

# ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ

## ΤΕΥΧΟΣ 41



ΙΟΥΛΙΟΣ  
2015



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ



# ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ

## ΤΕΥΧΟΣ 41



ΙΟΥΛΙΟΣ  
2015



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

**ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**

Ελευθ. Βενιζέλου 21  
102 50 Αθήνα

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

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών - Γραμματεία

Τηλ. +30 210 320 2393

Fax +30 210 323 3025

Τυπώθηκε στο

Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών  
της Τράπεζας της Ελλάδος

ISSN 1105 - 8544

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

|                                                                                                                                                                                                                                                                                 |            |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>ΟΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΛΑΧΙΣΤΩΝ ΜΙΣΘΩΝ<br/>ΣΤΟΥΣ ΜΙΣΘΟΥΣ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ</b>                                                                                                                                                                                                 | <b>7</b>   |
| Κώστας Ν. Κανελλόπουλος                                                                                                                                                                                                                                                         |            |
| <b>Η ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΡΗΤΩΝ ΚΑΙ<br/>ΤΩΝ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΤΡΟΠΩΝ ΠΛΗΡΩΜΗΣ<br/>ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ</b>                                                                                                                                                                                         | <b>33</b>  |
| Ευαγγελία Γεωργίου                                                                                                                                                                                                                                                              |            |
| <b>ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ ΓΙΑ<br/>ΤΗΝ ΕΞΥΓΙΑΝΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ<br/>ΜΗ ΕΞΥΠΗΡΕΤΟΥΜΕΝΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ<br/>ΔΑΝΕΙΩΝ. ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ</b>                                                                                                                                         | <b>49</b>  |
| Φαίδων Καλφάογλου                                                                                                                                                                                                                                                               |            |
| <b>ΠΩΣ Η ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ ΙΣΤΟΡΙΚΩΝ<br/>ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΧΡΟΝΟΛΟΓΙΚΩΝ<br/>ΣΕΙΡΩΝ ΣΤΗΡΙΖΕΙ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ<br/>ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ;<br/>Η ΝΕΑ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ<br/>ΒΑΣΗ 1833-1949 ΩΣ ΜΕΡΟΣ ΤΗΣ ΜΕΓΑΛΗΣ<br/>ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΒΑΣΗΣ ΤΩΝ ΧΩΡΩΝ ΤΗΣ<br/>ΝΑ ΕΥΡΩΠΗΣ</b> | <b>79</b>  |
| Σοφία Λαζαρέτου                                                                                                                                                                                                                                                                 |            |
| <b>ΔΟΚΙΜΙΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ</b>                                                                                                                                                                                                                                                         | <b>105</b> |
| (Ιανουάριος - Ιούλιος 2015)                                                                                                                                                                                                                                                     |            |
| <b>ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΑΡΘΡΩΝ ΠΟΥ ΔΗΜΟΣΙΕΥΘΗΚΑΝ<br/>ΣΕ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΑ ΤΕΥΧΗ ΤΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ<br/>ΔΕΛΤΙΟΥ</b>                                                                                                                                                                                  | <b>109</b> |





# ΟΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΛΑΧΙΣΤΩΝ ΜΙΣΘΩΝ ΣΤΟΥΣ ΜΙΣΘΟΥΣ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ

**Κώστας Ν. Κανελλόπουλος<sup>1</sup>**

Ειδικός Σύμβουλος στην Τράπεζα της Ελλάδος

## Ι ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο ελάχιστος μηνιαίος μισθός μειώθηκε στα μέσα Φεβρουαρίου 2012 κατά 22% και από 751,4 ευρώ κατήλθε στα 581,1 ευρώ, όπου και παραμένει. Αυτή η δραστική μείωση έγινε αφού η ανεργία από 10,5% το τέταρτο τρίμηνο του 2009 εκτινάχθηκε στο 20,9% το τέταρτο τρίμηνο του 2011, ενώ η απασχόληση την ίδια διετία μειώθηκε κατά σχεδόν 14%. Η δε χώρα, λόγω του τότε δημοσιονομικού εκτροχιασμού και της κρίσης δημόσιου χρέους, από το Μάιο του 2010 εντάχθηκε σε πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής μέσω συμφωνίας αφενός της Ελλάδος και αφετέρου του ΔΝΤ, της ΕΚΤ και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η οποία επέβαλε άμεσες δραστικές μειώσεις των μισθών στο Δημόσιο και των συντάξεων, με αποτέλεσμα να μειωθούν οι μέσες αποδοχές το 2010 στο Δημόσιο κατά 7,7% και στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα κατά 2,9%. Οι αντίστοιχες μειώσεις το 2011 περιορίστηκαν στο 0,5% στο Δημόσιο και σε 1,7% στον ιδιωτικό τομέα και μόνο αργότερα, το 2012 και 2013, μετά την τότε μείωση των ελάχιστων μισθών και τις θεσμικές μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας, ακολούθησε μεγαλύτερη πτώση των μέσων μισθών κατά 6,5% κατ' έτος (Τράπεζα της Ελλάδος 2014β, σελ. 60). Η ανεργία συνέχισε να αυξάνεται και κορυφώθηκε στο 27% το 2013, για να εμφανίσει κάμψη από το δεύτερο τρίμηνο του 2014, η δε απασχόληση ακολούθησε αντίστροφη πορεία και από τα μέσα του 2014, ιδιαίτερα στους μισθωτούς, ανακάμπτει. Η διερεύνηση των όποιων επιδράσεων των ελάχιστων μισθών στις παραπάνω εξελίξεις των μισθών και της απασχόλησης δεν φαίνεται να έχει επιχειρηθεί μέχρι τώρα εμπειρικά κατά τρόπο συστηματικό.

Οι επιδράσεις του επιπέδου και των αλλαγών του ελάχιστου μισθού στην αγορά εργασίας ωστόσο παραμένουν στην επικαιρότητα, με αντικρουόμενα επιχειρήματα στο δημόσιο διάλογο. Από τη μια πλευρά υπάρχουν οι υπο-

στηρικτές της δραστικής αύξησης των ελάχιστων μισθών και ημερομισθίων, οι οποίοι προβάλλουν την αυξητική επίδρασή τους στο εισόδημα των χαμηλόμισθων και έτσι τη συμβολή τους στον περιορισμό της φτώχειας και της ανισότητας, τονίζοντας επίσης και την όποια θετική τους επίδραση στη συνολική ενεργό ζήτηση. Από την άλλη πλευρά υποστηρίζεται ότι οι ελάχιστοι μισθοί, εάν είναι πολύ πάνω από τους μισθούς που μπορεί να πληρώσει η αγορά εργασίας, οδηγούν σε απώλεια θέσεων εργασίας και τελικά σε μικρότερη απασχόληση. Η τεκμηριωμένη απάντηση σε αυτά τα επιχειρήματα είναι αρκετά χρήσιμη για την κυβερνητική πολιτική καθορισμού των ελάχιστων μισθών στην Ελλάδα, όπου οι ελάχιστες αμοιβές, ελλείψει ενός καθολικού ελάχιστου δικτύου κοινωνικής προστασίας των οικονομικά αδυνάτων, αποτελούν για δεκαετίες βασικό μέσο άσκησης οικονομικής και κοινωνικής πολιτικής και φαίνεται ότι επηρεάζουν αρκετούς εργαζομένους. Καθίσταται μάλιστα ιδιαίτερα κρίσιμη τη σημερινή περίοδο της τρέχουσας βαθιάς κρίσης με την απώλεια του 1/4 του προ της κρίσης ΑΕΠ, το κλείσιμο δεκάδων χιλιάδων επιχειρήσεων και την υπερβολική ανεργία (το φθινόπωρο του 2014 πάνω από ένας στους τέσσερις στο εργατικό δυναμικό είναι άνεργος και ήδη ο ένας στους πέντε μακροχρόνια άνεργος), τις ανεπιβεβαίωτες πληροφορίες ότι σε πολλές περιπτώσεις οι εμφανιζόμενοι μισθοί δεν καταβάλλονται, τουλάχιστον εγκαίρως, καθώς και την αναζήτηση εργασίας από πολλούς νέους Έλληνες στο εξωτερικό. Τα οφέλη από την ύπαρξη των ελάχιστων μισθών φαίνεται να είναι ευρέως αποδεκτά και κανείς δεν εμφανίζεται να υποστηρίζει σοβαρά την κατάργησή τους. Ως τέτοια οφέλη καταγράφονται η ενθάρρυνση πιο αποτελεσματικής χρήσης των

<sup>1</sup> Εγκάρδιες ευχαριστίες για συζητήσεις και σχόλια εκφράζονται στους Heather Gibson, Δημήτρη Μαλλιαρόπουλο, Θεόδωρο Μητράκο, Δημήτρη Μόσχο, Χιόνα Μπαλφούσια, Δάφνη Νικολίτσα, Ευαγγελία Παπαπέτρου και Γιώργο Συμγιάννη. Λάθη, παραλείψεις και κρίσεις βαρύνουν αποκλειστικά τον συγγραφέα.

απασχολούμενων συντελεστών παραγωγής, η άσκηση πίεσης στους εργοδότες για τον τεχνολογικό εκσυγχρονισμό των επιχειρήσεων, ο φραγμός στην ατέρμονη συμπίεση του μισθολογικού κόστους ιδιαίτερα σε περιόδους ύφεσης για την εξουδετέρωση της δυναμικής του αποπληθωρισμού, καθώς και η ενθάρρυνση των απασχολούμενων να εργάζονται πιο παραγωγικά. Παρ' όλα αυτά, προφανώς άλλη πολιτική ελάχιστων μισθών ενδείκνυται για την έξοδο από την κρίση εάν αυτοί βελτιώνουν τη θέση των χαμηλόμισθων χωρίς να βλάπτουν την απασχόληση και άλλη εάν ασκούν σημαντική αρνητική επίδραση στην απασχόληση.

Η παρούσα εργασία έχει στόχο να εξετάσει τις επιδράσεις των ελάχιστων αμοιβών στην αγορά εργασίας στον ιδιωτικό τομέα της χώρας την τελευταία περίπου δεκαετία, όπου περιλαμβάνεται και η περίοδος της τρέχουσας οικονομικής κρίσης. Αξιοποιώντας κυρίως δημοσιευμένα στατιστικά στοιχεία απασχόλησης και ημερομισθίων του ΙΚΑ, σε συνδυασμό με την εξέλιξη των ελάχιστων υποχρεωτικών ημερομισθίων, στοχεύουμε να τεκμηριώσουμε τις επιδράσεις των ελάχιστων ημερομισθίων αφενός στα μέσα ημερομίσθια και αφετέρου στην απασχόληση στην αγορά εργασίας του ιδιωτικού τομέα της χώρας. Τόσο η περιγραφική ανάλυση της εξέλιξης των εξεταζόμενων μεταβλητών όσο και συνήθεις οικονομετρικές εκτιμήσεις δείχνουν με σαφήνεια ότι οι ελάχιστοι μισθοί επηρεάζουν στενά την εξέλιξη των μέσων αμοιβών του ιδιωτικού τομέα. Ωστόσο, η αύξηση των ελάχιστων μισθών φαίνεται να συνδέεται επίσης και με αξιόλογες απώλειες θέσεων εργασίας, δείχνοντας ότι η χώρα στην τρέχουσα συγκυρία, με τόσο υψηλή ανεργία, χρειάζεται περισσότερες θέσεις εργασίας στον ελάχιστο μισθό και όχι βελτίωση της θέσης των χαμηλόμισθων εργαζομένων με δραστική αύξηση στον ελάχιστο μισθό, διότι έτσι η εργασία τους μπορεί να καταστεί πιο αβέβαιη.

Στα επόμενα, αρχικά παρουσιάζεται το πρόσφατο και σημεινικό πλαίσιο καθορισμού των ελάχιστων αμοιβών στη χώρα, με έμφαση στις αλλαγές που επήλθαν αφότου η χώρα

εισήλθε στο πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής (τμήμα 2). Ακολούθως εξετάζονται συνοπτικά οι πρόσφατες εξελίξεις των ελάχιστων αμοιβών, παρουσιάζονται οι σχέσεις των ελάχιστων μισθών με συγκεκριμένα επιδόματα, καθώς και βασικές συγκρίσεις με άλλες χώρες (τμήμα 3). Στη συνέχεια γίνεται συνοπτική επισκόπηση της βιβλιογραφίας για τις επιδράσεις των ελάχιστων μισθών (τμήμα 4). Στο τμήμα 5 εξετάζονται εμπειρικά οι επιδράσεις των ελάχιστων μισθών στις μέσες αμοιβές, ενώ στο τμήμα 6 διερευνώνται οι επιδράσεις αυτών στην απασχόληση. Η εργασία ολοκληρώνεται με σύνοψη και συμπεράσματα στο τμήμα 7.

## 2 ΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΥ ΤΩΝ ΕΛΑΧΙΣΤΩΝ ΑΜΟΙΒΩΝ

Οι κατώτατες υποχρεωτικές αμοιβές έχουν μακρά ιστορία στην Ελλάδα. Σε πίνακες του Υπουργείου Εργασίας εμφανίζονται από το 1938, το ίδιο έτος που παρεμπιπτόντως θεσπίστηκαν στις ΗΠΑ με το νόμο Fair Labor Standards Act. Διακόπηκαν την περίοδο του πολέμου και επανήλθαν στα τέλη του 1944. Με εξαίρεση τις περιόδους απουσίας ομαλού κοινοβουλευτικού βίου, οπότε τα κατώτατα όρια μισθών προσδιορίζονταν από την κυβέρνηση, σε γενικές γραμμές καθορίζονται από συλλογικές διαπραγματεύσεις εργοδοτών και εργαζομένων σε εθνικό επίπεδο. Είναι αξιοσημείωτο ότι, ενώ για τους υπαλλήλους ο ελάχιστος μισθός ήταν πάντοτε ενιαίος για αμφότερα τα φύλα, για τους εργάτες το ελάχιστο ημερομίσθιο των γυναικών ήταν περίπου 20% χαμηλότερο από αυτό των ανδρών και σταδιακά για λόγους ισότητας έγινε εξίσωση αυτών στα μέσα του 1977. Την ίδια περίοδο καταργήθηκε σταδιακά και ο μικρότερος μισθός για τους υπαλλήλους 18-20 ετών, ενώ παρέμεινε ο μικρότερος κατώτερος μισθός για τους υπαλλήλους 15-17 ετών, ο οποίος καταργήθηκε στις αρχές του 1989. Ακόμη μέχρι το 1989 διατηρούνταν μικρότερα ελάχιστα ημερομίσθια για το 1ο, 2ο και 3ο έτος εργασίας των ανηλίκων εργατών, τα οποία έκτοτε εξισώθηκαν με αυτά των ενηλίκων. Η δε Εθνική



Γενική Συλλογική Σύμβαση Εργασίας (ΕΓΣΣΕ) 2002-2003 προβλέπει ότι τα “γενικά κατώτατα όρια μισθών και ημερομισθίων εφαρμόζονται αντιστοίχως και για τους μαθητευόμενους εργατοτεχνίτες”.

Από το 1982 αναβαθμίστηκε ο ρόλος των τριτοβάθμιων συνδικαλιστικών ενώσεων στον καθορισμό των ελάχιστων αμοιβών και μέχρι το 2011 οι ελάχιστες αμοιβές προσδιορίζονταν σε κεντρικό επίπεδο από την ΕΓΣΣΕ την οποία διαπραγματεύεται η ΓΣΕΕ με τις τρεις τριτοβάθμιες εργοδοτικές ενώσεις και αφορούσαν όλους τους εργαζομένους που απασχολούνταν με συμβάσεις εργασίας ιδιωτικού δικαίου είτε ως υπάλληλοι, καθορίζοντας τον ελάχιστο μηνιαίο μισθό τους, είτε ως εργάτες, καθορίζοντας το ελάχιστο ημερομίσθιο για οκτώ ώρες εργασίας. Οσάκις οι διαπραγματεύσεις εκπροσώπων εργαζομένων και εργοδοτών για την ΕΓΣΣΕ δεν κατέληγαν σε συμφωνία, τα ενδιαφερόμενα μέρη προσέφευγαν στη μεσολάβηση. Εάν η μεσολάβηση αποτύγχανε, η διαφορά κατέληγε στη διαιτησία, την οποία μέχρι το 1990 ασκούσαν διοικητικά διαιτητικά δικαστήρια αποτελούμενα από ένα δικαστή, έναν εκπρόσωπο της κυβέρνησης και εκπροσώπους των εργαζομένων και εργοδοτών. Το 1990 η διαδικασία επίλυσης αυτών των διαφορών άλλαξε με την ίδρυση του ανεξάρτητου από την κυβέρνηση Οργανισμού Μεσολάβησης και Διαιτησίας (ΟΜΕΔ), ο οποίος ανέλαβε τις αρμοδιότητες των διαιτητικών δικαστηρίων. Όπως αναφέρουν οι Fotoniata and Moutos (2010), οι 7 από τις 17 ΕΓΣΣΕ την περίοδο 1975-1990 προέκυψαν από διαιτητικά δικαστήρια, ενώ όλες οι επόμενες από συλλογικές διαπραγματεύσεις ή μεσολάβηση. Διαχρονικά η παρέμβαση της κυβέρνησης στον καθορισμό των ελάχιστων μισθών δεν ήταν ασυνήθιστη, είτε με την έκφραση και την άσκηση της πολιτικής μισθών της, είτε, όταν οι διαπραγματεύσεις εκπροσώπων εργοδοτών και εργαζομένων δεν κατέληγαν σε συμφωνία, με την παραπομπή του καθορισμού των ελάχιστων μισθών στην υποχρεωτική διαιτησία, της οποίας τα διοριζόμενα από την κυβέρνηση μέλη ήταν προφανώς επηρεασμένα από την κυβερνητική πολιτική μισθών (Burtless 2001, σελ. 456).

Σύμφωνα με νομοθεσία του 2011, το ύψος των κατώτατων αμοιβών προσδιορίζεται πλέον από την κυβέρνηση και ειδικότερα από τον Υπουργό Εργασίας και Κοινωνικής Αλληλεγγύης, κατόπιν σχετικής εισήγησης από ειδική επιτροπή που συγκροτεί προς τούτο η κυβέρνηση και μετά από διαβούλευση με τους κοινωνικούς εταίρους. Η μεταφορά της αρμοδιότητας για τον καθορισμό των ελάχιστων μισθών από τις συλλογικές διαπραγματεύσεις στην κυβέρνηση ύστερα από διαβουλεύσεις, αν και έγινε στο πλαίσιο των μνημονιακών υποχρεώσεων της χώρας, δεν μπορεί παρά να θεωρηθεί εκσυγχρονιστική και εξευρωπαϊστική, εφόσον αυτό ισχύει στις ευρωπαϊκές χώρες που έχουν θεσπίσει καθολικά κατώτατα όρια αμοιβών εργασίας (το Βέλγιο παραμένει ακόμη η εξαίρεση). Συναφώς σημειώνεται ότι συγκεκριμένες αναπτυγμένες χώρες της ΕΕ (Δανία, Σουηδία, Φινλανδία, Ιταλία, Αυστρία, Κύπρος) δεν έχουν γενικό κατώτατο μισθό (Eurostat 2012, σελ. 259), ενώ η Γερμανία, μετά από συμφωνία των δύο μεγάλων πολιτικών κομμάτων, εφαρμόζει από τον Ιανουάριο του 2015 ελάχιστο ωρομίσθιο 8,5 ευρώ και προβλέπεται τα χαμηλότερα αυτού υφιστάμενα κλαδικά ελάχιστα ωρομίσθια να προσεγγίσουν τα 8,5 ευρώ μέχρι τις αρχές του 2017. Το βασικό επιχείρημα για τη μεταφορά της αρμοδιότητας για τους ελάχιστους μισθούς είναι ότι η εκλεγμένη κυβέρνηση, κατά τον καθορισμό του ελάχιστου μισθού στο πλαίσιο των πολιτικών επιλογών της, λαμβάνει υπόψη της το επίπεδο και τις προοπτικές της ανεργίας, του πληθωρισμού, της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας, την οικονομική συγκυρία και την κοινωνική συνοχή. Αντίθετα, τα σωματεία των εργαζομένων και των εργοδοτών, όπως ρητά προβλέπουν τα καταστατικά τους, επιδιώκουν την προστασία και προώθηση των συμφερόντων των μελών τους, τα μεν με αυξήσεις των αμοιβών, τα δε με αποτροπή δυνητικού ανταγωνισμού από νέες επιχειρήσεις, αγνοώντας τους τρίτους (ανέργους, εκτοπισμένους από την αγορά εργασίας, συνταξιούχους, παραοικονομούντες στα όρια της νομιμότητας). Ούτε μπορεί να θεωρηθεί ο καθορισμός του ελάχιστου μισθού από την κυβέρνηση ως περιορισμός της ελευθερίας των συλλογικών δια-

πραγματεύσεων. αφού με τις προηγούμενες ρυθμίσεις υπήρχε επιβολή όρων αμοιβής με συλλογικές συμβάσεις, τις οποίες άλλοι τις υπογράφουν αλλά είναι ωστόσο δεσμευτικές για ολόκληρη την οικονομία (Ληξουριώτης 2011). Η εμπειρική έρευνα έχει επίσης δείξει ότι ο καθορισμός των ελάχιστων αμοιβών από την κυβέρνηση είναι πιο φειδωλός από ό,τι μέσω συλλογικών διαπραγματεύσεων (Boeri 2012).

Το δύσκολο έργο του ελέγχου της τήρησης της νομοθεσίας για τις ελάχιστες αμοιβές ασκεί το Σώμα Επιθεωρητών Εργασίας (ΣΕΠΕ), που αποτελεί υπηρεσία του Υπουργείου Εργασίας. Το ΣΕΠΕ κάνει συστάσεις στους ασυνεπείς και παρανομούντες εργοδότες, τους επιβάλλει χρηματικά πρόστιμα ή ακόμη παραπέμπει τέτοια εργατική διαφορά στα ποινικά δικαστήρια, όπου μπορεί επίσης να προσφύγει και ο ενδιαφερόμενος εργαζόμενος. Από τους ετήσιους Απολογισμούς Δράσης του ΣΕΠΕ δεν φαίνεται εντυπωσιακή αύξηση των συνολικών εργατικών διαφορών την περίοδο της κρίσης (για το 2012 ανέρχονται σε 21.520, έναντι 20.550 το 2009, δηλ. αύξηση 4,7%), ωστόσο υπάρχει σημαντική αύξηση των εργατικών διαφορών για καθυστέρηση ή μη καταβολή δεδουλευμένων αποδοχών (αύξηση 22,6%), με υψηλότερη αύξηση σε κλάδους που δύσκολα ελέγχονται.

Την περίοδο από το 1974 οι ελάχιστοι μισθοί αυξήθηκαν με ρυθμό υψηλότερο από ό,τι το ονομαστικό ΑΕΠ ή το γενικό επίπεδο των μισθών, συμβάλλοντας στη βελτίωση της θέσης των χαμηλόμισθων αλλά πιθανόν και στην ενίσχυση του πληθωρισμού (ΚΕΠΕ 1990, σελ. 82). Τη δεκαετία του '80, μετά την εφάπαξ αύξηση στις αρχές του 1982 με απόφαση του Υπουργού Εργασίας κατά 48% (κατά 27% σε πραγματικούς όρους) και μια δεύτερη αύξηση το 1983, οι κατώτατες αμοιβές (αλλά συχνά και ολόκληρη η μισθολογική κλίμακα) προσδιορίζονταν με το σύστημα της αυτόματης τιμαριθμικής αναπροσαρμογής, γνωστής ως ΑΤΑ. Η εφαρμογή της ΑΤΑ επηρεάστηκε από τις εκάστοτε μακροοικονομικές εξελίξεις (ελλείμματα στο εξωτερικό ισοζύγιο) και είτε ετεροχρονίστηκε είτε κατέστη μερική, με αποτέλε-

σμα σταδιακά ο ελάχιστος πραγματικός μισθός γύρω στο 1993 να επιστρέψει περίπου στο επίπεδο του 1981 (Fotoniata and Moutos 2010, Figure 1). Από τις αρχές της δεκαετίας του '90, όταν εγκαταλείφθηκε η τιμαριθμική αναπροσαρμογή οι ελάχιστοι μισθοί για μακρά χρονικά διαστήματα καθορίζονταν ακολουθώντας χονδρικά την εκάστοτε ανακοινωθείσα κυβερνητική πολιτική μισθών στο Δημόσιο. Ο δε στόχος της μείωσης του πληθωρισμού προκειμένου η Ελλάδα να ικανοποιήσει τα κριτήρια του Μάαστριχτ για ένταξη στη ζώνη του ευρώ υποβοηθήθηκε από τη σχετικά συγκρατημένη αύξηση των ελάχιστων αμοιβών στα τέλη της δεκαετίας του '90. Φαίνεται ότι από τα μέσα της δεκαετίας του '90 διαχρονικά οι ελάχιστοι μισθοί αυξήθηκαν αξιολογικά, ακολουθώντας την ανοδική πορεία της οικονομίας. Ειδικότερα τη δεκαετία του 2000, όπως εκτιμούν οι Ιωάννου και Ιωάννου (2013), οι ελάχιστοι μισθοί αυξήθηκαν με στόχο την επιλεγείσα τότε πολιτική να συγκλίνουν οι μισθοί στην Ελλάδα με αυτούς στην ευρωζώνη.

Όταν το Μάιο του 2010 η χώρα, λόγω του δημοσιονομικού εκτροχιασμού και της κρίσης δημόσιου χρέους, εκτοπίστηκε από τις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων και τέθηκε σε μεσοπρόθεσμο πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής μέσω της τότε λεγόμενης τρόικας, ανέκυψε η αδήριτη ανάγκη για μείωση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Οι απώλειες στη διεθνή ανταγωνιστικότητα, όπως εκδηλώνονταν με τα τότε συστηματικά υπερβολικά ελλείμματα στο εξωτερικό ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών, ήταν ανάγκη να ανακτηθούν σύντομα. Η ανταγωνιστικότητα ωστόσο δεν βελτιώθηκε από την τότε εγκαινιασθείσα αυστηρή δημοσιονομική πολιτική και τις βίαιες οριζόντιες περικοπές των μισθών στο Δημόσιο. Αντίθετα, η ΕΓΣΣΕ που υπογράφηκε στις 15 Ιουλίου 2010 προέβλεπε αύξηση από 1ης Ιουλίου 2011 των κατώτατων αμοιβών “κατά ποσοστό ίσο με το ποσοστό της ετήσιας μεταβολής του ευρωπαϊκού πληθωρισμού (της ευρωζώνης) για το έτος 2010”, η οποία εκτιμήθηκε στο 1,6% και χορηγήθηκε. Η ίδια ΕΓΣΣΕ προέβλεπε αύξηση των κατώτατων αμοιβών από 1ης Ιουλίου του 2012

ίση με τον πληθωρισμό του έτους 2011 στην ευρωζώνη, η οποία ωστόσο λόγω επελθουσών νομοθετικών ρυθμίσεων δεν χορηγήθηκε. Η έλλειψη της δυνατότητας εξωτερικής υποτίμησης, επειδή η χώρα ήταν ήδη μέλος της ζώνης του ευρώ, που θα αποκαθιστούσε τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της χώρας (και προφανώς θα μείωνε και το πραγματικό εισόδημα των εργαζομένων), καθώς και η ακαμψία των μισθών στην τότε δραματική μείωση της απασχόλησης, οδήγησαν κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2011 σε αλληπάλληλες νομοθετικές παρεμβάσεις με στόχο τη μείωση του κόστους εργασίας στον ιδιωτικό τομέα, με κορυφαία τη νομοθετική μείωση, από τις 14 Φεβρουαρίου 2012, του ελάχιστου μισθού κατά 22% (κατά 32% για τους νέους μέχρι 25 ετών). Έκτοτε και μέχρι την ολοκλήρωση του προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής, στο τέλος του 2016, ο ελάχιστος ονομαστικός μισθός προβλέπεται να παραμείνει στα 581,1 ευρώ το μήνα για τους υπαλλήλους και το ημερομίσθιο για κανονικό ωράριο στα 26,18 ευρώ για τους εργάτες. Η βίαιη αυτή μείωση του ελάχιστου μισθού, που προσεγγίζει το ποσοστό της εκτιμώμενης απώλειας της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της χώρας με βάση το σχετικό κόστος εργασίας τη δεκαετία του 2000, φαίνεται ότι συνέβαλε στη μετέπειτα ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας (Τράπεζα της Ελλάδος 2014α, σελ. 80). Το τελευταίο είναι συνεπές με το ότι οι μέσοι μισθοί του ΙΚΑ, που μέχρι τον προηγούμενο της μείωσης των ελάχιστων μισθών μήνα (Ιανουάριος 2012) αυξάνονταν, έκτοτε εμφανίζουν αξιολογική συστηματική μείωση.

Η νέα κυβέρνηση που σχηματίστηκε μετά τις εκλογές της 25ης Ιανουαρίου 2015 έχει ανακοινώσει ως πολιτική της προτεραιότητα τη σταδιακή επαναφορά των κατώτατων αμοιβών στα επίπεδα όπου βρίσκονταν πριν από την παραπάνω βίαιη μείωσή τους το Φεβρουάριο του 2012. Ειδικότερα, στην επιστολή του Υπουργού Οικονομικών της 24ης Φεβρουαρίου 2015 προς το Eurogroup στον κατάλογο των μεταρρυθμίσεων για την παράταση της δανειακής σύμβασης καταγράφεται η φιλοδοξία της ελληνικής κυβέρνησης “να εξορθολο-

γίσει και να αυξήσει εν ευθέτω χρόνω τον κατώτατο μισθό κατά τρόπο που διασφαλίζει την ανταγωνιστικότητα και τις προοπτικές της απασχόλησης. Το εύρος και ο χρόνος των αλλαγών στον κατώτατο μισθό θα γίνουν με διάλογο με τους κοινωνικούς εταίρους και τους ευρωπαϊκούς και διεθνείς θεσμούς, συμπεριλαμβανομένης και της Διεθνούς Οργάνωσης Εργασίας, θα λάβει δε πλήρως υπόψη τις συμβουλές ενός νέου ανεξάρτητου οργάνου για το κατά πόσον οι αλλαγές στους μισθούς συμβαδίζουν με τις εξελίξεις στην παραγωγικότητα και την ανταγωνιστικότητα”. Αυτή η προσεγμένη διατύπωση προφανώς αναγνωρίζει ότι άμεση επαναφορά των ελάχιστων αμοιβών στα προ της μείωσης επίπεδα, που ισοδυναμεί με αύξηση ίση με 28,4% για τους άνω των 25 ετών (κατά 47% για τους μέχρι 25 ετών), δεν θα γινόταν χωρίς έντονες αναταράξεις σε βασικά μεγέθη της αγοράς εργασίας, ιδιαίτερα στη σημερινή συγκυρία με την υψηλή ανεργία και τη δραματική απώλεια του (κατά κεφαλήν) ΑΕΠ της χώρας τα έτη της κρίσης σχεδόν κατά 25%. Εξάλλου, δεν μπορεί να παραβλέπονται οι επιπλέον κοινωνικές δαπάνες που συνεπάγεται η όποια αύξηση των ελάχιστων μισθών, με σπουδαιότερη την αύξηση των συνδεδεμένων με αυτούς επιδομάτων ανεργίας και πρακτικής άσκησης. Συναφώς πρέπει να σημειωθεί ότι διεθνείς οργανισμοί που έχουν εξετάσει τις εξελίξεις και προοπτικές στην αγορά εργασίας στην Ελλάδα τα πρόσφατα έτη, πέρα από τους τρεις που αποτελούσαν την τότε τριάντα, στις προτάσεις πολιτικής που καταλήγουν δεν περιλαμβάνουν κάποια αύξηση των ελάχιστων μισθών, ή έστω την ενοποίησή τους για όλες τις ηλικίες.<sup>2</sup> Ο ΟΟΣΑ (OECD 2013)

2 Χαμηλότερο ελάχιστο μισθό για ηλικιακά νεότερους εργαζομένους προβλέπει η νομοθεσία αρκετών κρατών της ΕΕ, μεταξύ των οποίων είναι το Βέλγιο, η Γαλλία, το Ηνωμένο Βασίλειο, η Ιρλανδία, η Λεττονία, η Μάλτα, η Ολλανδία, η Πολωνία, η Σλοβακία και η Τσεχία (Funk and Lesch 2005, European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions 2007, σελ. 4). Η ορθολογική βάση τέτοιων ρυθμίσεων στηρίζεται στο ότι οι νέοι, ως στερούμενοι εμπειρίας, είναι περισσότερο τρωτοί από τους μεγαλύτερους στην ανεργία και στην οικονομική συγκυρία. Η δε κακοτυχία των νέων που καθίστανται άνεργοι πολύ πιθανόν να τους συνοδεύει ακόμη και αργότερα ως σαραντάρηδες με σχετικά χαμηλούς μισθούς (“the wage scarring effects of youth unemployment”), ενώ με το χαμηλότερο ελάχιστο μισθό δεν παρέχεται κίνητρο στους νέους να εγκαταλείπουν πρόωγα την εκπαίδευση και κατάρτισή τους, που θα βελτιώσουν τις μακροχρόνιες επαγγελματικές προοπτικές τους (Low Pay Commission 2015, σελ. 119).



θεωρεί ότι η μείωση των ελάχιστων μισθών συνέβαλε στη μείωση του μοναδιαίου κόστους εργασίας, ενώ η Διεθνής Οργάνωση Εργασίας (Διεθνής Οργάνωση Εργασίας 2014) κάνει προτάσεις μόνο για τον μετά την ολοκλήρωση του προγράμματος προσαρμογής καθορισμό των ελάχιστων μισθών.

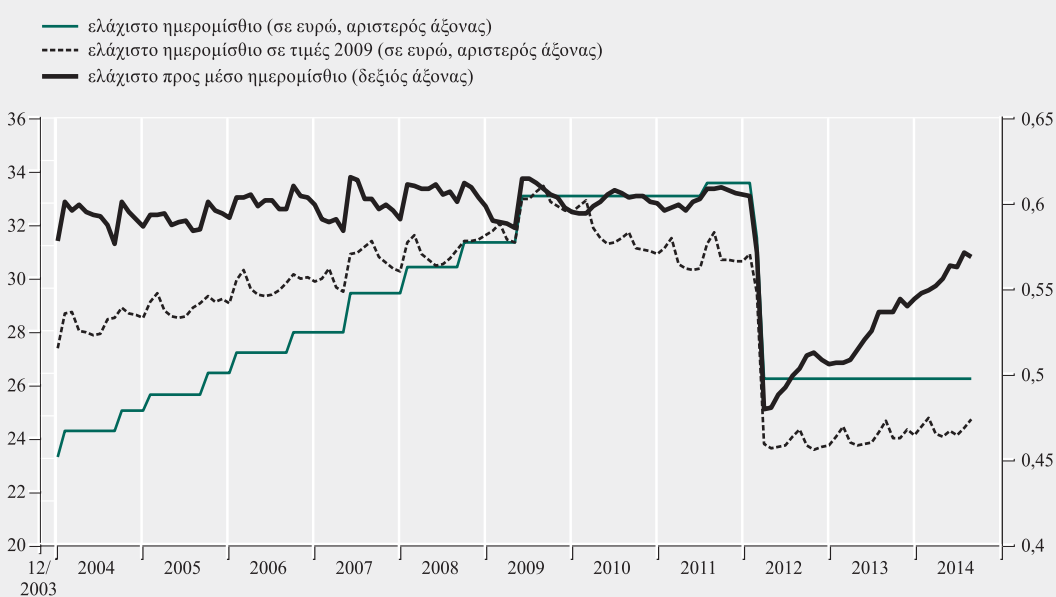
### 3 ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΥΣ ΕΛΑΧΙΣΤΟΥΣ ΜΙΣΘΟΥΣ ΚΑΙ ΣΤΑ ΣΥΝΔΕΟΜΕΝΑ ΕΠΙΔΟΜΑΤΑ

Οι εξελίξεις των κατώτατων ημερομισθίων κατά την τελευταία δεκαετία απεικονίζονται στο Διάγραμμα 1 σε ονομαστικούς όρους και σε σταθερές τιμές αποπληθωρισμένες με το δείκτη τιμών καταναλωτή (2009=100). Το ελάχιστο ημερομίσθιο, το οποίο απεικονίζεται με την κλιμακωτή καμπύλη στο Διάγραμμα 1, ξεκινώντας από 24,22 ευρώ στις αρχές του 2004 με συχνές αυξήσεις ανήλθε στα 33,04 ευρώ το Μάιο του 2009, όπου παρέμεινε μέχρι τον Ιούνιο του 2011, για να αυξηθεί εν μέσω κρίσης έστω οριακά στα 33,57

ευρώ μέχρι τα μέσα Φεβρουαρίου του 2012 οπότε με νόμο μειώθηκε στο σημερινό επίπεδο των 26,18 ευρώ. Φαίνεται έτσι ότι την εξεταζόμενη περίοδο η άνοδος του ελάχιστου ημερομισθίου συγκεντρώνεται στην περίοδο από τις αρχές του 2004 έως το καλοκαίρι του 2009 και ανέρχεται σωρευτικά στο 36,4% και σε σταθερές τιμές σχεδόν στο 17% ή ισοδύναμα κατά 3,7% ετησίως. Είναι αξιοσημείωτο ότι το ελάχιστο ημερομίσθιο σε σταθερές τιμές άρχισε να μειώνεται από το καλοκαίρι του 2009 λόγω διάβρωσης από τον πληθωρισμό, ενώ το ονομαστικό μειώθηκε νομοθετικά από τα μέσα Φεβρουαρίου του 2012. Έτσι, ενώ η ονομαστική μείωση του ελάχιστου ημερομισθίου είναι 22%, σε πραγματικούς όρους από το καλοκαίρι του 2009 ανέρχεται στο 27,1%, οδηγώντας την αγοραστική δύναμη του ελάχιστου μισθού τον Ιανουάριο του 2014 σε επίπεδο χαμηλότερο κατά 10% σε σχέση με το 2004.

Στο δεξιό άξονα του Διαγράμματος 1 φαίνεται η εξέλιξη του σχετικού ελάχιστου ημερο-

**Διάγραμμα 1** Ελάχιστο ημερομίσθιο σε ονομαστικές και σταθερές τιμές και ελάχιστο προς μέσο ημερομίσθιο



Πηγές: Για το ελάχιστο ημερομίσθιο, Τράπεζα της Ελλάδος, *Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας*. Για το μέσο ημερομίσθιο, Μηνιαία Στοιχεία Απασχόλησης ΙΚΑ-ΕΤΑΜ (Πίνακας 01 για μέσο ημερομίσθιο, αντίστοιχοι μήνες).



μισθίου, δηλαδή ο λόγος του ελάχιστου προς το μέσο ημερομίσθιο των απασχολουμένων στις επιχειρήσεις που έχουν ασφαλισμένους στο ΙΚΑ (έχουν εξαιρεθεί οι εργαζόμενοι σε οικοδομοτεχνικά έργα).<sup>3</sup> Είναι αξιοσημείωτο ότι την εξεταζόμενη περίοδο 2004-2011 ο λόγος του ελάχιστου προς το μέσο ημερομίσθιο υπολογίζεται στο 60% με οριακές αποκλίσεις και μόνο στις αρχές του 2012 μετά τη δραστική μείωση του ελάχιστου ημερομισθίου μειώθηκε στο 48%, από όπου σταδιακά αυξάνεται εκ νέου λόγω της έκτοτε καθοδικής πορείας του μέσου ημερομισθίου (μείωση του παρονομαστή) για να ανέλθει στις αρχές του 2014 στο 55%. Το επίπεδο αυτών των ποσοστών υποδηλώνει ότι οι ελάχιστοι μισθοί πολύ πιθανόν αφορούν αρκετούς εργαζομένους, ενώ η διαχρονική σταθερότητά τους είναι συμβατή με την υπόθεση ότι οι εκάστοτε αυξήσεις των ελάχιστων αμοιβών αποτελούν έναυσμα για παρόμοιες αυξήσεις και στις καταβαλλόμενες.

Συναφώς πρέπει να σημειωθεί ότι ο ελάχιστος μηνιαίος μισθός στην Ελλάδα ως ποσοστό του μέσου μισθού στη βιομηχανία και τις υπηρεσίες το 2008 εμφανίζεται από τους υψηλότερους στην ΕΕ, με το Λουξεμβούργο και τη Μάλτα να τον υπερβαίνουν οριακά (European Commission 2011, σελ. 141). Επίσης, στον πίνακα των ελάχιστων μηνιαίων μισθών ως ποσοστό των μέσων μηνιαίων (κλάδοι B-S Nace rev. 2) της Eurostat για το 2011 η Ελλάδα εμφανίζει το υψηλότερο ποσοστό (56,4%), έναντι 42,2% της Πορτογαλίας, 36,7% της Ισπανίας και 44,5% της Ιρλανδίας (Eurostat: *earn\_mw\_avgr2*). Εξάλλου, εναλλακτικοί δείκτες της πίεσης των ελάχιστων μισθών, όπως ο ελάχιστος μισθός ως ποσοστό του κατά κεφαλήν ΑΕΠ ή το εκατοστημόριο της κατανομής μισθών όπου εντοπίζεται ο ελάχιστος μισθός, που εκτιμούν οι Dolton and Bondibene (2012, σελ. 111) για πολλές χώρες, εμφανίζουν την Ελλάδα μεταξύ των χωρών με τις σχετικά υψηλότερες τιμές. Ο δε ΟΟΣΑ (OECD 2014) εκτιμά για το 2012 ότι ο λόγος ελάχιστου κόστους εργασίας (περιλαμβανομένων των εργοδοτικών εισφορών στην κοινωνική ασφάλιση) προς διάμεσο κόστος στην Ελλάδα είναι κοντά στο μέσο όρο

των εξεταζόμενων χωρών του ΟΟΣΑ. Ταυτόχρονα, ο λόγος του ελάχιστου μισθού (είτε ως ακαθάριστος είτε αφού αφαιρεθούν οι εισφορές και φόροι του εργαζομένου) προς τον αντίστοιχο διάμεσο μισθό είναι ελαφρώς μικρότερος από το μέσο όρο του ΟΟΣΑ (OECD 2014, σελ. 68), υποδηλώνοντας έτσι ότι οι εισφορές κοινωνικής ασφάλισης στην Ελλάδα είναι σχετικά υψηλές.

Τα παραπάνω εξεταζόμενα ελάχιστα ημερομίσθια και κατ' αναλογία οι ελάχιστες μηνιαίες αμοιβές, λόγω των δώρων Χριστουγέννων (ένας μισθός) και Πάσχα (μισός μισθός) και του επιδόματος αδείας (μισός μισθός) που πρέπει να καταβάλλονται στους εργαζομένους του ιδιωτικού τομέα, ανέρχονται σε 684 ευρώ το μήνα σε ετήσια βάση. Μάλιστα, αυτός ο μισθός αντιστοιχεί σε εργασία 11 μηνών, επειδή, όπως εξάλλου συμβαίνει και σε πολλές άλλες χώρες της ΕΕ, ο 12ος μήνας προβλέπεται νομοθετικά και από ΕΓΣΣΕ να χορηγείται ως ετήσια κανονική άδεια, εάν έχουν συμπληρωθεί 10 μήνες απασχόλησης στον ίδιο εργοδότη.

Εξάλλου, αυτές οι ελάχιστες αμοιβές αναφέρονται σε νεοπροσλαμβανόμενο άγαμο εργαζόμενο. Από εκεί και πέρα οι συνολικές ελάχιστες αμοιβές που δικαιούται ένας εργαζόμενος περιλαμβάνουν και συγκεκριμένα επιδόματα, τα οποία είναι ποσοστά επί της κατώτατης αμοιβής. Ως τέτοια καταγράφονται το οικογενειακό επίδομα (10% στις ελάχιστες αμοιβές για τους έγγαμους), το επίδομα τριετιών για εργασία στον ίδιο εργοδότη (5% ανά τριετία επί του ελάχιστου και μέχρι 6 τριετίες για τους εργάτες, 10% ανά τριετία και μέχρι 3 τριετίες για τους υπαλλήλους), το επίδομα ανθυγιεινής και επικίνδυνης εργασίας (10-

3 Αξίζει να σημειωθεί ότι τα στατιστικά στοιχεία μισθών και ημερομισθίων του ΙΚΑ, που προκύπτουν μετά από έλεγχο των ονομαστικών Αναλυτικών Περιοδικών Δηλώσεων (ΑΠΔ) των επιχειρήσεων στο ΙΚΑ, είναι τα μόνα διαθέσιμα επίσημα δημοσιευμένα στοιχεία σε μηνιαία βάση, έστω και με σχετική χρονική υστέρηση. Η Ελληνική Στατιστική Αρχή το 1998 σταμάτησε να δημοσιεύει κλαδικά στοιχεία αμοιβών σε μηνιαία βάση και μόνο το καλοκαίρι του 2013 άρχισε να δημοσιεύει κλαδικούς δείκτες μισθών (ανά ώρα) σε τριμηνιαία βάση ξεκινώντας από το 2006. Επίσης, ο αριθμός των επιχειρήσεων που ασφαλίζουν απασχολούμενους στο ΙΚΑ θεωρούμε ότι αποτελεί αρκετά καλή προσέγγιση του αριθμού των αντίστοιχων επιχειρήσεων στη χώρα.

15% επί του ελάχιστου.<sup>4</sup> Έτσι διαμορφώνονται οι συνολικές ελάχιστες νόμιμες αποδοχές, οι οποίες στην πράξη μπορεί να ξεπερνιούνται από τις καταβαλλόμενες, όπως αυτές καθορίζονται από τις ατομικές συμβάσεις εργασίας μεταξύ εργοδότη και εργαζομένου. Νομοθεσία ωστόσο του Ιουνίου του 2014 προβλέπει ότι, όταν προσλαμβάνονται μακροχρόνια άνεργοι, δεν υποχρεούνται πλέον ο εργοδότης να τους χορηγήσει τις ισχύουσες αυξήσεις επί των ελάχιστων μισθών λόγω τριετιών.

Εκτός από τις κατώτατες αμοιβές της ΕΓΣΣΕ, ενδεχομένως συνυπάρχουν σε ισχύ κλαδικές, ομοιοεπαγγελματικές και τοπικές συλλογικές συμβάσεις εργασίας, οι οποίες ωστόσο τα τελευταία έτη, μετά τις αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο, καθίστανται όλο και λιγότερες. Από την άλλη πλευρά, από το 2012 έχουν πολλαπλασιαστεί οι συναπτόμενες επιχειρησιακές συλλογικές συμβάσεις εργασίας. Οι συλλογικές συμβάσεις εργασίας πέραν της ΕΓΣΣΕ μπορούν να βελτιώσουν τις ελάχιστες αμοιβές της ΕΓΣΣΕ, αλλά δεν μπορούν να τις μειώσουν. Έτσι, υπάρχουν κλάδοι και επιχειρήσεις με ελάχιστες αμοιβές υψηλότερες από τις γενικές ελάχιστες.

Ο ρόλος των κατώτατων αμοιβών από την πλευρά των επιχειρήσεων, ιδιαίτερα στους κλάδους εντάσεως εργασίας, καθίσταται πιο σαφής, εάν στραφούμε στην έννοια του ελάχιστου κόστους εργασίας ανά μονάδα χρόνου. Σ' αυτή την περίπτωση πρέπει να συνυπολογιστούν οι υποχρεωτικές εργοδοτικές εισφορές κοινωνικής ασφάλισης, που ανέρχονται στο 25,56% των ακαθάριστων αποδοχών για την πλέον συνηθισμένη ομάδα εργαζομένων (ΙΚΑ-ΕΤΕΑΜ με επαγγελματικό κίνδυνο), καθώς και οι όποιες άλλες μη υποχρεωτικές από το νόμο δαπάνες εργασίας, όπως δαπάνες κατάρτισης. Ταυτόχρονα υπάρχει και η σημαντική φορολογία των κατώτατων αμοιβών των εργαζομένων με τη μορφή υποχρεωτικών εισφορών στην κοινωνική ασφάλιση, με 15,5% στο ΙΚΑ-ΕΤΕΑΜ συν 4% στο Ταμείο Προνοίας Ιδιωτικού Τομέα, η οποία ελαττώνει τα κίνητρα για συμμετοχή στο εργατικό δυναμικό και διευρύνει περαιτέρω την απόσταση

μεταξύ του κόστους απασχολούμενων με ελάχιστες αποδοχές (σχεδόν 852 ευρώ το μήνα σε ετήσια βάση) και των καθαρών ελάχιστων αποδοχών (545 ευρώ το μήνα αντίστοιχα)<sup>5</sup>. Με άλλα λόγια, από τα 100 ευρώ που πληρώνει η επιχείρηση ο εργαζόμενος εισπράττει τα 64,1. Έτσι, οι καθαρές αμοιβές του εργαζομένου που αμείβεται με τις ελάχιστες νόμιμες αποδοχές εξαρτώνται από το ύψος των τελευταίων, από τις εισφορές (και τους φόρους) που πληρώνει, αλλά και από τις όποιες φοροαπαλλαγές και επιδόματα δικαιούται.

Τα παραπάνω δείχνουν ότι, εάν στόχος της πολιτικής στην αγορά εργασίας είναι η ενθάρρυνση της απασχόλησης, ο καθορισμός των ελάχιστων μισθών πρέπει να λαμβάνει υπόψη του, πέρα από την παραγωγικότητα της χαμηλοαμειβόμενης εργασίας, το ισχύον πλέγμα φόρων και επιδομάτων (εργαζομένων, ανέργων ή εκτός εργατικού δυναμικού). Αυτές οι συνδέσεις των καθαρών ελάχιστων μισθών με άλλες μεταβλητές καθιστούν τον καθορισμό των ελάχιστων μισθών σύνθετο ζήτημα, το οποίο εκ της φύσεώς του τανυτόχρονα εμπεριέχει και πολιτική διάσταση. Σε αυτό το πλαίσιο, σε αρκετές χώρες του ΟΟΣΑ λειτουργούν ανεξάρτητες αρχές για να εξετάζουν τον καθορισμό των κατάλληλων ελάχιστων αμοιβών και να προτείνουν αναπροσαρμογές τους που λαμβάνουν υπόψη τις συνθήκες στην αγορά εργασίας και τις εξελίξεις στις ασκούμενες πολιτικές. Ως παραδείγματα αναφέρονται η Fair Pay Commission της Αυστραλίας, η National Minimum Wage Commission της Ιρλανδίας και του Μεξικού, η Low Pay Commission του Ηνωμένου Βασιλείου και παρόμοια όργανα στην Κορέα και σε αρκετές πολιτείες των ΗΠΑ (Immervoll and Pearson 2009, σελ. 42).

<sup>4</sup> Παρόμοιες ρυθμίσεις υπάρχουν και σε άλλες χώρες της ΕΕ. Ωστόσο, σε αρκετές χώρες καθορίζεται ο ελάχιστος υποχρεωτικός ωριαίος ή μηνιαίος μισθός, ενώ η δημογραφική και κοινωνική πολιτική ασκείται από το κράτος μέσω των φόρων και των επιδομάτων και όχι μέσω (όλων) των επιχειρήσεων κατά τη διαδικασία της παραγωγής.

<sup>5</sup> Ο ΟΟΣΑ (OECD 2015, Table 1.2) εκτιμά ότι για το 2014 οι εισφορές εργοδότη και εργαζομένου για τον άγαμο Έλληνα εργαζόμενο χωρίς τέκνα που αμείβεται με το εισόδημα του μέσου εργαζομένου ανέρχονται στο 33,3% του κόστους εργασίας, έναντι 22,6% κατά μέσο όρο στις χώρες του ΟΟΣΑ.



Είναι αξιοσημείωτο ότι από τον Ιούλιο του 2014, στο πλαίσιο των μνημονιακών ρυθμίσεων, μειώθηκαν οι εργοδοτικές εισφορές σε ειδικούς οργανισμούς κοινωνικής ασφάλισης κατά 2,9 ποσοστιαίες μονάδες και των εργαζομένων κατά 1 ποσοστιαία μονάδα. Η μείωση των εργοδοτικών εισφορών έγινε ευχαρίστως αποδεκτή από εκπροσώπους των εργοδοτών και στα πάγια αιτήματά τους περιλαμβάνονται περαιτέρω τέτοιες μειώσεις, με το επιχείρημα ότι το (μη μισθολογικό) κόστος εργασίας παραμένει υψηλό. Ωστόσο, οι εργοδοτικές οργανώσεις δεν προβάλλουν επισήμως αίτημα μείωσης του ελάχιστου μισθού.<sup>6</sup>

Το καίριο ερώτημα που προβάλλει είναι αν οι εκάστοτε παραπάνω ελάχιστες αμοιβές είναι σε αρμονία με την παραγωγικότητα των νεοπροσλαμβανόμενων ανειδίκευτων εργαζομένων, ούτως ώστε να ενθαρρύνουν την απασχόλησή τους, ή την υπερβαίνουν, οπότε προφανώς αυτοί θα παραμείνουν άνεργοι. Ενώ θεωρητικά η σχέση (ελάχιστου) μισθού και παραγωγικότητας μπορεί υπό προϋποθέσεις για κάποιο εύρος να είναι θετική, για μια μικρή ανοικτή οικονομία με ελευθερία εξαγωγών και εισαγωγών που είναι επίσης πλήρες μέλος της ζώνης του ευρώ, η σύνδεση ελάχιστου μισθού, παραγωγικότητας εργασίας και απασχόλησης είναι τελικώς αναπόφευκτη, εφόσον δεν υπάρχουν άλλα εργαλεία πολιτικής (όπως δυνατότητα υποτίμησης ή άσκησης αυτόνομης νομισματικής πολιτικής) που θα επέτρεπαν τον έστω βραχυχρόνιο παραμερισμό της. Εάν οι ελάχιστες αμοιβές αυξάνονται διοικητικά δραστηριά χωρίς οικονομική αιτιολόγηση, προκαλώντας, μέσω ενός ντόμινο εξελίξεων, αύξηση όλων των μισθών, αυτό θα επιβαρύνει το κόστος παραγωγής, οδηγώντας σύντομα σε αύξηση των εγχώριων τιμών και έτσι σε απώλεια της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της χώρας (ακριβότερες εξαγωγές, φθηνότερες εισαγωγές) και υψηλότερη ανεργία. Η παραμονή της χώρας στη ζώνη του ευρώ, πέρα από τα θετικά που αποφέρει (νομισματική σταθερότητα, ελευθερία εισαγωγών, λήψη πόρων από τα ταμεία της ΕΕ και χρηματοδοτική βοήθεια την περίοδο της κρίσης), συνεπάγεται αναπόφευκτα και τον

κανόνα το κόστος εργασίας της να είναι σε αρμονία με την παραγωγικότητα και τη διεθνή της ανταγωνιστικότητα.

#### 4 ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΛΑΧΙΣΤΕΣ ΑΜΟΙΒΕΣ

Η συστηματική εμπειρική έρευνα για τις επιδράσεις των ελάχιστων μισθών στην Ελλάδα, ειδικότερα στην απασχόληση, παραμένει ιδιαίτερα περιορισμένη. Πιθανόν αυτό οφείλεται στην έλλειψη των αναγκαίων στατιστικών στοιχείων μισθών και απασχόλησης. Η παλαιότερη μελέτη της Κουτσογεωργοπούλου (Koutsogeorgopoulou 1994) εκτιμά μικρή αρνητική ελαστικότητα της απασχόλησης ανδρών και γυναικών στη βιομηχανία ως προς τους ελάχιστους μισθούς (μεταξύ -0,05 και -0,11), ενώ βρίσκει υψηλή επίδραση των ελάχιστων αμοιβών στις μέσες αμοιβές. Νεότερες εργασίες είτε δεν τεκμηριώνουν αρνητικές επιδράσεις των ελάχιστων μισθών στην απασχόληση (Kaporopoulos, Papadimitriou and Siokis 2003, Karageorgiou 2004), είτε δεν τις εξετάζουν (Γαβρόγλου 2013). Αξιοσημείωτη είναι η εργασία των Fotoniata and Moutos (2010), οι οποίοι, αν και εντοπίζουν προεξάρχοντα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά της ελληνικής οικονομίας που θεωρητικά αναμένεται να συνδέονται αιτιωδώς με τους ελάχιστους μισθούς, δεν τεκμηριώνουν εμπειρικά τέτοια σύνδεση. Ως τέτοια χαρακτηριστικά καταγράφουν τη συστηματικά υψηλότερη ανεργία των γυναικών από αυτή των ανδρών, το υψηλότερο ποσοστό ανεργίας των νέων σε σχέση με τις πλέον παραγωγικές ηλικίες, το σχετικά υψηλότερο ποσοστό αυτοαπασχολούμενων στην Ελλάδα στο σύνολο της μη αγροτικής απασχόλησης, καθώς και το σχετικά υψηλότερο ποσοστό των πολύ μικρών επιχειρήσεων. Ωστόσο, επειδή δεν ανιχνεύουν (απλή) συσχέτιση μεταξύ ανεργίας και ελαχι-

6 Συναφώς πρέπει να σημειωθεί ότι, ενώ στο πλαίσιο των περικοπών των δημόσιων δαπανών οι συντάξεις από 14 κατ' έτος μειώθηκαν στις 12 (καταργήθηκαν δώρα Χριστουγέννων και Πάσχα, καθώς και επιδόματα αδείας συνταξιούχων), οι εισφορές εργοδοτών και εργαζομένων για σύνταξη στον ευρύτερο ιδιωτικό τομέα όπου καταβάλλονται τα αντίστοιχα δώρα περιέργως παραμένουν 14 ετησίως.

στων μισθών, αποδίδουν τα παραπάνω χαρακτηριστικά της ελληνικής αγοράς εργασίας στην ισχύουσα αυστηρή νομοθεσία προστασίας της απασχόλησης που ενθαρρύνει τους εργοδότες να προσλαμβάνουν κυρίως άνδρες παραγωγικών ηλικιών οι οποίοι εκτιμάται ότι θα μείνουν στην επιχείρηση επί μακρόν και όχι γυναίκες ή νέους, ενώ τους πλέον δυναμικούς ανέργους τους στρέφει προς την αυτοαπασχόληση. Ο μη εντοπισμός επιδράσεων των ελάχιστων αμοιβών στην απασχόληση, καθώς και σε άλλες μεταβλητές, είναι πολύ πιθανόν να συνδέεται με τις ανεπάρκειες των χρησιμοποιούμενων στατιστικών στοιχείων, που προέρχονται από διαφορετικές πηγές και ίσως δεν έχουν την αναγκαία αντιστοίχιση απασχόλησης και (ελάχιστων) μισθών.

Η εργασία του Yannelis (2014) εξετάζει την επίδραση των διαφορετικών μειώσεων του ελάχιστου μισθού το 2012 για τους κάτω των 25 ετών (κατά 32%) και τους άνω των 25 (κατά 22%) στην απασχόληση των νέων. Περιορίζοντας την ανάλυσή του στις ηλικίες 22-27 και υποθέτοντας ότι για αυτές τις ηλικίες οι άνω των 25 θα ακολουθούσαν την ίδια τάση στην αγορά εργασίας με τους κάτω των 25, διαπιστώνει ότι άτομα που υπέστησαν μικρότερη μείωση των ελάχιστων μισθών και έτσι διατηρούσαν υψηλότερο σχετικά ελάχιστο μισθό εμφάνισαν υψηλότερη ανεργία και μικρότερη αύξηση της απασχόλησης σε σύγκριση με αυτούς που υπέστησαν μεγαλύτερη μείωση των ελάχιστων μισθών. Αξιοποιώντας την τεχνική της διαφοράς στη διαφορά (difference in difference) μέσω παλινδρομήσεων, με πρωτογενή στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού, ο Yannelis εκτιμά τη μέση αρνητική επίδραση της σχετικώς μικρότερης μείωσης των ελάχιστων μισθών για τους άνω των 25 ετών στην πιθανότητα απασχόλησής τους στις 4,6 ποσοστιαίες μονάδες, η οποία εμφανίζεται πάντοτε σημαντική και επιβεβαιώνεται και με άλλες μεταβλητές ροών των εργαζομένων. Το μέγεθος αυτών των εκτιμήσεων είναι μεγαλύτερο από ό,τι σε προηγούμενες μελέτες και ο συγγραφέας το αποδίδει αφενός στο ότι η Ελλάδα εμφανίζει τους υψηλότερους ελάχιστους μισθούς ως ποσοστό του μέσου

μισθού στον ΟΟΣΑ και αφετέρου στο ότι αυτές οι εκτιμήσεις περιλαμβάνουν τόσο την επίδραση της υποκατάστασης από τους εργοδότες των ώριμων και ακριβότερων εργαζομένων από νεότερους με το χαμηλότερο ελάχιστο μισθό όσο και την επίδραση της μεγέθυνσης της παραγωγής λόγω μείωσης του κόστους εργασίας και της συνακόλουθης μείωσης της τιμής πώλησης των παραγόμενων προϊόντων. Χρησιμοποιώντας συνήθεις εξισώσεις της θεωρίας παραγωγής και λογικές υποθέσεις, ο Yannelis (2014) απομονώνει την επίδραση της υποκατάστασης ακριβότερων από φθηνότερους εργαζομένους και εκτιμά την ελαστικότητα απασχόλησης των νέων ως προς τον ελάχιστο μισθό μεταξύ -0,28 και -0,46 ανάλογα με τη μέθοδο που εφαρμόζει. Ο Yannelis (2014) εκτιμά ότι η αρνητική επίδραση των ελάχιστων μισθών στην απασχόληση των νέων εκδηλώνεται κυρίως μέσω λιγότερων νέων προσλήψεων των άνω των 25 ετών και όχι μέσω αποχωρήσεων όσων τέτοιων απασχολούνταν την περίοδο της μείωσης των ελάχιστων μισθών.

Ο Matsaganis (2015, σελ. 82) σημειώνει ότι, αν και η συνολική απασχόληση το 2014 παραμένει χαμηλότερη από το επίπεδο όπου βρισκόταν το πρώτο τρίμηνο του 2012 (όταν μειώθηκαν οι ελάχιστες αμοιβές), αυτή έχει αυξηθεί για τους 20-29 ετών, ενώ συνεχίζει να μειώνεται για το γενικό πληθυσμό. Ωστόσο, οι εργαζόμενοι 20-24 ετών, των οποίων ο ελάχιστος μισθός μειώθηκε κατά 32%, φαίνεται να βρίσκουν εργασία γρηγορότερα από αυτούς σε ηλικίες 25-29 ετών, των οποίων οι ελάχιστοι μισθοί μειώθηκαν κατά 22%, γεγονός που μπορεί να θεωρηθεί ως μια ένδειξη ότι οι διαφορετικοί ελάχιστοι μισθοί σε κάποιο βαθμό επηρεάζουν την αντίστοιχη απασχόληση.

Σε διεθνές επίπεδο, η ογκώδης εμπειρική έρευνα συνοπτικά τεκμηριώνει ότι οι ελάχιστοι μισθοί βελτιώνουν τη θέση των χαμηλόμισθων και περιορίζουν τη φτώχεια. Ως προς δε την επίδραση των ελάχιστων μισθών στην απασχόληση, η βιβλιογραφία από τα μέσα της δεκαετίας του '90 (Card and Krueger 1995) φαίνεται να συγκλίνει στο ότι συγκρατημένες

αυξήσεις στους ελάχιστους μισθούς προξενούν ελάχιστες ή καθόλου απώλειες στην απασχόληση, ή ακόμη και μικρές θετικές μεταβολές στην απασχόληση, όπως συμπεραίνει ο Schmitt (2013) στην πρόσφατη επισκόπησή του. Αυτό αποδίδεται στο ότι οι επιχειρήσεις, μετά από μια λελογισμένη αύξηση των ελάχιστων μισθών, προσαρμόζονται στη νέα κατάσταση είτε βελτιώνοντας την οργανωτική τους αποτελεσματικότητα είτε μειώνοντας λίγο τους μισθούς των υψηλόμισθων είτε μειώνοντας τις προσλήψεις και απολύσεις προσωπικού είτε ακόμη αυξάνοντας λίγο τις τιμές στις οποίες πωλούν τα προϊόντα τους. Σε αυτά μπορεί να προστεθεί και η παλαιότερη αιτιολογία των Ashenfelter and Smith (1979) ότι πολλές επιχειρήσεις δεν συμμορφώνονται πλήρως με τη νομοθεσία περί ελάχιστων μισθών παρά την κακή φήμη που μπορεί να τους προξενεί αυτό στην αγορά εργασίας, ενώ δεν αποκλείεται και η ύπαρξη μονοπωνίου σε κάποιες τοπικές αγορές εργασίας. Αυτά τα αποτελέσματα διαφέρουν από παλαιότερες έρευνες που κατέληγαν στο ότι οι ελάχιστοι μισθοί επηρεάζουν αρνητικά την απασχόληση των νέων (Neumark and Wascher 2007) και μάλιστα περισσότερο σε περιόδους κρίσης (Dolton and Bondibene 2012). Παρ' όλα αυτά φαίνεται ότι παραμένει η παραδοχή ότι "υψηλοί" ελάχιστοι μισθοί σε σχέση με τους διάμεσους συνδέονται με υψηλές απώλειες απασχόλησης (Hamer-mesh 1993, σελ. 191). Ως παραδείγματα πρόσφατων τέτοιων ερευνών σημειώνονται οι εργασίες των Kramarz and Philippon (2001) για τη Γαλλία, των Köning and Möller (2009) για τις κατασκευές στη Γερμανία, του Sabia (2009) για το λιανικό εμπόριο στις ΗΠΑ και των Sabia, Burkhauser and Hansen (2012) σε μελέτη περίπτωσης στη Νέα Υόρκη.

Έτσι, η επίδραση των ελάχιστων μισθών στην απασχόληση παραμένει ακόμη επίμαχο θέμα μεταξύ των οικονομολόγων και ανάλογα με την προσέγγιση για το πώς λειτουργούν οι αγορές εργασίας μπορεί να αναμένονται διαφορετικές επιδράσεις ύστερα από μια αύξηση των ελάχιστων μισθών. Εάν οι αγορές εργασίας των χαμηλόμισθων λειτουργούν υπό συνθήκες έντονου ανταγωνισμού, ο οποίος πιθα-

νόν να έχει ενταθεί λόγω της παγκοσμιοποίησης και της ελευθερίας κίνησης προϊόντων και συντελεστών παραγωγής μεταξύ των χωρών, τότε, όπως υποστήριζε ο Stigler (1946), η πιθανότερη επίδραση των ελάχιστων μισθών θα είναι ο εκτοπισμός των χαμηλόμισθων από την απασχόληση. Αντίθετα, επειδή οι αγορές εργασίας έχουν ως υποκείμενα ανθρώπους, των οποίων η συμπεριφορά επηρεάζεται από το περί δικαίου αίσθημα και την ικανότητα των επιχειρήσεων να πληρώνουν μισθούς, εμφανίζουν ατέλειες και δεν λειτουργούν όπως οι αγορές των προϊόντων, οπότε ανεκτές αυξήσεις ελάχιστων μισθών, όπως αναφέρεται παραπάνω, μπορεί να μην έχουν αρνητικές επιδράσεις στην απασχόληση, όπως υποστήριζε και ο Lester από το 1947. Πρόσφατες επίσης θεωρητικές προσεγγίσεις από τη μια πλευρά ερμηνεύουν την απουσία απωλειών απασχόλησης λόγω αύξησης των ελάχιστων μισθών με τη θεωρία των αποτελεσματικών μισθών, σύμφωνα με την οποία το οριακό προϊόν της εργασίας και άρα ο μισθός επηρεάζεται θετικά από το ύψος του μισθού. Από την άλλη πλευρά, στο πλαίσιο των θεωριών αναζήτησης εργασίας τονίζονται οι δυναμικές και αντίθετες επιδράσεις των ελάχιστων μισθών στις ροές των εργαζομένων, καθώς μειώνουν τη ζήτηση εργασίας αποθαρρύνοντας έτσι τις προσλήψεις εκ μέρους των εργοδοτών, ενώ ταυτόχρονα αυξάνουν τα κίνητρα των ανέργων για αναζήτηση απασχόλησης στην αγορά εργασίας.

Ως προς τις πρόσφατες προτάσεις πολιτικής των αρμόδιων διεθνών οργανισμών για τον καθορισμό των ελάχιστων αμοιβών, η Κοινή Έκθεση της Διεθνούς Οργάνωσης Εργασίας, του ΟΟΣΑ, του ΔΝΤ και της Παγκόσμιας Τράπεζας του 2012 συνοψίζει ότι "η διατήρηση της αγοραστικής δύναμης του ελάχιστου μισθού γύρω στο 30-40% του διάμεσου μισθού στηρίζει την ενεργό ζήτηση και μειώνει τη φτώχεια και την εισοδηματική ανισότητα. Υποχρεωτικοί ελάχιστοι μισθοί συστηματικά καθορισμένοι σε επίπεδα σημαντικά υψηλότερα από αυτό το εύρος συνεπάγονται τον κίνδυνο τα οφέλη να εξουδετερωθούν από τις απώλειες ευκαιριών απασχόλησης, ειδικότερα

για τους νέους και χαμηλής ειδίκευσης εργαζομένους” (ILO, OECD, IMF and the World Bank, 2012, σελ. 12).

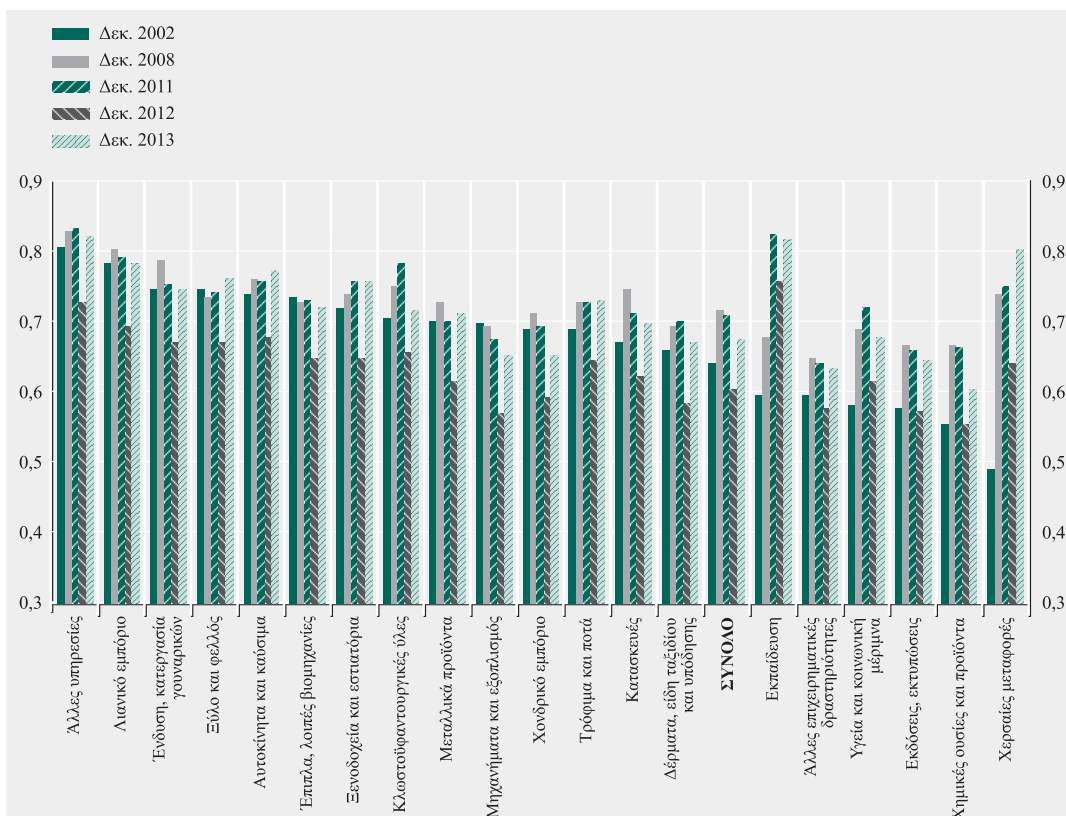
## 5 ΕΛΑΧΙΣΤΕΣ ΑΜΟΙΒΕΣ ΚΑΙ ΜΕΣΑ ΗΜΕΡΟΜΙΣΘΙΑ

Η όποια επίδραση των κατώτατων αμοιβών προφανώς εξαρτάται από τη σχέση τους με τις μέσες καταβαλλόμενες αμοιβές. Εάν οι κατώτατες αμοιβές είναι αρκετά χαμηλότερες από τις καταβαλλόμενες, τότε η πρακτική σημασία τους είναι σχετικά περιορισμένη. Αντίθετα, εάν οι κατώτατες αμοιβές συμπίπτουν με τις καταβαλλόμενες, το ρόλο της αγοράς εργασίας και των συμμετεχόντων σε αυτή στον προσδιορισμό της αμοιβής της εργασίας έχει υποκαταστήσει ο διοικητικός μηχανισμός,

χωρίς ο κάθε εργαζόμενος ή εργοδότης να μπορεί να την επηρεάσει ιδιαίτερα. Έτσι, οι οικονομολόγοι σχηματίζουν το λόγο των κατώτατων προς τις μέσες αμοιβές (ή τις διάμεσες, εάν είναι διαθέσιμες), γνωστό και ως σχετικές ελάχιστες αμοιβές ή δείκτη σκληρότητας (toughness) ή δείκτη Kaitz (1970) των κατώτατων αμοιβών. Όσο πιο κοντά στη μονάδα βρίσκεται αυτός ο δείκτης, τόσο ισχυρότερη αναμένεται η επίδραση των ελάχιστων αμοιβών στις μέσες αμοιβές και πιθανόν και στην απασχόληση, ενώ το αντίθετο αναμένεται όταν ο δείκτης πλησιάζει το μηδέν.

Από τα δημοσιευμένα στοιχεία μέσων ημερομισθίων του ΙΚΑ κατά κλάδο και φύλο για τις λεγόμενες μικρές (μέχρι 10 άτομα προσωπικό) και μεγάλες (10+) επιχειρήσεις εκτιμήσαμε

Διάγραμμα 2 Ελάχιστο προς μέσο ημερομίσθιο ανδρών κατά κλάδο στις μικρές επιχειρήσεις

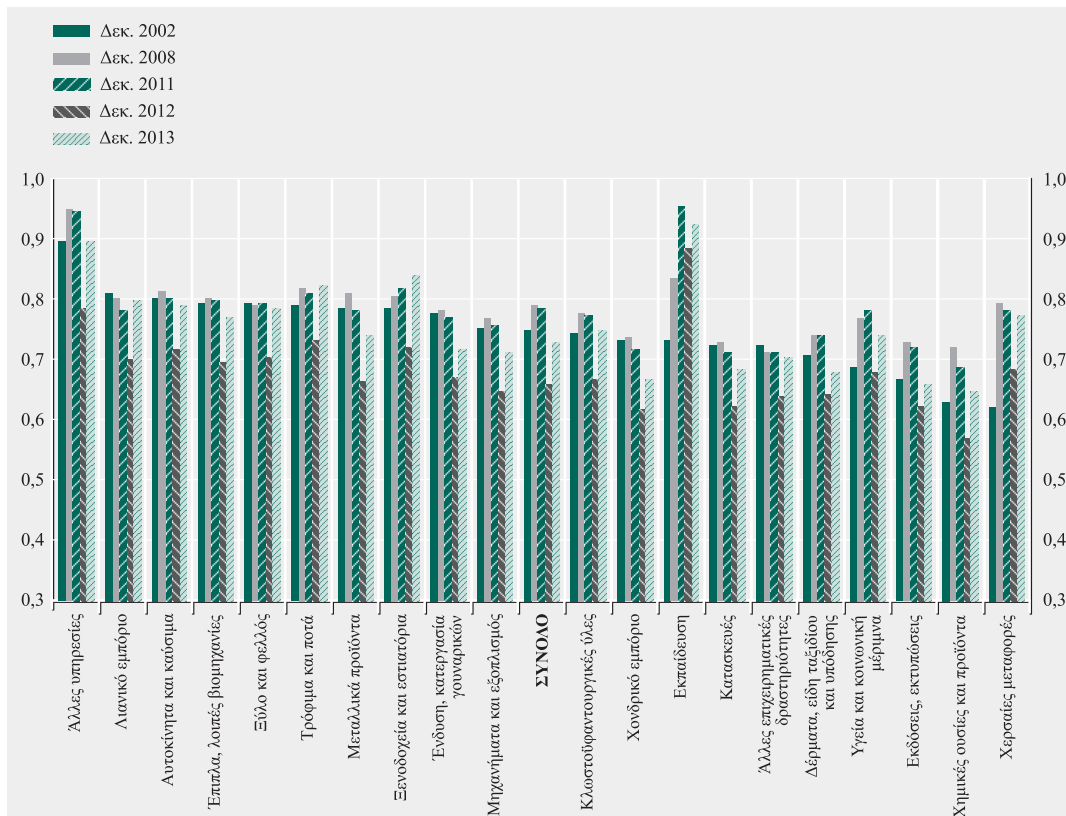


Πηγές: Για το ελάχιστο ημερομίσθιο, Τράπεζα της Ελλάδος, *Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας*. Για το μέσο ημερομίσθιο, Μηνιαία Στοιχεία Απασχόλησης ΙΚΑ-ΕΤΑΜ, Δεκέμβριος 2002, 2008, 2011, 2012 και 2013.

τους δείκτες Kaitz για το Δεκέμβριο του 2002 (τον απώτερο μήνα για τον οποίο βρήκαμε δημοσιευμένα στοιχεία), το Δεκέμβριο του 2008 (όταν η απασχόληση στο ΙΚΑ ήταν η μέγιστη που εμφανίστηκε), το Δεκέμβριο του 2012 (με την ελάχιστη απασχόληση του ΙΚΑ) και το Δεκέμβριο του 2013, την τελευταία διαθέσιμη παρατήρηση, η οποία εμφανίζει και αξιολογία ανάκαμψη σε ετήσια βάση. Οι υπολογισμοί αυτοί αναφέρονται στους πλήρως απασχολούμενους ασφαλισμένους στο ΙΚΑ για τους διψήφιους κλάδους με σχετικά αξιολογία ποσοτικά απασχόληση και εμφανίζονται στα Διαγράμματα 2 έως και 5, όπου οι κλάδοι έχουν ιεραρχηθεί από τον υψηλότερο προς το μικρότερο δείκτη Kaitz για το 2002. Αξίζει εδώ να σημειωθεί ότι οι μισθοί του ΙΚΑ δεν περιλαμβάνουν όλες τις δαπάνες των επιχει-

ρήσεων για αμοιβές εργασίας, αλλά εξαιρούν τα μικρά συνήθως κονδύλια για υπερωρίες και επιδόματα επίτευξης στόχων (μπόνους). Επίσης, επειδή το ύψος των δηλούμενων στο ΙΚΑ μισθών καθορίζει αναλογικά και τις καταβαλλόμενες υψηλές εισφορές κοινωνικής ασφάλισης, ενδέχεται σκοπίμως κάποιες επιχειρήσεις, ιδίως μικρές, να τους εμφανίζουν κοντά στους ελάχιστους νόμιμους (Κανελλόπουλος 2014). Θα ήταν ακριβέστερο, εάν αντί του γενικού εθνικού ελάχιστου μισθού είχαμε τον ελάχιστο μισθό κάθε κλάδου, όπως προκύπτει από αντίστοιχες κλαδικές ΣΣΕ, και προφανώς όπου υπάρχει τέτοιος αναμένεται ίσος ή υψηλότερος από το γενικό. Από την άλλη πλευρά, τα χρησιμοποιούμενα στοιχεία απασχόλησης του ΙΚΑ, επειδή περιλαμβάνουν μόνο μισθωτούς και ημερομισθίους που όλοι

**Διάγραμμα 3** Ελάχιστο προς μέσο ημερομίσθιο γυναικών κατά κλάδο στις μικρές επιχειρήσεις



Πηγές: Για το ελάχιστο ημερομίσθιο, Τράπεζα της Ελλάδος, *Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας*. Για το μέσο ημερομίσθιο, Μηνιαία Στοιχεία Απασχόλησης ΙΚΑ-ΕΤΑΜ, Δεκέμβριος 2002, 2008, 2011, 2012 και 2013.



προστατεύονται από τις ελάχιστες αμοιβές δεν θέτουν ζήτημα εξαίρεσης εργαζομένων που δεν καλύπτονται από αυτές.

Προκύπτει ότι για τους απασχολούμενους άνδρες στις μικρές επιχειρήσεις το ελάχιστο ημερομίσθιο αντιπροσωπεύει στο τέλος του 2013 το 68% των μέσων καταβαλλόμενων ημερομισθίων. Σε συγκεκριμένους πολυπληθείς κλάδους, όπως ξενοδοχεία και εστιατόρια (76%), λιανικό εμπόριο (78%), εμπόριο αυτοκινήτων και κανσίων (77%), αυτοί οι δείκτες είναι υψηλότεροι από το σύνολο (68%), ενώ σε λίγους κλάδους εντάσεως κεφαλαίου όπως παραγωγή χημικών ουσιών (64%) ή μηχανημάτων και εξοπλισμού (65%) είναι μικρότεροι (βλ. Διάγραμμα 2). Συστηματικά κάπως υψηλότεροι είναι αυτοί οι λόγοι για τις απασχολούμενες γυναίκες στις μικρές επιχειρήσεις, όπως 73% για το σύνολο, 84% για τα ξενοδοχεία και εστιατόρια, 80% για το εμπόριο και 93% στην εκπαίδευση (βλ. Διάγραμμα 3)<sup>7</sup>. Με αυτούς τους λόγους είναι αναμενόμενο να εμφανίζεται αξιόλογη δυσκαμψία των μέσων αμοιβών εργασίας προς τα κάτω, ενώ η όποια αύξησή τους λόγω αύξησης του ελάχιστου μπορεί να οδηγήσει σε απώλεια θέσεων εργασίας, ιδιαίτερα σε αυτές τις μικρές οριακού χαρακτήρα επιχειρήσεις. Αυτές οι μικρές επιχειρήσεις μετά την κατάρρευση την περίοδο από τα μέσα του 2008 έως τα τέλη του 2012 (μείωση κατά 36% του αριθμού των επιχειρήσεων και απώλεια του 35% της απασχόλησης) εμφανίζουν ήδη σημαντική αντίδραση στην κρίση και τον Ιούνιο του 2014 απασχολούν συνολικά 481,1 χιλιάδες μισθωτούς, έναντι 358 χιλ. στην έξαρση της κρίσης το Δεκέμβριο του 2012, καθώς και τουλάχιστον 200 χιλ. αυτοαπασχολούμενους, όσος είναι και ο αριθμός των μικρών επιχειρήσεων που έχουν ασφαλισμένους στο ΙΚΑ, έναντι σχεδόν 160 χιλ. το Δεκέμβριο του 2012, δηλαδή αύξηση απασχόλησης σχεδόν κατά 30%.

Το Δεκέμβριο του 2012 οι δείκτες Kaitz στις μικρές επιχειρήσεις είναι σαφώς μικρότεροι από ό,τι το Δεκέμβριο του 2011, λόγω της μείωσης των ελάχιστων μισθών στις αρχές του 2012. Αντίθετα, στο τέλος του 2013 εμφανί-

ζονται υψηλότεροι, λόγω της μείωσης των καταβαλλόμενων μισθών που ακολούθησε, και μάλιστα σε ορισμένους βιομηχανικούς κλάδους ξεπέρασαν το επίπεδο του 2011. Στο τέλος του 2013 υπάρχουν κλάδοι όπου οι εργαζόμενοι φαίνεται να πληρώνονται με τα ελάχιστα ημερομίσθια. Ενδεικτικά σημειώνουμε την (ιδιωτική) εκπαίδευση (0,93 οι γυναίκες, 0,82 οι άνδρες), τα τρόφιμα (0,83 οι γυναίκες, 0,73 οι άνδρες), τα ξενοδοχεία και εστιατόρια (0,84 και 0,76). Λαμβάνοντας υπόψη ότι η μόνη αξιόλογη ελάφρυνση που έγινε στα στοιχεία κόστους των επιχειρήσεων μεταξύ τέλους 2011 και τέλους 2013, εν μέσω περιορισμού της ρευστότητας, νέων φορολογιών ή αυξήσεων των υφισταμένων φόρων και φορολογικής επιβάρυνσης του κόστους της ενέργειας (Τράπεζα της Ελλάδος 2013, σελ. 171-178), ήταν η μείωση του κόστους εργασίας, που κατέστη δυνατή με τη μείωση των ελάχιστων μισθών στις αρχές του 2012, ενδεχομένως η ανάκαμψη της απασχόλησης το 2013 στις μικρές επιχειρήσεις του ΙΚΑ κατά 19,4% συνδέεται και με την παραπάνω σημαντική μείωση των ελάχιστων μισθών κατά 22% αλλά και των μέσων κατά 23,2% για την περίοδο Ιαν. 2012-Δεκ. 2013.<sup>8</sup> Αξιοσημείωτο είναι ότι τον Ιούνιο του 2014 οι εργαζόμενοι στις μικρές επιχειρήσεις αντιπροσωπεύουν το 26,6% των ασφαλισμένων στο ΙΚΑ, ενώ εάν λάβουμε υπόψη και τον αρκετά υψηλό αριθμό των εργοδοτών αυτών των επιχειρήσεων (σχεδόν 200 χιλ. έναντι 27,7 χιλ. στις μεγάλες επιχειρήσεις) ανέρχονται στο 30,7% αυτού που μπορούμε να χαρακτηρίσουμε προσεγγιστικά ως αγορά εργασίας του ιδιωτικού τομέα.

7 Ένας διεισδυτικός σχολιαστής χαρακτήρισε αυτά τα ποσοστά ως εξαιρετικά υψηλά, επειδή συνεπάγονται ότι σχεδόν όλο το προσωπικό των αντίστοιχων επιχειρήσεων αμείβεται με τις ελάχιστες αμοιβές χωρίς κάποια διάθροιση, ενώ στην πραγματικότητα μπορεί να αντανakλούν απόκρυψη μέρους των μισθών στις δηλώσεις των εργοδοτών προς το ΙΚΑ. Έτσι, οι εδώ διαπιστώσεις απαιτείται να προσεγγίζονται αναπόφευκτα με επιφύλαξη. Από την άλλη πλευρά, τα δεκάδες χιλιάδες λουκέτα τέτοιων επιχειρήσεων την περίοδο της κρίσης ή η μη έγκαιρη καταβολή των δεδουλευμένων μισθών είναι συμβατά με την υπόθεση ότι αυτές πιθανότατα λειτουργούν στα όριά τους, ακόμη και των ελάχιστων μισθών.

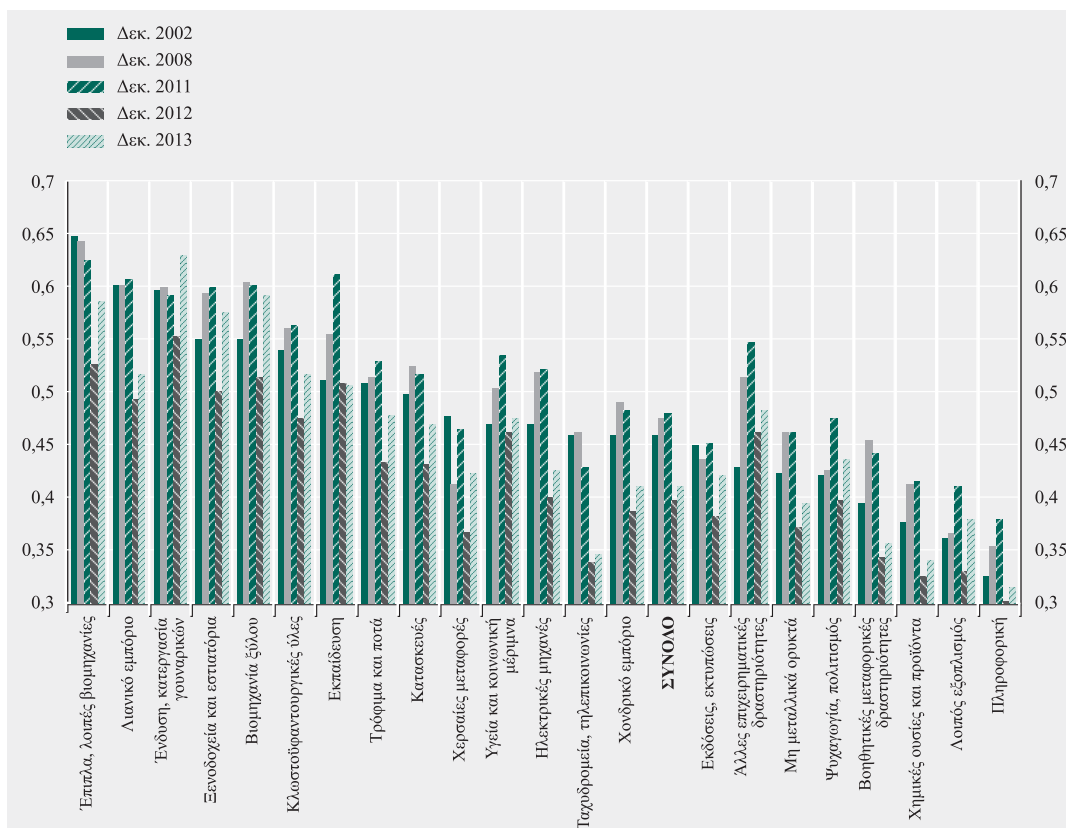
8 Ο διεισδυτικός σχολιαστής αναρωτήθηκε μήπως η εμφανιζόμενη αύξηση της απασχόλησης στις μικρές επιχειρήσεις αντιστοιχεί σε μεγάλες επιχειρήσεις, οι οποίες λόγω της κρίσης κατέστησαν μικρές. Χωρίς να αποκλείονται τέτοιες περιπτώσεις, η αύξηση επίσης της απασχόλησης στις μεγάλες επιχειρήσεις του ΙΚΑ το 2013 κατά 11,8% αποδυναμώνει αυτή την υπόθεση.

Στις μεγάλες επιχειρήσεις (άνω των 10 απασχολούμενων) οι λόγοι ελάχιστων προς καταβαλλόμενα ημερομίσθια είναι σαφώς μικρότεροι από αυτούς στις μικρές, αντανakλώντας τα σχετικά υψηλότερα ημερομίσθια που πληρώνονται σε αυτές. Εδώ οι απασχολούμενοι άνδρες, με βάση το μέσο ημερομίσθιο του συνόλου των εξεταζόμενων επιχειρήσεων, εμφάνιζαν λόγους ελάχιστων προς μέσα ημερομίσθια γύρω στο 0,48 πριν από τη μείωση των ελάχιστων μισθών, ενώ μετά από αυτήν ο λόγος μειώθηκε στο 0,40 παρουσιάζοντας μικρή ανάκαμψη έκτοτε και τον Ιούνιο του 2013 εκτιμάται στο 0,41. Για συγκεκριμένους κλάδους οι δείκτες αυτοί είναι υψηλότεροι, όπως στο λιανικό εμπόριο μεταξύ 0,60 και 0,49, στο χονδρικό εμπόριο 0,46-0,39, στα ξενοδοχεία και εστιατόρια 0,60-0,50, στα τρό-

φιμα 0,53-0,43 (βλ. Διάγραμμα 4). Αντίθετα, σε κάποιους άλλους κλάδους οι δείκτες Kaitz είναι σαφώς χαμηλότεροι, όπως στις χημικές βιομηχανίες (0,33-0,42) και την παραγωγή εξοπλισμού μεταφορών (0,33-0,41). Αυτές οι τιμές είναι γενικά μικρότερες από τις αντίστοιχες στις μικρές επιχειρήσεις και θα μπορούσαν να θεωρηθούν ως ανεκτές για τη λειτουργία των αντίστοιχων επιχειρήσεων στο βαθμό που δεν υπάρχουν αρκετά υψηλότερες κλαδικές ή επιχειρησιακές ελάχιστες αμοιβές. Σαφώς υψηλότεροι είναι αυτοί οι λόγοι για τις απασχολούμενες γυναίκες από ό,τι για τους αντίστοιχους άνδρες στις μεγάλες επιχειρήσεις (βλ. Διάγραμμα 5).

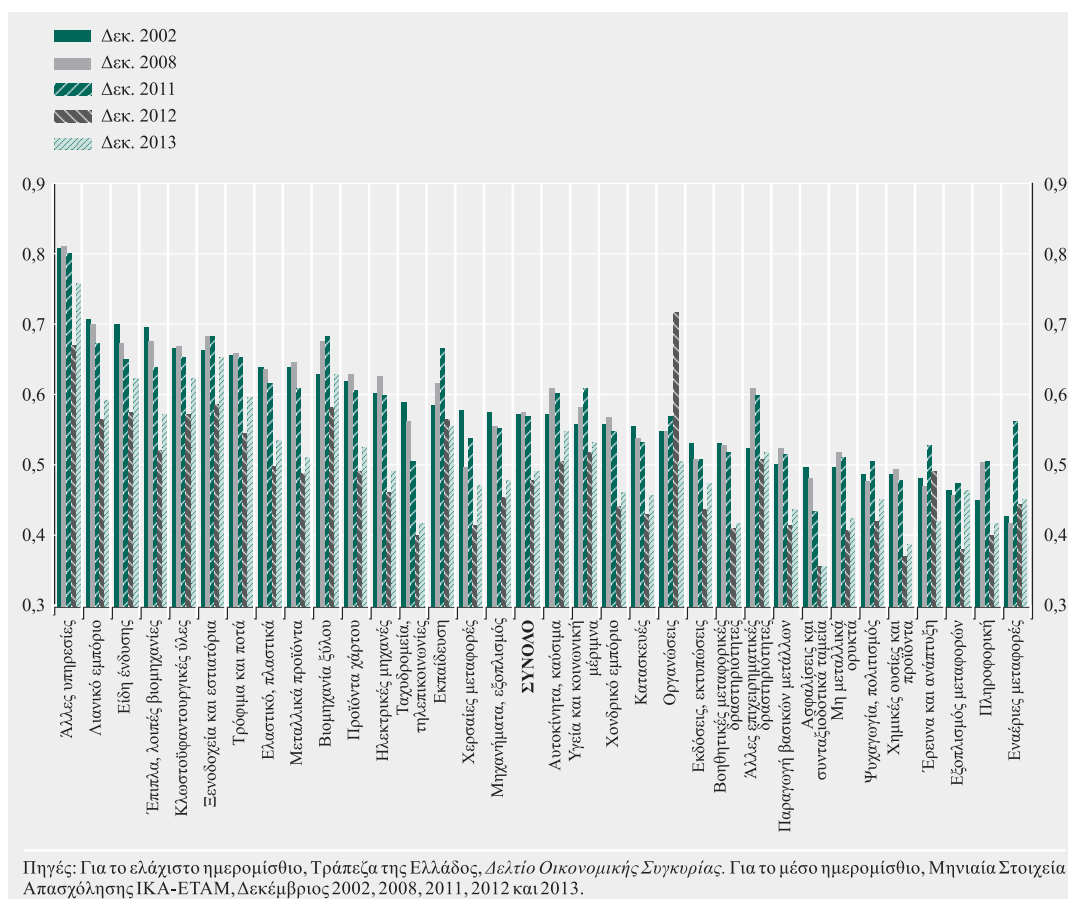
Οι κλάδοι παραγωγής με σχετικά υψηλούς δείκτες Kaitz στις μεγάλες επιχειρήσεις είναι

Διάγραμμα 4 Ελάχιστο προς μέσο ημερομίσθιο ανδρών κατά κλάδο στις μεγάλες επιχειρήσεις



Πηγές: Για το ελάχιστο ημερομίσθιο, Τράπεζα της Ελλάδος, Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας. Για το μέσο ημερομίσθιο, Μηνιαία Στοιχεία Απασχόλησης ΙΚΑ-ΕΤΑΜ, Δεκέμβριος 2002, 2008, 2011, 2012 και 2013.

Διάγραμμα 5 Ελάχιστο προς μέσο ημερομίσθιο γυναικών κατά κλάδο στις μεγάλες επιχειρήσεις

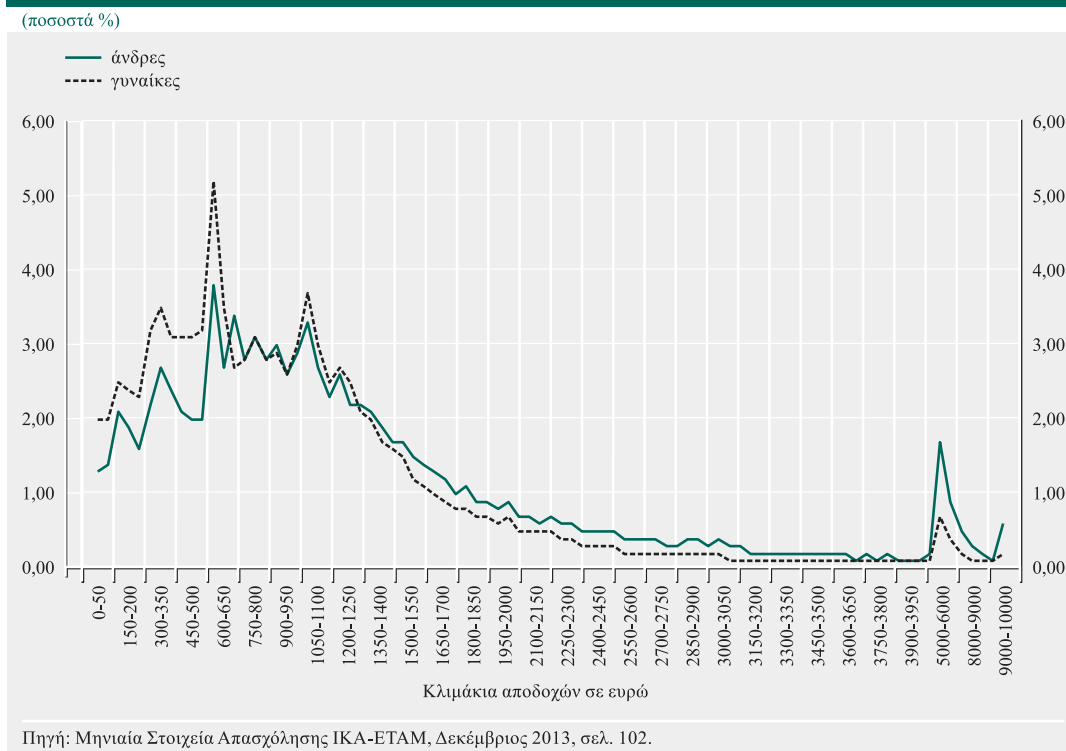


περίπου οι ίδιοι με αυτούς στις μικρές, γεγονός που αναδεικνύει τη σημασία του κλάδου στη διαμόρφωση των μέσων καταβαλλόμενων ημερομισθίων. Αν και η διαχρονική εξέλιξη των δεικτών Kaitz στις μεγάλες επιχειρήσεις είναι παρόμοια με αυτή των μικρών επιχειρήσεων, στις μεγάλες η ανάκαμψη το 2013 είναι σαφώς μικρότερη από αυτή των μικρών, επειδή στις πρώτες δεν έγιναν τόσο δραστικές μειώσεις μισθών (-10,9% την περίοδο Ιαν. 2012-Δεκ. 2013) όσο στις δεύτερες (-23,2% την ίδια περίοδο).

Μια άλλη ένδειξη για την επίδραση των ελάχιστων μισθών στους μέσους μισθούς, όπως αποδέχεται η βιβλιογραφία διεθνώς, προέρχεται από την εξέταση της κατανομής των μισθών με την έννοια ότι εάν οι ελάχιστοι

μισθοί επηρεάζουν αρκετά, αμέσως πάνω από τον ελάχιστο μισθό αναμένεται να συγκεντρώνονται σχετικά περισσότεροι απασχολούμενοι, ενώ εκτοπίζονται περισσότεροι που βρίσκονται αμέσως χαμηλότερα του ελάχιστου μισθού (Hamermesh 1993, σελ. 186). Στο Διάγραμμα 6 εμφανίζεται η κατανομή των μηνιαίων αποδοχών για το Δεκέμβριο του 2013 κατά φύλο για όλους τους ασφαλισμένους στο ΙΚΑ (περιλαμβάνονται και οι μερικής απασχόλησης). Προκύπτει ότι η σχετικά υψηλότερη συγκέντρωση (το 5,2% των γυναικών και το 3,8% των ανδρών) παρατηρείται στο διάστημα 550-600 ευρώ, που περιέχει τον ελάχιστο μισθό των 586 ευρώ. Παρά τις όποιες αδυναμίες των χρησιμοποιούμενων στοιχείων, η υψηλότερη συγκέντρωση των εργαζομένων του ΙΚΑ κοντά στον ελάχιστο μισθό δείχνει τη

**Διάγραμμα 6 Κατανομή μηνιαίων αποδοχών, Δεκέμβριος 2013**



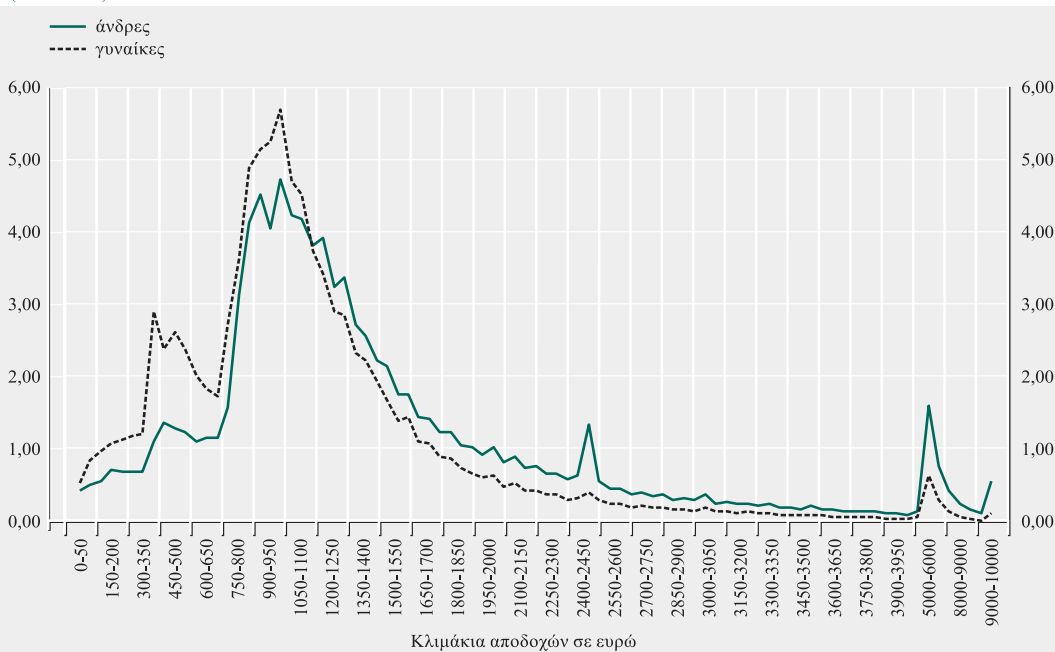
σημασία που έχει ήδη λάβει, με την έννοια ότι αφορά σχετικά πολλούς και είναι δύσκολο να εκτιμηθεί πώς μπορεί η κατανομή να επιστρέψει προς τα προ της κρίσης χαρακτηριστικά με υψηλότερη συγκέντρωση αρκετά δεξιότερα του ελάχιστου. Σε υψηλότερες από τις κατώτατες μηνιαίες αμοιβές, στο τέλος του 2013 εμφανίζονται δύο κορυφές (η πρώτη στα 1.000 και η δεύτερη στα 5.000 ευρώ), οι οποίες ωστόσο είναι χαμηλότερες από αυτή των ελάχιστων. Είναι επίσης εντυπωσιακό ότι πάνω από ένας στους πέντε (21,7%) άρρενες εργαζομένους και περίπου μία στις τρεις γυναίκες (30,4%) ασφαλίζονται για χαμηλότερες από τις ελάχιστες μηνιαίες αμοιβές. Αυτό είναι συμβατό με το ότι το 20,9% των ανδρών και το 32,6% των γυναικών εμφανίζονται ως μερικώς απασχολούμενοι, δηλαδή εργάζονται λιγότερες ώρες την ημέρα από το πλήρες ωράριο ανεξάρτητα από το πόσες ημέρες εργάζονται την εβδομάδα. Πρόκειται συνήθως για τα γνωστά τετράωρα απασχόλησης, που συνεπάγονται και μισές εισφορές στα ασφαλιστικά

ταμεία, όπως δείχνει η κορυφή αριστερά αυτής του ελάχιστου μηνιαίου μισθού. Επειδή η αύξηση της μερικής απασχόλησης του ΙΚΑ υπήρξε ραγδαία τα τελευταία έτη, πρέπει οι ελεγκτικοί μηχανισμοί του κράτους να ελέγχουν ενδελεχώς αν πρόκειται για αληθώς μερική απασχόληση ή για σκόπιμη εισφοροδιαφυγή. Ούτως ή άλλως, οι 3 στους 10 άνδρες και οι 4 στις 10 γυναίκες φαίνεται να αμείβονται με τον ελάχιστο μισθό ή λιγότερο από αυτόν, πράγμα που αναδεικνύει τη σημασία του στη διάρθρωση των μισθών και πιθανόν της απασχόλησης.

Το Δεκέμβριο του 2008 (βλ. Διάγραμμα 7), όταν η οικονομία βρισκόταν στο έτος με την υψηλότερη απασχόληση, η κατανομή των μηνιαίων αμοιβών, παρά τη μακροσκοπική ομοιότητα με αυτή του Δεκεμβρίου του 2013, εμφανίζει ουσιαστικές διαφορές, με κυριότερη ότι έχει πλέον μετακινηθεί αριστερά, αντανakλώντας τη μείωση των μισθών. Και εδώ στο σημείο όπου βρίσκεται ο ελάχιστος μισθός (751

**Διάγραμμα 7 Κατανομή μηνιαίων αποδοχών, Δεκέμβριος 2008**

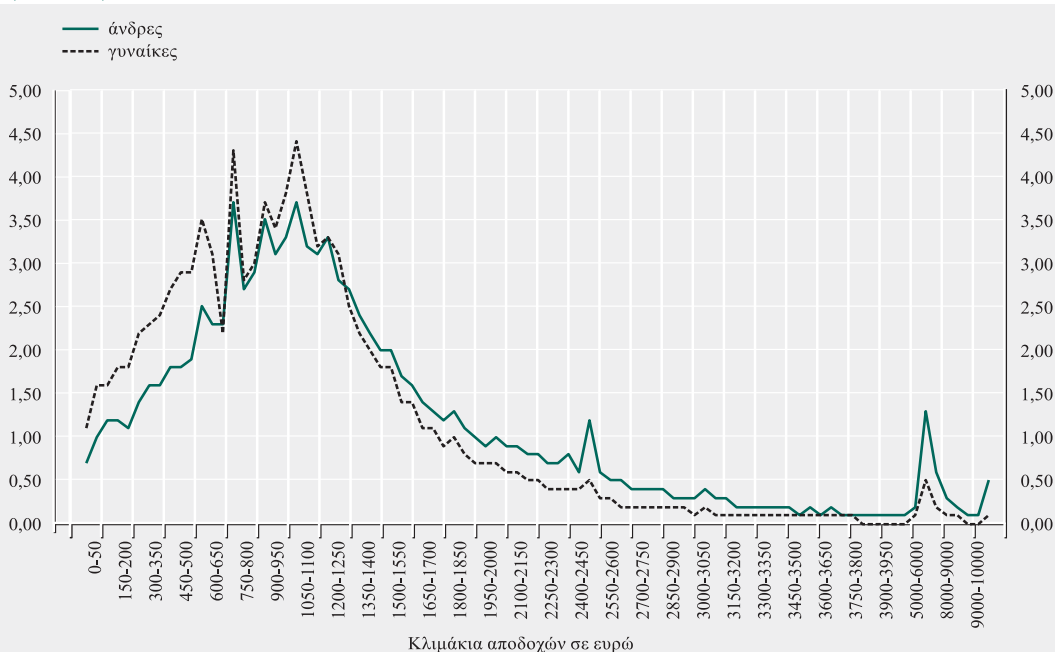
(ποσοστά %)



Πηγή: Μηνιαία Στοιχεία Απασχόλησης ΙΚΑ-ΕΤΑΜ, Δεκέμβριος 2008.

**Διάγραμμα 8 Κατανομή μηνιαίων αποδοχών, Δεκέμβριος 2012**

(ποσοστά %)



Πηγή: Μηνιαία Στοιχεία Απασχόλησης ΙΚΑ-ΕΤΑΜ, Δεκέμβριος 2012.



ευρώ) συγκεντρώνονται αξιόλογα ποσοστά απασχολουμένων (3,2% άνδρες, 3,6% γυναίκες), ενώ οι αμέσως αριστερότερα τούτου απασχολούμενοι είναι αρκετά λιγότεροι. Η διαπίστωση αυτή είναι συμβατή με τη θεωρητική υπόθεση ότι οι εργοδότες υποκαθιστούν εργαζομένους με παραγωγικότητα λίγο χαμηλότερη αυτής που αντιστοιχεί στον ελάχιστο μισθό με παρόμοιους των οποίων η παραγωγικότητα είναι ίση ή κάπως υψηλότερη εκείνης του ελάχιστου μισθού. Επειδή όμως αυτοί κοστίζουν περισσότερο, σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση, αναμένεται να είναι και λιγότεροι από τους εκτοπισμένους. Εδώ η υψηλότερη κορυφή της κατανομής εμφανίζεται δεξιότερα του ελάχιστου μισθού κατά 30% περίπου στο διάστημα 950-1.000 ευρώ, ποσοστό που παραπέμπει είτε στο συνυπολογισμό των επιδομάτων επί του ελάχιστου που προβλέπει η ΕΓΣΣΕ είτε στους ελάχιστους των κλαδικών ή επιχειρησιακών συλλογικών συμβάσεων. Το 2008 η μερική απασχόληση δεν ήταν τόσο διαδεδομένη (10,8% για τους άνδρες, 23,5% για τις γυναίκες), έτσι και οι κορυφές αριστερά του ελάχιστου δεν είναι τόσο υψηλές όσο το 2013. Αξιοσημείωτη είναι επίσης η εμφανής συγκέντρωση σχετικά υψηλότερου από τα γειτονικά ποσοστού στις 2,5 περίπου χιλιάδες ευρώ, η οποία

ωστόσο το 2013 έχει εξαφανιστεί, δείχνοντας ότι κάποιοι υψηλόμισθοι ασφαλισμένοι στο ΙΚΑ, εργαζόμενοι πιθανόν σε ΔΕΚΟ, συνταξιοδοτήθηκαν ή υπέστησαν δραστικές απώλειες στις αμοιβές τους.

Στο τέλος του 2012 και αφού ήδη για 10 μήνες ίσχυαν οι νέες κατώτερες αμοιβές, η κατανομή των μηνιαίων αμοιβών διαφέρει ουσιαστικά από αυτή του 2008 και πλησιάζει προς την πιο πρόσφατη (βλ. Διάγραμμα 8). Γίνεται εμφανής η κορυφή στο νέο χαμηλότερο ελάχιστο μισθό, παραμένει κορυφή στο όριο του προηγούμενου ελάχιστου μισθού και μειώνεται η κορυφή στα δεξιά αυτού.

Τέλος, για τον έλεγχο της επίδρασης των ελάχιστων μισθών στους μέσους μισθούς εκτιμήσαμε συνήθεις λογαριθμικές παλινδρομήσεις χρονολογικών σειρών των μισθών κατά φύλο με εξαρτημένη μεταβλητή το μέσο μηνιαίο ημερομίσθιο των απασχολουμένων στις επιχειρήσεις του ΙΚΑ (εξαιρούνται οι απασχολούμενοι σε οικοδομοτεχνικά έργα) και ερμηνευτικές μεταβλητές το ελάχιστο ημερομίσθιο, το δείκτη τιμών καταναλωτή, την εγγεγραμμένη ανεργία του ΟΑΕΔ, το δείκτη βιομηχανικής παραγωγής, την τάση, καθώς

**Πίνακας 1 Παλινδρομήσεις μέσου μηνιαίου ημερομισθίου ΙΚΑ (2004-2013)**

(εξαρτημένη μεταβλητή ο λογάριθμος του μέσου μηνιαίου ημερομισθίου)

| Ερμηνευτικές μεταβλητές        | Άνδρες            | Γυναίκες          |
|--------------------------------|-------------------|-------------------|
| Ελάχιστο ημερομίσθιο           | 0,380<br>(0,030)  | 0,404<br>(0,032)  |
| Δείκτης τιμών καταναλωτή       | 1,083<br>(0,160)  | 1,151<br>(0,174)  |
| Εγγεγραμμένη ανεργία ΟΑΕΔ      | -0,067<br>(0,020) | -0,077<br>(0,022) |
| Δείκτης βιομηχανικής παραγωγής | -0,097<br>(0,058) | -0,141<br>(0,063) |
| Μήνες 11                       | ναι               | ναι               |
| Τάση                           | ναι               | ναι               |
| Σταθερός όρος                  | -0,881<br>(0,829) | -1,198<br>(0,901) |
| R <sup>2</sup>                 | 0,961             | 0,966             |
| Αριθμός παρατηρήσεων           | 121               | 121               |

Σημείωση: Οι μεταβλητές είναι σε ln, τυπικά σφάλματα σε παρένθεση.

Πηγές: ΙΚΑ-ΕΤΑΜ, Τράπεζα της Ελλάδος, ΟΑΕΔ και υπολογισμοί του συγγραφέα.

και ψευδομεταβλητές για τους μήνες. Όπως φαίνεται στον Πίνακα 1, ο συντελεστής στο ελάχιστο ημερομίσθιο είναι 0,38 για τους άνδρες και παρόμοιος, δηλαδή 0,40, για τις γυναίκες, αμφότεροι στατιστικά σημαντικοί, δείχνοντας αρκετά υψηλή ελαστικότητα του μέσου ημερομισθίου ως προς το ελάχιστο ημερομίσθιο.

## 6 ΕΛΑΧΙΣΤΕΣ ΑΜΟΙΒΕΣ ΚΑΙ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ

Μια πρώτη εικόνα για την εξέλιξη των ελάχιστων μισθών και της απασχόλησης απεικονίζεται στα Διαγράμματα 9 και 10, που εμφανίζουν την εξέλιξη της απασχόλησης του ΙΚΑ στις επιχειρήσεις κατά φύλο και του ελάχιστου ημερομισθίου για την εξεταζόμενη περίοδο. Φαίνεται ότι και οι ελάχιστοι μισθοί και η απασχόληση ανέβαιναν την περίοδο της οικονομικής ανόδου, αλλά, όταν η οικονομία εισήλθε σε κρίση και ακολούθως η απασχόληση άρχισε να μειώνεται δραστικά, οι ελάχιστοι μισθοί είτε αρχικά ανέβηκαν, έστω ελαφρώς, είτε παρέμειναν σταθεροί. Στο επόμενο στάδιο, αφού οι ελάχιστοι μισθοί μειώθηκαν βίαια, η συνολική απασχόληση του ΙΚΑ για αμφότερα τα φύλα με κάποια χρονική υστέρηση εμφάνισε αξιόλογη ανάκαμψη.

Για να εξειδικεύσουμε την επίδραση των ελάχιστων μισθών στην απασχόληση εκτιμούμε δύο υποδείγματα, που είναι παρόμοια με αυτά αντίστοιχων εργασιών διεθνώς (Card and Krueger 1995, κεφάλαια 6 και 7 αντίστοιχα). Αρχικά εκτιμούμε ένα υπόδειγμα χρονολογικής σειράς κατά φύλο με μηνιαία στοιχεία που καλύπτουν την περίοδο Δεκέμβριος 2003-Ιανουάριος 2014 της ακόλουθης μορφής:

$$Y_t = \alpha MW_t + B_i \beta + \varepsilon_t$$

όπου η μεταβλητή  $Y_t$  απεικονίζει το συνολικό αριθμό των απασχολούμενων ασφαλισμένων στο ΙΚΑ κατά φύλο ως συνάρτηση των αντίστοιχων ελάχιστων μισθών,  $MW_t$ , άλλων ερμηνευτικών μεταβλητών  $B_i$ , καθώς και ενός στοχαστικού όρου σφάλματος  $\varepsilon_t$ . Ο ελάχιστος μισθός εδώ προσεγγίζεται από τον αντίστοιχο

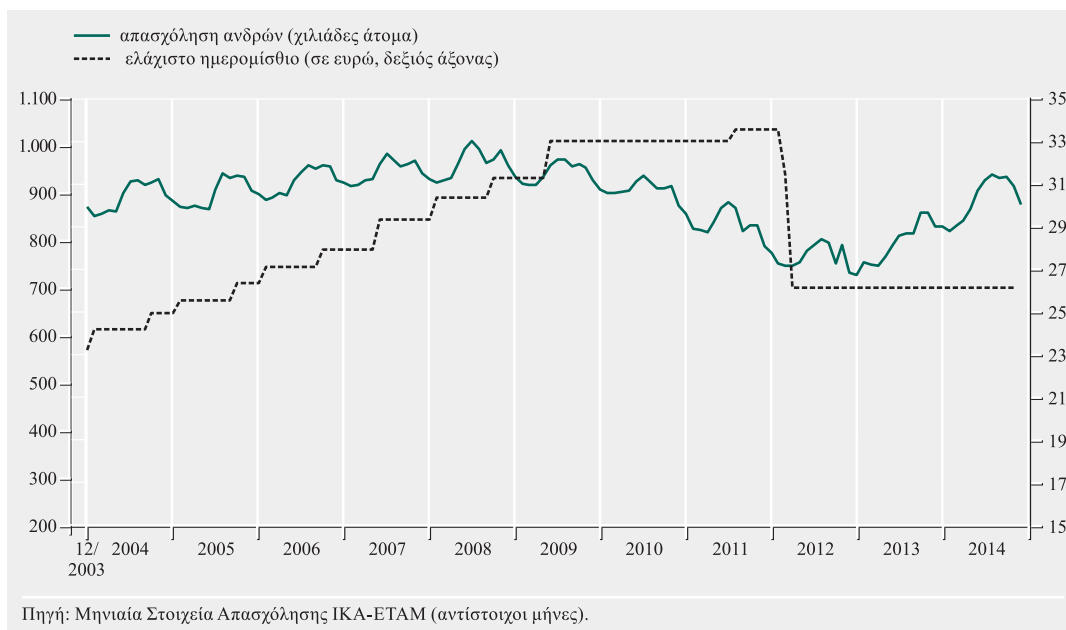
λόγο ελάχιστου ημερομισθίου προς μέσο ημερομίσθιο (δείκτης Kaitz κατά προσέγγιση),<sup>9</sup> ενώ ως μεταβλητές ελέγχου έχουν περιληφθεί ο δείκτης βιομηχανικής παραγωγής ως προσέγγιση της ζήτησης εργασίας λόγω μεταβολής του όγκου παραγωγής, ο αριθμός των επιχειρήσεων που απασχολούν μισθωτούς ασφαλισμένους στο ΙΚΑ ώστε να περιλαμβάνονται στις εκτιμήσεις η οικονομική συγκυρία, η χρονική τάση, καθώς και οι μήνες για να εξουδετερωθούν η εποχικότητα. Όλες οι συνεχείς μεταβλητές είναι σε ln και έτσι οι εκτιμώμενοι συντελεστές αποτελούν τις αντίστοιχες ελαστικότητες της απασχόλησης ως προς αυτές.

Όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές εμφανίζονται με τα αναμενόμενα πρόσημα και είναι στατιστικά σημαντικές (βλ. Πίνακα 2, δύο πρώτες στήλες). Αυτό ωστόσο που ενδιαφέρει εδώ είναι ότι για αμφότερα τα φύλα το ελάχιστο ημερομίσθιο συνδέεται σημαντικά και αρνητικά με την απασχόλησή τους και μάλιστα με παραπλήσιο μέγεθος. Για τους άνδρες η ελαστικότητα της απασχόλησης ως προς το ελάχιστο σχετικό ημερομίσθιο είναι -0,176, που υποδηλώνει ότι μια αύξησή του κατά 10% μπορεί να συνεπάγεται μείωση της απασχόλησης κατά 1,76%, η οποία, δεδομένου ότι η μέση απασχόληση των ανδρών στις κοινές επιχειρήσεις του ΙΚΑ προσεγγίζει τις 900 χιλιάδες μεσοχρόνια, ισοδυναμεί με απώλεια 16 χιλιάδων θέσεων εργασίας. Η αντίστοιχη εκτίμηση για τις γυναίκες με ελαστικότητα απασχόλησης ως προς το σχετικό ελάχιστο μισθό -0,168 υπολογίζεται στις 13,1 χιλιάδες.

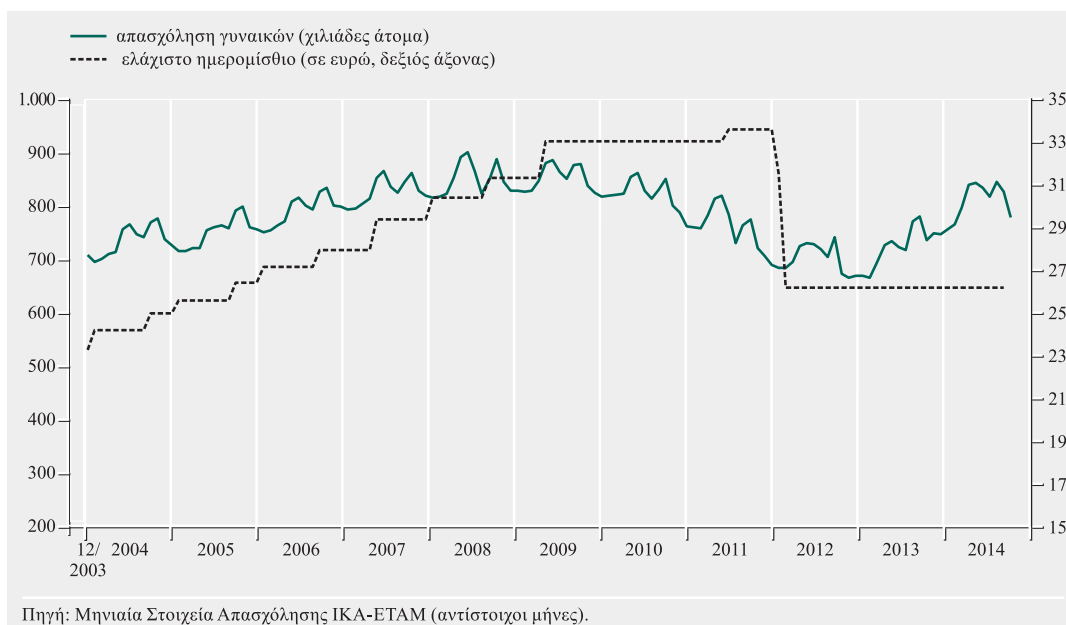
Τέτοιες εκτιμήσεις μπορούν να θεωρηθούν ως αναμενόμενες, λαμβάνοντας υπόψη τους σχετικά υψηλούς (και από τους υψηλότερους

<sup>9</sup> Όπως καταγράφουν οι Dolton and Bondibene (2012, σελ. 116), αυτή η εξειδίκευση των ελάχιστων μισθών έχει κυριαρχήσει στην εμπειρική διεθνή βιβλιογραφία, επειδή το απόλυτο επίπεδο των ελάχιστων μισθών δεν μπορεί να θεωρηθεί ως εξωγενές στον προσδιορισμό της απασχόλησης, ενώ ο σχετικός ελάχιστος μισθός αποτελεί δείκτη της ενδεχόμενης υποκατάστασης των ανειδίκευτων εργατών που αμείβονται με ελάχιστες αποδοχές από υψηλότερα αμειβόμενους ειδικευμένους. Ωστόσο, και ο σχετικός ελάχιστος μισθός εμφανίζει άλλες αδυναμίες, επειδή λ.χ. μεταβολές του μπορεί να οφείλονται σε μεταβολές των μέσων μισθών ή της κατανομής των μισθών και όχι στο επίπεδο του ελάχιστου μισθού.

**Διάγραμμα 9 Απασχόληση ανδρών και ελάχιστο ημερομίσθιο**



**Διάγραμμα 10 Απασχόληση γυναικών και ελάχιστο ημερομίσθιο**



στην ΕΕ) λόγους ελάχιστου προς μέσο ημερομίσθιο που παρατηρούνται την εξεταζόμενη περίοδο, και υποδηλώνουν ότι η χώρα

ενδεχομένως έχει υποστεί απώλεια θέσεων εργασίας λόγω των υψηλών ελάχιστων μισθών. Επίσης, αυτές οι εκτιμήσεις είναι

**Πίνακας 2 Συντελεστές παλινδρομήσεων ελάχιστου ημερομισθίου και άλλων μεταβλητών στην απασχόληση**

(εξαρτημένη μεταβλητή ο λογάριθμος της μηνιαίας απασχόλησης)

| Ερμηνευτικές μεταβλητές                    | Μηνιαία στοιχεία για το σύνολο της οικονομίας<br>2004-2013 |                        | Στοιχεία Ιουνίου και Δεκεμβρίου κατά κλάδο<br>2007-2013 |                   |
|--------------------------------------------|------------------------------------------------------------|------------------------|---------------------------------------------------------|-------------------|
|                                            | Άνδρες                                                     | Γυναίκες               | Άνδρες                                                  | Γυναίκες          |
| Ελάχιστο ημερομίσθιο προς μέσο ημερομίσθιο | -0,176<br>(0,056)                                          | -0,16846<br>(0,04295)  | -0,297<br>(0,072)                                       | -0,147<br>(0,071) |
| Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής             | 0,001<br>(0,0005)                                          | 0,000813<br>(0,000387) |                                                         |                   |
| Αριθμός επιχειρήσεων ΙΚΑ                   | 0,613<br>(0,037)                                           | 0,745594<br>(0,027437) | 0,778<br>(0,033)                                        | 0,859<br>(0,032)  |
| Έτος/Εξάμηνο                               | 0,001157<br>(0,000124)                                     | 0,002474<br>(9,69E-05) | -0,006<br>(0,002)                                       | -0,013<br>(0,002) |
| Μήνες/Κλάδοι οικονομικής δραστηριότητας    | 12                                                         | 12                     | 56                                                      | 56                |
| Σταθερός όρος                              | 6,514881<br>(0,292922)                                     | 4,67962<br>(0,214821)  | 3,419<br>(0,313)                                        | 2,713<br>(0,305)  |
| Αριθμός παρατηρήσεων                       | 121                                                        | 121                    | 797                                                     | 797               |
| R <sup>2</sup>                             | 0,952                                                      | 0,968                  | 0,989                                                   | 0,994             |

Σημειώσεις: Οι μεταβλητές είναι σε ln, τυπικά σφάλματα σε παρένθεση. Τα εξαμηνιαία στοιχεία αναφέρονται στον Ιούνιο και το Δεκέμβριο του εκάστου έτους.

Πηγές: ΙΚΑ-ETAM, Τράπεζα της Ελλάδος και υπολογισμοί του συγγραφέα.

συμβατές με αρκετά χαρακτηριστικά της ελληνικής αγοράς εργασίας τις τελευταίες δεκαετίες, τα οποία, όπως υποστηρίζουν οι Fotoniata and Moutos (2010), αναμένονται όταν οι ελάχιστοι μισθοί ασκούν σημαντικές επιδράσεις. Το ποσοστό απασχόλησης (δηλαδή πόσα από τα 100 άτομα παραγωγικών ηλικιών εργάζονται) είναι από τα χαμηλότερα στην Ευρώπη. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για τους νέους ηλικιακά. Από την άλλη πλευρά, η ανεργία των νέων είναι συστηματικά από τις υψηλότερες στις χώρες του ΟΟΣΑ. Επίσης, η Ελλάδα απορρόφησε από τη δεκαετία του 1990 σχετικά μεγάλο αριθμό αλλοδαπών, οι οποίοι εργάστηκαν ή ακόμη εργάζονται, αφού πολλοί εξ αυτών παραμένουν στη χώρα, σε συγκεκριμένους κλάδους και με σχετικά χαμηλότερες αμοιβές. Τέλος, ολόκληροι κλάδοι οικονομικής δραστηριότητας, κυρίως στη μεταποίηση, εξαφανίστηκαν λόγω ανταγωνισμού από χώρες χαμηλού κόστους εργασίας ή λόγω του ότι χιλιάδες ελληνικές επιχειρήσεις τέτοιων κλάδων μεταφέρθηκαν σε γειτονικές χώρες χαμηλού κόστους εργασίας (πολύ χαμηλότερου από το ελάχιστο στην Ελλάδα), δύο από τις οποίες

(Βουλγαρία και Ρουμανία) είναι ήδη πλήρη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.<sup>10</sup>

Το άλλο υπόδειγμα που εκτιμήσαμε εξετάζει την επίδραση του ελάχιστου μισθού στην απασχόληση κατά κλάδο και διαχρονικά. Ειδικότερα, αξιοποιούμε αδημοσίευτα στοιχεία απασχόλησης και μισθών του ΙΚΑ κατά (διψήφιο) κλάδο και φύλο για τους μήνες Ιούνιο και Δεκέμβριο, για τους οποίους το ΙΚΑ συλλέγει περισσότερη πληροφόρηση, κατά τα έτη 2007-2013, τα οποία μας επιτρέπουν να εκτιμήσουμε την ακόλουθη εξίσωση απασχόλησης.

$$Y_{it} = \alpha MW_{it} + B_{it}\beta + \varepsilon_{it}$$

όπου εξαρτημένη μεταβλητή είναι η απασχόληση κατά κλάδο  $i$  και μήνα  $t$  και ερμηνευτικές μεταβλητές οι αντίστοιχοι ελάχιστοι σχετικοί μισθοί  $MW_{it}$  και μεταβλητές ελέγχου  $B_{it}$  που περιλαμβάνουν τους κλάδους  $i$  και τον χρόνο  $t$ . Αυτή η εξίσωση μπορεί να εκτιμηθεί

<sup>10</sup> Εκτιμάται ότι την περίοδο πριν από την τρέχουσα κρίση περίπου 3.500 ελληνικές επιχειρήσεις είχαν εγκαταστήσει παραγωγικές δραστηριότητες σε γειτονικές βαλκανικές χώρες (Κανελλόπουλος, Γρέγου και Πετράλις 2006, σελ. 64).

για όλους τους κλάδους, εφόσον παντού υπάρξει υποχρεωτικός ελάχιστος μισθός. Ωστόσο, αποκλείσαμε τον κλάδο “νοικοκυριά ως εργοδότες”, επειδή εκεί οι ασφαλιστικές εισφορές στο ΙΚΑ περιορίζονται στο 50%, οπότε και οι μισθοί εμφανίζονται πολύ χαμηλοί, καθώς και άλλους δύο με απουσία στοιχείων σε συγκεκριμένους μήνες ή φύλο. Ο συντελεστής του ελάχιστου σχετικού ημερομισθίου α εκτιμά την επίδραση του ελάχιστου μισθού στην απασχόληση. Ως ελάχιστο μισθό χρησιμοποιούμε και εδώ το δείκτη του Kaitz που, όπως προαναφέρθηκε, είναι ο λόγος του ελάχιστου προς το αντίστοιχο μέσο ημερομίσθιο. Οι εδώ εκτιμήσεις πλεονεκτούν σε σχέση με τις παραπάνω, επειδή στηρίζονται σε περισσότερες παρατηρήσεις και δεν υπόκεινται στην μηνιαία εποχικότητα ή στη βραχυχρόνια συγκυρία των προηγούμενων εκτιμήσεων.

Οι δύο τελευταίες στήλες του Πίνακα 2 με τα εξαμηνιαία στοιχεία παρουσιάζουν τα αποτελέσματα των κλαδικών εκτιμήσεων κατά φύλο, τα οποία φαίνονται σύμφωνα με τα αναμενόμενα για τις μεταβλητές που περιλαμβάνουν. Προκύπτει ότι οι ελάχιστοι σχετικοί μισθοί συνδέονται στατιστικά σημαντικά αρνητικά με την απασχόληση των ανδρών και των γυναικών. Ενώ στην περίπτωση των γυναικών το μέγεθος της αρνητικής επίδρασης (-0,147) είναι παρόμοιο με αυτό που προέκυψε από τη μηνιαία χρονολογική σειρά, στους άνδρες είναι σαφώς υψηλότερο (-0,297 έναντι -0,176). Επειδή εδώ δεν υπάρχει μεταβλητή που να μετρά την παραγωγή κάθε κλάδου, ο συντελεστής στον ελάχιστο σχετικό μισθό ίσως περιλαμβάνει και την επίδραση αυτής της παραλειπόμενης μεταβλητής στην απασχόληση, γι' αυτό και εμφανίζεται σχετικά υψηλότερος.

## 7 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρούσα εργασία, αξιοποιώντας δημοσιευμένα στατιστικά στοιχεία μισθών και απασχόλησης του ΙΚΑ, καθώς και των ελάχιστων μισθών, προσφέρει αρχικά μια περιγραφική εξέταση της εξέλιξης των ελάχιστων μισθών,

των μέσων μισθών και της απασχόλησης στον ιδιωτικό τομέα της ελληνικής οικονομίας την τελευταία περίπου δεκαετία. Στη συνέχεια προχωρεί σε στατιστικές εκτιμήσεις για τη σχέση των ελάχιστων μισθών και των μέσων μισθών, καθώς και των ελάχιστων μισθών και της απασχόλησης στην ίδια αγορά εργασίας.

Λαμβάνοντας υπόψη τις παραπάνω αναφερθείσες αδυναμίες των χρησιμοποιούμενων στατιστικών στοιχείων, προκύπτει ότι οι ελάχιστες αμοιβές επηρεάζουν αξιόλογο ποσοστό εργαζομένων, οπότε οι όποιες σημαντικές αυξήσεις τους, για να είναι οικονομικά βιώσιμες και κοινωνικά αποτελεσματικές, πρέπει να είναι εναρμονισμένες με αυξήσεις στην παραγωγικότητα και στις μέσες αμοιβές εργασίας.

Έχοντας υπόψη τα ευρήματα, συμπεραίνουμε ότι οι ελάχιστοι μισθοί επηρεάζουν στενά και σημαντικά τους μέσους μισθούς τόσο των ανδρών όσο και των γυναικών. Επίσης φαίνεται ότι οι ελάχιστοι μισθοί μειώνουν σημαντικά την απασχόληση για αμφότερα τα φύλα (ελαστικότητα απασχόλησης ως προς ελάχιστο σχετικό μισθό περίπου -0,17), υπονοώντας ότι στη σημερινή συγκυρία με την απαράδεκτα υψηλή ανεργία προτεραιότητα της πολιτικής απασχόλησης δεν μπορεί παρά να είναι η δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης στο σημερινό ελάχιστο μισθό, με την ενθάρρυνση των επενδύσεων και των προσλήψεων, και όχι η βελτίωση της θέσης των χαμηλόμισθων με τη δραστική αύξηση του ελάχιστου μισθού, των οποίων η εργασία σε τέτοιο ενδεχόμενο διαφαίνεται ότι θα καθίστατο μάλλον επισφαλέστερη.

Η εξέλιξη των ελάχιστων μισθών, των μέσων μισθών και της απασχόλησης την περίοδο της κρίσης, καθώς και η αρνητική σχέση ελάχιστων σχετικών μισθών και απασχόλησης συνηγορούν στο ότι η εφαρμογή των προγραμματικών οικονομικής προσαρμογής, για να είναι αποτελεσματική, ενδείκνυται να είναι καθολική και ταυτόχρονη σε όλους τους τομείς της οικονομίας που στοχεύουν. Εάν η μείωση των ελάχιστων μισθών (και οι άλλες συναφείς



μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας του ιδιωτικού τομέα) είχαν γίνει ταυτόχρονα με τις μειώσεις των μισθών στο Δημόσιο, όπως συζητείτο από την έναρξη των μνημονίων ή του-

λάχιστον ένα έτος νωρίτερα, η σωρευτική απώλεια θέσεων εργασίας και συνεπώς το βάθος και η διάρκεια της κρίσης στη χώρα πιθανόν να ήταν αρκετά μικρότερα.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Γαβρόγλου, Σ.Π. (2013), *Ο κατώτατος μισθός στην Ελλάδα και διεθνώς: Εμπειρικά δεδομένα, πολιτικές επιλογές*, Εθνικό Ινστιτούτο Εργασίας και Ανθρώπινου Δυναμικού (ΕΙΕΑΔ).
- Διεθνής Οργάνωση Εργασίας (2014), *Ελλάδα: Παραγωγικές Θέσεις Εργασίας για την Ελλάδα*.
- Ιωάννου, Δ. και Χ. Ιωάννου (2013), “Οι μισθοί και η εσωτερική υποτίμηση στην Ελλάδα: Οι μισθολογικές μειώσεις δεν αρκούν για να γιατρέψουν την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας”, *Foreign Affairs - The Hellenic Edition*, 21, 96-123.
- Κανελλόπουλος, Κ. (2014), “Η αγορά εργασίας στον ιδιωτικό τομέα την περίοδο της κρίσης”, *Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο*, 39, Ιούλιος.
- Κανελλόπουλος, Κ., Μ. Γρέγου και Α. Πετραλιάς (2006), *Παράνομοι Μετανάστες στην Ελλάδα*, ΚΕΠΕ.
- ΚΕΠΕ (1990), *Εισοδήματα, Τιμές Ανταγωνιστικότητα*, Εκθέσεις για το Πρόγραμμα, νο 15.
- Ληξουριώτης, Ι. (2011), “Μεταμορφώσεις της εργασίας και η πορεία προς ένα ‘μεταπροστατευτικό’ εργατικό δίκαιο”. Εισήγηση στο συνέδριο: *Η ιστορία της εργασίας: Νέες προσεγγίσεις σε ένα διαρκές ζήτημα*, Αθήνα, 20-21 Μαΐου.
- Τράπεζα της Ελλάδος (2013), *Έκθεση του Διοικητή για το 2012*, Φεβρουάριος.
- Τράπεζα της Ελλάδος (2014α), *Έκθεση του Διοικητή για το 2013*, Φεβρουάριος.
- Τράπεζα της Ελλάδος (2014β), *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση*, Δεκέμβριος.

### ΕΞΟΓΛΩΣΣΗ

- Ashenfelter, O. and R. Smith (1979), “Compliance with the Minimum Wage Law”, *Journal of Political Economy*, 87.
- Boeri, T. (2012), “Setting the minimum wage”, *Labour Economics*, 19:3, 281-90.
- Burtless, G. (2001), “The Greek Labour Market”, στο: *Greece’s Economic Performance and Prospects*, Bank of Greece και The Brookings Institution.
- Card, D. and A. Krueger (1995), *Myth and Measurement: The New Economics of the Minimum Wage*, Princeton University Press.
- Dolton, P. and C. R. Bondibene (2012), “The international experience of minimum wages in an economic downturn”, *Economic Policy*, 27:69, January.
- European Commission (2011), *Industrial Relations in Europe 2010*.
- European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions (2007), *Minimum wages in Europe: Background paper*.
- Eurostat (2012), *Statistics Explained Archive: Vol. 2 – Social statistics*, December.
- Fotoniata, E. and Th. Moutos (2010), “Greece: Neglect and resurgence of minimum wage policy”, στο: Daniel Vaughan-Whitehead (ed.), *The Minimum Wage Revisited in the Enlarged EU*, Edward Elgar and International Labour Office.
- Funk, L. and H. Lesch (2005), “Minimum wages in Europe”, Eurofound.
- Hamermesh, D. (1993), *Labor Demand*, Princeton University Press.
- Immervoll, H. and M. Pearson (2009), “A good time for making work pay? Taking stock of in-work benefits and related measures across the OECD”, *OECD Social, Employment and Migration Working Papers*, no. 81.
- ILO, OECD, IMF and the World Bank (2012), “Boosting the jobs and living standards in G20 countries”, June, G20 Mexico.
- Kaitz, H. (1970), “Experience of the Past: The National Minimum, Youth unemployment and minimum wages”, *Bureau of Labor Statistics Bulletin*, 1657.

- Kapopoulos, P., P. Papadimitriou and F. Siokis (2003), "Identification problems on the causal relationship between minimum wage and employment", *Briefing Notes in Economics*, 57, June/July.
- Karageorgiou, L. (2004), "The Impact of Minimum Wage on Youth and Teenage Employment in Greece", *Spoudai*, 54(4), University of Piraeus.
- König, M. and J. Möller (2009), "Impacts of minimum wages: a microdata analysis for the German construction sector", *International Journal of Manpower*, 30(7).
- Koutsogeorgopoulou, V. (1994), "The Impact of Minimum Wages on Industrial Wages and Employment in Greece", *International Journal of Manpower*, Vol. 15.
- Kramarz, F. and T. Philippon (2001), "The impact of differential payroll tax subsidies on minimum wage employment", *Journal of Public Economics*, 82(1).
- Lester, R. (1947), "Marginalism, Minimum Wages, and Labor Markets," *The American Economic Review*, 37(1), 135-48.
- Low Pay Commission (2015), *National Minimum Wage, Low Pay Commission Report 2015*.
- Matsaganis, M. (2015), "Youth unemployment and the Great Recession in Greece" στο: *No Country for Young People? Youth Labour Market Problems in Europe*, A VoxEU.org eBook.
- Neumark, D. and W. Wascher (2007), "Minimum wages and employment", IZA DP no. 2570.
- OECD (2013), *OECD Economic Surveys: Greece*.
- OECD (2014), *Employment Outlook 2014*.
- OECD (2015), *Taxing Wages 2015*.
- Sabia, J. (2009), "The effects of minimum wage increases on retail employment and hours: New evidence from monthly CPS data", *Journal of Labor Research*, 30(1), 75-97.
- Sabia, J., R. Burkhauser and B. Hansen (2012), "Are the Effects of Minimum Wage Increases Always Small? New Evidence from a Case Study of New York State", *Industrial and Labor Relations Review*, 65(2).
- Schmitt, J. (2013), "Why does the minimum wage have no discernible effect on employment?", Center for Economic and Policy Research, February.
- Stigler, G. (1946), "The Economics of Minimum Wage Legislation", *The American Economic Review*, 36(3), 358-65.
- Yannelis, C. (2014), *The Minimum Wage and Employment Dynamics: Evidence from an Age Based Reform in Greece*, Stanford University.

# Η ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΡΗΤΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΤΡΟΠΩΝ ΠΛΗΡΩΜΗΣ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ<sup>1</sup>

Ευαγγελία Γεωργίου

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών

## I ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι πληρωμές λιανικής και οι υποδομές που τις συνοδεύουν αποτελούν βασικό στοιχείο για την εύρυθμη λειτουργία της οικονομίας και του εμπορίου, καθώς και για τη διατήρηση και την ενίσχυση της εμπιστοσύνης του κοινού στο νόμισμα. Η προώθηση αποτελεσματικών και ασφαλών τρόπων πληρωμής εμπίπτει στο πεδίο ενδιαφέροντος των κεντρικών τραπεζών και των δημόσιων αρχών, καθώς συμβάλλει στη διασφάλιση της σταθερότητας και της αποτελεσματικότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ενισχύει την εμπιστοσύνη των καταναλωτών και προάγει την οικονομική ευημερία.

Στη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών σημειώθηκαν σημαντικές εξελίξεις στον τομέα των πληρωμών λιανικής, που σχετίζονται με την τεχνολογική καινοτομία και τις πρωτοβουλίες για την προώθηση της ενοποίησης των πληρωμών λιανικής και του ανταγωνισμού στη ζώνη του ευρώ. Για παράδειγμα, το όραμα για έναν Ενιαίο Χώρο Πληρωμών σε Ευρώ (Single Euro Payments Area – SEPA) αποσκοπεί στη δημιουργία μιας ενοποιημένης, ανταγωνιστικής και καινοτόμου αγοράς πληρωμών μικρής αξίας σε ευρωπαϊκό επίπεδο,<sup>2</sup> στην οποία οι πληρωμές σε ευρώ, χωρίς μετρητά, θα διενεργούνται με τη χρήση ενός μόνο λογαριασμού πληρωμών και μιας ενιαίας δέσμης μέσων πληρωμών εξ ολοκλήρου ηλεκτρονικά.<sup>3</sup> Προς την κατεύθυνση αυτή, έχει υιοθετηθεί μία σειρά θεσμικών μέτρων, τα οποία υποβοηθούμενα από την τεχνολογική εξέλιξη έχουν συντελέσει σε πρόοδο ως προς την ενοποίηση των λιανικών πληρωμών.<sup>4,5</sup> Γενικότερα, οι ηλεκτρονικές πληρωμές γίνονται ολοένα και πιο δημοφιλείς στην Ευρώπη, κερδίζοντας σταθερά έδαφος: ο αριθμός των συναλλαγών αυτών αυξάνεται από το 2000 κατά 6% ετησίως. Ο αριθμός των συναλλαγών με τη χρήση καρτών στη ζώνη του ευρώ υπερέβη το 2013 τα 25 δισεκατομμύρια, το μεγα-

λύτερο μέρος των οποίων αφορούσε τη χρήση χρεωστικών καρτών. Ωστόσο, παρά τη διεθνή αυτή τάση, η χρήση των μετρητών είναι υψηλή σε πολλές χώρες, ενώ οι εθνικές αγορές πληρωμών εξακολουθούν να διαφέρουν σημαντικά από χώρα σε χώρα.

Τα τελευταία έτη ορισμένες ερευνητικές εργασίες προσπαθούν να απαντήσουν στο ερώτημα κατά πόσον η ευρύτερη υιοθέτηση ηλεκτρονικών τρόπων πληρωμής και η μεγαλύτερη ενοποίηση των αγορών πληρωμών λιανικής στην Ευρώπη οδηγούν σε μακροοικονομικά και κοινωνικά οφέλη. Σκοπός του παρόντος άρθρου είναι να συμβάλει στην ενημέρωση του κοινού και να συνεισφέρει στον προβληματισμό πάνω στο θέμα αυτό, παρουσιάζοντας μια επισκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας, καθώς και διαθέσιμα στοιχεία για τις πληρωμές λιανικής στην Ελλάδα. Για το σκοπό αυτό, στην επόμενη ενότητα περιγράφονται οι επιμέρους τρόποι πληρωμής και η παραγωγική διαδικασία των πληρωμών λιανικής. Στην ενότητα 3 γίνεται αναφορά στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των μετρητών. Στις ενότητες 4 και 5 εξετάζονται τα πιθανά μακροοικονομικά και κοινωνικά οφέλη από την υιοθέτηση ηλεκτρονικών τρόπων πληρωμής, καθώς και τα οφέλη αποτελεσματικότητας και το κοινωνικό κόστος των πληρωμών σύμφωνα με τη σχετική βιβλιογραφία. Στην ενότητα 6 παρουσιάζονται στοιχεία για τις

1 Οι απόψεις που παρουσιάζονται στο παρόν άρθρο είναι προσωπικές και δεν απηχούν απαραίτητα τις απόψεις της Τράπεζας της Ελλάδος. Ευχαριστίες εκφράζονται στην κ. Heather Gibson, τον κ. Ηρακλή Βορίδη και την κ. Χιόνα Μπαλφούσα για τα χρήσιμα σχόλια και τις παρατηρήσεις τους.

2 Συγκεκριμένα, ο SEPA αφορά τις 28 χώρες της ΕΕ και την Ισλανδία, τη Νορβηγία, το Λιχτενστάιν, την Ελβετία, τον Άγιο Μαρίνο και το Μονακό.

3 Σχετικά βλ. <http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/PaymentsSystems/SEPA/default.aspx>.

4 Οι Martikainen et al. (2013) παρέχουν εμπειρικές ενδείξεις σύγκλισης μεταξύ των χωρών στη ζώνη του ευρώ σε σχέση με τις μεταφορές πιστώσεων, τις άμεσες χρεώσεις και τις κάρτες πληρωμών, ενώ η ταχύτητα της σύγκλισης βρέθηκε ότι επιταχύνθηκε μετά την εισαγωγή του ευρώ για τα περισσότερα μέσα πληρωμών.

5 Για παράδειγμα, το 2014 ολοκληρώθηκε ο Ενιαίος Χώρος Πληρωμών σε Ευρώ για τις μεταφορές πιστώσεων και τις άμεσες χρεώσεις στη ζώνη του ευρώ.

πληρωμές λιανικής στην Ελλάδα και στην τελευταία ενότητα διατυπώνονται ορισμένες συμπερασματικές παρατηρήσεις.

## 2 ΟΙ ΕΠΙΜΕΡΟΥΣ ΤΡΟΠΟΙ ΠΛΗΡΩΜΗΣ ΚΑΙ Η ΑΛΥΣΙΔΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΤΟΥΣ

Οι πληρωμές λιανικής αφορούν πληρωμές μεταξύ μη χρηματοπιστωτικών μονάδων όπως νοικοκυριών, μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και κυβερνητικών οργανισμών, χαμηλής αξίας και συνήθως χωρίς μεγάλη χρονική κρισιμότητα. Τα συνηθέστερα μέσα πληρωμών είναι τα μετρητά (χαρτονομίσματα και κέρματα), οι κάρτες πληρωμών (χρεωστικές και πιστωτικές), οι μεταφορές πιστώσεων, οι άμεσες χρεώσεις, οι επιταγές και το ηλεκτρονικό χρήμα. Ορισμένα από αυτά τα μέσα συνεπάγονται τη διαχείριση χαρτιού σε φυσική μορφή (όπως μετρητά, επιταγές και ορισμένες μεταφορές πιστώσεων), ενώ ένας σταδιακά αυξανόμενος αριθμός πληρωμών αφορά συναλλαγές που εκτελούνται εξ ολοκλήρου ηλεκτρονικά, δηλαδή με τη μεταφορά χρημάτων ανάμεσα σε λογαριασμούς (όπως κάρτες πληρωμών, ηλεκτρονικές μεταφορές πιστώσεων, καθώς και περισσότερο καινοτόμα μέσα πληρωμών όπως το ηλεκτρονικό χρήμα ή οι πληρωμές μέσω κινητών τηλεφώνων).

Ειδικότερα, οι μεταφορές πιστώσεων επιτρέπουν στον υπόχρεο της πληρωμής να δώσει εντολή στην τράπεζα στην οποία τηρεί λογαριασμό να μεταφέρει χρήματα στο λογαριασμό του δικαιούχου. Η εντολή μπορεί να υποβληθεί σε έντυπη ή ηλεκτρονική μορφή, αλλά η επεξεργασία της γίνεται ηλεκτρονικά. Οι άμεσες χρεώσεις είναι ένα μέσο πληρωμής για τη χρέωση του λογαριασμού του υπόχρεου κατά το οποίο η εντολή δίνεται από το δικαιούχο της πληρωμής με βάση εξουσιοδότηση που χορηγεί ο υπόχρεος της πληρωμής. Σε αυτές περιλαμβάνονται και οι πάγιες εντολές εξόφλησης λογαριασμών κοινής ωφέλειας. Αναφορικά με τις κάρτες πληρωμών, η χρεωστική κάρτα δίνει τη δυνατότητα στον κάτοχο να κάνει αναλήψεις μετρητών ή να χρεώνει τις

αγορές του απευθείας στον τραπεζικό του λογαριασμό. Το ποσό χρεώνεται άμεσα ή εντός 1-2 ημερών χωρίς κατ' ουσίαν να υπάρχει αναβολή πληρωμής. Η πιστωτική κάρτα παρέχει στο χρήστη πιστωτική διευκόλυνση, δηλαδή τη δυνατότητα να καθυστερήσει την πληρωμή, ενώ το μέγεθος και η διάρκεια της πιστωτικής διευκόλυνσης εξαρτώνται από τη συμφωνία μεταξύ του εκδότη και του κατόχου της κάρτας. Η κάρτα καθυστερημένης χρέωσης επιτρέπει την αναβολή της πληρωμής, αλλά το ποσό πρέπει να καταβληθεί ολόκληρο στο τέλος μιας προκαθορισμένης περιόδου. Η επιταγή αποτελεί γραπτή εντολή από τον εκδότη προς μία τράπεζα να πληρώσει ένα συγκεκριμένο ποσό στον κομιστή της επιταγής. Το ηλεκτρονικό χρήμα (e-money) είναι μία νομισματική αξία που αντιπροσωπεύει απαίτηση έναντι του εκδότη, αποθηκεύεται σε έναν ηλεκτρονικό μηχανισμό (συνήθως μία προπληρωμένη κάρτα ή έναν ηλεκτρονικό διακομιστή) και γίνεται αποδεκτή ως μέσο πληρωμών από άλλες επιχειρήσεις. Το ηλεκτρονικό χρήμα είναι περισσότερο ένα μέσο διακανονισμού παρά ένα μέσο πληρωμών καθεαυτό, καθώς συνεπάγεται τη χρήση κάποιου από τα υπόλοιπα μέσα πληρωμών – δηλ. μετρητά, κάρτες πληρωμών, άμεσες χρεώσεις ή μεταφορές πιστώσεων.<sup>6</sup>

Η διεξαγωγή των πληρωμών γίνεται μέσω μιας παραγωγικής αλυσίδας με πολλούς συμμετέχοντες. Αυτοί είναι η κεντρική τράπεζα, οι τράπεζες και οι συνοδευτικές υποδομές, οι εταιρίες μεταφοράς μετρητών, οι έμποροι/λιανοπωλητές και οι καταναλωτές, ενώ οι τεχνολογικές εξελίξεις και καινοτομίες στον τομέα των λιανικών πληρωμών οδήγησαν σε ενίσχυση του ανταγωνισμού και στην εμφάνιση και άλλων παρόχων υπηρεσιών πληρωμών εκτός των τραπεζών. Η παραγωγική αυτή αλυσίδα δημιουργεί ροές κόστους και εσόδων μεταξύ των συμμετεχόντων σε αυτή – τα έσοδα ενός συμμετέχοντος αποτελούν κόστος για κάποιον άλλο. Στην περίπτωση πληρωμής μέσω κάρτας, η συναλλαγή μεταξύ δικαιούχου

6 Αναλυτικότερα, βλ. European Central Bank (2007).



και υπόχρεου περνά για να ολοκληρωθεί από σχεδόν όλους αυτούς τους συμμετέχοντες. Στην περίπτωση των μετρητών, η πληρωμή ολοκληρώνεται άμεσα μεταξύ των δύο μερών, ενώ οι άλλοι συμμετέχοντες θα εμπλακούν κατά την ανάληψη ή κατάθεση των μετρητών στην τράπεζα (Gresvik and Haare 2009).

### 3 ΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΚΑΙ Η ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΡΗΤΩΝ

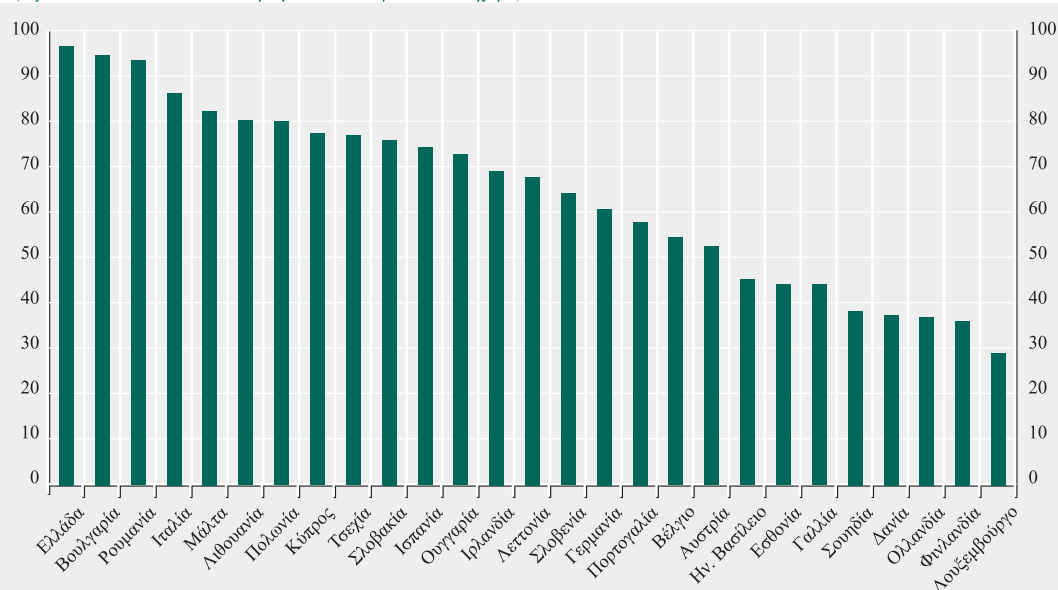
Παρά την ανοδική τάση που παρουσιάζει η χρήση των ηλεκτρονικών τρόπων πληρωμής διεθνώς, η χρήση των μετρητών παραμένει ο πιο συνηθισμένος τρόπος πληρωμής στην Ευρώπη και είναι ιδιαίτερα υψηλή, όπως προαναφέρθηκε, σε ορισμένες χώρες όπως η Ελλάδα, η Ιταλία, η Ρουμανία, η Βουλγαρία και η Μάλτα (βλ. Διάγραμμα 1). Ειδικότερα, τα μετρητά αντιπροσωπεύουν το 65% του όγκου (δηλ. του αριθμού) των συναλλαγών στην ΕΕ-27 και το 95% του όγκου των συναλλαγών στην Ελλάδα (Schmiedel et al. 2012).

Η χρήση των μετρητών αφορά κατά κύριο λόγο συναλλαγές μικρής αξίας, οι οποίες ωστόσο αντιπροσωπεύουν το μεγαλύτερο μέρος του συνολικού όγκου των συναλλαγών. Το ύψος της συναλλαγής αποτελεί σημαντικό παράγοντα στην επιλογή μεταξύ των μετρητών έναντι άλλων μέσων πληρωμών (European Payments Council 2007, Briglevics and Schuh 2014), ενώ παράγοντες όπως το είδος των αγαθών και υπηρεσιών που αφορά η πληρωμή, η τοποθεσία και η αποδοχή ή μη εναλλακτικών τρόπων πληρωμής από τους εμπόρους επηρεάζουν επίσης την επιλογή του μέσου που θα χρησιμοποιηθεί.

Τα μετρητά διαθέτουν συγκεκριμένα χαρακτηριστικά που τα κάνουν προσφιλή στους καταναλωτές: γίνονται αποδεκτά παντού, προσφέρουν απλές και γρήγορες συναλλαγές, ρευστότητα, ανωνυμία, ενώ συχνά υπάρχει η εντύπωση ότι δεν συνεπάγονται κόστος. Επιπρόσθετα, τα μετρητά δίνουν τη δυνατότητα ελέγχου και παρακολούθησης των εξόδων και των οικογενειακών προϋπολογισμών

Διάγραμμα 1 Η χρήση των μετρητών στην ΕΕ-27<sup>1</sup>

(ως ποσοστό % του συνολικού αριθμού συναλλαγών σε κάθε χώρα)



Πηγή: Schmiedel, Kostova and Ruttenberg 2012.

<sup>1</sup> Έτος αναφοράς 2009.

(von Kalckreuth et al. 2011), ιδιαίτερα από εκείνους που έχουν χαμηλό εισόδημα και εκείνους που αντιμετωπίζουν περιορισμούς ρευστότητας (Hernandez et al. 2014).

Ωστόσο, η παραγωγή, διακίνηση και διαχείριση των μετρητών συνεπάγεται κόστος, πολύπλοκες διαδικασίες και τεχνολογικές επενδύσεις για ασφάλεια ή αναγνώριση πλαστοτότητας, κυρίως από την πλευρά των εμπόρων/λιανοπωλητών και των τραπεζών, καθώς και από την κεντρική τράπεζα που είναι αρμόδια για τη διανομή των τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ και τη διαχείριση της προσφοράς χρήματος στην οικονομία.<sup>7</sup> Η ελλιπής ενημέρωση του κοινού σχετικά με το κόστος των διαφόρων μέσων πληρωμών, καθώς και η αδυναμία του να διαφοροποιήσει ανάμεσα σε αυτά τα κόστη έχουν αναφερθεί ως σημαντικοί παράγοντες που οδηγούν σε μη αποτελεσματική επιλογή μέσων πληρωμών. Επίσης, μία αύξηση στην τιμή των μετρητών (ή των καρτών) έχει συνδεθεί με σημαντική μείωση της χρήσης τους (de Grauwe et al. 2006), ενώ γενικότερα οι σχετικές μελέτες επισημαίνουν ευρέως τη σημασία της τιμολόγησης των μέσων πληρωμών με βάση το κόστος που συνεπάγεται καθένα από αυτά (Banco de Portugal 2007, Joncker 2013, Van Hove 2004).

#### 4 ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΑ ΟΦΕΛΗ ΑΠΟ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΤΡΟΠΩΝ ΠΛΗΡΩΜΗΣ

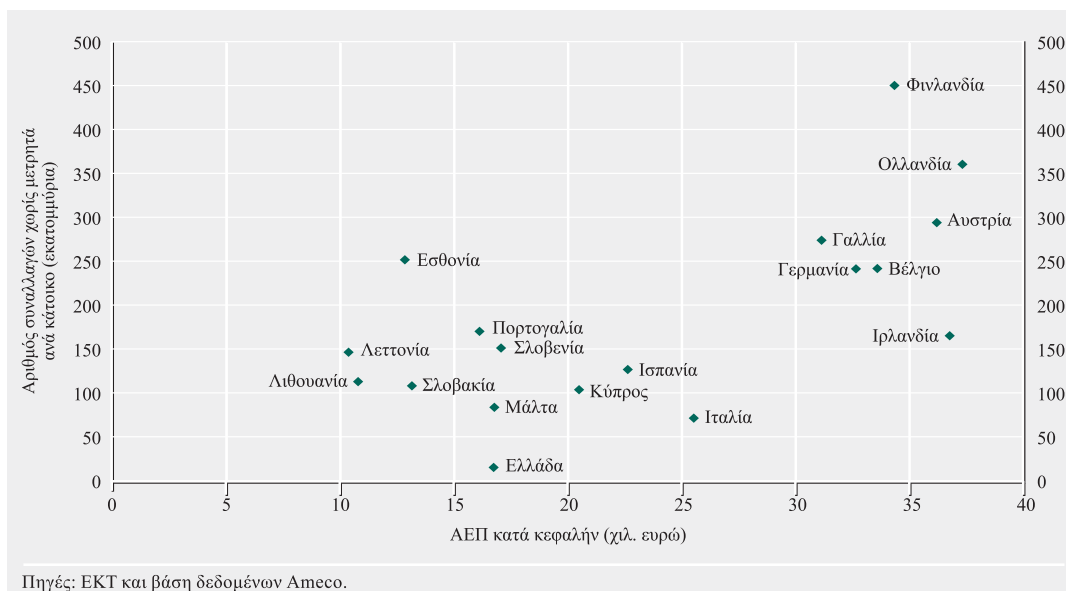
Στο Διάγραμμα 2 απεικονίζεται ο αριθμός πληρωμών χωρίς μετρητά ανά κάτοικο σε σχέση με το κατά κεφαλήν ΑΕΠ των χωρών της ζώνης του ευρώ. Με βάση το διάγραμμα αυτό διαπιστώνεται μια θετική συσχέτιση ανάμεσα στο βαθμό υιοθέτησης των πληρωμών χωρίς μετρητά και το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης κάθε χώρας, που πιθανόν αντανακλά γενικότερους παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν την κουλτούρα και τις συνήθειες των πληρωμών σε κάθε οικονομία. Οι παράγοντες αυτοί σχετίζονται με το θεσμικό περιβάλλον μιας χώρας (π.χ. την

έκταση της παραοικονομίας ή τους νόμους που διέπουν τις συναλλαγές σε αυτή), με τη διάρθρωση και το βαθμό ανταγωνισμού στο τραπεζικό σύστημα, με το βαθμό υιοθέτησης νέων τεχνολογιών, καθώς και με κοινωνικά-δημογραφικά χαρακτηριστικά του πληθυσμού (όπως το επίπεδο του εισοδήματος, η μέση ηλικία, το μορφωτικό επίπεδο ή η αντίληψή τους για την ασφάλεια των συναλλαγών). Ενδεικτικά αναφέρεται ότι στη Γερμανία η χρήση των μετρητών έχει βρεθεί να είναι υψηλότερη μεταξύ των γηραιότερων ηλικιών (Deutsche Bundesbank 2010).

Ένας σχετικά περιορισμένος αλλά αυξανόμενος αριθμός μελετών στην εμπειρική βιβλιογραφία εξετάζει την επίδραση των ηλεκτρονικών πληρωμών και της ενοποίησης των πληρωμών λιανικής στην Ευρώπη. Σε μια πρόσφατη μελέτη, οι Hasan et al. (2013), χρησιμοποιώντας στοιχεία για 27 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης την περίοδο 1995-2006, υποστηρίζουν ότι η μετάβαση από παραδοσιακές σε ηλεκτρονικές μορφές πληρωμών άσκησε θετική επίδραση στην οικονομική ανάπτυξη, το εμπόριο και την κατανάλωση. Η επίδραση αυτή ήταν εντονότερη για τις χώρες της ζώνης του ευρώ σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες της ΕΕ. Μεταξύ των διαφόρων μέσων πληρωμών, οι κάρτες πληρωμών είχαν τη σημαντικότερη επίδραση στο κατά κεφαλήν ΑΕΠ και στο κατά κεφαλήν εμπόριο στις χώρες της ζώνης του ευρώ. Οι ίδιοι συγγραφείς καταδεικνύουν ότι η υιοθέτηση των τεχνολογιών πληρωμών σε σχέση με το βαθμό διάδοσης των Αυτόματων Ταμειολογιστικών Μηχανών (ATM) και των τερματικών στα σημεία πώλησης (point of sale – POS) συνδέεται θετικά με τα μακροοικονομικά μεγέθη. Εκτιμούν θετική επίδραση 0,02% στο ΑΕΠ μιας χώρας λόγω αποτελεσματικής υιοθέτησης και εφαρμογής των ηλεκτρονικών μέσων πληρωμών SEPA, καθώς και ότι μία

<sup>7</sup> Λόγω του “εκδοτικού προνομίου” που διαθέτουν, οι κεντρικές τράπεζες απολαμβάνουν μία εισοδηματική ροή (seigniorage), η οποία εκτιμάται με βάση μία απόδοση επί ορισμένων στοιχείων του ενεργητικού τους. Ειδικότερα, στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών, το νομισματικό εισόδημα, δηλαδή το εισόδημα που προκύπτει από τις εργασίες νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, κατανέμεται μεταξύ των εθνικών κεντρικών τραπεζών σύμφωνα με το μερίδιό τους στο κεφάλαιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (Scheller 2004).

**Διάγραμμα 2 Συναλλαγές χωρίς μετρητά και κατά κεφαλήν ΑΕΠ (2013)**



αύξηση της χρήσης καρτών στην Ευρώπη κατά 1 εκατ. συναλλαγές θα συμβάλει σε ενίσχυση του ΑΕΠ κατά 0,07%.

μέσων πληρωμών που έχουν στη διάθεσή τους οι καταναλωτές είναι επιθυμητή από κοινωνικής απόψεως.

Επιπρόσθετα, από τα τέλη της δεκαετίας του 2000, οι υπηρεσίες πληρωμών άρχισαν να αντιμετωπίζονται περισσότερο ως ένα μέτρο για την κοινωνική συμπερίληψη, δηλαδή ως ένα μέσο για τη διεύρυνση του αριθμού των ανθρώπων που έχουν πρόσβαση σε χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες (financial inclusion, BIS 2012). Από κοινωνική σκοπιά, η ενίσχυση της ενοποίησης των λιανικών πληρωμών στην Ευρώπη μπορεί να επιφέρει μεγαλύτερη σύγκλιση των τιμών των διαφόρων μέσων πληρωμών μεταξύ των χωρών και συνεπώς να συμβάλει στο να αποκτήσουν όλοι οι πολίτες – συμπεριλαμβανομένων και εκείνων με χαμηλότερο εισόδημα – φθηνή και άμεση πρόσβαση σε υπηρεσίες λιανικών πληρωμών, προάγοντας την κοινωνική ευημερία (Cœuré 2013). Σύμφωνα με στοιχεία της Παγκόσμιας Τράπεζας, το 2014 το 10% περίπου των Ευρωπαίων δεν διέθετε τραπεζικό λογαριασμό, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό στην Ελλάδα ανερχόταν σε 12% (βλ. Demirgüç-Kunt et al. 2015). Σε κάθε περίπτωση, η διαφοροποίηση των

Επιπλέον, έχει διατυπωθεί η άποψη ότι η μετάβαση μιας οικονομίας από τις συναλλαγές με μετρητά προς τις ηλεκτρονικές συναλλαγές είναι συνεπής με τον περιορισμό της παραοικονομίας και της φοροδιαφυγής, καθώς οι ηλεκτρονικές συναλλαγές καταγράφονται και είναι ευκολότερο να εντοπιστούν (European Payments Council 2007). Οι de Grauwe et al. (2006) εξέτασαν εμπειρικά, μεταξύ άλλων παραγόντων, τη σχέση της παραοικονομίας (ως % του ΑΕΠ) με το βαθμό χρήσης των χρεωστικών καρτών έναντι των μετρητών σε 13 χώρες της ΕΕ και συμπέραναν ότι η έκταση της παραοικονομίας παρουσιάζει υψηλή αρνητική συσχέτιση με το βαθμό χρήσης των χρεωστικών καρτών έναντι των μετρητών. Επίσης, έχει επισημανθεί το γεγονός ότι το μεγαλύτερο μέρος των μετρητών που κυκλοφορούν στην οικονομία αφορούν, πέραν των συναλλαγών, σκοπούς αποθησαυρισμού, παράνομες δραστηριότητες ή διακράτηση στο εξωτερικό (Gresvik and Haare 2009, Mooslechner et al. 2006).

## 5 ΤΑ ΟΦΕΛΗ ΣΤΗΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΤΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΤΩΝ ΠΛΗΡΩΜΩΝ

Μια δεύτερη ομάδα μελετών λαμβάνει υπόψη πιθανά οφέλη αποτελεσματικότητας<sup>8</sup> (efficiency gains) που μπορεί να προκύψουν για τους συμμετέχοντες στην αλυσίδα πληρωμών και την οικονομία γενικότερα, λόγω βελτίωσης της κατανομής των οικονομικών πόρων. Η παραγωγή υπηρεσιών πληρωμών υπόκειται, από την πλευρά της προσφοράς, σε οικονομίες κλίμακας και φάσματος, οι οποίες είναι δυνατόν να επιτευχθούν όταν το μέσο κόστος παραγωγής μιας υπηρεσίας πληρωμής μειώνεται καθώς αυξάνεται η παραγόμενη ποσότητα ή όταν η συνδυασμένη παραγωγή δύο ή περισσότερων υπηρεσιών μέσω της ίδιας υφιστάμενης υποδομής μειώνει το κόστος ή βελτιώνει την ποιότητά τους. Από την πλευρά της ζήτησης, οι υπηρεσίες πληρωμών υπόκεινται σε αποτελέσματα δικτύου (network effects), που πηγάζουν από το γεγονός ότι κάθε πρόσθετος χρήστης αυξάνει την αξία του δικτύου πληρωμών για τους ήδη υπάρχοντες χρήστες.

Λόγω του υψηλού σταθερού κόστους που απαιτούν οι υποδομές των πληρωμών, συχνά απαιτείται ένας ελάχιστος απαραίτητος αριθμός χρηστών (critical mass) ούτως ώστε η συνολική τους αξία να υπερβεί το λειτουργικό κόστος (BIS 2012), ενώ ο απαραίτητος αυτός αριθμός χρηστών θα πρέπει να διασφαλίζεται τόσο από την πλευρά των καταναλωτών όσο και από την πλευρά των εμπόρων που χρησιμοποιούν ένα συγκεκριμένο μέσο πληρωμών (two-sided market) (BIS 2012). Σε μια περίοδο μετάβασης από μια υπάρχουσα τεχνολογία σε μια νέα που μακροπρόθεσμα θα είναι περισσότερο αποτελεσματική από άποψη κόστους, το λειτουργικό κόστος μπορεί προσωρινά να αυξηθεί και για το λόγο αυτό οι επενδύσεις σε νέες τεχνολογίες είναι περισσότερο ελκυστικές αν μπορούν να λειτουργήσουν σε συνέργεια με άλλες υπάρχουσες υποδομές και το ευρύτερο χρηματοπιστωτικό σύστημα (BIS 2012, 2014).

Σε μια από τις πρώτες σχετικές μελέτες, οι Humphrey et al. (2003) εκτίμησαν ότι το

κόστος των πληρωμών 12 ευρωπαϊκών χωρών ανέρχεται σε 3% του ΑΕΠ και υποστήριξαν ότι επειδή το κόστος των ηλεκτρονικών πληρωμών κυμαίνεται μεταξύ 1/3 και 1/2 του κόστους ενός παραδοσιακού μέσου πληρωμών, μια χώρα θα μπορούσε να επιτύχει εξοικονόμηση κόστους της τάξεως του 1% του ΑΕΠ εάν υιοθετούσε πλήρως ηλεκτρονικές πληρωμές.

Η σημασία των πληρωμών λιανικής έχει επίσης ενισχυθεί για τις τράπεζες ως συνέπεια της οικονομικής κρίσης, στη διάρκεια της οποίας η κερδοφορία των τραπεζών υποχώρησε σημαντικά ως αποτέλεσμα της επιδείνωσης της ποιότητας του ενεργητικού τους. Για το λόγο αυτό οι τράπεζες άρχισαν να προσαρμόζουν τη στρατηγική και το επιχειρηματικό τους μοντέλο στα νέα δεδομένα επικεντρωνόμενες μεταξύ άλλων σε βασικές κερδοφόρες εργασίες τους, διαφοροποιώντας τις πηγές εισοδημάτων τους και βελτιώνοντας την αποτελεσματικότητα κόστους (European Central Bank 2014γ). Προς την κατεύθυνση αυτή, η συμβολή των υπηρεσιών πληρωμών μπορεί να είναι σημαντική, καθώς αποτελούν μια σχετικά σταθερή πηγή εισοδήματος (Hasan et al. 2009, Coeuré 2013).<sup>9</sup>

Οι Hasan et al. (2009) χρησιμοποίησαν στοιχεία από 27 χώρες της ΕΕ για την περίοδο 2000-2007 και παρέχουν εμπειρικές ενδείξεις ότι η εντονότερη χρήση των ηλεκτρονικών πληρωμών συνέβαλε σε βελτίωση των επιδόσεων των τραπεζών (σε όρους αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων και ενεργητικού, αποτελεσματικότητας κερδών και κόστους). Η σχέση αυτή βρέθηκε ότι είναι εντονότερη στις χώρες

<sup>8</sup> Η αποτελεσματικότητα είναι ευρεία έννοια και αναφέρεται στον τρόπο με τον οποίο συνδυάζονται οι παραγωγικοί συντελεστές στην παραγωγική διαδικασία. Η αποτελεσματικότητα κόστους επιτυγχάνεται με την παραγωγή ενός δεδομένου επιπέδου υπηρεσιών και με δεδομένες τις τιμές των παραγωγικών συντελεστών με το χαμηλότερο κόστος, ενώ η αποτελεσματικότητα κερδών αναφέρεται στην παραγωγή ενός δεδομένου επιπέδου υπηρεσιών με δεδομένους παραγωγικούς συντελεστές κατά τρόπο που να μεγιστοποιεί τα κέρδη (Αθανάσογλου και Μπρισίμης 2004).

<sup>9</sup> Για παράδειγμα, τα λειτουργικά έσοδα των ευρωπαϊκών τραπεζικών ομίλων εμφάνισαν το 2013, μετά από μία τετραετία συνεχούς συρρίκνωσης, οριακή άνοδο, η οποία προερχόταν από υψηλότερα καθαρά έσοδα προμηθειών και κέρδη από χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, ενώ το καθαρό εισόδημα από τόκους και τα λοιπά έσοδα εξακολούθησαν να υποχωρούν (European Central Bank 2014β).

που έχουν υιοθετήσει σε μεγάλο βαθμό τις τεχνολογίες λιανικών πληρωμών, ενώ οι τράπεζες χωρών με ανεπτυγμένες υπηρεσίες λιανικών πληρωμών συνδέονται με μεγαλύτερη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Προς την κατεύθυνση αυτή, οι Bolt and Humphrey (2007) υποστήριξαν επίσης ότι η τυποποίηση των λιανικών πληρωμών σε ευρωπαϊκό επίπεδο μπορεί να οδηγήσει σε επίτευξη οικονομικών κλίμακας στην Ευρώπη.

Επιπλέον, αρκετές κεντρικές τράπεζες έχουν διεξαγάγει λεπτομερείς αναλύσεις για το κόστος των πληρωμών στις οικονομίες των ευρωπαϊκών χωρών, προκειμένου να εκτιμήσουν την αποτελεσματικότητα των εγχώριων αγορών λιανικών πληρωμών, και για το σκοπό αυτό εκτιμούν πόσοι παραγωγικοί συντελεστές απορροφώνται από κάθε μέσο πληρωμών που χρησιμοποιείται στις συναλλαγές.

Ειδικότερα, οι αναλύσεις αυτές βασίζονται σε στοιχεία από έρευνες πεδίου σε ομάδες συμμετεχόντων στην αλυσίδα πληρωμών (κυρίως τραπεζών και λιανοπωλητών) σχετικά με το κόστος που αντιμετωπίζουν για τα επιμέρους μέσα πληρωμών. Μια από τις μεθόδους εκτίμησης του κόστους που χρησιμοποιείται συχνά είναι η μέθοδος της κοστολόγησης με βάση τις δραστηριότητες της παραγωγικής διαδικασίας (Activity-Based Costing) η οποία κατανέμει το κόστος των διαφόρων δραστηριοτήτων της παραγωγικής διαδικασίας μεταξύ των μέσων πληρωμών για κάθε συμμετέχοντα.

Μια βασική διάκριση του κόστους των πληρωμών στις μελέτες αυτές είναι εκείνη μεταξύ ιδιωτικού και κοινωνικού κόστους των πληρωμών. Το *ιδιωτικό* κόστος των πληρωμών αφορά το κόστος που επωμίζεται ο καθένας από τους συμμετέχοντες χωριστά και περιλαμβάνει όχι μόνο το κόστος των χρησιμοποιούμενων παραγωγικών συντελεστών (όσον αφορά την εργασία, το κεφάλαιο, τα υλικά ή το χρόνο που δαπανώνται) αλλά και τυχόν προμήθειες τις οποίες καταβάλλει σε άλλους συμμετέχοντες στην αλυσίδα των πληρωμών. Το *κοινωνικό* κόστος των πληρωμών αντανάκλαζέται μόνο το κόστος χρήσης των παραγωγικών

συντελεστών σε ολόκληρη την παραγωγική διαδικασία (εξαιρουμένων των προμηθειών ή άλλων δαπανών που αντιπροσωπεύουν έσοδα συμμετεχόντων) και αποτυπώνει το πραγματικό κόστος των πληρωμών για την κοινωνία. Κατ' ουσίαν αφορά το λειτουργικό κόστος των πληρωμών για την οικονομία, το οποίο είναι σε μεγάλο βαθμό αφανές.

Οι μελέτες αυτές διαφοροποιούνται σημαντικά ως προς τη μεθοδολογία, το φάσμα των μέσων πληρωμών και των συμμετεχόντων που καλύπτουν και ως προς τα αποτελέσματά τους. Για το λόγο αυτό, οι εκτιμήσεις τους δεν είναι απόλυτα συγκρίσιμες και για κάθε χώρα πρέπει να ληφθούν υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της και ο βαθμός χρήσης κάθε μέσου πληρωμών σε αυτή. Ωστόσο, τα αποτελέσματά τους παρέχουν μια χονδρική εκτίμηση των δυνητικών ωφελειών που μπορεί να προκύψουν σε κάθε χώρα από τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας κόστους των εγχώριων αγορών λιανικών πληρωμών.

Ο Πίνακας 1 παρουσιάζει συνοπτικά τις σχετικές εκτιμήσεις για το κοινωνικό κόστος των πληρωμών σε κάθε χώρα αναφοράς και τη σχετική κατανομή του μεταξύ των επιμέρους συμμετεχόντων στην αλυσίδα των πληρωμών. Στην πλειονότητα των μελετών η κατανομή του κοινωνικού κόστους γίνεται μεταξύ των τραπεζών, των λιανοπωλητών και της κεντρικής τράπεζας.

Το κοινωνικό κόστος των πληρωμών είναι αξιοσημείωτο και εκτιμάται ότι κυμαίνεται από 0,49% του ΑΕΠ στη Νορβηγία μέχρι 1,50% του ΑΕΠ στην Ουγγαρία. Θα πρέπει επίσης να επισημανθεί ότι ένα μεγάλο μέρος του κόστους αυτού, ανάλογο με εκείνο που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες, κατανέμεται στους λιανεμπόρους. Ειδικότερα, η μελέτη της EKT (Schmiedel et al. 2012) εκτίμησε το κοινωνικό κόστος των διαφόρων μέσων πληρωμών για 13 χώρες της ΕΕ, το οποίο ανέρχεται σε 0,96% του ΑΕΠ (και σε 1% του ΑΕΠ ανάγοντας την εκτίμηση αυτή σε 27 χώρες της ΕΕ).

Σε αρκετές από τις εργασίες αυτές (Banca d'Italia 2012, National Bank of Belgium 2005,



**Πίνακας Ι Το κοινωνικό κόστος των πληρωμών σε διάφορες χώρες**

| Χώρα              | Κοινωνικό κόστος πληρωμών (ως % του ΑΕΠ) | Μετρητά | Χωρίς μετρητά | Κατανέμεται σε: |              |                  |       |
|-------------------|------------------------------------------|---------|---------------|-----------------|--------------|------------------|-------|
|                   |                                          |         |               | Τράπεζες        | Λιανεμπόρους | Κεντρική τράπεζα | Λοιπά |
| Ολλανδία (2005)   | 0,65                                     | 0,48    | 0,17          | 48%             | 50%          | 2%               | -     |
| Βέλγιο (2005)     | 0,74                                     | 0,58    | 0,17          | 48%             | 50%          | 2%               | -     |
| Ιταλία (2012)     | 1                                        | 0,52    | 0,31          | 51%             | 49%          | -                | -     |
| Πορτογαλία (2007) | 0,77                                     | 0,13    | 0,64          | -               | -            | -                | -     |
| Ουγγαρία (2011)   | 1,50                                     | 0,80    | 0,70          | 47%             | 32%          | 2%               | 19%   |
| Δανία (2012)      | 1                                        | 0,35    | 0,65          | 16%             | 57%          | -                | 27%   |
| Νορβηγία (2003)   | 0,49                                     | 0,15    | 0,34          | -               | -            | -                | -     |
| Σουηδία (2012)    | 0,66                                     | 0,26    | 0,40          | 45%             | 46%          | 1%               | 8%    |
| ΕΕ-13 (2012)      | 0,96                                     | 0,49    | 0,47          | 51%             | 46%          | 3%               | -     |

Σημείωση: Τυχόν συγκρίσεις μεταξύ των χωρών θα πρέπει να γίνονται με επιφύλαξη, καθώς οι επιμέρους εκτιμήσεις παρουσιάζουν διαφορές ως προς τη μεθοδολογία, το φάσμα των μέσων πληρωμών και των συμμετεχόντων που καλύπτουν, την περίοδο αναφοράς κ.ά. Ως ΕΕ-13 νοούνται 13 ευρωπαϊκές χώρες (Δανία, Ελλάδα, Εσθονία, Ιρλανδία, Ισπανία, Ιταλία, Λεττονία, Ολλανδία, Ουγγαρία, Πορτογαλία, Ρουμανία, Σουηδία, Φινλανδία) που εξετάστηκαν στη μελέτη των Schmiedel et al. (2012) με τη συμβολή ειδικών των οικείων κεντρικών τραπεζών. Πηγές: Brits and Winder (2005), National Bank of Belgium (2005), Banca d'Italia (2012), Banco de Portugal (2007), Turján et al. (2011), Danmarks Nationalbank (2012), Gresvik and Haare (2009), Segendorf and Jansson (2012α) και Schmiedel et al. (2012).

Brits and Winder 2005) επισημαίνεται η διαφορετική δομή του κόστους μεταξύ των μετρητών και των ηλεκτρονικών τρόπων πληρωμής. Το κόστος των ηλεκτρονικών πληρωμών εκτιμάται ότι είναι κατά το μεγαλύτερο μέρος σταθερό και αφορά κυρίως τεχνολογικές υποδομές, ενώ το κόστος των μετρητών εκτιμάται ότι είναι κατά το μεγαλύτερο μέρος μεταβλητό, αυξάνεται δηλαδή καθώς αυξάνεται ο όγκος ή η αξία των συναλλαγών, και αφορά κυρίως υποδομές μεταφοράς και διαχείρισης.<sup>10</sup> Η διαφορετική αυτή δομή κόστους δυνητικά μπορεί να οδηγήσει σε εξοικονόμηση κόστους και βελτίωση της αποτελεσματικότητας από την υποκατάσταση μέσων πληρωμών με υψηλό μεταβλητό κόστος με άλλα χαμηλότερου.<sup>11</sup>

Ωστόσο, τελικά η απάντηση των μελετών αυτών στο ερώτημα ποιο μέσο πληρωμών είναι πιο αποτελεσματικό από άποψη κόστους φαίνεται να εξαρτάται από το ποσό της συναλλαγής. Τα μετρητά θεωρείται ότι είναι αποτελεσματικά για μικρές συναλλαγές μέχρι ένα ορισμένο όριο (National Bank of Belgium 2005, Brits and Winder 2005, Segendorf and Jansson 2012α), πάνω από το οποίο η χρήση

της χρεωστικής κάρτας θεωρείται περισσότερο αποτελεσματική.<sup>12</sup>

Μια άλλη διάκριση του κόστους των διαφορετικών μέσων πληρωμών που γίνεται σε αυτή τη βιβλιογραφία είναι εκείνη μεταξύ κοινωνικού κόστους ανά συναλλαγή και κοινωνικού κόστους ανά μονάδα αξίας συναλλαγής. Ειδικότερα, το συνολικό κόστος κάθε μέσου πληρωμών διαιρείται αντίστοιχα είτε με το συνολικό αριθμό των συναλλαγών είτε με τη συνολική αξία των συναλλαγών που πραγματοποιούνται με τη χρήση αυτού του μέσου. Ωστόσο, η εκτίμηση του κόστους ανά συναλλαγή τείνει να ευνοεί μέσα πληρωμών με μεγάλο όγκο

<sup>10</sup> Οι σχετικές εκτιμήσεις δείχνουν ότι το κόστος των μετρητών είναι κατά 60%-65% περίπου μεταβλητό, ενώ το κόστος των ηλεκτρονικών μέσων πληρωμών είναι κατά βάση σταθερό.

<sup>11</sup> Για παράδειγμα, η κεντρική τράπεζα της Ουγγαρίας (Turján et al. 2011) εκτίμησε ότι θα μπορούσε να επιτύχει εξοικονόμηση κόστους της τάξεως του 0,4% του ΑΕΠ με βάση ένα συγκεκριμένο υποθετικό σενάριο μείωσης των συναλλαγών με μετρητά κατά 950 εκατ. συναλλαγές και υποκατάστασής τους με 850 εκατ. συναλλαγές με χρεωστικές κάρτες και 100 εκατ. συναλλαγές με ηλεκτρονικές μεταφορές πιστώσεων. Οι Brits and Winder (2005) υπολόγισαν μία μείωση του κόστους κατά 106 εκατ. ευρώ σε ορίζοντα 3-5 ετών στην Ολλανδία λόγω υποκατάστασης 1.500 εκατ. συναλλαγών με μετρητά με 1.000 εκατ. συναλλαγές με χρεωστική κάρτα και 500 εκατ. συναλλαγές με ηλεκτρονικό χρήμα.

<sup>12</sup> Ενδεικτικά, το όριο αυτό εκτιμήθηκε στο Βέλγιο σε 10,24 ευρώ και στην Ολλανδία σε 11,63 ευρώ.



**Πίνακας 2 Μοναδιαίο κοινωνικό κόστος μετρητών και καρτών**

| Α. Κοινωνικό κόστος σε ευρώ ανά συναλλαγή |         |                 |                 | Β. Κοινωνικό κόστος σε ευρώ ανά 1 ευρώ συναλλαγής |         |                 |                 |
|-------------------------------------------|---------|-----------------|-----------------|---------------------------------------------------|---------|-----------------|-----------------|
| Χώρα                                      | Μετρητά | Χρεωστική κάρτα | Πιστωτική κάρτα | Χώρα                                              | Μετρητά | Χρεωστική κάρτα | Πιστωτική κάρτα |
| Ολλανδία (2005)                           | 0,30    | 0,49            | 3,59            | Ολλανδία (2005)                                   | 0,032   | 0,011           | 0,031           |
| Βέλγιο (2005)                             | 0,53    | 0,55            | 2,62            | Βέλγιο (2005)                                     | 0,03    | 0,01            | 0,03            |
| Ιταλία (2012)                             | 0,33    | 0,74            | 1,91            | Ιταλία (2012)                                     | 0,02    | 0,01            | 0,20            |
| Πορτογαλία (2007)                         | 1,85    | 0,23            | 2,44            | ΕΕ-13 (2012)                                      | 0,024   | 0,014           | 0,034           |
| Δανία (2012)                              | 0,99    | 0,49            | 2,85            |                                                   |         |                 |                 |
| Σουηδία (2012)                            | 0,78    | 0,42            | 1,10            |                                                   |         |                 |                 |
| ΕΕ-13 (2012)                              | 0,42    | 0,70            | 2,39            |                                                   |         |                 |                 |

Σημείωση: Τυχόν συγκρίσεις μεταξύ των χωρών θα πρέπει να γίνονται με επιφύλαξη, καθώς οι επιμέρους εκτιμήσεις παρουσιάζουν διαφορές ως προς τη μεθοδολογία, το φάσμα των συμμετεχόντων που καλύπτουν κ.ά. Ως ΕΕ-13 νοούνται 13 ευρωπαϊκές χώρες (Δανία, Ελλάδα, Εσθονία, Ιρλανδία, Ισπανία, Ιταλία, Λεττονία, Ολλανδία, Ουγγαρία, Πορτογαλία, Ρουμανία, Σουηδία, Φινλανδία) που εξετάστηκαν στη μελέτη των Schmiedel et al. (2012) με τη συμβολή ειδικών των οικείων κεντρικών τραπεζών.

Πηγές: Brits and Winder (2005), National Bank of Belgium (2005), Banca d'Italia (2012), Banco de Portugal (2007), Danmarks Nationalbank (2012), Segendorf and Jansson (2012α) και Schmiedel et al. (2012).

αλλά χαμηλό μέσο ύψος συναλλαγών, όπως είναι τα μετρητά, ενώ αντίθετα η εκτίμηση του κόστους ανά μονάδα αξίας συναλλαγής ευνοεί μέσα πληρωμών που χρησιμοποιούνται σε συναλλαγές μεγαλύτερου ύψους.

Ο Πίνακας 2 συνοψίζει ενδεικτικά τις εκτιμήσεις του κόστους των μετρητών, των χρεω-

στικών και πιστωτικών καρτών, όπως έχει εκτιμηθεί από ορισμένες κεντρικές τράπεζες είτε ανά συναλλαγή είτε ανά μονάδα αξίας συναλλαγών. Με βάση την εξέταση των στοιχείων αυτών, η πιστωτική κάρτα τείνει να έχει υψηλότερο κοινωνικό κόστος από ό,τι η χρεωστική κάρτα τόσο με βάση το κόστος ανά συναλλαγή όσο και με βάση το κόστος ανά 1

**Πίνακας 3 Πληρωμές λιανικής στις ευρωπαϊκές χώρες**

|                                | Ομάδα 1                       | Ομάδα 2                                         | Ομάδα 3                                                                | Ομάδα 4                                                   | Ομάδα 5                                                                                     |
|--------------------------------|-------------------------------|-------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| Χώρες                          | Δανία<br>Σουηδία<br>Φινλανδία | Αυστρία<br>Γερμανία<br>Ολλανδία<br>Λουξεμβούργο | Βέλγιο<br>Εσθονία<br>Σλοβενία<br>Πορτογαλία<br>Ην. Βασίλειο<br>Ισπανία | Κύπρος<br>Μάλτα<br>Ελλάδα<br>Ιταλία<br>Ιρλανδία<br>Γαλλία | Βουλγαρία<br>Τσεχία<br>Σλοβακία<br>Πολωνία<br>Ρουμανία<br>Ουγγαρία<br>Λιθουανία<br>Λεττονία |
| Κοινωνικό κόστος (% του ΑΕΠ)   | 0,80                          | 0,92                                            | 1,11                                                                   | 1,20                                                      | 1,01                                                                                        |
| Συναλλαγές με μετρητά/κάτοικο  | 154                           | 358                                             | 266                                                                    | 306                                                       | 270                                                                                         |
| Συναλλαγές με επιταγές/κάτοικο | 1                             | 0                                               | 6                                                                      | 23                                                        | 0                                                                                           |
| Συναλλαγές με κάρτες/κάτοικο   | 171                           | 64                                              | 83                                                                     | 59                                                        | 17                                                                                          |
| Άμεσες χρεώσεις/κάτοικο        | 25                            | 77                                              | 31                                                                     | 16                                                        | 5                                                                                           |
| Μεταφορές πιστώσεων/κάτοικο    | 98                            | 102                                             | 55                                                                     | 24                                                        | 35                                                                                          |
| ΑΕΠ κατά κεφαλήν (ευρώ)        | 34.782                        | 42.904                                          | 20.526                                                                 | 24.380                                                    | 8.620                                                                                       |

Πηγή: Schmiedel, Kostova and Ruttenberg (2012).

ευρώ συναλλαγής. Το κόστος των μετρητών είναι συχνά το χαμηλότερο με βάση τον αριθμό των συναλλαγών, ενώ το κόστος της χρεωστικής κάρτας είναι χαμηλότερο εκείνου των μετρητών με βάση το δείκτη ανά ευρώ συναλλαγής.

Η μελέτη της ΕΚΤ (Schmiedel et al. 2012) που προαναφέρθηκε επισημαίνει επιπρόσθετα τις σημαντικές διαφορές στο κοινωνικό κόστος των πληρωμών μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών, καθώς οι αγορές πληρωμών σε αυτές παρουσιάζουν διαφορετικά χαρακτηριστικά και διάρθρωση. Οι 27 χώρες της ΕΕ κατατάχθηκαν σε πέντε ομάδες με παρόμοια χαρακτηριστικά πληρωμών, οι οποίες παρουσιάζονται στον Πίνακα 3. Με βάση την ομαδοποίηση αυτή, χώρες της Βόρειας Ευρώπης όπως η Δανία, η Σουηδία και η Φινλανδία κατατάχθηκαν στις χώρες με το χαμηλότερο κοινωνικό κόστος πληρωμών (0,80% του ΑΕΠ): οι χώρες αυτές χαρακτηρίζονται από υψηλό σχετικά κατά κεφαλήν ΑΕΠ, χαμηλές συναλλαγές με μετρητά, υψηλές συναλλαγές με κάρτες και μεταφορές πιστώσεων. Αντίθετα, χώρες όπως η Ελλάδα, η Μάλτα, η Κύπρος, η Ιταλία, η Ιρλανδία και η Γαλλία κατατάχθηκαν στις χώρες με το υψηλότερο κοινωνικό κόστος λιανικών πληρωμών (1,20% του ΑΕΠ) και χαρακτηρίζονται από μέσου ύψους κατά κεφαλήν ΑΕΠ, υψηλές συναλλαγές με μετρητά και επιταγές, καθώς και σχετικά χαμηλές συναλλαγές με κάρτες, άμεσες χρεώσεις και μεταφορές πιστώσεων.

## 6 ΟΙ ΠΛΗΡΩΜΕΣ ΛΙΑΝΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, οι πληρωμές λιανικής στην Ελλάδα γίνονται κατά κύριο λόγο με τη χρήση μετρητών. Σε αντίθεση με τις ηλεκτρονικές πληρωμές, ο όγκος των συναλλαγών με μετρητά δεν είναι διαθέσιμος άμεσα και με ακρίβεια, αλλά μπορεί να προσεγγιστεί με τη χρήση άλλων δεικτών, όπως είναι η κυκλοφορία τραπεζογραμματίων (και κερμάτων) ευρώ στην οικονομία ή οι αναλήψεις μετρητών από τις τράπεζες.

Η πραγματική νομισματική κυκλοφορία στην Ελλάδα ακολουθούσε στη διάρκεια της περιόδου 2002-2009 σχετικά σταθερή ανοδική τάση με μέσο ετήσιο ρυθμό 12%, τριπλάσιο περίπου από τον αντίστοιχο ρυθμό αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης. Στη συνέχεια, με την εκδήλωση της κρίσης χρέους στην Ελλάδα, οι έντονες τάσεις αποθησαυρισμού<sup>13</sup> που παρατηρήθηκαν λόγω της αβεβαιότητας που επικράτησε στην ελληνική οικονομία οδήγησαν σε απότομη αύξηση και έντονες διακυμάνσεις της νομισματικής κυκλοφορίας, η εξέλιξη της οποίας σε μεγάλο βαθμό αποσυνδέθηκε από την εξέλιξη των εγχώριων συναλλαγών.

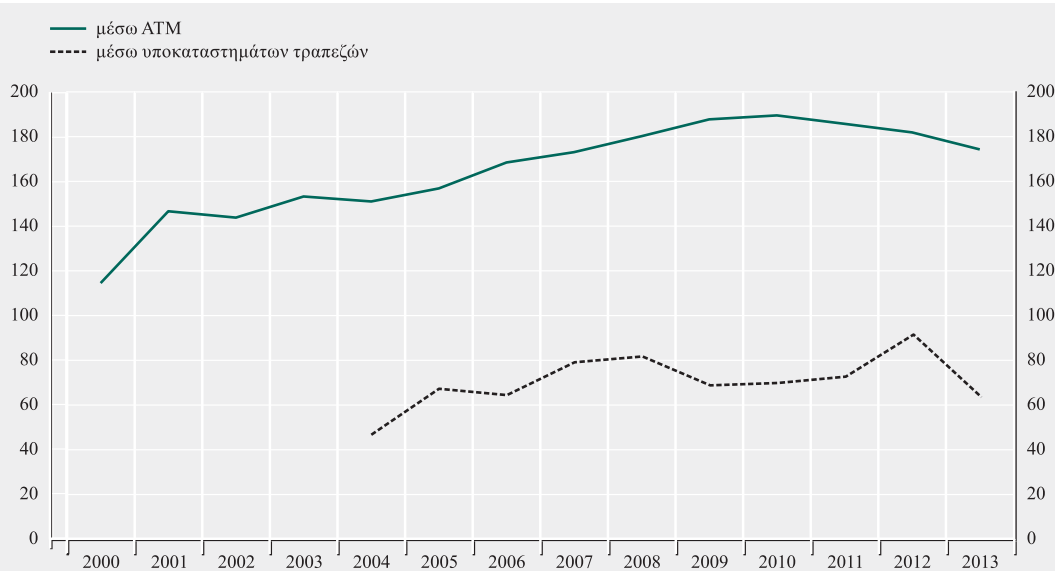
Εναλλακτικά, η χρήση των μετρητών μπορεί να προσεγγιστεί από τον αριθμό των αναλήψεων μετρητών είτε μέσω των ΑΤΜ είτε μέσω των θυρίδων των τραπεζών, όπως αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 3. Την περίοδο 2000-2009 διαπιστώνεται διαχρονικά μια ανοδική τάση στη χρήση των μετρητών, ενώ στη συνέχεια η εξέλιξη του δείκτη αυτού επηρεάζεται από τον αποθησαυρισμό και την προτίμηση ρευστότητας εν όψει της αβεβαιότητας στη διάρκεια της κρίσης.

Ο Πίνακας 4 και το Διάγραμμα 4 συνοψίζουν την εξέλιξη του αριθμού συναλλαγών και τη σχετική σημασία των επιμέρους μέσων πληρωμών στην Ελλάδα από το 2000 και μετά. Ο συνολικός αριθμός των πληρωμών αυτών αυξήθηκε σταθερά κατά 7% περίπου ετησίως, συμπεριλαμβανομένης και της περιόδου της κρίσης από το 2009 και μετά. Η άνοδος αυτή ήταν εντονότερη για τις χρεωστικές κάρτες, τις

<sup>13</sup> Σύμφωνα με τον Keynes (1936), υπάρχουν τρία κίνητρα για τη διακράτηση χρήματος: το κίνητρο των συναλλαγών (transactions motive) για την κάλυψη καθημερινών αναγκών, το κίνητρο προφύλαξης έναντι απρόσμενων μελλοντικών (κυρίως καταναλωτικών) αναγκών (precautionary motive) και το κίνητρο κερδοσκοπίας έναντι μεταβολών των τιμών των περιουσιακών στοιχείων (speculative motive), ενώ η συμβολή του Friedman (1956 και 1959) ήταν επίσης ιδιαίτερα σημαντική, καθώς αντιμετώπισε τη διακράτηση χρήματος ως μια εναλλακτική επιλογή διακράτησης περιουσιακών στοιχείων. Συνεπώς, η ζήτηση χρήματος αναμένεται να σχετίζεται με βασικά μακροοικονομικά μεγέθη (όπως π.χ. η οικονομική δραστηριότητα, το επίπεδο των τιμών και τα επιτόκια). Ωστόσο, σε περιόδους οικονομικής κρίσης ή παρατεταμένης αβεβαιότητας, παράγοντες όπως οι μετατοπίσεις χαρτοφυλακίων (portfolio shifts) και η προτίμηση των επενδυτών για διακράτηση ρευστότητας φαίνεται ότι αποκτούν ιδιαίτερη σημασία.

### Διάγραμμα 3 Αναλήψεις μετρητών μέσω ATM και μέσω υποκαταστημάτων των τραπεζών

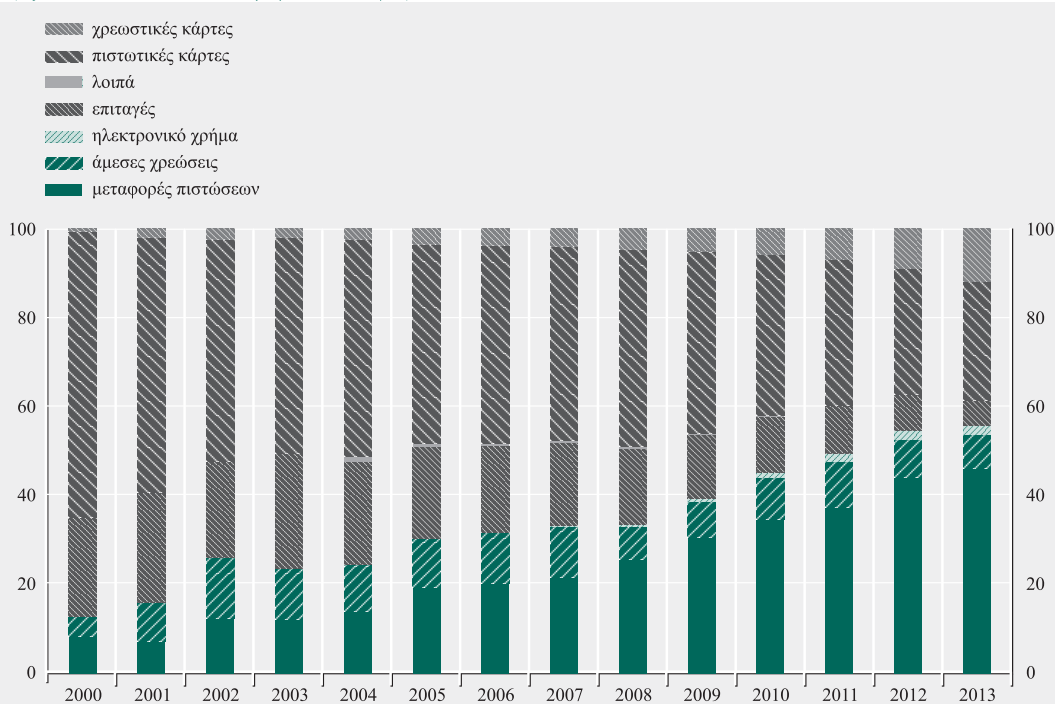
(αριθμός αναλήψεων σε εκατομμύρια)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

### Διάγραμμα 4 Σχετική σπουδαιότητα μέσων πληρωμών στην Ελλάδα

(ως ποσοστό % του συνολικού αριθμού συναλλαγών)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

**Πίνακας 4 Συναλλαγές χωρίς μετρητά στην Ελλάδα**

(αριθμός συναλλαγών σε εκατομμύρια και ετήσιος ρυθμός μεταβολής %)

| Χώρα                          | 2000 | 2001 | 2002 | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | Μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής* |
|-------------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------------------------|
| Μεταφορές πιστώσεων           | 6,6  | 5,3  | 9,8  | 12,8  | 17,0  | 26,4  | 29,3  | 34,5  | 43,5  | 54,8  | 63,4  | 69,1  | 85,7  | 91,2  | 22,4                            |
| Άμεσες χρεώσεις               | 3,4  | 6,5  | 10,9 | 11,8  | 13,1  | 15,0  | 16,4  | 17,9  | 12,2  | 14,0  | 17,0  | 18,5  | 16,3  | 14,3  | 11,7                            |
| Πιστωτικές κάρτες             | 50,2 | 41,9 | 39,3 | 50,5  | 59,9  | 60,7  | 64,4  | 69,3  | 75,3  | 73,3  | 66,3  | 60,5  | 54,8  | 52,8  | 0,4                             |
| Χρεωστικές κάρτες             | 0,6  | 1,5  | 2,0  | 2,3   | 2,9   | 4,9   | 5,4   | 6,4   | 7,9   | 9,2   | 10,9  | 12,8  | 17,7  | 23,5  | 32,6                            |
| Κάρτες καθυστερημένης χρέωσης | -    | 5,9  | 6,0  | 6,5   | 1,8   | 1,5   | 1,9   | 1,9   | 2,1   | 2,0   | 1,8   | 1,6   | 1,5   | 1,4   | -11,2                           |
| Ηλεκτρονικό χρήμα             | -    | -    | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,1   | 0,5   | 0,9   | 1,8   | 2,6   | 4,0   | 4,5   | 4,4   | 71,7                            |
| Επιταγές                      | 17,4 | 18,0 | 17,1 | 26,9  | 28,2  | 27,8  | 27,8  | 29,5  | 28,8  | 25,3  | 22,6  | 19,4  | 15,5  | 11,1  | -3,4                            |
| Λοιπά                         | -    | -    | -    | -     | 1,2   | 1,0   | 0,7   | 0,7   | 0,5   | 0,4   | 0,3   | 0,2   | 0,2   | 0,1   | -21,3                           |
| Σύνολο                        | 78,2 | 79,0 | 85,1 | 110,6 | 124,4 | 137,7 | 146,3 | 161,0 | 171,7 | 181,1 | 185,1 | 186,4 | 196,3 | 199,0 | 7,4                             |

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

\* Σύνθετος ετήσιος ρυθμός μεταβολής (Compounded Annual Growth Rate).

μεταφορές πιστώσεων και τις άμεσες χρεώσεις. Οι μεταφορές πιστώσεων απέκτησαν ένα αυξανόμενο μερίδιο στο συνολικό αριθμό των συναλλαγών αυτών, φθάνοντας το 2013 το 45%. Εξάλλου, οι χρεωστικές κάρτες<sup>14</sup> κερδίζουν σταδιακά έδαφος, αντιπροσωπεύοντας το 2013 το 12% περίπου, και οι άμεσες χρεώσεις διατήρησαν ένα σχετικά σταθερό μερίδιο (5%-10%). Αντίθετα, η χρήση των πιστωτικών καρτών, αφού κορυφώθηκε το 2008, στη συνέχεια περιορίστηκε σημαντικά, λόγω της μείωσης της κατανάλωσης και της αυστηροποίησης των πιστοδοτικών κριτηρίων των τραπεζών που περιόρισαν την πρόσβαση των καταναλωτών σε πιστώσεις, με αποτέλεσμα το μερίδιό τους να περιοριστεί από 65% το 2000 σε 25% το 2013. Επίσης, οι επιταγές παρουσιάζουν σημαντική πτωτική τάση διαχρονικά, στο πλαίσιο της υποκατάστασης παραδοσιακών με ηλεκτρονικά μέσα πληρωμών, αλλά και της αύξησης του πιστωτικού κινδύνου στη διάρκεια της κρίσης, με αποτέλεσμα το σχετικό τους μερίδιο να έχει υποχωρήσει από 20% το 2000 σε 5% το 2013. Τέλος, η χρήση του ηλεκτρονικού χρήματος, αν και έχει ενισχυθεί τα τελευταία έτη, ωστόσο κυμαίνεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

## 7 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Την τελευταία δεκαετία οι αγορές λιανικών πληρωμών αναπτύσσονται με γρήγορο ρυθμό διεθνώς, υποβοηθούμενες από τις τεχνολογικές εξελίξεις και καινοτομίες. Στην Ευρώπη υιοθετείται σειρά μέτρων προς την κατεύθυνση της δημιουργίας μιας ενοποιημένης και ανταγωνιστικής αγοράς λιανικών πληρωμών, ενώ οι ηλεκτρονικοί τρόποι πληρωμών κερδίζουν σταθερά έδαφος. Ωστόσο, παρά την τάση αυτή, υπάρχουν σημαντικές διαφορές στις αγορές λιανικών πληρωμών μεταξύ των διαφόρων ευρωπαϊκών χωρών, που αφορούν αφενός το βαθμό χρήσης των μετρητών και αφετέρου την επιλογή μεταξύ των διαφόρων εναλλακτικών μέσων πληρωμών.

Η προώθηση αποτελεσματικών τρόπων πληρωμής και η προσπάθεια ενοποίησης των λιανικών πληρωμών στην Ευρώπη θεωρείται, σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, ότι συντελούν στην οικονομική και την κοινωνική ευημερία.

<sup>14</sup> Οι χρεωστικές κάρτες, που αποτελούν ένα στενό υποκατάστατο των μετρητών, προτιμώνται διεθνώς από καταναλωτές έναντι των μετρητών για συναλλαγές μικρής αξίας, ενώ επίσης χρησιμοποιούνται σε πληρωμές μέσω διαδικτύου και φορητών συσκευών.

Η εκτίμηση του κόστους που συνεπάγονται οι πληρωμές λιανικής για την κοινωνία είναι ένα σημαντικό βήμα προς την κατεύθυνση της επίτευξης ενός αποτελεσματικού συστήματος λιανικών πληρωμών και εμπίπτει στο πεδίο ενδιαφέροντος των κεντρικών τραπεζών στο πλαίσιο του ρόλου τους να παρακολουθούν τυχόν αδυναμίες που προκύπτουν στις υποδομές και τις μεθόδους πληρωμών και να προάγουν τη χρήση ασφαλών και αποτελεσματικών τρόπων πληρωμών. Οι σχετικές εκτιμήσεις έχουν καταδείξει ότι το κοινωνικό κόστος των πληρωμών δεν είναι αμελητέο και ότι γενικότερα στις χώρες όπου μεγάλος αριθμός πληρωμών διενεργείται ηλεκτρονικά το κόστος αυτό είναι χαμηλότερο.

Στην περίπτωση της Ελλάδος, τα διαθέσιμα στοιχεία αποτυπώνουν το υψηλό κοινωνικό κόστος των πληρωμών λιανικής και την ιδιαίτερα εκτεταμένη χρήση των μετρητών στην οικονομία. Οι πληρωμές χωρίς μετρητά ενισχύονται διαχρονικά, παραμένουν όμως σε πολύ χαμηλό επίπεδο σε σχέση με το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ, υποδηλώνοντας περιθώρια βελτίωσης της αποτελεσματικότητας στον τομέα αυτό. Κατά συνέπεια οι συμμετέχοντες στην αλυσίδα πληρωμών θα πρέπει να επικεντρωθούν στην προώθηση αποτελεσματικών μέσων πληρωμών. Εξίσου όμως θα πρέπει να επικεντρωθούν και στη βελτίωση των πρακτικών και των εσωτερικών διαδικασιών που

ακολουθούν στην παραγωγική διαδικασία των πληρωμών, ώστε να μπορέσουν να επωφεληθούν από τις οικονομίες κλίμακας ή φάσματος που τη χαρακτηρίζουν.

Οι τεχνολογικές εξελίξεις και η χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση δημιουργούν νέα δεδομένα στον τομέα των λιανικών πληρωμών. Για παράδειγμα, η καταγραφόμενη τάση ανάπτυξης του ηλεκτρονικού εμπορίου σε ευρωπαϊκό επίπεδο δημιουργεί νέες ευκαιρίες περιορισμού της χρήσης των μετρητών. Η κατεύθυνση των συμμετεχόντων στην αλυσίδα των πληρωμών προς ασφαλείς, προσβάσιμες και αποτελεσματικές μορφές πληρωμών θα συμβάλει στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης του κοινού σε αυτές και στην προαγωγή της οικονομικής ανάπτυξης. Βασικές προϋποθέσεις<sup>15</sup> αποτελούν η συναίνεση και συνεργασία μεταξύ των εμπλεκόμενων φορέων, η τιμολόγηση των συναλλαγών με βάση το σχετικό κόστος των επιμέρους τρόπων πληρωμής, η παροχή κινήτρων και προστιθέμενης αξίας στα μέσα πληρωμών για τους καταναλωτές και τους λιανεμπόρους, η τυποποίηση και διασύνδεση των διαδικασιών, η διαθεσιμότητα μηχανημάτων στα σημεία πώλησης, η ύπαρξη κατάλληλου ανοιχτού θεσμικού πλαισίου και η μείωση των τιμών, δεδομένων των ωφελειών που προκύπτουν στην αποτελεσματικότητα.

<sup>15</sup> European Payments Council (2007).



## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

- Banca d'Italia (2012), "The social costs of payment instruments in Italy: Surveys of firms, banks and payment service providers", *Institutional Issues*.
- Banco de Portugal (2007), "Retail Payment Instruments in Portugal: Costs and Benefits", Study/July.
- Beijen, C. and W. Bolt (2007), "Size matters: economies of scale in European payment processing", De Nederlandsche Bank, Working Paper no.155.
- BIS (1999), "Retail Payments in Selected Countries: A Comparative Study", Committee on Payment and Settlement Systems, Bank for International Settlements.
- BIS (2012), *Innovations in Retail Payments*, Committee on Payment and Settlement Systems, Bank for International Settlements.
- BIS (2014), *Non-banks in Retail Payments*, Committee on Payments and Market Infrastructure, Bank for International Settlements.
- Bolt, W. and D. Humphrey (2007), "Payment network scale economies, SEPA, and cash replacement", Federal Reserve Bank of Philadelphia, *Research Department Working Papers*, no. 07-32.
- Briglevics, T. and S. Schuh (2014), "This is what's in your wallet... and how you use it", European Central Bank, *Working Paper Series*, no.1684.
- Brits, H. and C. Winder (2005), "Payments are no free lunch", De Nederlandsche Bank, *Occasional Studies*, 3(2).
- Cœuré, B. (2012), "The Euro as a Trusted Means of Payment", ομιλία στο συνέδριο που συνδιοργάνωσαν η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η Magyar Nemzeti Bank με θέμα *Cost and efficiency of retail payments: Evidence, policy actions and role of central banks*, Βουδαπέστη, 15 Νοεμβρίου.
- Cœuré, B. (2013), "Retail Payments at a crossroads", ομιλία στο συνέδριο που συνδιοργάνωσαν η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η Banque de France με θέμα *Retail Payments at a crossroads*, Παρίσι, 21-22 Οκτωβρίου.
- Danmarks Nationalbank (2012), *Costs of payments in Denmark*.
- de Grauwe, P., L. Rinaldi and P. Van Cayseele (2006), *Issues of Efficiency in the Use of Cash and Cards*, University of Leuven.
- Demirguç-Kunt, A., L. Klapper, D. Singer and P. Van Oudheusden (2015), "The Global Findex Database 2014: Measuring Financial Inclusion around the World", World Bank Policy Research Working Paper no. 7255.
- Deutsche Bundesbank (2010), "The use of cash and other payment instruments: a behavioural study using micro data", *Monthly Report*, March.
- European Central Bank (2000), *EU Banks' Income Structure*.
- European Central Bank (2004-2013), *Payment Statistics 2004-2013*.
- European Central Bank (2007), *Blue Book. Payment and securities settlement systems in the European Union*.
- European Central Bank (2011), *The Future of Retail Payments: Opportunities and Challenges*, Πρακτικά συνεδρίου που συνδιοργάνωσαν η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η Oesterreichische Nationalbank, 12-13 Μαΐου.
- European Central Bank (2014α), *Retail Payments at a Crossroads: Economics, Strategies and Future Policies*. Πρακτικά συνεδρίου που συνδιοργάνωσαν η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η Banque de France, Παρίσι, 21-22 Οκτωβρίου.
- European Central Bank (2014β), *Banking Structures Report*, October.
- European Central Bank (2014γ), *Financial Stability Review*, November.
- European Payments Council (2007), "The Use of Cash in Society: Lessons Learned for Bankers".

- Friedman, M. (1956), "The Quantity Theory of Money: a Restatement", στο M. Friedman (επιμ.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago, University of Chicago Press, 3-21.
- Friedman, M. (1959), "The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results", *Journal of Political Economy*, 67:4, 327-51.
- Gresvik, O. and H. Haare (2009), "Costs in the Payment System", Norges Bank, *Economic Bulletin*, 80(1), 16-27.
- Hasan, I., T. de Renzis and H. Schmiedel (2013), "Retail Payments and the Real Economy", European Central Bank, *Working Paper Series*, no. 1572.
- Hasan, I., H. Schmiedel and L. Song (2009), "Return to Retail Banking and Payments", European Central Bank, *Working Paper Series*, no. 1135.
- Hayashi, F. and W. Keeton (2012), "Measuring the costs of retail payment methods", Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, 2nd quarter.
- Hernandez, L., N. Jonker and A. Kosse (2014), "Cash versus debit card: the role of budget control", De Nederlandsche Bank Working Paper no. 429.
- Humphrey, D., A. Kaloudis and G. Øwre (2000), "Forecasting Cash Use in Legal and Illegal Activities", Norges Bank, *Arbeidsnotat*, 14.
- Humphrey, D., A. Kaloudis and G. Øwre (2004), "The Future of Cash: Falling Legal Use and Implications for Government Policy", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 14(3), 221-233.
- Humphrey, D., M. Willeson, G. Bergendahl and T. Lindblom (2006), "Benefits from a changing payment technology in European banking", *Journal of Banking and Finance*, 30, 1631-1652.
- Humphrey, D., M. Willeson, T. Lindblom and G. Bergendahl (2003), "What does it cost to make a payment?", *Review of Network Economics*, 2(2), June.
- Joncker, N. (2013), "Social costs of POS payments in the Netherlands 2002-2012: Efficiency gains from increased debit card usage", De Nederlandsche Bank, *Occasional Studies*, 11(2).
- Keynes, J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London.
- Martikainen, E., H. Schmiedel and T. Takalo (2013), "Convergence in European Retail Payments", European Central Bank, *Occasional Paper Series*, no. 147.
- Mooslechner, P., H. Stix and K. Wagner (2006), "How Are Payments Made in Austria?", *Monetary Policy and the Economy*, Q2/06.
- National Bank of Belgium (2005), "Costs, advantages and disadvantages of different payment methods".
- Scheller, H. (2004), *The European Central Bank – History, Role and Functions*, European Central Bank.
- Schmiedel, H., G. Kostova and W. Ruttenberg (2012), "The Social and Private Costs of Retail Payment Instruments. A European Perspective", European Central Bank, *Occasional Paper Series*, no. 137.
- Schneider, F. and U. Windischbauer (2010), "Money laundering: Some facts", *Economics of Security Working Paper Series*, no. 25.
- Segendorf, B. and T. Jansson (2012α), "The Cost of Consumer Payments in Sweden", Sveriges Riksbank, *Working Paper Series*, no. 262.
- Segendorf, B. and T. Jansson (2012β), "Cards or Cash. How should we pay?", Sveriges Riksbank, *Economic Review*, 3.
- Takala, K. and M. Viren (2008), "Efficiency and costs of payments: some new evidence from Finland", Bank of Finland *Research Discussion Papers*, no.11.
- Turján, A., É. Divéki, É. Keszy-Harmath, G. Kóczán and K. Takács (2011), "Nothing is free: A survey of the social cost of the main payment instruments in Hungary", Magyar Nemzeti Bank, *Occasional Papers*, no. 93.

Van Hove, L. (2004), “Cost-based Pricing of Payment Instruments: The State of the Debate”, *De Economist*, 152(1), 79-100.

von Kalckreuth, U., T. Schmidt and H. Stix (2011), “Using Cash to Monitor Liquidity. Implications for Payments, Currency Demand and Withdrawal Behavior”, European Central Bank, *Working Paper Series*, no. 1385.

World Bank (2012), *Developing a Comprehensive National Retail Payments Strategy*.

## ΕΛΛΗΝΙΚΗ

Αθανάσογλου, Π. και Σ. Μπρισίμης (2004), “Η επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην αποτελεσματικότητα των τραπεζών στην Ελλάδα”, *Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο*, 22.

# ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΞΥΓΙΑΝΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΜΗ ΕΞΥΠΗΡΕΤΟΥΜΕΝΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ. ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ

Φαίδων Καλφάογλου\*

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών

## I ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Η δραστηριότητα των τραπεζών είναι συνυφασμένη με την ανάληψη κινδύνων. Όταν μια τράπεζα προβαίνει σε μια χρηματοδότηση ή αποφασίζει μια επενδυτική τοποθέτηση, αντιμετωπίζει την πιθανότητα ο αντισυμβαλλόμενος να αθετήσει τις υποχρεώσεις του. Η αβεβαιότητα αυτή επηρεάζει την αξία των περιουσιακών της στοιχείων, αλλά η τράπεζα έχει όλα τα αναγκαία εργαλεία για να εκτιμήσει τις παραμέτρους του κινδύνου και να υπολογίσει την ενδεχόμενη ζημία. Μπορεί να προχωρήσει στη διαγραφή της απαίτησης, η οποία, υπό κανονικές συνθήκες, θα απορροφηθεί από την κερδοφορία ή/και τις σχηματισθείσες προβλέψεις. Το επιχειρηματικό μοντέλο κάθε τράπεζας είναι δομημένο γύρω από αυτή την προσέγγιση και η διαδικασία είναι η κλασική αντιμετώπιση μιας “κακής επένδυσης”. Η προσέγγιση όμως αυτή προϋποθέτει ότι δεν υπάρχουν ακραίες μεταβολές στο οικονομικό περιβάλλον. Αν οι εξωτερικές συνθήκες επιδεινωθούν σημαντικά και αυξηθεί ο αριθμός των αθετήσεων καθώς και των προβληματικών στοιχείων ενεργητικού, είναι ενδεχόμενο η κερδοφορία και οι προβλέψεις να μην επαρκούν για την κάλυψη της ζημίας, οπότε επηρεάζονται τα κεφάλαια της τράπεζας, με συνέπεια να αρχίσουν να τίθενται ερωτηματικά σχετικά με τη φερεγγυότητά της. Τα ερωτηματικά πολλαπλασιάζονται από την αβεβαιότητα αποτίμησης των προβληματικών στοιχείων, αφού η ιστορική εμπειρία δεν δίνει αξιόπιστα αποτελέσματα, καθώς και από τα τοξικά χαρακτηριστικά τους, που μπορούν να επηρεάσουν τα υγιή στοιχεία στην ίδια την τράπεζα ή σε άλλες τράπεζες. Η διάχυση του προβλήματος επιδρά σε πολλές οικονομικές αποφάσεις, όπως η επενδυτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων, η συμπεριφορά των καταναλωτών, η δανειοδοτική συμπεριφορά των τραπεζών κ.λπ., και μπορεί να οδηγήσει σε χρηματοδοτική ασφυ-

ξία. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον περιορίζεται η δυνατότητα των τραπεζών να προχωρήσουν σε ενεργητική διαχείριση των προβληματικών στοιχείων, ειδικά όταν αναμένεται ότι θα συναντήσουν την αντίδραση της αγοράς, π.χ. με αύξηση των περιθωρίων, και την εποπτική αντίδραση, π.χ. με αύξηση των κεφαλαιακών απαιτήσεων. Όταν λοιπόν το πρόβλημα λαμβάνει αυτές τις τοξικές διαστάσεις, ο τρόπος αντιμετώπισης δεν μπορεί να είναι η προσέγγιση της “κακής επένδυσης”, αλλά πρέπει να διαφοροποιηθεί στο πλαίσιο μιας κεντρικής παρέμβασης. Το κράτος είναι ο μόνος φορέας που μπορεί να βοηθήσει προς αυτή την κατεύθυνση, με στόχο την ενδυνάμωση της διαδικασίας αναδιάρθρωσης των προβληματικών στοιχείων με την ελάχιστη δυνατή επιβάρυνση του οικονομικού περιβάλλοντος, ώστε να αποκατασταθεί η σχέση πιστωτών-δανειοληπτών και να επανέλθει η ομαλή ροή χρηματοδότησης.

Στην πρόσφατη οικονομική ιστορία πολλές ανεπτυγμένες και λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες αντιμετώπισαν προβλήματα στον τραπεζικό τους τομέα. Οι παρεμβάσεις ποικίλλουν, αλλά γενικά μπορούν να διακριθούν σε δύο κατηγορίες, την εξυγίανση με λειτουργούσες τράπεζες (open bank resolution) και την εξυγίανση με κλείσιμο τραπεζών (closed bank resolution). Στην πρώτη περίπτωση οι τράπεζες μπορούν να αναχρηματοδοτηθούν ή να ανακεφαλαιοποιηθούν ή να υπάρξει άμεση παρέμβαση στην αναδιάρθρωση των χαρτοφυλακίων τους, ιδιαίτερα αν το μέγεθος των μη εξυπηρετούμενων δανείων διογκωθεί σημαντικά. Το παρόν άρθρο εστιάζεται αποκλειστικά στην τελευταία περίπτωση και εξετάζει τις εναλλακτικές προσεγγίσεις εξυγίανσης των χαρτοφυλακίων,

\* Οι απόψεις που παρουσιάζονται στο παρόν άρθρο είναι προσωπικές και δεν απηχούν απαραίτητα τις απόψεις της Τράπεζας της Ελλάδος. Ευχαριστώ τη Heather Gibson και τους συμμετέχοντες σε εσωτερικό σεμινάριο της ΔΟΑΜ για τις χρήσιμες παρατηρήσεις τους.

με βάση ανάλυση περιπτώσεων από τη διεθνή εμπειρία.

Γενικά, μπορούν να διακριθούν δύο μορφές παρεμβάσεων για την αναδιάρθρωση προβληματικών χαρτοφυλακίων, ανάλογα με την επιθυμητή “ιδιοκτησία” (ownership) των μη εξυπηρετούμενων δανείων, η “εντός ισολογισμού παρέμβαση”, όπου τα προβληματικά στοιχεία απομονώνονται και η κυβέρνηση προσφέρει εγγυήσεις, αλλά παραμένουν στον ισολογισμό της τράπεζας, και η “εκτός ισολογισμού παρέμβαση”, όπου τα προβληματικά στοιχεία μεταβιβάζονται εκτός ισολογισμού, συνήθως σε εξειδικευμένη εταιρεία διαχείρισης. Στην πρώτη περίπτωση η ίδια η τράπεζα συγκροτεί ένα μηχανισμό διαχείρισης μη εξυπηρετούμενων δανείων είτε εσωτερικά είτε με τη δημιουργία θυγατρικής εταιρείας διαχείρισης (decentralised approach). Στη δεύτερη περίπτωση δημιουργείται μια ειδική εταιρεία διαχείρισης στην οποία συγκεντρώνονται όλα τα προβληματικά χαρτοφυλάκια ή ιδρύεται μια εταιρεία για κάθε τράπεζα ή μια εταιρεία για κάθε εξειδίκευση του προβληματικού χαρτοφυλακίου (centralised approach).

Η διεθνής βιβλιογραφία και εμπειρία υποδηλώνει ότι η άριστη λύση δεν είναι μονοσήμαντη, αλλά εξαρτάται από το οικονομικό και πολιτικό περιβάλλον, την ένταση του προβλήματος, καθώς και τις γενεσιουργές αιτίες του. Κάθε λύση παρουσιάζει πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα και το ερώτημα είναι ποιο μοντέλο προσιδιάζει καλύτερα στο δεδομένο περιβάλλον.

Στο άρθρο αυτό θα εξετάσουμε αναλυτικά τις δύο μορφές παρέμβασης, καθώς και την εμπειρία ορισμένων χωρών που εφαρμόσαν αντίστοιχες πολιτικές. Ο στόχος δεν είναι η αναλυτική καταγραφή του μοντέλου που εφαρμόσε κάθε χώρα, αλλά να εστιάσουμε στα χαρακτηριστικά που οδήγησαν σε επιτυχία ή αποτυχία κάθε εγχείρημα. Μέσα από την ανάλυση επιδιώκεται να απαντηθούν δύο ερωτήματα:

α. Η μεταφορά στοιχείων εκτός ισολογισμού βοηθά στην αποκατάσταση της χρηματοδοτικής δραστηριότητας των τραπεζών;

β. Ποια μορφή παρέμβασης οδηγεί σε αποτελεσματικότερη διαχείριση των προβληματικών χαρτοφυλακίων;

Στο πλαίσιο αυτό, στην ενότητα 2 θα εξεταστεί το πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων δανείων και η αναγκαιότητα της κεντρικής παρέμβασης για την ανάσχεση των προβλημάτων που δημιουργούν. Στην ενότητα 3 θα αναλυθεί η “εκτός ισολογισμού παρέμβαση” και συγκεκριμένα τα θέματα που άπτονται της συγκέντρωσης και μεταβίβασης περιουσιακών στοιχείων σε μια “κακή τράπεζα”. Στην ενότητα 4 θα αναλυθεί η “εντός ισολογισμού παρέμβαση” και συγκεκριμένα τα θέματα που άπτονται της διατήρησης των προβληματικών περιουσιακών στοιχείων και της διαχείρισης αυτών εντός της τράπεζας. Στη συνέχεια, στην ενότητα 5 θα αναλυθούν ορισμένες διεθνείς εμπειρίες από την “εκτός ισολογισμού παρέμβαση”. Ο στόχος του άρθρου είναι να αναδειχθούν τα θέματα ενδιαφέροντος σε κάθε εναλλακτική επιλογή και να καταγραφεί η αντιμετώπισή τους από πρόσφατα παραδείγματα.

## 2 ΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΤΩΝ ΜΗ ΕΞΥΠΗΡΕΤΟΥΜΕΝΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ (NPLs) ΚΑΙ Η ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΠΑΡΕΜΒΑΣΗ

Κοινό γνώρισμα όλων των τραπεζικών κρίσεων, είτε πρόκειται για μικρών διαστάσεων κρίση περιορισμένη σε συγκεκριμένη(-ες) τράπεζα(-ες) είτε πρόκειται για συστημικών διαστάσεων κρίση, είναι η επιβάρυνση των τραπεζών με σημαντικό αριθμό μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPLs). Η ακαδημαϊκή βιβλιογραφία πάνω στο θέμα είναι πολυπληθής και έχει θεωρητικά και εμπειρικά τεκμηριωθεί η σχέση των NPLs με τις πτωχεύσεις τραπεζών (βλ. Campbell 2007). Σε όλες τις περιπτώσεις η κρατική παρέμβαση θεωρήθηκε αναγκαία για να αποτραπεί η βάθυνση της κρίσης.

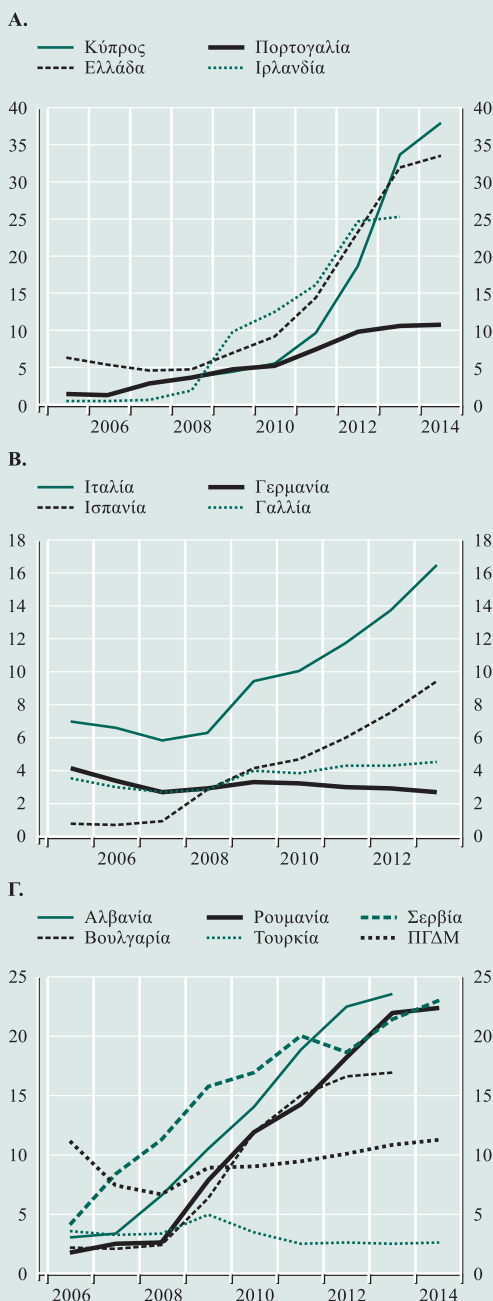
## ΜΗ ΕΞΥΠΗΡΕΤΟΥΜΕΝΑ ΔΑΝΕΙΑ (NPLs): ΟΡΙΣΜΟΣ, ΜΕΤΡΗΣΗ, ΣΥΓΚΡΙΣΗ

Όλες οι εμπειρικές μελέτες για τα NPLs και ειδικότερα οι συγκριτικές μελέτες έχουν να αντιμετωπίσουν ένα σημαντικό πρόβλημα, αυτό του ενιαίου ορισμού του όρου “μη εξυπηρετούμενα δάνεια”.<sup>1</sup> Υπάρχουν δύο πρωτογενή κριτήρια<sup>2</sup> που χρησιμοποιούνται, τα οποία απεικονίζουν τις δύο διαστάσεις ενός πιστωτικού γεγονότος: τη χρονική διάσταση, δηλαδή τις ημέρες μη αποπληρωμής, και την ποιοτική διάσταση, δηλαδή το ενδεχόμενο μη αποπληρωμής. Συνεπώς “μη εξυπηρετούμενο δάνειο” σημαίνει αδυναμία αποπληρωμής, αλλά και ενδεχόμενη αδυναμία αποπληρωμής. Περαιτέρω, υπάρχουν και δευτερογενή κριτήρια, που καθορίζουν τον ορισμό και το ύψος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, όπως ο χειρισμός των δανείων υπό αναδιάρθρωση, ο χειρισμός της τεχνικής αθέτησης και ο χειρισμός των εξασφαλίσεων ή εγγυήσεων. Επίσης τίθενται και άλλα ερωτήματα, όπως ο συνυπολογισμός της μη αποπληρωθείσας δόσης ή ολόκληρου του δανείου, ο συνυπολογισμός του αθετηθέντος δανείου (NPLs product view) ή όλων των δανείων του αντισυμβαλλομένου (NPLs customer view). Στην Ευρώπη η εφαρμογή και των δύο κριτηρίων διαφέρει από χώρα σε χώρα (βλ. Barisitz 2013α και 2013β), γεγονός που ανάγκασε την Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (EBA) να προβεί σε εναρμόνιση των ορισμών και του τρόπου μέτρησης. Καθό-

1 Πρόβλημα υπάρχει και με την ορολογία. Πολλές φορές χρησιμοποιούνται οι όροι past due loans, bad loans, problem loans, overdue loans, substandard loans κ.λπ. χωρίς πάντοτε να έχουν την ίδια έννοια. Επίσης υπάρχει ο όρος impaired loans, που χρησιμοποιείται στη λογιστική αποτύπωση, και ο όρος defaulted loans που χρησιμοποιείται για τον καθορισμό της κεφαλαιακής επάρκειας. Η έννοια των non-performing loans (μη εξυπηρετούμενα δάνεια) είναι ευρύτερη και καλύπτει (umbrella concept) τις δύο άλλες έννοιες (βλ. EBA (2014), “Standards on supervisory reporting on forbearance and non-performing exposures under article 99(4) of Regulation (EU) No 575/2013”).

2 Σε ορισμένες περιπτώσεις χρησιμοποιείται και ένα τρίτο κριτήριο, η εποπτική κατηγοριοποίηση των δανείων (standard – watch/special mention – substandard – doubtful – loss/write-off), με τις τρεις τελευταίες κατηγορίες να καλύπτουν την έννοια των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Το κριτήριο αυτό έχει μεγαλύτερη σπουδαιότητα στις λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες.

### Ποσοστά NPLs



Πηγή: World Bank DataBank.

Σημείωση: Ο δείκτης στον αριθμητή περιλαμβάνει το συνολικό ύψος των δανείων που χαρακτηρίζονται NPLs και στον παρονομαστή την ακαθάριστη αξία των δανείων (συμπεριλαμβανομένων και των NPLs πριν από τις ειδικές προβλέψεις).



ρισε το όριο των 90 ημερών μη αποπληρωμής για τον ορισμό των πάσης φύσεως μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (και όχι μόνο δανείων) και προσδιόρισε, ως συμπληρωματικό κριτήριο, ενδεχόμενες προσαρμογές από την πλευρά της τράπεζας σε κάποια από τις παραμέτρους του δανείου, όπως π.χ. την αποδοχή της παράλειψης κάποιας προγραμματισμένης πληρωμής. Δεν προσδιόρισε αναλυτικά τα κριτήρια έγκαιρης πρόγνωσης, αλλά τα άφησε στη διακριτική ευχέρεια των τραπεζών. Επίσης προσδιόρισε πολλά στοιχεία από τα δευτερεύοντα κριτήρια, όπως π.χ. ότι όλα τα δάνεια ενός αντισυμβαλλομένου πρέπει να θεωρούνται ως μη εξυπηρετούμενα αν το δάνειο με αθέτηση πληρωμών πάνω από 90 ημέρες είναι μεγαλύτερο το 20% του συνολικού ανοίγματος. Με δεδομένη την ύπαρξη εναλλακτικών προσεγγίσεων στην Ευρώπη, η εναρμόνιση έχει επιπτώσεις στο ύψος των μη εξυπηρετούμενων δανείων ανά χώρα και κατά συνέπεια στην ανάγκη ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών.

Σε άλλες χώρες εκτός Ευρώπης έχουν καθιερωθεί διάφοροι ορισμοί ανάλογα με την επικρατούσα τραπεζική πρακτική ή/και το είδος των χαρτοφυλακίων. Αυτό καθιστά επισφαλείς τις διεθνείς συγκριτικές μελέτες μεταξύ κρατών. Η Παγκόσμια Τράπεζα έχει αναπτύξει μια βάση δεδομένων, όπου, *κατά τεκμήριο*, οι ορισμοί έχουν εναρμονιστεί. Στα τμήματα Α, Β και Γ του διαγράμματος παρουσιάζονται συγκριτικά στοιχεία μεταξύ ομάδων κρατών.

Η θεωρητική θεμελίωση της κρατικής παρέμβασης βασίζεται στις εξωτερικές οικονομίες (externalities) που δημιουργούνται από τη συσσώρευση προβληματικών στοιχείων στους ισολογισμούς των τραπεζών και στο κλασικό πρόβλημα των υποβαθμισμένων αγαθών (lemon problem). Όταν υπάρχει αντικειμενική αδυναμία προσδιορισμού της πραγματικής αξίας ενός αγαθού, τότε οι αγοραστές δεν είναι διατεθειμένοι να προβούν σε συναλλαγές παρά μόνο στη μέση αξία του αγαθού. Δεν είναι σίγουροι για την αξία του και συνήθως υποθέτουν ότι οι πωλητές διαθέτουν καλύτερη πληροφόρηση για την αξία και προσφέρουν τη χειρότερη δυνατή ποιότητα του αγαθού (lemons). Η αγορά καταρρέει, εκτός αν βρεθεί ένας αξιόπιστος εξωτερικός μηχανισμός προσδιορισμού της αξίας. Το προβληματικό χαρτοφυλάκιο των τραπεζών έχει τα χαρακτηριστικά του υποβαθμισμένου αγαθού και η αξία του δεν μπορεί να προσδιοριστεί εύκολα, ενώ συνήθως η τρέχουσα αξία αποκλίνει από την εσωτερική αξία. Η αγορά καταρρέει και η κρατική παρέμβαση καθίσταται αναγκαία για να επιλυθεί το φαινόμενο της ασυμμετρίας της πληροφόρησης, να προσδιοριστεί το ύψος της ζημίας και να δρομολογηθούν οι απαραίτητες λύσεις.

Περαιτέρω, το πρόβλημα των NPLs μπορεί να προσεγγιστεί από δύο σκοπιές, της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και της μακροπροληπτικής πολιτικής. Στην πρώτη περίπτωση τα NPLs αντιμετωπίζονται ως μικροοικονομικό φαινόμενο, δηλαδή ως πρόβλημα ποιότητας του χαρτοφυλακίου των τραπεζών και ως πρόβλημα συμπεριφοράς των τραπεζών σχετικά με τη δανειοδοτική τους δραστηριότητα. Στη δεύτερη περίπτωση τα NPLs αντιμετωπίζονται ως μακροοικονομικό φαινόμενο, δηλαδή ως πρόβλημα που επηρεάζει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, την αποτελεσματικότητα του τραπεζικού τομέα και τελικά την οικονομική ανάπτυξη. Από οποιαδήποτε σκοπιά και αν αναλυθούν, το κοινό συμπέρασμα είναι ότι κάποιας μορφής κεντρική παρέμβαση είναι αναγκαία για να περιοριστούν οι επιπτώσεις. Αν το πρόβλημα εστιάζεται σε μια τράπεζα ή μικρή ομάδα τραπεζών, τότε η παρέμβαση είναι κυρίως προληπτικής μορφής, περιορισμένης έκτασης και στοχευμένη. Αν όμως τα NPLs διογκωθούν σε μέγεθος και αποκτήσουν τοξικά χαρακτηριστικά, τότε η παρέμβαση πρέπει να είναι πιο ενεργητική και διαφοροποιημένη, καθώς πρέπει να αντιμετωπίσει το απόθεμα των υπαρχόντων NPLs και τις αιτίες δημιουργίας τους.

## (α) Εξέταση των NPLs από χρηματοοικονομική σκοπιά

Αν θεωρήσουμε τις τράπεζες ως ένα επενδυτικό οργανισμό, τότε οι τράπεζες με διογκούμενο προβληματικό χαρτοφυλάκιο τείνουν να απομακρύνονται από το αποδοτικό σύνορο (efficient frontier), καθώς δεν βελτιστοποιούν τις αποφάσεις δημιουργίας χαρτοφυλακίου. Ειδικότερα για τις δανειοδοτικές αποφάσεις, το μέγεθος των NPLs επηρεάζει τη δυνατότητα και τα κίνητρα παροχής δανείων με τουλάχιστον τρεις τρόπους. Πρώτον, τα NPLs επηρεάζουν την κερδοφορία, αφού μειώνουν τα έσοδα από τόκους και αυξάνουν τις προβλέψεις, τα λειτουργικά έξοδα και το κόστος χρηματοδότησης. Έτσι δημιουργούνται λιγότερα εσωτερικά κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων και των δανείων. Δεύτερον, τα NPLs απαιτούν την ύπαρξη αυξημένων εποπτικών κεφαλαίων προς κάλυψη αυτών, γεγονός που θέτει περιορισμούς στην πιστωτική επέκταση μιας τράπεζας.<sup>1</sup> Τρίτον, οι τράπεζες με αυξημένα NPLs είναι λιγότερο πρόθυμες να χρηματοδοτήσουν επιχειρήσεις με οριακή πιστοληπτική ικανότητα. Συνεπώς, τράπεζες με υψηλά NPLs έχουν την τάση να περιορίζουν τη δανειοδοτική τους δραστηριότητα και αυτή η αρνητική σχέση έχει τεκμηριωθεί και εμπειρικά (βλ. IMF 2014, Annex 1.3). Από άσκηση προσομοίωσης σε τρεις χώρες (Ιταλία, Ισπανία και Γαλλία) προέκυψε ότι η μείωση των NPLs σε συνδυασμό με την αύξηση των κεφαλαιακών αποθεμάτων ασφαλείας οδηγούν σε αύξηση της τραπεζικής χρηματοδότησης. Προέκυψε επιπλέον ότι η επίδραση των κεφαλαίων είναι πιο μακροχρόνια, γεγονός που αναδεικνύει τη σημασία της εκκαθάρισης των ισολογισμών από τα NPLs. Το επιχείρημα ενισχύεται από το ότι μια διαταραχή στη χρηματοδότηση έχει μόνιμα αρνητικές συνέπειες στο ΑΕΠ, γεγονός που αναδεικνύει τη σημασία της ταχύτητας της παρέμβασης (βλ. IMF 2014, Box 1.1). Επίσης, το ύψος των NPLs επηρεάζει και τις προσπάθειες νομοσυντακτικής πολιτικής για αύξηση των χρηματοδοτήσεων στην οικονομία. Σε ανάλυση του ΔΝΤ για το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης στην ευρωζώνη, θεωρείται ότι η επίλυση του προβλήματος των NPLs θα βελτιώσει την

αποτελεσματικότητα αυτού του προγράμματος (βλ. IMF 2015, Chapter 1).

Εκτός από τον περιορισμό των δανείων, το μέγεθος των NPLs σε μια τράπεζα έχει γενικότερες επιπτώσεις στη χρηματοοικονομική της ευρωστία. Οι τράπεζες παρουσιάζουν κατά καιρούς προβλήματα με μη εξυπηρετούμενα δάνεια που, υπό κανονικές συνθήκες, μπορούν να διαχειριστούν χωρίς κινδύνους. Αυτό επιτυγχάνεται, σε πρώτο επίπεδο, με την ανάπτυξη ενός οργανωμένου συστήματος εσωτερικού ελέγχου και την εφαρμογή αποτελεσματικών μεθόδων διαχείρισης κινδύνων ώστε να διασφαλιστεί ότι τα προβληματικά δάνεια τυγχάνουν της πρόπαιστης παρακολούθησης και διαχείρισης. Αυτό αποτελεί και το πρώτο επίπεδο εποπτικής παρέμβασης ώστε να δημιουργηθεί ένα αντίστοιχο σύστημα.

Σε δεύτερο επίπεδο, η ομαλή διαχείριση εξαρτάται από τη δυνατότητα απορρόφησης των ζημιών. Η απομείωση της αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου σε μια τράπεζα πρέπει να αναγνωριστεί και να αποτυπωθεί στον ισολογισμό με ολική ή μερική διαγραφή της αξίας (write-off). Τα κίνητρα για διαγραφή δεν είναι ισχυρά,<sup>2</sup> καθώς, αν δεν υπάρχουν επαρκείς προβλέψεις, θα επηρεαστούν τα κεφάλαια. Συνεπώς, η πρώτη γραμμή άμυνας μιας τράπεζας είναι η επάρκεια των προβλέψεων και σε αυτό προσβλέπει κάθε εποπτική παρέμβαση. Οι τράπεζες σύμφωνα με τα λογιστικά πρότυπα

1 Αν υποθέσουμε ότι έχουμε ένα ενήμερο δάνειο ύψους €100, τότε τα απαιτούμενα κεφάλαια είναι  $100 \times 100\% \times 8\% = €8$ . Το ίδιο δάνειο, αν είναι σε καθυστέρηση, απαιτεί  $100 \times 150\% \times 8\% = €12$  κεφάλαια. Αντίστροφα, αν δάνειο σε καθυστέρηση καταστεί ενήμερο, τότε απελευθερώνονται κεφάλαια αξίας €4, που μπορούν να υποστηρίξουν επιπλέον δανεισμό €50 (ή 50% αύξηση).

2 Μια τράπεζα έχει μειωμένα κίνητρα να αναγνωρίσει και να διαγράψει ένα προβληματικό δάνειο. Κατ' αρχήν το λογιστικό πλαίσιο διευκολύνει τη διακράτηση παρά τη διαγραφή. Μπορούν επιπλέον να αναγνωριστούν παράγοντες προσφοράς και ζήτησης για αυτή τη συμπεριφορά (βλ. Jassaud and Kang 2015). Η τράπεζα έχει κίνητρο να καθυστερήσει τη διαγραφή για να μη διαρρήξει τη σχέση της με το δανειολήπτη, ιδιαίτερα αν είναι μακροχρόνια και έχει οικοδομηθεί με μεγάλη προσπάθεια. Το ίδιο ισχύει όταν υπάρχουν εξασφαλίσεις (collateral lending) που μπορούν να καλύψουν τουλάχιστον μέρος του δανείου και η διαδικασία ρευστοποίησης είναι μακροχρόνια. Αντικίνητρο αποτελεί επίσης και η σειρά ικανοποίησης σε διαδικασία ρευστοποίησης, αφού συνήθως προηγείται το Δημόσιο. Τέλος, υπάρχουν και λόγοι δημοσιοποίησης, π.χ. ο δείκτης κάλυψης επισφαλών απαιτήσεων (coverage ratio), που χρησιμοποιείται ευρέως ως δείκτης προσέγγισης του πιστωτικού κινδύνου, βαίνει μειούμενος και συνεπώς δείχνει επιδείνωση, όταν διαγραφεί ένα δάνειο για το οποίο έχουν διενεργηθεί προβλέψεις.

διενεργούν, σε κάθε ημερομηνία σύνταξης οικονομικών καταστάσεων, έλεγχο απομείωσης της αξίας των απαιτήσεων (impairment test) και σχηματίζουν προβλέψεις όταν υπάρχουν αντικειμενικές ενδείξεις ότι δεν θα εισπράξουν το σύνολο του κεφαλαίου στο πλαίσιο των όρων της κάθε σύμβασης. Βεβαίως έχουν ένα βαθμό διακριτικής ευχέρειας, που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να αποκαλύψει πληροφορίες σχετικά με αναμενόμενες ζημιές ή για να επισκιάσει την πραγματική ζημία. Οι λογιστικές προβλέψεις δεν συνάδουν πάντοτε με την εποπτική λογική και συνεπώς η παρέμβαση έχει στόχο να γεφυρώσει το χάσμα<sup>3</sup> και να αποτρέψει ευκαιριακές συμπεριφορές.

Αν παρ' όλα αυτά οι προβλέψεις δεν είναι επαρκείς, η δεύτερη γραμμή άμυνας σε μια τράπεζα είναι η ύπαρξη κεφαλαιακών αποθεμάτων ασφαλείας (capital buffers), ώστε να απορροφηθούν οι ζημιές με τους μικρότερους δυνατούς κραδασμούς. Το κανονιστικό πλαίσιο χρησιμοποιεί το καθεστώς των ελάχιστων κεφαλαίων και των αποτελεσματικών διαδικασιών ως μοχλό παρέμβασης στην ευρωστία μιας τράπεζας. Οι τράπεζες έχουν την υποχρέωση να ικανοποιούν τα ελάχιστα όρια κεφαλαίων και να υπολογίζουν ένα περιθώριο ασφαλείας. Αυτό σε πολλές περιπτώσεις αποδείχθηκε ανεπαρκές και η εξέλιξη του κανονιστικού πλαισίου (Βασιλεία III) αναγνώρισε την ανάγκη να προσδιοριστεί θεσμικά και με σαφήνεια το ύψος των επιπλέον κεφαλαιακών αποθεμάτων ασφαλείας που πρέπει να διακρατεί μια τράπεζα,<sup>4</sup> καθώς και οι περιορισμοί που επιβάλλονται εάν αυτό δεν ικανοποιείται. Το δεύτερο λοιπόν επίπεδο μικροοικονομικής παρέμβασης εστιάζεται στη δημιουργία επαρκών κεφαλαίων για απορρόφηση μη αναμενόμενων ζημιών.

Οι δύο γραμμές άμυνας δημιουργούν τις προϋποθέσεις για ομαλή απορρόφηση των κραδασμών που δημιουργούν τα NPLs, αλλά έχουν ορισμένα όρια, που προσδιορίζονται κυρίως από το εξωτερικό περιβάλλον. Αν η επιδείνωση είναι ακραία, τότε το πρόβλημα αποκτά διαφορετικά χαρακτηριστικά και ξεφεύγει από τα στενά όρια μιας τράπεζας ή ομάδας τραπε-

ζών. Σ' αυτή την περίπτωση απαιτείται κεντρική παρέμβαση για την επίλυση του προβλήματος, π.χ. διαγραφή των NPLs και κεφαλαιακή ενίσχυση της τράπεζας ή μεταβίβαση των NPLs εκτός ισολογισμού της τράπεζας και κεφαλαιακή της ενίσχυση, και αρχίζουν να τίθενται τα θέματα μακροπροληπτικής υφής.

## (β) Εξέταση των NPLs από μακροπροληπτική σκοπιά

Η μακροπροληπτική πολιτική έχει στόχο να προσδιορίσει σημεία ευαισθησίας στο τραπεζικό σύστημα και να εφαρμόσει μέτρα πολιτικής που διασφαλίζουν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Ο δείκτης των συνολικών NPLs προσδιορίζει ένα τέτοιο σημείο ευαισθησίας, καθώς υπάρχει ο φόβος της “χρηματοοικονομικής μόλυνσης”, δηλαδή της μετάδοσης των προβλημάτων στο υπόλοιπο σύστημα με αρνητικές επιπτώσεις στη σταθερότητα και την ανάπτυξη. Υπό το πρίσμα αυτό, υπάρχει πληθώρα ακαδημαϊκών μελετών που αναλύουν τις παρεμβάσεις των κυβερνήσεων για την ανάταξη των τραπεζικών συστημάτων, ιδιαίτερα μετά την κρίση του 2007-08, και καταλήγουν στο γενικό συμπέρασμα ότι η απομάκρυνση των προβληματικών στοιχείων από τον τραπεζικό τομέα έχει θετικές επιπτώσεις στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, ιδιαίτερα αν το πρόβλημα παρουσιάζει στοιχεία επιμονής (βλ. ECB 2009). Μπορούν να διακριθούν τρία πεδία ανάλυσης που επικουρούν το παραπάνω συμπέρασμα: i) οι παράγοντες δημιουργίας NPLs και η ανατροφοδότηση της

<sup>3</sup> Τα νέα λογιστικά πρότυπα (IFRS 9) αναμένεται να μειώσουν το χάσμα, όταν εφαρμοστούν.

<sup>4</sup> Καθορίστηκε ένα απόθεμα διατήρησης (conservation buffer) 2,5% του σταθμισμένου ενεργητικού, ώστε να εξασφαλιστεί ότι οι τράπεζες διατηρούν πρόσθετο κεφάλαιο που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να απορροφήσει τις ζημιές 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 χρησιμοποιούνται, εφόσον παραστεί ανάγκη, σε περιόδους μεγάλων διακυμάνσεων στις αγορές. Επίσης προβλέπεται ένα αντικυκλικό απόθεμα (countercyclical buffer) 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, αλλά ενδεχομένως και άλλα μέτρα συγκέντρωσης κινδύνων. Τέλος, θα υπάρχει ένα επιπλέον ποσοστό για τις συστημικά σημαντικές τράπεζες, που καθορίζεται ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους και έχει στόχο να καλύψει το συστημικό κίνδυνο. Σημειώνεται επίσης ότι έχουν θεσμοθετηθεί και οι περιορισμοί στις πληρωμές (μερίσματα, αντιπαροχές κ.λπ.) που μπορεί να κάνει μια τράπεζα αν δεν πληροί τα ελάχιστα όρια που επιβάλλουν οι κανονισμοί.

οικονομίας, ii) το ύψος των NPLs πέραν του οποίου απαιτείται κεντρική παρέμβαση και iii) η μορφή της παρέμβασης για την επίλυση του προβλήματος.

### (i) Η ανατροφοδότηση της οικονομίας

Η διόγκωση των NPLs ανατροφοδοτεί αρνητικά την οικονομία και επιδεινώνει τα οικονομικά μεγέθη και γι' αυτό το λόγο ο δείκτης των NPLs βρίσκεται σε κάθε προτεινόμενη εργαλειοθήκη μακροπροληπτικής πολιτικής. Η μοντελοποίηση της ανατροφοδότησης είναι συμπληρωματική άσκηση στα υποδείγματα που προσδιορίζουν τους παράγοντες δημιουργίας NPLs. Τα υποδείγματα αυτά βασίζονται στην παραδοσιακή θεωρία των οικονομικών κύκλων, η οποία εμπλουτίζεται με δυσλειτουργίες της χρηματοπιστωτικής αγοράς ώστε να εξαχθούν οι δυναμικές σχέσεις μεταξύ της πραγματικής οικονομίας και της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Οι τραπεζικές πιστώσεις και τα προβληματικά δάνεια έχουν κυκλική συμπεριφορά, καθώς στην ανοδική φάση του κύκλου η αισιοδοξία οδηγεί σε χαλάρωση των πιστωτικών κριτηρίων, αύξηση των πιστώσεων και των επενδύσεων και χαμηλά ποσοστά προβληματικών δανείων. Το μέγεθος της χαλάρωσης εξαρτάται από το υπάρχον ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο και αποτελεί το βασικό παράγοντα των προβλημάτων στην επόμενη φάση του κύκλου, την καθοδική φάση. Η αποτυχία ορισμένων επενδυτικών σχεδίων, η μείωση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και η μεγαλύτερη αποστροφή στον κίνδυνο μεταξύ των επενδυτών οδηγούν σε αύξηση των προβληματικών δανείων, με συνέπεια στην αυστηροποίηση των πιστωτικών κριτηρίων και τον περιορισμό των πιστώσεων. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο αναπτύσσονται οι εμπειρικές μελέτες για τα NPLs, οι οποίες έχουν διενεργηθεί για πληθώρα χωρών, ομάδες χωρών ή συγκρίσεις μεταξύ χωρών.

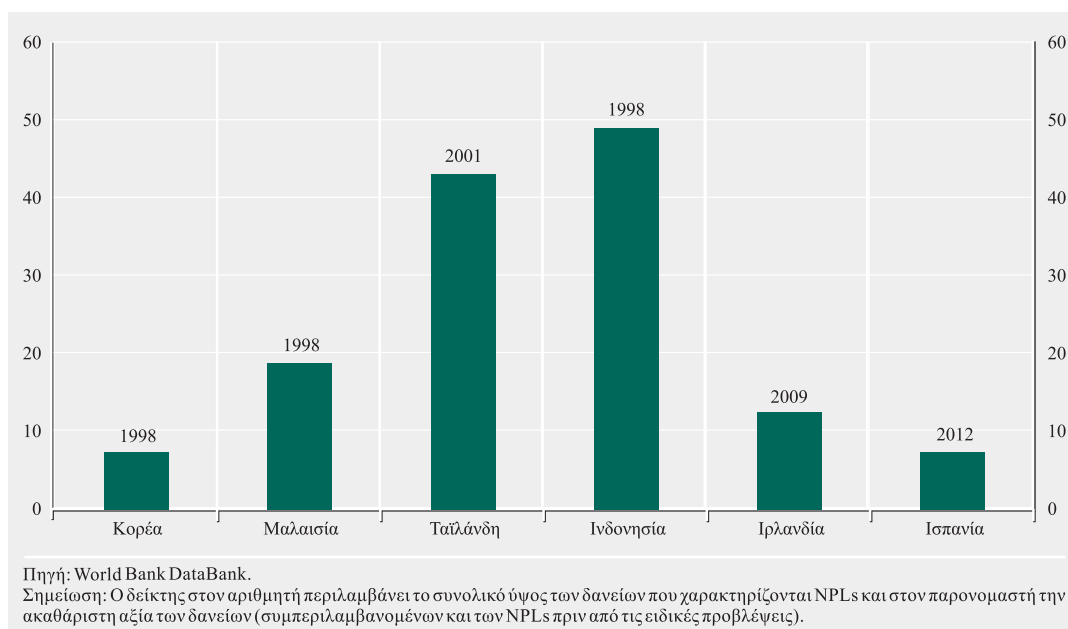
Παρά το ισχυρό θεωρητικό υπόβαθρο, στα πρώτα στάδια οι ερευνητές εστιάστηκαν σε τραπεζικούς παράγοντες (bank-specific) για να ερμηνεύσουν διαφορές μεταξύ των τραπεζών.

Έτσι, χρησιμοποιήθηκαν μεταβλητές που απεικόνιζαν διαφορές στο ιδιοκτησιακό καθεστώς, στη διαχείριση, στην αποδοτικότητα, στη διαχείριση κινδύνων, ακόμη και στην τυχαιότητα. Στη συνέχεια οι ερευνητές άρχισαν να εντάσσουν στα υποδείγματα και μακροοικονομικές μεταβλητές, όπου μετρήθηκε ισχυρή αρνητική συσχέτιση των προβληματικών δανείων με το ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ, γεγονός που συνεπάγεται ότι η πορεία των προβληματικών δανείων εξαρτάται από τον καθοδικό ή ανοδικό κύκλο της οικονομίας, όπως προβλέπει η θεωρία. Η τάση αυτή ενισχύθηκε ιδιαίτερα τα τελευταία χρόνια μετά τα επεισόδια οικονομικής κρίσης που εμφανίστηκαν στην παγκόσμια οικονομία και η πλειοψηφία των μελετών καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι αιτίες δημιουργίας των NPLs είναι ένας συνδυασμός μακροοικονομικών παραγόντων και εξειδικευμένων τραπεζικών μεταβλητών. Οι κυριότεροι μακροοικονομικοί παράγοντες είναι συνήθως, εκτός από το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ, η ανεργία και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια, χωρίς να εκλείπουν και άλλες μεταβλητές όπως πληθωρισμός, τιμές ακινήτων, τιμές χρηματιστηρίου κ.λπ.<sup>5</sup>

Η κυριότερη αρνητική ανατροφοδότηση της οικονομίας από τη διόγκωση των NPLs αφορά τη δανειοδοτική συμπεριφορά των τραπεζών. Όπως αναλύθηκε προηγουμένως, όταν τα NPLs ξεπεράσουν ένα ορισμένο όριο, οι τράπεζες είναι απρόθυμες να αναλάβουν νέους κινδύνους και η προσφορά δανειακών κεφαλαίων είναι μικρότερη από τη ζήτηση. Αν το φαινόμενο επεκταθεί στο σύνολο του τραπεζικού τομέα, γίνεται οξύτερο, καθώς δεν χρηματοδοτούνται επιχειρήσεις με αποδοτικές επενδυτικές προτάσεις με βάση τα τρέχοντα επιτόκια. Αυτό περιγράφεται ως πρόβλημα “πιστωτικής ασφυξίας” (credit crunch). Η

5 Για το σύνολο της ευρωζώνης βλ. Makri V., A. Tsagkanos and A. Bellas (2014), “Determinants of Non-Performing Loans: The Case of Eurozone”, *Panoeconomicus*, 2, 193-206, και για την Ελλάδα ειδικότερα βλ. Louzis D., A. Vouldis and V. Metaxas (2012), “Macroeconomic and bank-specific determinants of non-performing loans in Greece: A comparative study of mortgage, business and consumer loan portfolios”, *Journal of Banking & Finance* 36, 1012-1027.

## Διάγραμμα Ι Ποσοστά NPLs το έτος ίδρυσης της AMC



πιστωτική ασφυξία είναι ένα φαινόμενο ανισορροπίας, που απεικονίζει δυσλειτουργίες στη χρηματοπιστωτική αγορά και επηρεάζει τη δυναμική της μεταβολής του οικονομικού κύκλου.<sup>6</sup> Η κεντρική παρέμβαση για άμβλυνση των δυσλειτουργιών και αποκατάσταση της χρηματοδότησης είναι βασική παράμετρος για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Οι παρενέργειες της διόγκωσης των NPLs, εκτός από την πιστωτική ασφυξία, επεκτείνονται και σε άλλες παραμέτρους της οικονομίας. Στα υποδείγματα που προσδιορίζουν τους παράγοντες δημιουργίας NPLs ενσωματώνονται μηχανισμοί ανατροφοδότησης (impulse functions) του μακροοικονομικού περιβάλλοντος όταν τα NPLs φθάσουν σε ένα ορισμένο ύψος. Τεκμηριώνεται εμπειρικά ότι τα NPLs διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη διασύνδεση μακροοικονομικών και χρηματοοικονομικών μεταβλητών (macrofinancial linkages) (βλ. Nkusu 2011). Από το σύνολο των μεταβλητών που εξετάζονται, τα NPLs είναι η μόνη μεταβλητή που επηρεάζει και επηρεάζεται από τις υπόλοιπες στατιστικά σημαντικές οικονομικές μεταβλητές. Έτσι, οι τιμές

των χρηματοοικονομικών μέσων, οι πιστώσεις προς τον ιδιωτικό τομέα, η οικονομική ανάπτυξη και το ίδιο το ύψος των NPLs επιδεινώνονται από μια αρχική διαταραχή στα NPLs και η ένταση της ανατροφοδότησης επηρεάζει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

### (ii) Το μέγεθος των NPLs

Αν και έχει τεκμηριωθεί ότι η διόγκωση των NPLs επηρεάζει την οικονομία, δεν υπάρχει ένα σαφώς προσδιορισμένο ύψος NPLs πέρα από το οποίο δημιουργείται πρόβλημα πιστωτικής ασφυξίας και αρνητικής ανατροφοδότησης του μακροοικονομικού περιβάλλοντος. Ένα μικρό ποσοστό σαφώς δεν δημιουργεί προβλήματα, αλλά ο προσδιορισμός του άνω ορίου δεν είναι πάντοτε εφικτός, καθώς σε

<sup>6</sup> Κεντρικό στοιχείο των αναλύσεων είναι η έννοια του “χρηματοοικονομικού επιταχυντή” (financial accelerator), όπου το χρηματοπιστωτικό σύστημα δεν είναι μια ανεξάρτητη πηγή αβεβαιότητας, αλλά δρα ως επιταχυντής μιας εξωτερικής διαταραχής. Η έννοια απεικονίζει το ρόλο της χρηματοπιστωτικής αγοράς στη διάδοση μιας αρχικής χρηματοπιστωτικής διαταραχής (βλ. Bernanke B.S., M. Gertler and S. Gilchrist (1999), “The financial accelerator in a quantitative business cycle framework”, *Handbook of Macroeconomics*, Volume 1, edited by J.B. Taylor and M. Woodford, Elsevier)



μεγάλο βαθμό εξαρτάται από το επίπεδο ανάπτυξης μιας χώρας. Ένα συγκεκριμένο ποσοστό NPLs σημαίνει διαφορετικά πράγματα για μια ώριμη οικονομία σε σχέση με μια λιγότερο ώριμη οικονομία. Θεωρητικά μια ανεπτυγμένη χώρα διαθέτει υποδομές και θεσμικό πλαίσιο που μπορεί να αντιμετωπίσει με μικρότερους κραδασμούς και πιο αποτελεσματικά τη διόγκωση των NPLs. Συνεπώς, το ύψος των NPLs από μόνο του δεν παρέχει πλήρη πληροφόρηση, αφού το κρίσιμο μέγεθος είναι συνάρτηση του επιπέδου οικονομικής ανάπτυξης και της δυνατότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος να απορροφήσει ομαλά τις ζημιές. Στο Διάγραμμα 1 εμφανίζεται το ύψος των NPLs πριν από τη δημιουργία ειδικής εταιρείας διαχείρισης σε επιλεγμένες χώρες.

### (iii) Εναλλακτικές πολιτικές

Στο θέμα των εναλλακτικών πολιτικών για την αντιμετώπιση των NPLs η βιβλιογραφία είναι εκτενής, όπως και η διεθνής εμπειρία. Οι προσεγγίσεις διαφέρουν από χώρα σε χώρα, ανάλογα με το υπόβαθρο κάθε χώρας, αλλά μπορούν να διακριθούν δύο ομάδες λύσεων, οι άμεσες λύσεις και οι διαρθρωτικές λύσεις. Αν η αιτία εμφάνισης NPLs είναι περιστασιακή, δηλαδή οφείλεται σε παράγοντες που μεταβάλλουν την υπάρχουσα κατάσταση (status quo), τότε μια άμεση λύση μπορεί να είναι επαρκής. Οι άμεσες λύσεις είναι συνήθως βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα και περιλαμβάνουν τη χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση των τραπεζών με συνδυασμό μέτρων όπως η χαλάρωση των εποπτικών κανόνων, η κεφαλαιακή ενίσχυση με ταυτόχρονη διαγραφή των NPLs, η βοήθεια για διαχείριση των NPLs εντός της τράπεζας, η μεταβίβαση των μη εξυπηρετούμενων δανείων σε ειδική εταιρεία διαχείρισης. Αυτά είναι μέτρα οπισθοβαρή που επιδιώκουν μια άμεση αντιμετώπιση του προβλήματος, χωρίς όμως να διασφαλίζουν τη μη επανεμφάνισή του, δηλαδή τη μη περαιτέρω δημιουργία NPLs.

Αντίθετα, εμπροσθοβαρή μέτρα απαιτούνται όταν η αιτία εμφάνισης NPLs είναι αποτέλε-

σμα συστημικής διεργασίας, δηλαδή οφείλεται στο οικονομικό, πολιτικό και θεσμικό περιβάλλον. Σ' αυτή την περίπτωση τα διαρθρωτικά μέτρα καλούνται να αντιμετωπίσουν το υπάρχον απόθεμα NPLs, καθώς και τις αιτίες δημιουργίας μη εξυπηρετούμενων δανείων. Ενδεικτικά, διαρθρωτικού χαρακτήρα μέτρα είναι η αναδιάρθρωση του τραπεζικού τομέα, η ενίσχυση της προληπτικής εποπτείας των τραπεζών, η ενίσχυση του θεσμικού και νομικού πλαισίου, τα μέτρα εξυγίανσης τραπεζών, η χρησιμοποίηση εξελιγμένων χρηματοοικονομικών εργαλείων κ.λπ. Ο στόχος όλων αυτών των μέτρων είναι η αποτροπή επανεμφάνισης, κατά το δυνατόν, νέων NPLs.

Στην πραγματικότητα οι αιτίες δεν εμπίπτουν αποκλειστικά σε μια από τις δύο κατηγορίες, αλλά σε συνδυασμό των δύο. Η επιτυχία επίλυσης του προβλήματος έγκειται στην εφαρμογή της κατάλληλης μίξης των δύο μορφών πολιτικής. Όμως η ιδανική λύση δεν σχηματοποιείται αποκλειστικά με οικονομικούς όρους, καθώς οι θεσμικοί παράγοντες, το πολιτικό σκηνικό και οι σχέσεις που έχουν αναπτυχθεί μεταξύ τραπεζών, κυβερνήσεων και επιχειρήσεων διαδραματίζουν καταλυτικό ρόλο στην τελική επιλογή (βλ. Grossman and Woll 2014).

### 3 Η ΛΥΣΗ ΤΗΣ “ΚΑΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ” (BAD BANK)

Η “εκτός ισολογισμού” παρέμβαση, με τη δημιουργία ειδικής εταιρείας διαχείρισης (Asset Management Company – AMC) ή “κακής τράπεζας” (bad bank), όπως είναι πιο ευρέως γνωστή, αναδείχθηκε ως η πιο δεδομένη λύση για την αντιμετώπιση του προβλήματος της υποβάθμισης της αξίας των στοιχείων ενεργητικού των τραπεζών. Θα εξετάσουμε την προσέγγιση με βάση τα δύο ερωτήματα, της αποξένωσης από τα προβληματικά στοιχεία και της διαχείρισής τους, που τέθηκαν στην εισαγωγή του άρθρου και στη συνέχεια θα αναλύσουμε διάφορα χαρακτηριστικά που κρίνουν την επιτυχία ή μη του εγχειρήματος.



### (α) Βασικά ερωτήματα

Η βασική ιδέα για την ίδρυση μιας AMC είναι απλή. Αν οι τράπεζες απαλλαγούν από το προβληματικό χαρτοφυλάκιο, μπορούν ευκολότερα να συνεχίσουν απρόσκοπτα τις δραστηριότητές τους και να εκπληρώσουν τις λειτουργίες της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης. Πρώτον, δεν χρειάζεται να αφιερώσουν πόρους στη διαχείριση των NPLs, οι οποίοι μπορούν να στραφούν σε πιο παραγωγικές δραστηριότητες, και δεύτερον, περιορίζεται η αβεβαιότητα σχετικά με την αξία των NPLs καθώς αυξάνεται η διαφάνεια του ισολογισμού και αποτρέπεται η “μόλυνση” των υγιών στοιχείων. Έτσι αμβλύνονται τα ερωτηματικά για τη φερεγγυότητα της τράπεζας και διευκολύνεται η πρόσβαση της στις χρηματοαγορές και κεφαλαιαγορές.

Η αδιαφάνεια των ισολογισμών των τραπεζών (bank opacity) είναι ένα θέμα που έχει εξεταστεί αναλυτικά στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία από πολλές σκοπιές. Ακόμη και σε ομαλές περιόδους, η αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού είναι ιδιαίτερα δύσκολη, πολλώ μάλλον σε περιόδους κρίσης. Η πιστωτική ασφυξία της κρίσης του 2007-08 έχει άμεσα συνδεθεί με την αδυναμία της αγοράς να αποτιμήσει τα στοιχεία ενεργητικού και να επιβάλει την αναγκαία πειθαρχία. Έχει εμπειρικά τεκμηριωθεί ότι η αδιαφάνεια των τραπεζών μεγάλωσε κατά τη διάρκεια της κρίσης (βλ. Flannery et al. 2013) και αυτό οφείλεται σε δημοσιοποίηση υποεκτιμημένων ζημιών, ιδιαίτερα για τα στοιχεία που συνδέονταν με ακίνητη περιουσία, με βάση τις ευχέρειες των λογιστικών προτύπων και σε εκμετάλλευση της εποπτικής ανοχής, με στόχο τη “διατήρηση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων” (βλ. Huizinga and Laeven 2012). Αντίθετα, οι Calomiris and Nissim (2014) θεωρούν ότι μικρό μέρος της αδιαφάνειας συνδέεται με την ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου και παραθέτουν άλλες παραμέτρους, όπως οι καταθέσεις, ο επιτοκιακός κίνδυνος κ.λπ. Γενικά, έχει αναδειχθεί στη βιβλιογραφία ότι η διαφάνεια<sup>7</sup> των τραπεζών έχει θετικές επιδράσεις στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα,

λόγω του περιορισμού της πληροφοριακής ασυμμετρίας (βλ. Van Roy 2008) και ότι εποπτικές πρωτοβουλίες, όπως η δημοσιοποίηση των επιπτώσεων των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων, λειτουργούν προς αυτή την κατεύθυνση (βλ. Morgan et al. 2014) και μπορούν να πείσουν τους αποδέκτες ότι το μήνυμα εμπεριέχει σημαντική πληροφόρηση (βλ. Gick and Pausch 2012). Λογική συνέπεια των παραπάνω είναι ότι η απομάκρυνση του προβληματικού χαρτοφυλακίου από τον ισολογισμό των τραπεζών θα αυξήσει τη διαφάνεια και θα αποκαταστήσει τη δυνατότητα χρηματοδότησης της τράπεζας και συνεπώς χρηματοδότησης της οικονομίας. Μπορεί επίσης να σηματοδοτήσει την ενεργητική διαχείριση του προβλήματος και να δημιουργήσει συνθήκες χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (βλ. Hauck et al. 2014).

Βεβαίως η μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων από τις τράπεζες στην AMC δεν πρόκειται να εξυγιάνει αυτόματα τα στοιχεία αυτά, αλλά πρόκειται για μια κίνηση ανακατανομής του κινδύνου (risk shifting) και μεταφοράς του εκεί όπου δυνητικά μπορεί να υπάρξει πιο αποδοτική διαχείριση. Η διαχείριση των προβληματικών στοιχείων ενεργητικού αποτελεί τη μοναδική δραστηριότητα της AMC, η οποία έχει δυνητικά τη δυνατότητα να συγκεντρώσει εξειδικευμένους πόρους και τεχνογνωσία και να χρησιμοποιήσει εξειδικευμένα σχήματα για ενεργητική διαχείριση του χαρτοφυλακίου. Έχει επίσης το πλεονέκτημα του χρόνου, καθώς δεν περιορίζεται από την τραπεζική πρακτική ή/και τις τραπεζικές κανονιστικές υποχρεώσεις για άμεση ρευστοποίηση των προβληματικών περιουσιακών στοιχείων. Δεν έχει την πίεση της κεφαλαιακής επάρκειας και μπορεί να δια-

<sup>7</sup> Η διαφορά μεταξύ δημοσιοποίησης στοιχείων (disclosure) και δημοσιοποίησης έγκαιρων και έγκυρων πληροφοριών (transparency) είναι ουσιώδους σημασίας. Το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας υποχρεώνει τις τράπεζες σε δημοσιοποίηση στοιχείων σχετικά με τα αποτελέσματα των δραστηριοτήτων τους (mandatory disclosure), ενώ παράλληλα οι ίδιες οι τράπεζες συχνά αναλαμβάνουν την πρωτοβουλία δημοσιοποίησης πρόσθετων στοιχείων (voluntary disclosure). Η ηθελμένη δημοσιοποίηση είναι στοιχείο της εταιρικής διακυβέρνησης της τράπεζας και, αν είναι έγκαιρη και έγκυρη, συμβάλλει στη διαφάνεια. Υπό αυτό το πρίσμα, η ηθελμένη δημοσιοποίηση μπορεί να αναλυθεί ως ένα παίγνιο σηματοδότησης (signalling game).

χειριστεί καλύτερα το χρόνο ώστε να αποφύγει την εσπευσμένη πώληση περιουσιακών στοιχείων που συνοδεύεται συνήθως με την πραγματοποίηση σημαντικής ζημίας. Αντίθετα η δυνατότητα διακράτησης των στοιχείων και η επιλογή του άριστου χρονικού σημείου ρευστοποίησης, δηλαδή σε μια πιο ευμενή φάση του οικονομικού κύκλου, μπορεί να αποτρέψει ή τουλάχιστον να περιορίσει την εμφάνιση ζημιών.<sup>8</sup> Αν μάλιστα η AMC κατορθώσει να συγκεντρώσει μια κρίσιμη μάζα περιουσιακών στοιχείων, έχει τη δυνατότητα να βελτιώσει την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης, να εκμεταλλευθεί οικονομίες κλίμακας και να χρησιμοποιήσει εναλλακτικά χρηματοοικονομικά εργαλεία.

Συνεπώς, ο στόχος της δημιουργίας AMC είναι διττός, πρώτον να απομονώσει και να απαλλάξει τους ισολογισμούς των τραπεζών από προβληματικά περιουσιακά στοιχεία και δεύτερον, αφού συγκεντρώσει τα στοιχεία αυτά, να εφαρμόσει ένα πρόγραμμα αποτελεσματικής διαχείρισης. Όμως αντιμετωπίζει ένα εγγενές πρόβλημα, αυτό του ηθικού κινδύνου. Ο ηθικός κίνδυνος υφίσταται σε κάθε απόπειρα των κυβερνήσεων να επιλύσουν μια τραπεζική κρίση μεταθέτοντας το βάρος σε τρίτους. Αν η κρατική συνεισφορά θεωρείται δεδομένη, τότε δημιουργούνται στρεβλωμένα κίνητρα τόσο για τους δανειολήπτες, με ενίσχυση των τάσεων για στρατηγική αθέτηση (strategic default), όσο και τις τράπεζες, με χαλάρωση της πειθαρχίας στις χρηματοδοτικές αποφάσεις. Η στρατηγική αθέτηση είναι διαφορετική έννοια από την αθέτηση, ως προς το ότι ο αντισυμβαλλόμενος αθετεί όχι επειδή αδυνατεί αλλά επειδή δεν θέλει να πληρώσει. Υπάρχουν πολλοί λόγοι για μια τέτοια συμπεριφορά, μεταξύ των οποίων είναι και η “κοινή πεποίθηση” για την ενδεχόμενη χαλαρότητα που μπορεί να δείξει μια AMC. Όσον αφορά τις τράπεζες, αν η αποξένωση από τα προβληματικά περιουσιακά στοιχεία δεν συνοδευθεί από οργανωτική και λειτουργική αναδιάρθρωση και αναπροσαρμογή των κινήτρων, τότε η χαλάρωση των κριτηρίων θα συνεχιστεί και θα δημιουργήσει την επόμενη γενιά των NPLs. Βασικός μοχλός για την απο-

τροπή αυτής της συμπεριφοράς είναι η αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων (βλ. κατωτέρω) και η επιβολή κάποιου κόστους στις τράπεζες ως “τιμωρία” για συμπεριφορές του παρελθόντος.

## (β) Στοιχεία αποτελεσματικής υλοποίησης

Η μορφή που θα λάβει η AMC θα επηρεάσει τη δυνατότητά της να εκμεταλλευθεί τα πλεονεκτήματα στη διαχείριση των προβληματικών στοιχείων και να αντιμετωπίσει με επιτυχία τον ηθικό κίνδυνο αλλά και άλλες προκλήσεις. Στη συνέχεια εξετάζονται ορισμένα θέματα πολιτικής που συμβάλλουν στην επιτυχία ή μη του εγχειρήματος.

### (i) Εξουσιοδότηση

Σημαντικό στοιχείο αποτελεσματικότητας είναι η εξουσιοδότηση που θα λάβει μια AMC σχετικά με τον τρόπο διαχείρισης των NPLs που θα μεταβιβαστούν. Ο απώτερος στόχος είναι η μεγιστοποίηση της αξίας ανάκτησης (recovery value) των περιουσιακών στοιχείων και η εξουσιοδότηση μπορεί να περιλαμβάνει δύο κατευθύνσεις, τη ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων (asset disposition), την αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων (restructuring) ή συνδυασμό αυτών. Για τη ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων, η AMC συγκεντρώνει τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια και τις εξασφαλίσεις από τις τράπεζες και με ενεργητικές πολιτικές διαχείρισης στοχεύει στην ταχύτερη δυνατή ρευστοποίησή τους, ώστε να αποτραπεί περαιτέρω επιδείνωση της αξίας τους. Η ενδεχόμενη εξειδίκευση της AMC διευκολύνει την επίτευξη των στόχων, αλλά πιο κρίσιμος παράγοντας είναι η πληρότητα του νομικού και ρυθμιστικού πλαισίου. Στην περίπτωση της αναδιάρθρωσης, ο στόχος είναι η

<sup>8</sup> Σημειώνεται ότι η δυνατότητα αυτή υπονοεί ότι τα προβληματικά περιουσιακά στοιχεία έχουν εσωτερική αξία και απλώς η αγορά δεν μπορεί να την εκτιμήσει. Μια σχολή σκέψης χαρακτηρίζει την προέγγιση αυτή παρωχημένη, καθώς υπονοεί ότι δεν υπάρχουν κακά στοιχεία (bad assets) αλλά “ακατανόητα” στοιχεία (misunderstood assets) και η πολιτική δημιουργίας AMC ή οποιαδήποτε πολιτική που δεν αναγνωρίζει και δεν καταλογίζει άμεσα τη ζημία απλώς μετακυλίζει τα βάρη σε τρίτους (βλ. Paul Krugman (2009), “Zombie Financial Ideas”, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/03/03/zombie-financial-ideas/>).

αντιμετώπιση των προβλημάτων που οδήγησαν τις επιχειρήσεις στη μη εξυπηρέτηση των δανείων, η ανάταξη των επιχειρήσεων και μετά η ρευστοποίησή τους. Η λύση αυτή εκ των πραγμάτων είναι πιο μακροπρόθεσμη, έχει ιδιαίτερες δυσκολίες και αβεβαιότητες, ιδιαίτερα αν μια επιχείρηση που έχει αναδιρθωθεί επανέλθει σε καθεστώς προβληματικότητας, γεγονός που καθιστά την AMC ευάλωτη σε κριτική και απεικονίζει τον κίνδυνο φήμης του εγχειρήματος της “κακής τράπεζας”.<sup>9</sup>

Στην πράξη συνήθως επικρατεί μια μικτή κατάσταση, όπου η AMC διενεργεί και τις δύο δραστηριότητες. Μελέτη περιπτώσεων της Παγκόσμιας Τράπεζας (βλ. Klingebiel 2000) κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι AMC είναι λιγότερο αποτελεσματικές στην αναδιάρθρωση επιχειρήσεων, ενώ, υπό προϋποθέσεις, μπορούν να φανούν πιο αποτελεσματικές στη ρευστοποίηση. Πρακτικά μπορεί να επικρατήσει μια πιο ισορροπημένη πολιτική, όπου δεν αποκλείεται η αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων, αλλά η βασική δραστηριότητα εστιάζεται στη ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων.

Η εξουσιοδότηση που θα λάβει μια AMC σχετικά με τον τρόπο διαχείρισης του χαρτοφυλακίου της καθορίζει και τη μορφή της. Σε κάθε περίπτωση πρέπει να έχει μακροχρόνιο ορίζοντα λειτουργίας και δυνατότητα να λαμβάνει ένα ευρύ φάσμα αποφάσεων και σε αυτό πρέπει να διευκολυνθεί από το νομικό πλαίσιο. Αν λειτουργεί ως τράπεζα, υπόκειται στους περιορισμούς του τραπεζικού νόμου, καθώς και στους κανόνες προληπτικής εποπτείας. Αυτό περιορίζει σε μεγάλο βαθμό τις δυνατότητες ευελιξίας και το πεδίο δραστηριοτήτων της. Αν λειτουργεί ως απλή επιχείρηση, διευρύνει το φάσμα των δραστηριοτήτων της, αλλά δεν μπορεί να προβαίνει σε ορισμένες, κατά περίπτωση, αναγκαίες ενέργειες τραπεζικής υφής. Τέλος, αν λειτουργεί ως κρατικός φορέας, υπόκειται σε διάφορους περιορισμούς και είναι πιο ευάλωτη σε εξωτερικές πιέσεις. Πιθανόν η ιδανικότερη λύση να είναι η εταιρεία ειδικού σκοπού, η λειτουργία της οποίας διέπεται από ειδικό νομικό καθεστώς.

## (ii) Το ιδιοκτησιακό καθεστώς

Το καθεστώς της AMC εξαρτάται από την πολιτική επιλέξιμων στοιχείων ενεργητικού και το μέγεθος του χαρτοφυλακίου που θα συγκεντρωθεί (legacy assets). Μπορεί να δημιουργηθεί μια ενιαία AMC, που διαχειρίζεται το σύνολο των μη εξυπηρετούμενων δανείων ή να τεθεί κάποιο άνω όριο μεγέθους και να δημιουργηθούν διαφορετικές AMC ανάλογα με κάποια εξειδίκευση των επιλέξιμων στοιχείων (π.χ. κατηγορία, κλάδος, ύψος κ.λπ.). Η επιλογή εξαρτάται από την ένταση του προβλήματος, την ομοιογένεια των περιουσιακών στοιχείων, τη διαχειριστική ικανότητα και τα διαθέσιμα χρηματοοικονομικά εργαλεία διαχείρισης. Τα κριτήρια επιλεξιμότητας δεν μπορούν να είναι οριζόντια για όλες τις τράπεζες και πρέπει να υπακούουν σε ορισμένους κανόνες που δεν θα δημιουργούν ανταγωνιστικό μειονέκτημα σε κάποια τράπεζα.<sup>10</sup> Έτσι, η μεταβίβαση πρέπει να είναι ουδέτερη ως προς την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών και κάθε τράπεζα να παραμείνει με το ίδιο περίπου σχετικό ποσοστό NPLs. Επίσης, για να μη διαρραγεί η σχέση τράπεζας-πελάτη, η μεταβίβαση πρέπει να έχει οικειοθελή χαρακτηριστικά, ώστε οι τράπεζες να έχουν τη δυνατότητα της τελικής επιλογής. Τέλος, θα πρέπει τα μεταβιβαζόμενα NPLs να έχουν χαρακτηριστικά που διευκολύνουν την εμπορευσιμότητά τους, ώστε να έχει η AMC ένα πιο ευρύ πεδίο χρηματοοικονομικών μέσων διαχείρισης.

Άμεση συνέπεια της πολιτικής των επιλέξιμων στοιχείων είναι το ιδιοκτησιακό καθεστώς της AMC. Ο δημόσιος χαρακτήρας μιας AMC είναι το σχήμα που επικρατεί, καθώς η δια-

<sup>9</sup> Είναι χαρακτηριστικό το παράδειγμα της Σλοβενίας, που μετά από προτροπή του ΔΝΤ αποφάσισε τη δημιουργία AMC, αλλά η κυβέρνηση αντιμετώπισε σφοδρή κριτική και ζητήθηκε δημοψήφισμα. Οι υποστηρικτές του δημοψηφίσματος βασίστηκαν στην κατηγορία ότι πίσω από τη δημιουργία AMC κρύβονται θέματα διαφθοράς (crony capitalism). Τελικά η AMC δημιουργήθηκε χωρίς δημοψήφισμα, αφού το συνταγματικό δικαστήριο απέρριψε τις κατηγορίες ως αβάσιμες με το επιχείρημα ότι η δημιουργία AMC αποτελεί μια διεθνή πρακτική και η χώρα δεν μπορεί να διαφοροποιηθεί (βλ. <http://www.reuters.com/article/2012/12/19/slovenia-referendums-idUSL5E8NJ8GL20121219>).

<sup>10</sup> Στην Ευρωπαϊκή Ένωση υπάρχουν οι κανόνες ανταγωνισμού, που δεν μπορούν να παραβιαστούν. Για το λόγο αυτό, κάθε εγχείρημα δημιουργίας AMC τελεί υπό την έγκριση της Γενικής Διεύθυνσης Ανταγωνισμού της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

χείριση των NPLs έχει και μια κοινωνική διάσταση. Όμως έχει αναγνωριστεί ότι σ' αυτή την περίπτωση είναι πιο ευάλωτη σε εξωτερικές πιέσεις, υπάρχει πρόβλημα ευθυγράμμισης συμφερόντων και υφίσταται το πρόβλημα των κινήτρων. Η δημιουργία καθαρά ιδιωτικής AMC επιλύει μερικώς αυτά τα προβλήματα αλλά είναι δύσκολη, λόγω της αβεβαιότητας στην αποτίμηση των στοιχείων καθώς και του μεγέθους χρηματοδότησης που απαιτείται. Η περίπτωση της μικτής εταιρίας, ως τρίτη εναλλακτική επιλογή, έχει πλεονεκτήματα σχετικά με τα κίνητρα και τη χρηματοδότηση, αλλά η εισφορά ιδιωτικών κεφαλαίων συνήθως συνοδεύεται από κάποιες μορφής κρατική εγγύηση και συμφωνία καταμερισμού του κόστους.<sup>11</sup> Δεν υπάρχει ιδανική λύση και η απόφαση πρέπει να στηρίζεται σε ανάλυση κόστους-οφέλους.

### (iii) Στρατηγική και κίνητρα

Όπως σε κάθε οργανισμό, η στρατηγική αποτελεί κρίσιμο παράγοντα επιτυχίας. Μια AMC συνήθως διαχειρίζεται μεγάλο όγκο περιουσιακών στοιχείων και, σε πολλές περιπτώσεις, πολιτικά και κοινωνικά ευαίσθητων περιουσιακών στοιχείων. Συνεπώς πρέπει να δημιουργηθούν συνθήκες απόλυτης διαφάνειας και λογοδοσίας με απόλυτα ξεκάθαρους στόχους όπου θα ελαχιστοποιούνται κατά το δυνατόν οι παρεμβάσεις. Παράλληλα βέβαια πρέπει να δοθεί νομική θωράκιση στους διαχειριστές, αφού καλούνται να λάβουν δύσκολες αποφάσεις, όπως αναδιάρθρωση ή/και διαγραφή χρέους κ.λπ.

Κρίσιμο σημείο της στρατηγικής είναι η απόφαση για το φορέα διαχείρισης των NPLs. Αν τον αναλάβει η ίδια η AMC, πρέπει να δημιουργήσει την υποδομή εκ του μηδενός και να προσελκύσει εξειδικευμένο προσωπικό για την υλοποίησή της. Όμως κάθε AMC έχει ένα ενδογενές πρόβλημα κινήτρων αφού εξ αντικειμένου, αν είναι επιτυχημένη, θα ρευστοποιήσει τα περιουσιακά της στοιχεία γρήγορα και θα πάψει να υφίσταται. Αυτό είναι αντικίνητρο για να προσελκύσει υψηλών προδιαγραφών στελεχιακό δυναμικό για περιορι-

σμένο χρονικό διάστημα. Συνεπώς υπάρχει σαφές κίνητρο παράτασης της ζωής μιας AMC με τη μετατροπή της σε “αποθήκη” NPLs (NPL warehouse). Αυτό μπορεί να αποφευχθεί με μια σαφώς προσδιορισμένη στρατηγική εξόδου, το χρονικό πρόγραμμα ρευστοποιήσεων και παροχή κινήτρων για την επίτευξη συγκεκριμένων και μετρήσιμων αποτελεσμάτων. Εναλλακτικά, η διαχείριση μπορεί να εκχωρηθεί στις τράπεζες, οι οποίες αναμφισβήτητα έχουν το πληροφοριακό πλεονέκτημα και την υποδομή ώστε να την εκπληρώσουν, ιδιαίτερα με πελάτες με τους οποίους έχουν αναπτύξει μακροχρόνια τραπεζική σχέση. Όμως αυτό απορροφά σημαντικούς πόρους και παράλληλα τίθενται θέματα σύγκρουσης συμφερόντων, καθώς μια τράπεζα που έχει εμπλακεί στη διαδικασία χορήγησης των δανείων δεν είναι σίγουρο ότι μπορεί να τα δει αποστασιοποιημένα και να λάβει τις απαιτούμενες αποφάσεις.<sup>12</sup>

### (iv) Αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων

Η αξία μεταβίβασης των περιουσιακών στοιχείων από τις τράπεζες στην AMC είναι ένα από τα δυσκολότερα σημεία του εγχειρίματος ίδρυσης και λειτουργίας μιας AMC.<sup>13</sup> Ο βασικός κανόνας προβλέπει ότι η μεταβίβαση των

<sup>11</sup> Σε πολλές χώρες ο προβληματισμός σχετικά με το ιδιοκτησιακό καθεστώς της AMC συνδέεται με την κατάσταση των δημόσιων οικονομικών. Για να μην προσμετρηθεί η κρατική συμμετοχή στο χρέος πρέπει να καλύπτονται οι προϋποθέσεις της Eurostat. Οι κανόνες προβλέπουν ότι αν (α) υπάρχει συμμετοχή ιδιωτών τουλάχιστον 51%, (β) η AMC έχει περιορισμένη χρονική διάρκεια, (γ) υπάρχει επιχειρηματικό σχέδιο και (δ) τα στοιχεία μεταβιβάζονται με σημαντική έκπτωση, το χρηματοδοτικό κενό δεν συμπεριλαμβάνεται στο χρέος. Με νεότερες αποφάσεις (ESA 2010) το όριο του 51% αμβλύνθηκε και το κριτήριο σχετίζεται με τον φέροντα τον κίνδυνο. Δηλαδή μια μικτή AMC με κρατική εγγύηση ή με το κράτος να αναλαμβάνει την πρωτεύουσα ζημία (first loss) θεωρείται “κρατική” με την έννοια ότι επιβαρύνει το χρέος (βλ. Gandrud and Hallerberg 2014).

<sup>12</sup> Η διαχείριση μπορεί να εκχωρηθεί σε εξειδικευμένη μη τραπεζική επιχείρηση ώστε ο διαχειριστής να διαφέρει από το δημιουργό του προβλήματος. Την προσέγγιση μερικώς ακολούθησε η NAMA (Ιρλανδία), η οποία έχει εκχωρήσει τη διαχείριση χαρτοφυλακίου ύψους 41 δισεκ. ευρώ για 4 χρόνια σε εξειδικευμένη εταιρία, με εκτιμώμενο κόστος 80 εκατ. ευρώ (0,2% της αξίας του χαρτοφυλακίου). Η εταιρία ανακοίνωσε ότι θα αυξήσει το στελεχιακό της δυναμικό λόγω αυτής της συμφωνίας κατά 140 άτομα.

<sup>13</sup> Η δυσκολία σωστής αποτίμησης των τοξικών στοιχείων θεωρείται ένας από τους βασικότερους λόγους της αρχικής αποτυχίας του προγράμματος Troubled Assets Relief Program (TARP) στις ΗΠΑ. Αρχικά το πρόγραμμα είχε στόχο την αγορά από τις τράπεζες προβληματικών στοιχείων και ρευστοποίησή τους. Όμως σύντομα άλλαξε στόχευση και χρησιμοποιήθηκε για την άμεση κεφαλαιακή ενίσχυση προβληματικών τραπεζών (βλ. Goddard 2009 και Bebcuk 2009).



περιουσιακών στοιχείων πρέπει να γίνει στην πραγματική τους αξία και είναι σαφές ότι αυτή δεν μπορεί να είναι η τρέχουσα αξία,<sup>14</sup> διότι στις περισσότερες των περιπτώσεων αυτή προσδιορίζεται από περιστασιακές συναλλαγές, με συνέπεια οι παράγοντες προσφοράς και ζήτησης να αποκλίνουν από τη θεμελιώδη αξία. Αν η μεταβίβαση πραγματοποιηθεί σε υψηλότερη από την πραγματική αξία, τότε αυτό αποτελεί έμμεση χρηματοδότηση των τραπεζών,<sup>15</sup> η AMC αναλαμβάνει τον οικονομικό κίνδυνο και επιβαρύνεται υπέρμετρα αυτός που χρηματοδοτεί την AMC. Αντίθετα, αν η μεταβίβαση πραγματοποιηθεί σε χαμηλότερη τιμή, τότε “επιβάλλονται” ζημίες στις τράπεζες, μειώνεται το κίνητρο των τραπεζών για μεταβίβαση, απαιτείται μεγαλύτερη χρηματοδότηση και μεταφέρονται κέρδη στην AMC. Περαιτέρω, το θέμα της αποτίμησης είναι πολύ σημαντικότερο σε περίπτωση που η AMC είναι θυγατρική της τράπεζας, καθώς σε αυτή την περίπτωση μπορεί να χρησιμοποιηθεί για ωραιοποίηση των στοιχείων και να ενισχυθεί τεχνητά η κεφαλαιακή επάρκεια της τράπεζας.

Η αποτίμηση μη εξυπηρετούμενων δανείων και γενικότερα μη εύκολα ρευστοποιήσιμων στοιχείων είναι πολύ δύσκολη, ειδικότερα σε περιόδους αναταραχών και κρίσης. Τα ιδιοσυγκρατικά χαρακτηριστικά των τοξικών στοιχείων δημιουργούν αβεβαιότητες για την εσωτερική τους αξία και συνεπώς απαιτείται ο υπολογισμός μιας προσεγγιστικής αξίας. Μπορούν να χρησιμοποιηθούν κάποια από τα υπάρχοντα υποδείγματα που προσφέρει η βιβλιογραφία (mark to model), η αναλυτική εκτίμηση ειδικών (due diligence) ή η εκτίμηση ποσοτών απομείωσης (haircuts). Κάθε μεθοδολογία είχε πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Με τη χρησιμοποίηση υποδειγμάτων λαμβάνονται υπόψη διάφοροι παράγοντες, όπως η πιθανότητα ανάκτησης του δανείου, οι προβλέψεις ταμειακών ροών της επιχείρησης, η εκτίμηση των εξασφαλίσεων κ.λπ., αλλά τα *animal spirits* του Keynes είναι παρόντα, δημιουργούν περιπλοκές, π.χ. μη γραμμικότητα, που δύσκολα ενσωματώνονται. Η γνώμη των ειδικών πιθανόν να μπορεί να διορθώσει μει-

ονεκτήματα των υποδειγμάτων, αλλά είναι χρονοβόρα, κοστοβόρα και με πολλά στοιχεία υποκειμενικότητας. Τα ποσοστά απομείωσης υπολογίζονται συνήθως με υποδείγματα δυνητικής ζημίας (Value-at-Risk), αλλά η εφαρμογή τους στον πιστωτικό κίνδυνο δεν είναι ακόμη ευρέως αποδεκτή.

Η αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων έχει και μία άλλη διάσταση, την παροχή κινήτρου στις τράπεζες να συμμετέχουν στο εγχείρημα και να δεχθούν να μεταβιβάσουν το προβληματικό χαρτοφυλάκιο. Οι τράπεζες απολαμβάνουν πληροφοριακή υπεροχή και έχουν κίνητρο μεταβίβασης των στοιχείων αν η τιμή είναι υψηλότερη από την πραγματική και είναι τέτοια ώστε να περιορίζεται το στίγμα που ενδεχομένως θα υποστεί η τράπεζα (stigma effect). Αυτά επιβεβαιώνονται από υποδείγματα για το ρόλο της “κακής τράπεζας” στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα (βλ. Hauck et al. 2014) και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ένα ελάχιστο κατώφλι τιμής συμβάλλει στη χρηματοπιστωτική ευστάθεια.

Όπως έγινε προφανές, η αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων είναι κεντρικής σημασίας για την επιτυχία του εγχειρήματος της δημιουργίας “κακής τράπεζας”. Δεν υπάρχει άριστη μεθοδολογία και η επιλογή πρέπει να λάβει υπόψη ότι υπάρχει αντίστροφη σχέση μεταξύ ακρίβειας και ταχύτητας.

<sup>14</sup> Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή απαιτεί η μεταβίβαση να γίνει στην πραγματική οικονομική αξία (Real Economic Value – REV), την οποία ορίζει ως το άθροισμα των προεξοφλημένων αναμενόμενων ταμειακών ροών μέχρι την ωρίμανση του στοιχείου, δηλαδή της καθαρής παρούσας αξίας των αναμενόμενων χρηματοροών. Παρά την απλότητα του ορισμού, η εκτίμηση είναι δύσκολη, καθώς υπάρχουν πολλές παράμετροι με αβεβαιότητα, π.χ. η πιθανότητα αθέτησης (βλ. Boudghene and Maes 2012).

<sup>15</sup> Στην Ευρωπαϊκή Ένωση υπάρχει και ο επιπρόσθετος περιορισμός που θέτει ο κανονισμός για κρατική ενίσχυση των τραπεζών (State Aid – 2013 Banking Communication). Σ’ αυτόν αναφέρεται ρητά ότι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή είναι η μόνη αρμόδια να εγκρίνει μέτρα διαχείρισης προβληματικών περιουσιακών στοιχείων και θα πρέπει να έχει προηγηθεί σχέδιο αναδιάρθρωσης. Επίσης εξετάζεται ενδεχόμενη έμμεση ενίσχυση των τραπεζών που μεταβιβάζουν τα στοιχεία, εκτός αν χρησιμοποιηθεί το σύστημα των ανταγωνιστικών προσφορών, οπότε εξετάζεται αν υπάρχουν προϋποθέσεις στρέβλωσης του ανταγωνισμού. Το κανονιστικό πλαίσιο έχει εφαρμοστεί στην Ολλανδία, όπου η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έκρινε ότι η μεταβίβαση προβληματικών στοιχείων από την τράπεζα SNS Reaal έπρεπε να θεωρηθεί κρατική ενίσχυση λόγω υψηλού τιμήματος και την υπολόγισε σε 859 εκατ. ευρώ (βλ. [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-13-1280\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-1280_en.htm)).



#### (ν) Χρηματοδότηση και κατανομή κόστους

Η χρηματοδότηση της AMC και η κατανομή του κόστους είναι ένα άλλο πρακτικό θέμα που πρέπει να επιλυθεί, διότι αναμένεται γενικά η AMC να είναι ένας ζημιογόνος οργανισμός. Συνήθως υπάρχουν δύο εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, η έκδοση κρατικών ομολόγων ή η έκδοση ομολόγων της AMC με κρατική εγγύηση. Η επιλογή εξαρτάται από τις δυνατότητες της κυβέρνησης, αλλά και από το χρονικό σημείο κατά το οποίο η κυβέρνηση επιθυμεί να αναλάβει το κόστος αναδιάρθρωσης του τραπεζικού συστήματος.

Αν τα αρχικά κεφάλαια δεν είναι επαρκή για τη μεταβίβαση του συνόλου των NPLs που καλύπτουν τα κριτήρια επιλεξιμότητας, τότε μπορεί να χρησιμοποιηθεί η μόχλευση, δηλαδή η AMC να αναζητήσει δανειοδότηση για να χρηματοδοτήσει τη μεταβίβαση. Η δανειοδότηση μπορεί να προέλθει από διάφορες πηγές. Αν η δανειοδότηση προέλθει από τις τράπεζες, τα στοιχεία των οποίων έχουν μεταβιβαστεί, αυτό δεν συμβάλλει στην άρση της αβεβαιότητας, καθώς η αποπληρωμή των δανείων εξαρτάται από την επιτυχία διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων της AMC, δηλαδή το πρόβλημα παραμένει με άλλη μορφή. Αν η δανειοδότηση προέλθει από αυτόνομα μέσα, π.χ. έκδοση ομολόγων, τότε

τίθενται ερωτηματικά για την εμπορευσιμότητα των ομολόγων, την αξία των ομολόγων, καθώς και αν η πληρωμή των τοκομεριδίων επιδεινώνει τη λειτουργική αποτελεσματικότητα της AMC.

Τέλος, σχετικά με την κατανομή του κόστους μεταξύ των ομάδων συμφερόντων, δηλαδή της εταιρείας διαχείρισης, των τραπεζών και των φορολογουμένων, αυτή εξαρτάται από το βαθμό αποστροφής προς τον κίνδυνο κάθε ομάδας και το μέγεθος του οικονομικού κινδύνου που είναι διατεθειμένη να αναλάβει. Αυτά ποικίλλουν ανάλογα με την ένταση του προβλήματος και τις εξωτερικές οικονομικές συνθήκες. Πιο πρακτικά, αυτό εξαρτάται από την επιθυμία ή/και τη δυνατότητα του κράτους να αναλάβει τον κίνδυνο των προβληματικών δανείων. Βεβαίως πάντοτε υπάρχει και η δυνατότητα επιβολής μιας συγκεκριμένης κατανομής κόστους, με κίνδυνο την περιορισμένη συμμετοχή στο εγχείρημα από πλευράς τραπεζών.<sup>16</sup> Στο Πλαίσιο 2 παρουσιάζεται ένα απλοϊκό παράδειγμα.

<sup>16</sup> Στην Ευρωπαϊκή Ένωση το θέμα της κατανομής του κόστους είναι πιο περίπλοκο, καθώς πρόκειται να τεθεί σε εφαρμογή ο ενιαίος μηχανισμός εξυγίανσης τραπεζών, όπου προβλέπεται ότι πριν από τη συνεισφορά κρατικών κεφαλαίων σε μια τράπεζα ή κεφαλαίων από τον ESM (bail-out), πρέπει να προηγηθεί συνεισφορά από όλες τις υπόλοιπες πηγές, δηλαδή τα κεφάλαια των μετόχων και των πιστωτών μιας τράπεζας έως το 8% των κεφαλαίων (bail-in). Ο κανονισμός αυτός δυσχεραίνει τη δημιουργία μιας αμιγώς κρατικής AMC.

#### Πλαίσιο 2

##### ΕΝΔΕΙΚΤΙΚΟ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΩΝ ΑΝΑΓΚΩΝ

Στο παρακάτω σχεδιάγραμμα παρατίθεται το πλαίσιο του παραδείγματος.



Έστω ότι η τράπεζα έχει χαρτοφυλάκιο NPLs με λογιστική αξία 80 και τρέχουσα αξία 25. Η αποτίμηση της AMC προσδιόρισε την πραγματική αξία, δηλαδή την αξία αφού ληφθούν υπόψη οι ενδεχόμενες ανακτήσεις, σε 50. Αν η τράπεζα αποφασίσει να μεταβιβάσει το χαρτοφυλάκιο στην AMC, αυτό θα πραγματοποιηθεί στην πραγματική αξία και συνεπώς η τιμή μεταβίβασης ορίζεται στα 50. Η τράπεζα αντιμετωπίζει μια άμεση ζημία 30 (Λογιστική αξία 80 – Αξία μεταβίβασης 50), που ενδεχομένως να απορροφηθεί από την κερδοφορία της τράπεζας ή/και τις προβλέψεις. Σε διαφορετική περίπτωση θα απαιτηθούν νέα κεφάλαια. Πρέπει συνεπώς να βρεθεί μια πηγή χρηματοδότησης που θα καλύψει τη διαφορά. Είναι προφανές ότι η τράπεζα οδηγείται σε απομύχλευση, αλλά βελτιώνει το δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας.

Η AMC καλείται να χρηματοδοτήσει το χαρτοφυλάκιο των 50 και έχει πολλές εναλλακτικές δυνατότητες. Στο παράδειγμα χρηματοδοτεί την πραγματική αξία των NPLs, 25, με έκδοση ομολόγων προς ιδιώτες και μεταβιβάζει τα μετρητά στην τράπεζα. Παραμένει το χρηματοδοτικό κενό των 25, για το οποίο απαιτείται εναλλακτικός τρόπος χρηματοδότησης. Αν υπάρχει η δυνατότητα, μπορεί να χρησιμοποιηθεί η μόχλευση, 10 στο παράδειγμα, και να συμβάλει το κράτος, 15 στο παράδειγμα.

Η AMC αντιμετωπίζει ενδεχόμενη μελλοντική ζημία ίση με (Αξία μεταβίβασης 50 – Τρέχουσα αξία 25 + Ποσό ανάκτησης – Κόστος), η οποία εξαρτάται από την επιβεβαίωση των εκτιμήσεων για το ποσό της ανάκτησης. Επειδή υπάρχει ένας βαθμός αβεβαιότητας, μπορεί να συμφωνηθεί η κατανομή του κόστους μεταξύ τράπεζας και AMC ανάλογα με το έλλειμμα του ποσού της αναμενόμενης ανάκτησης. Αν στο εγχείρημα συμμετέχει και το κράτος, μπορεί να προβλεφθεί η κατανομή μεταξύ τράπεζας, AMC και κράτους με μια ρήτρα κατά τη σύναψη χρηματοδότησης.

#### 4 Η ΛΥΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΕΝΤΟΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Η λύση της διαχείρισης εντός τράπεζας αποτελεί μια εναλλακτική επιλογή σε σχέση με τη δημιουργία συγκεντρωτικής “κακής τράπεζας” και έχει διαφορετικά χαρακτηριστικά κινδύνου και λογοδοσίας (βλ. Dado and Klingebiel 2002). Το προβληματικό χαρτοφυλάκιο περιχαράκωνεται (ring fencing) και παραμένει στον ισολογισμό των τραπεζών και η διαχείρισή του γίνεται από ειδική ομάδα διαχείρισης NPLs εντός της τράπεζας ή από ειδική θυγατρική που ιδρύεται αποκλειστικά γι’ αυτό το σκοπό. Παράλληλα υπάρχει και η βοήθεια του κράτους, το οποίο, για κάποιο χρονικό διάστημα, δίνει εγγυήσεις ώστε να μειωθεί η αβεβαιότητα και οι τράπεζες να προχωρήσουν στη διαχείριση χωρίς εξωτερικές πιέσεις. Θα εξετάσουμε την προσέγγιση με βάση τα δύο ερωτήματα, της αποξένωσης από τα προβληματικά στοιχεία και της διαχείρισής τους, που τέθηκαν στην εισαγωγή του άρθρου.

Η προσέγγιση της διαχείρισης “εντός ισολογισμού” δεν απολαμβάνει τα πλεονεκτήματα που έχει η αποξένωση των προβληματικών στοιχείων από τον ισολογισμό των τραπεζών. Υπό αυτό το πρίσμα εμπεριέχει ως ένα βαθμό τον κίνδυνο σηματοδότησης, καθώς η διατήρηση των προβληματικών στοιχείων εντός ισολογισμού δεν δίνει το αναγκαίο σήμα στην αγορά και στις ομάδες συμφερόντων ότι υπάρχει αμετάκλητη δέσμευση για εξυγίανση των χαρτοφυλακίων, αφού δεν υπάρχει ένας καθαρός διαχωρισμός (clean break) του προβληματικού χαρτοφυλακίου από τα υγιή στοιχεία. Αυτό μπορεί να αμβλυνθεί αν υπάρχει οργανωτικός και λειτουργικός διαχωρισμός της διαχείρισης των προβληματικών στοιχείων από τα υγιή (βλ. ECB 2013). Επίσης αμβλύνεται με την κρατική εγγύηση, που αποσκοπεί στο να “υποκαταστήσει” προβληματικά στοιχεία με υγιή στοιχεία ώστε βελτιωθεί η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, να αποκτήσουν πρόσβαση στις χρηματοαγορές για άντληση κεφαλαίων και να χρηματοδοτήσουν

την οικονομία. Οι εγγυήσεις συνήθως αφήνουν ένα ποσοστό πρωτεύουσας ζημίας (first loss) στην τράπεζα, συνοδεύονται δε από προμήθεια και περιορισμούς στην πολιτική επέκτασης, την πολιτική μερισμάτων, την πολιτική αντιπαροχών στα στελέχη, την πολιτική ενισχύσεων στο προσωπικό κ.λπ.

Περαιτέρω, η λύση της διαχείρισης εντός της τράπεζας δεν δημιουργεί πιεστική ανάγκη στην κυβέρνηση για άμεση καταβολή κεφαλαίων, οπότε αμβλύνονται και οι άμεσες πιέσεις για ορθολογική αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό σε περιόδους πίεσης στα δημόσια οικονομικά, αν και ουσιαστικά η κυβέρνηση αναλαμβάνει ένα δυνητικό κόστος (contingent cost) σε αντικατάσταση ενός τρέχοντος κόστους. Στην “εκτός ισολογισμού” λύση το τρέχον κόστος είναι μεγάλο και ενδεχομένως το μελλοντικό κόστος μικρό, ενώ αντίθετα στην “εντός ισολογισμού” λύση το τρέχον κόστος είναι μικρό, αλλά ενδεχομένως το μελλοντικό κόστος μεγάλο. Επίσης, η εγγύηση που συνήθως συνοδεύει την “εντός ισολογισμού” λύση παρέχει μεγαλύτερο βαθμό ευελιξίας και είναι ευκολότερο να εξειδικευθεί κατά τράπεζα ή κατά ομάδα προϊόντων ή/και να διευρύνει την πολιτική επιλέξιμων στοιχείων. Παραδείγματος χάριν, μια τράπεζα θα μπορούσε να επιλέξει να λάβει μικρότερη εγγύηση και άρα να πληρώνει μικρότερη προμήθεια, με τίμημα να αναλάβει μεγαλύτερο μέρος της δυνητικής ζημίας. Αυτές οι διευθετήσεις είναι δυσκολότερες σε μια “κακή τράπεζα” που συγκεντρώνει το σύνολο των προβληματικών στοιχείων. Περαιτέρω, οι εγγυήσεις μπορεί να αποτελούν κίνητρο για μια τράπεζα να διακρατήσει ορισμένα περιουσιακά στοιχεία μέχρι τη λήξη τους χωρίς να είναι ανάγκη να αποτιμά σε τρέχουσες τιμές με άμεση υποχρέωση απορρόφησης των ζημιών.

Όσον αφορά τη διαχείριση των NPLs, αυτή δεν είναι μια άγνωστη εργασία στις τράπεζες και μπορούν σχετικά άμεσα να κεφαλαιοποιήσουν την εμπειρία που διαθέτουν. Βεβαίως το επιχειρηματικό μοντέλο για τη διαχείριση

των NPLs είναι διαφορετικό από το επιχειρηματικό μοντέλο παροχής δανείων καθώς χρειάζεται ιδιαίτερη τεχνογνωσία και εμπειρία. Ο χειρισμός των ενήμερων πελατών είναι διαφορετικός από το χειρισμό των προβληματικών πελατών, καθώς στη δεύτερη περίπτωση είναι πιο προσωποποιημένος και ενδεχομένως ενέχει μεγαλύτερη νομική προσέγγιση. Είναι πολύ απλοϊκό να υποθέσουμε ότι μια τράπεζα μπορεί εύκολα με μετατραπεύ από “καλή τράπεζα” σε “κακή τράπεζα” (βλ. Sheehan 2011).

Παρά τις δυσκολίες, κάθε τράπεζα μπορεί να διαθέσει άμεσα εξειδικευμένους πόρους στη διαχείριση και δεν χρειάζεται να τους δημιουργήσει εκ του μηδενός. Έτσι, το μεγάλο πλεονέκτημα της λύσης αυτής είναι ότι μπορεί να εφαρμοστεί γρήγορα χωρίς να διαταράσσει τη συνέχεια της διαχείρισης, αφού το χαρτοφυλάκιο παραμένει στην τράπεζα όπου δημιουργήθηκε. Η τράπεζα έχει το σύνολο των πληροφοριών και έτσι οι αποφάσεις μπορούν να βασίζονται σε όλο το ιστορικό της πιστοδότησης, από την πρώτη απόφαση χορήγησης έως τη μεταφορά του σε ειδική διαχείριση. Ένας εξωτερικός παράγοντας θα χρειαζόταν πολύ χρόνο και εξειδίκευση για να κατανοήσει όλες τις διαστάσεις μιας πιστοδότησης και ίσως να μην έχει τα κατάλληλα κίνητρα. Τα μειονεκτήματα στα παραπάνω, που αποτελούν και πλεονεκτήματα της δημιουργίας AMC, είναι ότι αποσπώνται πόροι από την τράπεζα που δεν μπορούν να διοχετευθούν σε άλλες παραγωγικές δραστηριότητες και η τράπεζα δεν μπορεί να εκμεταλλευθεί οικονομίες κλίμακας. Πιο σημαντικό όμως είναι το γεγονός ότι η τράπεζα δεν μπορεί εύκολα να αποξενωθεί από μια τραπεζική σχέση και να διαχειριστεί αποστασιοποιημένα το πρόβλημα. Σε πολλές περιπτώσεις έχει κίνητρο να διατηρήσει τη σχέση με κάθε κόστος, γεγονός που μπορεί να αποτρέψει την ομαλή διαχείριση του προβληματικού δανείου. Αυτό μπορεί να έχει επιπλέον αρνητική χροιά αν η σχέση δεν βασίζεται σε υγιείς τραπεζικές πρακτικές. Τέλος, το εγχείρημα ενέχει λειτουργικό κίνδυνο και κίνδυνο φήμης. Οι τράπεζες διαθέτουν μεν

δομές και διαδικασίες διαχείρισης, αλλά συνήθως αυτές δεν μπορούν να εξυπηρετήσουν τον αυξημένο όγκο NPLs που παρουσιάζεται. Συνεπώς θα πρέπει να εμπλουτιστούν και να επεκταθούν, γεγονός που ενέχει αυξημένους λειτουργικούς κινδύνους. Επίσης, ο κίνδυνος φήμης των τραπεζών είναι υπαρκτός, αφού πάντοτε συνοδεύει την προσπάθεια ρευστοποίησης προβληματικών περιουσιακών στοιχείων, ιδίως κοινωνικά ευαίσθητων στοιχείων.

Ιστορικά, η ιδέα της δημιουργίας “κακής τράπεζας” ξεκίνησε στις ΗΠΑ ως λύση διαχείρισης εντός της τράπεζας. Προήλθε από ιδιωτική πρωτοβουλία, όταν το 1988 η Mellon Bank διαχωρίστηκε σε δύο τράπεζες και η “κακή τράπεζα”, που ονομάστηκε Grant Street, ανέλαβε όλα τα προβληματικά δάνεια. Η Mellon Bank παρέμεινε η “καλή τράπεζα” και, αφού απαλλάχθηκε από τα NPLs, ανακεφαλαιοποιήθηκε και συνέχισε να λειτουργεί επιτυχώς, ενώ η Grand Street ρευστοποίησε τα περιουσιακά της στοιχεία εντός 7ετίας χωρίς να απαιτηθούν επιπλέον κεφάλαια. Η επιτυχία του πειράματος οδήγησε στην υιοθέτηση ανάλογων λύσεων και σε άλλες περιπτώσεις αναδιάρθρωσης.

Ένα πρόσφατο παράδειγμα “εντός ισολογισμού” λύσης είναι η Bank of America, όπου το 2009 η κυβέρνηση των ΗΠΑ συμφώνησε να χορηγηθούν εγγυήσεις σε χαρτοφυλάκιο αξίας 118 δισεκ. δολαρίων για 10 χρόνια για στοιχεία που καλύπτονταν με οικιστικά ακίνητα και 5 χρόνια για όλα τα υπόλοιπα. Η τράπεζα διατήρησε την πρωτεύουσα ζημία ύψους 10 δισεκ. δολ. μετά την αρχική αποτίμηση των στοιχείων, η κυβέρνηση το 90% των επόμενων 10 δισεκ. δολ. ζημίας και η τράπεζα το υπόλοιπο 1 δισεκ. δολ. Πέρα από αυτά τα ποσά, η κεντρική τράπεζα (Fed) χορήγησε πιστωτικό όριο για να καλύψει το 90% των υπολειπόμενων 98 δισεκ. δολ., με την τράπεζα να αναζητά επιπλέον 9,8 δισεκ. δολ. Το κόστος για την τράπεζα ήταν το βασικό επιτόκιο συν 3% και 0,2% το χρόνο προμήθεια αδράνειας. Επιπλέον, η προμήθεια για την εγγύηση ορίστηκε στα 4 δισεκ. δολ. με μορφή

προνομιούχων μετοχών και επιπλέον δικαιώματα (warrants) στο 10% της αξίας των προνομιούχων μετοχών. Το εγχείρημα είχε αποτέλεσμα να μειωθούν τα σταθμισμένα ως προς τον κίνδυνο στοιχεία του ενεργητικού κατά 20% και να βελτιωθεί η κεφαλαιακή επάρκεια (βλ. Elliott 2009). Από το παράδειγμα είναι προφανές ότι η φαινομενικά απλή λύση των εγγυήσεων μπορεί να έχει πολύπλοκη διάρθρωση.

## 5 ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ “ΚΑΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ”

Η πρώτη “κακή τράπεζα” σε συγκεντρωτική μορφή με κυβερνητική παρέμβαση δημιουργήθηκε το 1989 στον απόηχο της κρίσης των ταμειευτηρίων (S&L) στις ΗΠΑ. Ιδρύθηκε η Resolution Trust Corporation (RTC), που μεταξύ 1989 και 1995 ανέλαβε δάνεια λογιστικού ύψους 394 δισεκ. δολ. από 747 ταμειυτήρια. Το συνολικό κόστος για την κυβέρνηση από το εγχείρημα της RTC ανήλθε σε 76 δισεκ. δολ. (βλ. Schäfer and Zimmermann 2009). Στην Ευρώπη η πρώτη απόπειρα εφαρμογής της πολιτικής έγινε στη Σουηδία μετά την κρίση στις αρχές της δεκαετίας του '90. Δημιουργήθηκαν δύο AMC (Securum και Retriva, που συγχωνεύθηκαν αργότερα) και δόθηκε η δυνατότητα σε όλες τις τράπεζες να συμμετέχουν στο εγχείρημα. Η απόφαση συμμετοχής ήταν οικειοθελής, αλλά το μέγεθος της βοήθειας σε κάθε τράπεζα προέκυψε από αναλυτική προσέγγιση (due diligence) με βάση σενάρια που καθορίστηκαν για την εξέλιξη των τραπεζών σε δεδομένο χρηματοπιστωτικό περιβάλλον. Δημιουργήθηκαν τρεις κατηγορίες τραπεζών, με βάση τον αναμενόμενο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, και κάθε ομάδα έτυχε διαφορετικής μεταχείρισης.<sup>17</sup> Κρίθηκε ότι για δύο περιπτώσεις τραπεζών απαιτείται κεντρική διαχείριση και στη

<sup>17</sup> Έχει ενδιαφέρον μια αναφορά για τη μεθοδολογία, η οποία παρομοιάζεται με επιλογές που γίνονται σε περίοδο πολέμου ή άλλων καταστροφών, όπου (α) οι θανάσιμα τραυματισμένοι εγκαταλείπονται (αλλά τυγχάνουν επίσημης κηδείας), (β) οι βαριά τραυματισμένοι λαμβάνουν άμεση αλλά προσωρινή νοσηλεία και (γ) οι ελαφρά τραυματισμένοι λαμβάνουν άμεση νοσηλεία για να επιζήσουν. Παρόμοια διαλογή έγινε και για τις τράπεζες, η οποία θεωρήθηκε πολύ επιτυχημένη ειδικά στον επικοινωνιακό τομέα και την αποδοχή από το κοινό (βλ. Ingves et al. 2009).



Securum μεταβιβάστηκε το 21% των NPLs της Nordbanken και στη Retrixa το 45% των NPLs της Gota Bank. Στις δύο τράπεζες παρέμεινε το 58% και το 10% των NPLs αντίστοιχα. Οι υπόλοιπες τράπεζες προτίμησαν να διαχειριστούν μόνες τους τα NPLs με ειδικές μονάδες διαχείρισης.

Οι δύο AMC είχαν ειδικό νομικό καθεστώς για να έχουν μεγαλύτερη ευελιξία αποφάσεων και έτσι δεν δρούσαν υπό το καθεστώς του τραπεζικού νόμου ούτε υπό τους περιορισμούς του κανονιστικού πλαισίου, ιδιαίτερα της κεφαλαιακής επάρκειας. Αν και πολλές από τις δραστηριότητές τους ήταν τραπεζικής υφής, κρίθηκε ότι ενδεχομένως θα έπρεπε να καλύψουν ευρύτερο πεδίο δραστηριοτήτων. Έτσι δόθηκε η δυνατότητα να εισφέρουν κεφάλαια σε προβληματικές επιχειρήσεις, να εξαγοράζουν επιχειρήσεις προς πτώχευση, να διοικούν και να διευθύνουν επιχειρήσεις μέχρι την εκκαθάριση, να αλλάζουν το Δ.Σ. μιας επιχείρησης κ.λπ. Αυτό σημαίνει ότι έπρεπε να έχουν τη δυνατότητα να λαμβάνουν όλες τις αποφάσεις που λαμβάνει ο μέτοχος μιας επιχείρησης και αυτές οι αποφάσεις δεν είναι πάντοτε τραπεζικής υφής. Επίσης, δόθηκαν επιπλέον αρμοδιότητες στη διαχείριση των εξασφαλίσεων, καθώς οι εποπτικοί κανόνες για τις τράπεζες προέβλεπαν τη ρευστοποίηση των εξασφαλίσεων εντός τριετίας, αλλά υπήρχε ο δικαιολογημένος φόβος ότι μαζική ρευστοποίηση των εξασφαλίσεων θα πίεζε υπερβολικά τις τιμές. Για το λόγο αυτό κατέστη εξ αρχής σαφές ότι το εγχείρημα της “κακής τράπεζας” είναι μια μακροχρόνια προσπάθεια με πολλές αβεβαιότητες.

Το πλαίσιο της Σουηδίας έχει αναλυθεί εκτενώς στη βιβλιογραφία και σήμερα θεωρείται ένα από τα πιο επιτυχημένα διεθνώς και σε πολλές περιπτώσεις το πρότυπο μοντέλο υλοποίησης της πολιτικής της “κακής” τράπεζας.<sup>18</sup> Εντός 5ετίας, έναντι αρχικής πρόβλεψης για 15ετία, ρευστοποιήθηκε το 98% των NPLs που μεταβιβάστηκαν, χωρίς να απαιτηθούν επιπλέον κεφάλαια (βλ. Van Suntum and Ilgmann 2013). Το εγχείρημα της Σουηδίας είχε τρία

βασικά χαρακτηριστικά που συνέβαλαν στην επιτυχία του.<sup>19</sup>

### (α) Διαφάνεια

Όπως αναφέρθηκε, το λογιστικό σύστημα παρέχει τη δυνατότητα στις τράπεζες να μην εμφανίσουν άμεσα τη ζημία σε περιουσιακά στοιχεία των οποίων η αξία έχει απομειωθεί. Αυτό μπορεί να λειτουργεί θετικά σε ομαλές περιόδους, καθώς εξομαλύνει τη διακύμανση στα κέρδη και τα κεφάλαια των τραπεζών, αλλά σε περιόδους κρίσης μπορεί να λειτουργήσει ως τροχοπέδη στην επιλογή της πιο αποτελεσματικής λύσης. Γενικά υπάρχουν δύο προσεγγίσεις σχετικά με τη διαχείριση της ζημίας, η πρώτη προβλέπει την αναβολή παρουσίασης της ζημίας, όσο επιτρέπει το ρυθμιστικό πλαίσιο, και αποτρέπει την υπό πίεση πώληση και η δεύτερη την άμεση δημοσιοποίηση της αναμενόμενης ζημίας και άμεση ανάληψη δράσης που αποκραυγαλώνει το μέγεθος του προβλήματος. Στη Σουηδία, σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, επελέγη η προσέγγιση της άμεσης δημοσιοποίησης των προβλημάτων, με παράλληλη προειδοποίηση για

<sup>18</sup> Σε πολλές περιπτώσεις η πολιτική της Σουηδίας συγκρίνεται με την πολιτική που ακολούθηθηκε στην Ιαπωνία τη δεκαετία του '90, όπου δεν δημιουργήθηκε “κακή τράπεζα”, αλλά τα NPLs παρέμειναν στους ισολογισμούς των τραπεζών προς διαχείριση. Δόθηκαν φορολογικά κίνητρα, μέσω αναβαλλόμενης φορολογίας, για να προχωρήσουν σε διαγραφές, οι τράπεζες όμως, λόγω των σχέσεων που είχαν με τις επιχειρήσεις, δεν προχώρησαν σε διαγραφές, αλλά χρησιμοποίησαν τα κίνητρα για αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων. Επίσης, στις περιπτώσεις που προχώρησαν σε διαγραφές, το πρόβλημα δεν αντιμετωπίστηκε ριζικά, καθώς στη θέση των διαγραφέντων NPLs εμφανίζονταν νέα (βλ. Calomiris et al. 2012). Το εγχείρημα δεν θεωρείται επιτυχές, αφού οι τράπεζες εφάρμοσαν πρόγραμμα σταδιακής απομόχλευσης και περιορίσαν το δανεισμό, γεγονός που συνέβαλε στην αποπληθωριστική δίνη (deflationary spiral) της ιαπωνικής οικονομίας με μεγάλη απώλεια στο ΑΕΠ (the lost decade). Τελικά δημιουργήθηκαν δύο AMC το 2002, γεγονός που συνέβαλε στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, αν και θεωρήθηκαν μικρές για το μέγεθος των ζημιών που είχαν δημιουργηθεί. Η σύγκριση των δύο πολιτικών καταδεικνύει τη σημασία που έχει η άμεση αναγνώριση των ζημιών και η εφαρμογή πολιτικών που δεν επισκιάζουν το πρόβλημα, αλλά δίνουν άμεση λύση (βλ. Claessens et al. 2011).

<sup>19</sup> Η ανάλυση εστιάζεται αποκλειστικά στα θέματα δημιουργίας της “κακής τράπεζας”. Για την ανάλυση της κρίσης ελήφθησαν και άλλα μέτρα ανάταξης του τραπεζικού συστήματος, τα οποία όμως δεν αποτελούν αντικείμενο ανάλυσης στο παρόν άρθρο. Για μια γενική επισκόπηση για τη διαχείριση της κρίσης στη Σουηδία, βλ. Andersson, M. and S. Viotti, (1999), “Managing and preventing financial crises. Lessons from the Swedish experience”, *Sveriges Riksbank Quarterly Reviews*, vol. 10, 71-89. Μια συνολική αποτίμηση του εγχειρήματος από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (βλ. Jonung 2009) καταλήγει στο συμπέρασμα ότι “...the Swedish model of bank resolution can nevertheless serve as a source of inspiration – indeed as a benchmark or template – for countries facing financial crisis”.



“δυσάρεστες αλήθειες”, δηλαδή ότι η επίλυση του προβλήματος ενέχει κόστος και “κάποιος” πρέπει να πληρώσει το κόστος. Αυτό συνέβαλε στη δημιουργία γενικής αποδοχής στη χώρα σχετικά με το εγχείρημα και επέδρασε θετικά στο τελικό αποτέλεσμα (βλ. Ingves and Lind 1996).

### **(β) Αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων**

Όπως αναφέρθηκε, η αποτίμηση των μεταβιβαζόμενων περιουσιακών στοιχείων είναι κρίσιμος παράγοντας επιτυχίας. Την αρχική ευθύνη για την αποτίμηση είχαν οι τράπεζες, εντός ενός πλαισίου κανόνων, και στη συνέχεια δημιουργήθηκε ένα Συμβούλιο Αποτίμησης (Valuation Board) με ειδικούς από την αγορά ακινήτων, ώστε να επιτευχθεί η μέγιστη δυνατή ομοιογένεια στις εκτιμήσεις. Η κατεύθυνση που δόθηκε ήταν η εφαρμογή μιας συντηρητικής πολιτικής αποτίμησης και έτσι διαμορφώθηκε μια σχετικά χαμηλή αποτίμηση, που βραχυχρόνια διευρύνει το πρόβλημα στους ισολογισμούς των τραπεζών, αλλά μεσοπρόθεσμα διευκόλυνε τη ρευστοποίηση των στοιχείων. Η αποτίμηση εξελήφθη ως ένα “ελάχιστο κατώφλι”, γεγονός που αναζωογόνησε την αγορά και πυροδότησε το ενδιαφέρον των αγοραστών ενώ παράλληλα ενίσχυσε και την εμπιστοσύνη στο τραπεζικό σύστημα.

### **(γ) Ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων**

Η πολιτική ρευστοποίησης των περιουσιακών στοιχείων έλαβε υπόψη τη χρονική διάσταση, ώστε να αποτραπεί η ρευστοποίηση υπό πίεση. Η ρευστοποίηση έπρεπε να γίνει στην “ιδανική τιμή”, λαμβάνοντας υπόψη αναμενόμενες μεταβολές των τιμών καθώς και το κόστος διακράτησης των στοιχείων. Υπό αυτό το πρίσμα, επιτράπηκε η πώληση με ζημία για να μη συσσωρευθούν αδρανή περιουσιακά στοιχεία, χωρίς να δημιουργήσει παρενέργειες λόγω της διαφανούς πολιτικής που ακολουθήθηκε. Στις AMC δόθηκε η δυνατότητα αναδιάρθρωσης, αλλά τελικά πάνω από 70% των επιχειρήσεων οδηγήθηκαν άμεσα σε πτώχευση και ξεκίνησε η διαδικασία ανάκτησης των εξασφαλίσεων,

που σε μεγάλο ποσοστό αφορούσαν ακίνητη περιουσία. Κατά μέσο όρο η τιμή μεταβίβασης ήταν στο 70%-80% της αξίας, ενώ η αξία ρευστοποίησης περίπου στο 50%.

Η επιτυχία του σουηδικού μοντέλου βασίστηκε στις συγκεκριμένες πρωτοβουλίες και αποφάσεις που ελήφθησαν, αλλά είχε και ορισμένα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που συνέβαλαν στην επιτυχία του. Πριν από την κρίση είχε προηγηθεί μια μακρά περίοδος οικονομικής ανάπτυξης, απελευθέρωσης του τραπεζικού συστήματος, αύξησης των τραπεζικών δανείων και μεγάλης διόγκωσης των τιμών των ακινήτων. Η αλλαγή του οικονομικού κύκλου ήταν απότομη και βαθιά, αλλά η κρίση περιορίστηκε σε τοπικό επίπεδο ή τουλάχιστον περιορίστηκε στις σκανδιναβικές χώρες. Στη χώρα κυριαρχούσε το τραπεζικό μοντέλο (bank-based economy), αλλά το μέγεθος του τραπεζικού τομέα ήταν σχετικά μικρό και υπήρχε μικρός αριθμός τραπεζών που δεν είχαν διεθνή παρουσία ή μεγάλες διεθνείς διασυνδέσεις. Επίσης, οι τράπεζες είχαν παραδοσιακά τραπεζικά προϊόντα και δεν είχαν εμπλακεί σε περίπλοκα σχήματα. Το πρόβλημα ήταν εστιασμένο κυρίως στην αγορά ακινήτων, που έχασε περίπου το 50% της αξίας της, άρα τα προβληματικά χαρτοφυλάκια ήταν σχετικά ομοιογενή και απλά. Όμως τη μεγαλύτερη συμβολή στην επιτυχία του εγχειρήματος είχε η παραδοσιακή εμπιστοσύνη στους τοπικούς θεσμούς και στο πολιτικό σύστημα (βλ. Jonung 2009, σελ. 18), καθώς και στο αποτελεσματικό δικανικό σύστημα της χώρας (Calomiris et al. 2012, σελ. 16). Τα δύο τελευταία θεωρούνται ως οι βασικές διαφορές του εγχειρήματος της δημιουργίας “κακής τράπεζας” στην επόμενη μεγάλη κρίση, αυτή της Νοτιοανατολικής Ασίας το 1997-98.

Η κρίση στη Νοτιοανατολική Ασία ξεκίνησε ως νομισματική κρίση και εξελίχθηκε σε τραπεζική κρίση, αφού στους ισολογισμούς των τραπεζών εμφανίστηκε μεγάλος όγκος μη εξυπηρετούμενων δανείων, κατά κανόνα σε υπερτιμημένη αξία, που αναπόφευκτα δημιούργησε ζημίες και ανάγκασε τις κυβερνή-

σεις να παρέμβουν. Όλες οι χώρες<sup>20</sup> ακολούθησαν την κεντροποιημένη προσέγγιση για τη διαχείριση των NPLs και ίδρυσαν μια κρατική AMC λίγο μετά το ξέσπασμα της κρίσης. Οι λόγοι για τους οποίους επελέγη αυτό το μοντέλο ήταν η αδυναμία εγχώριων ιδιωτικών κεφαλαίων να συμμετάσχουν, η αδυναμία των τραπεζών να χειριστούν το μεγάλο όγκο των NPLs, το προβληματικό νομικό και ρυθμιστικό πλαίσιο, η προβληματική τεκμηρίωση των στοιχείων, το προβληματικό λογιστικό πλαίσιο απεικόνισης των ζημιών, καθώς και οι ιδιαίτερες σχέσεις που είχαν αναπτυχθεί μεταξύ τραπεζών και επιχειρήσεων. Όμως οι χώρες διαφοροποιήθηκαν ως προς τη στρατηγική εξόδου, αφού στην Ινδονησία και τη Μαλαισία είχαν προσδιορισμένο χρόνο ζωής 5 ετών, στην Ταϊλάνδη 12 ετών, ενώ στην Κορέα δεν είχε καθορισμένη διάρκεια και η AMC που ιδρύθηκε εξακολουθεί να υφίσταται. Στις χώρες με καθορισμένη διάρκεια, οι AMC έπαψαν να λειτουργούν την προβλεπόμενη ημερομηνία, αλλά στη συνέχεια αντικαταστάθηκαν με άλλες AMC, όπως π.χ. στη Μαλαισία. Μάλλον είναι προφανές ότι η δημιουργία “κακής τράπεζας” είναι μακροχρόνιο εγχείρημα, άσχετα με την αρχική εκτίμηση για την περίοδο ζωής της. Το παράδειγμα της Σουηδίας, όπου η AMC ολοκλήρωσε τη λειτουργία της εντός 5ετίας, είναι η εξαίρεση παρά ο κανόνας (βλ. Kokko and Suzuki 2009).

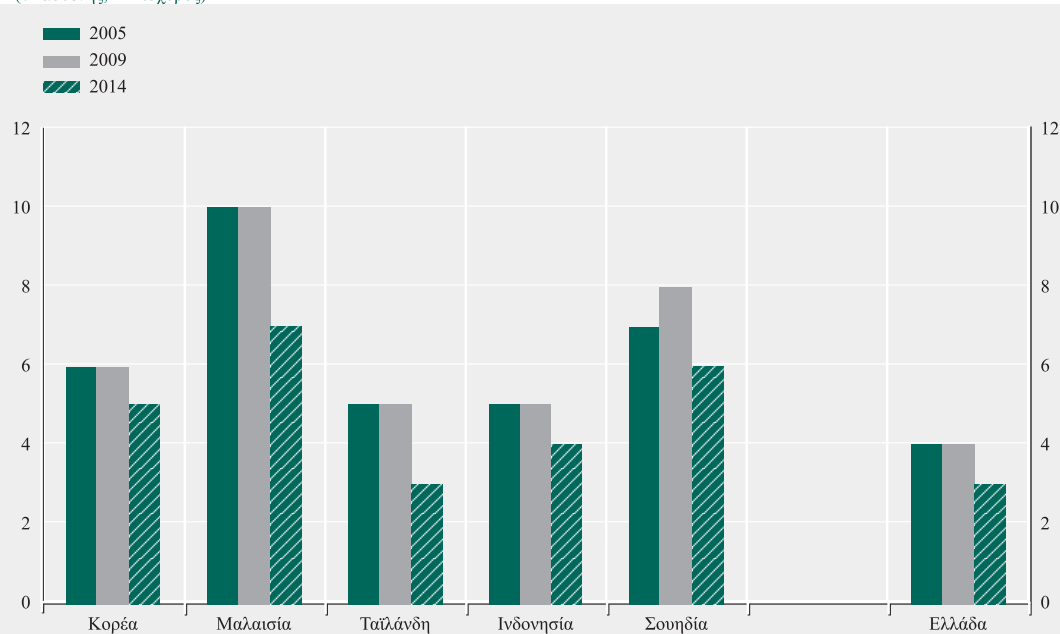
Όσον αφορά την πολιτική των επιλέξιμων στοιχείων, αυτή βασίστηκε στην οικειοθελή μεταβίβαση προβληματικών στοιχείων από τις τράπεζες, αλλά ασκήθηκε ηθική πίεση, όπως παραδείγματός χάριν στη Μαλαισία όπου, αν η τράπεζα δεν δεχόταν τη μεταβίβαση, έπρεπε να διαγράψει ποσό ίσο με το 80% της προσφερόμενης τιμής, ή στην Ταϊλάνδη όπου οι ιδιωτικές τράπεζες είχαν την επιλογή, ενώ οι κρατικές τράπεζες “υποχρεώθηκαν” να μεταβιβάσουν τα προβληματικά στοιχεία. Τελικά σε όλες τις χώρες μεταβιβάστηκε το 80% των NPLs εκτός από την Ταϊλάνδη, όπου το ποσοστό περιορίστηκε στο 40%. Είναι προφανές ότι επελέγη μια περισσότερο διοικητική λύση αντί μιας οικειοθελούς λύσης.

Σημαντικές διαφορές μεταξύ των χωρών μπορούν να εντοπιστούν και στον τρόπο διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων. Όλες οι AMC εξουσιοδοτήθηκαν να προχωρήσουν στην άμεση ρευστοποίηση των στοιχείων ή/και στην αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων. Λόγω των αδυναμιών του θεσμικού πλαισίου, παραχωρήθηκε ειδικό νομοθετικό καθεστώς και ειδικές εξουσίες στη διαχείριση των προβληματικών επιχειρήσεων, αλλά οι ευχέρειες αυτές δεν χρησιμοποιήθηκαν ευρέως ή χρησιμοποιήθηκαν ως διαπραγματευτικό όπλο (βλ. Fung et al. 2004a). Στην πράξη η άμεση ρευστοποίηση αποδείχθηκε δύσκολη, καθώς υπήρχε μεγάλη αβεβαιότητα στις αποτιμήσεις, ρηχή δευτερογενής αγορά, φόβος για πώληση σε χαμηλές τιμές, καθώς και κοινωνική και πολιτική πίεση. Στις περισσότερες περιπτώσεις οι διαδικασίες κατέληξαν σε αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων. Ελήφθη ειδική μέριμνα για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (MME) (βλ. Πλαίσιο 3) και εισήχθη για πρώτη φορά ο θεσμός της εξωδικαστικής αναδιάρθρωσης (out-of-court restructuring) με μικτά αποτελέσματα (βλ. Mako 2005). Στη Μαλαισία και την Κορέα οι δύο τεχνικές εφαρμόστηκαν ισόρροπα και καθεμία κάλυψε το ήμισυ περίπου των περιπτώσεων, ενώ στην Ινδονησία κυριάρχησε η άμεση ρευστοποίηση των στοιχείων και στην Ταϊλάνδη η αναδιάρθρωση. Συνεπώς, η AMC πρέπει να έχει εξουσιοδότηση και νομική ευχέρεια να ακολουθήσει την πιο προσοδοφόρο μέθοδο σύμφωνα με την κρίση της, αλλά και ανάλογη λογοδοσία. Το ποια τεχνική θα κυριαρχήσει εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το νομικό πλαίσιο. Στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας υπήρχαν προβλήματα με τα έννομα δικαιώματα των πιστωτών και στη βιβλιογραφία αναφέρο-

<sup>20</sup> Οι υπό ανάλυση χώρες είναι: Ινδονησία (IBRA), Κορέα (KAMCO), Μαλαισία (Danaharta) και Ταϊλάνδη (TAMC). Υπενθυμίζεται ότι η Ταϊλάνδη ήταν το επίκεντρο της κρίσης και η Ινδονησία η χώρα που επλήγη περισσότερο. Όλες οι χώρες ζήτησαν τη βοήθεια του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, εκτός από τη Μαλαισία, και η δημιουργία των AMC ήταν η λύση που πρότεινε το ΔΝΤ για την επίλυση του προβλήματος των συσσωρευμένων NPLs. Όλες οι χώρες δημιούργησαν άμεσα AMC, εκτός από την Ταϊλάνδη που καθυστέρησε 3 χρόνια και γι' αυτό θεωρείται η λιγότερο επιτυχημένη περίπτωση. Την ίδια περίοδο η Κίνα ξεκίνησε το εγχείρημα της “κακής τράπεζας” και ίδρυσε τέσσερις κρατικές AMC, μία για κάθε κρατική τράπεζα (μη κεντροποιημένη προσέγγιση). Όμως η δημιουργία AMC δεν μπορεί να θεωρηθεί ως άμεση συνέπεια της κρίσης της Νοτιοανατολικής Ασίας, αλλά αποδίδεται στην απόφαση της κυβέρνησης για αναδιάρθρωση του τραπεζικού τομέα.

## Διάγραμμα 2 Δείκτης Νομικών Δικαιωμάτων

(0=ασθενής, 12=ισχυρός)



Πηγή: World Bank DataBank.

Σημείωση: Ο Δείκτης Νομικών Δικαιωμάτων (Strength of legal rights index) μετρά το βαθμό στον οποίο οι εξασφαλίσεις και το πτωχευτικό δίκαιο προστατεύουν τα δικαιώματα δανειζομένων και δανειστών και συνεπώς διευκολύνουν το δανεισμό.

νται παραδείγματα δικαστηρίων που αρνήθηκαν να εφαρμόσουν πτωχευτικούς νόμους υπέρ των πιστωτών, γεγονός που επιβάρυνε περισσότερο το τραπεζικό σύστημα (βλ. Calomiris et al. 2012). Στο Διάγραμμα 2 παρουσιάζεται δεί-

κτης νομικών δικαιωμάτων τον οποίο καταρτίζει η Παγκόσμια Τράπεζα. Ο δείκτης δεν είναι διαθέσιμος για τις ημερομηνίες που μας ενδιαφέρουν και παρουσιάζεται ενδεικτικά για ορισμένες επιλεγμένες ημερομηνίες.

## Πλαίσιο 3

### ΕΙΔΙΚΕΣ ΔΙΕΥΘΕΤΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ (ΜΜΕ)

Οι κυβερνήσεις των χωρών της Νοτιοανατολικής Ασίας ανταποκρίθηκαν στις ειδικές προκλήσεις που θέτει η εξυγίανση των NPLs των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ). Η μεγάλη διαφορά από τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις είναι ότι πτώχευση μιας ΜΜΕ σημαίνει συνήθως και προσωπική πτώχευση του ιδιοκτήτη. Έτσι, καθιέρωσαν ειδικές διευθετήσεις για την επίλυση των προβλημάτων χρέους των ΜΜΕ προκειμένου να διευκολυνθεί η περαιτέρω χρηματοδότησή τους (βλ. Claessens 2005).

Στην Κορέα, καθώς η ύφεση βάθυνε το 1998, οι αρχές ενίσχυσαν τα κίνητρα των τραπεζών για δανεισμό των ΜΜΕ μέσω εγγυήσεων ώστε να μειωθεί ο κίνδυνος αθέτησης για τις τράπεζες και να απαιτούνται λιγότερα εποπτικά κεφάλαια. Επίσης, οι αρχές υποχρέωσαν τις τράπεζες να δημιουργήσουν ειδικές μονάδες για εξατομικευμένη διαχείριση, με στόχο την αναδιάρθρωση των ΜΜΕ. Οι επιλογές ήταν η ανακύκλωση των χρηματοδοτήσεων, μεγαλύτερη περίοδος χάριτος,

μείωση των επιτοκίων καθώς και επέκταση των εγγυήσεων. Η κριτική του προγράμματος είναι η συνήθης κριτική σε αυτές τις περιπτώσεις για στρεβλώσεις στα κίνητρα και διάσωση επιχειρήσεων που έπρεπε να πτωχεύσουν.

Στη Μαλαισία, μικρομεσαίες επιχειρήσεις με δανεισμό κάτω ενός ορίου μπορούσαν να ζητήσουν χρηματοδοτική στήριξη (bridge financing) από ειδική μονάδα παρακολούθησης της κεντρικής τράπεζας, ενώ παράλληλα προχωρούσαν σε διαδικασίες αναδιάρθρωσης.

Στην Ταϊλάνδη, η κεντρική τράπεζα ήταν ιδιαίτερα δραστήρια στο θέμα των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Δημιουργήθηκε Συμβουλευτική Επιτροπή, που εισήγαγε μια απλουστευμένη εξωδικαστική διαδικασία για επίτευξη συμφωνίας εντός 45 ημερών. Τέθηκαν ποσοτικοί στόχοι (15.000 περιπτώσεις) επίλυσης διαφορών κάθε μήνα και δημιουργήθηκε μια κοινοπραξία που αγόραζε υποσχετικές μικρομεσαίων επιχειρήσεων με έκπτωση.

Στην Ινδονησία δεν εφαρμόστηκε κάποια ιδιαίτερη πολιτική για τις ΜΜΕ και όσες επιχειρήσεις μεταφέρθηκαν στην AMC είχαν κοινή αντιμετώπιση.

Το θέμα των ειδικών διευθετήσεων για τα NPLs μικρομεσαίων επιχειρήσεων είναι σημαντικό. Πρόσφατα το ΔΝΤ παρουσίασε μελέτη για τα NPLs των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην Ευρώπη.<sup>1</sup> Η μελέτη εντοπίζει σημαντικά προβλήματα σε τρία πεδία, τις διαδικασίες, την κοινωνική αποδοχή και τις τράπεζες. Οι διαδικασίες ρευστοποίησης των προβληματικών στοιχείων είναι μακροχρόνιες, κοστοβόρες και αναποτελεσματικές, με αποτέλεσμα τη γρήγορη απαξίωση των στοιχείων. Επίσης, οι διαδικασίες είναι περίπλοκες και εμπεριέχουν υψηλό σταθερό κόστος, γεγονός ιδιαίτερα αποτρεπτικό για τις ΜΜΕ. Όμως υπάρχει και θέμα κοινωνικής κουλτούρας, καθώς η πτώχευση συνοδεύεται σε πολλές περιπτώσεις από κοινωνικό στίγμα και αδυναμία μιας νέας αρχής. Και τα δύο φαινόμενα δημιουργούν εμπόδια στις εναλλακτικές πολιτικής διαχείρισης των NPLs. Τέλος, προβλήματα εντοπίζονται και στις ίδιες τις τράπεζες, ιδίως τις μικρότερες, καθώς δεν φαίνονται ικανές να διεκπεραιώσουν τον όγκο των NPLs, λόγω έλλειψης υποδομών και τεχνογνωσίας.

Σε πολλές χώρες ελήφθησαν πρωτοβουλίες αναθεώρησης του πτωχευτικού κώδικα, ενώ επίσης άρχισαν να καθιερώνονται διαδικασίες εξωδικαστικής συμφωνίας ή ειδικών διαχειριστικών πλαισίων για μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρενέβη με την έκδοση μη δεσμευτικής πρότασης προς διαβούλευση,<sup>2</sup> η οποία βασίζεται σε δύο στοιχεία. Πρώτον, στα χαρακτηριστικά ενός μηχανισμού αναδιάρθρωσης με την ελάχιστη δυνατή δικαστική παρέμβαση και δεύτερον, στη δυνατότητα νέας αρχής μικρών επιχειρηματιών. Τα χαρακτηριστικά προτείνεται να είναι προληπτικής μορφής και άτυπα, ενώ έμφαση δίνεται στο ότι η δυνατότητα νέας αρχής θα πρέπει να παρέχεται σε τίμιους επιχειρηματίες.

1 Βλ. Bergthaler, W., K. Kang, Y. Liu, and D. Monaghan (2015), "Tackling Small and Medium Sized Enterprise Problem Loans in Europe", *IMF Staff Discussion Notes*, No. 15/4.

2 Βλ. [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-14-254\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-254_en.htm).

Παρ' όλα αυτά, πρέπει να αναφερθεί ότι στο θέμα της διαχείρισης των προβληματικών στοιχείων η διεθνής βιβλιογραφία εξαίρει την περίπτωση της Κορέας (KAMCO), διότι κατόρθωσε να δημιουργήσει και να αναπτύξει μια ενεργό δευτερογενή αγορά για NPLs.

Δημιούργησε αρκετά σχήματα τιτλοποίησης και κατόρθωσε να περιορίσει το χρόνο ρευστοποίησης. Επίσης, χρησιμοποίησε πιο αποτελεσματικά τους διαθέσιμους πόρους και, το πιο σημαντικό, βοήθησε να αναπτυχθεί η αγορά για τιτλοποιημένα προϊόντα μη προ-

βληματικών στοιχείων (βλ. He 2004). Γενικά, η πολιτική δημιουργίας δευτερογενούς αγοράς έχει πολλά θετικά στοιχεία και μακροπρόθεσμα αποτελέσματα, καθώς δημιουργεί ένα επιπλέον μέσο διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου. Επιταχύνει την πληρότητα της αγοράς, διευρύνει τον κύκλο των συμμετεχόντων στην αγορά και βοηθά στην αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων. Οι τιτλοποιήσεις είναι ένα χρήσιμο εργαλείο που βελτιώνει τις δυνατότητες διαχείρισης κινδύνου στις τράπεζες.<sup>21</sup>

Η όλη διαδικασία της δημιουργίας AMC στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας είχε αρκετά έντονο το πολιτικό στοιχείο<sup>22</sup>, σε αντίθεση με την απολίτικη διαδικασία της Σουηδίας, λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών των χωρών της περιοχής. Προ κρίσης οι κυβερνήσεις επιδίωξαν μια επιθετική βιομηχανική πολιτική, στα πρότυπα της Κίνας, με έντονη παρέμβαση στην οικονομική δραστηριότητα, γεγονός που δημιούργησε ένα πλέγμα σχέσεων μεταξύ επιχειρήσεων, τραπεζών και κυβερνήσεων. Όταν ξέσπασε η κρίση, το αναχρονιστικό θεσμικό πλαίσιο δεν απέτρεψε την παρεμβατική πολιτική στη λειτουργία των AMC. Αντίθετα, κατηγορήθηκαν ότι ως κυβερνητικός βραχίονας δρούσαν υπέρ συγκεκριμένων ομάδων συμφερόντων. Οι AMC δεν είχαν καταφέρει να απαλλαγούν, σε εύλογο χρονικό διάστημα, από μεγάλος μέρος των NPLs που μεταβιβάστηκαν, με συνέπεια να κατηγορηθούν ότι μετατράπηκαν σε “αποθήκη” NPLs χωρίς να εφαρμόζουν μια ενεργητική πολιτική διαχείρισης. Υπάρχουν σχολές σκέψης που θεωρούν ότι το εγχείρημα της AMC δεν είναι ενδεδειγμένο για χώρες με προβληματικό θεσμικό πλαίσιο και προβληματικές δομές, υποδεικνύοντας έμμεσα τις λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες (βλ. Calomiris et al. 2012). Αν και η εξαγωγή ενός ενιαίου συμπεράσματος για όλες τις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας δεν είναι ενδεδειγμένη, η γενική εκτίμηση είναι ότι το εγχείρημα δεν ήταν τόσο επιτυχημένο και δεν είχε τόσο ισχυρό αντίκτυπο στην ανάταξη των οικονομιών όσο στην περίπτωση της Σουηδίας (βλ. Kokko and Suzuki 2009). Ορισμένα χαρακτηριστικά συγκριτικά στοιχεία που επι-

κυρώνουν το συμπέρασμα παρουσιάζονται στον Πίνακα 1.

Μετά την κρίση της Νοτιοανατολικής Ασίας, το ενδιαφέρον για το εγχείρημα της δημιουργίας AMC αναζωπυρώθηκε κατά τη διάρκεια της κρίσης του 2007-08. Σε αυτό συνέβαλε και η προσέγγιση των ΗΠΑ με το πρόγραμμα TARP, που προκάλεσε πολλές αναλύσεις, συζητήσεις και διχογνωμίες. Στην Ευρώπη δύο χαρακτηριστικά παραδείγματα είναι της Ιρλανδίας, με την ίδρυση της NAMA, και της Ισπανίας, με την ίδρυση της SAREB, στις οποίες θα στρέψουμε την ανάλυση. Βεβαίως το εγχείρημα δεν έχει ολοκληρωθεί και δεν μπορούν να εξαχθούν προς το παρόν ασφαλή συμπεράσματα.

Η NAMA ιδρύθηκε το 2009<sup>23</sup> ως μικτή AMC (51% ιδιώτες, 49% κράτος) για να υπερκεράσει τους κανονισμούς της Eurostat σχετικά με την προσμέτρηση της κρατικής συμμετοχής στο δημόσιο χρέος.<sup>24</sup> Καθορίστηκε ως

<sup>21</sup> Σε παλαιότερη ανάλυση της Deutsche Bank για τη Γερμανία, τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια θεωρούνται μια καθιερωμένη κατηγορία περιουσιακών στοιχείων (βλ. Deutsche Bank Research (2007), “Non-performing loans: An established asset class. Trading in loan portfolios in Germany”). Επίσης η αναβίωση των τιτλοποιήσεων είναι μια στρατηγική επιλογή που ακόμη δεν έχει εννοηθεί. Σε πρόσφατη μελέτη του ΔΝΤ εξετάζονται οι δυνατότητες ανάπτυξης δευτερογενούς αγοράς NPLs στην Ιταλία και οι λόγοι που αυτό παρεμποδίζεται ενώ παράλληλα αναλύεται η στρατηγική που μπορεί να διευκολύνει την υλοποίηση (βλ. Jassaud and Kang 2015). Τα θέματα και τα εμπόδια που εξετάζονται είναι παρόμοια σε όλες τις χώρες.

<sup>22</sup> Στο συμπέρασμα αυτό καταλήγει παρόμοια μελέτη από την πλευρά της πολιτικής επιστήμης (βλ. Apanard, A. and T. Willett. (2008), “Political influences on the costs of banking crises in emerging market economies: testing the U-shaped veto player hypothesis.” *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 1(2), 279–297).

<sup>23</sup> Η κυβέρνηση της Ιρλανδίας εξέτασε τις εναλλακτικές πολιτικές και ιδιαίτερα την “εντός ισολογισμού” λύση που πρόσφατα είχε χρησιμοποιηθεί στο Ηνωμένο Βασίλειο (περιπτώσεις RBS, Lloyds). Χαρακτήρισε την επιλογή ελκυστική (intuitive attractiveness), αφού δεν υπάρχει άμεσο κόστος για τον προϋπολογισμό. Όμως, εξετάζοντας τις ενδεχόμενες υποχρεώσεις που δημιουργούνται καθώς και τις επιπτώσεις από την παραμονή των προβληματικών δανείων στους ισολογισμούς των τραπεζών, κατέληξε στην επιλογή της “εκτός ισολογισμού” λύσης (βλ. Bacon, P., “Evaluation of Options for Resolving Property Loan Impairments and Associated Capital Adequacy of Irish Credit Institutions: Proposal for a National Asset Management Agency (NAMA)”, National Treasury Management Agency, Dublin 2009).

<sup>24</sup> Αρχικά η NAMA είχε σχεδιαστεί να είναι αποχρηματοδοτούμενη, αλλά αυτό θα ασκούσε πιέσεις στον ήδη επιβαρυνόμενο κρατικό προϋπολογισμό. Για να ξεπεραστεί το πρόβλημα και να υπερκεραστούν οι κανονισμοί της Eurostat, δημιουργήθηκε μια εταιρεία ειδικού σκοπού (SPV) με ιδιωτική συμμετοχή από τις τράπεζες. Όμως το 2010 η κυβέρνηση κρατικοποίησε τις τράπεζες και, για να συνεχίσει να συμμορφώνεται με τον κανονισμό, πούλησε σε ιδιώτες επενδυτές το ποσοστό των τραπεζών στην SPV.



**Πίνακας Ι Συγκριτικά στοιχεία για τις AMC των χωρών**

|           | Έτος ίδρυσης AMC | Μέγιστο ποσοστό των NPLs | Ποσοστό NPLs το 2006 | Αξία μεταβίβασης σε σχέση με τη λογιστική αξία (1) | Αξία ανάκτησης σε σχέση με την αξία μεταβίβασης (2) | (1)x(2) |
|-----------|------------------|--------------------------|----------------------|----------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|---------|
| Ινδονησία | 1998             | 48,6% (1998)             | 6,1%                 | 31,4%                                              | 44,6%                                               | 14,0%   |
| Μαλαισία  | 1998             | 11,5% (2001)             | 4,8%                 | 34,1%                                              | 58,7%                                               | 20,0%   |
| Κορέα     | 1998             | 13,6% (1999)             | 0,9%                 | 29,2%                                              | 47,4%                                               | 13,8%   |
| Ταϊλάνδη  | 2001             | 45,0% (1998)             | 8,1%                 | 33%                                                | 20%                                                 | 6,6%    |
| Σουηδία   | 1991             | 13% (1991)               | 0,1%                 | 75%                                                | 50%                                                 | 37,5%   |

Πηγή: Διάφορα άρθρα που παρατίθενται στη βιβλιογραφία.

διάρκεια ζωής της τα 10 έτη<sup>25</sup> και ως στόχος η άμεση μεταβίβαση, από τους ισολογισμούς των τραπεζών, των προβληματικών δανείων που είχαν σχέση με την αγορά ακινήτων. Η σημαντική μείωση των τιμών των ακινήτων, καθώς και η πρακτική των τραπεζών να μην αναγνωρίζουν άμεσα τις ζημίες, τις οδήγησε να αποκλειστούν από τη διατραπεζική αγορά και να επιδιώξουν τη διατήρηση των κεφαλαίων τους αντί να χρηματοδοτούν την οικονομία. Ο στόχος της NAMA ήταν η διάρρηξη αυτής της πρακτικής. Όπως ρητώς προέβλεψε ο ιδρυτικός της νόμος, η NAMA δεν είναι τράπεζα αλλά όχημα διαχείρισης (statutory workout vehicle) και εξουσιοδοτήθηκε, εκτός από τη γενική αρχή της αποκατάστασης της εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα και της προστασίας των συμφερόντων των φορολογουμένων, με την άρση της αβεβαιότητας στην αγορά ακινήτων και ειδικότερα στο σκέλος της αποτίμησης. Επίσης εξουσιοδοτήθηκε να επιτύχει την καλύτερη δυνατή απόδοση (best achievable return) υπέρ του κράτους.

Οι τράπεζες ήταν ελεύθερες να επιλέξουν αν θα συμμετέχουν στο εγχείρημα της NAMA, αλλά από τη στιγμή που αποφάσιζαν τη συμμετοχή τους δεν είχαν δικαίωμα επιλογής των στοιχείων που θα μεταβιβαστούν.<sup>26</sup> Η NAMA

μετά από αναλυτική εξέταση (due diligence) είχε τη διακριτική ευχέρεια να αποδεχθεί ή όχι τα “επιλέξιμα στοιχεία”, αρκεί να κάλυπταν τον ορισμό που είχε προκαθορίσει.<sup>27</sup> Αν τα αποδεχόταν, η μεταβίβαση θα γινόταν στη μακροχρόνια οικονομική αξία των στοιχείων (long-term economic value) αντί για τη χαμηλότερη τρέχουσα αξία ή την υψηλότερη ονομαστική αξία, αλλά ο δανειολήπτης θα ήταν υπόχρεος για το σύνολο της ονομαστικής αξίας του δανείου, άσχετα με την απομείωση που θα αποφαιζόταν. Στις τράπεζες δημιουργήθηκε μια ζημία ίση με τη διαφορά ονομαστικής αξίας και αξίας μεταβίβασης, γεγονός που έχει επιπτώσεις στα κεφάλαιά τους. Με αυτό τον τρόπο η NAMA υποχρέωσε τις τράπεζες να αναγνωρίζουν άμεσα τη ζημία

<sup>25</sup> Η επιλογή της περιόδου δεν είναι τυχαία. Το επιχειρηματικό της σχέδιο προέβλεπε να αποκτήσει δάνεια ύψους 81 δισεκ. ευρώ με μέση έκπτωση 30% της ονομαστικής αξίας. Με την υπόθεση ότι η αγορά ακινήτων θα αναπτυσσόταν κατά 10% κάθε χρόνο, το νεκρό σημείο της NAMA θα επιτυγχάνονταν σε 10 έτη. Τελικά μεταβιβάστηκαν δάνεια ύψους 74 δισεκ. ευρώ με μέση υποτίμηση της αξίας 57% (βλ. D'Arcy 2015).

<sup>26</sup> Πέντε τράπεζες υπέβαλαν αίτηση συμμετοχής και το 2010 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενέκρινε την πρώτη ομάδα στοιχείων που μεταβιβάστηκαν, με την επισήμανση ότι θα παρακολουθεί σε συνεχή βάση τις αξίες μεταβίβασης.

<sup>27</sup> Σημειώνεται ότι στον ορισμό “επιλέξιμα στοιχεία” μπορούσαν να συμπεριληφθούν και μη προβληματικά στοιχεία. Αυτό είναι μια πρακτική που χρησιμοποιείται, αλλά μπορεί κάποιος να διακρίνει στρέβλωση κινήτρων, διότι υπάρχει κίνητρο αποδοχής μη προβληματικών στοιχείων για να καλυφθούν ζημίες προβληματικών στοιχείων. Οι τράπεζες όμως καταλήγουν με χειρότερο ποιοτικά χαρτοφυλάκιο.

και να προχωρήσουν σε διαγραφές με στόχο να υπάρχει ένα μικρότερος αλλά υγιής ισολογισμός αντί ενός μεγαλύτερου και αναξιόπιστου. Η αξία μεταβίβασης καλύφθηκε με κρατικά ομόλογα, που ήταν επιλέξιμα για να χρησιμοποιηθούν για αναχρηματοδότηση από το Ευρωσύστημα. Η αντικατάσταση προβληματικών στοιχείων με “ακίνδυνα” ομόλογα, τουλάχιστον όσον αφορά το κανονιστικό πλαίσιο, εκτός από την παροχή ρευστότητας βελτίωσε και την κεφαλαιακή επάρκεια και επέτρεψε στις τράπεζες να επανέλθουν στη διατραπεζική αγορά.

Όπως σε όλες τις AMC, η διαφάνεια στην αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων ήταν η καρδιά του εγχειρήματος. Η αρχική ευθύνη για την αποτίμηση ανήκε στις τράπεζες και για κάθε δάνειο που μεταβιβαζόταν στη NAMA έπρεπε να χρησιμοποιηθεί υπόδειγμα αποτίμησης με βάση την παρούσα αξία των ταμειακών ροών. Υπολογιζόταν η τρέχουσα αξία και η μακροχρόνια οικονομική αξία και στη συνέχεια η NAMA χρησιμοποιούσε ένα συντονιστή για να ελέγξει τις αποτιμήσεις και να προχωρήσει σε ελέγχους πιστοποίησης. Τελικά η μακροχρόνια αξία υπολογιζόταν αφού λαμβάνονταν υπόψη η αξία των εμπράγματων εξασφαλίσεων, με βάση την παρούσα αξία των χρηματορροών, και η τρέχουσα αξία τυχόν λοιπών εξασφαλίσεων. Περαιτέρω προσαρμογές γίνονταν ώστε να απεικονιστεί και το λειτουργικό κόστος της NAMA. Η διαδικασία φαίνεται διαφανής αλλά λίγο γραφειοκρατική και ο στόχος της αποκατάστασης της αγοράς ακινήτων θα κριθεί από την αποτελεσματικότητα της υλοποίησης. Υπάρχουν κάποιες ενδείξεις ότι το σύστημα έχει δυσλειτουργίες, κυρίως από το γεγονός ότι το υπόδειγμα της NAMA βασιζόταν στην υπόθεση της αποκατάστασης της αγοράς ακινήτων.

Η Ισπανία ακολούθησε τον ίδιο δρόμο με την Ιρλανδία και το 2012 δημιούργησε τη SAREB στα πρότυπα της NAMA, με 45% συμμετοχή του Δημοσίου και 55% των ιδιωτών για να καλύπτει τα κριτήρια της Eurostat. Αν και τυπικά μπορεί να χαρακτηριστεί ιδιωτική

AMC αφού οι ιδιώτες πλειοψηφούν, παρ' όλα αυτά η πρωτοβουλία προήλθε από το κράτος και το κράτος ελέγχει τις βασικές λειτουργίες της. Η διάρκεια ζωής της καθορίστηκε σε 15 έτη, δεν θεωρείται τράπεζα και καλύπτεται από το νόμο περί εταιριών. Εξουσιοδοτήθηκε να διαχειριστεί και να ρευστοποιήσει τα ακίνητα που προέκυψαν από την αναδιάρθρωση του τραπεζικού συστήματος, τα οποία μεταβιβάστηκαν με μέση έκπτωση 63%. Αν και δημιουργήθηκε στα πρότυπα της NAMA, έχει ορισμένες διαφορές που καθιστούν τη στόχευσή της διαφορετική:

- Στη NAMA ένα σημαντικό ποσοστό των ακινήτων (περίπου 40%) είναι εκτός Ιρλανδίας, κυρίως στο Ηνωμένο Βασίλειο, ενώ της SAREB αποκλειστικά στην Ισπανία.
- Το χαρτοφυλάκιο της NAMA αποτελείται κατά πλειοψηφία από εμπορικά ακίνητα, ενώ της SAREB από κατοικίες.
- Η NAMA χρηματοδοτήθηκε με έκδοση κρατικών ομολόγων, ενώ η SAREB εξέδωσε δικά της ομόλογα με εγγύηση του κράτους.
- Στο εγχείρημα της NAMA μπορούσαν να συμμετέχουν όλες οι τράπεζες, ενώ στη SAREB μόνο οι τράπεζες που έλαβαν ενίσχυση στο πλαίσιο του προγράμματος χρηματοδοτικής βοήθειας προς την Ισπανία.
- Η NAMA εξουσιοδοτήθηκε να ομαλοποιήσει την αποτίμηση στην αγορά ακινήτων, ενώ η αποτίμηση της SAREB δεν φιλοδοξεί να χρησιμοποιηθεί ως τιμή αναφοράς.
- Η NAMA αποτίμησε τα ακίνητα με μοντέλο και αναλυτική προσέγγιση (due diligence), ενώ η SAREB χρησιμοποίησε κυρίως την προσομοίωση ακραίων καταστάσεων (stress testing) και την αναλυτική προσέγγιση σε κάποιο βαθμό.

Στην Ευρώπη οι περιπτώσεις της NAMA και της SAREB είναι οι πιο γνωστές. Και άλλα κράτη έχουν χρησιμοποιήσει ή σχεδιάζουν να χρησιμοποιήσουν την προσέγγιση της “κακής

τράπεζας” για τη διαχείριση των NPLs. Μεταξύ 2008 και 2014 δημιουργήθηκαν σε 12 κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης 15 AMC για να βοηθήσουν τουλάχιστον 37 τράπεζες (βλ. Gandrud and Hallerberg 2014). Το εγχείρημα δεν μπορεί ακόμη να κριθεί, αλλά φαίνεται ότι αποτελεί βασικό εργαλείο στη διαχείριση τραπεζικών κρίσεων.

## 6 ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η ένταση των τραπεζικών κρίσεων των τελευταίων δεκαετιών ανάγκασε τις κυβερνήσεις σε άμεση παρέμβαση για τη σωτηρία του τραπεζικού συστήματος και την προστασία των καταθετών. Κοινό χαρακτηριστικό όλων των κρίσεων ήταν η διόγκωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και η ανάγκη κεντρικής παρέμβασης για αποτελεσματικότερη διαχείριση. Οι δύο εναλλακτικές προσεγγίσεις που εξετάστηκαν στο παρόν άρθρο είναι α) η συγκέντρωση όλων των προβληματικών στοιχείων σε μια “κακή τράπεζα” και η διαχείρισή τους και β) η παραμονή τους στον ισολογισμό των τραπεζών, η χορήγηση κρατικών εγγυήσεων και η διαχείρισή τους από εξειδικευμένες μονάδες ή εξειδικευμένες θυγατρικές των τραπεζών. Στην εισαγωγή του άρθρου τέθηκαν δύο ερωτήματα σχετικά με την αποξένωση των τραπεζών από το προβληματικό χαρτοφυλάκιο και την αποτελεσματικότερη διαχείριση. Υπάρχουν ισχυρές ακαδημαϊκές και εμπειρικές ενδείξεις ότι η απαλλαγή των ισολογισμών των τραπεζών μπορεί να συντελέσει στην αποκατάσταση των χρηματοδοτικών δραστηριοτήτων των τραπεζών. Στη διαχείριση των προβληματικών στοιχείων η δημιουργία “κακής τράπεζας” μπορεί να εκμεταλλευθεί οικονομίες κλίμακας, αλλά δεν είναι πάντοτε εφικτό να προσελκύσει την αναγκαία τεχνογνωσία και εμπειρία. Η διαχείριση εντός της τράπεζας έχει το πλεονέκτημα της συνέχειας της τραπεζικής σχέσης, αλλά ταυτόχρονα και το μειονέκτημα των μειωμένων κινήτρων ώστε να μη διαταραχθεί η σχέση. Επίσης έχει το μειονέκτημα του διαφορετικού επιχειρηματικού μοντέλου που πρέπει να εφαρμοστεί.

Γενικότερα, κάθε προσέγγιση έχει πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα, τα οποία όμως μπορούν να αναστραφούν αν ο τρόπος υλοποίησης δεν είναι ενδεδειγμένος. Τα πλεονεκτήματα της “κακής τράπεζας” δεν μπορούν να αναδειχθούν αν η αποξένωση των τραπεζών από το προβληματικό χαρτοφυλάκιο δεν συνοδευθεί από λειτουργικές και διαδικαστικές αναβαθμίσεις στις ίδιες τις τράπεζες ώστε να μη δημιουργούνται νέα NPLs. Επίσης, η δυνατότητα εκμετάλλευσης των οικονομιών κλίμακας μπορεί να αναστραφεί αν δεν υπάρχει διαφάνεια και λογοδοσία. Τα μειονεκτήματα της “κακής τράπεζας” που αφορούν το φαινόμενο του ηθικού κινδύνου μπορούν να αντιμετωπιστούν με σωστή πολιτική τιμολόγησης. Από την άλλη πλευρά, τα πλεονεκτήματα της διαχείρισης από τις τράπεζες σχετικά με τη διατήρηση των τραπεζικών σχέσεων με τις επιχειρήσεις μπορούν να αντιστραφούν αν η σχέση αυτή δεν βασίζεται σε υγιείς τραπεζικές πρακτικές. Τα μειονεκτήματα της διαχείρισης από τις τράπεζες, κυρίως σχετικά με τη σηματοδότηση για δέσμευση εξυγίανσης των χαρτοφυλακίων, μπορούν να αντιστραφούν αν υπάρχει το κατάλληλο νομοθετικό πλαίσιο που διευκολύνει την ταχεία λήψη αποφάσεων και σέβεται τα δικαιώματα ιδιοκτησίας. Είναι λοιπόν προφανές ότι τα πλεονεκτήματα κάθε λύσης μπορούν να γίνουν μειονεκτήματα και αντίστροφα, αν η υλοποίηση της κάθε προσέγγισης δεν είναι η ενδεδειγμένη.

Σε όλο τον κόσμο και στην Ευρώπη έχουν εφαρμοστεί και οι δύο πολιτικές, αν και το τελευταίο διάστημα τείνει να κυριαρχήσει η δημιουργία συγκεντρωτικής “κακής τράπεζας”. Υπάρχουν επιτυχημένα ή λιγότερο επιτυχημένα παραδείγματα, αλλά κάθε εγχείρημα έχει μοναδικά χαρακτηριστικά που εξαρτώνται από την κουλτούρα και τις υποδομές της χώρας. Συνεπώς, η πολιτική υλοποίησης πρέπει να λαμβάνει υπόψη τα θετικά και τα αρνητικά από την ιστορική εμπειρία και να τα προσαρμόζει στις ιδιαιτερότητες της χώρας. Όμως είναι δυνατόν να διακρίνει κανείς μια κοινή συνισταμένη επιτυχίας σε όλες τις προσπάθειες: δέσμευση στο στόχο, διαφάνεια και λογοδοσία. Πρέπει να γίνει

απόλυτα σαφές πώς θα κατανεμηθεί ο υπολειπόμενος κίνδυνος (residual risk), με δεδομένο την πολύπλοκη σχέση που αναπτύσσεται μεταξύ τραπεζών, εταιρείας διαχείρισης και

κυβέρνησης, και να υιοθετηθεί το πλαίσιο που υποστηρίζει καλύτερα την επιλογή. Ο κίνδυνος φήμης του εγγειρήματος είναι σημαντικός αν δεν τηρηθούν τα παραπάνω.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Barisitz, S. (2013α), “Nonperforming Loans in Western Europe – A Selective Comparison of Countries and National Definitions”, *Focus on European Economic Integration*, Q1/13, 28-47.
- Barisitz, S. (2013β), “Nonperforming Loans in CESEE – An Even Deeper Definitional Comparison”, *Focus on European Economic Integration*, Q3/13, 67-84.
- Bebchuk, L.A. (2009), “Buying troubled assets”, *Yale Journal on Regulation*, 26, 343-358.
- Boudghene, Y. and S. Maes (2012), “Relieving Banks from Toxic or Impaired Assets: The EU State Aid Policy Framework”, *Journal of European Competition Law & Practice*, 1-16.
- Calomiris, C.W., D. Klingebiel and L. Laeven (2012), “Seven Ways to Deal with a Financial Crisis: Cross-Country Experience and Policy Implications”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(4), 8-22.
- Calomiris, C.W. and D. Nissim (2014), “Crisis-related shifts in the market valuation of banking activities”, *Journal of Financial Intermediation*, 23, 400-435.
- Campbell, A. (2007), “Bank insolvency and the problem of nonperforming loans”, *Journal of Banking Regulation*, Vol. 9, 25-45.
- Claessens, S. (2005), “Policy Approaches to Corporate Restructuring around the World: What Worked, What Failed in World Bank”, in M. Pomerleano and W. Shaw (eds), *Corporate Restructuring: Lessons from Experience*, The World Bank.
- Claessens, S., C. Pazarbasioglu, L. Laeven, M. Dobler, F. Valencia, O. Nedelescu and K. Seal (2011), “Crisis Management and Resolution: Early Lessons from the Financial Crisis”, IMF Staff Discussion Note SDN/11/05.
- Dado, M. and D. Klingebiel (2002), “Decentralized creditor-led corporate restructuring: Cross-country experience”, *Policy Research Working Paper Series*, No. 2901, Washington, DC: World Bank.
- D’Arcy, É. (2015), “The Irish Experience – The National Asset Management Agency (NAMA)”, Bank of Greece, 3rd International Conference on the Real Estate Market, Conference presentation.
- ECB (2009), “Guiding principles for bank asset support schemes”, February.
- ECB (2013), “Asset support schemes in the euro area”, *Financial Stability Review*, May.
- Elliott, D.J. (2009), “Bad Bank”, “Nationalization”, “Guaranteeing Toxic Assets”: *Choosing among the options*, The Initiative on Business and Public Policy, The Brookings Institution.
- Flannery, M.J., S.H. Kwan and M. Nimalendran (2013), “The 2007-2009 Financial Crisis and Bank Opacity”, *Journal of Financial Intermediation*, 22, 55-84.
- Fung, B., J. George, S. Hohl and G. Ma (2004α), “Public asset management companies in East Asia – A comparative study”, BIS, FSI Occasional Paper No. 3.
- Fung, B., J. George, S. Hohl and G. Ma (2004β), “Public asset management companies in East Asia – Case studies”, BIS, FSI Occasional Paper No. 3.
- Gandrud, C. and M. Hallerberg (2014), “Bad banks in the EU: the impact of Eurostat rules”, Bruegel Working Paper 2014/15.
- Gick, W. and T. Pausch (2012), “Persuasion by stress testing – Optimal disclosure of supervisory information in the banking sector”, Discussion Paper No. 32, Deutsche Bundesbank.
- Goddard, J. (2009), “The financial crisis in Europe: Evolution, policy responses and lessons for the future”, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 17(4), 362-380.
- Grossman, E. and C. Woll (2014), “Saving the Banks: The Political Economy of Bailouts”, *Comparative Political Studies*, Vol. 47(4), 574-600.
- Hauck, A., U. Neyer and T. Vieten (2014), “Reestablishing stability and avoiding a credit crunch: Comparing different bad bank schemes”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*.
- He, D. (2004), “The Role of KAMCO in Resolving Nonperforming Loans in the Republic of Korea”, IMF Working Paper 04/172 (Washington: International Monetary Fund).
- Huizinga, H. and L. Laeven (2012), “Bank valuation and accounting discretion during a financial crisis”, *Journal of Financial Economics*, 106, 614-634.



- IMF (2014), *Global Financial Stability Report*.
- IMF (2015), *Global Financial Stability Report*.
- Ingves, S., S.A. Seelig and D. He (2004), “Issues in the Establishment of Asset Management Companies” *IMF Policy Discussion Papers*, PDP 04/3.
- Ingves, S. and G. Lind (1996), “The management of the bank crisis – in retrospect”, *Sveriges Riksbank Quarterly Review*, Vol. 7, 5-18.
- Ingves, S., G. Lind, M. Shirakawa, J. Caruana and G.O. Martinez (2009), “Lessons Learned from Previous Banking Crises: Sweden, Japan, Spain and Mexico”, Group of Thirty, Occasional Paper 79, Washington DC.
- Jassaud, N. and K. Kang (2015), “A Strategy for Developing a Market for Nonperforming Loans in Italy”, *IMF Working Papers*, WP/15/24.
- Jonung, L. (2009), “The Swedish model for resolving the banking crisis of 1991-93: Seven reasons why it was successful”, *European Economy. Economic Papers*, 360, Brussels, European Commission.
- Klingebiel, D. (2000), “The Use of Asset Management Companies in the Resolution of Banking Crises: Cross-Country Experience”, *Policy Research Working Papers*, WPS 2284. Washington, DC: World Bank.
- Kokko, A. and K. Suzuki (2009), “The Nordic and Asian crises. Common causes, different outcomes?”, Chapter 9, in L. Jonung, J. Kiander and P. Vartia (eds), *The Great Financial Crisis in Finland and Sweden. The Nordic experience of financial liberalization*, Edward Elgar.
- Mako, W. (2005), “Emerging-Market and Crisis Applications for Out-of-Court Workouts: Lessons from East Asia, 1998-2001”, in M. Pomerleano and W. Shaw (eds), *Corporate Restructuring: Lessons from Experience*, The World Bank.
- Morgan, D., S. Peristiani and V. Savino (2014), “The Information Value of the Stress Test”, *Journal of Money, Capital and Banking*, 46(7), 1479-1500.
- Nkusu, M. (2011), “Nonperforming Loans and Macrofinancial Vulnerabilities in Advanced Economies”, IMF Working Paper 11/161.
- Schäfer, D. and K.F. Zimmermann (2009), “Bad bank(s) and recapitalization of the banking sector”, *Intereconomics – Review of European Economic Policy*, 44, 215-225.
- Sheehan, J.M (2011), *Optimizing distressed loan books. Practical solutions for dealing with non-performing loans*, Harriman House.
- Van Roy, P. (2008), “Transparency in Banking”, *Financial Stability Review*, National Bank of Belgium, 133-147.
- Van Suntum, U. and C. Ilgmann (2013), “Bad banks: a proposal based on German financial history”, *European Journal of Law and Economics*, 35, 367-384.

# ΠΩΣ Η ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ ΙΣΤΟΡΙΚΩΝ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΧΡΟΝΟΛΟΓΙΚΩΝ ΣΕΙΡΩΝ ΣΤΗΡΙΖΕΙ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ; Η ΝΕΑ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΒΑΣΗ 1833-1949 ΩΣ ΜΕΡΟΣ ΤΗΣ ΜΕΓΑΛΗΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΒΑΣΗΣ ΤΩΝ ΧΩΡΩΝ ΤΗΣ ΝΑ ΕΥΡΩΠΗΣ

Σοφία Λαζαρέτου<sup>1</sup>

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών

## I ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Κάθε φορά που ενσκήπτει μια κρίση, το ενδιαφέρον συνήθως στρέφεται τόσο στην αναζήτηση του κατάλληλου τρόπου αντιμετώπισης όσο και στη σύγκριση με άλλες παρόμοιες κρίσεις του παρελθόντος. Η αντίδραση πολιτικής είναι συνήθως σύμφωνη με την εκάστοτε οικονομική ορθοδοξία. Η αντίληψη εξάλλου που επικρατεί είναι ότι η εκάστοτε κρίση αποτελεί πρωτόγνωρη εμπειρία τόσο ως προς την ένταση όσο και ως προς τη διάρκειά της. Από οικονομική άποψη, υπάρχει μια πληθώρα εναλλακτικών πολιτικών με διαφορετικό όφελος και κόστος, με αποτέλεσμα ο οικονομολόγος να αναζητεί κάθε φορά την επιλογή με το μικρότερο δυνατό κόστος σε όρους απασχόλησης και προϊόντος. Επιπλέον, η οικονομική ζωή της ανθρωπότητας έχει πλούσια ιστορική εμπειρία από κρίσεις που επαναλαμβάνονται στο χρόνο, όχι όμως αυτούσιες, αλλά με σημαντικές παραλλαγές που τις καθιστούν μοναδικές αφού το οικονομικό, κοινωνικό, πολιτιστικό και ηθικό περιβάλλον, τοπικό και διεθνές, στο οποίο εκκολάφθηκαν και εξελίχθηκαν είναι κάθε φορά διαφορετικό. Ως εκ τούτου, ο τρόπος αντιμετώπισής τους δεν μπορεί να είναι κοινός. Κοινό όμως είναι το ερώτημα “τι έφταιξε” και “τι πήγε στραβά”.

Η τρέχουσα ευρωπαϊκή κρίση εντατικοποίησε τις συζητήσεις γύρω από την εξεύρεση της βέλτιστης λύσης. Κατέστησε επίσης ευρέως αντιληπτό ότι κάθε χώρα πλήττεται διαφορετικά, ανάλογα με τις ιδιαιτερότητες και τις αδυναμίες της οικονομικής της δομής και διοίκησης. Ιδιαίτερα επλήγησαν οι χώρες σε ανισορροπία, δηλαδή εκείνες που εμφάνιζαν χρόνια ελλειμματική θέση στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, είτε εξαιτίας της αδύναμης εξαγωγικής τους δραστηριότητας λόγω χαμηλής ανταγωνιστικότητας, είτε εξαιτίας της ισχυρής ζήτησης για εισαγωγές λόγω ενός μη βιώσιμου ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης που

προσδιοριζόταν κυρίως από την αύξηση της εγχώριας κατανάλωσης. Με το ξέσπασμα της διεθνούς κρίσης, η διαφαινόμενη μόνιμη στις χώρες αυτές ανισορροπία στον εξωτερικό τομέα γρήγορα προκάλεσε ανισορροπία και στον εσωτερικό τομέα με ταχεία συσσώρευση ιδιωτικού και δημόσιου χρέους, μαζική εκροή κεφαλαίων, πιστωτική ασφυξία, αποεπένδυση, μείωση της απασχόλησης και συρρίκνωση του προϊόντος.

Υπό την πίεση της αιφνίδιας διακοπής των ιδιωτικών χρηματοοικονομικών ροών, οι ελλειμματικές χώρες κατέβαλαν επίπονες προσπάθειες αναστροφής των εξωτερικών ανισορροπιών τους με αύξηση της ανταγωνιστικότητας και των εξαγωγών μέσω της μείωσης μισθών και εισοδημάτων. Το κόστος της προσαρμογής ήταν η υψηλή ανεργία και η υποχρησιμοποίηση του παραγωγικού δυναμικού τους, ενώ την ίδια στιγμή οι όποιες ανταπτιξιακές πρωτοβουλίες, όπως αύξηση των εξαγωγών και της συνολικής επενδυτικής δραστηριότητας, περιορίστηκαν τόσο από σημαντικούς χρηματοδοτικούς περιορισμούς όσο και από την ασθενή συνολική ενεργό ζήτηση της ευρωπαϊκής και παγκόσμιας οικονομίας. Στις χώρες επομένως με μικρή βιομηχανική

1 Θέλω να ευχαριστήσω τους συμμετέχοντες στη σειρά σεμιναρίων (2014-2015) της Ελληνικής Εταιρείας Οικονομικής Ιστορίας, Εθνικό Ίδρυμα Ερευνών, 20 Οκτωβρίου 2014, για τα σχόλια και τις παρατηρήσεις τους. Ευχαριστώ ιδιαίτερα τον Γιώργο Κωστέλενο, τη Μαρία-Χριστίνα Χατζηγιάννου, τη Λήδα Παπαστεφαννάκη και τον Σωκράτη Πετμεζά για την εποικοδομητική ανταλλαγή απόψεων, καθώς και τις Heather Gibson και Χιόνα Μπαλφούσα για τις παρατηρήσεις τους. Η ελληνική στατιστική βάση περιέχεται στην κοινή έκδοση της Τράπεζας της Ελλάδος σε συνεργασία με άλλες έξι ευρωπαϊκές κεντρικές τράπεζες με τίτλο *South-Eastern European Monetary and Economic Statistics from the Nineteenth Century to World War II* (SEEMHN 2014), Bank of Greece, Bulgarian National Bank, National Bank of Romania, Oesterreichische Nationalbank, κεφάλαιο 3: *Greece: from 1833 to 1949*, σελ. 101-170. Η έκδοση προλογίζεται από τους διοικητές των κεντρικών τραπεζών της Αυστρίας, της Βουλγαρίας, της Ρουμανίας και της Ελλάδος, καθώς και από τους Michael Bordo, Luis Catão και Νίκο Χριστοδουλάκη. Η πρόσβαση στη στατιστική βάση είναι ελεύθερη από το δικτυακό τόπο της Τράπεζας της Ελλάδος: <http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Publications/Studies/> και <http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Statistics/default.aspx>. Οι απόψεις που παρουσιάζονται στο άρθρο αυτό δεν αντανακλούν κατ' ανάγκην τις απόψεις της Τράπεζας της Ελλάδος. Τυχόν λάθη ή παραλείψεις βαρύνουν αποκλειστικά τη συγγραφέα.

παραγωγή, έλλειψη φυσικών πόρων και χαμηλό τουρισμό η προσαρμογή υπήρξε πιο επίπονη, αφού συντελέστηκε κυρίως με μείωση της εγχώριας ζήτησης.

Η Ελλάδα ήταν μεταξύ των χωρών που επλήγησαν δραματικά από την πρόσφατη κρίση, αφού σε έξι χρόνια έχασε περισσότερο από το 1/4 του εθνικού της προϊόντος και το 1/5 της συνολικής απασχόλησης.<sup>2</sup> Αν και το νομισματικό της παρελθόν είναι πλούσιο σε οικονομικές και χρηματοπιστωτικές κρίσεις, συναλλαγματικές κρίσεις, κρίσεις εμπιστοσύνης και αξιόχρεου καθώς και σε πτωχεύσεις, η συστηματική μελέτη του είναι περιορισμένη, με αποτέλεσμα να παραμένει εν πολλοίς άγνωστο και θολό. Τροχοπέδη ήταν η έλλειψη και η μη συστηματική συλλογή στατιστικών δεδομένων. Προς άρση αυτής της αδυναμίας, η Τράπεζα της Ελλάδος από το 2006 εργάστηκε στο πλαίσιο ενός ερευνητικού δικτύου ευρωπαϊκών εθνικών κεντρικών τραπεζών για μία κοινή έκδοση που αφορά τη δημοσίευση, για πρώτη φορά, μιας πλήρους, εναρμονισμένης και συγκρίσιμης μακροχρόνιας στατιστικής βάσης για κρίσιμα μακροοικονομικά και νομισματικά μεγέθη για τις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης (βλ. SEEMHN 2014). Μέρος της μεγάλης αυτής στατιστικής βάσης αποτελεί η ελληνική βάση, που καλύπτει μια περίοδο 100 ετών και πλέον (1833-1949).

Η διαθεσιμότητα των ιστορικών χρονολογικών σειρών βοηθά στην ποσοτική τεκμηρίωση της ανάλυσης των γεγονότων του παρελθόντος. Η γνώση που παράγεται με αυτό τον τρόπο παίζει καθοριστικό ρόλο στη λήψη σήμερα εκείνων των αποφάσεων που θα διαμορφώσουν το μέλλον. Ο σκοπός του παρόντος άρθρου είναι διττός. Πρώτον, να παρουσιάσει στο ευρύ κοινό την ελληνική στατιστική βάση και, δεύτερον, χρησιμοποιώντας συγκεκριμένα παραδείγματα ιστορικών χρονοσειρών, να καταδείξει την αξία της χρήσης τους για την καλύτερη γνώση του μηχανισμού δημιουργίας και εξέλιξης των φαινομένων.

Αναλυτικότερα, η ενότητα 2, αξιοποιώντας την τρέχουσα κρίση, αναφέρει τους λόγους για

τους οποίους η οικονομική επιστήμη έχει απομακρυνθεί από την ανάλυση της ιστορικής εμπειρίας. Η ενότητα 3 εξηγεί για ποιους λόγους η ιστορία και η ποσοτική τεκμηρίωσή της είναι αναγκαίες για την ορθή χάραξη πολιτικής. Η ενότητα 4 παρουσιάζει το περιγγραμμά της ελληνικής στατιστικής βάσης και τη μεθοδολογία που ακολουθήθηκε για την κατάρτισή της, ενώ η ενότητα 5 αναλύει παραδείγματα πολιτικής μέσα από τη χρήση των ιστορικών ποσοτικών στοιχείων. Τέλος, η ενότητα 6 συνοψίζει.

## 2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΣΤΗΜΗ ΚΑΙ ΚΡΙΣΕΙΣ

Ευθύς μετά την εκδήλωση της κρίσης του 2008, η σύγχρονη οικονομική σκέψη τέθηκε σε αμφισβήτηση. Η οικονομική επιστήμη χαρακτηρίστηκε ως μια “μελαγχολική” (dismal) επιστήμη<sup>3</sup> σε “παρακμή” (in decline) (βλ. *Financial Times*, “Economics need to reflect a post-crisis world”, 25.9.2014). Διατυπώθηκε η άποψη ότι για να παραμείνει χρήσιμη θα πρέπει να εστιάσει σε μια περισσότερο ρεαλιστική ερμηνεία της οικονομικής πραγματικότητας που θα αντανάκλα τον κόσμο μετά την κρίση (βλ. *Financial Times*, “Universities to revamp economic courses”, 22.9.2014). Στις συζητήσεις κυριάρχησαν τρία ερωτήματα: πρώτον, γιατί οι οικονομολόγοι και οι οικονομικοί ιστορικοί δεν μπόρεσαν να προβλέψουν την τρέχουσα κρίση; Δεύτερον, θα μπορούσαν οι φορείς χάραξης οικονομικής πολιτικής να αντιμετωπίσουν την κρίση πιο αποτελεσματικά περιορίζοντας τις οδυνηρές συνέπειές της στην πραγματική οικονομία; Και τρίτον, γιατί δεν αξιοποιήθηκε η συσσωρευμένη γνώση από προγενέστερα επεισόδια κρίσεων, γνωστά ως “διδάγματα” ή “μαθήματα της ιστορίας”, για την αποφυγή επανάληψης παρόμοιων σφαλμάτων και αστοχιών;

2 Μεταξύ 2007 και 2013 το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν σε σταθερές τιμές 2010 μειώθηκε κατά 26,3%. Μεταξύ 2008 και 2014 η συνολική απασχόληση συρρικνώθηκε κατά 23%.

3 Ο Thomas Carlyle (1795-1881), υπέρμαχος της φυλετικής ανωτερότητας ενός λαού και πολέμιος της χειραφέτησης των δούλων, πρωτοχρησιμοποίησε τη φράση αυτή στη διαμάχη του με τον John Stuart Mill σχετικά με το αν τα φυλετικά χαρακτηριστικά ή οι θεσμοί προσδιορίζουν εν τέλει την οικονομική ανάπτυξη ενός έθνους.

Όσον αφορά το πρώτο ερώτημα, θα ήταν ενδεχομένως άδικο να απαιτούμε από τους οικονομολόγους με τα υπάρχοντα εργαλεία να πραγματοποιούν με επιτυχία ασφαλείς προβλέψεις μιας πολυσύνθετης πραγματικότητας. Και τούτο για δύο λόγους:

(i) Η ως σήμερα “συμβατική” οικονομική επιστήμη εδράζεται σε κρίσιμες υποθέσεις όπως είναι οι υποθέσεις της κανονικότητας, της γραμμικότητας, της ορθολογικής συμπεριφοράς των οικονομούντων ατόμων, της πλήρους εκκαθάρισης των αγορών, της πλήρους προσαρμοστικότητας και της βεβαιότητας κινδύνου. Οι υποθέσεις αυτές, αν και διευκολύνουν την επίλυση των μαθηματικών οικονομικών υποδειγμάτων, υπεραπλουστεύουν τον πραγματικό κόσμο, με αποτέλεσμα τη διατύπωση συμπερασμάτων πολιτικής που είναι χρήσιμα μόνο όταν επικρατούν “κανονικές συνθήκες”. Η προσέγγιση αυτή μπορεί να παρέχει μια ασφαλή προσομοίωση της ιστορικής πραγματικότητας, αλλά κατά κανόνα αποτυγχάνει να προβλέψει με επάρκεια τη μελλοντική πραγματικότητα, αφού δεν αξιοποιεί την πληροφόρηση από τη συχνότητα εμφάνισης ενός ικανού αριθμού “ακραίων ενδεχομένων” (outliers), που όμως είναι αυτά που εν τέλει προσδιορίζουν ρεαλιστικά την πραγματικότητα.

(ii) Από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 έως και το 2008, κυριάρχησε στην οικονομική σκέψη η αντίληψη του *Great Moderation* (βλ. Stock and Watson 2003, Hakkio 2013, Clark 2009). Αναφέρεται στη μετρήσιμα αντιληπτή μείωση της μεταβλητότητας του οικονομικού κύκλου σε σχέση με την υψηλή μεταβλητότητα που επικράτησε τις αμέσως προηγούμενες δεκαετίες. Η παγίωση αυτής της στατιστικής διαπίστωσης (χαμηλός πληθωρισμός, μέτριες οικονομικές διακυμάνσεις, προβλέψιμες επιδόσεις) ερμηνεύθηκε (Bernanke 2004) ως το συνδυαστικό αποτέλεσμα πολλών παραγόντων:<sup>4</sup> (α) της βελτίωσης του πλαισίου άσκησης της νομισματικής πολιτικής με τη θεσμοθέτηση της ανεξαρτησίας των κεντρικών τραπεζών, που επέτρεψε την απαλλαγή της νομισματικής πολιτικής από την πίεση τήρησης διευκολυντικής στάσης προς εξυπηρέτηση των

δημοσιονομικών στόχων της κυβέρνησης και προσέδωσε διαφάνεια στην άσκηση της, (β) της καλύτερης εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος,<sup>5</sup> (γ) της ανάπτυξης αυτόματων σταθεροποιητών που λειτουργούν αντικυκλικά περιορίζοντας τις δυσμενείς επιδράσεις μιας διαταραχής στον οικονομικό κύκλο, (δ) της αλλαγής του προσανατολισμού της οικονομικής δομής από τομείς παραγωγής με μεγάλη μεταβλητότητα όπως ο πρωτογενής και δευτερογενής τομέας σε τομείς που είναι περισσότερο προβλέψιμοι και λιγότερο ευμετάβλητοι, όπως ο τριτογενής, και (ε) της απουσίας συχνών και επώδυνων εξωτερικών διαταραχών.

Περαιτέρω, θεσμικές αλλαγές στον τρόπο λειτουργίας της αγοράς εργασίας με την εισαγωγή περισσότερο ευέλικτων μορφών απασχόλησης και η καλύτερη διαχείριση των αποθεμάτων των επιχειρήσεων μέσω της νέας τεχνολογίας πληροφορικής και επικοινωνιών ήταν παράγοντες που επίσης συνετέλεσαν στη μείωση των οικονομικών διακυμάνσεων. Με άλλα λόγια, οι οικονομολόγοι θεώρησαν ότι είχαν αναπτύξει ικανά εργαλεία για τον έλεγχο της μεταβλητότητας του οικονομικού κύκλου και δημιούργησαν προσδοκίες για “αέναη ανάπτυξη”. Όμως, το περιβάλλον οικονομικής σταθερότητας προσδιόρισε με τη σειρά του ένα χρηματοπιστωτικό περιβάλλον που επέτρεψε τη συσσώρευση χρέους και την προθυμία ανάληψης υπερβολικών κινδύνων, εμπεριέχοντας έτσι τα σπέρματα της μελλοντικής κρίσης.

Θα μπορούσε κανείς να ισχυριστεί ότι το ιστορικό ανάλογο της εποχής του *Great Moderation* ήταν η περίοδος του *New Age* αμέσως μετά το τέλος του Α΄ Παγκοσμίου Πολέμου. Η ταχεία οικονομική ανάπτυξη την περίοδο αυτή οδήγησε σε ταχεία άνοδο των τιμών των περιουσιακών στοιχείων προς το τέλος της δεκαετίας του 1920. Αλλά και οι συναλλαγματικές

<sup>4</sup> Η φράση “good luck, good policy, good conduct” αποτυπώνει με τον πλέον παραστατικό τρόπο τη συνύπαρξη όλων αυτών των παραγόντων. Για μια επισκόπηση τους βλ. Coric (2011).

<sup>5</sup> Όσον αφορά κυρίως την εξέλιξη των δραστηριοτήτων εντός ισολογισμού (on-balance-sheet activities).

κρίσεις του 19ου αιώνα αποδόθηκαν στη μεγάλη μεταβλητότητα των αγορών χρήματος και κεφαλαίων. Απαιτήθηκε τότε η λειτουργία σε κάθε χώρα ενός νέου νομισματικού θεσμού, της κεντρικής τράπεζας,<sup>6</sup> που θα είχε το αποκλειστικό προνόμιο έκδοσης νόμιμου χρήματος και την υποχρέωση διαφύλαξης της νομισματικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Ωστόσο, όπως έδειξε η εμπειρία από τη Μεγάλη Κρίση και Ύφεση, ο νέος αυτός θεσμός δεν μπόρεσε εν τέλει ούτε να αποτρέψει την κρίση ούτε να μετριάσει τις συνέπειές της στον οικονομικό κύκλο. Κατέδειξε όμως τη σημασία της αυστηρής εποπτείας των εντός ισολογισμού δραστηριοτήτων του τραπεζικού συστήματος και την ανάγκη άσκησης αντικυκλικής δημοσιονομικής πολιτικής.

Σχετικά με το δεύτερο ερώτημα, παρά τη μεγάλη πρόοδο της οικονομικής σκέψης και τη βελτίωση των τεχνικών αναλυτικών εργαλείων που έχει σήμερα στη διάθεσή της, δεν έχει καταστεί δυνατή η ενσωμάτωση της επίδρασης της χρηματοοικονομικής αβεβαιότητας και αστάθειας στο νεοκλασικό οικονομικό υπόδειγμα άριστης συμπεριφοράς, αλλά ούτε και η διατύπωση μιας ολοκληρωμένης θεωρίας για την ερμηνεία της αλληλεπίδρασης των χρηματοπιστωτικών εξελίξεων και της μακροοικονομίας.<sup>7</sup> Οι οικονομολόγοι εστιάζουν σε μακροοικονομικά υποδείγματα που όμως δεν σχηματοποιούν κατάλληλα το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές συνήθως αγνοούν τις συνέπειες της αστάθειας του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη μακροοικονομία. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η πρόσφατη κρίση, που στην αρχική της φάση, με την απότομη πτώση των τιμών των ακινήτων, έβλαψε μέσω των ενυπόθηκων δανείων την ευστάθεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος και εν γένει της πραγματικής οικονομίας.

Σχετικά με το τρίτο ερώτημα και τη δυνατότητα αξιοποίησης της ιστορικής εμπειρίας, το ενδιαφέρον των οικονομολόγων στράφηκε αμέσως μετά το ξέσπασμα της κρίσης στην αναζήτηση χρήσιμων διδαγμάτων από το παρελθόν. Το ενδιαφέρον μονοπώλησε η

Μεγάλη Κρίση και Ύφεση της δεκαετίας του 1930. Παρά ταύτα, ούτε η οικονομική θεωρία ούτε και η οικονομική ιστορία αποβλέπουν στη διατύπωση γενικευμένων “διδαγμάτων” ή “μαθημάτων” που μπορούν να εφαρμοστούν εύκολα και με ασφάλεια. Και τούτο διότι το δίδαγμα της ιστορίας λαμβάνει συχνά τη μορφή διαπίστωσης ή συμπεράσματος που ισχύει μόνο στη συγκεκριμένη χρονική στιγμή εμφάνισης του γεγονότος και κάτω από τις συγκεκριμένες συνθήκες παραγωγής του (time- and state-contingent lessons). Δεν έχει δηλαδή γενική ισχύ, καθώς η αυτούσια επανάληψη του γεγονότος είναι αδύνατη. Συνεπώς, η αυτοματοποιημένη, μηχανική και γενικευμένη εφαρμογή του διδάγματος είναι δυνατόν να οδηγήσει σε επισφαλή συμπεράσματα πολιτικής, αφού δεν λαμβάνει υπόψη τους ιδιαίτερους παράγοντες που το προσδιόρισαν. Το ζητούμενο επομένως δεν είναι η εναγώνια προσπάθεια διατύπωσης διδαγμάτων και η προτροπή εφαρμογής τους, αλλά η όσο το δυνατόν μεγαλύτερη προσπάθεια εμπειρισματοποίησης και ευρείας ιστορικής έρευνας με σκοπό την παραγωγή νέας γνώσης. Η γνώση αυτή θα αποτελέσει τον ασφαλή οδικό χάρτη για την ακριβέστερη κατανόηση του παρόντος και την ορθή χάραξη πολιτικής για τη διαμόρφωση του μέλλοντος. Κατά συνέπεια, κάθε κρίση συνηγορεί υπέρ της ανάγκης για περισσότερη και καλύτερη έρευνα στην οικονομική ιστορία.

Για την επίτευξη του σκοπού αυτού, πρέπει να πληρούνται δύο προϋποθέσεις. Πρώτον, το ενδιαφέρον θα πρέπει να επικεντρωθεί στην καλύτερη γνώση και αξιοποίηση της εμπειρίας και των ιδιαιτεροτήτων κάθε χώρας χωριστά σε διάφορες χρονικές περιόδους στο παρελθόν και στη σύγκριση με την εμπειρία των χωρών της ευρύτερης γεωγραφικής περιοχής και του κόσμου γενικότερα. Με τον τρόπο αυτό δημιουργείται ένα δείγμα παρατηρήσεων από ανάλογα ιστορικά επεισόδια που συνεχώς εμπλου-

<sup>6</sup> Σε αντιδιαστολή προς την εκδοτική τράπεζα, που επιδιόταν ταυτόχρονα και σε εμπορικές δραστηριότητες.

<sup>7</sup> Βλ. Fabozzi et al. (2010) και Tobin (1958). Για μια εμπειρική ανάλυση της σχέσης μεταξύ νομισματικής πολιτικής, τιτλοποίησης και ανάληψης υπερβολικού κινδύνου, βλ. Jimenez et al. (2012).



τίζεται με την προσθήκη νέων, η γνώση του οποίου μας παρέχει πολύτιμη πληροφόρηση για τον τρόπο και το μέγεθος της αντίδρασης σε μια διεθνή κρίση και τα αποτελέσματα της αντίδρασης, αφού ενιαίες πολιτικές αντιμετώπισης της κρίσης δεν υπάρχουν, αλλά ακόμη και αν υπήρχαν, για να έχουν αποτέλεσμα, θα έπρεπε να προσαρμοστούν στις ιδιαίτερες χρονικές και τοπικές συνθήκες. Μέχρι σήμερα, η υπάρχουσα βιβλιογραφία και οι συζητήσεις τόσο στον ακαδημαϊκό χώρο όσο και στα κέντρα λήψης αποφάσεων ασχολούνται κυρίως με τη νομισματική εμπειρία των μεγάλων ανεπτυγμένων χωρών της Δυτικής Ευρώπης και των ΗΠΑ, που αποτελούν τον “πυρήνα” του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος και ιστορικά άσκησαν ρόλο ηγέτη. Την ίδια στιγμή, η νομισματική και οικονομική ιστορία των αδύνατων χωρών της “περιφέρειας” παραμένει ατελής. Συνεπώς, οι αποφάσεις πολιτικής διαμορφώνονται εν πολλοίς αξιοποιώντας την εμπειρία αριθμητικά λίγων και οικονομικά ισχυρών χωρών. Η γενικευμένη όμως εφαρμογή τους δεν είναι πάντοτε ασφαλής.

Δεύτερον, απαραίτητο εργαλείο για τη μελέτη της ιστορικής εμπειρίας είναι η ύπαρξη αξιόπιστων ποσοτικών στοιχείων. Η ενδελεχής υποστήριξη της οικονομικής ιστορίας με τη χρήση μακροχρόνιων μακροοικονομικών σειρών συμβάλλει στην τεκμηρίωση και εμπειρική επαλήθευση της ιστορικής αφήγησης, παρέχει έγκυρη απόδειξη για τη φύση των προσδιοριστικών παραγόντων των φαινομένων και εμπλουτίζει τη γνώση μας για ιστορικά γεγονότα και εμπειρίες χωρών.<sup>8</sup> Αν και η ιστορία από μόνη της δεν κληροδοτεί “μαθήματα” ή “διδάγματα” για το παρόν, εντούτοις κληροδοτεί γνώση που συνιστά απαραίτητο εργαλείο στο σχεδιασμό πολιτικής.<sup>9</sup>

### 3 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΙΣΤΟΡΙΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ. ΓΙΑΤΙ Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΣΤΗΜΗ ΕΧΕΙ ΑΝΑΓΚΗ ΤΗΝ ΙΣΤΟΡΙΑ;

Η ενασχόληση με τα οικονομικά και την ιστορία είναι σήμερα εν πολλοίς χωριστή διαδικασία. Το ενδιαφέρον των οικονομολόγων για

την ιστορία και των ιστορικών για την οικονομία σπάνια συναντώνται, σε εξαιρετικές μόνο περιπτώσεις. Ανατρέχοντας στην ακαδημαϊκή ορολογία είναι δύσκολο να βρούμε έναν κοινά αποδεκτό ορισμό της οικονομικής ιστορίας. Κατά τον Douglass North (1981), “αντικείμενο της οικονομικής ιστορίας είναι να εξηγήσει τη δομή και την επίδοση των οικονομιών μέσα στο χρόνο”.<sup>10</sup> Ο όρος “επίδοση” (performance) στην αρχική και βασική του σημασία δηλώνει την εξέλιξη στο χρόνο θεμελιωδών συνολικών μεγεθών της μακροοικονομίας (the typical concerns of economists, aggregate macro history)<sup>11</sup> όπως η παραγωγή, η εκβιομηχάνιση, η κατανάλωση και η επένδυση, ο πληθωρισμός και η ανεργία, η βέλτιστη κατανομή των παραγωγικών συντελεστών για την επίτευξη του μέγιστου δυνατού ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης, η ανισοκατανομή του εισοδήματος και η επίπτωσή της στην ανάπτυξη. Στην περίπτωση αυτή, η οικονομική θεωρία και η στατιστική επεξεργασία ποσοτικών στοιχείων είναι τα βασικά αναλυτικά εργαλεία. Στον όρο “δομή” (structure) συμπεριλαμβάνονται εκείνα τα χαρακτηριστικά μιας κοινωνίας που θεωρούμε ότι προσδιορίζουν την επίδοσή της, δηλ. οι πολιτικοί και οικονομικοί θεσμοί, η τεχνολογία, τα δημογραφικά δεδομένα. Με τον όρο “εξήγηση” (explain)

8 Η ανάγκη της συνδρομής της οικονομικής ιστορίας και των ιστορικών στατιστικών στοιχείων στη μελέτη των οικονομικών φαινομένων έχει επισημανθεί από τον Paul Samuelson. Σε μια από τις τελευταίες συνεντεύξεις του λίγους μήνες πριν πεθάνει, εξέφρασε την άποψη ότι οι οικονομολόγοι “...πρέπει να τρέφουν υψηλό σεβασμό προς τη μελέτη της οικονομικής ιστορίας, γιατί αυτή αποτελεί την πρώτη ύλη για τη διατύπωση των εικασιών και τον έλεγχο των υποθέσεων...”. Όμως, η ιστορική αφήγηση δεν εμπεριέχει και την ερμηνεία των γεγονότων. Θα πρέπει να εφαρμόσουμε [στην οικονομική ιστορία] την ευρύτερη δυνατή ποσοτική τεκμηρίωση...”. “Have a very healthy respect for the study of economic history, because that is the raw material out of which any of your conjectures or testing will come... But history does not tell its own story. You've got to bring to it all possible statistical testing that are possible...” (“An interview with Paul Samuelson”, Part Two, Connor Clarke, June 2009, *The Atlantic*).

9 Εκτός από την πρωτοβουλία της Τράπεζας της Ελλάδος στο πλαίσιο του ερευνητικού προγράμματος SEEMHN, του οποίου πρότος καρπός είναι η κατάρτιση της ιστορικής στατιστικής βάσης για τις χώρες της ΝΑ Ευρώπης, αξίζει να αναφερθούν δύο άλλες συγγενείς δραστηριότητες, του Institute for New Economic Thinking για τη μελέτη της εμπειρίας των αναδυόμενων οικονομιών και του University College London με το πρόγραμμα CORE (curriculum open access resources in economics) που προβλέπει τη διαδραστική διδασκαλία της οικονομικής επιστήμης (ebook) με έμφαση στην ιστορική ποσοτική τεκμηρίωση.

10 “I take it as the task of economic history to explain the structure and performance of economies through time” (chapter 1, *The Issues*).

11 Adelman (2014).

νοείται η διατύπωση θεωριών και η δυνατότητα αναίρεσής τους, ενώ με τον όρο “μέσα στο χρόνο” (through time) νοούνται οι διαχρονικές μεταβολές της δομής και της επίδοσης.

Κατ’ άλλους, η οικονομική ιστορία ασχολείται με τη συμπεριφορά που έχουν επιδείξει στο παρελθόν συγκεκριμένες οικονομικές μονάδες, όπως επιχειρήσεις και επιχειρηματίες, καταναλωτές και εργαζόμενοι, αποταμιευτές και επενδυτές, ομάδες συμφερόντων, φορείς άσκησης οικονομικής πολιτικής και διοικητικοί φορείς (disaggregate history). Στην περίπτωση αυτή, ως αναλυτικά εργαλεία χρησιμοποιούνται περισσότερο στοιχεία από τις κοινωνικές επιστήμες, όπως είναι η κοινωνική ανθρωπολογία. Και εδώ όμως η επεξεργασία ποσοτικών στοιχείων αποτελεί το βασικό αναλυτικό εργαλείο για τη μελέτη του τρόπου με τον οποίο η επίδραση ενός γεγονότος διαχέεται στις διάφορες οικονομικές και κοινωνικές μονάδες, που συνιστά εξάλλου και το κεντρικό ερώτημα στο οποίο καλείται να απαντήσει η οικονομική ιστορία.

Όλοι οι ορισμοί συνηγορούν στο ότι αντικείμενο της οικονομικής ιστορίας είναι η μελέτη της διαχρονικής εξέλιξης των οικονομικών θεσμών και της οικονομικής συμπεριφοράς. Η οικονομική ιστορία δεν μελετά μόνο την οικονομική δραστηριότητα στο παρελθόν, αλλά επίσης φωτίζει καίρια ερωτήματα που απασχολούν τους φορείς χάραξης πολιτικής, αποτελεί δηλ. τη γέφυρα ανάμεσα στο παρελθόν και το παρόν. Προαπαιτούμενο της εκπλήρωσης του σκοπού αυτού είναι ο συγκερασμός της οικονομικής θεωρίας και των ποσοτικών στοιχείων με μεθόδους από άλλες επιστήμες, όπως η δημογραφία, η στατιστική και η κοινωνιολογία.

Ένας δόκιμος ορισμός δίδεται από το New Palgrave Dictionary of Economics: “η οικονομική ιστορία επικεντρώνεται στην ιστορική μελέτη της οικονομικής ανάπτυξης και μεγέθυνσης...”. Επαγγελματικά και ακαδημαϊκά διαφοροποιήθηκε από την οικονομική επιστήμη χάρη στην ίδρυση επιστημονικών εταιριών πρώτα στη Μεγάλη Βρετανία το 1926 και

στις ΗΠΑ το 1941. Καθώς η οικονομική επιστήμη από τη δεκαετία του 1960 απομακρύνθηκε από την ιστορία και προσανατολίστηκε στη χρήση μαθηματικών υποδειγμάτων, η “νέα οικονομική ιστορία” τάσσεται υπέρ της εφαρμογής της οικονομικής θεωρίας στην ιστορία. “Η ποσοτική ανάλυση και τεκμηρίωση αποτελεί τη γέφυρα επαναπροσέγγισης...” (βλ. Field 2008).

Η κατάρτιση επομένως μακροχρόνιων χρονολογικών σειρών, αξιοποιώντας την πληροφόρηση που εμπεριέχεται στα ιστορικά αρχεία, δεν πρέπει σε καμία περίπτωση να παραγνωριστεί. Επιτρέποντας την ποσοτική ανάλυση των ιστορικών γεγονότων, συμπληρώνει το “κενό γνώσης” και φωτίζει άγνωστα γεγονότα. Η προσθήκη γνώσης με τη σειρά της αλλάζει την υφιστάμενη ιστοριογραφία, με τελικό σκοπό την προσέγγιση της αντικειμενικής αλήθειας.<sup>12</sup>

Στην Ελλάδα, η διάσπαση του ενδιαφέροντος όσον αφορά τη μελέτη και τη διδασκαλία των οικονομικών και της ιστορίας είναι καταφανής. Η αξία της οικονομικής ιστορίας περιορίζεται στην απλή χρονική αφήγηση των γεγονότων. Συστηματικά παραγνωρίζεται η σημασία μιας “ολιστικής” μελέτης και διδασκαλίας της οικονομικής θεωρίας στο πλαίσιο της ενδελεχούς εξέτασης ιστορικών επεισοδίων. Κυριαρχούν δε εσφαλμένα στερεότυπα, όπως η αντίληψη ότι ο οικονομικός ιστορικός είναι “ο οικονομολόγος που χρησιμοποιεί στην ανάλυσή του ιστορικά στατιστικά δεδομένα” ή “ο ιστορικός που ασχολείται με την οικονομία”. Έχει επικρατήσει επίσης η εσφαλμένη εικόνα του οικονομικού ιστορικού ως “ενός ακαδημαϊκού που ενδιαφέρεται μόνο για το τι συνέβη στο παρελθόν και δεν ασχολείται καθόλου με το παρόν και τα τρέχοντα ζητήματα”.

Από την άλλη πλευρά όμως, και η οικονομική επιστήμη αγνοεί την αξία της ιστορικής έρευνας. Για την περιγραφή και μελέτη της συμπεριφοράς των οικονομούντων απόμων χρησι-

<sup>12</sup> Βλ. μεταξύ άλλων Deane and Cole (1967), Feinstein (1972), Lindert (2004) και Crafts and Fearon (2013).

μπορεί ως επί το πλείστον μαθηματικά υποδείγματα, η εγκυρότητα των οποίων εξαρτάται από την ισχύ μιας σειράς απλουστευτικών αρχικών υποθέσεων που περιγράφουν τη σύνθετη οικονομική πραγματικότητα. Η επίλυση αυτών των υποδειγμάτων βασίζεται στον επαγωγικό συλλογισμό (hypothetical deductive models): ο οικονομολόγος διατυπώνει μια γενική θεωρία και προσπαθεί να ελέγξει την εγκυρότητά της εξετάζοντας την ισχύ της σε ειδικές περιπτώσεις (top-down approach). Εάν η θεωρία επαληθεύεται, τότε προχωρά στη διατύπωση γενικευμένων συμπερασμάτων, τα οποία όμως ισχύουν μόνο εφόσον οι αρχικές συνθήκες είναι σωστές. Ωστόσο, δεν γνωρίζει τον ακριβή τρόπο λειτουργίας της οικονομίας στον πραγματικό κόσμο. Η γνώση του περιορίζεται στη μελέτη αφαιρετικών υποδειγμάτων που πολλές φορές βασίζονται σε εσφαλμένες παραδοχές, αφού στην οικονομική επιστήμη, σε αντίθεση με ό,τι συμβαίνει στις θετικές επιστήμες, ο περιορισμός στη συλλογή και χρήση αξιόπιστων δεδομένων είναι ισχυρός. Εξάλλου, η εφαρμογή της πειραματικής μεθόδου για τη συλλογή παρατηρήσεων δεν είναι εφικτή, αφού δεν είναι δυνατή η υποβολή μιας οικονομίας σε συνθήκες πειράματος.

Με άλλα λόγια, ενώ στις θετικές επιστήμες τα υποδείγματα συντάσσονται για την εξήγηση των πραγματικών δεδομένων που συλλέγονται είτε με παρατήρηση είτε με πείραμα, στην οικονομική επιστήμη ο οικονομολόγος χρησιμοποιεί ένα υπόδειγμα για να περιγράψει το πώς ο κόσμος πιθανώς λειτουργεί. Η εμπειρική επαλήθευση της θεωρίας γίνεται είτε με βάση την ερμηνεία οικονομετρικών αποτελεσμάτων είτε με τον εντοπισμό τυπικών γνωρισμάτων (stylised facts). Και τα δύο όμως εξαρτώνται από τη χρήση ενός περιορισμένου δείγματος παρατηρήσεων σε “κανονικές συνθήκες”, με αποτέλεσμα η απουσία μιας ευρείας επισκόπησης στο χρόνο να οδηγεί σε εσφαλμένα συμπεράσματα σχετικά με την ευρωστία του οικονομικού υποδείγματος.

Από τα παραπάνω γίνεται αντιληπτό ότι ο οικονομολόγος επιχειρηματολογεί με βάση τη θεωρία, ενώ ο ιστορικός με βάση τα γεγονότα.

Ο οικονομικός ιστορικός καλείται να κάνει και τα δύο, να συνδυάσει δηλαδή τη θεωρία με τα πραγματικά περιστατικά. Ως αναλυτικό εργαλείο χρησιμοποιεί τα εμπειρικά ή ιστορικά υποδείγματα που βασίζονται στον παραγωγικό συλλογισμό (empirical or historical inductive models).<sup>13</sup> Δεν περιορίζεται, όπως ο ιστορικός, στη συγκέντρωση και μελέτη ενός δείγματος περιστατικών, ούτε όμως, όπως ο οικονομολόγος, στη διατύπωση υποθέσεων και στην a posteriori επαλήθευση μιας γενικής θεωρίας. Αντίθετα, πρώτο βήμα στην ανάλυσή του είναι η συλλογή του μέγιστου δυνατού αριθμού παρατηρήσεων ενός πραγματικού περιστατικού. Η υψηλή συχνότητα εμφάνισης του εξασφαλίζει την επιτυχία στο δεύτερο βήμα, δηλ. την ανίχνευση ενός μοτίβου επανάληψης και τη διατύπωση ενός προτύπου συμπεριφοράς που θα επιτρέψουν, σε τρίτο βήμα, τον προσδιορισμό των γενεσιουργών αιτιών ενός φαινομένου και τη διατύπωση εναλλακτικών υποθέσεων για την εμφάνισή του. Η ανάπτυξη γενικών συμπερασμάτων ή θεωριών είναι το καταληκτικό βήμα. Σχηματικά, θα μπορούσαμε να περιγράψουμε τη μεθοδολογία ως εξής:

**ποσοτικά στοιχεία → μοτίβο → υποθέσεις → θεωρία**

Για τον οικονομολόγο, η σχηματική απεικόνιση της τεχνικής που ακολουθεί είναι η αντίστροφη.

Η συλλογή επομένως αξιόπιστων στατιστικών στοιχείων που συμπυκνώνουν τη συχνότητα επανάληψης του πραγματικού περιστατικού, καθώς και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του (μέγεθος, διάρκεια, ένταση), αποτελεί τη βασική υποδομή στην έρευνα του οικονομικού ιστορικού. Κατ' επέκταση, η συμπύκνωση της ιστορικής εμπειρίας και η ποσοτική της τεκμηρίωση επιτρέπουν την ακριβή γνώση του μηχανισμού δημιουργίας και των αιτιών επανάληψης του γεγονότος. Άλλωστε, η γνώση αυτή έχει πρωταρχική σημασία για την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων που θα βοηθήσουν στο σχεδιασμό της οικονομικής πολιτικής.

<sup>13</sup> Γνωστή ως bottom-up approach.

## 4 Η ΝΕΑ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΒΑΣΗ, 1833-1949

### 4.1 ΠΕΡΙΓΡΑΦΜΑ

Η νομισματική ιστορία του νεότερου ελληνικού κράτους δεν έχει μέχρι σήμερα αρκούντως ερευνηθεί. Παρά τις άφθονες βιβλιογραφικές αναφορές, αυτές εξαντλούνται σε επετειακές εκδόσεις, χρονολόγια και χρονικά, λευκώματα και βιογραφίες, οδηγούς εκθέσεων ή ακόμη, στην καλύτερη περίπτωση, στην επανέκδοση (ανατύπωση) παλαιότερων μονογραφιών και μελετών. Επικεντρώνονται κυρίως είτε στην απλή χρονική αφήγηση μεμονωμένων νομισματικών γεγονότων, δίχως όμως να προσπαθούν να εντοπίσουν και να ερμηνεύσουν το μηχανισμό δημιουργίας τους, είτε στην εμπειρική επαλήθευση μιας θεωρίας ή εικασίας με χρήση των διαθέσιμων κάθε φορά μακροχρόνιων χρονολογικών σειρών. Σε καμία περίπτωση όμως οι δύο αυτοί τρόποι προσέγγισης δεν προσφέρουν μια ολοκληρωμένη και συστηματική μελέτη των νομισματικών φαινομένων στην Ελλάδα.

Σημαντικό εμπόδιο υπήρξε η έλλειψη μιας ολοκληρωμένης και έγκυρης στατιστικής βάσης ιστορικών χρονοσειρών για την ελληνική οικονομία. Μέχρι σήμερα, η διαθεσιμότητα των όποιων χρονολογικών σειρών ήταν ελλιπής, ανεπαρκής, κατακερματισμένη και ανεπίσημη, εν πολλοίς άγνωστη στην ευρύτερη επιστημονική κοινότητα, με αποτέλεσμα οι μέχρι τώρα προσπάθειες αξιοποίησής τους να είναι σποραδικές και η ελληνική περίπτωση να μη συμπεριλαμβάνεται, παρά μόνο τυχαία, στη διεθνή βιβλιογραφία.

Η ύπαρξη της νέας στατιστικής βάσης και η διάθεσή της στη διεθνή επιστημονική κοινότητα αποτελεί την πρώτη υποδομή για τη συστηματική ανάπτυξη της έρευνας σε θέματα οικονομικής, νομισματικής και τραπεζικής ιστορίας της νεότερης Ελλάδας, με σκοπό την αξιοποίηση της υφιστάμενης γνώσης και την προσθήκη νέας που θα συνεισφέρει στην έγκαιρη ενημέρωση των φορέων οικονομικής πολιτικής. Αναλυτικότερα, η χρησιμοποίησή της ως εργαλείου

ποσοτικής τεκμηρίωσης της ιστορικής αφήγησης θα βοηθήσει στην αναζήτηση παραλληλισμών του σήμερα με το χθες, οι οποίοι θα επιτρέψουν την ορθή διατύπωση χρήσιμων συμπερασμάτων πολιτικής που αποτελεί και τον τελικό σκοπό της προσπάθειας. Θα δώσει απαντήσεις σε επίκαιρα θέματα όπως:

1. Ποια είναι εκείνα τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που κατατάσσουν μια οικονομία στην “περιφέρεια” του παγκόσμιου νομισματικού και οικονομικού συστήματος;
2. Πώς εξηγείται η οικονομική καθυστέρηση μιας χώρας;
3. Γιατί μια χώρα τελεί συχνά υπό συνθήκες “απατηλής” και βραχύβιας σταθερότητας;
4. Ποιοι παράγοντες ερμηνεύουν το διαχρονικό έλλειμμα εμπιστοσύνης, που νοείται ως η έλλειψη αξιόπιστων δημοσιονομικών και νομισματικών θεσμών, με αποτέλεσμα η χώρα να υποφέρει από επαναλαμβανόμενες κρίσεις εμπιστοσύνης;
5. Ποια ήταν τα οφέλη αλλά και οι κίνδυνοι από την προσπάθεια της χώρας να δανειστεί αξιοπιστία στην άσκηση πολιτικής μέσω της ένταξής της σε μια οικονομική ή νομισματική “λέσχη” ισχυρών οικονομιών και της πρόσδεσής της σε μια νομισματική άγκυρα;
6. Ποια ήταν τα ιδιαίτερα προβλήματα που αντιμετώπισε κάθε φορά που υπήρχε διεθνής κρίση; και
7. Πώς ήταν “η επόμενη μέρα”;

Οι απαντήσεις σε όλα αυτά τα ερωτήματα θα μας βοηθήσουν πρώτον, να κατανοήσουμε σε βάθος την αρχιτεκτονική του διεθνούς νομισματικού συστήματος που επικρατούσε σε κάθε ιστορική περίοδο και του οποίου η Ελλάδα προσπαθούσε να είναι μέλος και, δεύτερον, να εντοπίσουμε τους λόγους της αδυναμίας της χώρας να αξιοποιήσει τα οφέλη από την παραμονή της σε αυτό.



Η ελληνική στατιστική βάση (Greek Macro History Database) αποτελεί μέρος της μεγάλης ιστορικής στατιστικής βάσης των χωρών της ΝΑ Ευρώπης (SEE Macro History Database). Περιέχεται στην κοινή έκδοση με τίτλο *South-Eastern European Monetary and Economic Statistics from the Nineteenth Century to World War II* (SEEMHN 2014, κεφάλαιο 3). Είναι ελεύθερα προσβάσιμη μέσω του δικτυακού τόπου της Τράπεζας της Ελλάδος <http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Publications/Studies/SeemhnDataVolTables.aspx>. Καλύπτει την περίοδο από το 1833 έως και το 1949. Παρουσιάζονται συνολικά 98 χρονοσειρές, ομαδοποιημένες σε 6 κατηγορίες, σε ετήσια και μηνιαία βάση. Για την περίοδο 1833-1939, περιέχεται ένα πλήρες σύνολο χρονολογικών σειρών σε ετήσια και μηνιαία βάση για τις παρακάτω ευρείες κατηγορίες μακροοικονομικών μεγεθών όπως:

- (1) νομισματικές μεταβλητές
- (2) επιτόκια
- (3) συναλλαγματικές ισοτιμίες
- (4) δημόσια οικονομικά
- (5) τιμές, παραγωγή και απασχόληση και
- (6) εθνικοί λογαριασμοί και πληθυσμός.

Για την περίοδο 1940-1949, περιέχεται ένα πλήρες σύνολο στοιχείων σε ετήσια και μηνιαία βάση για τρεις μεταβλητές:

- (1) νομισματική βάση
- (2) συναλλαγματική ισοτιμία και
- (3) δείκτης κόστους ζωής.

Η στατιστική βάση χωρίζεται σε τρία μέρη. Στο πρώτο μέρος, κρίθηκε απαραίτητη η σύντομη αλλά περιεκτική αναφορά στα σημαντικότερα νομισματικά γεγονότα που γνώρισε η χώρα, καθώς και η ακριβής ανάλυση του θεσμικού πλαισίου άσκησης της νομισματικής πολιτικής σε κάθε εξεταζόμενη χρονική περίοδο. Και τούτο γιατί η συλλογή, καταγραφή, επεξεργασία και ο έλεγχος των στοιχείων καθώς και η κατάρτιση δεικτών για τόσο μεγάλες και μακρινές χρονικές περιόδους προϋποθέτουν τη βαθιά γνώση του εκάστοτε θεσμικού πλαισίου λειτουργίας του

εγχώριου και διεθνούς οικονομικού και νομισματικού συστήματος και του τρόπου άσκησης πολιτικής. Η γνώση αυτή μας βοηθά στην αυστηρή διατύπωση των ορισμών των δημοσιευόμενων μεταβλητών.

Στο δεύτερο μέρος παρατίθενται αναλυτικά οι ορισμοί των μεγεθών και η λεπτομερής εξήγηση κάθε χρονοσειράς χωριστά, σε καθεμία από τις έξι κατηγορίες. Περιγράφεται επίσης λεπτομερώς ο τρόπος κατάρτισης νέων μεταβλητών, για παράδειγμα δίνονται δύο ορισμοί της ποσότητας χρήματος, του μακροχρόνιου κόστους δανεισμού του Δημοσίου και μιας κατά προσέγγιση εκτίμησης του δημόσιου χρέους.

Το τρίτο μέρος παρουσιάζει με λεπτομέρεια και ακρίβεια όλες τις πηγές άντλησης της πληροφοροφόρησης. Το ενδιαφέρον επικεντρώνεται στην ακριβή αναφορά, την παρουσίαση και το σχολιασμό των πρωτογενών πηγών, όπως είναι περιοδικές ή συγκυριακές εκδόσεις στατιστικών δελτίων, στατιστικές επετηρίδες, ισολογισμοί και απολογισμοί τραπεζών, προϋπολογισμοί και απολογισμοί του κράτους. Συζητούνται επίσης και οι δευτερογενείς πηγές, που αφορούν πρωτίστως δημοσιευμένες πρωτότυπες μελέτες σύγχρονων ερευνητών. Οι τελευταίες χρησιμοποιήθηκαν κυρίως για τον έλεγχο και την επιβεβαίωση εκείνων των ποσοτικών στοιχείων που αναφέρονται στις πρωτογενείς πηγές, αλλά είτε είναι σε αμφισβήτηση είτε η χρονοσειρά δεν είναι πλήρης ή συνεχής.

Προς διευκόλυνση του χρήστη, στην αρχή της ελληνικής στατιστικής βάσης παρατίθεται ένας πίνακας δεικτών (index table) που συνοψίζει όλη τη χρήσιμη πληροφοροφόρηση, δηλ. τον ορισμό της ομάδας των βασικών μεταβλητών και των επιμέρους μεταβλητών, την περίοδο του δείγματος, τη συχνότητα, τη λογιστική μονάδα και τον κωδικό πρόσβασης στους πίνακες των δεδομένων. Τέλος, η βάση εμπλουτίζεται με διαγραμματική απεικόνιση επιλεγμένων μεταβλητών, που καταδεικνύει με απλό και παραστατικό τρόπο τη διαχρονική εξέλιξη και τις σχέσεις αλληλεξάρτησης.



## 4.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Για τη διασφάλιση της αξιοπιστίας, της ακρίβειας και της συγκρισιμότητας των ποσοτικών δεδομένων, συμφωνήθηκε<sup>14</sup> από κοινού με όλες τις κεντρικές τράπεζες που συμμετείχαν στο έργο η εφαρμογή μιας κοινής μεθοδολογίας όσον αφορά μια σειρά από κρίσιμα ζητήματα, όπως η επιλογή και ο ορισμός των μεταβλητών, ο τρόπος συλλογής των πληροφοριών, οι τεχνικές κατάρτισης νέων δεικτών και οι τρόποι αντιμετώπισης δυσκολιών από τη χρονική ασυνέχεια και την έλλειψη στοιχείων.

Αναλυτικότερα, *πρώτον*, η στατιστική βάση περιέχει στοιχεία για ένα ελάχιστο αλλά ικανό σύνολο οικονομικών μεγεθών, κοινό για όλες τις χώρες. Έμφαση δόθηκε στα νομισματικά μεγέθη, σε μια προσπάθεια αξιοποίησης του συγκριτικού πλεονεκτήματος που προσφέρουν τα αρχεία των εθνικών κεντρικών τραπεζών.

*Δεύτερον*, η κατάρτιση των χρονολογικών σειρών έγινε με βάση τους τυποποιημένους ορισμούς που χρησιμοποιούνται ευρέως σήμερα, αφού μόνο έτσι διασφαλίζεται στο μέγιστο δυνατό βαθμό η ακρίβεια και η εναρμόνιση των ορισμών τόσο μεταξύ χωρών όσο και μεταξύ της ιστορικής σειράς και της τρέχουσας σειράς για το ίδιο μέγεθος, επιτρέποντας με αυτό τον τρόπο τη χρονική συνέχεια του μεγέθους και τη μελέτη της διαχρονικής εξέλιξής του.

*Τρίτον*, η περιγραφή κάθε μεταβλητής είναι λεπτομερής, έτσι ώστε να είναι δυνατή η ταυτοποίηση τυχόν διαφορών στη μέθοδο καταγραφής του μεγέθους τόσο μεταξύ χωρών όσο και μεταξύ χρονικών περιόδων στην ίδια χώρα. Ο διαφορετικός τρόπος καταγραφής απεικονίζει συνήθως διαφορές στο καθεστώς της νομισματικής πολιτικής.

*Τέταρτον*, η συλλογή των στοιχείων έγινε αποκλειστικά με χρήση των πρωτογενών πηγών.

*Πέμπτον*, ο τρόπος παρουσίασης των στοιχείων ήταν κοινός για όλες τις χώρες. Ειδικότερα, παρουσιάζονται τόσο οι σειρές που

αναφέρονται στα αθροιστικά μεγέθη (aggregated data) όσο και οι συνιστώσες τους (disaggregated). Το χρονικό διάστημα που καλύπτει η κάθε σειρά είναι το μακρότερο δυνατό, η μονάδα μέτρησης είναι το νόμιμο νόμισμα κάθε χώρας, η συχνότητα είναι ετήσια και μηνιαία, ενώ για την αναπαραγωγή των ελλειπόντων στοιχείων χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος της γραμμικής παρεμβολής.

Έκτον, η κατάρτιση νέων δεικτών αφορά κυρίως το ΑΕΠ, το κόστος δανεισμού του Δημοσίου, την προσφορά χρήματος και μια κατά προσέγγιση εκτίμηση του δημόσιου χρέους.

## 5 ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΙΣΤΟΡΙΚΕΣ ΧΡΟΝΟΛΟΓΙΚΕΣ ΣΕΙΡΕΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ: ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ

Η ανάλυση απλών παραδειγμάτων πολιτικής μέσα από τη χρήση συγκεκριμένων ιστορικών χρονοσειρών καταδεικνύει τη σημασία τους για την αξιολόγηση της ασκηθείσας πολιτικής. Στο τμήμα αυτό, το ενδιαφέρον επικεντρώνεται σε τέσσερις ομάδες μεταβλητών.

### 5.1 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

Οι νομισματικοί δείκτες διακρίνονται σε δύο κατηγορίες μεταβλητών: (i) διαθέσιμα της χώρας και (ii) δείκτες μέτρησης της ποσότητας χρήματος στην εγχώρια οικονομία. Για τις ανάγκες της ποσοτικής απεικόνισης, η πρώτη κατηγορία ορίζεται ως το άθροισμα: πρώτον, των συνολικών διαθεσίμων σε πολύτιμο μέταλλο (χρυσός και άργυρος) με τη μορφή είτε ράβδων (barren metal) είτε μεταλλικών

<sup>14</sup> Η επιτυχής ολοκλήρωση του έργου οφείλεται πρωτίτως στο αυξημένο αίσθημα συλλογικής εργασίας και ομαδικότητας που επέδειξαν όλα τα μέλη της ομάδας. Οι τακτικές συναντήσεις (συνολικά 13 σε διάρκεια 7 ετών) αλλά και η καθημερινή ηλεκτρονική επικοινωνία αποτέλεσαν τα εχέγγυα για τη γρήγορη επίλυση κάθε μορφής προβλημάτων. Η επιλογή της διεξαγωγής των τακτικών συναντήσεων με τη μορφή στρογγυλής τράπεζας συνεισέφερε στην παρουσίαση της συντελούμενης προόδου και στην αποτελεσματική ανταλλαγή γνώσεων και πληροφοριών. Ο σχηματισμός εξάλλου υποομάδων βοήθησε τη γρήγορη, ασφαλή και χρήσιμη διεργασία αλληλεξιολόγησης και διόρθωσης των δοκιμών. Παράλληλα, η πρόωμη χρησιμοποίηση των χρονολογικών σειρών για τη μελέτη συγκεκριμένων νομισματικών φαινομένων αποτέλεσε ένα πρώτο κριτήριο ελέγχου της ακριβείας τους.

νομισμάτων (minted coins) που διακρατούνταν στο ταμείο όλων των εκδοτικών τραπεζών (έως το 1927) και της Τράπεζας της Ελλάδος (από το 1928), δεύτερον, των διαθεσίμων σε “συνάλλαγμα χρυσής βάσης” (foreign exchange, συνήθως γαλλικά φράγκα και στερλίνες) με τη μορφή τοκοφόρων καταθέσεων σε ξένες κεντρικές τράπεζες ή ανταποκρίτριες τράπεζες, που χρησιμοποιούνταν για το διακανονισμό των διεθνών πληρωμών της χώρας και για την υποστήριξη της μετατρεψιμότητας των τραπεζογραμμάτων, και τρίτον, των κρατικών ομολογιών σε χρυσό (gilt-edged bonds) που διακρατούνταν στο ενεργητικό της κεντρικής τράπεζας.

Κατά την επιλογή των κονδυλίων που εμπεριέχονται στον ποσοτικό ορισμό της μεταβλητής των διαθεσίμων, δύο ζητήματα μας απασχόλησαν: το εννοιολογικό περιεχόμενο και ο τρόπος αποτίμησης. Ειδικότερα, στα μεταλλικά νομισματικά καθεστώτα, η διακράτηση διαθεσίμων υπαγορευόταν από την ανάγκη διασφάλισης της μετατρεψιμότητας του νομίσματος. Στις μέρες μας, η μεταβλητή των διαθεσίμων καταρτίζεται βάσει δύο διαφορετικών εννοιών (βλ. IMF 2013, Balance of Payments and International Investment Position Manual), της έννοιας των “διεθνών αποθεματικών” (international reserves) ή “επίσημων αποθεματικών” (official reserve assets) και της έννοιας της “ρευστότητας σε ξένο νόμισμα” (foreign exchange liquidity). Σύμφωνα με την πρώτη έννοια, τα διεθνή αποθεματικά χρησιμοποιούνται για τη διενέργεια των διεθνών συναλλαγών της χώρας και για τη διαμόρφωση της διεθνούς τιμής του νομίσματός της μέσω παρεμβάσεων στην αγορά συναλλάγματος. Αφορούν στοιχεία του ενεργητικού του ισολογισμού της κεντρικής τράπεζας. Η δεύτερη έννοια είναι πιο ευρεία και αφορά στοιχεία τόσο εντός όσο και εκτός ισολογισμού όχι μόνο της κεντρικής τράπεζας, αλλά και της κυβέρνησης, που έχουν σκοπό την ικανοποίηση της ζήτησης για ξένο νόμισμα.

Προς αποφυγή ενδεχόμενης υπερεκτίμησης των διαθεσίμων υιοθετήσαμε τον πρώτο ορισμό, που αποδίδει μια περισσότερη στενή

έννοια του μεγέθους. Ομοίως, προς αποφυγή ενδεχόμενης υποεκτίμησής τους, λάβαμε υπόψη μας το συνολικό ύψος και όχι μόνο το “νόμιμο κατώτατο όριο καλύμματος” (statutory lower limit),<sup>15</sup> όπως ορίζεται από τον ιδρυτικό τραπεζικό νόμο και το καταστατικό λειτουργίας της εκδοτικής/κεντρικής τράπεζας, που θα είχε ίσως νόημα εάν σκοπός της νομισματικής πολιτικής ήταν μόνο η εξασφάλιση του νόμιμου κατώτατου ορίου διαθεσίμων και ανώτατου ορίου κυκλοφορίας χρήματος. Από τη στιγμή όμως που τα διαθέσιμα της χώρας χρησιμοποιούνταν για την πληρωμή των υποχρεώσεων της στο εξωτερικό οι οποίες υπαγορεύονταν από τη σύναψη διεθνών δανείων και την ελλειμματική εξωτερική της θέση, περισσότερο χρήσιμη είναι η έννοια των “επίσημων αποθεματικών” ή “διεθνών αποθεματικών”.

Το δεύτερο ζήτημα αφορά τον τρόπο αποτίμησης. Συνήθως, οι εκδοτικές τράπεζες αποτιμούσαν τα μεταλλικά και συναλλαγματικά τους διαθέσιμα όχι στην ισοτιμία της αγοράς αλλά στην προκαθορισμένη ισοτιμία του εγχώριου νομίσματος στο άρτιο (parity rate) έναντι του χρυσού ή του “συναλλάγματος χρυσής βάσης”. Εξαιτίας όμως των μεγάλων και συνεχών υποτιμητικών πιέσεων στο εγχώριο νόμισμα, η εκδοτική/κεντρική τράπεζα σύμφωνα με τον αντίστοιχο ιδρυτικό νόμο αποτιμούσε όλα τα στοιχεία του ισολογισμού της (απαιτήσεις και υποχρεώσεις) στην εγχώρια νομισματική μονάδα λαμβάνοντας υπόψη την τρέχουσα ισοτιμία της αγοράς κατά την ημερομηνία σύνταξης του ισολογισμού της.

Η δεύτερη κατηγορία νομισματικών μεταβλητών αφορά τους δείκτες μέτρησης της ποσότητας χρήματος. Στην πρώτη σελίδα του κλασικού βιβλίου τους οι Friedman and Schwartz (1970) γράφουν ότι “...η μέτρηση της ποσότητας χρήματος αποτελεί δραστηριότητα που χρονολογείται στις απαρχές του αμερικανικού κράτους ως διοικητικής οντότητας”.<sup>16</sup>

<sup>15</sup> 25% της νομισματικής κυκλοφορίας για την Εθνική και 40% της νομισματικής βάσης για την Τράπεζα της Ελλάδος.

<sup>16</sup> “...an activity that dates back to the beginning of the republic...” (σελ. 1).

Και τούτο διότι η ακριβής γνώση της ποσότητας χρήματος στην οικονομία σε κάθε χρονική στιγμή επιτρέπει την άσκηση νομισματικής πολιτικής με σκοπό τη διευκόλυνση της αναπτυξιακής διαδικασίας σε ένα περιβάλλον νομισματικής και συναλλαγματικής σταθερότητας. Τούτο είχε ιδιαίτερη σημασία στα μεταλλικά νομισματικά καθεστώτα, αφού η περιορισμένη ποσότητα πολύτιμου μετάλλου προσδιόριζε ένα θεσμικά καθοριζόμενο ελάχιστο όριο “καλυμμένης” νομισματικής κυκλοφορίας, που η παραβίασή του εξαιτίας μιας υπερβάλλουσας προσφοράς “ακάλυπτου” χρήματος κλόνιζε την εμπιστοσύνη στο τραπεζογραμμάτιο και ενθάρρυνε τις πληθωριστικές και υποτιμητικές πιέσεις, θέτοντας σε κίνδυνο το νομισματικό καθεστώς.

Στην Ελλάδα, αν και ευθύς μετά την ανεξαρτησία εγκαθιδρύθηκε εθνικό νομισματικό σύστημα με την κυκλοφορία ασημένιων νομισμάτων αλλά και χάρτινου (“ακάλυπτου”) χρήματος, η συστηματική καταγραφή σε ετήσια και μηνιαία βάση της κυκλοφορίας των τραπεζογραμμάτων ξεκινά μόλις το 1841, με την ίδρυση και λειτουργία της Εθνικής Τράπεζας ως εκδοτικής. Πουθενά όμως δεν απεικονίζεται η έννοια της ποσότητας χρήματος είτε με τη στενή είτε με την ευρεία έννοιά της, όπως συνηθίζεται σήμερα. Κι αυτό γιατί σύμφωνα με τους υποστηρικτές της “currency school” του 19ου αιώνα, το τραπεζογραμμάτιο αποτελούσε το μόνο υποκατάστατο του χρήματος με την έννοια του αυτούσιου χρήματος. Άλλες μορφές χρήματος, όπως οι κάθε μορφής τραπεζικές καταθέσεις, δεν λαμβάνονταν υπόψη στον υπολογισμό της ποσότητας χρήματος. Συνεπώς, ενώ τα μεταλλικά και συναλλαγματικά διαθέσιμα προσδιορίζονταν ενδογενώς, ο λόγος διαθεσίμων προς νομισματική κυκλοφορία προσδιοριζόταν εξωγενώς, καθιστώντας αναγκαία τη γνώση της ποσότητας των τραπεζογραμμάτων που ήταν κάθε φορά σε κυκλοφορία. Με την εμφάνιση όμως μιας αστικής τάξης στο τελευταίο τέταρτο του 19ου αιώνα, η εγχώρια οικονομία περνά σταδιακά από τον αντιπραγματισμό στην εγχρήματη οικονομία και το τραπεζικό σύστημα αναπτύσσεται. Ως συνέπεια, η έννοια του χρήμα-

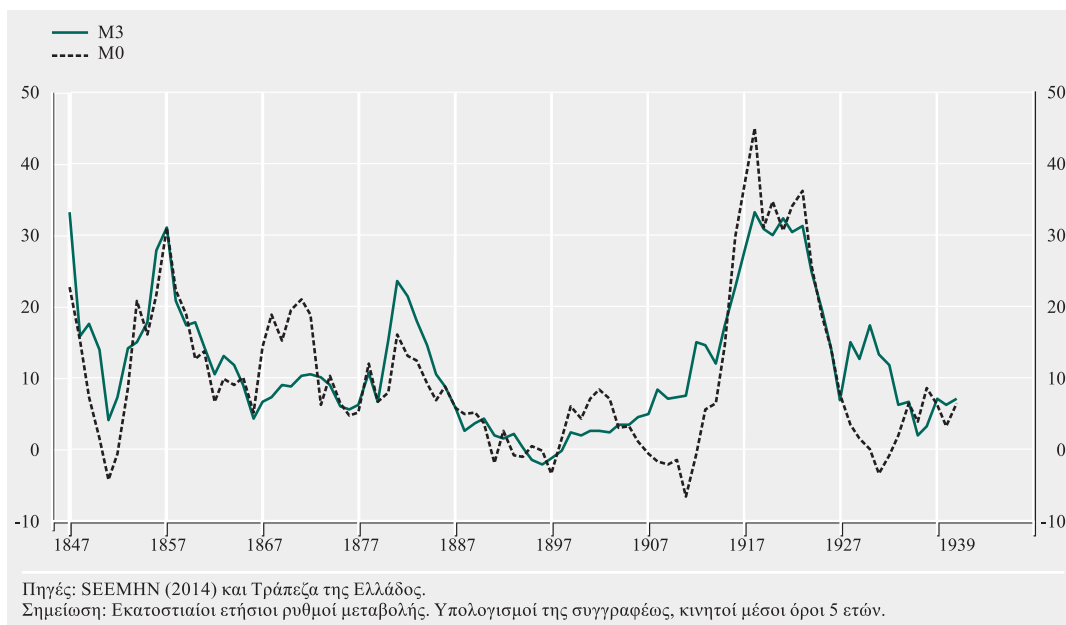
τος τουλάχιστον ως συναλλακτικού μέσου διευρύνθηκε, με αποτέλεσμα η χρονολογική σειρά της νομισματικής κυκλοφορίας να υποεκτιμά την ποσότητα χρήματος που υπήρχε σε κάθε χρονική στιγμή στην εγχώρια οικονομία. Η κατάρτιση επομένως ορισμών της ποσότητας χρήματος με τη στενή έννοια του συναλλακτικού μέσου ή δεικτών ρευστότητας με την ευρεία έννοια βοηθούν στην ασφαλέστερη εκτίμηση του μεγέθους.

Για το λόγο αυτό και λαμβάνοντας υπόψη τους πολύ σοβαρούς περιορισμούς στη διαθεσιμότητα των ποσοτικών στοιχείων, καταρτίσαμε δύο δείκτες χρήματος: ένα δείκτη ρευστότητας M3 (ευρεία έννοια), που περιλαμβάνει λιγότερο στενά υποκατάστατα του τραπεζογραμμάτιου, όπως τραπεζικές καταθέσεις κάθε μορφής και τραπεζικά ομόλογα, και ένα στενό ορισμό χρήματος M0, γνωστού με τον όρο “νομισματική βάση”.<sup>17</sup> Χρησιμοποιήσαμε τη νομισματική προσέγγιση (monetary approach), σύμφωνα με την οποία βέλτιστος δείκτης είναι αυτός που πληροί τρία κριτήρια: (i) υψηλή συσχέτιση μεταξύ του δείκτη χρήματος και του πραγματικού ΑΕΠ την τρέχουσα περίοδο, (ii) καταγράφει ως προσφορά χρήματος τη συνολική αξία πολλών επιμέρους αγαθών που αντιμετωπίζονται ως χρήμα και (iii) συγκεντρώνει την υψηλότερη τιμή του συντελεστή συσχέτισης με τις τρέχουσες και παρελθοντικές τιμές του πραγματικού ΑΕΠ.

Η σημασία της παρακολούθησης της πορείας των δεικτών αυτών για το σχεδιασμό πολιτικής γίνεται άμεσα αντιληπτή μέσα από δύο παραδείγματα ασκηθείσας πολιτικής στη δεκαετία του 1910 και 1930. Συγκεκριμένα, όπως φαίνεται από το Διάγραμμα 1, κατά την πρώτη δεκαετία του 20ού αιώνα οι δύο δείκτες, M0 και M3, κινούνται αντίθετα. Ο δείκτης M0, που για την περίοδο αυτή απεικονίζει την εξέλιξη της κυκλοφορίας των τραπεζογραμμάτων και βρίσκεται υπό τον πλήρη έλεγχο των νομισματικών αρχών, ακολουθεί πτωτική πορεία, απόρροια της πολύ περιοριστικής πολιτικής

<sup>17</sup> Άλλοι δύο δείκτες επίσης καταρτίστηκαν: ο λόγος διαθεσίμων προς κυκλοφορία και ο πολλαπλασιαστής του M3.

## Διάγραμμα Ι Νομισματικοί δείκτες (1847-1939)



χρήματος που εφαρμόστηκε στο πλαίσιο του αυστηρού σταθεροποιητικού προγράμματος που συμφωνήθηκε από κοινού με τους δανειστές το 1898. Μέσω της πολιτικής της εξουδετέρωσης (sterilisation), κάθε αύξηση που σημειωνόταν την περίοδο αυτή στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας, κυρίως λόγω της αύξησης του εξωτερικού εμπορίου, αντισταθμιζόταν πλήρως από τη μεγαλύτερη μείωση της κυκλοφορίας τραπεζογραμμάτων. Η πολιτική αυτή αποσκοπούσε στην εμπέδωση νομισματικής και συναλλαγματικής σταθερότητας. Δεν απέδωσε όμως τα αναμενόμενα αποτελέσματα, αφού η υπερβάλλουσα ζήτηση χρήματος ενδυνάμωνε τις ανατιμητικές πιέσεις στο νόμισμα, προκαλούσε αποπληθωρισμό και συντηρούσε τα δανειστικά επιτόκια σε υψηλά επίπεδα. Εξάλλου, η ανοδική πορεία του M3 κατά την ίδια περίοδο, που οφειλόταν αποκλειστικά στην αύξηση των ιδιωτικών τραπεζικών καταθέσεων και των χρηματικών συναλλαγών λόγω της επέκτασης του εξωτερικού εμπορίου, αν και δηλώνει ικανοποιητική ρευστότητα, δεν χρηματοδότησε την αναπτυξιακή διαδικασία, η οποία παρέμεινε ισχνή μετά την ύφεση της δεκαετίας του 1890, αφού

δεν επιτρεπόταν η παραβίαση ενός ανώτατου, στενού όμως, ορίου “ακάλυπτης” κυκλοφορίας που είχε τεθεί με νόμο.

Αλλά και η πολιτική που ασκήθηκε στο πλαίσιο του νέου νομισματικού καθεστώτος μετά το 1910, με την καθυστερημένη απόφαση σύνδεσης του νομίσματος με το γαλλικό φράγκο και μάλιστα στο άρτιο, σε μια προσπάθεια καταπολέμησης του αποπληθωρισμού και της ταχείας ανατίμησης του νομίσματος, σε καμία περίπτωση δεν βοήθησε την εμπέδωση της νομισματικής σταθερότητας. Και αυτό γιατί όπως παρατηρούμε στο διάγραμμα, οι δύο δείκτες M0 και M3 ακολουθούν τώρα την ίδια πορεία. Συμμεταβάλλονται, αφού η αυξημένη εισροή συναλλάγματος επέφερε, στο πλαίσιο της πλήρους και ελεύθερης μετατρεψιμότητας, συνεχείς και ισόποσες αυξήσεις της νομισματικής βάσης και επομένως και της ρευστότητας, οι οποίες τροφοδοτούσαν όμως έτσι τον εγχώριο πληθωρισμό. Οι δυσμενείς συνέπειες αυτής της πολιτικής στην πραγματική ισοτιμία και στη συναλλαγματική θέση της χώρας έγιναν ορατές μετά το 1914, όταν η Ελλάδα επέμεινε, μετά την κατάρρευση του διεθνούς

κανόνα χρυσού, στη διατήρηση ενός κατ' επιφαση συστήματος σταθερών ισοτιμιών.<sup>18</sup>

Ένα δεύτερο παράδειγμα είναι η νομισματική πολιτική που ασκήθηκε κατά τα χρόνια του μεσοπολέμου. Από το 1925 οι αρχές της χώρας άρχισαν να εφαρμόζουν μια έντονα περιοριστική πολιτική χρήματος στην προσπάθειά τους να τετρατίσουν τον ιδιαίτερα υψηλό πληθωρισμό και την έντονη υποτίμηση του νομίσματος που επικράτησαν μεταπολεμικά. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1, αν και η νομισματική βάση μετά το 1925 μειώνεται, ο δείκτης ρευστότητας καταγράφει στα χρόνια πριν από την κρίση έντονα ανοδική πορεία προσδιοριζόμενη από τις υψηλές τραπεζικές καταθέσεις που είχαν συσσωρευθεί από τη μεγάλη νομισματική επέκταση κατά την πολεμική περίοδο. Στην πλειονότητά τους, αυτές οι καταθέσεις ήταν πολύ βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα (όψεως) λόγω της χαμηλής εμπιστοσύνης του κοινού στο νόμισμα. Από την άλλη πλευρά, οι τράπεζες, αν και διέθεταν υψηλή ρευστότητα, ήταν εξαιρετικά απρόθυμες να δανείσουν μακροπρόθεσμα και συντηρούσαν έτσι ένα πολύ υψηλό κόστος δανεισμού. Η κεντρική τράπεζα, λαμβάνοντας υπόψη το μέγεθος της νομισματικής βάσης, εκτίμησε, ενδεχομένως λανθασμένα, ότι υπήρχε στενότητα χρήματος και έτσι αμέσως μετά την ίδρυσή της μείωσε το αναπροεξοφλητικό επιτόκιο της.

Αλλά και η νομισματική πολιτική που ασκήθηκε από τα μέσα του 1931 αποδείχθηκε εξίσου αναποτελεσματική. Η τραπεζική κρίση, όπως εκδηλώθηκε με την αθρόα εκροή καταθέσεων και τις μαζικές πτωχεύσεις τραπεζών, δυσχέρανε τις συνθήκες ρευστότητας στην οικονομία, όπως φαίνεται από την έντονη και απότομη καθοδική πορεία του Μ3. Την ίδια στιγμή όμως, η Τράπεζα της Ελλάδος ενίσχυε ακόμη περισσότερο την περιοριστική κατεύθυνση της νομισματικής της πολιτικής με διαδοχικές αυξήσεις του επιτοκίου της, που τροφοδότησαν μεγαλύτερες αυξήσεις του αγοραίου δανειστικού επιτοκίου, με αποτέλεσμα τη δημιουργία συνθηκών πιστωτικής ασφυξίας που βάθυναν την ύφεση. Η ταυτόχρονη εξάλ-

λου επιβολή της υποχρέωσης των εμπορικών τραπεζών να τηρούν διαθέσιμα (υποχρεωτικές καταθέσεις) στην κεντρική τράπεζα, μέτρο που αποσκοπούσε στην καλύτερη εποπτεία των τραπεζών ως απόρροια της τραπεζικής κρίσης, ενίσχυσε ακόμη περισσότερο τον περιοριστικό χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής, όπως απεικονίζεται από την ανοδική πορεία του Μ0 σε αντιδιαστολή προς την πτωτική πορεία του δείκτη Μ3.

## 5.2 ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ

### 5.2.1 Αναπροεξοφλητικό επιτόκιο

Στα μεταλλικά νομισματικά καθεστώτα η προσφορά χρήματος ελεγχόταν μέσω των μεταβολών του επιτοκίου<sup>19</sup> με το οποίο συνήθως η εκδοτική ή η κεντρική τράπεζα αναχρηματοδοτούσε την εγχώρια οικονομία μέσω προεξοφλήσεων και πιστωτικών διευκολύνσεων προς τις εμπορικές τράπεζες. Στην ελληνική περίπτωση, ελλείψει κεντρικής τράπεζας μέχρι και τον Απρίλιο του 1928, η Εθνική, ως εκδοτική και εμπορική τράπεζα, έλεγχε τη ρευστότητα στην οικονομία μέσω του αναπροεξοφλητικού επιτοκίου που εφαρμόζε στις προεξοφλήσεις τρίμηνων εμπορικών γραμματίων. Με το ίδιο επιτόκιο δάνειζε τους εμπόρους, τις εμπορικές τράπεζες με πρόβλημα ρευστότητας, αλλά και το Δημόσιο.<sup>20</sup> Το Διάγραμμα 2 απεικονίζει τη διαχρονική εξέλιξη της σειράς. Κατασκευάστηκε με βάση τις διαθέσιμες ημερομηνίες μεταβολής του επιτοκίου, όπως αυτές συλλέχθηκαν από τα πρακτικά των γενικών συνελεύσεων της Εθνικής Τράπεζας και την πληροφόρηση που εμπεριέχεται στους ετήσιους απολογισμούς των εργασιών της.

Όπως φαίνεται από μια απλή επισκόπηση της διαγραμματικής παρουσίας, η Εθνική Τρά-

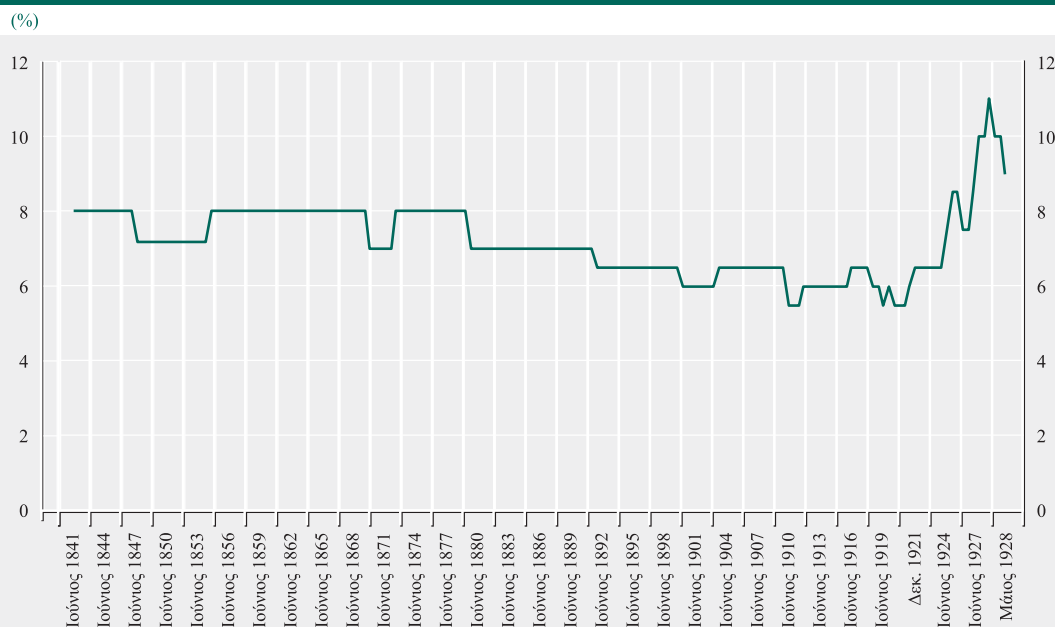
<sup>18</sup> Για μια λεπτομερή περιγραφή του τρόπου άσκησης της νομισματικής πολιτικής στην Ελλάδα κατά τα χρόνια του κανόνα χρυσού, βλ. Lazaretou (1995) και SEEMHN (2014, κεφ. 3).

<sup>19</sup> Γνωστού ως "bank rate" ή "discount rate" ή "Lombard rate".

<sup>20</sup> Μέχρι και το 1880, όταν η Ελλάδα απέκτησε και πάλι πρόσβαση στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, η Εθνική Τράπεζα ήταν σχεδόν ο αποκλειστικός αγοραστής του δημόσιου χρέους.



**Διάγραμμα 2 Το αναπροεξοφλητικό επιτόκιο της Εθνικής Τράπεζας (1841-1928)**



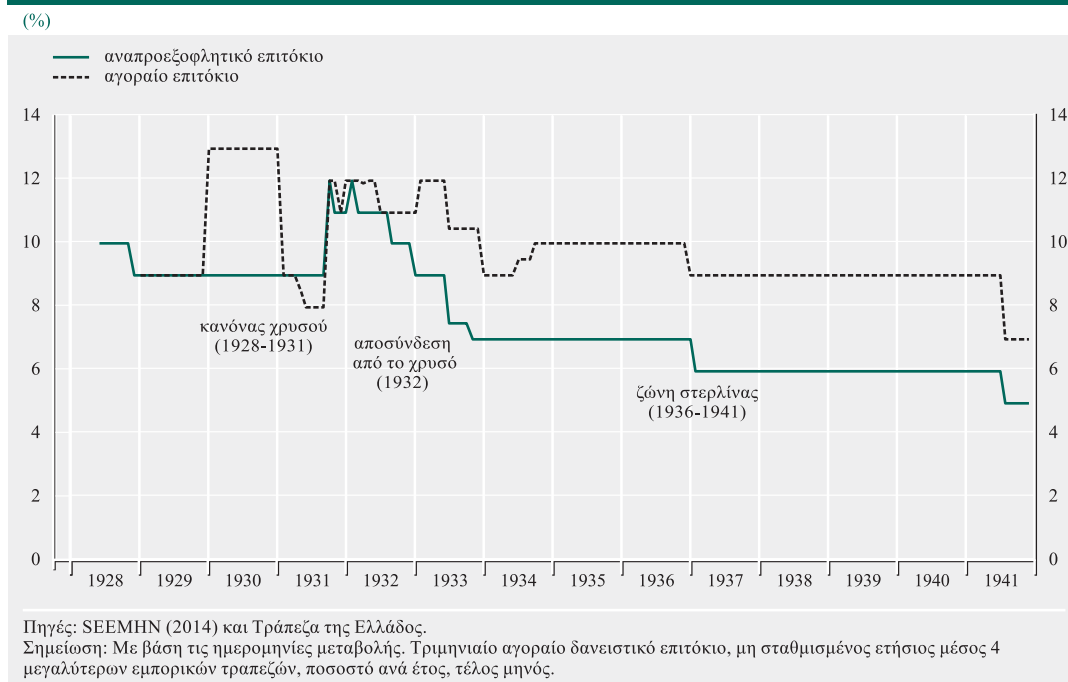
Πηγές: SEEMHN (2014) και Τράπεζα της Ελλάδος.  
Σημείωση: Με βάση τις ημερομηνίες μεταβολής. Ποσοστό ανά έτος, τέλος μηνός.

πεζα ουδέποτε θεώρησε το αναπροεξοφλητικό της επιτόκιο ως εργαλείο νομισματικής πολιτικής. Οι μεταβολές του ήταν μάλλον σπάνιες. Σε διάρκεια 80 ετών, μετέβαλε το επιτόκιο της μόνο 27 φορές. Η απόφαση μεταβολής του υπαγορευόταν από τις εμπορικές της κυρίως δραστηριότητες, τον ανταγωνισμό με άλλες μικρότερες εμπορικές τράπεζες, στις οποίες έδειχνε συνήθως απροθυμία να παρέχει την απαιτούμενη ρευστότητα, και την ανησυχία της σχετικά με την εμπιστοσύνη του κοινού προς το τραπεζογραφμάτιό της, και πολύ λιγότερο από την κατάσταση της μακροοικονομίας. Για παράδειγμα, αν και την ημέρα έναρξης των εργασιών της το Μάρτιο του 1841 όρισε το επιτόκιο της σε 8%, πολύ χαμηλότερα από το επιτόκιο εξωτραπεζικού δανεισμού (20%), μέχρι και τις αρχές της δεκαετίας του 1890 το διατήρησε σχεδόν αμετάβλητο σε αυτό το επίπεδο. Μόνο στην αλλαγή του αιώνα παρατηρείται μια μικρή και αργή υποχώρηση του επιτοκίου, σε μια περίοδο μάλιστα που η ελληνική οικονομία άρχισε να αναπτύσσεται γρήγορα και η ανάγκη για φθηνά δανειακά

κεφάλαια ήταν μεγάλη. Εντούτοις, η απροθυμία αλλαγής κατεύθυνσης της πολιτικής επιτοκίου, όπως παρατηρείται στο διάγραμμα, δεν φαίνεται να διευκόλυνε σημαντικά τη χρηματοδότηση της αναπτυξιακής προσπάθειας την περίοδο αυτή. Μόνο από το 1923 και μετά η τράπεζα άρχισε να λαμβάνει υπόψη της τη μακροοικονομία εν όψει του έντονου μεταπολεμικού πληθωρισμού και των σφοδρών υποτιμητικών πιέσεων.

Εξίσου αναποτελεσματική όμως ήταν και η πολιτική επιτοκίου της Τράπεζας της Ελλάδος, όπως αυτό φαίνεται στο Διάγραμμα 3, που παριστάνει το αναπροεξοφλητικό επιτόκιο και το βραχυπρόθεσμο αγοραίο δανειστικό επιτόκιο. Και οι δύο σειρές κατασκευάστηκαν με βάση τις ημερομηνίες αλλαγής. Παρατηρούμε ότι η προσπάθεια μείωσης του αγοραίου κόστους δανεισμού την οποία κατέβαλλε η κεντρική τράπεζα μειώνοντας το επιτόκιο της από 10% σε 9% το Νοέμβριο του 1928 και διατηρώντας το σε αυτό το χαμηλό επίπεδο μέχρι και το Σεπτέμβριο του 1931

**Διάγραμμα 3 Το αναπροεξοφλητικό επιτόκιο της Τράπεζας της Ελλάδος και το αγοραίο βραχυπρόθεσμο επιτόκιο δανεισμού (Μάιος 1928-Νοέμβριος 1941)**



κατέληξαν σε αποτυχία αφού, εξαιτίας της υπερβάλλουσας ρευστότητας που διέθεταν τότε οι εμπορικές τράπεζες, δεν συνέτρεχε ανάγκη προσφυγής τους σε αυτήν για την αναχρηματοδότηση του χαρτοφυλακίου τους.<sup>21</sup> Όταν δε ξέσπασε η Μεγάλη Κρίση, η Τράπεζα αντέδρασε με διαδοχικές αυξήσεις του επιτοκίου της,<sup>22</sup> προκαλώντας ακόμη μεγαλύτερες αυξήσεις του αγοραίου επιτοκίου και επιφέροντας πιστωτική ασφυξία σε μια περίοδο που η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής θα έπρεπε να είναι περισσότερο διευκολυντική για την έγκαιρη αντιμετώπιση των αρνητικών συνεπειών της ύφεσης.

### 5.2.2 Κόστος δανεισμού του Δημοσίου

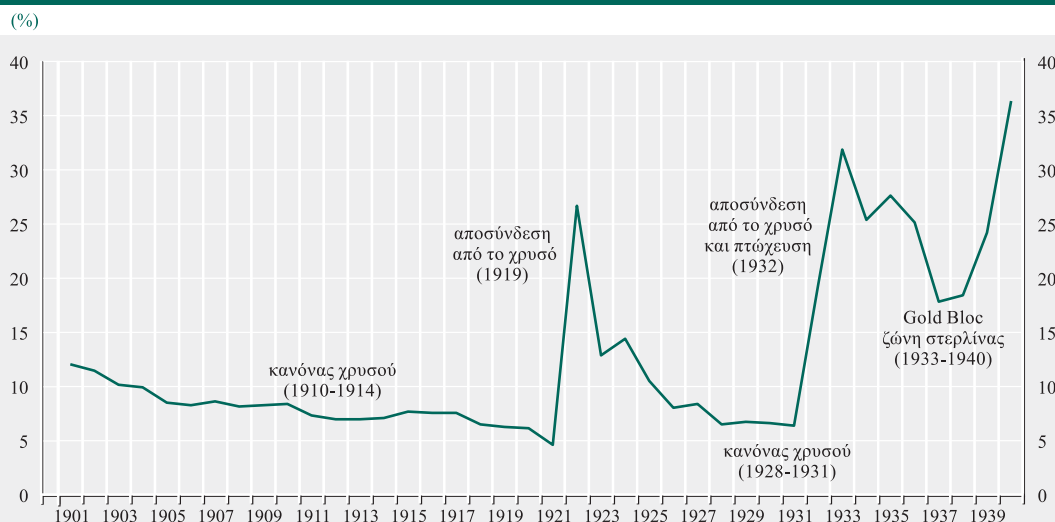
Δείκτη του αξιόχρεου της χώρας αποτελεί η απόδοση των ομολογιών μακροπρόθεσμου δανεισμού του Δημοσίου. Η συλλογή των αγοραίων τιμών (ετήσιων από το 1901 και μηνιαίων μετά το 1928) των ομολογιών δέκα μεγάλων εξωτερικών δανείων σε χρυσό μας επιτρέπει να υπολογίσουμε την τρέχουσα απόδοση (current yield) ως το λόγο του γινομένου

της ονομαστικής αξίας (face value) και του ονομαστικού επιτοκίου (coupon rate) προς την αγοραία τιμή. Τόσο στη θεωρία όσο και στην πράξη είναι πλέον γνωστό ότι οι λιγότερο ανεπτυγμένες οικονομίες της περιφέρειας του συστήματος υπέφεραν από το “αμάρτημα” της παντελούς αδυναμίας έκδοσης διεθνούς χρέους στο δικό τους νόμισμα (Eichengreen and Hausmann 1999, Eichengreen et al. 2003, Catão and Milesi-Ferretti 2014). Οι ξένοι πιστωτές, προς αποφυγή του κινδύνου νομισματοποίησης (πληθωριστικοποίησης) του

<sup>21</sup> Στα χρόνια πριν από την κρίση, οι εμπορικές τράπεζες συνήθιζαν να καταφεύγουν για άντληση ρευστότητας στην Εθνική Τράπεζα, στην οποία διατηρούσαν τις καταθέσεις τους. Παρά τη μείωση του επιτοκίου της Τράπεζας της Ελλάδος, η Εθνική ύψωσε το επιτόκιο της από 9% σε 11%-13%, με αποτέλεσμα το τριμηνιαίο αγοραίο επιτόκιο να αυξηθεί απότομα.

<sup>22</sup> Το 1931 η ελληνική οικονομία είχε ήδη εισέλθει σε συνθήκες ύφεσης και πιστωτικής στενότητας (μείωση της οικονομικής δραστηριότητας και της απασχόλησης, γενικευμένος τραπεζικός πανικός, χρεοκοπία τραπεζών και αποθησαύριση χρήματος). Η αντίδραση της πολιτικής ήταν μάλλον σπασμωδική και επέτεινε την αβεβαιότητα. Επιλέγοντας εν τέλει να υποστηρίξει τη σταθερή σχέση με το χρυσό, η Τράπεζα της Ελλάδος στο τέλος Σεπτεμβρίου 1931 αύξησε το επιτόκιο της από 9% σε 12%. Ένα μήνα μετά το μείωσε σε 11%, για να το αυξήσει εκ νέου σε 12% στα μέσα Ιανουαρίου του επόμενου έτους. Ένα μήνα αργότερα το μείωσε και πάλι σε 11%. Η αργή αλλά σταδιακή πτώση του κόστους δανεισμού ξεκίνησε κατά το δεύτερο εξάμηνο του 1932.

**Διάγραμμα 4 Κόστος δανεισμού Δημοσίου (1901-1940)**



Πηγές: SEEMHN (2014) και Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Τρέχουσα απόδοση, μη σταθμισμένοι ετήσιοι μέσοι όροι 10 μακροχρόνιων εξωτερικών δανείων σε χρυσό. Υπολογισμοί της συγγραφέως με βάση τις αγοραίες τιμές των ομολόγων.

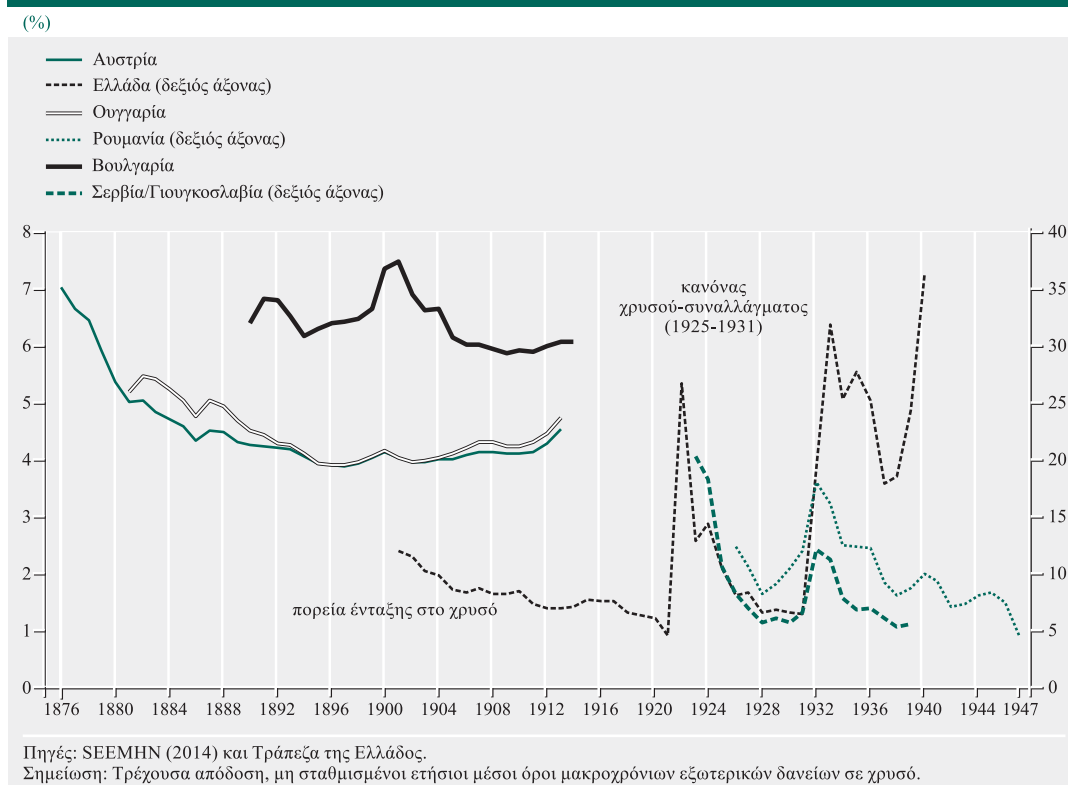
χρέους και απώλειες των επενδύσεών τους, δέχονταν να αγοράσουν κρατικά ομόλογα μόνο όταν αυτά ήταν εκφρασμένα σε ένα διεθνές σκληρό νόμισμα. Στα χρόνια του κανόνα χρυσού, η έκδοση χρέους από μια αναπτυσσόμενη χώρα περιείχε “ρήτρα χρυσού” ή “ρήτρα νομίσματος”, δηλ. ρήτρα αποπληρωμής του χρέους στο άρτιο είτε σε χρυσό είτε σε “συνάλλαγμα χρυσής βάσης”. Το υψηλό μερίδιο δανειακών υποχρεώσεων αύξησε την εξάρτηση της χώρας από το εξωτερικό, καθώς η εξυπηρέτησή τους πραγματοποιούνταν μέσω σταθερών πληρωμών σε σκληρό νόμισμα, οι οποίες όμως δεν συνδεόταν με την τρέχουσα οικονομική κατάσταση.

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 4, που παριστάνει τη μέση ετήσια μη σταθμισμένη τρέχουσα απόδοση δέκα κρατικών ομολόγων στην περίοδο 1901-1940, κάθε φορά που η χώρα κατέβαλλε αξιόπιστες προσπάθειες συμμετοχής της στο διεθνές νομισματικό σύστημα, το κόστος δανεισμού της μειωνόταν σημαντικά.<sup>23</sup> Αντιθέτως, η παραμονή της εκτός του διεθνούς νομισματικού συστήματος συνδυάστηκε με πολύ υψηλό κόστος δανεισμού ή ακόμη και με αδυναμία δανεισμού.

Χαρακτηριστικό είναι ότι μετά την έξοδο της χώρας το 1932 από τον ήδη σε κατάρρευση κανόνα χρυσού-συναλλάγματος, η οποία συνδυάστηκε επίσης με μονομερή αναστολή εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους, το κόστος αυξήθηκε απότομα μέσα σε ένα έτος μέχρι και το τριπλάσιο σε σχέση με το αμέσως προηγούμενο έτος. Αυτό όμως που έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον είναι ότι, παρά την προθυμία εύρεσης συμβιβαστικής λύσης και την άμεση εκ νέου σύνδεση της χώρας με μια νομισματική άγκυρα στο πλαίσιο του Gold Bloc το 1933 και, μετά την κατάρρευσή του, με τη ζώνη της στεργλίνας το 1936, το κόστος δανεισμού ουδέποτε επέστρεψε σε λογικά μονοψήφια ποσοστά, όπως αυτά που επικρατούσαν την περίοδο του κανόνα χρυσού-συναλλάγματος (1928-1931). Η περιορισμένη διεθνής ρευστότητα σε ένα περιβάλλον διεθνούς καχυποψίας, όπως ήταν αυτό που επικράτησε μετά την κρίση του 1929, αλλά και η πρότερη εμπειρία από τη μονομερή ανα-

<sup>23</sup> Η διαφορά απόδοσης μεταξύ ελληνικού και βρετανικού ομολόγου στα χρόνια του κανόνα χρυσού δεν ξεπέρασε ποτέ τις 380 μονάδες βάσης. Εξάλλου, με την είσοδο της χώρας στον κανόνα χρυσού-συναλλάγματος το 1928, το κόστος δανεισμού του Δημοσίου μειώθηκε σε λιγότερο από το μισό, σε 6,7% από 14,3% το 1923.

**Διάγραμμα 5 Κόστος δανεισμού των χωρών της ΝΑ Ευρώπης (1876-1947)**



στολή πληρωμής του χρέους έπληξαν το αξιόχρεο της χώρας και διαμόρφωσαν εξαιρετικά υψηλές αποδόσεις, που όπως φαίνεται στο διάγραμμα ήταν περισσότερες από 4-5 φορές υψηλότερες.

Αξίζει να αναφερθεί ότι η εξέλιξη του κόστους δανεισμού ήταν κοινή για όλες τις χώρες της ΝΑ Ευρώπης (βλ. Διάγραμμα 5). Η ένταξη και παραμονή στο διεθνή κανόνα χρυσού, ακόμη όμως και η προσπάθεια και η προοπτική ένταξης, ενίσχυαν την αξιοπιστία της οικονομικής πολιτικής και βελτίωναν την πρόσβαση της “περιφέρειας” στις διεθνείς κεφαλαιαγορές.

### 5.3 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

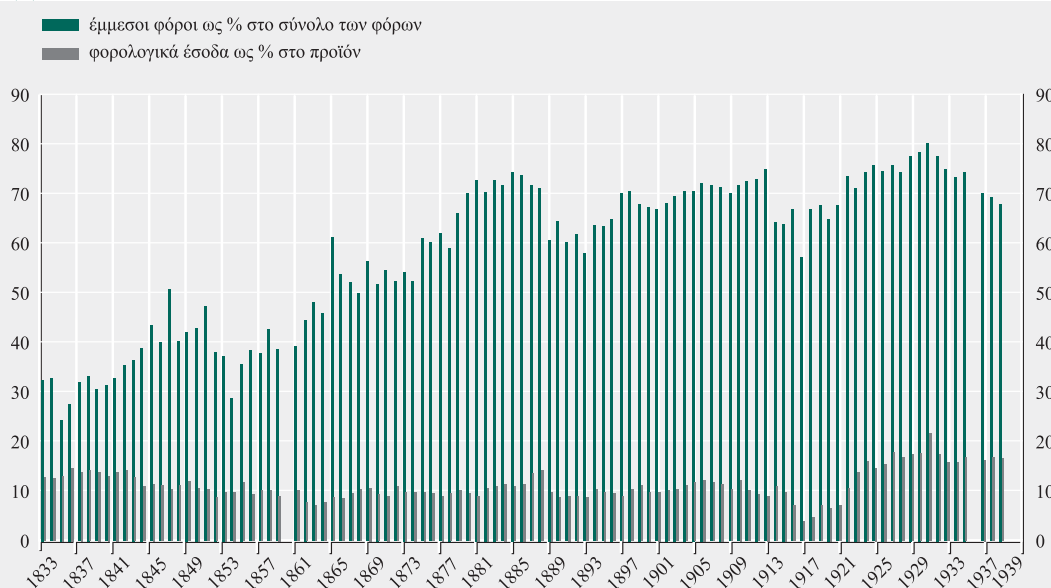
Η πρόσφατη κατάρτιση και δημοσιοποίηση στατιστικών δεδομένων για τα σημαντικότερα δημοσιονομικά μεγέθη όπως αυτά των εσόδων και των δαπανών, καθώς και η εκτίμηση μιας

προσέγγισης του δημόσιου χρέους μας δίνουν τη δυνατότητα να μελετήσουμε τη δημοσιονομική πολιτική που ασκήθηκε από το 1833 μέχρι το 1939. Η απλή επισκόπηση των Διαγραμμάτων 6 και 7 αναδεικνύει τέσσερα τυπικά χαρακτηριστικά γνωρίσματα της ασκηθείσας δημοσιονομικής πολιτικής κατά την περίοδο αυτή:

(i) Εμφανής είναι η αδυναμία των δημοσιονομικών αρχών να αυξήσουν τα έσοδα του κράτους από τη φορολογία. Μεταξύ αρχής και τέλους της περιόδου του δείγματος, ο λόγος φόρων προς ΑΕΠ παρέμενε στο ίδιο χαμηλό επίπεδο, περίπου 18%, όταν την ίδια στιγμή οι πρωτογενείς δαπάνες σε ειρηνικές περιόδους ήταν 3 και 4 φορές υψηλότερες από τους φόρους. Λόγοι αυτής της αδυναμίας ήταν η μικρή φορολογική βάση, το υψηλό κόστος της είσπραξης των φόρων και το ασαφές και κατακερματισμένο φορολογικό πλαίσιο.

**Διάγραμμα 6 Φορολογικά έσοδα και έμμεσοι φόροι (1833-1939)**

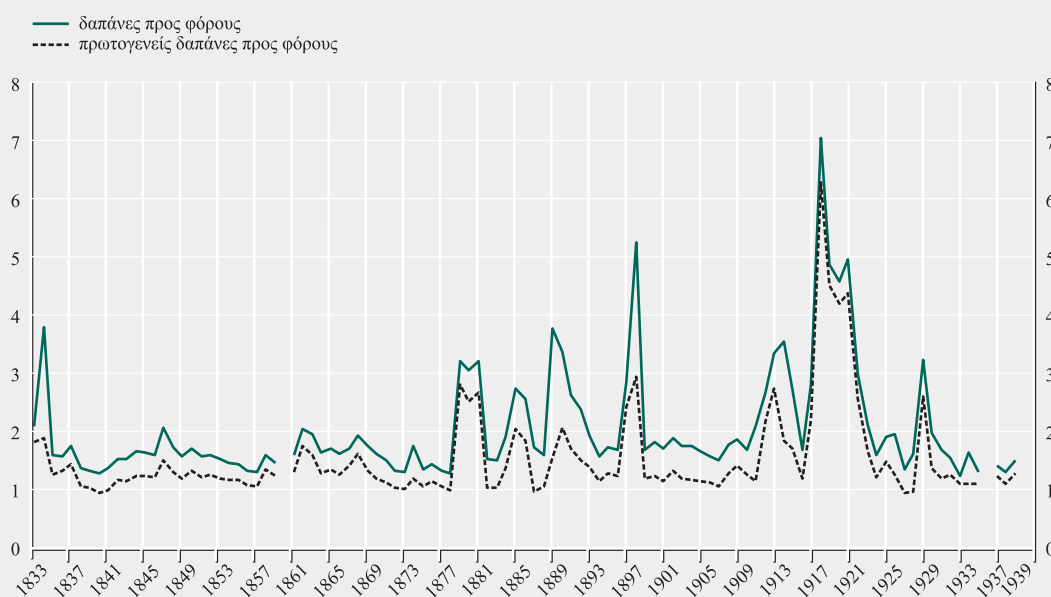
(%)



Πηγές: SEEMHN (2014) και Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Εισπραχθέντες φόροι με βάση τους απολογισμούς εσόδων και εξόδων του κράτους.

**Διάγραμμα 7 Δαπάνες προς φόρους (1833-1939)**

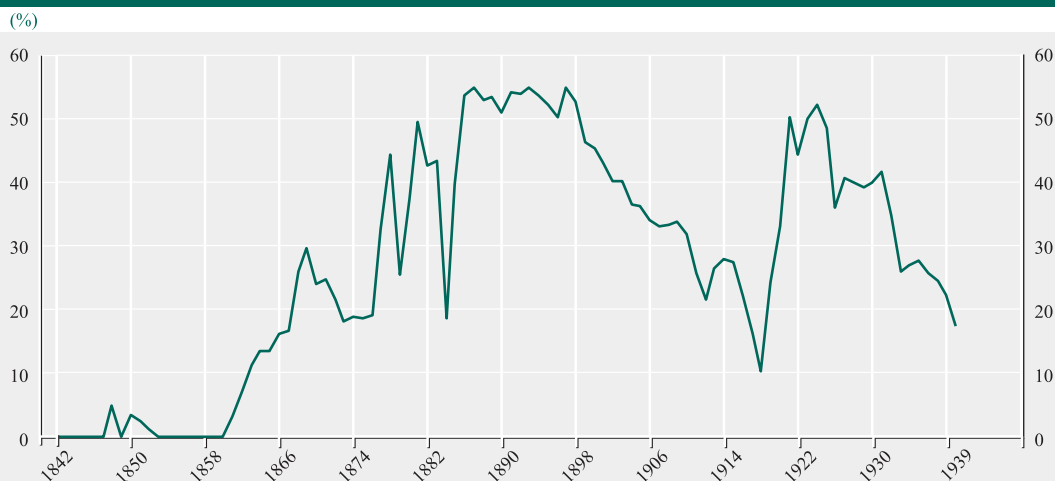


Πηγές: SEEMHN (2014) και Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Πραγματοποιηθείσες δαπάνες και εισπραχθέντες φόροι με βάση τους απολογισμούς εσόδων και εξόδων του κράτους.



**Διάγραμμα 8 Δημόσιο χρέος προς ενεργητικό εκδοτικής/κεντρικής τράπεζας (1842-1939)**



Πηγές: SEEMHN (2014) και Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Υποχρεώσεις (stock) της κεντρικής κυβέρνησης προς το σύνολο ενεργητικού της τράπεζας, υπολογισμοί της συγγραφέως με βάση τα στοιχεία των ισολογισμών της Εθνικής Τράπεζας (1842-1927) και της Τράπεζας της Ελλάδος (1928-1939). Η μεταβλητή του χρέους αποτυπώνει το πραγματικό μέγεθος του δημόσιου χρέους μόνο κατά προσέγγιση, καθώς για την κατασκευή της σειράς, ελλείπει άλλων στοιχείων, όλη η πληροφόρηση σχετικά με τις απαιτήσεις της τράπεζας προς την κεντρική κυβέρνηση έχει αντληθεί από τον ισολογισμό της. Οι απαιτήσεις αυτές περιλαμβάνουν το απόθεμα (stock) των δανείων είτε σε τραπεζογραμμάτια και μεταλλικό χρήμα είτε σε έντοκα γραμμάτια και ομολογίες, ανεξαρτήτως νομισματός έκδοσης του χρέους και εθνικότητας του αγοραστή (βλ. Reinhart and Rogoff 2010).

(ii) Με βάση τα στοιχεία για την Ελλάδα επιβεβαιώνεται εμπειρικά η υπερκυκλική επίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής στον οικονομικό κύκλο, που αποτελεί κοινό χαρακτηριστικό γνώρισμα των φτωχών χωρών (βλ. Kaminsky et al. 2004, Alesina et al. 2008, Woo 2010).<sup>24</sup> Σε περιόδους άνθησης, η δημοσιονομική πολιτική αντιδρούσε με αύξηση δαπανών διευρύνοντας την ανισορροπία και συμβάλλοντας στη μεγαλύτερη διάχυση των δυσμενών επιπτώσεων σε περιόδους κρίσης.

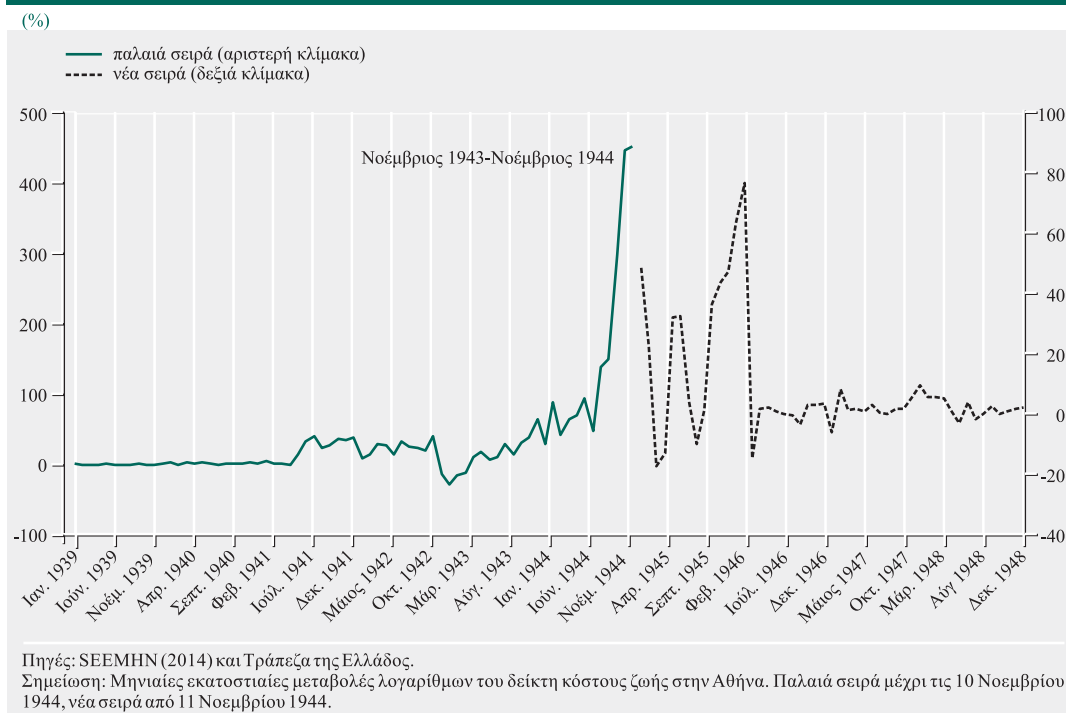
(iii) Η όποια αύξηση των φορολογικών εσόδων προήλθε μέσω της σημαντικής αύξησης της έμμεσης φορολογίας. Οι έμμεσοι φόροι απέφεραν άνω του 70% των συνολικών φορολογικών εσόδων. Η προσφυγή στην έμμεση φορολογία, αν και αύξανε άμεσα τα δημόσια έσοδα, προκαλούσε έντονη κοινωνική δυσανεμία, αφού επιβάρυνε αγαθά βασικής ανάγκης και έπληττε κυρίως τα ασθενέστερα εισοδηματικά στρώματα. Η δυσανεμία δημιούργησε παρατεταμένη πολιτική αστάθεια, όπως στα τέλη της δεκαετίας του 1880 και στο πρώτο μισό της δεκαετίας του 1930, με δυσμε-

νείς οικονομικές συνέπειες αλλά και σημαντικές πολιτειακές αλλαγές.

(iv) Η συστηματική προσφυγή της κυβέρνησης στο δανεισμό για την κάλυψη των δαπανών της αύξησε τις υποχρεώσεις του κράτους προς την εκδοτική/κεντρική τράπεζα που ήταν και ο κύριος εγχώριος πιστωτής της. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 8, από τις αρχές του 1880 ο λόγος χρέους της κυβέρνησης προς το ενεργητικό της τράπεζας, με μικρές μόνο εξαιρέσεις, διαμορφώθηκε σε ποσοστά μεγαλύτερα από 40% του συνόλου των στοιχείων του ενεργητικού της τράπεζας. Ο σφικτός εναγκαλισμός της νομισματικής αρχής με τη δημοσιονομική αρχή προκάλεσε ακινητοποίηση σημαντικού τμήματος του ενεργητικού της και περιόρισε τα περιθώρια δράσης της για τη διασφάλιση της νομισματικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

<sup>24</sup> Ο συντελεστής παλινδρόμησης της κυκλικής συνιστώσας του πραγματικού προϊόντος στις εκτιμήσεις διμεταβλητών παλινδρομικών σχημάτων της δημόσιας δαπάνης σε σταθερές τιμές ή/και του δημοσιονομικού ελλείμματος με βάση τις ιστορικές χρονοσειρές είναι θετικός και ισχυρά στατιστικά σημαντικός. Η κυκλική συνιστώσα έχει εκτιμηθεί ως αποκλίσεις από μια λογαριθμική τάση.

Διάγραμμα 9 Ελληνικός υπερπληθωρισμός (1943-1944)



#### 5.4 ΕΛΛΗΝΙΚΟΣ ΥΠΕΡΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

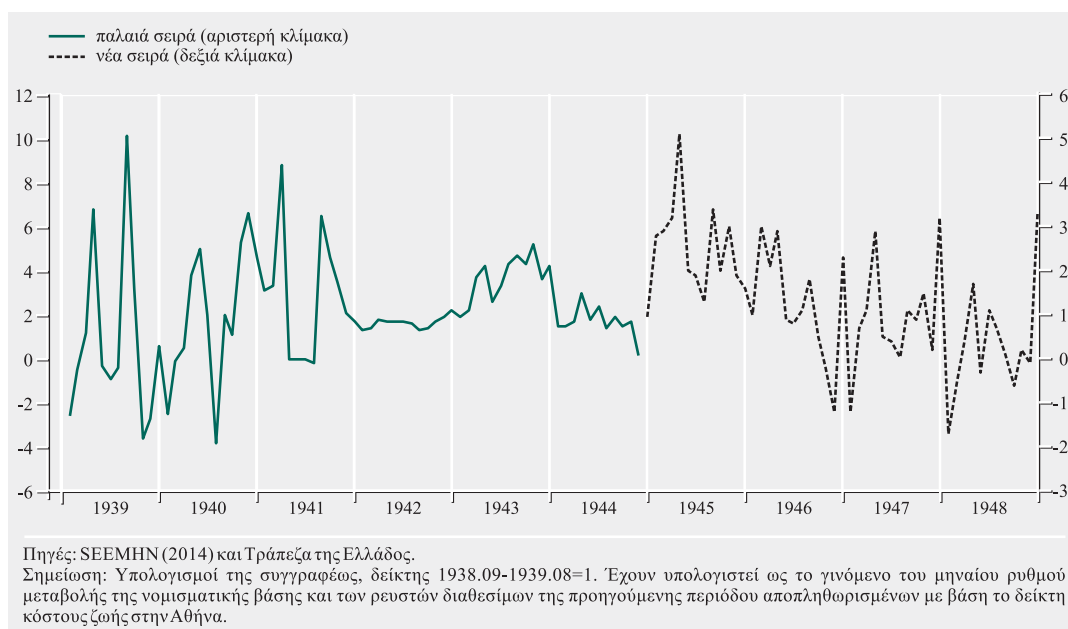
Ο υπερπληθωρισμός στην Ελλάδα, σύμφωνα με τον ορισμό του Cagan<sup>25</sup> (1956), ξεκίνησε το Νοέμβριο του 1943 και τελείωσε το Νοέμβριο του 1944 (βλ. Διάγραμμα 9), αν και έντονες πληθωριστικές εξάρσεις εμφανίστηκαν εκ νέου, χωρίς όμως διάρκεια, το τελευταίο τετράμηνο του 1945. Ήταν ένα από τα 56 επεισόδια υπερπληθωρισμού που εμφανίστηκαν στην ιστορία της ανθρωπότητας και ένας από τους 8 χειρότερους υπερπληθωρισμούς με βάση τον ημερήσιο ρυθμό αύξησης του δείκτη τιμών (βλ. Hanke and Krus 2012). Δύο ήταν τα αίτια. Πρώτον, η παντελής έλλειψη αγαθών από την ελληνική αγορά, αφού το σύνολο σχεδόν της παραγωγής είχε δημευθεί από τις δυνάμεις κατοχής, και δεύτερον, η συνεχής έκδοση νέου (“ακάλυπτου”) χρήματος για τη χρηματοδότηση μέσω πληθωρισμού των δαπανών συντήρησης των κατοχικών στρατευμάτων και των στρατιωτικών επιχειρήσεων στην ανατολική Μεσόγειο. Ο αχαλίνωτος πληθωρισμός τροφοδότησε τη φυγή από το νόμισμα και τη

μαζική στροφή στο μόνο ασφαλές καταφύγιο, που ήταν ο χρυσός, προκαλώντας έτσι την εμφάνιση του φαινομένου της “χρυσοφιλίας”, που ταλαιπώρησε την ελληνική οικονομία μέχρι και τα μέσα της δεκαετίας του 1960.

Η ύπαρξη μηνιαίων παρατηρήσεων για τη νομισματική βάση και για ένα δείκτη κόστους ζωής μας επιτρέπει τον υπολογισμό των εσόδων από τη φορολογία πληθωρισμού (seigniorage). Η εξέλιξή τους μεταξύ Ιανουαρίου 1939 και Δεκεμβρίου 1948 απεικονίζεται στο Διάγραμμα 10. Παρατηρούμε ότι, παρά τις συνεχείς εκδόσεις νέου χρήματος, τα έσοδα από τη φορολογία πληθωρισμού μειώνονταν δραματικά, μήνα με το μήνα, και το μόνο αποτέλεσμα ήταν η κατακόρυφη άνοδος του πληθωρισμού, που άγγιξε τριψήφια ποσο-

<sup>25</sup> Ο υπερπληθωρισμός ορίζεται ότι αρχίζει το μήνα που η αύξηση των τιμών ξεπερνά το 50% έναντι του προηγούμενου μήνα και τελειώνει το μήνα προτού η μηνιαία αύξηση των τιμών πέσει κάτω από αυτό το ποσοστό και παραμείνει κάτω από 50% για τουλάχιστον ένα χρόνο. Αν και αποτελεί έναν ad hoc ορισμό, οριοθετεί με επάρκεια όλα τα φαινόμενα υπερπληθωρισμού που έχουν μέχρι σήμερα παρατηρηθεί.

Διάγραμμα 10 Έσοδα από τη φορολογία πληθωρισμού (1939-1948)



στά. Η ολοένα αυξανόμενη δυσπιστία προς το εθνικό νόμισμα αφού κανένας δεν επιθυμούσε να διακρατεί χάρτινες δραχμές λόγω της εξαιρετικά μεγάλης και ταχύτατης απώλειας της αξίας τους, αλλά και η αυξανόμενη κυκλοφορία βρετανικών χρυσών λιρών μείωσαν τη ζήτηση για ρευστά διαθέσιμα σε δραχμές. Ως συνέπεια, η φορολογική βάση του φόρου πληθωρισμού (δηλαδή τα ρευστά διαθέσιμα σε δραχμές) μειώθηκε στο ελάχιστο, με αποτέλεσμα τα έσοδα από το φόρο να είναι ανύπαρκτα παρά τα πολύ υψηλά ποσοστά πληθωρισμού.<sup>26</sup>

Με άλλα λόγια, κατά τα χρόνια της κατοχής παρατηρήθηκε ένα ακραίο παράδειγμα των ορίων της νομισματοποίησης ή πληθωριστικοποίησης των δημόσιων ελλειμμάτων. Διαπιστώνεται ότι, ενώ μια ξαφνική (μη αναμενόμενη) αύξηση της προσφοράς χρήματος για την κάλυψη του ελλείμματος μπορεί να επιφέρει σημαντικά έσοδα, μια αναμενόμενη, έστω και επιταχυνόμενη, αύξηση προκαλεί από ένα σημείο και μετά μια τόσο μεγάλη μείωση της ζήτησης χρήματος και της φορολογικής βάσης που τα έσοδα μειώνονται. Αν η κυβέρνηση

εμμένει στην πολιτική αυτή, η επιταχυνόμενη αύξηση της ποσότητας χρήματος προκαλεί υποκατάσταση του “νόμιμου” χρήματος με άλλα αγαθά που επιτελούν τις λειτουργίες του χρήματος και τα έσοδα εκμηδενίζονται.

## 6 ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Στα ευρωπαϊκά νομισματικά πράγματα, το 2015 ξεκίνησε με δύο καλές ειδήσεις: την ένταξη της Λιθουανίας, μιας περιφερειακής και αναδυόμενης οικονομίας της Νέας Ευρώπης, στην οικονομία της ζώνης του ευρώ και

<sup>26</sup> Η ελληνική κρίση εμπιστοσύνης που κορυφώθηκε τον Ιούλιο του 2015 και εκδηλώθηκε τουλάχιστον στην πρώτη της φάση ως κρίση ρευστότητας, προκαλώντας την επιβολή κεφαλαιακών ελέγχων, το κλείσιμο των τραπεζών και γενικευμένο τραπεζικό πανικό, συγκεντρώνει όλα τα χαρακτηριστικά γνωρίσματα της αντίδρασης των οικονομούντων ατόμων και μονάδων σε φαινόμενα οικονομικού πανικού και υπερπληθωρισμού: δυσπιστία προς το χρήμα (πλαστικό και ηλεκτρονικό) ως μέσο συναλλαγών, απότομη μείωση της ζήτησης ρευστών διαθεσίμων για συναλλακτικούς σκοπούς, αποθρασυρισμός σε φυσική μορφή του “καλού” νομίσματος, δηλαδή του ευρώ, αύξηση της ταχύτητας κυκλοφορίας του χρήματος σε ηλεκτρονική μορφή, άνοδος της ζήτησης διαρκών καταναλωτικών αγαθών και ειδών πολυτελείας. Η διατήρηση όμως του ευρώ ως νόμιμου χρήματος (legal tender) της ελληνικής οικονομίας απέτρεψε την εμφάνιση του υπερπληθωρισμού που θα είχε εκδηλωθεί στην περίπτωση παραμονής της χώρας σε εθνικό νόμισμα ή της κυκλοφορίας παράλληλου νομίσματος.

την ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για την έναρξη του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης. Και τα δύο γεγονότα από μόνα τους αποτελούν ελπιδοφόρο μήνυμα για το νομισματικό μέλλον της Ευρώπης, σε μια περίοδο μάλιστα που οι οικονομίες του “πυρήνα”, μετά από έξι χρόνια κρίσης, έρχονται αντιμέτωπες με την πρόκληση της στασιμότητας ή της αναιμικής ανάπτυξης και του αποπληθωρισμού, ενώ οι οικονομίες της “περιφέρειας” εξακολουθούν να υποφέρουν από υψηλό χρέος, εξαιρετικά χαμηλό ποσοστό απασχόλησης, μαζική και μακροχρόνια ανεργία και ύφεση.

Η πρόσφατη υιοθέτηση του ενιαίου ευρωπαϊκού νομίσματος από μια περιφερειακή και αναδυόμενη οικονομία είναι ενδεικτική της πρόθεσης των μικρών και αδύναμων οικονομιών της Ευρώπης να ακολουθήσουν τις ευρωπαϊκές νομισματικές εξελίξεις και να αποτελέσουν μέλη της ευρωπαϊκής οικονομικής οικογένειας. Η δημοσίευση για πρώτη φορά μιας πλήρους και συγκρίσιμης στατιστικής βάσης οικονομικών και νομισματικών μεγεθών για τις χώρες της ΝΑ Ευρώπης για 100 και πλέον έτη αποκαλύπτει ότι η πρόθεση αυτή υπήρξε το διαρκές μέλημα των αρμοδίων της οικονομικής πολιτικής στις χώρες αυτές.

Το παρόν άρθρο αποσκοπεί στην παρουσίαση της ελληνικής στατιστικής βάσης και στην ανάδειξη της σημασίας της για την εμπειρική τεκμηρίωση των διαχρονικών ιδιαιτεροτήτων της ελληνικής οικονομίας και την αξιολόγηση της ασκηθείσας πολιτικής. Το ενδιαφέρον επικεντρώνεται στην ανάλυση συγκεκριμένων παραδειγμάτων πολιτικής με τη χρήση ποσοτικών στοιχείων όπως είναι οι νομισματικοί

δείκτες, το κόστος δανεισμού και τα δημοσιονομικά μεγέθη. Τα παραδείγματα καταδεικνύουν ότι το νήμα της νομισματικής ιστορίας της Ελλάδος ήταν εν πολλοίς κοινό με τις χώρες της ΝΑ Ευρώπης. Χαρακτηρίζεται από την αγωνιώδη προσπάθεια ένταξης, όχι πάντοτε με επιτυχία, σε μια οικονομική και νομισματική λέσχη ισχυρών οικονομιών. Το όφελος ήταν ευκόλως μετρήσιμο, όπως αποτυπώνεται από το μικρό κόστος δανεισμού, και αντανάκλα την ευκολία άντλησης φθηνών δανειακών κεφαλαίων που ήταν απαραίτητα για τη χρηματοδότηση της αναπτυξιακής διαδικασίας, λόγω των πολύ χαμηλών επιπέδων εθνικής αποταμίευσης. Η πρόθεση της χώρας να εισαγάγει αξιοπιστία στην άσκηση πολιτικής μέσω της συμμετοχής της στο διεθνές νομισματικό σύστημα και της υιοθέτησης μιας νομισματικής άγκυρας (θεσπίζοντας δηλ. κατώτατο όριο καλύμματος της νομισματικής βάσης και εμμένοντας στην τήρηση αμετάκλητου κλειδώματος της ισοτιμίας του εθνικού νομίσματος) υπαγορευόταν από την ανάγκη ενθάρρυνσης του εξωτερικού της εμπορίου και προσέλκυσης ξένων κεφαλαίων, καθώς και από την προσπάθεια τερματισμού περιόδων έντονης οικονομικής και πολιτικής αστάθειας.

Οι στατιστικές σειρές δείχνουν ότι, αν και το όφελος σε όρους κόστους δανεισμού ήταν μετρήσιμο, οι κίνδυνοι ήταν επίσης ορατοί, σε εκείνες μάλιστα τις περιπτώσεις που η ένταξη της χώρας δεν συνοδευόταν πάντοτε από τη λειτουργία στέρεων και αξιόπιστων δημοσιονομικών και νομισματικών θεσμών. Συχνά και εν όψει μιας αρνητικής διεθνούς συγκυρίας, το έλλειμμα μεταξύ προθέσεων και ικανοτήτων επέφερε την κατάρρευση και την αποτυχία.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Adelman, P. (2014), “What is Economic History?”, *History Today*, 35:2.
- Alesina, A., F. Compante and G. Tabellini (2008), “Why is fiscal policy often procyclical?”, *Journal of European Economic Association*, 6, 1006-1036.
- Bernanke, B. (2004), “The Great Moderation”. Speech at the 2004 meeting of the Eastern Economic Association, 20 February.
- Cagan, P. (1956), “The Monetary Dynamics of Hyperinflation”, in Milton Friedman (ed.), *Studies in the Quantity of Money*, 25-117, Chicago, University of Chicago Press.
- Catão, L. and G.M. Milesi-Ferretti (2014), “External liabilities and crises”, *Journal of International Economics*, 94, 18-32.
- Clark, T. (2009), “Is the Great Moderation over? An empirical analysis”, Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, 94, 5-42.
- Coric, B. (2011), “The sources of the Great Moderation: A review”, University of Split, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1641201>.
- Crafts, N. and P. Fearon (eds) (2013), *The Great Depression of the 1930s: lessons for today*, Oxford University Press.
- Deane, P. and W.A. Cole (1967), *British Economic Growth, 1688-1959: Trends and Structure*. Cambridge: Cambridge University Press, second edition.
- Eichengreen, B. and R. Hausmann (1999), “Exchange rates and financial fragility”, *New challenges for monetary policy*, a symposium sponsored by the Federal Reserve of Kansas City, 329-368.
- Eichengreen, B., R. Hausmann and U. Panizza (2003), “Currency mismatches, debt intolerance and original sin: Why they are not the same and why it matters”, NBER Working Paper no. 10036.
- Fabozzi, F.J., F. Modigliani and F.J. Jones (2010), *Foundations of financial markets and institutions* (Fourth Edition), Prentice Hall.
- Feinstein, C. (1972), *National income, expenditure and output of the United Kingdom 1855-1965*, Cambridge University Press.
- Field, J.A. (2008), “Economic History”, in: Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume (eds), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, second edition, Palgrave, Macmillan.
- Friedman, M. and A. Schwartz (1970), *Monetary statistics of the United States*, NBER.
- Hakkio, C.S. (2013), “The Great Moderation 1982-2007”, [www.federalreservehistory.org](http://www.federalreservehistory.org).
- Hanke, S. and N. Krus (2012), “World hyperinflations”, Cato Working Paper no. 8.
- IMF (2013), *International reserves and foreign currency liquidity. Guidelines for a data template*.
- Jimenez, G., S. Ongena, J.-L. Peydró and J. Saurina (2012), “Credit supply and monetary policy: Identifying the bank balance sheet channel with loan applications”, *American Economic Review*, 102, 2301-2326.
- Kaminsky, G., C. Reinhart and C. Végh (2004), “When it rains it pours: Procyclical capital flows and macroeconomic policies”, *NBER Macroeconomic Annual*, 19, 11-82.
- Lazaretou, S. (1995), “Government spending, monetary policies and exchange rate regime switches: The drachma in the gold standard period”, *Explorations in Economic History*, 32, 28-50.
- Lindert, P.H. (2004), *Growing public: Social spending and economic growth since the eighteenth century*, Cambridge University Press.
- North, D. (1981), *Structure and change in economic history*, WW Norton and Company, Inc.
- Reinhart, C.M. and K.S. Rogoff (2010), “From financial crash to debt crisis”, NBER Working Paper no. 15795.
- SEEMHN (2014), *South-Eastern European monetary and economic statistics from the nineteenth century to World War II*, Bank of Greece, Bulgarian National Bank, National Bank of Romania, Oesterreichische Nationalbank, Athens, Sofia, Bucharest, Vienna.



- Stock, J. and M. Watson (2003), “Has the business cycle changed and why”. Paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City symposium “Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy”, Jackson Hole, August 28-30.
- Tobin, J. (1958), “Liquidity preference as behavior towards risk”, *Review of Economic Studies*, 25, 65-86.
- Woo, J. (2010), “Growth, income distribution and fiscal policy volatility”, IMF and DePaul University, July.



## ΔΟΚΙΜΙΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ (ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2015 – ΙΟΥΛΙΟΣ 2015)

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 στην πρωτότυπη γλώσσα, κατά κανόνα αγγλικά (βλ. [www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)).

### ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

- |                                                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                           |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>190.</b> What are the international channels through which a US policy shock is transmitted to the world economies? Evidence from a time varying FAVAR<br/><i>Anastasios Evgenidis and Costas Siriopoulos</i></p> | <p><b>192.</b> EMU 2.0. Drawing lessons from the crisis – a new framework for stability and growth<br/><i>Theodoros S. Papaspyrou</i></p> |
| <p><b>191.</b> Profitability in the Greek banking system: a dual investigation of net interest and non-interest income<br/><i>Dimitrios P. Louzis and Angelos T. Vouldis</i></p>                                        | <p><b>193.</b> Corruption and tax evasion: reflections on Greek tragedy<br/><i>Anastasia Litina and Theodore Palyvos</i></p>              |

**What are the international channels through which a US policy shock is transmitted to the world economies? Evidence from a time varying FAVAR**  
(Ποιοι είναι οι διεθνείς δίαυλοι μετάδοσης ενός σοκ νομισματικής πολιτικής από τις ΗΠΑ στις ξένες οικονομίες; Ενδείξεις από ένα υπόδειγμα FAVAR)

Δοκίμιο εργασίας No. 190  
*Anastasios Evgenidis and Costas Siriopoulos*

Στην παρούσα εργασία εξετάζεται ο διεθνής μηχανισμός διάδοσης ενός σοκ νομισματικής πολιτικής (στην περίπτωση μας, αύξηση στο κρατικό επιτόκιο) από τις ΗΠΑ στις μεγαλύτερες οικονομίες της Ευρώπης και στις χώρες της Ανατολικής Ασίας. Σε πρώτο επίπεδο, εξετάζονται όλοι οι πιθανοί δίαυλοι μετάδοσης μέσω των οποίων το σοκ νομισματικής πολιτικής που συμβαίνει στις ΗΠΑ μεταδίδεται στις ξένες οικονομίες. Σε γενικές γραμμές, ο μηχανισμός διάδοσης του σοκ κρύβει σημαντικό βαθμό ετερογένειας ανάμεσα στις χώρες. Τα αποτελέσματά μας δείχνουν ότι το εμπορικό ισοζύγιο δεν είναι ένας πειστικός δίαυλος μετάδοσης για την περιγραφή του σοκ από τις ΗΠΑ στις χώρες της Ανατολικής Ασίας. Περαιτέρω εξέταση του μηχανισμού διάδοσης στην περιοχή αυτή υποδηλώνει ότι ο δίαυλος της επιρροής μέσω του πλούτου και ο δίαυλος του παγκόσμιου επιτοκίου εξηγούν σε σημαντικό βαθμό την αρνητική μετάδοση του σοκ στο ΑΕΠ των παρακάτω χωρών: Χονγκ Κονγκ, Φιλιππίνες και Σιγκαπούρη. Από την άλλη πλευρά, ο δίαυλος που λειτουργεί μέσω των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι κατάλληλος για την περιγραφή των θετικών επιδράσεων του σοκ στο ΑΕΠ της Κορέας και της Ιαπωνίας. Επιπλέον, οι κεντρικές τράπεζες των χωρών αυτών ανταποκρίνονται σε σημαντικό βαθμό στην αύξηση των επιτοκίων στις ΗΠΑ αυξάνοντας επίσης τα δικά τους εγχώρια επιτόκια.

Αναφορικά με την Ευρώπη, τα αποτελέσματα υποδηλώνουν κατ' αρχήν ότι αυτή η ενδογενής

αντίδραση των κεντρικών τραπεζών που παρατηρήθηκε σε κάποιες χώρες της Ανατολικής Ασίας υφίσταται για όλες τις ευρωπαϊκές χώρες. Αναφορικά με τους υπόλοιπους δίαυλους, ο δίαυλος επιρροής μέσω του πλούτου σε συνδυασμό με το δίαυλο των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι αρκετός για να περιγράψει την μετάδοση του σοκ στις χώρες της Ευρώπης. Για τη Γερμανία και την Ιταλία πιο συγκεκριμένα, η μείωση που παρατηρείται στις χορηγήσεις δανείων και την κατανάλωση αποκαλύπτουν τη σημασία ενός επιπλέον διαύλου, του δίαυλου μετάδοσης μέσω του καναλιού του ισολογισμού.

Σε δεύτερο επίπεδο, η παρούσα εργασία εξετάζει σε ποιο βαθμό ο μηχανισμός διάδοσης έχει αλλάξει μέσα στο χρόνο. Για την εξέταση αυτού του γεγονότος εστιάζουμε σε δύο σημαντικά παγκόσμια φαινόμενα: α) την επίδραση της παγκοσμιοποίησης και β) τη σύγχρονη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η επίδραση του σοκ στις μεταβλητές που αφορούν τις περισσότερες ξένες οικονομίες έχει μειωθεί υπό την επιρροή της παγκοσμιοποίησης. Σε ό,τι αφορά την κρίση του 2007, τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι η πλειοψηφία των χωρών τόσο στην Ευρώπη όσο και στην Ανατολική Ασία βιώνουν μία αύξηση στο μέγεθος του σοκ τόσο στις μεταβλητές που είναι σχετικές με το επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας όσο και στους δείκτες τιμών και τις πιστωτικές μεταβλητές.

**Profitability in the Greek banking system: a dual investigation of net interest and non-interest income  
(Η κερδοφορία στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα: μια διττή εξέταση του καθαρού επιτοκιακού και του  
μη επιτοκιακού εισοδήματος)**

Δοκίμιο εργασίας No. 191

*Dimitrios P. Louzis and Angelos T. Vouldis*

Η παρούσα μελέτη εξετάζει εκ παραλλήλου τους προσδιοριστικούς παράγοντες του επιτοκιακού και του μη επιτοκιακού εισοδήματος στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα, χρησιμοποιώντας δεδομένα σε μορφή panel (συνδυασμός διαστρωματικών δεδομένων και χρονολογικών σειρών), τα οποία καλύπτουν το σύνολο των ελληνικών εμπορικών τραπεζών από το 2004 έως και το 2011. Βασιζόμενοι στην οικονομετρική τεχνική “dynamic panel data”, η οποία λαμβάνει υπόψη τη δυναμική συμπεριφορά των χρονολογικών σειρών, βρίσκουμε ότι το επιτοκιακό εισόδημα επηρεάζεται κυρίως από τη μονοπωλιακή δύναμη των τραπεζών, τα λειτουργικά τους κόστη και τη στρατηγική τους απόφαση σχετικά με το αν θα διαφοροποιήσουν τις εισοδηματικές τους

πηγές ενισχύοντας το μη επιτοκιακό εισόδημά τους. Από την άλλη πλευρά, το μη επιτοκιακό εισόδημα φαίνεται να επηρεάζεται πιο πολύ από τις ίδιες παρελθούσες τιμές σε σχέση με το επιτοκιακό εισόδημα (persistence). Επίσης, οι πιο αποδοτικές τράπεζες, με ισχυρή καταθετική βάση, είναι σε θέση να προωθούν καλύτερα δραστηριότητες οι οποίες σχετίζονται με το μη επιτοκιακό εισόδημα. Οι μακροοικονομικές συνθήκες, όπως η συνολική ζήτηση και ο πληθωρισμός, επηρεάζουν και τους δύο υπό εξέταση παράγοντες. Τέλος, βρίσκουμε ότι το επιτοκιακό και το μη επιτοκιακό εισόδημα είναι υποκατάστατα, με το μη επιτοκιακό εισόδημα να χρησιμοποιείται από τις πιο αποδοτικές τράπεζες ως ένας έμμεσος μηχανισμός ανταγωνισμού.

**EMU 2.0**

**Drawing lessons from the crisis – a new framework for stability and growth**

**(ONE 2.0**

**Διδάγματα από την κρίση – ένα νέο πλαίσιο για σταθερότητα και ανάπτυξη)**

Δοκίμιο εργασίας No. 192

*Theodoros S. Papaspyrou*

Η μελέτη αυτή, αντλώντας διδάγματα από την κρίση δημόσιου χρέους, επιχειρεί να δώσει απαντήσεις σε ορισμένα κρίσιμα ερωτήματα: Η στρατηγική και οι συγκεκριμένες ενέργειες για την αντιμετώπιση της κρίσης υπήρξαν οι ενδεδειγμένες; Ήταν δικαιολογημένη η προτεραιότητα που δόθηκε στη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας; Είναι επιτεύξιμοι οι στόχοι για σταθερότητα και ανάπτυξη στην ONE; Ποιο είναι το περιθώριο για εθνικές οικονομικές πολιτικές στο νέο οικονομικό πλαίσιο; Από την ανάλυση προκύπτει ότι, έπειτα από κάποια αρχική αδυναμία στις πολιτικές δράσεις, ανελήφθησαν αποφασιστικές πρωτοβουλίες από τα θεσμικά όργανα

της ΕΕ οι οποίες, επικουρούμενες από τη σημαντική πρόοδο στην περαιτέρω ενίσχυση της οικονομικής διακυβέρνησης και τη μείωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών, επέτυχαν να διασφαλίσουν τη σταθερότητα και την ακεραιότητα της ζώνης του ευρώ. Ενώ η προτεραιότητα που δόθηκε από τις δράσεις πολιτικής της ΕΕ στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα υπήρξε πλήρως δικαιολογημένη, είναι επίσης σαφές ότι η ισχυρή οικονομική ανάπτυξη είναι απαραίτητη για βιώσιμη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και συνολική ευημερία. Πολιτικές οι οποίες διευρύνουν τόσο τη σταθερότητα όσο και την ανάπτυξη είναι δυνατές στην ONE και ορισμένες από αυτές



έχουν ήδη αρχίσει να εφαρμόζονται, ενώ άλλες ευρίσκονται σε προχωρημένο στάδιο υλοποίησης. Υφίστανται ευρείες δυνατότητες για εθνικές οικονομικές πολιτικές οι οποίες, εάν είναι καλά σχεδιασμένες και υλοποιηθούν

σωστά, θα ενισχύσουν το παραγωγικό δυναμικό των χωρών-μελών. Ωστόσο, προβλήματα κληροδοτημένα από την κρίση, όπως το υπερβολικά υψηλό δημόσιο χρέος σε ορισμένες χώρες, θα πρέπει να επιλυθούν.

### **Corruption and tax evasion: reflections on Greek tragedy** **(Διαφθορά και φοροδιαφυγή: σκέψεις πάνω στην ελληνική τραγωδία)**

Δοκίμιο εργασίας No. 193

*Anastasia Litina and Theodore Palyvos*

Το άρθρο αυτό παρέχει εμπειρική υποστήριξη και θεωρητική εξήγηση για το φαύλο κύκλο μεταξύ πολιτικής διαφθοράς και φοροδιαφυγής, στον οποίο συχνά βρίσκονται ορισμένες χώρες. Θεωρούμε την Ελλάδα ως ένα τυπικό παράδειγμα μιας τέτοιας κατάστασης που οδήγησε στη σύγχρονη τραγωδία. Μελετούμε αυτό το θέμα στο πλαίσιο ενός υποδείγματος με δύο διακριτές οικονομικές ομάδες: πολίτες και πολιτικούς. Οι πολίτες αποφασίζουν για το ποσοστό του εισοδήματός τους ως προς το οποίο φοροδιαφεύγουν. Οι πολιτικοί, από την άλλη πλευρά, αποφασίζουν για το ποσοστό του δημόσιου προϋπολογισμού που καταχρώνται. Δείχνουμε ότι μπορούν να προκύψουν πολλαπλές ισορροπίες με διαφορετικά επίπεδα διαφθοράς που στηρίζονται στην ύπαρξη στρατηγικών συμπληρωματικότητας. Όταν μια ομάδα αποφασίζει να

κλέψει περισσότερο, η άλλη ομάδα βρίσκει ότι είναι προς το συμφέρον της να κλέψει και εκείνη περισσότερο. Αυτή η κατάσταση δείχνει ότι η διαφθορά διαφθείρει και εξηγεί γιατί η διαφθορά συχνά διαχέεται σε διαφορετικές κοινωνικές ομάδες. Τα εμπειρικά μας αποτελέσματα επιβεβαιώνουν την αλληλεπίδραση μεταξύ της διάθεσης προς πολιτική διαφθορά και της φοροδιαφυγής, μιας αλληλεπίδρασης που, όπως δείχνουμε, δεν οφείλεται σε μη παρατηρούμενες μεταβλητές ή σε αντίστροφη αιτιότητα. Επιπλέον, βρίσκουμε ότι οι τυπικές πολιτικές αποτροπής, π.χ. πρόστιμα, δεν μπορούν να εξαλείψουν την πολλαπλότητα των ισορροπιών. Αντίθετα, πολιτικές που επιβάλλουν μεγάλο ηθικό κόστος στους φοροφυγάδες και τους διεφθαρμένους πολιτικούς μπορούν να οδηγήσουν σε μοναδική ισορροπία.

## 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, Χαραλαμπίδης Μιχάλης και Χαρδούβελης Γκίκας, “Μετάβαση στο ενιαίο νόμισμα: Προκλήσεις και προοπτικές για τα πιστωτικά ιδρύματα”, τεύχος 6, Νοέμβριος 1995.
- Καραμπάλης 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.
- Γκαργκάνας 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.

Παπασπύρου Θεόδωρος, “Η βιωσιμότητα της οικονομικής και νομισματικής ένωσης και οι προοπτικές των οικονομιών της περιφέρειας”, τεύχος 36, Απρίλιος 2012.

Κανελλόπουλος Κώστας, “Απασχόληση και ροές εργαζομένων στη διάρκεια της οικονομικής κρίσης”, τεύχος 36, Απρίλιος 2012.

Καλφάογλου Φαίδων, “Το πλαίσιο της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών”, τεύχος 36, Απρίλιος 2012.

Μπραγουδάκης Ζαχαρίας και Σιδέρης Δημήτρης, “Είναι συμμετρική η προσαρμογή της λιανικής τιμής της βενζίνης στις μεταβολές της διεθνούς τιμής του πετρελαίου; Η περίπτωση της ελληνικής αγοράς καυσίμων”, τεύχος 37, Δεκέμβριος 2012.

Κανελλόπουλος Ν. Κώστας, “Μέγεθος και διάρθρωση της ανασφάλιστης εργασίας”, τεύχος 37, Δεκέμβριος 2012.

Μηγιάκης Μ. Πέτρος, “Επισκόπηση των προτάσεων για κοινές ομολογιακές εκδόσεις από τα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ υπό μακροχρόνια οπτική γωνία”, τεύχος 37, Δεκέμβριος 2012.

Καράμπαλης Νικόλαος και Κοντέλης Ευριπίδης, “Οι αυξήσεις των έμμεσων φόρων και η επίπτωσή τους στον πληθωρισμό κατά την περίοδο 2010-2012”, τεύχος 38, Νοέμβριος 2013.

Βουρβαχάκη Ευαγγελία, “Διαρθρωτική μεταρρύθμιση στις οδικές εμπορευματικές μεταφορές”, τεύχος 38, Νοέμβριος 2013.

Κανελλόπουλος Νικόλαος Κ., Μητράκος Θεόδωρος, Τσακλόγλου Πάνος και Χολέζας Ιωάννης, “Οι επιπτώσεις της τρέχουσας κρίσης στις ιδιωτικές αποδόσεις της εκπαίδευσης στην Ελλάδα”, τεύχος 38, Νοέμβριος 2013.

Παπαπέτρου Ευαγγελία και Μπάκας Δημήτριος, “Η ελληνική αγορά εργασίας στα χρόνια της κρίσης: ανεργία, απασχόληση και συμμετοχή στην αγορά εργασίας”, τεύχος 38, Νοέμβριος 2013.

Τζαμουράνη Παναγιώτα, “Η έρευνα για την οικονομική κατάσταση των νοικοκυριών: περιγραφή της έρευνας του 2009 και κύρια αποτελέσματα για το εισόδημα, τον πλούτο και τη δανειακή επιβάρυνση των νοικοκυριών στην Ελλάδα”, τεύχος 38, Νοέμβριος 2013.

Δημητροπούλου Δήμητρα, Κουτσομανώλη-Φιλιππάκη Αναστασία, Χαραλαμπάκης Ευάγγελος και Αγγέλης Γεώργιος, “Η χρηματοδότηση των ελληνικών επιχειρήσεων προ και κατά τη διάρκεια της κρίσης”, τεύχος 39, Ιούλιος 2014.

Κανελλόπουλος Ν. Κώστας, “Η αγορά εργασίας στον ιδιωτικό τομέα την περίοδο της κρίσης”, τεύχος 39, Ιούλιος 2014.

Καλφάογλου Φαίδων, “Ευρωπαϊκή τραπεζική ένωση: ‘εξευρωπαϊσμός’ του χρηματοοικονομικού πλέγματος ασφαλείας των τραπεζών”, τεύχος 39, Ιούλιος 2014.

Λαζαρέτου Σοφία, “Η έξυπνη οικονομία: ‘πολιτιστικές’ και ‘δημιουργικές’ βιομηχανίες στην Ελλάδα. Μπορούν να αποτελέσουν προοπτική εξόδου από την κρίση;”, τεύχος 39, Ιούλιος 2014.

Χαιρέτη Αικατερίνη, “Η στεγαστική κατάσταση των κατοίκων της Ελλάδος στα χρόνια της κρίσης 2008-2012”, τεύχος 39, Ιούλιος 2014.

Ταγκαλάκης Αθανάσιος, “Πιθανά φορολογικά οφέλη από την επιτάχυνση της οικονομικής ανάπτυξης”, τεύχος 40, Δεκέμβριος 2015.

Μπραγουδάκης Ζαχαρίας Γ., “Μια εμπειρική διερεύνηση της σχέσης μεταξύ του μοναδιαίου κόστους εργασίας και της εξέλιξης των τιμών: η περίπτωση της Ελλάδος”, τεύχος 40, Δεκέμβριος 2015.

Μηγιάκης Πέτρος Μ., “Οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές ως πηγή χρηματοδότησης ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων”, τεύχος 40, Δεκέμβριος 2015.

Καλυβίτης Σαράντης, “Η ποιότητα των ελληνικών εξαγωγών: μια εκτίμηση ανεξάρτητη από την τιμολόγησή τους”, τεύχος 40, Δεκέμβριος 2015.



