηρίζουμε ότι αυτή η συμπεριφορά μπορεί να αποδοθεί στην τάση των νομισματικών αρχών να βελτιώσουν την αξιοπιστία τους σχετικά με τη σταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών. Για να αξιολογήσουμε τις επιδράσεις πολιτικής του παραπάνω κανόνα νομισματικής πολιτικής, προσομοιώνουμε ένα νεοκλασικό υπόδειγμα. Αυτή η προσομοίωση δείχνει καθαρά ότι η απουσία αντίδρασης των νομισματικών αρχών της ευρωζώνης στο αρνητικό παραγωγικό κενό όταν ο πληθωρισμός είναι πολύ χαμηλός μειώνει την αποτελεσματικότητά τους στην άμβλυνση των επιδράσεων των αρνητικών διαταραχών της ζήτησης στην οικονομία.

A conditional CAPM; implications for the estimation of systematic risk
(Ένα υπό συνθήκη υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων: συνέπειες για την εκτίμηση του συστηματικού κινδύνου)

Δοκίμιο εργασίας No. 131

Alexandros E. Milonitis and Dimitra K. Patsouri

Ως γνωστόν, το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (ΥΑΚΣ) των Sharpe, Lintner and Black έχει διαδραματίσει μέχρι σήμερα σημαντικό ρόλο στη σχέση μεταξύ απόδοσης και χρηματοοικονομικού κινδύνου. Σύμφωνα με το ΥΑΚΣ, η αναμενόμενη απόδοση είναι γραμμική συνάρτηση του αποκαλούμενου συντελεστή συστηματικού κινδύνου βήτα και αυτή η μονοδιάστατη έκφραση για τον κίνδυνο θεωρείται ικανοποιητική προκειμένου να περιγραφούν οι εγκάρσιες σχέσεις των αναμενόμενων αποδόσεων.

Μία εκτενής βιβλιογραφία ασχολείται με την ικανότητα του ΥΑΚΣ να ερμηνεύσει επαρκώς τις παρατηρούμενες αποδόσεις των αξιολογούμενων. Συγκεκριμένα, έχουν τεθεί σοβαρά ζητήματα εξειδίκευσης και έχουν γίνει πολλές προσπάθειες να εξεταστεί η φύση των λεγόμενων ανωμαλιών που παρατηρούνται σε σχέση με το τυπικό ΥΑΚΣ ώστε αυτές να διορθωθούν. Από πολλές ομάδες ερευνητών έχουν προταθεί υπό συνθήκη εκδοχές του ΥΑΚΣ στις οποίες υποτίθεται ότι το ΥΑΚΣ ισχύει υπό συνθήκη, επιτρέποντας με τον τρόπο αυτό στο συντελεστή βήτα και την υπεραπόδοση για τον κίνδυνο αγοράς να μεταβάλλονται με το χρόνο. Ένα θεμελιώδες πρόβλημα τέτοιων εκδοχών του ΥΑΚΣ στη γενική περίπτωση είναι η πλήρης απουσία θεωρίας σχετικά με τη σύνδεση των βήτα με τις υπό συνθήκη μεταβλητές.

Η παρούσα εργασία χρησιμοποιώντας ως αφετηρία τη στατική μορφή του ΥΑΚΣ σαν σημείο εκκίνησης προσπαθεί, στο πλαίσιο των υπό συνθήκη ΥΑΚΣ, να δημιουργήσει μία απλή μορφή υπό συνθήκη ΥΑΚΣ, όπου η μορφή της συνθήκης θα προσδιορίζεται από τα ίδια τα δεδομένα και συγκεκριμένα από την

εξέταση των καταλοίπων του λεγομένου “υποδείγματος αγοράς”.

Λεπτομερέστερα, ο σκοπός της μελέτης αυτής είναι να εξετάσει: (α) αν τα κατάλοιπα του υποδείγματος αγοράς εμφανίζουν υπό συνθήκη ετεροσκεδαστικότητα, (β) αν υφίσταται φαινόμενο διαστήματος (intervalling effect) στην υπό συνθήκη ετεροσκεδαστικότητα των καταλοίπων αυτών, όταν αυτά υπολογίζονται με βάση διαφορετικά διαστήματα αποδόσεων, (γ) την επίδραση της υπό συνθήκη ετεροσκεδαστικότητας στην εκτίμηση του συστηματικού κινδύνου. Επιπλέον, προτείνεται ένα απλό, υπό συνθήκη ΥΑΚΣ, η μορφή του οποίου υποδεικνύεται από τα ίδια τα δεδομένα.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται είναι οι ημερήσιες τιμές κλεισίματος των μετοχών που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και καλύπτουν τη χρονική περίοδο από 1.10.1999 μέχρι 30.9.2004. Τα εμπειρικά ευρήματα της μελέτης συνοψίζονται ως ακολούθως: (α) τα κατάλοιπα του υποδείγματος αγοράς εμφανίζουν έντονη υπό συνθήκη ετεροσκεδαστικότητα, (β) το χρονικό διάστημα υπολογισμού των αποδόσεων ασκεί έντονη επίδραση στην υπό συνθήκη ετεροσκεδαστικότητα, (γ) στην πλειοψηφία των περιπτώσεων η υπό συνθήκη ετεροσκεδαστικότητα εμφανίζεται με τη μορφή GARCH-M. Τα παραπάνω ευρήματα από θεωρητική άποψη συνηγορούν υπέρ ενός υπό συνθήκη ΥΑΚΣ έναντι του τυπικού ΥΑΚΣ, καθώς στο τελευταίο δεν λαμβάνεται υπόψη η υπό συνθήκη ετεροσκεδαστικότητα. Από πρακτικής απόψεως τα ευρήματα της μελέτης αυτής μπορούν να συμβάλουν στη βελτίωση των εκτιμήσεων του συστηματικού κινδύνου.

External asymmetries in the euro area and the role of foreign direct investment (Εμπορικές ανισορροπίες στην ευρωζώνη: Ο ρόλος των ξένων άμεσων επενδύσεων)

Δοκίμιο εργασίας No. 132

Nicos Christodoulakis and Vassilis Sarantides

Λίγα χρόνια μετά την ίδρυση της ευρωπαϊκής Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ), εμφανίστηκαν μεγάλες ασυμμετρίες στα εμπορικά ισοζύγια και τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών των κρατών-μελών. Έτσι, φαίνεται να υφίσταται ένας διαχωρισμός στη ζώνη του ευρώ, όπου από τη μια πλευρά έχουμε τις βόρειες ευρωπαϊκές χώρες που εμφανίζουν εξωτερικά πλεονάσματα και από την άλλη τις χώρες του Νότου που παρουσιάζουν μεγάλα εξωτερικά ελλείμματα. Υποστηρίζουμε ότι ένας παράγοντας που έπαιξε καθοριστικό ρόλο στη διαμόρφωση της παραγωγικότητας και κατά συνέπεια της ανταγωνιστικότητας και της εξωτερικής θέσης της οικονομίας των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ είναι το μέγεθος και η σύνθεση των ξένων άμεσων επενδύσεων (ΞΑΕ). Από τα δεδομένα προκύπτει ότι οι

βόρειες χώρες έλαβαν περισσότερες ΞΑΕ σε σύγκριση με τις νότιες, ενώ παράλληλα οι νότιες χώρες προσέλκυσαν περισσότερες επενδύσεις σε ακίνητα από ό,τι στον παραγωγικό τομέα. Εστιάζοντας την εμπειρική μας μελέτη σε δέκα οικονομίες της ζώνης του ευρώ κατά την περίοδο 1980-2009, βρίσκουμε ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των ΞΑΕ και των εμπορικών ισοζυγίων στις βόρειες χώρες, ενώ το αντίθετο φαίνεται να ισχύει για τις νότιες χώρες. Ο κρίσιμος παράγοντας που διαμορφώνει αυτή τη σχέση είναι η σύνθεση των ΞΑΕ σε κλαδικό επίπεδο. Πιο συγκεκριμένα, διαχωρίζοντας τα δεδομένα των ΞΑΕ σε επίπεδο κλάδων, διαπιστώνουμε ότι υπάρχει θετική (αρνητική) συσχέτιση μεταξύ ΞΑΕ και εμπορικού ισοζυγίου στον τομέα της μεταποίησης (εκτός της μεταποίησης) για τις βόρειες (νότιες) χώρες.

Asset price volatility and government revenue (Η μεταβλητότητα της αξίας των περιουσιακών στοιχείων και τα δημόσια έσοδα)

Δοκίμιο εργασίας No. 133

Athanasios Tagkalakis

Λαμβάνοντας υπόψη το αυξημένο ενδιαφέρον, σε όρους άσκησης οικονομικής πολιτικής, για τις αλληλεπιδράσεις μεταξύ των εξελίξεων στις τιμές διαφόρων περιουσιακών στοιχείων και των δημοσιονομικών αποτελεσμάτων, η μελέτη εξετάζει κατά πόσον η μεταβλητότητα των τιμών των περιουσιακών στοιχείων επιτείνει τη μεταβλητότητα των κυκλικά προσαρμοσμένων εσόδων της γενικής κυβέρνησης. Αυξημένη μεταβλητότητα στα κρατικά έσοδα συνεπάγεται αυξημένη μεταβλητότητα στην (κατά διακριτική ευχέρεια των αρχών) κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής, η οποία, σύμφωνα με τους Fatas and Mihov (2003), συνεπάγεται με τη σειρά της αύξηση της μεταβλητότητας του παραγόμενου προϊόντος

και είναι επιβλαβής για την οικονομική ανάπτυξη.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματά μας, υπάρχουν στατιστικά σημαντικές ενδείξεις ότι τόσο η μεταβλητότητα των τιμών των περιουσιακών στοιχείων όσο και η μεταβλητότητα του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης αυξάνουν τη μεταβλητότητα των κρατικών εσόδων. Η αύξηση της μεταβλητότητας των τιμών των μετοχών κατά 1% αυξάνει τη μεταβλητότητα των κρατικών εσόδων κατά 0,37-0,44%. Η αύξηση της μεταβλητότητας των τιμών των κατοικιών κατά 1% αυξάνει τη μεταβλητότητα των κρατικών εσόδων κατά περίπου 0,15-0,22%. Η επίδραση αυτή περιορίζεται στο

0,11% στην περίπτωση των τιμών των ακινήτων που προορίζονται για εμπορική χρήση. Τα αποτελέσματα αυτά αντανακλούν την επίδραση της αυτόματης αύξησης της μεταβλητότητας των κρατικών εσόδων εξαιτίας της μεταβολής των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και υπογραμμίζουν τη σημασία της προσαρμογής των δημοσιονομικών μεταβλητών ώστε να αφαιρεθεί η επίδραση του οικονομικού κύκλου και των μεταβολών των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Ωστόσο, παρουσιάζουμε επίσης ενδείξεις ότι η μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών αυξάνει τη μεταβλητότητα των κρατικών εσόδων ακόμη και όταν αφαιρέσουμε την επίδραση του οικονομικού κύκλου και τις αυτόματες μεταβολές των τιμών

των περιουσιακών στοιχείων. Το γεγονός αυτό υποδηλώνει την παρουσία πιο σύνθετων δυναμικών σχέσεων μεταξύ των δημοσιονομικών μεταβλητών και των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Κάτι τέτοιο ενδεχομένως αντανάκλα τις μεταβολές της δημοσιονομικής πολιτικής τις οποίες αποφασίζουν οι αρχές προκειμένου να σταθεροποιήσουν τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων ή/και την οικονομική δραστηριότητα, καθώς επίσης και “πολιτικο-οικονομικά” κίνητρα, όπως στην περίπτωση που η απροσδόκητη αύξηση των κρατικών εσόδων λόγω της ανόδου των τιμών των περιουσιακών στοιχείων μετακυλίεται στους καταναλωτές και τις επιχειρήσεις υπό τη μορφή φοροελαφρύνσεων.

**Decomposing the predictive performance of the moving average trading rule of technical analysis:
the contribution of linear and non linear dependencies in stock returns**
(Ανάλυση της προβλεπτικής ικανότητας της μεθόδου των κινητών μέσων όρων της τεχνικής ανάλυσης: η συνεισφορά των γραμμικών και μη γραμμικών εξαρτήσεων στις μετοχικές αποδόσεις)

Δοκίμιο εργασίας No. 134

Alexandros E. Milonitis and Evangelia Papanagiotou

Σύμφωνα με τη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών, σε μία αποτελεσματική αγορά ασθενούς ισχύος η μελέτη των χρονοσειρών των παρελθουσών αποδόσεων δεν συμβάλλει στην πρόβλεψη των μελλοντικών κινήσεων στην αγορά, σε αρκετές περιπτώσεις όμως διαπιστώνεται ότι οι μέθοδοι τεχνικής ανάλυσης έχουν προβλεπτική ικανότητα. Αν και κάποιες από τις μεθόδους αυτές που χρησιμοποιούνται από τους αναλυτές της αγοράς στερούνται αυστηρής μαθηματικής θεμελίωσης, κάποιες άλλες, όπως η μέθοδος των κινητών μέσων όρων, είναι μαθηματικά καλώς ορισμένες. Η γενική πεποίθηση είναι ότι η όποια προβλεπτική ικανότητα των μεθόδων αυτών οφείλεται στο ότι εκμεταλλεύονται με εμπειρικό τρόπο την ύπαρξη μη γραμμικών εξαρτήσεων στις αποδόσεις των αξιογράφων.

Η παρούσα μελέτη συνεισφέρει στη βιβλιογραφία σχετικά με την προβλεπτική ικανότητα της μεθόδου των κινητών μέσων όρων με τους ακόλουθους τρόπους: (α) επιχειρείται μία ανά-

λυση ευαισθησίας των αθροιστικών αποδόσεων της μεθόδου των κινητών μέσων όρων χρησιμοποιώντας όχι μόνο πραγματικούς χρηματιστηριακούς δείκτες, αλλά και προσομοιωμένους δείκτες που προέρχονται από τους πραγματικούς μετά από φιλτράρισμα των γραμμικών εξαρτήσεων που υφίστανται στις αποδόσεις των πραγματικών δεικτών, (β) προτείνεται και εφαρμόζεται μία πρωτότυπη μεθοδολογία στατιστικού ελέγχου της προβλεπτικής ικανότητας της μεθόδου των κινητών μέσων όρων που στηρίζεται στην ανάλυση ευαισθησίας των αθροιστικών αποδόσεων, (γ) διαχωρίζεται η συνεισφορά των γραμμικών και των μη γραμμικών εξαρτήσεων στις αποδόσεις των χρηματιστηριακών δεικτών στην προβλεπτική ικανότητα της μεθόδου των κινητών μέσων όρων, (δ) εξετάζεται η ύπαρξη τυχόν συναρτησιακής σχέσης μεταξύ της εξασθένησης της προβλεπτικής ικανότητας της μεθόδου λόγω αφαίρεσης των γραμμικών εξαρτήσεων και του μήκους των κινητών μέσων. Τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται αφορούν ημερήσιες τιμές κλεισίματος

του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και καλύπτουν μία χρονική περίοδο 12 ετών και συγκεκριμένα από τις 27 Απριλίου 1993 μέχρι τις 27 Απριλίου 2005.

Τα εμπειρικά ευρήματα φανερώνουν ότι τόσο στους πραγματικούς όσο και στους προσομοιωμένους χρηματιστηριακούς δείκτες οι αθροιστικές αποδόσεις της μεθόδου των κινητών μέσων όρων είναι πολύ ευαίσθητες στην επιλογή του μήκους των κινητών μέσων. Επιπλέον, από τη χρήση της πρωτότυπης στατιστικής μεθοδολογίας που αναπτύσσεται στη μελέτη προκύπτει ότι η προβλεπτική ικανότητα της μεθόδου των κινητών μέσων όρων μειώνεται ουσιαστικά αν από τις αποδόσεις των χρηματιστηριακών δεικτών αφαιρεθούν οι γραμμικές εξαρ-

τήσεις. Το αποτέλεσμα αυτό, ως ένα βαθμό, έρχεται σε αντίθεση με την κρατούσα άποψη, ότι δηλ. η προβλεπτική ικανότητα των μεθόδων τεχνικής ανάλυσης οφείλεται κυρίως στην ύπαρξη μη γραμμικών εξαρτήσεων στις μετοχικές αποδόσεις. Διαπιστώνεται τέλος ότι η μείωση της προβλεπτικής ικανότητας της μεθόδου των κινητών μέσων όρων που προκύπτει από την αφαίρεση των γραμμικών εξαρτήσεων από τις μετοχικές αποδόσεις δεν είναι η ίδια για όλα τα μήκη των κινητών μέσων. Πράγματι, παρατηρείται συστηματική μείωση της προβλεπτικής ικανότητας της μεθόδου όσο αυξάνεται το μήκος του εκτενέστερου κινητού μέσου όρου. Αυτό σημαίνει ότι η συνεισφορά των γραμμικών εξαρτήσεων μεγιστοποιείται στην περίπτωση βραχύτερων κινητών μέσων όρων.

Exchange rates and prices in the Netherlands and Britain over the past four centuries (Συναλλαγματικές ισοτιμίες και τιμές στην Ολλανδία και τη Βρετανία από τον 16ο αιώνα μέχρι σήμερα)

Δοκίμιο εργασίας No. 135
James R. Lothian and John Devereux

Η μελέτη εξετάζει στοιχεία συναλλαγματικών ισοτιμιών και τιμών για μια πολύ μακρά περίοδο (1590-2009) για την Ολλανδία και το Ηνωμένο Βασίλειο (παλαιότερα Δημοκρατία των Κάτω Χωρών και Αγγλία, αντίστοιχα), χώρες που σε διάφορες φάσεις στη διάρκεια αυτών των 400 περίπου ετών διέφεραν σημαντικά ως προς την αναπτυξιακή τους πορεία, λειτούργησαν με ποικίλα συναλλαγματικά καθεστώτα και γνώρισαν εντελώς διαφορετικές διαταραχές στην πραγματική τους οικονομία. Το βασικό συμπέρασμα της μελέτης είναι ότι συνολικά για την εν λόγω περίοδο το

απλό υπόδειγμα ισοδυναμίας αγοραστικών δυνάμεων (ΙΑΔ) και ο νόμος της μιας τιμής σε μικροοικονομικό επίπεδο διατηρούν την ισχύ τους, παρότι κατά διαστήματα κλονίστηκαν σοβαρά. Παράγοντες που αφορούν την πραγματική οικονομία φαίνεται κατά καιρούς ότι άσκησαν σημαντική επίδραση στις πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες και κατ'επέκταση στην ΙΑΔ, αλλά τελικά αυτές οι επιδράσεις εξαλείφονται. Ως προϋπόθεση μακροχρόνιας ισορροπίας, διαπιστώνεται ότι η ΙΑΔ διατηρεί σε εντυπωσιακό βαθμό την ισχύ της.

In the neighbourhood: the trade effects of the euro in a spatial framework (Οι επιδράσεις του ευρώ στο εμπόριο σε ένα πλαίσιο χωρικής εξάρτησης)

Δοκίμιο εργασίας No. 136
Harry Kelejian, Pavlos Petroulas and George S. Tavlas

Κατά τη διάρκεια της προηγούμενης δεκαετίας, αναπτύχθηκε ταχύρρυθμα η εμπειρική

βιβλιογραφία που αξιολογεί τις επιπτώσεις ενός κοινού νομίσματος στις εμπορικές

συναλλαγές μεταξύ των χωρών που συμμετέχουν στη νομισματική ένωση. Η ανάπτυξη αυτής της βιβλιογραφίας είχε ως αφετηρία μια σειρά αποτελεσμάτων με βάση τα οποία μια νομισματική ένωση, κατά μέσο όρο, τριπλασιάζει το μέγεθος των διεθνών εμπορικών συναλλαγών μεταξύ των μελών της.

Όμως, αν και το διεθνές εμπόριο χαρακτηρίζεται από τη φύση του από χωρική εξάρτηση, οι εμπειρικές παλινδρομήσεις δεν αποτυπώνουν ικανοποιητικά αυτή την εξάρτηση.

Οι παλινδρομήσεις των εμπορικών συναλλαγών εκτιμώνται συνήθως με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων και θεωρείται ότι το διμερές εμπόριο ανάμεσα σε δύο χώρες, (i) και (j), εξαρτάται συνήθως μόνο από τα χαρακτηριστικά των δύο χωρών. Αυτά τα συνηθισμένα γνωρίσματα του “υποδείγματος

βαρύτητας” βρίσκονται σε αντίθεση με το πλαίσιο πολλαπλών χωρών του διεθνούς εμπορίου. Επίσης, η “συνηθισμένη” προσέγγιση παραλείπει και θέματα που αφορούν στην εμμονή του εμπορίου, όπως και θέματα ενδογένειας των επεξηγηματικών μεταβλητών.

Σε αυτή την ερευνητική εργασία εξειδικεύουμε και εκτιμούμε μια γενικευμένη μορφή του συνηθισμένου υποδείγματος βαρύτητας για το διεθνές εμπόριο, που περιλαμβάνει διμερείς σταθερές ψευδομεταβλητές, χωρικά εξαρτώμενες επεξηγηματικές μεταβλητές, ενδογενείς μεταβλητές και σφάλματα που είναι χωρικά και χρονικά αυτοσυσχετιζόμενα. Τα σφάλματα έχουν οριστεί ώστε η χωρική και χρονική αυτοσυσχετίσή τους, όπως επίσης και η διακύμανσή τους να διαφέρουν ανά χώρα.

Bank capital and risk in the South Eastern European region (Τραπεζικό κεφάλαιο και κίνδυνος στην περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης)

Δοκίμιο εργασίας No. 137
Panayiotis P. Athanoglou

Η παρούσα μελέτη διερευνά τη σχέση μεταξύ του τραπεζικού κεφαλαίου (δείκτες κεφαλαιακών απαιτήσεων και ιδίων κεφαλαίων) και του κινδύνου στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Εξετάζεται η συμπεριφορά των τραπεζών των χωρών αυτών όσον αφορά τις επιλογές τους σχετικά με το κεφάλαιο και τον κίνδυνο κατά την τελευταία δεκαετία και κυρίως μετά την οικονομική κρίση του 2008. Λόγω της κρίσης, σχεδόν όλες οι τράπεζες στις χώρες αυτές υπέστησαν μεγάλες ζημιές στα δανειακά χαρτοφυλάκιά τους ή στις εμπορικές τους δραστηριότητες, ιδίως τις μη παραδοσιακές. Ως εκ τούτου, θα πρέπει να αναμένουμε ότι θα προσπαθήσουν είτε να μειώσουν την έκθεσή τους στα σχετικά υψηλά στοιχεία ενεργητικού που ενσωματώνουν κίνδυνο είτε να αυξήσουν τα τραπεζικά κεφάλαιά τους, προκειμένου να εξασφαλιστεί η συμμόρφωση με τις απαιτήσεις.

Πιο συγκεκριμένα, η παρούσα μελέτη χρησιμοποιεί μια τροποποιημένη έκδοση του μοντέλου εξισώσεων που αναπτύχθηκε από τους Shrieves and Dahl (1992) για την ανάλυση των επιλογών των τραπεζικών κεφαλαίων (τόσο του δείκτη κεφαλαιακών απαιτήσεων όσο και των ιδίων κεφαλαίων) και των κινδύνων σε επτά χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης (Αλβανία, Βουλγαρία, Βοσνία-Ερζεγοβίνη, ΠΓΔΜ, Σερβία, Κροατία και Ρουμανία) που καλύπτουν το χρονικό διάστημα 2001-2009.

Η μελέτη εστιάζεται στα ακόλουθα θέματα: Πρώτον, ενώ μια σειρά από μελέτες έχουν εξετάσει την πιο πάνω σχέση στις ΗΠΑ και σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες εκτός των νοτιοανατολικών χωρών, αυτή είναι, βάσει όσων γνωρίζουμε, η πρώτη προσπάθεια να εκτιμηθεί η σχέση μεταξύ του τραπεζικού κεφαλαίου και του κινδύνου στην περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Δεύτερον, διερευνάται η

σχέση μεταξύ των δεικτών κεφαλαιακών απαιτήσεων και ιδίων κεφαλαίων από τη μία πλευρά, και του κινδύνου από την άλλη, με βάση την παραδοχή ότι οι τράπεζες στις αποφάσεις τους διαφοροποιούν ανάμεσα στα ίδια κεφάλαια και τον κίνδυνο και ανάμεσα στο δείκτη κεφαλαιακών απαιτήσεων και τον κίνδυνο. Τρίτον, το υπόδειγμα εκτιμάται για το σύνολο του δείγματος των τραπεζών και για τα επιμέρους δείγματα ανάλογα με την τιμή του λόγου των ιδίων κεφαλαίων προς το ενεργητικό και του λόγου των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων προς τα στοιχεία του ενεργητικού. Τέταρτον, ως μεταβλητή ελέγχου λαμβάνεται ο δείκτης τραπεζικής ρευστότητας, ο οποίος χρησιμοποιείται σπανίως στην εμπειρική έρευνα. Λαμβάνεται επίσης υπόψη η επίδραση της διαδικασίας μεταρρύθμισης του τραπεζικού τομέα στη Νοτιοανατολική

Ευρώπη όσον αφορά τα τραπεζικά κεφάλαια και το δείκτη των κινδύνων.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα δείχνουν ότι η σχέση μεταξύ του δείκτη κεφαλαιακών απαιτήσεων και του κινδύνου είναι θετική. Επιπλέον, η σημασία και η αιτιώδης συνάρτηση αυτής της σχέσης εξαρτάται από το βαθμό της κεφαλαιοποίησης. Στις τράπεζες με τη λιγότερη του κανονικού κεφαλαιοποίηση υπάρχει αμφίδρομη σχέση μεταξύ ιδίων κεφαλαίων και κινδύνου, ενώ σε επαρκώς κεφαλαιοποιημένες τράπεζες η σχέση αυτή δεν είναι σημαντική. Τα στοιχεία επιβεβαιώνουν την υπόθεση ότι οι τράπεζες διαφοροποιούν τις αποφάσεις τους μεταξύ ιδίων κεφαλαίων και κινδύνου και μεταξύ δείκτη κεφαλαιακών απαιτήσεων και κινδύνου, δεδομένου ότι η πρώτη σχέση είναι αρνητική.

The theoretical framework of monetary policy revisited **(Μια επαναπροσέγγιση του θεωρητικού πλαισίου της νομισματικής πολιτικής)**

Δοκίμιο εργασίας No. 138

Hiona Balfoussia, Sophocles N. Brissimis and Manthos D. Delis

Το νεοκεϋνσιανό υπόδειγμα τριών εξισώσεων που εισηγείται ο Woodford (2003) ως αυτοτελές πλαίσιο για την ανάλυση της νομισματικής πολιτικής καταδεικνύεται ως ασυνεπές, υπό την έννοια ότι, στη λύση του ως προς το μακροχρόνιο σημείο στατικής ισορροπίας, το επιτόκιο προσδιορίζεται από δύο από τις εξισώσεις του συστήματος, ενώ το επίπεδο των τιμών παραμένει απροσδιόριστο. Αυτή η ασυνέπεια αίρεται αν αντικατασταθεί ο κανόνας Taylor με μια τυπική εξίσωση ζήτησης χρήματος. Το τροποποιημένο αυτό σύστημα έχει όλες τις θεμελιώδεις ιδιότητες της μονεταριστικής θεωρίας για τη μακροχρόνια ισορρο-

πία, δηλ. την ουδετερότητα του χρήματος σε σχέση με το πραγματικό προϊόν και το πραγματικό επιτόκιο, καθώς και την αναλογικότητα μεταξύ του χρήματος και του επιπέδου των τιμών. Τόσο το τροποποιημένο όσο και το απλό νεοκεϋνσιανό υπόδειγμα εκτιμώνται για τις ΗΠΑ και οι δυναμικές τους ιδιότητες εξετάζονται με την ανάλυση των αντιδράσεων τους σε εξωτερικές διαταραχές (impulse response analysis). Από τα αποτελέσματα της μελέτης μας συνάγεται ότι η οικονομική και νομισματική ανάλυση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας θα μπορούσε να ενοποιηθεί σε ένα ενιαίο πλαίσιο.

Procyclicality in the banking industry: causes, consequences and response
(Η υπερκυκλικότητα στον τραπεζικό κλάδο: αίτια, επιπτώσεις και προτάσεις αντιμετώπισης)

Δοκίμιο εργασίας No. 139

Panayiotis P. Athanasoglou and Ioannis Daniilidis

Η μακρά ιστορία των οικονομικών και χρηματοπιστωτικών κρίσεων αποδεικνύει ότι η υπερκυκλικότητα αποτελεί εγγενή αδυναμία της λειτουργίας του πραγματικού και κυρίως του χρηματοπιστωτικού τομέα μίας οικονομίας. Ειδικότερα, η τελευταία κρίση χαρακτηρίζεται από την ανάδειξη της έντασης της υπερκυκλικότητας του τραπεζικού κλάδου σε σχέση με εκείνη του πραγματικού τομέα και την αλληλοενίσχυσή τους κατά τρόπο που μπορεί να οδηγήσει σε φαύλο κύκλο.

Κύριο χαρακτηριστικό της υπερκυκλικότητας είναι η υποεκτίμηση των κινδύνων στους οποίους εκτίθεται ο τραπεζικός κλάδος στην ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου με την έντονη άνοδο της πιστωτικής επέκτασης και την έντονη αποστροφή προς τον κίνδυνο στην καθοδική φάση, με αποτέλεσμα να περιορίζονται σημαντικά οι χορηγήσεις δανείων λόγω της ανησυχίας των τραπεζών για την ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου τους. Έτσι, ο τραπεζικός κλάδος μετατρέπεται από ένα μηχανισμό αποτελεσματικής κατανομής πιστώσεων σε μηχανισμό ενίσχυσης της κυκλικότητας της οικονομικής δραστηριότητας, δυσχεραίνοντας την αποτελεσματική κατανομή των πόρων της οικονομίας και επηρεάζοντας αρνητικά το ρυθμό οικονομικής επέκτασης και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η μελέτη της υπερκυκλικότητας στον τραπεζικό κλάδο. Επιχειρείται να διαχωριστούν οι όροι “κυκλικότητα” και “υπερκυκλικότητα”, να διευκρινιστούν οι γενεσιουργές αιτίες που καθιστούν την υπερκυκλικότητα εγγενή του χρηματοπιστωτικού τομέα και οι παράγοντες που την επιτείνουν ή την αμβλύνουν. Αναλύεται η υπερκυκλική συμπεριφορά της προσφοράς και ζήτησης τραπεζικών δανείων, η σχέση της με την οικονομική δραστηριότητα και η συμβολή των ιδίων αλλά και των εποπτικών κεφαλαίων στη σχέση αυτή. Εξετάζεται η σχέση της υπερκυκλικότητας με το πλαίσιο της Βασιλείας II και τους λογιστικούς κανόνες και αξιολογούνται ορισμένες προτάσεις που αφορούν την αντιμετώπιση της υπερκυκλικής συμπεριφοράς της Βασιλείας II, των λογιστικών κανόνων, της μόχλευσης και της ρευστότητας. Τέλος, παρουσιάζονται οι προτάσεις της Βασιλείας III και οι εκτιμώμενες επιδράσεις τους στην οικονομική δραστηριότητα, το κόστος δανεισμού και τη χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα.

Η εργασία αυτή έχει το πλεονέκτημα ότι αποτελεί μία συνοπτική, σφαιρική και διερευνητική παρουσίαση της υπάρχουσας βιβλιογραφίας πάνω στο θέμα της υπερκυκλικότητας, καθώς αναφέρεται σε διαστάσεις της τελευταίας οι οποίες δεν έχουν αναπτυχθεί επαρκώς στη διεθνή βιβλιογραφία.

Financial crises and financial market regulation: the long record of an “emerging”
(Χρηματοπιστωτικές κρίσεις και κανονιστική ρύθμιση της χρηματοπιστωτικής αγοράς: η μακροχρόνια εμπειρία μιας αναδυόμενης οικονομίας)

Δοκίμιο εργασίας No. 140

Sophia Lazaretou

Η μελέτη επιχειρεί να εξετάσει τη μακροχρόνια εμπειρία των χρηματοπιστωτικών κρίσεων και της κανονιστικής ρύθμισης της χρη-

ματοπιστωτικής αγοράς από τη σκοπιά μιας αναδυόμενης οικονομίας. Εξετάζονται δύο ερωτήματα: Πρώτον, σε τι αποδίδεται η εκδή-

λωση και η σοβαρότητα των χρηματοπιστωτικών κρίσεων σε μια αναδυόμενη οικονομία της αγοράς; Και δεύτερον, πώς η εμπειρία μιας χώρας από χρηματοπιστωτικές κρίσεις τη βοηθά να βελτιώσει τους θεσμούς και να αναπτύξει καλύτερες τεχνικές για την επιτυχή διαχείριση μεταγενέστερων κρίσεων; Για να δοθεί απάντηση σ' αυτά τα ερωτήματα, αρχικά παρουσιάζεται η εμπειρία της Ελλάδος από προηγούμενα επεισόδια κρίσεων καλύπτοντας μια εξαιρετικά μακρά χρονική περίοδο, όπως αυτή αποτυπώνεται στα στατιστικά στοιχεία. Η περίπτωση της Ελλάδος επελέγη διότι πρόκειται για μια χώρα με πλούσιο ιστορικό χρηματοπιστωτικών κρίσεων. Γίνεται επομένως μια προσπάθεια να

καλυφθεί μια ποικιλία επεισοδίων κρίσεων ώστε να προκύψει ένα χρονολόγιο κρίσεων με βάση τη συχνότητα εμφάνισης και το βαθμό έντασής τους. Στη συνέχεια, εξετάζονται οι παράγοντες που συνέβαλαν στην εμφάνιση των κρίσεων, πολλοί από τους οποίους αφορούν τις ιδιοσυγκρασίες και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της εγχώριας οικονομίας όπως η πιστωτική επέκταση, οι δημοσιονομικές ανισορροπίες και η περιορισμένη κάλυψη της νομισματικής βάσης από επαρκή συναλλαγματικά διαθέσιμα. Τέλος, εξετάζεται η εξέλιξη της κανονιστικής ρύθμισης, με έμφαση στα μέτρα που ελήφθησαν μετά την κρίση και άλλαξαν τις θεσμικές εξελίξεις της χώρας.

Housing credit and female labour supply: assessing the evidence from Greece (Στεγαστική πίστη και προσφορά εργασίας των γυναικών: οι ενδείξεις στην περίπτωση της Ελλάδος)

Δοκίμιο εργασίας No. 141

Sarantis E. G. Lolos and Evangelia Papapetrou

Στη μελέτη αυτή διερευνάται η πιθανή σχέση αλληλεξάρτησης ανάμεσα στη στεγαστική πίστη και τη συμμετοχή των γυναικών στην αγορά εργασίας. Η σχέση προσεγγίζεται μέσω δύο εμπειρικών υποδειγμάτων probit με ενδογενείς ερμηνευτικές μεταβλητές και της χρήσης στατιστικών στοιχείων σε επίπεδο νοικοκυριού για την περίπτωση της Ελλάδος. Στη συνάρτηση της στεγαστικής πίστης, η συμμετοχή των γυναικών στην αγορά εργασίας είναι ενδογενής μεταβλητή, ενώ στη συνάρτηση της συμμετοχής των γυναικών στην αγορά εργασίας, τα στεγαστικά δάνεια υπεισέρχονται ως ενδογενής μεταβλητή. Χρηματοοικονομικοί και κοινωνικοοικονομικοί παράγοντες επηρεάζουν την απόφαση του νοικοκυριού να λάβει στεγαστικό δάνειο (ηλικία της συζύγου, εισόδημα και μορφωτικό επίπεδο του συζύγου, εξοικείωση του ζεύγους με τραπεζικές συναλλαγές, ύπαρξη μικρών παιδιών στην οικογένεια) και την απόφαση της συζύγου να αναζητήσει εργασία (μορφωτικό επίπεδο και ηλικία της συζύγου, εισό-

δημα του συζύγου, ύπαρξη μικρών παιδιών στην οικογένεια).

Η εμπειρική ανάλυση σε επίπεδο νοικοκυριού βασίζεται στην Έρευνα Εισοδήματος και Συνθηκών Διαβίωσης της ΕΕ για το έτος 2008 (EU-SILC), η οποία εμπλουτίστηκε με αδημοσίευτα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ για τη στεγαστική επιβάρυνση των νοικοκυριών. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η απόφαση των νοικοκυριών να λάβουν στεγαστικό δάνειο και η απόφαση για συμμετοχή των γυναικών στην αγορά εργασίας αλληλεξαρτώνται. Συνάγεται ότι οι πολιτικές που διευρύνουν τη στεγαστική πίστη μπορούν να δώσουν σημαντική ώθηση στην απασχόληση και την πραγματική οικονομία, εφόσον ο περιορισμός στη δανειοδότηση οδηγεί τις γυναίκες στην αγορά εργασίας και αντιστρόφως. Γενικότερα, από τις εμπειρικές ενδείξεις αναδεικνύεται σχέση αλληλεπίδρασης ανάμεσα στη χρηματοδότηση (στεγαστική πίστη) και την πραγματική οικονομική δραστηριότητα (προσφορά εργασίας των γυναικών).

Time-consistent fiscal policy under heterogeneity: conflicting or common interests?
(Διαχρονικά σταθερή δημοσιονομική πολιτική υπό ετερογένεια: συγκρουόμενα ή κοινά συμφέροντα;)

Δοκίμιο εργασίας No. 142

Konstantinos Angelopoulos, James Malley and Apostolis Philippopoulos

Η μελέτη εξετάζει τις συγκεντρωτικές και διανεμητικές επιδράσεις μιας τέλει κατά Markov δημοσιονομικής πολιτικής σε ένα νεοκλασικό υπόδειγμα οικονομικής ανάπτυξης με καπιταλιστές και εργαζομένους. Από μακροχρόνια σκοπιά, τα κυριότερα ευρήματα είναι: α) για ένα κράτος που μεριμνά για όλους τους πολίτες του, το άριστο είναι να επιβάλλει βαριά φορολογία στο κεφάλαιο και να επιδοτεί την εργα-

σία, β) για να επιτευχθεί βελτίωση κατά Pareto έτσι ώστε να μειωθεί η αναποτελεσματικά υψηλή φορολογία του εισοδήματος, θα πρέπει η κυβέρνηση να δίνει προτεραιότητα στην ευημερία των καπιταλιστών, γ) οι προτιμήσεις των καπιταλιστών και των εργαζομένων σχετικά με τη βέλτιστη ποσότητα “καπιταλιστικής μεροληψίας” δεν ταυτίζονται, συνεπώς υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων.

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΑΡΘΡΩΝ ΠΟΥ ΔΗΜΟΣΙΕΥΘΗΚΑΝ ΣΕ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΑ ΤΕΥΧΗ ΤΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΔΕΛΤΙΟΥ

- Μπούτος Γιάννης, “Οικονομική σταθεροποίηση και αναπτυξιακές προοπτικές”, τεύχος 3, Φεβρουάριος 1994.
- Παπαδήμος Λουκάς, “Ανάπτυξη με σταθερότητα: ο ρόλος της νομισματικής πολιτικής”, τεύχος 5, Μάρτιος 1995.
- Βορίδης Ηρακλής, “Η ειδική φύση των τραπεζών και ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής: Επισκόπηση της πρόσφατης βιβλιογραφίας”, τεύχος 5, Μάρτιος 1995.
- Κυριακόπουλος Παναγιώτης, Μόσχος Δημήτριος και Φιλίππιδης Αναστάσιος, “Μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής από την Τράπεζα της Ελλάδος”, τεύχος 6, Νοέμβριος 1995.
- Παπαγεωργίου Γιώργος, Χαράλαμπίδης Μιχάλης και Χαρδούβελης Γκίκας, “Μετάβαση στο ενιαίο νόμισμα: Προκλήσεις και προοπτικές για τα πιστωτικά ιδρύματα”, τεύχος 6, Νοέμβριος 1995.
- Καράμπαλης Νίκος, “Η εναρμόνιση των Δεικτών Τιμών Καταναλωτή των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης”, τεύχος 7, Μάρτιος 1996.
- Διεύθυνση Εργασιών Δημοσίου, Γραφείο Μελέτης, Σχεδιασμού και Ανάπτυξης Εργασιών, “Αγορές κρατικών χρεογράφων”, τεύχος 7, Μάρτιος 1996.
- Saccomanni Fabrizio, “Ευκαιρίες και προκλήσεις κατά την πορεία προς την ευρωπαϊκή νομισματική ενοποίηση”, τεύχος 7, Μάρτιος 1996.
- Παπαδήμος Λουκάς, “Προκλήσεις για τη νομισματική πολιτική κατά την πορεία προς την ΟΝΕ”, τεύχος 8, Νοέμβριος 1996.
- Διεύθυνση Πληροφορικής και Οργάνωσης, “Εξελιξείς στα συστήματα πληρωμών στην Ευρωπαϊκή Ένωση: Το διευρωπαϊκό σύστημα πληρωμών TARGET και το ελληνικό σύστημα ΕΡΜΗΣ”, τεύχος 8, Νοέμβριος 1996.
- Gibson Heather και Μπρισίμης Σοφοκλής, “Νομισματική πολιτική, εισροές κεφαλαίων και αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στην Ελλάδα”, τεύχος 9, Μάρτιος 1997.
- Σαμπεθαί Ισαάκ, “Από τις συμβατικές αποδοχές στο κόστος εργασίας: Εισοδηματική πολιτική, συλλογικές διαπραγματεύσεις και πληθωρισμός (1991-96)”, τεύχος 9, Μάρτιος 1997.
- Ζόνζηλος Νίκος και Hall S. G., “Δυνητική παραγωγή, τρέχουσα παραγωγή και πληθωρισμός στην Ελλάδα”, τεύχος 9, Μάρτιος 1997.
- Παντελίδης Ευάγγελος, “Η νέα μεθοδολογία κατάρτισης του ισοζυγίου πληρωμών της Τράπεζας της Ελλάδος”, τεύχος 9, Μάρτιος 1997.
- Παπαδήμος Λουκάς, “Η παγκοσμιοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών και η άσκηση της οικονομικής και νομισματικής πολιτικής”, τεύχος 10, Δεκέμβριος 1997.
- Καστρισιανάκης Ευστράτιος και Μπρισίμης Σοφοκλής, “Λειτουργεί ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής μέσω των πιστώσεων στην ελληνική οικονομία;”, τεύχος 10, Δεκέμβριος 1997.
- Gibson Heather, “Η σχέση του χρηματοπιστωτικού συστήματος με την πραγματική οικονομία”, τεύχος 10, Δεκέμβριος 1997.
- Παπαπέτρου Ευαγγελία και Χονδρογιάννης Γιώργος, “Η αιτιώδης σχέση τιμών καταναλωτή και τιμών χονδρικής πώλησης στην Ελλάδα”, τεύχος 10, Δεκέμβριος 1997.
- Hardy Daniel και Συμιγιάννης Γιώργος, “Ανταγωνισμός και αποτελεσματικότητα στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα”, τεύχος 11, Ιούνιος 1998.
- Gibson Heather και Μπρισίμης Σοφοκλής, “Παρέχει η καμπύλη αποδόσεων πληροφόρηση για τον πληθωρισμό;”, τεύχος 11, Ιούνιος 1998.
- Πανταζίδης Στέλιος, “Πληθωρισμός, επενδύσεις και οικονομική μεγέθυνση στην Ελλάδα”, τεύχος 11, Ιούνιος 1998.
- Μητράκος Θεόδωρος, “Η συμβολή των επιμέρους εισοδημάτων στη διαμόρφωση της συνολικής ανισότητας”, τεύχος 11, Ιούνιος 1998.
- Γκαργκάνας Χ. Νικόλαος, “Ελλάδα και ΟΝΕ: προοπτικές και προκλήσεις”, τεύχος 12, Δεκέμβριος 1998.

- Βουμβάκη Φραγκίσκα, Μπρισίμης Σοφοκλής και Σιδέρης Δημήτρης, “Η ισοτιμία των αγοραστικών δυνάμεων ως μακροχρόνια σχέση: εμπειρική διερεύνηση για την Ελλάδα”, τεύχος 12, Δεκέμβριος 1998.
- Μανασσάκη Άννα, “Οι εισροές κοινοτικών πόρων στην Ελλάδα: ιστορική αναδρομή και προοπτικές”, τεύχος 12, Δεκέμβριος 1998.
- Λαζαρέτου Σοφία, “Η δραχμή στα μεταλλικά νομισματικά καθεστώτα: διδάγματα από το παρελθόν”, τεύχος 13, Ιούλιος 1999.
- Χονδρογιάννης Γιώργος, “Η αιτιώδης σχέση δημόσιων δαπανών και δημόσιων εσόδων στην Ελλάδα”, τεύχος 13, Ιούλιος 1999.
- Μητράκος Θεόδωρος και Τσακλόγλου Πάνος, “Η αναδιανεμητική επίδραση των ειδικών φόρων κατανάλωσης”, τεύχος 13, Ιούλιος 1999.
- Ντέλλας Χάρης, “Η στρατηγική νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ και η μεταβλητότητα των μακροοικονομικών μεγεθών στην Ελλάδα”, τεύχος 13, Ιούλιος 1999.
- Παπάζογλου Χρήστος, “Πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία και οικονομική δραστηριότητα: είναι απαραίτητα συστατική η πολιτική της περιορισμένης διολίσθησης της δραχμής;”, τεύχος 14, Δεκέμβριος 1999.
- Gibson Heather και Λαζαρέτου Σοφία, “Πρόδρομοι δείκτες του πληθωρισμού στην Ελλάδα και αξιολόγηση της προβλεπτικής τους ικανότητας”, τεύχος 14, Δεκέμβριος 1999.
- Καραπαππάς Ανδρέας και Μηλιώνης Αλέξανδρος, “Εκτίμηση και ανάλυση του εξωτερικού χρέους του ιδιωτικού τομέα”, τεύχος 14, Δεκέμβριος 1999.
- Παπαδήμος Λουκάς, “Από τη δραχμή στο ευρώ”, τεύχος 15, Ιούλιος 2000.
- Ζόνζηλος Νίκος, “Η καμπύλη Phillips της ελληνικής οικονομίας και το διαχρονικά μεταβαλλόμενο NAIRU”, τεύχος 15, Ιούλιος 2000.
- Πανταζίδης Στέλιος, “Η διατηρησιμότητα του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών”, τεύχος 15, Ιούλιος 2000.
- Χονδρογιάννης Γιώργος, “Διερεύνηση της αιτιώδους σχέσης μεταξύ τιμών και μισθών στην Ελλάδα”, τεύχος 15, Ιούλιος 2000.
- Σαμπεθαί Ισαάκ, “Η ελληνική αγορά εργασίας: χαρακτηριστικά, προβλήματα και πολιτικές (με έμφαση στην ευελιξία της αγοράς εργασίας και στην καταπολέμηση της ανεργίας σε συνθήκες μη πληθωριστικής ανάπτυξης)”, τεύχος 16, Δεκέμβριος 2000.
- Μπρισίμη Δήμητρα και Μπρισίμης Σοφοκλής, “Το πρόβλημα της ανεργίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση”, τεύχος 16, Δεκέμβριος 2000.
- Μπαρδάκα Ιωάννα, “Χρηματοπιστωτική απελευθέρωση, περιορισμοί ρευστότητας και ιδιωτική κατανάλωση στην Ελλάδα”, τεύχος 16, Δεκέμβριος 2000.
- Λαζαρέτου Σοφία και Μπρισίμης Σοφοκλής, “Δημοσιονομικοί κανόνες και σταθεροποιητική πολιτική στη ζώνη του ευρώ”, τεύχος 17, Ιούλιος 2001.
- Λώλος Σαράντης-Ευάγγελος, “Ευρωπαϊκοί διαρθρωτικοί πόροι: ο ρόλος τους στην ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας”, τεύχος 17, Ιούλιος 2001.
- Παπάζογλου Χρήστος, “Περιφερειακή οικονομική ενοποίηση και εισροή ξένων άμεσων επενδύσεων: η ευρωπαϊκή εμπειρία”, τεύχος 17, Ιούλιος 2001.
- Γκαργάνας Χ. Νικόλαος, “Το μέλλον της Ευρώπης και η ΟΝΕ”, τεύχος 18, Δεκέμβριος 2001.
- Μπρισίμης Σοφοκλής και Παπαδοπούλου Δάφνη-Μαρίνα, “Η εισαγωγή του ευρώ σε φυσική μορφή στην Ελλάδα”, τεύχος 18, Δεκέμβριος 2001.
- Ζόνζηλος Νίκος, “Ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής: τα αποτελέσματα πειράματος της ΕΚΤ για την Ελλάδα”, τεύχος 18, Δεκέμβριος 2001.
- Καμπέρογλου Νίκος, Μπρισίμης Σοφοκλής και Συμιγιάννης Γιώργος, “Διαφορές ως προς τα χαρακτηριστικά των τραπεζών και η σημασία τους για τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής”, τεύχος 18, Δεκέμβριος 2001.

- Τσαβέας Νίκος, “Συναλλαγματικά καθεστώτα και συναλλαγματική πολιτική στη Νοτιοανατολική Ευρώπη”, τεύχος 18, Δεκέμβριος 2001.
- Gibson Heather και Δεμέναγας Νίκος, “Ο ανταγωνισμός στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα: εμπειρική μελέτη για την περίοδο 1993-1999”, τεύχος 19, Ιούλιος 2002.
- Χονδρογιάννης Γιώργος, “Ιδιωτική αποταμίευση στην Ελλάδα: οικονομικοί και δημογραφικοί προσδιοριστικοί παράγοντες”, τεύχος 19, Ιούλιος 2002.
- Γκατζώνας Ευθύμιος και Νόνικα Καλλιόπη, “Χαρακτηριστικά αποδεκτών τίτλων και διαχείριση ενεχύρου στο πλαίσιο της χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων από τις κεντρικές τράπεζες”, τεύχος 19, Ιούλιος 2002.
- Βορίδης Ηρακλής, Αγγελοπούλου Ελένη και Σκοτίδα Ιφιγένεια, “Η νομισματική πολιτική μέσα από τα κείμενα της Τράπεζας της Ελλάδος 1990-2000”, τεύχος 20, Ιανουάριος 2003.
- Καπλάνογλου Γεωργία και Newbery David, “Οι αναδιανεμητικές επιδράσεις της έμμεσης φορολογίας στην Ελλάδα”, τεύχος 21, Ιούλιος 2003.
- Παπαπέτρου Ευαγγελία, “Μισθολογικές διαφορές μεταξύ δημόσιου και ιδιωτικού τομέα στην Ελλάδα”, τεύχος 21, Ιούλιος 2003.
- Αθανάσογλου Παναγιώτης και Μπρισίμης Σοφοκλής, “Η επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην αποτελεσματικότητα των τραπεζών στην Ελλάδα”, τεύχος 22, Ιανουάριος 2004.
- Λαζαρέτου Σοφία, “Νομισματικό σύστημα και μακροοικονομική πολιτική στην Ελλάδα: 1833-2003”, τεύχος 22, Ιανουάριος 2004.
- Καράμπαλης Νικόλαος και Κοντέλης Ευριπίδης, “Εναλλακτικοί τρόποι μέτρησης του πληθωρισμού”, τεύχος 22, Ιανουάριος 2004.
- Παπασπύρου Θεόδωρος, “Τα νέα κράτη-μέλη της ΕΕ και στρατηγικές για την ΟΝΕ: ο ρόλος του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II (ΜΣΙ ΙΙ)”, τεύχος 23, Ιούλιος 2004.
- Μητράκος Θεόδωρος, “Εκπαίδευση και οικονομικές ανισότητες”, τεύχος 23, Ιούλιος 2004.
- Παπαπέτρου Ευαγγελία, “Μισθολογικές διαφορές μεταξύ ανδρών και γυναικών στην Ελλάδα”, τεύχος 23, Ιούλιος 2004.
- Gibson Heather, “Η κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών: πρόσφατες εξελίξεις”, τεύχος 24, Ιανουάριος 2005.
- Αθανάσογλου Παναγιώτης, Ασημακόπουλος Ιωάννης και Γεωργίου Ευαγγελία, “Η επίδραση των ανακοινώσεων συγχωνεύσεων και εξαγορών στις αποδόσεις των μετοχών των τραπεζών στην Ελλάδα”, τεύχος 24, Ιανουάριος 2005.
- Ζωγραφάκης Σταύρος και Μητράκος Θεόδωρος, “Η αναδιανεμητική επίδραση του πληθωρισμού στην Ελλάδα”, τεύχος 24, Ιανουάριος 2005.
- Θεοδοσίου Ιωάννης και Πουλιάκας Κωνσταντίνος, “Κοινωνικοοικονομικές διαφορές ως προς την εργασιακή ικανοποίηση των υψηλά και των χαμηλά αμειβόμενων εργαζομένων στην Ελλάδα”, τεύχος 24, Ιανουάριος 2005.
- Γκαργκάνας Χ. Νικόλαος, “Η προσαρμογή στην ενιαία νομισματική πολιτική της ΕΚΤ”, τεύχος 25, Αύγουστος 2005.
- Μητράκος Θεόδωρος, Συμιγιάνης Γεώργιος και Τζαμουράνη Παναγιώτα, “Το χρέος των ελληνικών νοικοκυριών: ενδείξεις από μία δειγματοληπτική έρευνα”, τεύχος 25, Αύγουστος 2005.
- Νικολίτσα Δάφνη, “Κατά κεφαλήν εισόδημα, παραγωγικότητα και συμμετοχή στην αγορά εργασίας: οι εξελίξεις στην ελληνική οικονομία”, τεύχος 25, Αύγουστος 2005.
- Νικολίτσα Δάφνη, “Η συμμετοχή των γυναικών στην ελληνική αγορά εργασίας: εξελίξεις και προσδιοριστικοί παράγοντες”, τεύχος 26, Ιανουάριος 2006.
- Ζόνζηλος Νίκος και Μητράκος Θεόδωρος, “Διερεύνηση των επιδράσεων των εξωγενών διαταραχών στην εμμονή και τη δυναμική του πληθωρισμού: μια μακροοικονομική προσέγγιση για την Ελλάδα”, τεύχος 26, Ιανουάριος 2006.

- Αθανάσογλου Παναγιώτης, Ασημακόπουλος Ιωάννης και Συριόπουλος Κωνσταντίνος, “Εξωτερική χρηματοδότηση, ανάπτυξη και κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων του Χρηματιστηρίου Αθηνών”, τεύχος 26, Ιανουάριος 2006.
- Μητράκος Θεόδωρος και Νικολίτσα Δάφνη, “Η διάρκεια της ανεργίας στην Ελλάδα: εξελίξεις και χαρακτηριστικά”, τεύχος 27, Ιούλιος 2006.
- Καλφάογλου Φαίδων, “Άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα”, τεύχος 27, Ιούλιος 2006.
- Παντελίδης Θ. Ευάγγελος και Κουβατσέας Α. Γεώργιος, “Έρευνα συνόρων για την ταξιδιωτική δαπάνη: μεθοδολογία – παρουσίαση και αξιολόγηση αποτελεσμάτων 2003-2005”, τεύχος 27, Ιούλιος 2006.
- Βλασόπουλος Θωμάς και Μπρισίμης Σοφοκλής, “Προσδιοριστικοί παράγοντες των τραπεζικών επιτοκίων και συγκρίσεις μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ”, τεύχος 28, Φεβρουάριος 2007.
- Συμιγιάννης Γεώργιος και Τζαμουράνη Παναγιώτα, “Δανεισμός και κοινωνικοοικονομικά χαρακτηριστικά των νοικοκυριών: αποτελέσματα από τις δειγματοληπτικές έρευνες της Τράπεζας της Ελλάδος”, τεύχος 28, Φεβρουάριος 2007.
- Παπαπέτρου Ευαγγελία, “Εκπαίδευση, αγορά εργασίας και μισθολογικές διαφορές στην Ελλάδα”, τεύχος 28, Φεβρουάριος 2007.
- Χριστοδουλάκης Γεώργιος, “Η εξέλιξη των πιστωτικών κινδύνων: φαινόμενα, μέθοδοι και διαχείριση”, τεύχος 28, Φεβρουάριος 2007.
- Καράμπαλης Νικόλαος και Κοντέλης Ευριπίδης, “Η μέτρηση του πληθωρισμού στην Ελλάδα”, τεύχος 28, Φεβρουάριος 2007.
- Καπόπουλος Παναγιώτης και Λαζαρέτου Σοφία, “Η παρουσία και ο ρόλος των ξένων τραπεζών: η εμπειρία των χωρών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης στην περίοδο μετάβασης”, τεύχος 29, Οκτώβριος 2007.
- Νικολίτσα Δάφνη, “Η συμμετοχή των νέων στην ελληνική αγορά εργασίας: εξελίξεις και προσκόμματα”, τεύχος 29, Οκτώβριος 2007.
- Αλμπάνη Κ. Μαρία, Ζόνζηλος Γ. Νίκος και Μπραγουδάκης Γ. Ζαχαρίας, “Ένα λειτουργικό πλαίσιο για τη βραχυχρόνια πρόβλεψη του πληθωρισμού”, τεύχος 29, Οκτώβριος 2007.
- Ασημακόπουλος Γ. Ιωάννης, Μπρισίμης Ν. Σοφοκλής και Ντελής Δ. Μάνθος, “Η αποτελεσματικότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος και οι προσδιοριστικοί της παράγοντες”, τεύχος 30, Μάιος 2008.
- Μπαλφούσια Χιόνα, “Χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση: το Χρηματιστήριο Αθηνών στην ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική αγορά”, τεύχος 30, Μάιος 2008.
- Μητράκος Θεόδωρος, “Παιδική φτώχεια: πρόσφατες εξελίξεις και προσδιοριστικοί παράγοντες”, τεύχος 30, Μάιος 2008.
- Ασημακόπουλος Ιωάννης, Λαλούντας Διονύσης και Συριόπουλος Κωνσταντίνος, “Οι προσδιοριστικοί παράγοντες της επιβίωσης των επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αθηνών”, τεύχος 31, Νοέμβριος 2008.
- Πέτρουλας Παύλος, “Ξένες άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα”, τεύχος 31, Νοέμβριος 2008.
- Αναστασάτος Τάσος και Μάνου Κωνσταντίνα, “Κερδοσκοπικές επιθέσεις στη δραχμή και η μετάβαση στο ευρώ”, τεύχος 31, Νοέμβριος 2008.
- Μητράκος Θεόδωρος και Συμιγιάννης Γεώργιος, “Προσδιοριστικοί παράγοντες του δανεισμού και της χρηματοοικονομικής πίεσης των νοικοκυριών στην Ελλάδα”, τεύχος 32, Μάιος 2009.
- Παπάζογλου Χρήστος, “Είναι πράγματι χαμηλή η εξαγωγική επίδοση της Ελλάδος;”, τεύχος 32, Μάιος 2009.
- Ζόνζηλος Νίκος, Μπραγουδάκης Ζαχαρίας και Παύλου Γεωργία, “Ανάλυση των αναθεωρήσεων των προκαταρκτικών (flash) εκτιμήσεων των τριμηνιαίων εθνικών λογαριασμών”, τεύχος 32, Μάιος 2009.

Ράπανος Βασίλης και Καπλάνογλου Γεωργία , “Ανεξάρτητα δημοσιονομικά συμβούλια και ο πιθανός ρόλος τους στην Ελλάδα”, τεύχος 33, Μάιος 2010.

Μητράκος Θεόδωρος, Τσακλόγλου Πάνος και Χολέζας Ιωάννης, “Προσδιοριστικοί παράγοντες της πιθανότητας ανεργίας των νέων στην Ελλάδα, με έμφαση στους αποφοίτους τριτοβάθμιας εκπαίδευσης”, τεύχος 33, Μάιος 2010.

Gibson Heather και Μπαλφούσια Χιόνα, “Πληθωρισμός και ονομαστική αβεβαιότητα: η περίπτωση της Ελλάδος”, τεύχος 33, Μάιος 2010.

Μηγιάκης Πέτρος, “Προσδιοριστικοί παράγοντες της συσχέτισης μετοχών-ομολόγων στην Ελλάδα”, τεύχος 33, Μάιος 2010.

Μητράκος Θεόδωρος, Τσακλόγλου Πάνος και Χολέζας Ιωάννης , “Προσδιοριστικοί παράγοντες του ύψους των μισθών στην Ελλάδα, με έμφαση στους μισθούς των αποφοίτων τριτοβάθμιας εκπαίδευσης”, τεύχος 34, Σεπτέμβριος 2010.

Μπραγουδάκης Ζαχαρίας και Παναγιώτου Στέλιος, “Προσδιοριστικοί παράγοντες των εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές: η περίπτωση της Ελλάδος”, τεύχος 34, Σεπτέμβριος 2010.

Gibson Heather και Μπαλφούσια Χιόνα, “Επιδράσεις της ονομαστικής και της πραγματικής αβεβαιότητας στα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη στην Ελλάδα”, τεύχος 34, Σεπτέμβριος 2010.

Μανεισιώτης Βασίλειος, “Αριθμητικοί δημοσιονομικοί κανόνες στην πράξη”, τεύχος 35, Ιούνιος 2011.

Βασαρδάνη Μελίνα, “Φοροδιαφυγή στην Ελλάδα: μια γενική επισκόπηση”, τεύχος 35, Ιούνιος 2011.

Καλφάογλου Φαίδων, “Η χρησιμότητα των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress tests) για την ανάλυση της ευρωστίας των τραπεζών”, τεύχος 35, Ιούνιος 2011.

Νικολίτσα Δάφνη, “Η ενδοεπιχειρησιακή κατάρτιση στην Ελλάδα: μια συνοπτική εικόνα”, τεύχος 35, Ιούνιος 2011.

