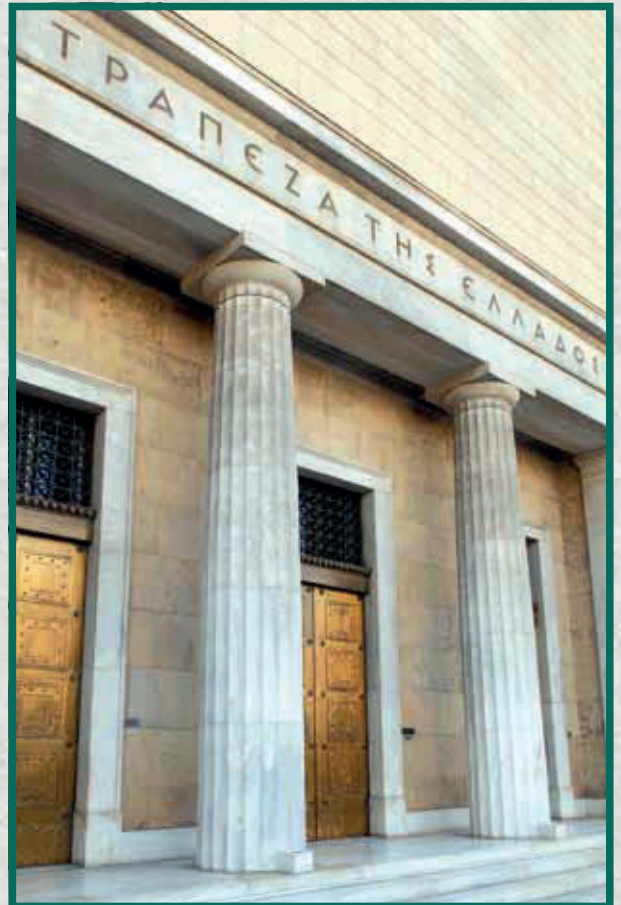


ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ

ΤΕΥΧΟΣ 44



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ
2016



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ

ΤΕΥΧΟΣ 44



ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ
2016



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Ελευθ. Βενιζέλου 21
102 50 Αθήνα

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

Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ: ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ	7
Κωνσταντίνα Μάνου Ευαγγελία Παπαπέτρου	
Η ΕΥΡΩΠΗ ΩΣ ΑΡΙΣΤΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΕΡΙΟΧΗ: Η ΕΜΠΕΙΡΙΑ ΤΩΝ ΒΑΛΤΙΚΩΝ ΧΩΡΩΝ	39
Χρήστος Παπάζογλου Δημήτριος Σιδέρης Ορέστης Τσάγκλας	
Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ (FINTECH)	53
Σοφία Ανυφαντάκη	
ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑ II ΤΩΝ (ΑΝΤ)ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	73
Ιωάννης Χατζηβασίλογλου	
ΔΟΚΙΜΙΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	
(Ιούλιος – Δεκέμβριος 2016)	107
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΑΡΘΡΩΝ ΠΟΥ ΔΗΜΟΣΙΕΥΘΗΚΑΝ ΣΕ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΑ ΤΕΥΧΗ ΤΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΔΕΛΤΙΟΥ	117

Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ: ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ*

Κωνσταντίνα Μάνου

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών

Ευαγγελία Παπαπέτρου

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών και Εθνικό και Καποδιστριακό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Τμήμα Οικονομικών Επιστημών

Ι ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η οικονομική θεωρία υποστηρίζει ότι είναι σημαντική η μελέτη και ανάλυση της καταναλωτικής και αποταμιευτικής συμπεριφοράς των νοικοκυριών.¹ Η κατανάλωση, η οποία αποτελεί το σημαντικότερο μέρος της συνθηροιστικής ζήτησης, επηρεάζει τη συνολική ζήτηση και, συνεπώς, μεταβολές σε αυτήν προκαλούν διακυμάνσεις στην οικονομική δραστηριότητα. Επιπλέον, το ποσοστό αποταμίευσης καθορίζει το απόθεμα κεφαλαίου στην οικονομία, το οποίο με τη σειρά του επηρεάζει τη μετάβαση προς τη σταθερή κατάσταση ισορροπίας και προσδιορίζει τις μελλοντικές αναπτυξιακές δυνατότητες της οικονομίας. Τα ποσοστά αποταμίευσης διαφέρουν στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) και διάφορες μελέτες επισημαίνουν την ετερογένεια που παρατηρείται στην αποταμιευτική συμπεριφορά μεταξύ των νοικοκυριών στην ΕΕ (βλ. Rocher and Stierle 2015 και ECB 2016). Η Ελλάδα συγκαταλέγεται μεταξύ των χωρών που παρουσιάζουν αρνητικό ποσοστό αποταμίευσης.

Πολλές οικονομικές θεωρίες αναφέρονται στη μελέτη της καταναλωτικής και αποταμιευτικής συμπεριφοράς των νοικοκυριών, όπως η θεωρία του μόνιμου εισοδήματος, του κύκλου ζωής, των δημογραφικών παραγόντων, της αβεβαιότητας κ.λπ. Οι μελέτες χρησιμοποιούν μακροοικονομικά και μικροοικονομικά δεδομένα για τη μελέτη και ανάλυση της αποταμιευτικής/καταναλωτικής συμπεριφοράς και εκτιμούν τις οικονομικές σχέσεις μεταξύ των μεταβλητών με τη χρήση οικονομετρικών υποδειγμάτων.

Οι οικονομολόγοι εξετάζουν τους παράγοντες που επηρεάζουν την κατανάλωση των νοικοκυριών, όπως μεταξύ άλλων το διαθέσιμο

εισόδημα, επισημαίνοντας ότι η αύξησή του αυξάνει την κατανάλωση και αντιστοίχα. Επιπλέον, στη διεθνή βιβλιογραφία αναγνωρίζεται η σημασία του πλούτου ως παράγοντα που επηρεάζει την καταναλωτική συμπεριφορά των νοικοκυριών. Τα νοικοκυριά κατέχουν χρηματοοικονομικά στοιχεία (νόμισμα, καταθέσεις, μετοχές κ.λπ.) και μη χρηματοοικονομικά στοιχεία (όπως κατοικίες, εξοπλισμός κ.λπ.), τα οποία συνθέτουν το συνολικό τους πλούτο. Όταν η αξία αυτών των περιουσιακών στοιχείων αυξάνεται, τα νοικοκυριά εκτιμούν ότι είναι περισσότερο πλούσια και αυξάνουν την κατανάλωση. Δηλαδή η κατανάλωση επηρεάζεται κυρίως από το διαθέσιμο εισόδημα και τις αλλαγές που υφίσταται ο πλούτος των νοικοκυριών.

Τα εμπειρικά ευρήματα σχετικά με τις επιπτώσεις του πλούτου στην κατανάλωση είναι ποικίλα, καθώς αναφέρονται σε διαφορετικές χώρες και διαφορετικές περιόδους. Ωστόσο, αναγνωρίζεται ότι για τη μελέτη της επίδρασης του πλούτου στην κατανάλωση πρέπει να γίνει διάκριση μεταξύ των χρηματοοικονομικών και των μη χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (βλ. Cussen and Phelan 2010). Τα εμπειρικά ευρήματα παρέχουν ενδείξεις ότι στην ευρωζώνη τα χρηματοοι-

* Οι απόψεις που παρουσιάζονται στο παρόν άρθρο είναι προσωπικές και δεν απηχούν απαραίτητα τις απόψεις της Τράπεζας της Ελλάδος. Οι συγγραφείς ευχαριστούν τη Heather Gibson, τους συμμετέχοντες στο εσωτερικό σεμινάριο της Διεύθυνσης Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών της Τράπεζας της Ελλάδος, τη Χιόνα Μπαλφούσια, τον Νίκο Καμπέρογλου, την Ευαγγελία Γεωργίου, τον Γιάννη Ασημακόπουλο, τη Μαρία Αλμπάνη, τον Στέλιο Κορρέ και την Όλγα Λυμπεροπούλου για χρήσιμες παρατηρήσεις και σχόλια, καθώς και τον Κωνσταντίνο Καλλία για βοήθεια στην επεξεργασία των στοιχείων. Επίσης θερμές ευχαριστίες εκφράζονται στην ΕΑΣΤΑΤ και ειδικότερα στον Αναστάσιο Νικολαΐδη (Διεύθυνση Εθνικών Λογαριασμών) για την παροχή στατιστικών στοιχείων και χρήσιμων παρατηρήσεων.

1 Σε όλη τη μελέτη γίνεται αναφορά μόνο στα νοικοκυριά, ενώ σε αυτά περιλαμβάνονται και τα μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που τα εξυπηρετούν (ΜΚΙΕΝ).

κονομικά στοιχεία επηρεάζουν την κατανάλωση, ενώ αντίθετα τα μη χρηματοοικονομικά στοιχεία ενδέχεται να μη διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο (βλ. Skudelny 2009). Άλλες μελέτες καταδεικνύουν ότι στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο τα μη χρηματοοικονομικά στοιχεία επηρεάζουν την κατανάλωση των νοικοκυριών, ίσως επειδή η αγορά κατοικιών στις χώρες αυτές χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερο βάθος. Πρόσφατη μελέτη για χώρες της ευρωζώνης κατέδειξε ότι ο χρηματοοικονομικός και ο μη χρηματοοικονομικός πλούτος των νοικοκυριών ασκούν θετική επίδραση στην κατανάλωση, επισημαίνοντας όμως ότι η επιρροή των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων είναι ισχυρότερη από αυτή των μη χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (βλ. De Bonis and Silvestrini 2012).

Πρόσφατες εξελίξεις στη διεθνή βιβλιογραφία υπογραμμίζουν ότι η αποταμίευση και η κατανάλωση των νοικοκυριών επηρεάζονται από το σταδιακό περιορισμό του χρέους των νοικοκυριών (απομόχλευση). Συγκεκριμένα, υποστηρίζεται ότι η αύξηση της απομόχλευσης των νοικοκυριών κατά την πρόσφατη περίοδο συνδέεται με την αύξηση της αποταμίευσης και τον περιορισμό της κατανάλωσης (βλ. McCarthy and McQuinn 2014, Glick and Lansing 2010). Ωστόσο, νεότερες εμπειρικές μελέτες επισημαίνουν ότι τα αποτελέσματα της απομόχλευσης των νοικοκυριών στην κατανάλωση και την αποταμίευση παρουσιάζουν μεγάλη ετερογένεια μεταξύ των χωρών και συνδέονται άμεσα με τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες που επικρατούν στις χώρες (βλ. Bouis 2015).

Ενώ το διαθέσιμο εισόδημα και ο πλούτος και η συσχέτισή τους με την κατανάλωση και την αποταμίευση αναλύονται εκτενώς στη διεθνή βιβλιογραφία, για την περίπτωση της Ελλάδος η βιβλιογραφία είναι περιορισμένη και μια ολοκληρωμένη ανάλυση του χρηματοοικονομικού πλούτου των νοικοκυριών δεν έχει μέχρι σήμερα διενεργηθεί. Η οικονομετρική διερεύνηση της σχέσης εκφεύγει του πεδίου της παρούσας εργασίας, στην οποία γίνεται ανάλυση του χρηματοοικονομικού πλούτου των

νοικοκυριών και εξετάζεται η διαχρονική εξέλιξή του, με ιδιαίτερη έμφαση στην πλέον πρόσφατη περίοδο. Επιπλέον, παρουσιάζονται αναλυτικά οι συνιστώσες του χρηματοοικονομικού πλούτου, δηλαδή το ενεργητικό και το παθητικό, καθώς και η σύνθεσή τους. Στο πλαίσιο της ανάλυσης αυτής, γίνεται διαχωρισμός των παραγόντων που συμβάλλουν σε μεταβολές της αξίας, τόσο του ενεργητικού όσο και του παθητικού, των νοικοκυριών. Εξετάζεται δηλαδή κατά πόσον αυτές οφείλονται: α) σε συναλλαγές (π.χ. αλλαγή επενδυτικών επιλογών στην περίπτωση του ενεργητικού ή αυξομείωση του χρέους στην περίπτωση του παθητικού), β) σε μεταβολές που επήλθαν στην αξία (κυρίως ανατιμήσεις/υποτιμήσεις) των στοιχείων του ενεργητικού/παθητικού ή γ) σε κάποιο συνδυασμό των παραπάνω.

Στη συνέχεια, αναλύεται η αποταμιευτική συμπεριφορά των νοικοκυριών στην Ελλάδα, αρχικά μέσω της αλληλεπίδρασης των επενδύσεων και του χρέους και ακολούθως μέσω της αλληλεπίδρασης της κατανάλωσης και του διαθέσιμου εισοδήματος. Προς το σκοπό αυτό χρησιμοποιούνται δύο διαφορετικοί τρόποι μέτρησης της αποταμίευσης, που βασίζονται σε διαφορετικές στατιστικές πηγές. Ο πρώτος βασίζεται στους χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς, υπό το πρίσμα του οποίου προκύπτει ο χρηματοοικονομικός ορισμός της αποταμίευσης. Ο δεύτερος βασίζεται στους μη χρηματοοικονομικούς (εθνικούς) λογαριασμούς, βάσει του οποίου προκύπτει ο μη χρηματοοικονομικός (παραδοσιακός) ορισμός της αποταμίευσης. Τέλος, γίνεται μια σύντομη ανασκόπηση της εξέλιξης του διαθέσιμου εισοδήματος και των συνιστωσών του και παρουσιάζεται συνοπτικά η εξέλιξη των πραγματικών τελικών καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών κατά λειτουργικό σκοπό, με έμφαση στην πρόσφατη περίοδο.

Στη μελέτη χρησιμοποιούνται στατιστικά δεδομένα που αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και ειδικότερα από τους τριμηνιαίους λογαριασμούς των χωρών της ζώνης του ευρώ (Euro Area Accounts, EAA), οι οποίοι παρέ-

χουν αναλυτική πληροφόρηση για το εισόδημα, τη δαπάνη, τη χρηματοδότηση αλλά και τις επενδυτικές επιλογές των θεσμικών τομέων κάθε χώρας (νοικοκυριά, μη χρηματοοικονομικές εταιρίες, γενική κυβέρνηση, χρηματοοικονομικές εταιρίες και εξωτερικός τομέας). Οι λογαριασμοί αυτοί περιλαμβάνουν τους τριμηνιαίους μη χρηματοοικονομικούς (εθνικούς) λογαριασμούς και τους τριμηνιαίους χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς (στοιχεία κεντρικών τραπεζών), για όλες τις ευρωπαϊκές χώρες και για κάθε θεσμικό τομέα χωριστά, ενώ η αξιοπιστία, η συνέπεια και η συγκρισιμότητά τους εξασφαλίζονται από το Ευρωπαϊκό Σύστημα Εθνικών και Περιφερειακών Λογαριασμών (European System of National and Regional Accounts, ESA 2010).² Η χρήση των στοιχείων αυτών για τη μελέτη και ανάλυση του χρηματοοικονομικού πλούτου των νοικοκυριών και της αποταμιευτικής συμπεριφοράς τους μέσω της αλληλεπίδρασης των επενδύσεων και του χρέους γίνεται για πρώτη φορά στην Ελλάδα.

Η υπόλοιπη μελέτη είναι δομημένη ως εξής: Στην ενότητα 2 παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη του καθαρού χρηματοοικονομικού πλούτου των ελληνικών νοικοκυριών και πώς αυτός επηρεάστηκε από την πρόσφατη κρίση. Στην ενότητα 3 αναδεικνύεται η σύνθεση του χαρτοφυλακίου του ενεργητικού των νοικοκυριών και εξετάζεται η σχετική συνεισφορά των συναλλαγών και των αναπροσαρμογών στη μεταβολή της αξίας του ενεργητικού. Στην ενότητα 4 αναλύονται τα στοιχεία που συνθέτουν το παθητικό των νοικοκυριών και εξετάζεται η σχετική συνεισφορά των συναλλαγών και των αναπροσαρμογών στη μεταβολή της αξίας του. Στην ενότητα 5 γίνεται η παρουσίαση του χρηματοοικονομικού και του μη χρηματοοικονομικού ορισμού της αποταμίευσης. Στην ενότητα 6 παρουσιάζεται το διαθέσιμο εισόδημα και οι συνιστώσες του και στην ενότητα 7 γίνεται συνοπτική αναφορά στην εξέλιξη των πραγματικών καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών κατά λειτουργικό σκοπό. Τέλος, στην τελευταία ενότητα συνοψίζονται τα συμπεράσματα της μελέτης.

2 ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΛΟΥΤΟΥ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

Το Διάγραμμα 1 παρουσιάζει τη διαχρονική εξέλιξη του καθαρού χρηματοοικονομικού πλούτου των ελληνικών νοικοκυριών, ο οποίος ορίζεται, σύμφωνα με το ESA 2010, ως η διαφορά μεταξύ του συνόλου των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού κατά την περίοδο από το α' τρίμηνο του 2002 έως το α' τρίμηνο του 2016.

Από την ανάλυση αναδεικνύονται τρεις υποπερίοδοι:

α) Η πρώτη αφορά το διάστημα από το α' τρίμηνο του 2002 έως και το δ' τρίμηνο 2007, όπου παρατηρείται αύξηση του καθαρού χρηματοοικονομικού πλούτου των ελληνικών νοικοκυριών κατά 30,4% (μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής περιόδου 2,6%). Η αύξηση αυτή είναι απόρροια του συνδυαστικού αποτελέσματος της αύξησης τόσο της αξίας του συνόλου του ενεργητικού (αύξηση κατά 69,0% – μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής περιόδου 7,3%) όσο και της αξίας του συνόλου του παθητικού (των υποχρεώσεων) των νοικοκυριών (αύξηση κατά 254,1%³ – μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής περιόδου 24,8%). Έτσι, το δ' τρίμηνο του 2007 ο καθαρός χρηματοοικονομικός πλούτος ανέρχεται στα 217,5 δισεκ. ευρώ.

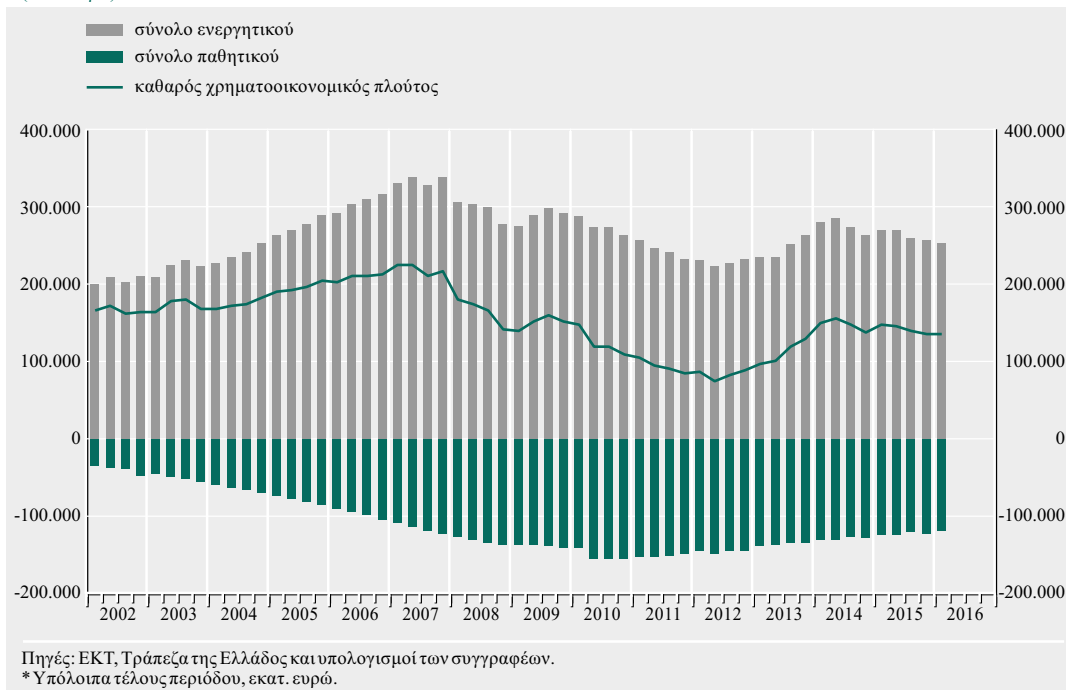
β) Η δεύτερη υποπερίοδος εκτείνεται από το α' τρίμηνο του 2008 έως και το β' τρίμηνο του 2012, διάστημα κατά το οποίο οι συνολικές υποχρεώσεις των νοικοκυριών συνέχισαν να αυξάνονται (21,7%, μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής

² Οι μη χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί περιγράφουν την αξία των αγαθών και υπηρεσιών της παραγωγικής δραστηριότητας, τις ροές εισοδήματος που δημιουργούνται από αυτήν τη διαδικασία και την πορεία τους μέσα στην οικονομία. Αντίθετα, οι χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί περιγράφουν τα αποθέματα των χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού και υποχρεώσεων. Συγκεκριμένα, οι δύο λογαριασμοί συνδέονται μεταξύ τους, καθώς το έλλειμμα (ή πλεόνασμα) που δημιουργείται από το εισόδημα και τις δαπάνες στους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς εμφανίζεται στη χρηματοοικονομική πλευρά ως μείωση (αύξηση) των χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού ή/και ως αύξηση (μείωση) των υποχρεώσεων (<https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/acc/html/index.en.html>).

³ Στη σημαντική αύξηση των υποχρεώσεων συνέβαλε και η πολύ χαμηλή βάση του υπολοίπου των υποχρεώσεων το α' τρίμηνο του 2002.

Διάγραμμα Ι Καθαρός χρηματοοικονομικός πλούτος των νοικοκυριών*

(εκατ. ευρώ)



περιόδου 5,9%), ενώ συγχρόνως μειωνόταν η αξία του συνόλου του ενεργητικού τους (-33,8%, μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής περιόδου -7,6%), καθώς η ανοδική τάση που χαρακτηρίζει τις τιμές των χρηματοοικονομικών στοιχείων τους είχε πλέον αντιστραφεί, εξαιτίας της χρηματοπιστωτικής κρίσης που αργότερα μετεξελίχθηκε σε κρίση χρέους. Ως αποτέλεσμα, το β' τρίμηνο του 2012 ο καθαρός χρηματοοικονομικός πλούτος είχε υποστεί μείωση κατά 65,3% (μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής περιόδου -18,4%) συγκριτικά με το α' τρίμηνο του 2008 και διαμορφώθηκε σε 75,6 δισεκ. ευρώ.

γ) Τέλος, η τρίτη υποπερίοδος οριοθετείται από το γ' τρίμηνο του 2012 έως και το α' τρίμηνο του 2016, διάστημα κατά το οποίο οι συνολικές υποχρεώσεις των νοικοκυριών περιοριζόνταν (-20,9%, μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής περιόδου -5,2%), ενώ παράλληλα αυξανόταν η αξία του συνολικού ενεργητικού τους (12,9%, μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής περιόδου 3,4%). Ο παραπάνω συνδυασμός έδρασε ενισχυτικά στον καθαρό χρηματοοικονομικό πλούτο των νοικοκυριών, ο οποίος αυξήθηκε κατά 79,8% (μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής περιόδου 16,4%) συγκριτικά με το γ' τρίμηνο του 2012 και ανήλθε στα 135,9 δισεκ. ευρώ το α' τρίμηνο του 2016. Συνολικά, την περίοδο α' τρίμηνο 2008-α' τρίμηνο 2016 ο καθαρός χρηματοοικονομικός πλούτος των νοικοκυριών υποχώρησε κατά 37,5%.

Στις επόμενες ενότητες 3 και 4 γίνεται αναλυτική παρουσίαση των συνιστωσών του καθαρού χρηματοοικονομικού πλούτου, δηλαδή των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού.

3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

Στην οικονομική θεωρία υποστηρίζεται ότι η αξία του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών, είτε πρόκειται για μη χρηματοοικονομικά στοιχεία (κατοικίες) είτε για χρηματοοικονομικά στοιχεία (μετοχές, ομόλογα, καταθέσεις κ.τ.λ.), επηρεάζεται από παράγοντες όπως το

μακροοικονομικό περιβάλλον, οι μεταβολές των τιμών των ακινήτων, το διεθνές οικονομικό περιβάλλον κ.λπ. Αναλυτικότερα, η μείωση των τιμών των ακινήτων, η χρηματοπιστωτική κρίση, η ύπαρξη αβέβαιου πολιτικού περιβάλλοντος, καθώς και ο υφεσιακός οικονομικός κύκλος συνιστούν δυσμενείς παράγοντες μεταβολής της αξίας του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών. Στην παρούσα ενότητα αναλύεται ο χρηματοοικονομικός πλούτος των νοικοκυριών.⁴

Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, η αλληλεπίδραση των προαναφερθέντων παραγόντων οδηγεί σε ανασύνθεση του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών στην προσπάθεια των τελευταίων να διαφυλάξουν την αξία του και να περιορίσουν, κατά το δυνατόν, ενδεχόμενες απομειώσεις του (βλ. Arrondel et al. 2014, Cussen and Phelan 2010, Cussen et al. 2012 και Cooper 2013). Η ανασύνθεση αυτή καθορίζεται είτε άμεσα από την απόκτηση νέων στοιχείων ή την πώληση των στοιχείων του ενεργητικού που ήδη κατέχουν τα νοικοκυριά (μετοχές, ομόλογα, καταθέσεις κ.λπ.) ή ακόμη και τη στοχευμένη μετατόπιση από χρηματοοικονομικά στοιχεία υψηλού κινδύνου σε χαμηλού, δηλαδή από συναλλαγές, είτε έμμεσα από αλλαγή που έχει επέλθει στην αξία των χρηματοοικονομικών στοιχείων, δηλαδή από αναπροσαρμογές (ανατιμήσεις-υποτιμήσεις, μεταβολή συναλλαγματικής ισοτιμίας, αναταξινόμησης).

Η ανάλυση των διαχρονικών μεταβολών στη σύνθεση του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών είναι σημαντική, καθώς αποτυπώνει ποιο μέρος από αυτές οφείλεται σε *συναλλαγές* (επενδυτικές επιλογές) και ποιο σε *αναπροσαρμογές* (μεταβολές της αξίας). Στην πρώτη περίπτωση, αντλούνται πληροφορίες για το επενδυτικό πρότυπο των νοικοκυριών και για ενδεχόμενη αλλαγή που αυτό υφίσταται, δηλαδή για την προτίμηση ή αποστροφή των νοικοκυριών απέναντι σε επενδύσεις που ενέχουν υψηλό κίνδυνο-απόδοση και σε αυτές που χαρακτηρίζονται ως άμεσα ρευστοποιήσιμες ή ως λιγότερο άμεσα ρευστοποιήσιμες. Στη δεύτερη περίπτωση, σημαντική είναι η

επίδραση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος και των χρηματιστηριακών διακυμάνσεων στη μεταβολή της αξίας του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών και κατά συνέπεια στη σύνθεσή του.

Πρόσφατη μελέτη των Cussen et al. (2012) εξετάζει, μεταξύ άλλων, τη συμπεριφορά νοικοκυριών από 24 χώρες της ΕΕ κατά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση. Οι συγγραφείς καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι το 2008 σχεδόν όλα τα νοικοκυριά των χωρών της ΕΕ⁵ στράφηκαν σε περισσότερο ασφαλείς επενδύσεις-τοποθετήσεις, όπως είναι το νόμισμα και οι καταθέσεις, εις βάρος των μετοχών και των χρεογράφων. Κατ' αυτόν τον τρόπο, τα νοικοκυριά έδειξαν την καθαρή προτίμησή τους για επενδύσεις σε στοιχεία μειωμένου κινδύνου-απόδοσης και αυξημένης ρευστότητας.

3Α ΣΥΝΘΕΣΗ ΤΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ ΤΟΥ

Στα Διαγράμματα 2 και 3 αναδεικνύεται η επίδραση των μακροοικονομικών συνθηκών και της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης στην αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου των ελληνικών νοικοκυριών.

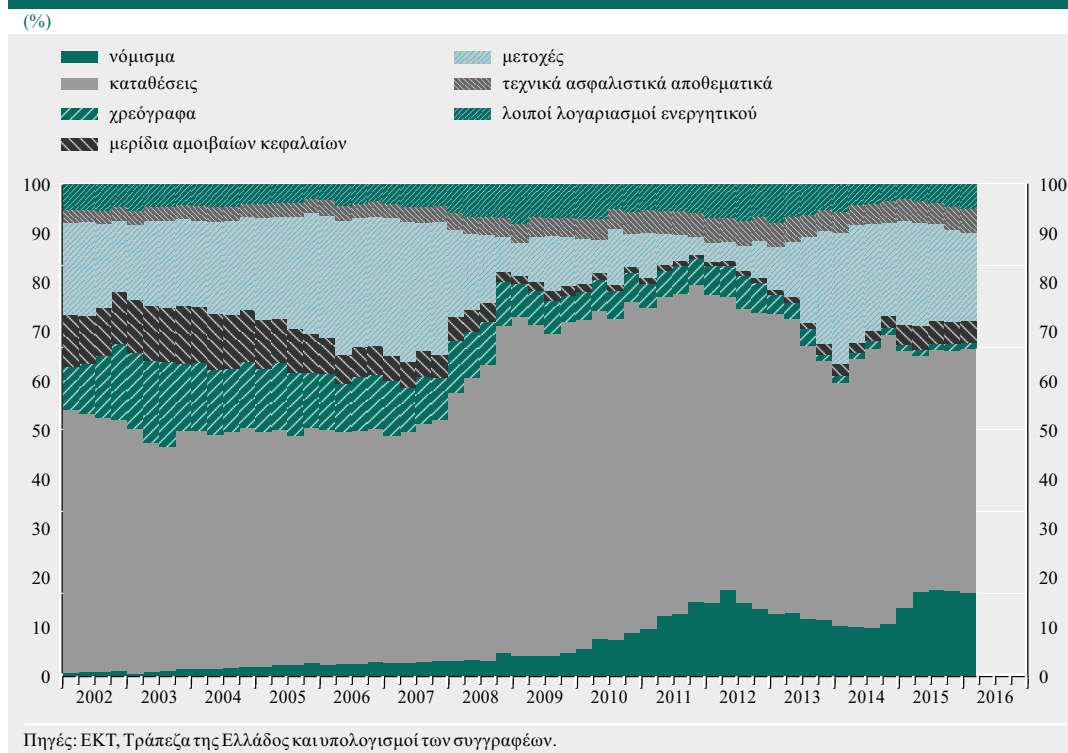
Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 2, το διάστημα πριν από την κρίση (μέσος όρος περιόδου α' τρίμηνο 2002-δ' τρίμηνο 2007), το χαρτοφυλάκιο των νοικοκυριών είχε την ακόλουθη σύνθεση: το 21,5% του συνόλου του ενεργητικού αφορούσε μετοχές, το 12,3% χρεόγραφα, το 8,8% μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων, ενώ οι καταθέσεις αντιπροσώπευαν ποσοστό 48,5%, καταδεικνύοντας την προτίμηση των ελληνικών νοικοκυριών για συντηρητικές επενδυτικές επιλογές. Ο ρόλος των υπόλοιπων κατηγοριών, όπως το νόμισμα σε κυκλοφορία, τα τεχνικά ασφαλιστικά αποθεματικά και οι λοιποί λογαριασμοί, ήταν επουσιώδης (βλ. Zarco 2009).

⁴ Στοιχεία για την αξία του αποθέματος των κατοικιών για τα ελληνικά νοικοκυριά δεν είναι διαθέσιμα και συνεπώς δεν μπορεί να αποτιμηθεί ο συνολικός πλούτος των νοικοκυριών.

⁵ Με εξαίρεση την Εσθονία, τη Λιθουανία και το Λουξεμβούργο.



Διάγραμμα 2 Εξέλιξη της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου του ενεργητικού (χρηματοοικονομικά στοιχεία) των νοικοκυριών



Μετά την έναρξη της κρίσης, παρατηρείται αποστροφή προς τον κίνδυνο και αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών, καθώς σημειώνεται έντονη στροφή σε περισσότερο ασφαλείς επιλογές και σε μορφές χρηματοοικονομικού πλούτου πιο άμεσα ρευστοποιήσιμες, όπως είναι οι καταθέσεις, ενώ το μερίδιο του πλούτου των νοικοκυριών σε μετοχές, χρεόγραφα και αμοιβαία κεφάλαια μειώνεται αισθητά. Επίσης, σε περιόδους κατά τις οποίες επικρατούσαν συνθήκες αυξημένης αβεβαιότητας στη χώρα, ακόμη και οι καταθέσεις έχαναν την ελκυστικότητά τους και η διακράτηση μετρητών (νόμισμα σε κυκλοφορία) αυξανόταν.

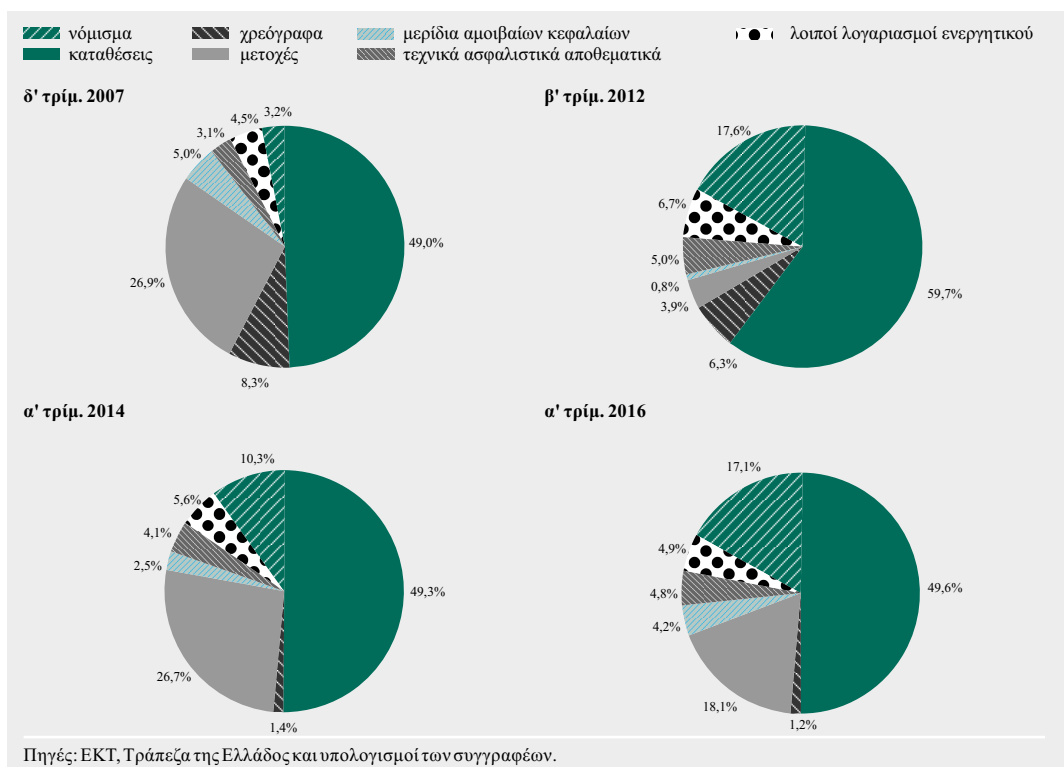
Αναλυτικότερα, το Διάγραμμα 3 απεικονίζει τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών σε τέσσερις διακριτές χρονικές στιγμές.

α) Πριν από την κρίση (συγκεκριμένα το δ' τρίμηνο του 2007), οι μετοχές, τα χρεόγραφα και τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούσαν το

40,2% του συνόλου του ενεργητικού. Οι καταθέσεις αντιπροσώπευαν το 49%, ποσοστό ιδιαίτερα υψηλό για ένα ευνοϊκό μακροοικονομικό περιβάλλον, γεγονός που καταδεικνύει απροθυμία ανάληψης κινδύνου εκ μέρους των ελληνικών νοικοκυριών, η οποία ευνοεί ασφαλή επενδυτικά προϊόντα με δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης. Το μερίδιο του νομίσματος σε κυκλοφορία ήταν αμελητέο (3,2%).

β) Κατά την οξύνση της κρίσης με αποκορύφωμα το β' τρίμηνο του 2012, η οικονομική αβεβαιότητα αύξησε τη ροπή των νοικοκυριών προς αποθησαυρισμό, με αποτέλεσμα το μερίδιο των μετρητών να αυξηθεί σημαντικά, από 3,2% που ήταν πριν την έναρξη της κρίσης σε 17,6% του συνόλου του ενεργητικού των νοικοκυριών, το δε μερίδιο των καταθέσεων από 49,0% σε 59,7%, εις βάρος κυρίως του μεριδίου των μετοχών, που περιορίζεται σημαντικά στο 3,9% από 26,9%, και των χρεογράφων, που υποχωρεί στο 6,3% από 8,3%.

Διάγραμμα 3 Σύνθεση του ενεργητικού των νοικοκυριών σε διακριτές χρονικές στιγμές



γ) Το α' τρίμηνο του 2014 η εικόνα της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών μοιάζει με αυτήν προ της κρίσης αναφορικά με τις κατηγορίες των μετοχών (26,7% στο σύνολο του χαρτοφυλακίου) και των καταθέσεων (49,3%). Η διαφορά έγκειται κυρίως στο αυξημένο μερίδιο του νομίσματος σε κυκλοφορία (10,3% από 3,2%) και στο μειωμένο μερίδιο των χρεογράφων (1,4% από 8,3%) επί του συνόλου του χαρτοφυλακίου συγκριτικά με τα προ κρίσης μερίδια.

δ) Η πρόσφατη εικόνα του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών (α' τρίμηνο του 2016) αποτυπώνεται στην εκ νέου αύξηση του μεριδίου διακράτησης μετρητών στο 17,1% από 10,3% το α' τρίμηνο του 2014 και στη μείωση του μεριδίου των μετοχών στο 18,1% από 26,7%. Το μερίδιο των καταθέσεων παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο συγκριτικά με το α' τρίμηνο του 2014.

3B ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ (ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ) ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

Όπως προαναφέρθηκε, η ανάλυση των συναλλαγών εστιάζει στους παράγοντες που ενδεχομένως επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις και τη γενικότερη συμπεριφορά των νοικοκυριών στο πλαίσιο του εκάστοτε οικονομικού περιβάλλοντος, ιδιαίτερα σε περιόδους κρίσης. Ειδικότερα, η χρηματοοικονομική κρίση ωθεί τα νοικοκυριά να προβούν σε επενδυτικές επιλογές αυξημένης ρευστότητας και περιορισμένου κινδύνου, στην προσπάθειά τους να μειώσουν την έκθεσή τους σε μελλοντικές χρηματιστηριακές διακυμάνσεις και να περιορίσουν περαιτέρω απώλειες χρηματοοικονομικού πλούτου. Επίσης, η μικρότερη ανοχή των νοικοκυριών απέναντι στην ανάληψη επενδυτικού κινδύνου αντανακλάται στη στροφή τους σε περισσότερο ασφαλείς επενδύσεις, οι οποίες να μπο-

Διάγραμμα 4 Συναλλαγές νοικοκυριών σε ακίνητα και χρηματοοικονομικά στοιχεία*

(εκατ. ευρώ)



ρούν να χρησιμοποιηθούν και ως αντιστάθμισμα στη διακράτηση επισφαλών επενδυτικών προϊόντων που ήδη κατέχουν. Οι μεταβολές που επήλθαν στην αξία των στοιχείων του ενεργητικού λόγω συναλλαγών παρουσιάζονται στα Διαγράμματα 4 και 5.

Συγκεκριμένα, στο Διάγραμμα 4⁶ απεικονίζονται οι επενδύσεις των νοικοκυριών τόσο σε πάγιο κεφάλαιο (δηλαδή κατά κύριο λόγο κατοικίες),⁷ δεδομένου του σημαντικού μεγέθους τους στο σύνολο των επενδύσεων τους πριν από την κρίση, όσο και σε χρηματοοικονομικά στοιχεία, από το α' τρίμηνο του 2006 μέχρι το α' τρίμηνο του 2016.

Τα νοικοκυριά μειώνουν τις επενδύσεις σε κατοικίες από το α' τρίμηνο του 2008, δηλαδή μισό χρόνο νωρίτερα από το διάστημα στο οποίο ξεκίνησαν να υποχωρούν οι τιμές των ακινήτων. Μετέπειτα, ακολουθώντας την τάση συνεχούς συρρίκνωσης των τιμών των ακινήτων, περιορίζεται σημαντικά η επένδυση σε αυτά. Συγκεκριμένα, οι επενδύσεις των νοικοκυριών σε κατοικίες περιορίζονται σε 1,2

δισεκ. ευρώ το α' τρίμηνο του 2016 από 8,1 δισεκ. ευρώ το α' τρίμηνο του 2008, με βάση τον κινητό μέσο όρο τεσσάρων τριμήνων.⁸ Παράλληλα, η μείωση των επενδύσεων των νοικοκυριών σε χρηματοοικονομικά στοιχεία έλαβε χώρα από το γ' τρίμηνο του 2007 και εντάθηκε από το α' τρίμηνο του 2009, καθώς αυξήθηκε σημαντικά η ανεργία και μειώθηκε το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών.

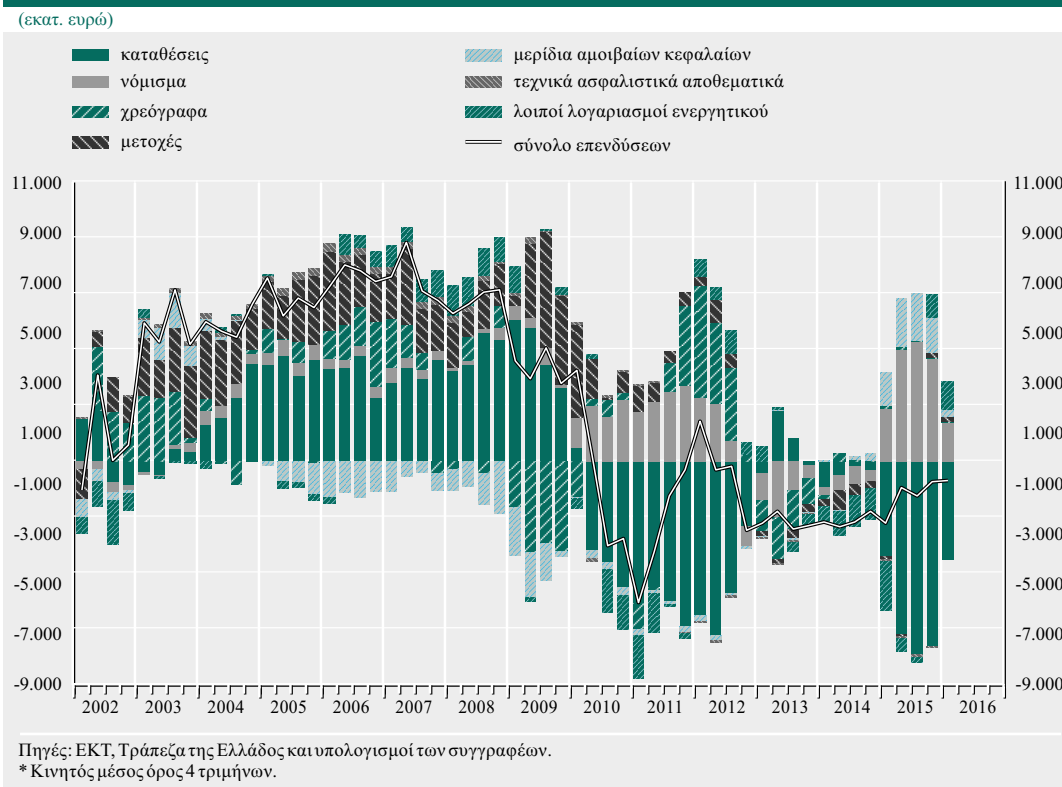
Επιπλέον, στο Διάγραμμα 5 απεικονίζεται η σύνθεση των επενδύσεων (συναλλαγών) των νοικοκυριών αναφορικά με τα στοιχεία του

⁶ Στην ανάλυση και στα διαγράμματα χρησιμοποιείται ο κινητός μέσος όρος τεσσάρων τριμήνων, προκειμένου να εξομαλύνεται η εποχικότητα των σειρών.

⁷ Από τις ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου των νοικοκυριών, το μεγαλύτερο μέρος είναι κατοικίες. Επίσης, σε αυτές περιλαμβάνονται και αγορές εξοπλισμού εκ μέρους των ατομικών επιχειρήσεων, των αγροτών και των ελεύθερων επαγγελματιών, καθώς και η καλλιέργεια εκτάσεων (ΕΣΑ 2010).

⁸ Όπως αναφέρεται στην έκθεση Νομισματική Πολιτική 2015-2016 της Τράπεζας της Ελλάδος (Ιούνιος 2016), σωρευτικά από την αρχή της οικονομικής κρίσης, δηλαδή από το 2008 (μέσο επίπεδο) έως και το α' τρίμηνο του 2016, η συνολική υποχώρηση των τιμών των κατοικιών προσέγγισε σε ονομαστικούς όρους το 41,3%.

Διάγραμμα 5 Συναλλαγές σε στοιχεία του ενεργητικού των νοικοκυριών *



ενεργητικού τους, με βάση τον κινητό μέσο όρο τεσσάρων τριμήνων.⁹

Το διάστημα πριν από το 2009 οι καταθέσεις αποτελούσαν το σημαντικότερο μέρος των επενδυτικών προτιμήσεων των νοικοκυριών, γεγονός που δείχνει επιφυλακτικότητα και μικρό βαθμό ανοχής απέναντι σε επισφαλή επενδυτικά προϊόντα. Ανάλογα ευρήματα παρουσιάζονται σε μελέτη της Eurostat για τα νοικοκυριά και τα ΜΚΙΕΝ της ΕΕ, στην οποία αναφέρεται ότι το 2007 η Ελλάδα ήταν η δεύτερη χώρα, μετά τη Σλοβακία, στη συμμετοχή των καταθέσεων και του νομίσματος σε κυκλοφορία επί του συνόλου του ενεργητικού του χαρτοφυλακίου (βλ. Zarco 2009).

Κατόπιν, σε αναζήτηση υψηλότερων αποδόσεων, με την ανάληψη αντίστοιχου κινδύνου, ακολουθούσαν οι τοποθετήσεις σε μετοχές και, σε μικρότερο βαθμό, σε χρεόγραφα. Οι επενδύσεις σε τεχνικά ασφαλιστικά αποθε-

ματικά ήταν ελάχιστες, όπως και η διακράτηση μετρητών από τα νοικοκυριά. Αξιοσημείωτο επίσης είναι ότι, ακόμη και την περίοδο ταχείας οικονομικής ανάπτυξης της χώρας (2004-2007), παρατηρούνταν αποεπένδυση εκ μέρους των νοικοκυριών σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς οι αποδόσεις τους δεν κρίνονταν ελκυστικές.

Η παραπάνω εικόνα άλλαξε σημαντικά μετά την έναρξη της οικονομικής κρίσης, οπότε τα νοικοκυριά, εμφανώς ήδη από τις αρχές του 2010, απέσυραν καταθέσεις και αύξαναν τη διακράτηση μετρητών (νομίσματος σε κυκλοφορία) λόγω του δυσμενούς οικονομικού περιβάλλοντος και της αυξημένης οικονομικής αβεβαιότητας. Παράλληλα, περιορίσαν δρα-στικά τις καθαρές τοποθετήσεις τους σε μετο-

⁹ Σημειώνεται ότι στις επενδύσεις σε καταθέσεις, χρεόγραφα, μετοχές και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων συμπεριλαμβάνονται και αυτές του εξωτερικού.

χές και χρεόγραφα,¹⁰ ενώ σχεδόν εκμηδένισαν αυτές που αφορούν ασφαλιστικά προϊόντα. Η έντονη στροφή των νοικοκυριών σε πιο ασφαλείς επενδύσεις ενδεχομένως αντανάκλα, εκτός από τη μικρότερη επιθυμία για ανάληψη επενδυτικού κινδύνου υπό συνθήκες μεγάλης αβεβαιότητας, και την ανάγκη αντιστάθμισης των επισφαλών επενδυτικών προϊόντων που ήδη κατείχαν στο χαρτοφυλάκιό τους.

Το πρώτο εξάμηνο του 2015, ως συνέπεια της αύξησης της οικονομικής αβεβαιότητας λόγω των παρατεταμένων διαπραγματεύσεων με τους δανειστές, παρατηρήθηκαν μεγάλες εκροές καταθέσεων εκ μέρους των νοικοκυριών, αύξηση της διακράτησης μετρητών (αποθησαυρισμός) και τοποθετήσεις σε αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού (κυρίως διαχείρισης διαθεσίμων σε ευρώ). Η επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων στις 28 Ιουνίου 2015 ανέκοψε τον αποθησαυρισμό και τις μεγάλες εκροές καταθέσεων εκ μέρους των νοικοκυριών.

3Γ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΩΝ (ΑΝΑΤΙΜΗΣΕΩΝ/ΥΠΟΤΙΜΗΣΕΩΝ) ΣΤΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

Οι μεταβολές που επήλθαν στην αξία των στοιχείων του ενεργητικού των νοικοκυριών, είτε λόγω αναπροσαρμογών είτε λόγω στατιστικών αναταξινομήσεων, παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 6.

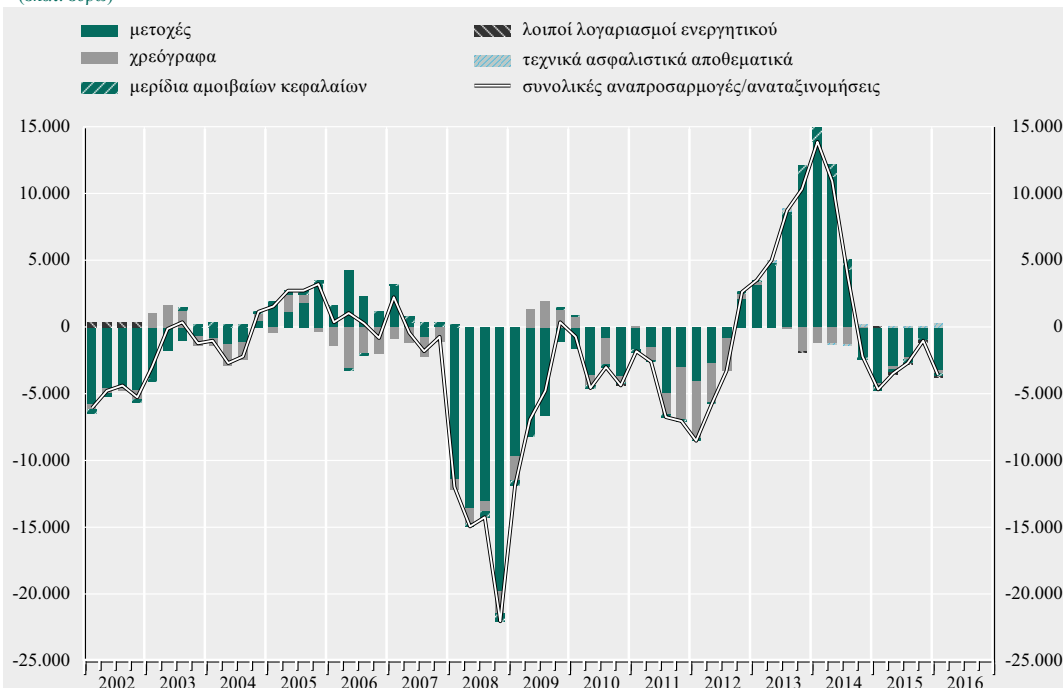
Τα συμπεράσματα που συνάγονται από την ανάλυση είναι τα εξής:

α) Το μεγαλύτερο μέρος της υποτίμησης των στοιχείων του ενεργητικού των νοικοκυριών έλαβε χώρα κατά τα πρώιμα στάδια της κρίσης (2008-2009) και λιγότερο μετέπειτα (2010-2012). Αντίθετα, την περίοδο δ' τρίμηνο 2012-γ' τρίμηνο 2014 υπήρξε αξιοσημείωτη ανατί-

¹⁰ Οι συναλλαγές σε χρεόγραφα την περίοδο 2011-2012 σχετίζονταν με τη διαδικασία ανταλλαγής των ελληνικών κρατικών ομολόγων του ιδιωτικού τομέα (PSI).

Διάγραμμα 6 Μεταβολές στην αξία των στοιχείων του ενεργητικού των νοικοκυριών*

(εκατ. ευρώ)



Πηγές: ΕΚΤ, Τράπεζα της Ελλάδος και υπολογισμοί των συγγραφέων.
* Κινητός μέσος όρος 4 τριμήνων.

μηση της αξίας του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών, που συμβάδιζε με τη βελτίωση του γενικότερου οικονομικού κλίματος. Κατόπιν, το πρώτο εξάμηνο του 2015, η αύξηση της αβεβαιότητας συνέβαλε στην εκ νέου υποτίμηση της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού των νοικοκυριών.

β) Οι μετοχές κατά κύριο λόγο και δευτερευόντως τα χρεόγραφα κατείχαν τη βαρύνουσα συμμετοχή στις αναπροσαρμογές της αξίας του συνόλου του ενεργητικού των νοικοκυριών. Ο ρόλος των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων, των τεχνικών ασφαλιστικών αποθεματικών και των λοιπών λογαριασμών ήταν αμελητέος.

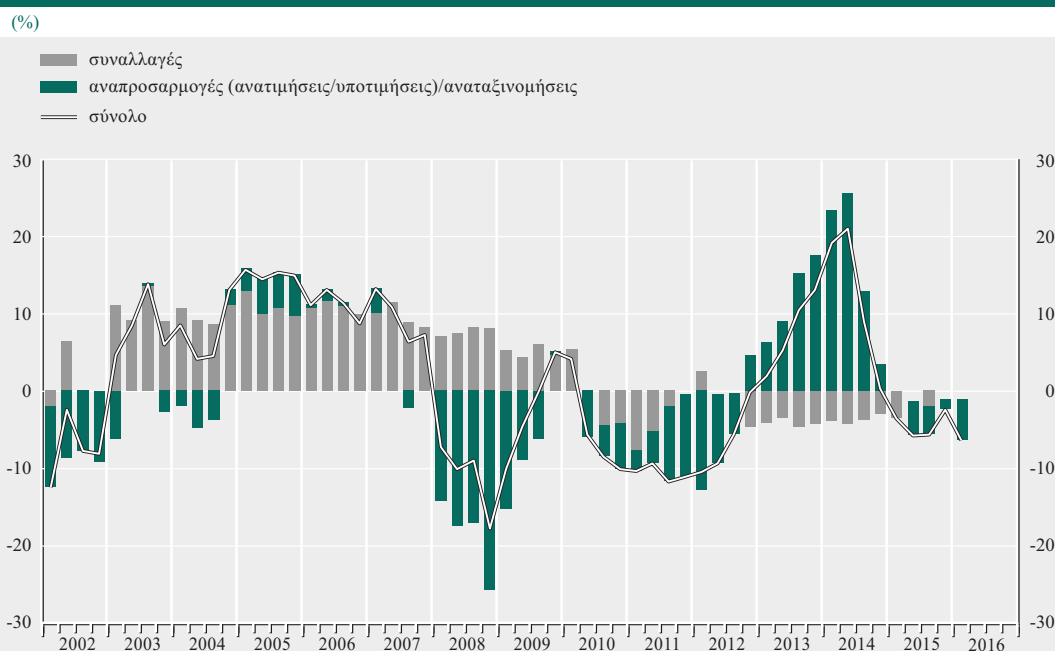
γ) Το διάστημα α' τρίμηνο 2008-β' τρίμηνο 2012 σημειώθηκε μεγάλη απομείωση της αξίας των μετοχών που διακρατούσαν τα νοικοκυριά, σημαντικό μέρος της οποίας ανακτήθηκε μετέπειτα μέχρι το α' τρίμηνο του 2014. Εν συνεχεία, επήλθε και πάλι απομείωση στην αξία των μετοχών μέχρι το α' τρίμηνο του 2016.

3Δ Η ΣΧΕΤΙΚΗ ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΩΝ (ΑΝΑΤΙΜΗΣΕΩΝ/ΥΠΟΤΙΜΗΣΕΩΝ) ΣΤΗ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

Η σχετική συνεισφορά των *συναλλαγών* και των *αναπροσαρμογών* (ανατιμήσεων/υποτιμήσεων) στην ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του συνόλου της αξίας του ενεργητικού των νοικοκυριών παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 7.

Την περίοδο πριν από το 2008, στη μεταβολή (αύξηση) της αξίας του συνόλου του ενεργητικού των νοικοκυριών συνέβαλαν σχεδόν αποκλειστικά οι συναλλαγές, με εξαίρεση το διάστημα δ' τρίμηνο 2004-δ' τρίμηνο 2005, κατά το οποίο υπήρχε και θετική συνεισφορά από τις αναπροσαρμογές. Η εικόνα αυτή διαφοροποιήθηκε μετέπειτα και ιδιαίτερα κατά το πρώιμο στάδιο της κρίσης (2008-2009), καθώς οι απομειώσεις που συνέβαιναν στο σύνολο της αξίας του ενεργητικού των νοικοκυριών δεν μπορούσαν να αντισταθμιστούν από τις θετικές ροές (συναλλαγές) που επίσης

Διάγραμμα 7 Σύνολο ενεργητικού νοικοκυριών*



Πηγές: ΕΚΤ, Τράπεζα της Ελλάδος και υπολογισμοί των συγγραφέων.
* Ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές και συμβολές σε ποσοστιαίες μονάδες.

πραγματοποιούνταν το διάστημα αυτό.¹¹ Συνεπώς, η αξία του συνόλου του ενεργητικού των νοικοκυριών συρρικνωνόταν.

Την περίοδο 2010-2012, η επίσης αρνητική μεταβολή της αξίας του ενεργητικού των νοικοκυριών οφειλόταν, εκτός από τις υποτιμήσεις, και σε αρνητικές συναλλαγές (αποεπενδύσεις). Αντίθετα, το διάστημα 2013-2014 παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση της αξίας του συνόλου του ενεργητικού, που αποδίδεται κυρίως σε ανατιμήσεις οι οποίες υπεραντιστάθμιζαν τις συγκριτικά μικρές αρνητικές συναλλαγές. Από το 2015 και έπειτα, οι εκτεταμένες υποτιμήσεις από κοινού με τις μικρές αποεπενδύσεις συνέβαλαν αρνητικά στη μεταβολή της αξίας του ενεργητικού των νοικοκυριών.

4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

4Α ΟΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

Την περίοδο που προηγήθηκε της χρηματοπιστωτικής κρίσης, με έμφαση στο διάστημα που χαρακτηρίστηκε από ταχεία οικονομική ανάπτυξη για την Ελλάδα, δηλαδή από το 2004 έως το 2007, παρατηρήθηκε συνεχής και σημαντική αύξηση των δανειακών υποχρεώσεων των νοικοκυριών,¹² κυρίως με σκοπό την πραγματοποίηση επενδύσεων σε κατοικίες, όπως αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 8.

Ανάλογα ευρήματα για διάφορες βιομηχανικές χώρες παρουσιάζονται από τους Bê Duc and Le Breton (2009) και Glick and Lansing (2010). Οι Glick and Lansing (2010) αναλύουν τη σχέση ανάμεσα στην αυξανόμενη μόχλευση των νοικοκυριών διαφόρων βιομηχανικών χωρών, συμπεριλαμβανομένων των ΗΠΑ, την πορεία των τιμών των κατοικιών και την κατανάλωση, εστιάζοντας το ενδιαφέρον τους στη δεκαετία προ του 2007, δηλαδή πριν από την εμφάνιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι όσο μεγαλύτερη ήταν η εξάπλωση της χρήσης δανειακού χρήματος (μόχλευση), τόσο ταχύτερη ήταν η

αύξηση στις τιμές των ακινήτων των εξεταζόμενων χωρών. Επιπλέον, όταν οι οικονομικές συνθήκες επιδεινώθηκαν και ταυτόχρονα υποχώρησαν οι τιμές των ακινήτων, η αρνητική επίδραση στην κατανάλωση ήταν μεγαλύτερη για τις χώρες που χαρακτηρίζονταν από υψηλά επίπεδα μόχλευσης.

Οι συνολικές υποχρεώσεις των ελληνικών νοικοκυριών αυξάνονταν σταθερά από το α' τρίμηνο του 2002 έως και το γ' τρίμηνο του 2010,¹³ οπότε έφθασαν στην κορύφωσή τους σημειώνοντας αύξηση κατά 347%. Αξιοσημείωτο είναι ότι παρατηρήθηκε αύξηση, έστω και με ηπιότερους ρυθμούς, και μετά το α' τρίμηνο του 2008, οπότε σηματοδοτείται η αρχή μείωσης των τιμών των ακινήτων των νοικοκυριών. Ωστόσο, κατά την επιδείνωση της κρίσης και με την εφαρμογή των προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής της χώρας από το 2010 και μετά, τα νοικοκυριά άρχισαν σταδιακά να περιορίζουν την καθαρή δημιουργία νέου χρέους.

Αναλυτικότερα, μερικοί από τους παράγοντες που συνέβαλαν προς αυτή την κατεύθυνση ήταν η θέσπιση αυστηρότερων κριτηρίων χορήγησης πιστώσεων εκ μέρους των τραπεζών, όπως καταγράφεται στις Έρευνες για τις Τραπεζικές Χορηγήσεις, και η άνοδος των επιτοκίων στις βασικές κατηγορίες δανείων. Παράλληλα, όπως αναφέρεται και στην Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2010 (Απρίλιος 2011), σημαντικό ρόλο διαδραμάτισε και η επιδείνωση των μακροοικονομικών συνθηκών (αύξηση ανερ-

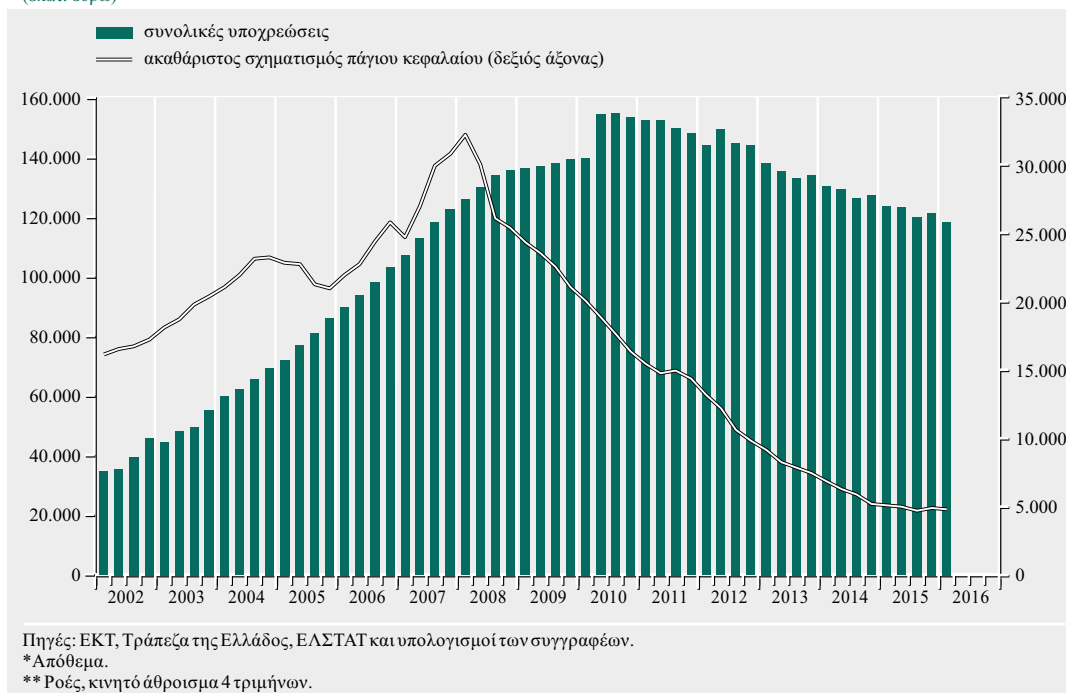
¹¹ Στη μελέτη των Cussen and Phelan (2010) για την Ιρλανδία, φαίνεται ότι την περίοδο πριν από τη χρηματοπιστωτική κρίση (2003-2007) οι μεταβολές της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού των νοικοκυριών οφειλόταν σχεδόν εξίσου στην αύξηση των συναλλαγών τους και σε ανατιμήσεις. Μετέπειτα, κατά τη διάρκεια της κρίσης των ετών 2007-2009, η εικόνα μείωσης της αξίας του ενεργητικού των ιρλανδικών νοικοκυριών μοιάζει με αυτή των ελληνικών, όπου η συμβολή των υποτιμήσεων είναι μεγαλύτερη από τη συμβολή των θετικών συναλλαγών.

¹² Όπως αναφέρθηκε και στην υποσημείωση 3, η δανειακή επιβάρυνση των νοικοκυριών αυξανόταν μεν, αλλά από αρχικό χαμηλό επίπεδο σε σχέση με τις άλλες χώρες της ευρωζώνης.

¹³ Η απότομη αύξηση που παρατηρήθηκε στις συνολικές υποχρεώσεις των νοικοκυριών από τον Ιούνιο του 2010 οφείλεται σε στατιστικές αναταξινόμησεις. Συγκεκριμένα, από το εν λόγω διάστημα τα δάνεια προς τους ελεύθερους επαγγελματίες, τους αγρότες και τις ατομικές επιχειρήσεις δεν περιλαμβάνονται στα δάνεια προς τις επιχειρήσεις, αλλά στα δάνεια προς τα νοικοκυριά. Επιπλέον, στα δάνεια προς τα ιδιωτικά μη κερδοσκοπικά ιδρύματα περιλαμβάνονται και τα δάνεια προς τα εκκλησιαστικά ιδρύματα.

Διάγραμμα 8 Συνολικές υποχρεώσεις των νοικοκυριών* και επενδύσεις σε κατοικίες**

(εκατ. ευρώ)



γίας, μείωση διαθέσιμου εισοδήματος), η οποία συμπαρέσυρε και τη χρηματοοικονομική κατάσταση των νοικοκυριών, περιορίζοντας τόσο τη δυνατότητά τους όσο και τη διάθεσή τους για ανάληψη νέου χρέους. Συνολικά, στο διάστημα δ' τρίμηνο 2010-α' τρίμηνο 2016 τα νοικοκυριά περιορίσαν τις συνολικές υποχρεώσεις τους κατά 23,8% σε σύγκριση με τα ανώτατα επίπεδα του γ' τριμήνου του 2010.

4Β Η ΣΥΝΘΕΣΗ ΤΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

Οι κύριες κατηγορίες που συνθέτουν τις υποχρεώσεις των νοικοκυριών είναι τα δάνεια και οι λοιποί λογαριασμοί παθητικού, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 9. Οι συνολικές δανειακές υποχρεώσεις των νοικοκυριών το α' τρίμηνο του 2016 ήταν μειωμένες κατά 21,7% σε σχέση με τα ανώτατα επίπεδα του γ' τριμήνου του 2010.

Οι κυριότερες υποκατηγορίες που συνθέτουν τις δανειακές υποχρεώσεις των νοικοκυριών

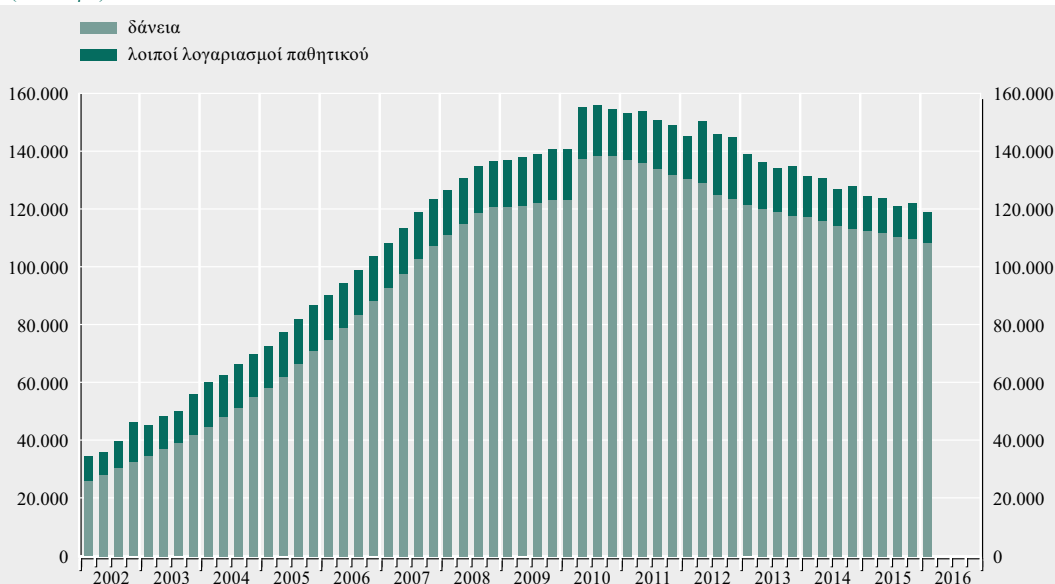
είναι τα στεγαστικά δάνεια, η καταναλωτική πίστη, τα δάνεια προς ελεύθερους επαγγελματίες, αγρότες και ατομικές επιχειρήσεις (από τον Ιούνιο του 2010) και τα λοιπά δάνεια.¹⁴ Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 10, τα νοικοκυριά σχεδόν πενταπλασίασαν τις υποχρεώσεις τους, τόσο για στεγαστικά όσο και για καταναλωτικά δάνεια, από το 2002 έως και τον Ιούνιο του 2010.¹⁵ Έκτοτε, ξεκίνησε η απομείωση των δανείων αυτών, στο πλαίσιο και της εντατικοποίησης της διαδικασίας αναδιάρθρωσης δανείων από πλευράς των τραπεζών. Οι ελεύθεροι επαγγελματίες, οι αγρότες και οι ατομικές επιχειρήσεις ξεκίνησαν να περιορίζουν τις δανειακές υποχρεώσεις τους από τον Ιανουάριο του 2011.

¹⁴ Στο σύνολο των δανείων των νοικοκυριών περιλαμβάνονται επίσης και κάποιες άλλες κατηγορίες, όπως τα δάνεια από τα λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις και τα ταμεία επαγγελματικής ασφάλισης. Πρόκειται για μικρά ποσά και δεν παρουσιάζονται χωριστά.

¹⁵ Οι Brissimis et al. (2012) εξετάζουν τους παράγοντες που επηρέασαν την εξέλιξη της καταναλωτικής πίστης στην Ελλάδα κατά την πρόσφατη περίοδο. Οι Papapetrou and Lolos (2011) εξετάζουν τη σχέση αλληλεξάρτησης μεταξύ της στεγαστικής πίστης και της αγοράς εργασίας.

Διάγραμμα 9 Σύνθεση συνολικών υποχρεώσεων των νοικοκυριών*

(εκατ. ευρώ)

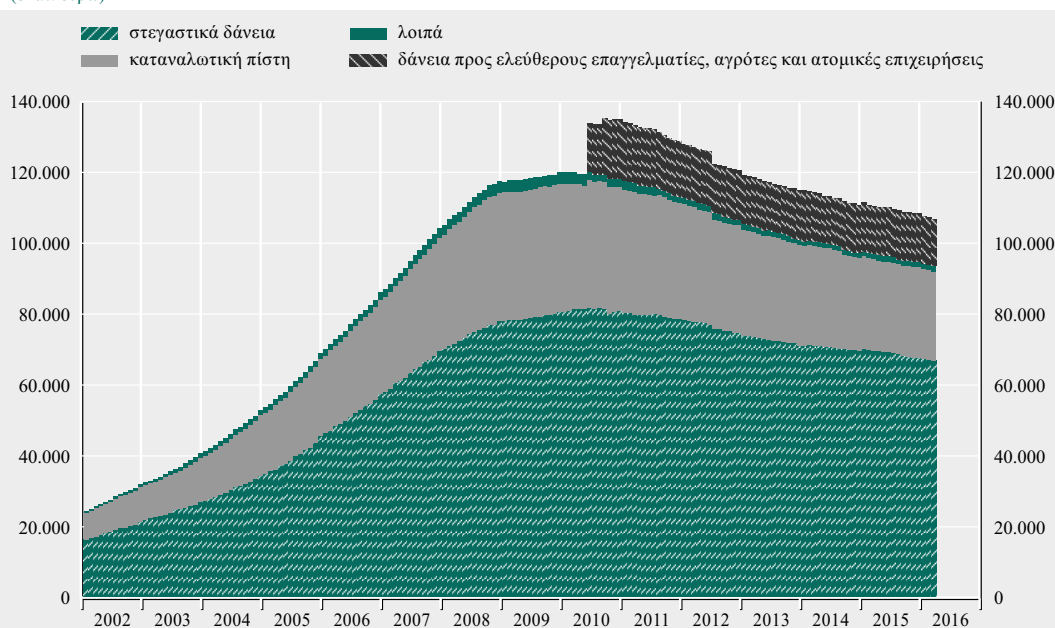


Πηγές: ΕΚΤ, Τράπεζα της Ελλάδος και υπολογισμοί των συγγραφέων.

* Απόθεμα σε εκατ. ευρώ.

Διάγραμμα 10 Δάνεια νοικοκυριών από εγχώρια ΝΧΙ*

(εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και υπολογισμοί των συγγραφέων.

* Υπόλοιπα τέλους περιόδου σε εκατ. ευρώ.

Την περίοδο μεταξύ Ιανουαρίου 2002 και Μαρτίου 2016, η σύνθεση των δανείων των νοικοκυριών παρέμεινε ιδιαίτερα σταθερή, με τα στεγαστικά δάνεια να αντιπροσωπεύουν το 70% των συνολικών δανείων και τα καταναλωτικά το 30%.

Οι λοιποί λογαριασμοί παθητικού περιλαμβάνουν διάφορες μη ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις των νοικοκυριών. Κατά το μεγαλύτερο μέρος, αυτοί αφορούν τα χρέη των νοικοκυριών προς την εφορία, όπως επίσης και προς τις διάφορες ασφαλιστικές επιχειρήσεις, προς τα διάφορα ταμεία επαγγελματικής ασφάλισης (ασφαλιστικές εισφορές) και προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΔΕΗ κ.λπ.) και διάφορες άλλες υποχρεώσεις που σχετίζονται με εμπορικές συναλλαγές. Συνολικά, οι υποχρεώσεις αυτές έφθασαν στο αποκορύφωμά τους το β' τρίμηνο του 2012 και έκτοτε, έως το α' τρίμηνο του 2016, συρρικνώθηκαν κατά 51,1%.

4Γ ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ

Η εξάπλωση της χρήσης δανεικού χρήματος εκ μέρους των νοικοκυριών από το α' τρίμηνο του 2006 μέχρι το α' τρίμηνο του 2016 αποτυπώνεται με δύο δείκτες, όπως παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 11:

Ο πρώτος είναι ο δείκτης χρέους των νοικοκυριών ως ποσοστού του διαθέσιμου εισοδήματός τους και ορίζεται ως εξής:

Χρέος ως ποσοστό του διαθέσιμου εισοδήματος =

$$\frac{\text{Συνολικές υποχρεώσεις}}{\text{Διαθέσιμο εισόδημα}}$$

Συγκεκριμένα, ενώ το δ' τρίμηνο του 2006 το χρέος των νοικοκυριών αποτελούσε το 68,5% του διαθέσιμου εισοδήματός τους, το α' τρίμηνο του 2010 ανήλθε στο 81%. Η εξέλιξη αυτή ήταν συνδυαστικό αποτέλεσμα αντίρροπων συνιστωσών, δηλ. της αύξησης τόσο του διαθέσιμου εισοδήματος όσο και του καθαρού δανεισμού (μεταβολή στο ονομαστικό απόθεμα χρέους) των νοικοκυριών. Καθώς η αύξηση του καθαρού δανεισμού υπεραντιστάθμιζε την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος, ο δείκτης

παρουσιάζει αυτή τη δυναμική άνοδο. Μετέπειτα, ο δείκτης συνεχίζει την ανοδική του πορεία,¹⁶ κυρίως λόγω της αναστροφής της αυξητικής τάσης του διαθέσιμου εισοδήματος, για να φθάσει στο ανώτατο σημείο του το β' τρίμηνο του 2014, προσεγγίζοντας το 109,8%. Έκτοτε, περιορίζεται σταδιακά (α' τρίμηνο 2016: 101,8%), καθώς τα νοικοκυριά μειώνουν, έστω και με αργούς ρυθμούς, τον καθαρό δανεισμό τους, ενώ ο ρυθμός μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος είναι ηπιότερος. Βέβαια, ο δείκτης παραμένει υψηλός σε σχέση με τα προ κρίσης επίπεδα, καθώς για κάθε 100 ευρώ διαθέσιμου εισοδήματος τα νοικοκυριά έχουν μεγαλύτερες υποχρεώσεις (101,8 ευρώ).

Ο δεύτερος δείκτης μόχλευσης είναι ο δείκτης χρέους των νοικοκυριών ως ποσοστού του ενεργητικού τους, ο οποίος παρέχει ενδείξεις για το κατά πόσον τα στοιχεία του ενεργητικού των νοικοκυριών έχουν χρηματοδοτηθεί με χρέος και ορίζεται ως εξής:

Χρέος ως ποσοστό του ενεργητικού =

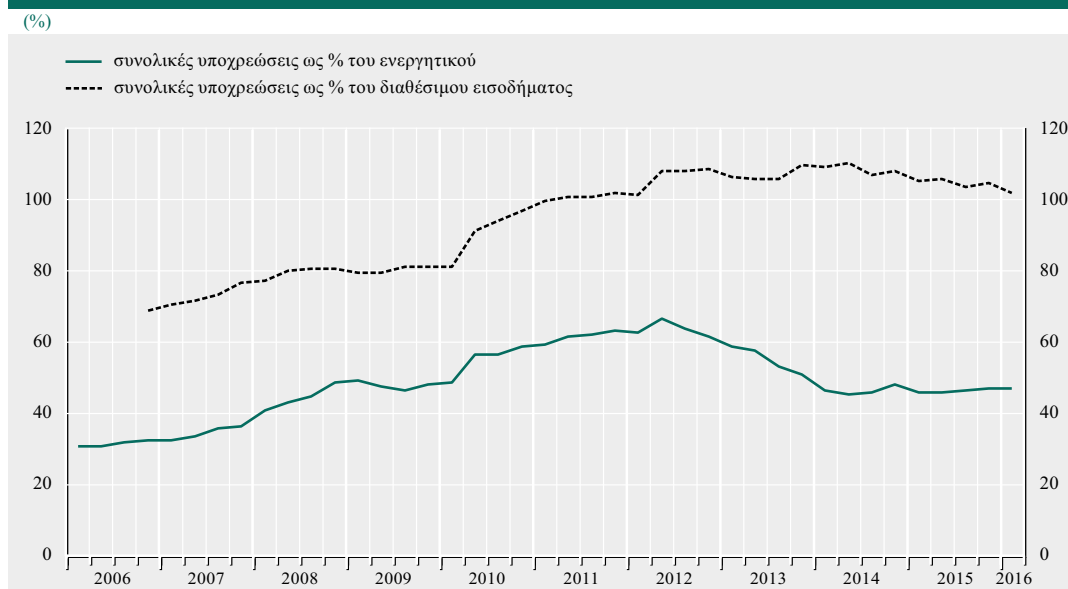
$$\frac{\text{Συνολικές υποχρεώσεις}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$$

Την περίοδο α' τρίμηνο 2006-β' τρίμηνο 2012 ο λόγος αυτός παρουσίασε αξιοσημείωτη αύξηση και συνεπώς αντανάκλασε υψηλά επίπεδα μόχλευσης για τα νοικοκυριά. Αναλυτικότερα, ο δείκτης υπερδιπλασιάστηκε από περίπου 30,6% σε 66,5%. Το γεγονός αυτό αποτυπώνει, εκτός από την αύξηση του χρέους των νοικοκυριών, την παράλληλη μείωση της αξίας του ενεργητικού τους εξαιτίας της κρίσης χρέους.¹⁷ Εν συνεχεία, ο δείκτης παρουσίασε σημαντική βελτίωση, καθώς μειωνόταν αισθητά μέχρι και το β' τρίμηνο του 2014 στο 45,3%, ως αποτέλεσμα της αύξησης της αξίας του ενεργητικού των νοικοκυριών και της μείωσης του καθαρού δανεισμού τους. Το α' τρί-

¹⁶ Σε αυτό συμβάλλουν, εκτός από τη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, και οι στατιστικές αναταξινόμησεις που έγιναν στις συνολικές υποχρεώσεις των νοικοκυριών.

¹⁷ Όπως υπολογίστηκε κατά το ίδιο διάστημα, ο αντίστοιχος δείκτης μόχλευσης για την ευρωζώνη παρουσιάζει αύξηση, αλλά πολύ μικρότερη σε σχέση με τον αντίστοιχο ελληνικό δείκτη (από 31,0% το α' τρίμηνο του 2006 σε 36,0% το β' τρίμηνο του 2012). Το α' τρίμηνο του 2016 ο δείκτης μόχλευσης για την ευρωζώνη ανέρχεται σε 31,7%.

Διάγραμμα 11 Δείκτες μόχλευσης των νοικοκυριών



Πηγές: ΕΚΤ, Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΛΣΤΑΤ και υπολογισμοί των συγγραφέων.
* Διαθέσιμο εισόδημα (κινητό άθροισμα 4 τριμήνων).

μηνό του 2016 οι συνολικές υποχρεώσεις των νοικοκυριών αντιστοιχούσαν στο 46,6% του συνόλου του ενεργητικού τους. Η μικρή αύξηση της μόχλευσης που παρατηρείται κατά την πρόσφατη περίοδο οφείλεται κυρίως στην απομείωση που υπέστη η αξία του ενεργητικού των νοικοκυριών, η οποία δεν αντισταθμίστηκε από τη μείωση του χρέους τους.

Στη διεθνή βιβλιογραφία επισημαίνεται ότι η εξέταση αυτών των δεικτών και η χρήση τους για την εξαγωγή συμπερασμάτων πρέπει να γίνεται προσεκτικά, καθώς έχει σημασία να εξετάζεται, μεταξύ άλλων, πώς κατανέμεται το χρέος στα νοικοκυριά και πώς αυτό συνδέεται με τις αναμενόμενες προοπτικές εισοδήματος των νοικοκυριών. Επίσης, υποστηρίζεται ότι ο δείκτης χρέους ως ποσοστού του ενεργητικού δεν αντανακλά πλήρως την ικανότητα των νοικοκυριών να εξυπηρετούν το χρέος τους, καθώς κάποια χρηματοοικονομικά στοιχεία θεωρούνται εκ φύσεως άμεσα μη ρευστοποιήσιμα και συνεπώς αδυνατούν να χρησιμοποιηθούν για την άμεση μείωση του χρέους, ιδιαίτερα σε περιόδους δυσμενών οικονομικών συνθηκών.

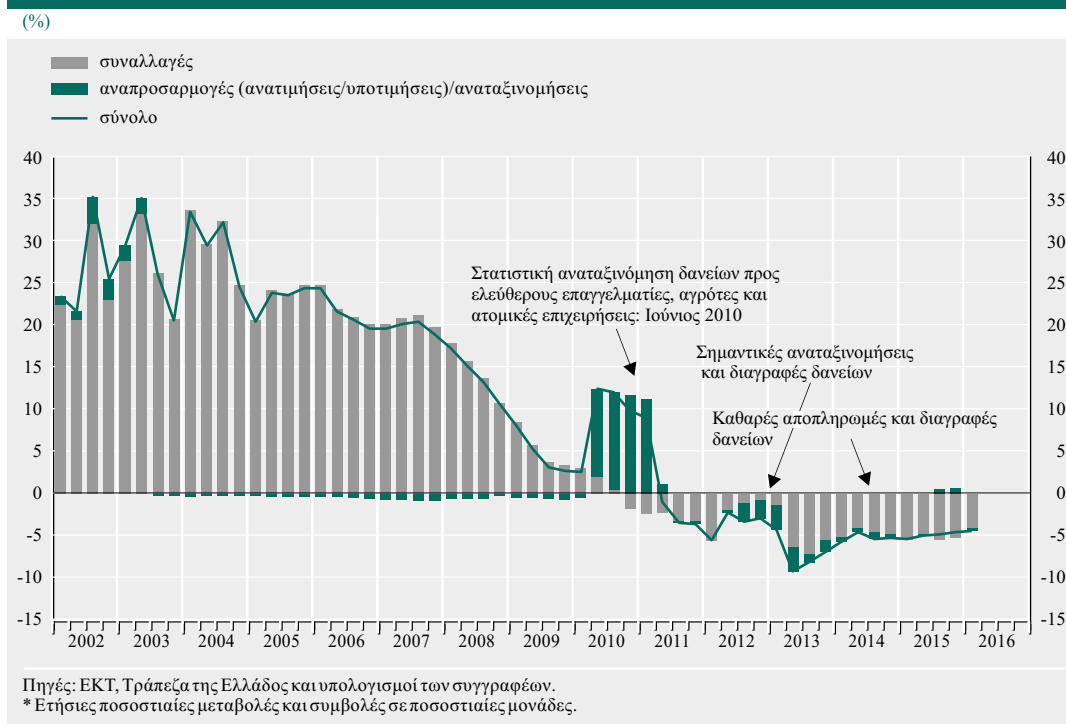
4Δ Η ΣΧΕΤΙΚΗ ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΩΝ ΣΤΗ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΟΥ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

Η απομόχλευση, δηλαδή η μείωση του χρέους των νοικοκυριών, καθίσταται δυνατή είτε μέσω αποπληρωμής είτε μέσω μεταβολής του υπολοίπου της οφειλής λόγω αναπροσαρμογών, δηλαδή διαγραφής (ολικής ή μερικής) της οφειλής.¹⁸ Στο Διάγραμμα 12 απεικονίζεται η σχετική συνεισφορά των δύο αυτών παραγόντων στην ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του συνολικού χρέους των νοικοκυριών, με τον πρώτο παράγοντα να αναφέρεται ως συναλλαγές και τον δεύτερο ως αναπροσαρμογές αντίστοιχα.¹⁹ Αναλυτικότερα, φαίνεται ότι

¹⁸ Το πιστωτικό ίδρυμα αποφασίζει τη διαγραφή είτε του συνόλου της οφειλής, εφόσον όλες οι εξωδικαστικές και ένδικες ενέργειες έχουν εξαντληθεί και δεν αναμένεται περαιτέρω ανάγκη, είτε μέρους της οφειλής ώστε η εναπομένουσα οφειλή να διαμορφωθεί σε ύψος που εκτιμάται ότι είναι δυνατόν να εξυπηρετηθεί ομαλά.

¹⁹ Στις αναπροσαρμογές εμπεριέχονται και τυχόν στατιστικές αναταξινόμησεις ή/και μεταβολές του υπολοίπου δανείων λόγω συναλλαγματικών μεταβολών. Παράδειγμα αναπροσαρμογών υπό την έννοια των συναλλαγματικών μεταβολών αποτελεί η σύναψη, εκ μέρους πολλών νοικοκυριών, δανείων σε ξένο νόμισμα και συγκεχυμένα σε ελβετικό φράγκο. Όταν το νόμισμα αυτό ανατιμήςθηκε, συμπαρέσσυρε ανοδικά και τις δανειακές υποχρεώσεις των νοικοκυριών που είχαν συνάψει τις συγκεκριμένες δανειακές συμβάσεις.

Διάγραμμα 12 Σύνολο παθητικού νοικοκυριών*



μέχρι το α' τρίμηνο του 2006 τα νοικοκυριά αύξαναν με υψηλούς ρυθμούς τις υποχρεώσεις τους, ενώ η τάση αυτή αντιστράφηκε έκτοτε και μάλιστα εντονότερα από το γ' τρίμηνο του 2007 με την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Από το δ' τρίμηνο του 2010 καταγράφθηκαν οι πρώτες ενδείξεις απομόχλευσης, ενώ ο ρυθμός απομείωσης των υποχρεώσεων αντικατοπτρίστηκε μέχρι τις αρχές του 2012 σχεδόν αποκλειστικά στις συναλλαγές, δηλαδή στις καθαρές πληρωμές χρέους, ενώ μετέπειτα και ειδικότερα το διάστημα β' τρίμηνο 2012-γ' τρίμηνο 2014 και στις αναπροσαρμογές.²⁰

5 Η ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΗ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΚΑΙ ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΟΡΙΣΜΟΣ

Η αποταμιευτική συμπεριφορά των νοικοκυριών μπορεί να αναλυθεί είτε μέσω της αλληλεπίδρασης των επενδύσεων και του χρέους τους (χρηματοοικονομικός ορισμός της αποταμίευσης) είτε μέσω της αλληλεπίδρασης της

κατανάλωσης και του διαθέσιμου εισοδήματος (παραδοσιακός ή μη χρηματοοικονομικός ορισμός της αποταμίευσης).

5Α ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΗ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΟΡΙΣΜΟΣ

Τα νοικοκυριά επιλέγουν να κατευθύνουν μέρος από το εισόδημά τους, το οποίο διαφορετικά θα στρεφόταν στην κατανάλωση, προς επενδύσεις είτε σε χρηματοοικονομικά στοιχεία (μετοχές, καταθέσεις, ομόλογα κ.λπ.) είτε σε μη χρηματοοικονομικά στοιχεία²¹ (κατοικίες, εξοπλισμός κ.λπ.). Επίσης, έχουν τη δυνατότητα να προσφύγουν σε δανεισμό, εφό-

²⁰ Σημαντική επίδραση στα μεγέθη των αναπροσαρμογών την εν λόγω περίοδο, και συνεπώς και στη μεταβολή της σχετικής συνεισφοράς τους σε σύγκριση με τις συναλλαγές, είχαν η εφαρμογή μέτρων εξυγίανσης σε διάφορες τράπεζες και η διενέργεια διαγραφών.

²¹ Στις μη χρηματοοικονομικές επενδύσεις περιλαμβάνονται, πέραν του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου (κατοικίες, εξοπλισμός κ.λπ.), και οι αγορές μείον πωλήσεις μη χρηματοπιστωτικών μη παραχθέντων περιουσιακών στοιχείων (διπλώματα ευρεσιτεχνίας, δικαιώματα πνευματικής ιδιοκτησίας, συμβάσεις μίσθωσης προς εκμετάλλευση γης ή κτιρίων κ.λπ.).

σον το εισόδημά τους δεν επαρκεί ώστε να πραγματοποιήσουν τις επενδύσεις αυτές. Στο πλαίσιο αυτό, δίνεται ο χρηματοοικονομικός ορισμός της αποταμίευσης, σύμφωνα με τους Berry et al. (2009), Cussen and Phelan (2010) και Cussen et al. (2012), ως εξής:

$$\frac{\text{Κεφάλαια που συγκεντρώνονται}}{\text{Κεφάλαια που επενδύονται}} = \quad (1)$$

Συνεπώς ξαναγράφοντας τη σχέση (1) έχουμε:

$$\begin{aligned} \text{Αποταμίευση} + \text{Καθαρός δανεισμός} = \\ \text{Καθαρή επένδυση σε χρηματοοικονομικά στοιχεία} + \\ \text{Καθαρή επένδυση σε μη χρηματοοικονομικά στοιχεία}^{22} \end{aligned} \quad (2)$$

Με αναδιάταξη της (2) συνάγεται ότι η αποταμίευση μπορεί να εκφραστεί ως:

$$\begin{aligned} \text{Αποταμίευση} = \\ \text{Καθαρή επένδυση σε χρηματοοικονομικά στοιχεία} - \\ \text{Καθαρός δανεισμός} + \\ \text{Καθαρή επένδυση σε μη χρηματοοικονομικά στοιχεία} \end{aligned} \quad (3)$$

Και συνεπώς από την (3) συνάγεται ότι:

$$\begin{aligned} \text{Αποταμίευση} = \\ \text{Καθαρή παροχή ή λήψη χρηματοδότησης} + \\ \text{Καθαρή επένδυση σε μη χρηματοοικονομικά στοιχεία} \end{aligned} \quad (4)$$

Επομένως, η αύξηση της αποταμίευσης προκύπτει είτε από καθαρή αύξηση κάποιας μορφής επένδυσης είτε από καθαρή μείωση του χρέους ή από κάποιο συνδυασμό των δύο.

Στο Διάγραμμα 13 διαφαίνονται οι τάσεις που επικρατούν στην καθαρή παροχή/λήψη χρηματοδότησης των νοικοκυριών,²³ όπως αυτή ορίζεται από τις συναλλαγές που πραγματοποιούνται στο ενεργητικό, αφαιρουμένων αυτών που διαμορφώνουν το παθητικό. Θετική τιμή υποδηλώνει ότι τα νοικοκυριά είναι καθαροί δανειστές, δηλαδή ότι η απόκτηση χρηματοοικονομικών στοιχείων υπερ-

βαίνει την καθαρή δημιουργία χρέους ή ότι η καθαρή αποπληρωμή χρέους υπερβαίνει τις καθαρές αποεπενδύσεις.

Συγκεκριμένα, την περίοδο μέχρι και το α' τρίμηνο του 2010, τα νοικοκυριά ήταν καθαροί δανειστές αφού οι καθαρές χρηματοοικονομικές επενδύσεις τους υπεραντιστάθμιζαν την καθαρή δημιουργία νέου χρέους. Μάλιστα, διαφαίνονται δύο διακριτές υποπεριόδους:

α) Η πρώτη οριοθετείται μεταξύ α' τριμήνου 2002 και γ' τριμήνου 2007, διάστημα κατά το οποίο τα νοικοκυριά επένδυναν σε χρηματοοικονομικά στοιχεία, ενώ παράλληλα αύξαναν συνεχώς και σημαντικά τον καθαρό δανεισμό τους. Μάλιστα, οι αυξανόμενες επενδύσεις τους υπερκάλυπταν τις αυξανόμενες υποχρεώσεις τους, με αποτέλεσμα τα νοικοκυριά να χαρακτηρίζονται ως καθαροί δανειστές.

β) Στη δεύτερη υποπερίοδο, η οποία εκτείνεται από το δ' τρίμηνο του 2007 έως και το α' τρίμηνο του 2010, τα νοικοκυριά αρχίζουν να περιορίζουν σταδιακά τον καθαρό δανεισμό τους, ενώ ταυτόχρονα μειώνουν και τις καθαρές χρηματοοικονομικές επενδύσεις τους. Η αλληλεπίδραση αυτών των παραγόντων έχει ως αποτέλεσμα τα νοικοκυριά να παραμένουν καθαροί δανειστές και αυτή την περίοδο.

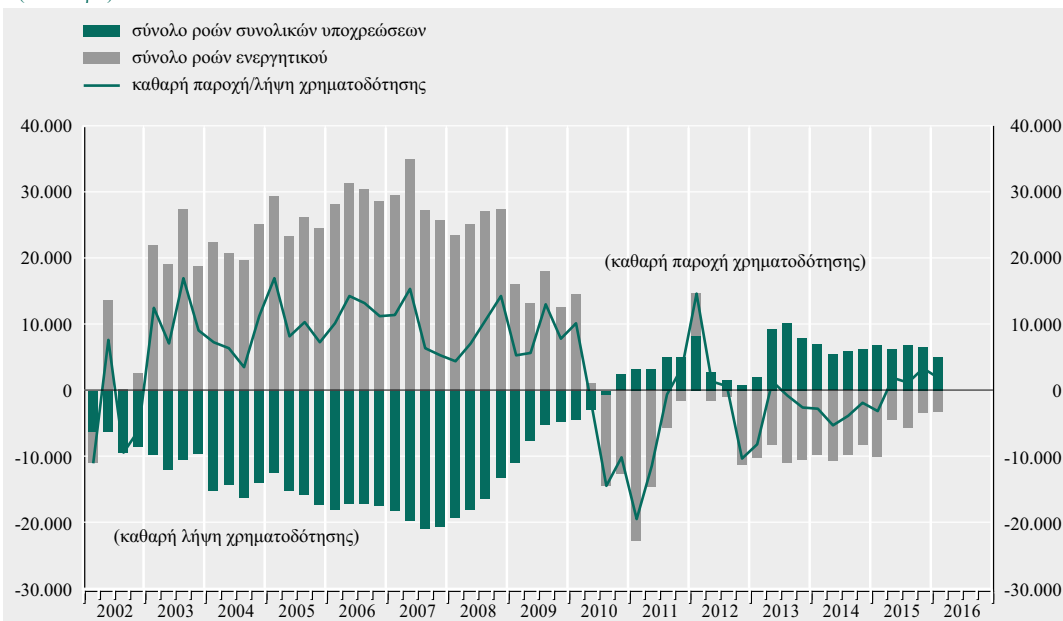
Κατόπιν, τα νοικοκυριά γίνονται καθαροί δανειολήπτες, καθώς η καθαρή απομείωση του χρέους τους, η οποία ξεκινάει το δ' τρίμηνο του 2010, δεν αρκεί ώστε να υπεραντισταθμίσει την καθαρή αποεπένδυσή τους. Εξαίρεση αποτελούν το διάστημα δ' τρίμηνο 2011-β' τρίμηνο 2012 και το πιο πρόσφατο διά-

²² Στην περίπτωση του δανεισμού, η έννοια του "καθαρού" έγκειται στη δημιουργία νέου χρέους, αφαιρουμένης της αποπληρωμής του παλαιού. Αντίστοιχα, στην περίπτωση των επενδύσεων, η έννοια αυτή έγκειται στην αγορά νέων, αφαιρουμένης της πώλησης των υπαρχόντων, επενδυτικών στοιχείων.

²³ Η έννοια της καθακής παροχής χρηματοδότησης των νοικοκυριών στους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς αντανάκλα περιόσσεια πόρων από τα νοικοκυριά και συνεπώς το γεγονός ότι αυτά μπορούν να παράσχουν χρηματοδότηση στους άλλους θεσμικούς τομείς της οικονομίας (μη χρηματοοικονομικές εταιρίες, χρηματοοικονομικές εταιρίες, γενική κυβέρνηση και αλλοδαπή). Αντίθετα, καθαρή λήψη χρηματοδότησης καταδεικνύει ότι τα νοικοκυριά είναι καθαροί δανειολήπτες, δηλαδή ότι χαρακτηρίζονται από έλλειμμα πόρων, ώστε χρειάζεται να λάβουν χρηματοδότηση από τους άλλους τομείς.

Διάγραμμα 13 Καθαρή παροχή/λήψη χρηματοδότησης νοικοκυριών*

(εκατ. ευρώ)



Πηγές: ΕΚΤ, Τράπεζα της Ελλάδος και υπολογισμοί των συγγραφέων.

* Κινητό άθροισμα 4 τριμήνων.

στημα β' τρίμηνο 2015-α' τρίμηνο 2016, στα οποία τα νοικοκυριά χαρακτηρίζονται και πάλι ως καθαροί δανειστές.

Το διάστημα γ' τρίμηνο 2013-α' τρίμηνο 2015, ενώ τα νοικοκυριά προχωρούν σε αυξημένη καθαρή απομείωση των υποχρεώσεών τους, η ακόμη μεγαλύτερη καθαρή αποεπένδυσή τους τα καθιστά καθαρούς λήπτες χρηματοδότησης. Μετά το β' τρίμηνο του 2015, συνεχίζεται η δυναμική της καθαρής απομείωσης των υποχρεώσεων, συνοδευόμενη όμως από πιο ήπια καθαρή αποεπένδυση, γεγονός που καθιστά καθαρούς δανειστές τα νοικοκυριά.

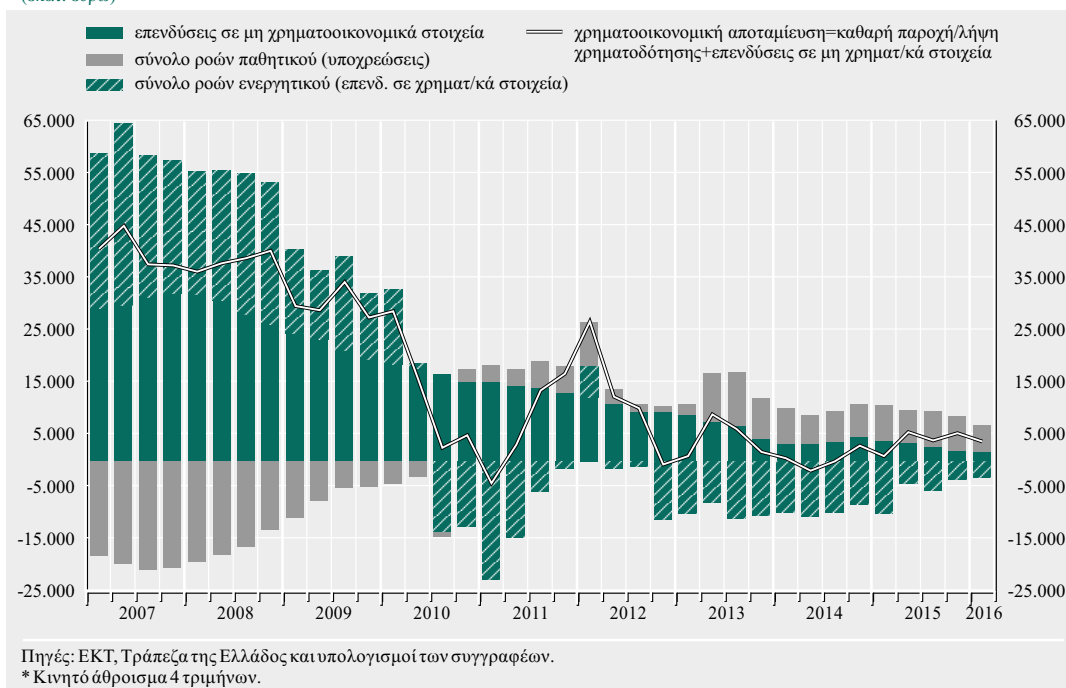
Από τη σχέση (4) η αποταμίευση, σύμφωνα με το χρηματοοικονομικό ορισμό, ορίστηκε ως το άθροισμα των καθαρών επενδύσεων σε μη χρηματοοικονομικά στοιχεία (ως επί το πλείστον κατοικίες) και σε χρηματοοικονομικά στοιχεία, αφαιρουμένων των καθαρών συναλλαγών σε υποχρεώσεις. Συνεπώς, εισάγοντας στην ανάλυση και τις επενδύσεις σε μη χρηματοοικονομικά στοιχεία (κατοικίες κ.λπ.), παρουσιάζεται

η αποταμίευση σύμφωνα με το χρηματοοικονομικό ορισμό (βλ. Διάγραμμα 14).

Από το Διάγραμμα 14 φαίνεται ότι μέχρι το δ' τρίμηνο του 2008 η αποταμίευση των νοικοκυριών παρέμενε σε σημαντικά υψηλό επίπεδο, υποστηριζόμενη από τις υψηλές επενδύσεις των νοικοκυριών, τόσο σε ακίνητα και άλλα μη χρηματοοικονομικά στοιχεία όσο και σε χρηματοοικονομικά, που υπερέβαιναν την καθαρή δημιουργία νέου χρέους. Μετέπειτα, η πτωτική πορεία της αποταμίευσης εξηγείται από το γεγονός ότι η δυναμική μείωσης των συνολικών καθαρών επενδύσεων των νοικοκυριών είναι πιο έντονη από αυτή του περιορισμού των καθαρών υποχρεώσεών τους. Μάλιστα, η αποταμίευση γίνεται αρνητική το α' τρίμηνο του 2011, παρότι τα νοικοκυριά πραγματοποιούν ήδη από το δ' τρίμηνο του 2010 καθαρή αποπληρωμή του υφιστάμενου χρέους τους, λόγω τόσο της μείωσης των επενδύσεων κυρίως σε κατοικίες όσο και της έντονα καθαρής αποεπένδυσης σε χρηματοοικονομικά στοιχεία. Έκτοτε, η πορεία της

Διάγραμμα 14 Τάσεις στην αποταμίευση των νοικοκυριών*

(εκατ. ευρώ)



εναλλάσσεται από θετική σε οριακά αρνητική, ανάλογα με το ποιοι προσδιοριστικοί παράγοντες υπερισχύουν κάθε φορά.

Αξιοσημείωτα συμπεράσματα εξάγονται από την ανάλυση των στοιχείων που αφορούν την πρόσφατη περίοδο και είναι τα εξής:

α) Από το β' τρίμηνο του 2013, τα νοικοκυριά εντείνουν την καθαρή μείωση των υφιστάμενων υποχρεώσεών τους, δυναμική η οποία συνεχίζεται και στα επόμενα τρίμηνα. Υπογραμμίζεται ότι για πρώτη φορά τα νοικοκυριά προχωρούν σε καθαρή απομείωση των υποχρεώσεών τους στο τέλος του 2010.

β) Από το β' τρίμηνο του 2014 σηματοδοτείται μια ανοδική τάση της αποταμίευσης, η οποία στηρίζεται περισσότερο στην απομόχλευση των νοικοκυριών και λιγότερο στις, έντονα συρρικνωμένες πλέον, μη χρηματοοικονομικές επενδύσεις. Όταν οι δύο αυτοί ερμηνευτικοί παράγοντες υπερκαλύπτουν την καθαρή αποεπένδυση που πραγματοποιείται στα χρηματοοικονομικά στοιχεία, η αποταμίευση βρίσκεται σε θετικό έδαφος, γεγονός που αποτυπώνεται καθαρότερα στα πιο πρόσφατα τρίμηνα.

νομικά στοιχεία, η αποταμίευση βρίσκεται σε θετικό έδαφος, γεγονός που αποτυπώνεται καθαρότερα στα πιο πρόσφατα τρίμηνα.

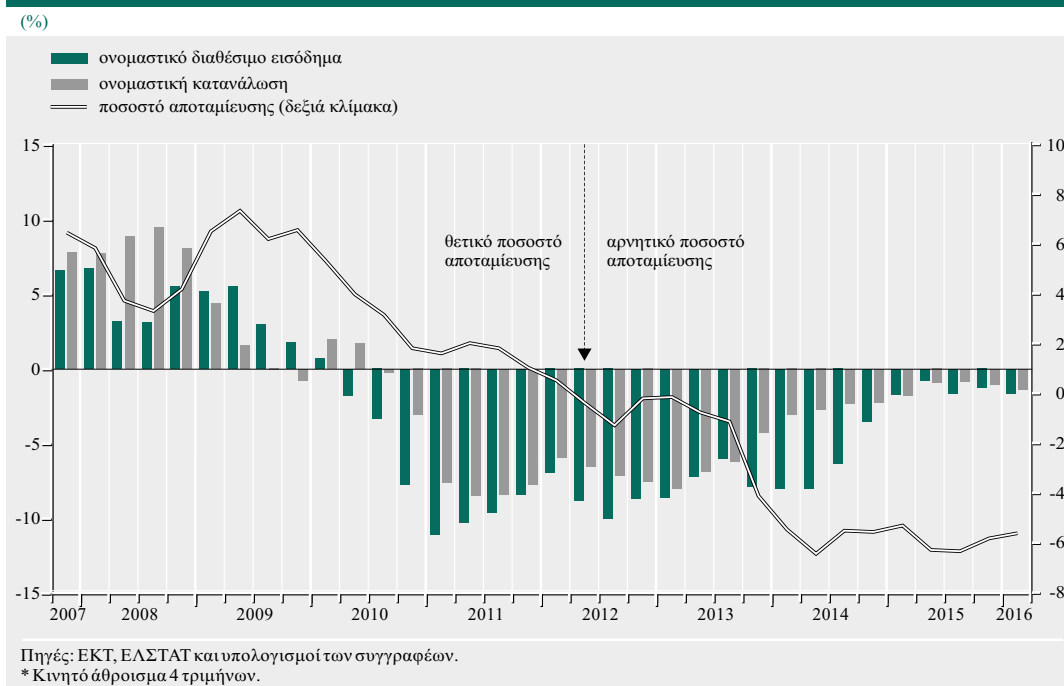
γ) Η αποταμίευση βρίσκεται σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα, σε σχέση με την προ κρίσης περίοδο, εξαιτίας της συρρίκνωσης των επενδύσεων σε κατοικίες/εξοπλισμό και της μεγάλης αποεπένδυσης σε χρηματοοικονομικά στοιχεία.

5B ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΗ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ: ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΟΡΙΣΜΟΣ

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών κατευθύνεται είτε σε κατανάλωση είτε σε αποταμίευση. Συνεπώς, η αποταμίευση των νοικοκυριών, σύμφωνα με την ανάλυση των μη χρηματοοικονομικών λογαριασμών, ορίζεται ως το διαθέσιμο εισόδημά τους, αφαιρουμένης της πραγματοποιηθείσας κατανάλωσης. Δηλαδή:

$$\text{Αποταμίευση} = \text{Διαθέσιμο εισόδημα} - \text{Κατανάλωση} \quad (5)$$

Διάγραμμα 15 Ονομαστικό διαθέσιμο εισόδημα και κατανάλωση (ετήσιες % μεταβολές) και ποσοστό αποταμίευσης*



Όπως παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 15, το ποσοστό αποταμίευσης²⁴ των νοικοκυριών, σε όρους κινητού αθροίσματος τεσσάρων τριμήνων, ακολούθησε καθοδική πορεία από το β' τρίμηνο του 2009. Από 7,4% που ήταν το συγκεκριμένο τρίμηνο, μειώθηκε στο -5,6% το α' τρίμηνο του 2016. Διακρίνουμε δύο περιόδους: την πρώτη, όπου το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών βρίσκεται σε θετικό έδαφος, δηλαδή έως και το α' τρίμηνο του 2012, και τη δεύτερη, όπου γίνεται αρνητικό. Γενικότερα, όταν ο ρυθμός αύξησης (μείωσης) του διαθέσιμου εισοδήματος υπολείπεται του ρυθμού αύξησης (μείωσης) της κατανάλωσης, το ποσοστό αποταμίευσης μειώνεται (αυξάνεται). Επισημαίνεται ότι η μείωση της αποταμίευσης των νοικοκυριών – ειδικά από το τέλος του 2009 και έπειτα – συνδέεται με την πτώση του διαθέσιμου εισοδήματος. Ειδικότερα, η συνεχής πτωτική τάση του ποσοστού αποταμίευσης των νοικοκυριών από το β' τρίμηνο του 2012 έως και το β' τρίμηνο του 2014, όταν δηλαδή αυτό βρίσκεται σε αρνητικό έδαφος, οφείλεται στο γεγονός ότι ο ρυθμός μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος υπερβαίνει το ρυθμό μείωσης της κατανάλωσης. Από

το β' τρίμηνο του 2014 φαίνεται ότι το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών έχει σταθεροποιηθεί σε χαμηλά ποσοστά, ενώ τα πιο πρόσφατα στοιχεία δείχνουν ότι το α' τρίμηνο του 2016 ήταν -5,6% (από -5,3% το α' τρίμηνο του 2015), καθώς ο ρυθμός μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος (-1,7%) υπερέβη το ρυθμό μείωσης της κατανάλωσης (-1,4%).

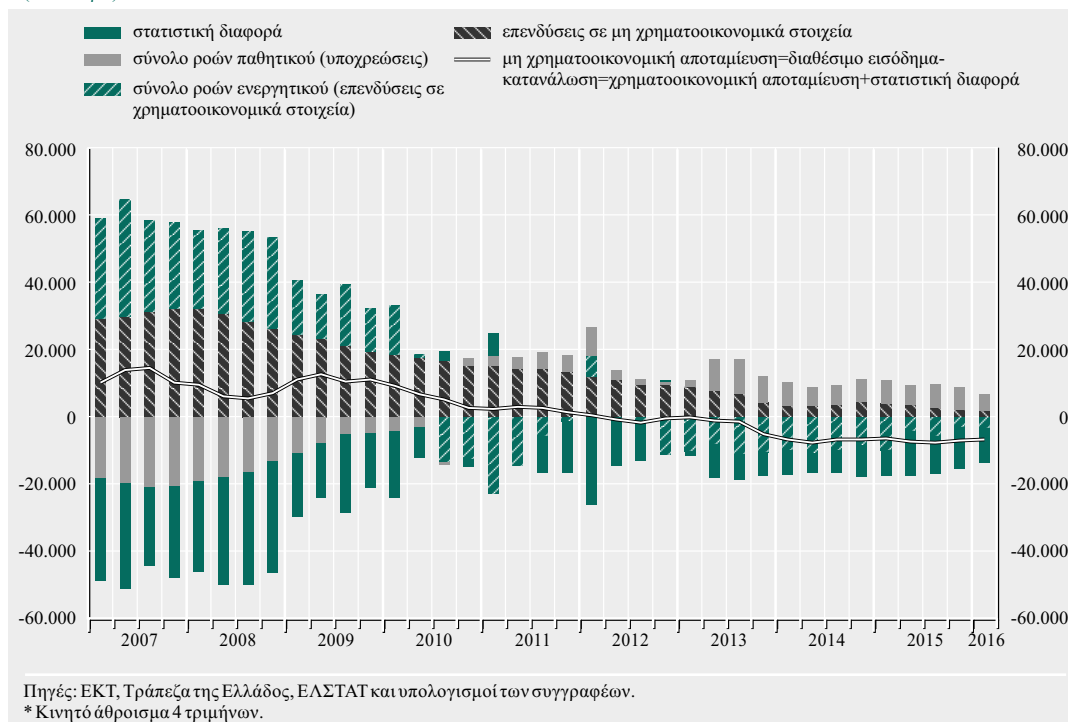
Σημειώνεται ότι οι δύο τρόποι μέτρησης της αποταμίευσης, ο χρηματοοικονομικός και ο μη χρηματοοικονομικός, θα πρέπει να δίνουν το ίδιο αποτέλεσμα (βλ. Lequiller and Blades 2014 και Cussen et al. 2012). Στην πράξη όμως αυτό δεν συμβαίνει λόγω της στατιστικής διαφοράς,²⁵ η οποία οφείλεται στις διαφορετικές στατιστικές πηγές που χρησιμοποιούνται από

²⁴ Το ποσοστό αποταμίευσης ορίζεται ως ο λόγος της αποταμίευσης προς το διαθέσιμο εισόδημα σε όρους κινητού αθροίσματος 4 τριμήνων.

²⁵ Όπου στατιστική διαφορά = καθαρή χορήγηση/λήψη χρηματοδότησης από μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς μείον καθαρή χορήγηση/λήψη χρηματοδότησης από χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς. Σημειώνεται ότι στην περίπτωση της Ελλάδας η στατιστική διαφορά για τον τομέα των νοικοκυριών είναι σημαντική κατά τα έτη πριν από το 2010, ενώ μειώνεται κατά τα πιο πρόσφατα έτη. Επίσης, αναγνωρίζεται η ύπαρξη στατιστικών διαφορών στα στατιστικά δεδομένα της ΕΚΤ.

Διάγραμμα 16 Χρήσεις της αποταμίευσης των νοικοκυριών*

(εκατ. ευρώ)



τους δύο τομείς. Συνεπώς, αν στο χρηματοοικονομικό ορισμό της αποταμίευσης προστεθεί η εν λόγω στατιστική διαφορά, προκύπτει ο μη χρηματοοικονομικός (παραδοσιακός) ορισμός της αποταμίευσης ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{Αποταμίευση: Μη χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί} &\equiv \\ \text{Αποταμίευση: Χρηματοοικονομικοί λογαριασμοί} + & \\ \text{στατιστική διαφορά} & \quad (6) \end{aligned}$$

Η ταυτότητα (6) αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 16, στο οποίο παρουσιάζονται οι ερμηνευτικοί παράγοντες της τάσης της αποταμίευσης των νοικοκυριών, σε όρους κινητού αθροίσματος τεσσάρων τριμήνων. Μέχρι και τις αρχές του 2010, το ύψος της αποταμίευσης τροφοδοτείται από τις χρηματοοικονομικές και τις μη χρηματοοικονομικές επενδύσεις των νοικοκυριών και από το σταδιακό περιορισμό δημιουργίας νέων υποχρεώσεων. Εν συνεχεία, η σχεδόν συνεχής πτωτική τάση της αποταμίευσης οφείλεται στη μείωση των επενδύσεων σε κατοικίες/εξοπλισμό, αλλά και στην

έντονη καθαρή αποεπένδυση σε χρηματοοικονομικά στοιχεία. Η απομείωση του χρέους, η οποία λαμβάνει χώρα από το δ' τρίμηνο του 2010 και εντείνεται από το β' τρίμηνο του 2013, συνεισφέρει θετικά στην αποταμίευση.

Στις ενότητες 6 και 7 αναλύεται η εξέλιξη (5), δηλαδή το διαθέσιμο εισόδημα και η κατανάλωση των νοικοκυριών. Συγκεκριμένα, στην ενότητα 6 γίνεται σύντομη παρουσίαση της εξέλιξης του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και των συνιστωσών του και στην ενότητα 7 παρουσιάζεται συνοπτικά η εξέλιξη των πραγματικών καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών κατά λειτουργικό σκοπό την πρόσφατη περίοδο.

6 ΤΟ ΔΙΑΘΕΣΙΜΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ ΚΑΙ ΟΙ ΣΥΝΙΣΤΩΣΕΣ ΤΟΥ

Το Διάγραμμα 17 παρουσιάζει την εξέλιξη του ακαθάριστου διαθέσιμου εισοδήματος των

νοικοκυριών και τους ερμηνευτικούς του παράγοντες.

Οι βασικές συνιστώσες του διαθέσιμου εισοδήματος, από την πλευρά του εισοδήματος, είναι το εισόδημα εξαρτημένης εργασίας (αμοιβές εργασίας και εργοδοτικές εισφορές), το λειτουργικό πλεόνασμα (στην περίπτωση των ατομικών επιχειρήσεων αφορά στοιχεία αμοιβής εργασίας για τον ιδιοκτήτη, ενώ στην περίπτωση των νοικοκυριών αφορά την παραγωγή υπηρεσιών στέγασής τους λόγω ιδιοκατοίκησης), οι κοινωνικές παροχές εκτός από τις κοινωνικές μεταβιβάσεις σε είδος (συντάξεις και τα διάφορα κοινωνικά επιδόματα, όπως της ανεργίας, της μητρότητας, τα οικογενειακά κ.λπ.), το εισόδημα περιουσίας που λαμβάνεται (τόκοι, μερίσματα, ενοίκια από χρήση γης) και οι λοιπές εισπραττόμενες τρέχουσες μεταβιβάσεις. Αντίθετα, οι κύριες συνιστώσες από την πλευρά της δαπά-

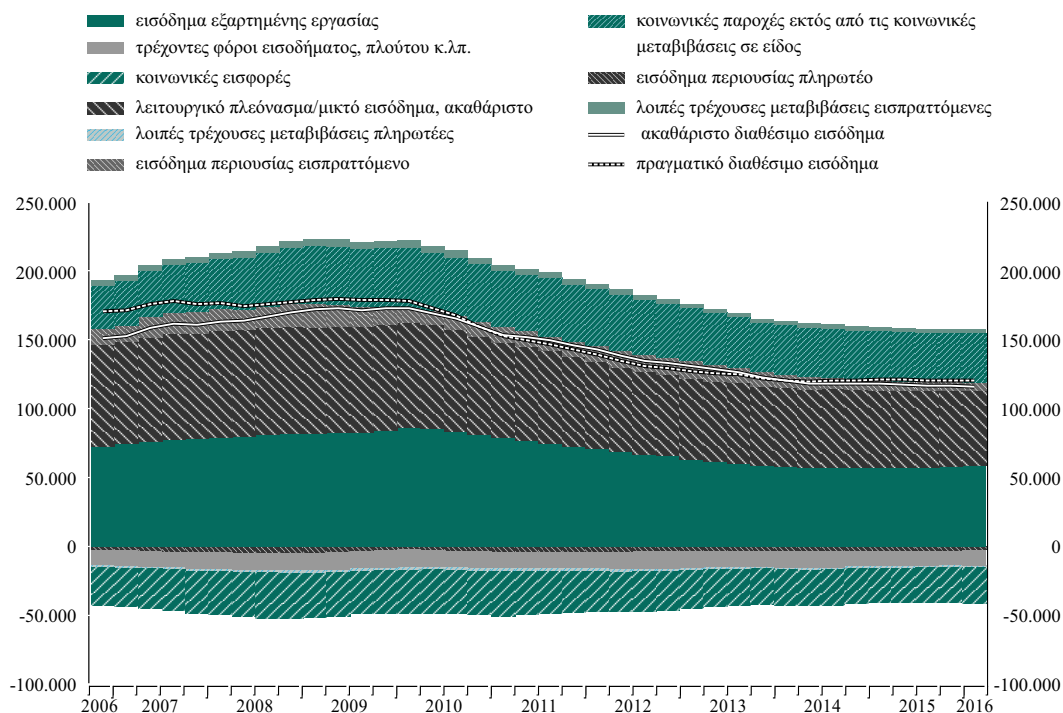
νης είναι οι κοινωνικές εισφορές, οι φόροι εισοδήματος και πλούτου, το εισόδημα περιουσίας που είναι πληρωτέο και οι λοιπές τρέχουσες μεταβιβάσεις²⁶ που πρέπει να καταβληθούν (βλ. Διάγραμμα 17).

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, η συμπεριφορά του εισοδήματος της εξαρτημένης εργασίας, του λειτουργικού πλεονάσματος και του εισοδήματος από περιουσία είναι προκυκλική. Αυτό συνεπάγεται ότι σε περιόδους ύφεσης παρατηρείται επιδείνωση των προαναφερθέντων παραγόντων, καθώς μειώνονται οι αμοιβές εργασίας, σημειώνεται απώλεια θέσεων εργασίας, η επιχειρηματική δραστηριότητα των ελεύθερων επαγγελματιών συμπίεζεται και τα μερίσματα και τα ενοίκια από χρήση γης περιορίζονται.

²⁶ Ασφάλιστρα σε ιδιωτικές ασφαλιστικές εταιρίες εκτός των ασφαλειών ζωής, εθελοντικές εισφορές σε μη κερδοσκοπικά ιδρύματα κ.λπ.

Διάγραμμα 17 Ακαθάριστο διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και συνιστώσες του*

(εκατ. ευρώ)



Πηγές: ΕΚΤ, ΕΛΣΤΑΤ και υπολογισμοί των συγγραφέων.

* Κινητό άθροισμα 4 τριμήνων, εκατ. ευρώ.

Από την ανάλυση των συνιστωσών του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, τη μεγαλύτερη ποσοστιαία συμμετοχή στο διαθέσιμο εισόδημα έχει το εισόδημα εξαρτημένης εργασίας και κατόπιν το λειτουργικό πλεόνασμα (βλ. Διάγραμμα 17). Ακολουθούν οι κοινωνικές παροχές (κυρίως συντάξεις) και τέλος το καθαρό εισόδημα περιουσίας. Αύξηση στις προαναφερθείσες συνιστώσες συμβάλλει θετικά στο διαθέσιμο εισόδημα και αντίστροφα. Αντίθετα, αύξηση στις κοινωνικές εισφορές και στους φόρους επιδρά αρνητικά στο διαθέσιμο εισόδημα και αντίστροφα. Μεταξύ α' τριμήνου 2010 και α' τριμήνου 2016 παρατηρείται συρρίκνωση του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών κατά 32,8% (από 173,5 δισεκ. ευρώ σε 116,5 δισεκ. ευρώ, σε όρους κινητού αθροίσματος τεσσάρων τριμήνων), κυρίως λόγω της μεγάλης μείωσης που υπέστησαν το εισόδημα εξαρτημένης εργασίας κατά 31,5% (από 86,8 δισεκ. ευρώ σε 59,4 δισεκ. ευρώ), το λειτουργικό πλεόνασμα κατά 29,1% (από 76,2 δισεκ. ευρώ σε 54,0 δισεκ. ευρώ), οι κοινωνικές παροχές (κυρίως συντάξεις) κατά 17,2% (από 43,5 δισεκ. ευρώ σε 36,1 δισεκ. ευρώ) και το καθαρό εισόδημα περιουσίας κατά 45,6% (από 9,5 δισεκ. ευρώ σε 3,5 δισεκ. ευρώ). Το ίδιο διάστημα, το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα μειώθηκε κατά 32,5%.²⁷

Οι θεωρίες κατανάλωσης, όπως μεταξύ άλλων η θεωρία του μόνιμου εισοδήματος και αυτή του κύκλου ζωής, συνδέουν την εξέλιξη του εισοδήματος των νοικοκυριών με τις καταναλωτικές δαπάνες των νοικοκυριών, αναγνωρίζοντας τη θετική σχέση μεταξύ τους (βλ. Friedman 1957). Ως συνέπεια της μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος, περιορίστηκαν οι καταναλωτικές δαπάνες των νοικοκυριών, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 15. Μεταξύ α' τριμήνου 2010 και α' τριμήνου 2016, η πραγματική καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών μειώθηκε κατά 24,7%, δηλαδή από 169,4 δισεκ. ευρώ σε 127,5 δισεκ. ευρώ.

Θα πρέπει πάντως να επισημανθεί ότι από το γ' τρίμηνο του 2014 η παρατηρούμενη αύξηση του εισοδήματος της εξαρτημένης εργασίας (σε όρους κινητού αθροίσματος τεσσάρων τριμή-

νων) συνδέεται με αύξηση της μισθωτής απασχόλησης, όπως επιβεβαιώνεται και από τα στοιχεία του συστήματος ΕΡΓΑΝΗ, και αύξηση της απασχόλησης (ΕΛΣΤΑΤ). Η διατήρηση της αύξησης της απασχόλησης και της μείωσης της ανεργίας, ως συνέπεια της σταδιακής αποκατάστασης του κλίματος εμπιστοσύνης και της επιστροφής της οικονομίας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης, ενδέχεται να σηματοδοτήσει την αύξηση του μόνιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, *ceteris paribus*, και να οδηγήσει σε αύξηση της καταναλωτικής τους δαπάνης.

Η σύντομη παρουσίαση της εξέλιξης των καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών κατά την πρόσφατη περίοδο γίνεται στην επόμενη ενότητα. Για την καλύτερη κατανόηση της εξέλιξης της καταναλωτικής συμπεριφοράς των νοικοκυριών γίνεται παρουσίαση των εγχώριων πραγματικών καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών κατά λειτουργικό σκοπό.²⁸ Επισημαίνεται ότι στην ανάλυση συμπεριλαμβάνονται οι καταναλωτικές δαπάνες των νοικοκυριών των μόνιμων και των μη μόνιμων κατοίκων (των τουριστών) στην οικονομική επικράτεια, ενώ δεν περιλαμβάνονται οι δαπάνες των νοικοκυριών-μη μόνιμων κατοίκων στην αλλοδαπή, και η εξέταση αφορά ετήσια δεδομένα που καλύπτουν την περίοδο μέχρι και το 2015.

²⁷ Το εν λόγω μέγεθος προκύπτει αν διαρέσουμε το ονομαστικό διαθέσιμο εισόδημα με τον αποπληθωριστή της ιδιωτικής κατανάλωσης.

²⁸ Σύμφωνα με την ΕΛΣΤΑΤ, κύρια πηγή στοιχείων για την τελική κατανάλωση των νοικοκυριών αποτελεί η Έρευνα Οικογενειακών Προϋπολογισμών (ΕΟΠ), ενώ, όπου κρίνεται αναγκαίο, χρησιμοποιούνται συμπληρωματικές πηγές και μέθοδοι. Τα στοιχεία που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της τελικής κατανάλωσης των νοικοκυριών αναφέρονται στις μέσες μηνιαίες δαπάνες ανά νοικοκυριό με την εθνική έννοια (περιλαμβάνονται οι δαπάνες των νοικοκυριών-μόνιμων κατοίκων στην αλλοδαπή και εξαιρούνται οι δαπάνες των τουριστών στην επικράτεια) και είναι διαθέσιμα κατά τρόπο κτήσης (αγορές, αυτοκατανάλωση, απολαβές σε είδος από τον εργοδότη, από οργανισμούς ή από άλλα νοικοκυριά). Επίσης από την ΕΟΠ λαμβάνονται στοιχεία για το μέσο αριθμό μελών ανά νοικοκυριό. Ως εκ τούτου, για να προκύψει η καταναλωτική δαπάνη γίνεται αναγωγή τους στο συνολικό αριθμό νοικοκυριών της χώρας με βάση τα στοιχεία του υπολογιζόμενου πληθυσμού της Ελλάδος και του μέσου αριθμού μελών ανά νοικοκυριό, καθώς και σε ετήσια βάση. Οι κυριότερες συμπληρωματικές πηγές στοιχείων είναι η Έρευνα Ιδιωτικής Νόμιμης Οικοδομικής Δραστηριότητας της ΕΛΣΤΑΤ, οι εισπράξεις και πληρωμές ταξιδιωτικών υπηρεσιών από το Ισοζύγιο Πληρωμών της Τράπεζας της Ελλάδος, καθώς και διοικητικές πηγές στοιχείων. Τέλος, σε ορισμένες περιπτώσεις, τα στοιχεία της καταναλωτικής δαπάνης των νοικοκυριών προκύπτουν από τη διαδικασία ισοσκελισμού των πινάκων προσφοράς και χρήσεων των αγαθών και υπηρεσιών, οι οποίοι καταρτίζονται από τη Διεύθυνση Εθνικών Λογαριασμών της ΕΛΣΤΑΤ. Στην ανάλυση, η οποία γίνεται σε ετήσια βάση, περιλαμβάνονται μόνο τα νοικοκυριά, ενώ δεν καλύπτονται τα μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που τα εξυπηρετούν.

7 Η ΤΕΛΙΚΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΗ ΔΑΠΑΝΗ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ ΚΑΤΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΣΚΟΠΟ

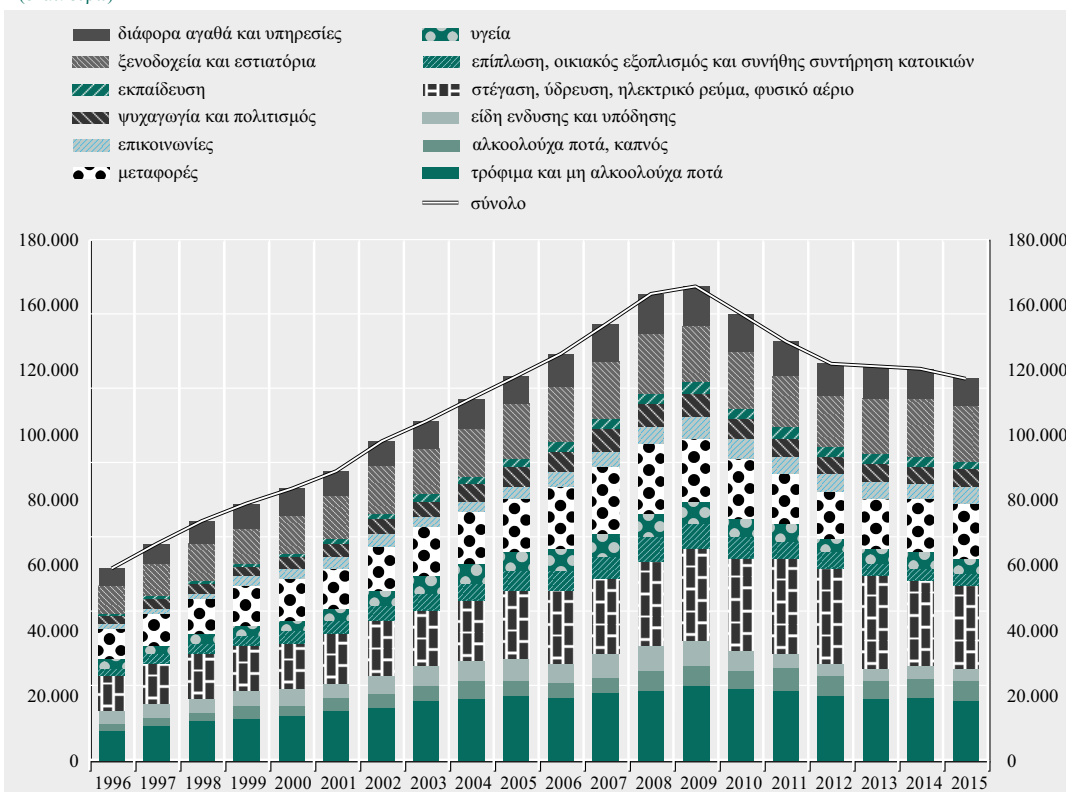
Την περίοδο 2009-2015 η τελική καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών κατά λειτουργικό σκοπό υποχώρησε σε πραγματικούς όρους κατά 19,3%, από 163,7 δισεκ. ευρώ το 2009 σε 132,0 δισεκ. ευρώ το 2015. Όπως απεικονίζεται στο Διάγραμμα 18, οι επιμέρους δαπάνες των δώδεκα κατηγοριών αγαθών και υπηρεσιών²⁹ που συνθέτουν την ετήσια συνολική καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών υποχώρησαν σημαντικά κατά την ίδια περίοδο, με εξαίρεση τις δαπάνες στην κατηγορία των ξενοδοχείων και εστιατορίων, που παρουσίασε οριακή μόνο μείωση, λόγω της σημαντικής τουριστικής αύξησης που σημειώθηκε στη χώρα από το 2013 και μετά, τόσο σε επίπεδο αφίξεων όσο και εισπράξεων.

Την περίοδο 2009-2015 οι δαπάνες σε διαρκή καταναλωτικά αγαθά περιορίζονται σημαντικά, καθώς η ζήτηση για αυτά είναι περισσότερο ελαστική και, όπως αναλύεται στη διεθνή βιβλιογραφία, συμβαδίζει με την αντίληψη των νοικοκυριών για τις οικονομικές συνθήκες που επικρατούν. Συγκεκριμένα, υποστηρίζεται ότι παράγοντες όπως η υψηλή ανεργία, η μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος και του πλούτου των νοικοκυριών, η υψηλή δανειακή επιβάρυνσή τους και η οικονομική αβεβαιότητα επηρεάζουν αρνητικά την καταναλωτική συμπεριφορά τους, καθώς αυτά διστάζουν να

²⁹ Οι δώδεκα κατηγορίες είναι: 1. Τρόφιμα και μη αλκοολούχα ποτά, 2. Αλκοολούχα ποτά και καπνός, 3. Είδη ένδυσης και υπόδησης, 4. Στέγαση, ύδρευση, ηλεκτρικό ρεύμα, φυσικό αέριο, 5. Επίπλωση, οικιακός εξοπλισμός και συνήθης συντήρηση κατοικιών, 6. Υγεία, 7. Μεταφορές, 8. Επικοινωνίες, 9. Ψυχαγωγία και πολιτισμός, 10. Εκπαίδευση, 11. Ξενοδοχεία και εστιατόρια και 12. Διάφορα αγαθά και υπηρεσίες.

Διάγραμμα 18 Διαχρονική εξέλιξη της σύνθεσης της εγχώριας καταναλωτικής δαπάνης*

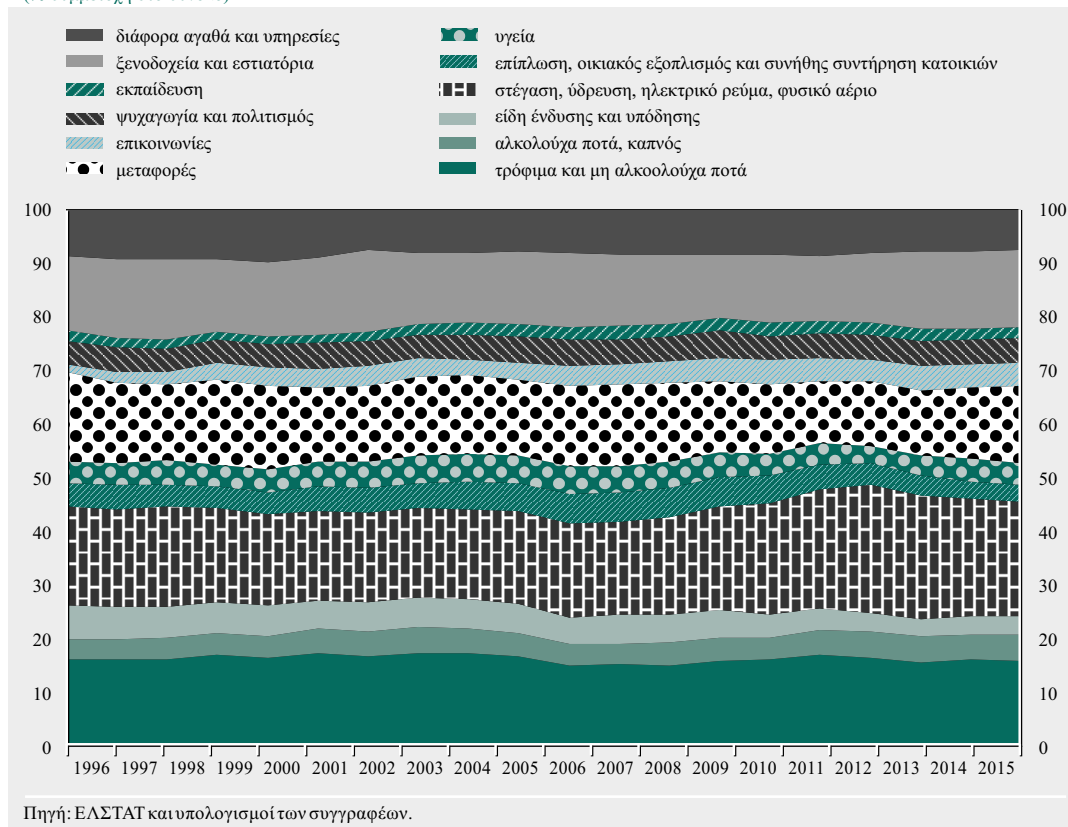
(εκατ. ευρώ)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ και υπολογισμοί των συγγραφέων.
* Σταθερές τιμές, εκατ. ευρώ.

Διάγραμμα 19 Διαχρονική εξέλιξη της εγχώριας καταναλωτικής δαπάνης

(% συμμετοχή στο σύνολο)



προβούν σε αγορές αγαθών μεγάλου ύψους (“big-ticket items”) (βλ. ECB 2015). Σημειώνεται ότι οι καταναλωτικές δαπάνες στις κατηγορίες της επίπλωσης, του οικιακού εξοπλισμού κ.ά.³⁰ και των ειδών ένδυσης και υπόδησης υποχώρησαν κατά 54,5% και 46,8% αντίστοιχα, μείωση σημαντικά μεγαλύτερη από αυτή που υπέστη η συνολική καταναλωτική δαπάνη (19,3%) την ίδια περίοδο.

Στο Διάγραμμα 19 παρουσιάζεται η ποσοστιαία κατανομή της ετήσιας δαπάνης των νοικοκυριών στις δώδεκα βασικές κατηγορίες αγαθών και υπηρεσιών την περίοδο 1996-2015, η οποία επιτρέπει την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την εξέλιξη του καταναλωτικού τους προτύπου. Η φθίνουσα σειρά συμμετοχής των κατηγοριών δαπανών στις κατανομές των ετών 2009 και 2015 παρέμεινε η ίδια αναφορικά με τα μεγαλύτερα και

το μικρότερο μερίδιο δαπάνης των νοικοκυριών. Συγκεκριμένα, τα μεγαλύτερα μερίδια των δαπανών των νοικοκυριών που αφορούσαν τη στέγαση, ύδρευση, ηλεκτρικό ρεύμα και φυσικό αέριο, τα τρόφιμα και μη αλκοολούχα ποτά, τις μεταφορές και τα ξενοδοχεία και εστιατόρια παρέμειναν αμετάβλητα. Επίσης, το διάστημα 2009-2015 οι υπηρεσίες εκπαίδευσης συνέχισαν να έχουν το μικρότερο μερίδιο των δαπανών. Αντίθετα, την ίδια περίοδο (2009-2015) μεταβολές στη φθίνουσα σειρά παρατηρούνται στις κατηγορίες επίπλωση, οικιακός εξοπλισμός και συνήθης συντήρηση κατοικιών και είδη ένδυσης και υπόδησης, με μετατόπισή τους προς τις τελευταίες θέσεις της φθίνουσας σειράς. Παράλ-

³⁰ Η υποχώρηση των καταναλωτικών δαπανών του κλάδου συνδέεται με την υποχώρηση του κατασκευαστικού κλάδου των κατοικιών, όπως αναλύθηκε στις προηγούμενες ενότητες της μελέτης.

ληλα, σημειώνεται αναβάθμιση των κατηγοριών *ψυχαγωγία και πολιτισμός και αλκοολούχα ποτά, καπνός*.

Επιπλέον, επισημαίνονται αφενός η αύξηση του ποσοστού συμμετοχής των δαπανών που διατίθενται για τις βασικές ανάγκες (*τροφή και δαπάνες για στέγαση και υπηρεσίες δικτύων*) επί του συνόλου των καταναλωτικών δαπανών και αφετέρου η μείωση του ποσοστού των δαπανών που αφορούν την κάλυψη μη βασικών αναγκών (*επίπλωση κ.λπ., είδη ένδυσης και υπόδησης*). Οι παραπάνω μεταβολές παρέχουν ενδείξεις για την εξέλιξη του προτύπου των καταναλωτικών δαπανών.

Ειδικότερα, μεταξύ 2009-2015 η πλέον σημαντική αύξηση του μεριδίου στις συνολικές δαπάνες εντοπίζεται στα *ξενοδοχεία και εστιατόρια* (από 11,8% σε 14,4%) λόγω της θετικής επίδρασης του τουρισμού, στη *στέγαση, ύδρευση, ηλεκτρικό ρεύμα και φυσικό αέριο* (από 19,4% σε 21,2%) και κατόπιν στις *μεταφορές* (από 13,2% σε 14,4%). Τα μερίδια των κατηγοριών των *αλκοολούχων ποτών και καπνού* (από 4,5% σε 4,9%) και των *τροφίμων και μη αλκοολούχων ποτών* (από 15,7% σε 15,9%) παρουσιάζουν οριακή μόνο αύξηση. Ενδιαφέρον μάλιστα παρουσιάζει ο κλάδος των μεταφορών, όπου, παράλληλα με την αύξηση του μεριδίου που δαπανούν τα νοικοκυριά γι' αυτόν συγκριτικά με τις συνολικές δαπάνες τους, σημειώνεται και ενδοκατηγοριακή μεταβολή στη σύνθεση των δαπανών του κλάδου. Συγκεκριμένα, παρατηρείται μείωση των δαπανών για την αγορά οχημάτων (-49,5%) και αύξηση των δαπανών για χρήση μεταφορικών υπηρεσιών (+41,2%) (μετακινήσεις με τραμ, λεωφορεία, τρένα κ.λπ.), ενδεχομένως και λόγω της τόνωσης του τουρισμού.

Κατά την ίδια περίοδο, το μερίδιο των δαπανών στην κατηγορία παροχής *υπηρεσιών υγείας* μειώνεται (από 4,6% σε 4,2%), ενώ ταυτόχρονα παρατηρείται αναδιάρθρωση των επιμέρους κατηγοριών που συνθέτουν τις δαπάνες αυτές. Δηλαδή μειώνονται κυρίως οι δαπάνες για υπηρεσίες εξωτερικών ιατρείων

(-58,1%) και υπερδιπλασιάζονται (117%) οι δαπάνες για διάφορα φαρμακευτικά προϊόντα και θεραπευτικές συσκευές και εξοπλισμό.

Επιπλέον, στην κατηγορία των *διαφόρων αγαθών και υπηρεσιών*, της οποίας το μερίδιο στις συνολικές δαπάνες μειώνεται από 8,4% σε 7,5%, παρατηρείται επίσης μια τάση ενδοκατηγοριακής ανασύνθεσης των επιμέρους μεριδίων. Αυτό αντανακλάται σε μείωση των καταναλωτικών δαπανών για κοινωνική προστασία (φροντίδα ηλικιωμένων κατ' οίκον, οίκοι ευγηρίας, κέντρα αποθεραπείας και αποκατάστασης τα οποία παρέχουν μακροχρόνια φροντίδα ασθενών, σχολεία για παιδιά με ειδικές ανάγκες κ.λπ.) (-66,1%), για προσωπική μέριμνα (υπηρεσίες περιποίησης και καλλωπισμού) (-33,4%) και σημαντική αύξηση δαπανών (45,3%) για συμβόλαια ασφαλιστικής κάλυψης, με έμφαση σε ασφαλιστικά προγράμματα υγείας και αποταμιευτικά. Η τάση αυτή αντανακλά κάποιο κίνητρο εξασφάλισης, όπως αυτό αποτυπώνεται στην ανάγκη για την ασφάλεια των νοικοκυριών έναντι ενδεχόμενων αβεβαιοτήτων, συμπεριλαμβανομένων και αυτών που συνδέονται με τα μελλοντικά τους εισοδήματα και τη δυνατότητα πρόσβασης σε υπηρεσίες υγείας.

Τέλος, ιδιαίτερη σημασία έχει η κατηγορία της *εκπαίδευσης*, εξαιτίας της σπουδαιότητας που έχει για τις μελλοντικές παραγωγικές δυνατότητες της οικονομίας, καθώς συνδέεται με το σχηματισμό ανθρώπινου κεφαλαίου. Αν και η εκπαίδευση συμμετέχει ελάχιστα στο σύνολο των δαπανών των νοικοκυριών (2,1% το 2015), σημειώνεται σημαντική ενδοκατηγοριακή ανασύνθεση σε αυτήν. Πιο συγκεκριμένα, παρατηρείται μετατόπιση δαπανών από την υποκατηγορία της *προσχολικής και πρωτοβάθμιας εκπαίδευσης* προς δαπάνες πρωτίστως για τη δευτεροβάθμια εκπαίδευση.

8 ΕΠΙΛΟΓΟΣ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η οικονομική θεωρία αναδεικνύει τη σπουδαιότητα της κατανάλωσης και της αποταμι-

ευσης των νοικοκυριών για τις διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας και την οικονομική ανάπτυξη. Στη διεθνή βιβλιογραφία αναγνωρίζεται η σημασία του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και του πλούτου, τόσο χρηματοοικονομικού (όπως νόμισμα, καταθέσεις, μετοχές κ.λπ.) όσο και μη χρηματοοικονομικού (όπως κατοικίες κ.λπ.), ως παραγόντων που επηρεάζουν, μεταξύ άλλων, την καταναλωτική και αποταμιευτική συμπεριφορά των νοικοκυριών.

Στόχος της παρούσας εργασίας ήταν η μελέτη του χρηματοοικονομικού κυρίως πλούτου των νοικοκυριών και η διερεύνηση της διαχρονικής εξέλιξής του, με ιδιαίτερη έμφαση στην πλέον πρόσφατη περίοδο, εξετάζοντας αναλυτικά τις συνιστώσες του, δηλαδή το ενεργητικό και το παθητικό, καθώς και τη σύνθεσή τους. Στη συνέχεια αναλύθηκε η αποταμιευτική συμπεριφορά των νοικοκυριών στην Ελλάδα, αρχικά μέσω της αλληλεπίδρασης των επενδύσεων και του χρέους και κατόπιν μέσω της αλληλεπίδρασης της κατανάλωσης και του διαθέσιμου εισοδήματος. Προς το σκοπό αυτό χρησιμοποιήθηκαν δύο προσεγγίσεις: αφενός η προσέγγιση του χρηματοοικονομικού ορισμού της αποταμίευσης και αφετέρου η προσέγγιση του μη χρηματοοικονομικού (παραδοσιακού) ορισμού της αποταμίευσης. Τέλος, στο πλαίσιο του μη χρηματοοικονομικού ορισμού της αποταμίευσης έγινε μια σύντομη ανασκόπηση της εξέλιξης του διαθέσιμου εισοδήματος και των συνιστωσών του και παρουσιάστηκε συνοπτικά η εξέλιξη των πραγματικών καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών κατά λειτουργικό σκοπό, με έμφαση στην πρόσφατη περίοδο.

Μερικά βασικά συμπεράσματα που εξάγονται από την ανάλυση είναι τα εξής:

Η χρηματοπιστωτική κρίση επηρέασε σημαντικά τον καθαρό χρηματοοικονομικό πλούτο των ελληνικών νοικοκυριών. Από τις αρχές του 2008 μέχρι το πρώτο εξάμηνο του 2012 ο καθαρός χρηματοοικονομικός πλούτος των νοικοκυριών μειώθηκε κατά 65,3% (μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής περιόδου 18,4%),

εξαιτίας της μείωσης των στοιχείων του ενεργητικού και της αύξησης των υποχρεώσεών τους. Από το γ' τρίμηνο του 2012 μέχρι το α' τρίμηνο του 2016 ο καθαρός χρηματοοικονομικός πλούτος αυξήθηκε κατά 79,8% (μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής περιόδου 16,4%), καθώς οι συνολικές υποχρεώσεις των νοικοκυριών περιορίστηκαν, ενώ αυξήθηκε η αξία του συνόλου του ενεργητικού τους. Συνολικά, την περίοδο από τις αρχές του 2008 μέχρι τις αρχές του 2016 ο καθαρός χρηματοοικονομικός πλούτος υποχώρησε κατά 37,5%.

Κατά την επιδείνωση της κρίσης, παρατηρείται απροθυμία ανάληψης κινδύνου και αναδιάταξη του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών, με κατεύθυνση τις πιο άμεσα ρευστοποιήσιμες μορφές χρηματοοικονομικού πλούτου, όπως οι καταθέσεις, ενώ το μερίδιο των νοικοκυριών σε μετοχές, χρεόγραφα και αμοιβαία κεφάλαια μειώθηκε σημαντικά. Σε περιόδους υψηλής αβεβαιότητας της χώρας, ακόμη και οι καταθέσεις έχασαν την ελκυστικότητά τους και η διακράτηση μετρητών (νόμισμα σε κυκλοφορία) αυξήθηκε σημαντικά.

Πριν από το 2008 στην αύξηση της αξίας του συνόλου του ενεργητικού των νοικοκυριών συνέβαλαν σχεδόν αποκλειστικά οι συναλλαγές. Η εικόνα αυτή διαφοροποιείται μετέπειτα και ιδιαίτερα κατά το πρώιμο στάδιο της κρίσης (2008-2009), καθώς οι απομειώσεις που συνέβαιναν στο σύνολο της αξίας του ενεργητικού των νοικοκυριών δεν μπορούσαν να αντισταθμιστούν από τις θετικές ροές (συναλλαγές) που επίσης πραγματοποιούνταν το διάστημα αυτό. Αντίθετα, το διάστημα 2013-2014 παρατηρείται σημαντική αύξηση της αξίας του συνόλου του ενεργητικού και αποδίδεται κυρίως σε ανατιμήσεις, οι οποίες υπερέβαιναν τις συγκριτικά μικρές αρνητικές συναλλαγές. Από το 2015 και έπειτα, οι έντονες υποτιμήσεις από κοινού με τις αποεπενδύσεις συνέβαλαν αρνητικά στη μεταβολή της αξίας του ενεργητικού των νοικοκυριών.

Την περίοδο που προηγείται της χρηματοπιστωτικής κρίσης, με έμφαση στο διάστημα που χαρακτηρίζεται από ταχεία οικονομική ανά-

πτυξη για την Ελλάδα, δηλαδή από το 2004 έως το 2007, παρατηρείται συνεχής και σημαντική αύξηση των δανειακών υποχρεώσεων των νοικοκυριών, κυρίως για να πραγματοποιηθούν επενδύσεις σε κατοικίες. Από τις αρχές του 2008 οι επενδύσεις αυτές συρρικνώθηκαν σημαντικά. Επιπλέον, τα νοικοκυριά σχεδόν πενταπλασίασαν τις υποχρεώσεις τους, τόσο για στεγαστικά όσο και για καταναλωτικά δάνεια, από το 2002 έως και τον Ιούνιο του 2010. Η σύνθεση των δανείων των νοικοκυριών παραμένει ιδιαίτερα σταθερή, με τα στεγαστικά δάνεια να αντιπροσωπεύουν περίπου το 70% των συνολικών δανείων και τα καταναλωτικά το 30%. Τα νοικοκυριά προχωρούν σε καθαρή απομείωση των υποχρεώσεών τους για πρώτη φορά στο τέλος του 2010 και από το β' τρίμηνο του 2013 εντείνουν την καθαρή μείωση των υφιστάμενων υποχρεώσεών τους, δυναμική η οποία συνεχίζεται και στα επόμενα τρίμηνα. Παρά τη μείωση του καθαρού δανεισμού των νοικοκυριών, οι συνολικές υποχρεώσεις τους, όπως αποτυπώνονται στους δείκτες μόχλευσης, παραμένουν υψηλές.

Σύμφωνα με το χρηματοοικονομικό ορισμό της αποταμίευσης (αλληλεπίδραση των επενδύσεων και του χρέους των νοικοκυριών), μέχρι το τέλος του 2008 η αποταμίευση των νοικοκυριών παρέμενε σε σημαντικά υψηλό επίπεδο, υποστηριζόμενη από τις υψηλές επενδύσεις των νοικοκυριών, τόσο σε ακίνητα και άλλα μη χρηματοοικονομικά στοιχεία όσο και σε χρηματοοικονομικά στοιχεία, που υπερέβαιναν την καθαρή δημιουργία νέου χρέους. Μετέπειτα, η πτωτική πορεία της αποταμίευσης εξηγείται από το γεγονός ότι η δυναμική μείωσης των συνολικών καθαρών επενδύσεων των νοικοκυριών είναι πιο έντονη από αυτήν του περιορισμού των καθαρών υποχρεώσεών τους. Η αποταμίευση γίνεται αρνητική το α' τρίμηνο του 2011, παρότι τα νοικοκυριά πραγματοποιούν ήδη από το δ' τρίμηνο του 2010 καθαρή αποπληρωμή του υφιστάμενου χρέους τους, εξαιτίας τόσο της μείωσης των επενδύσεων κυρίως σε κατοικίες όσο και της έντονης καθαρής αποεπένδυσης σε χρηματοοικονομικά στοιχεία. Έκτοτε, η πορεία της εναλλάσσεται από θετική σε οριακά αρνη-

τική, ανάλογα με το ποιοι προσδιοριστικοί παράγοντες υπερισχύουν κάθε φορά. Η αποταμίευση των νοικοκυριών βρίσκεται σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα σε σχέση με την προ κρίσης περίοδο, εξαιτίας της συρρίκνωσης των επενδύσεων σε κατοικίες/εξοπλισμό και της μεγάλης αποεπένδυσης σε χρηματοοικονομικά στοιχεία.

Σύμφωνα με τους μη χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς των νοικοκυριών, το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών, σε όρους κινητού αθροίσματος τεσσάρων τριμήνων, ακολούθησε καθοδική πορεία από το β' τρίμηνο του 2009 και περιορίστηκε από 7,4% σε -5,6% το α' τρίμηνο του 2016. Διακρίνονται δύο περίοδοι: η πρώτη, όπου το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών βρίσκεται σε θετικό έδαφος, δηλαδή έως και το α' τρίμηνο του 2012, και η δεύτερη, όπου γίνεται αρνητικό. Επισημαίνεται ότι η μείωση της αποταμίευσης των νοικοκυριών — ειδικά από το τέλος του 2009 και έπειτα — συνδέεται με την πτώση του διαθέσιμου εισοδήματος. Ειδικότερα, η συνεχής πτωτική τάση του ποσοστού αποταμίευσης των νοικοκυριών από το β' τρίμηνο του 2012 έως και το β' τρίμηνο του 2014, όταν δηλαδή αυτό βρίσκεται σε αρνητικό έδαφος, οφείλεται στο γεγονός ότι ο ρυθμός μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος υπερβαίνει το ρυθμό μείωσης της κατανάλωσης. Από το β' τρίμηνο του 2014 φαίνεται ότι το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών έχει σταθεροποιηθεί σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

Από την ανάλυση των συνιστωσών του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών προκύπτει ότι τη μεγαλύτερη ποσοστιαία συμμετοχή στο διαθέσιμο εισόδημα έχει το εισόδημα εξαρτημένης εργασίας και ακολούθως το λειτουργικό πλεόνασμα, οι κοινωνικές παροχές και τέλος το καθαρό εισόδημα περιουσίας. Την περίοδο α' τρίμηνο 2010-α' τρίμηνο 2016 μεγάλη μείωση υπέστησαν και οι τέσσερις αυτές συνιστώσες. Την ίδια περίοδο παρατηρείται συρρίκνωση του ονομαστικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών κατά 32,8% και του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος κατά 32,5%. Ως συνέπεια της μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος,

περιορίστηκαν οι καταναλωτικές δαπάνες των νοικοκυριών. Το ίδιο διάστημα η πραγματική καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών μειώθηκε κατά 24,7%, από 169,4 δισεκ. ευρώ το α' τρίμηνο του 2010 σε 127,5 δισεκ. ευρώ το α' τρίμηνο του 2016 .

Τέλος, από το 2009 η τελική καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών κατά λειτουργικό σκοπό υποχώρησε σε πραγματικούς όρους με μείωση όλων των επιμέρους κατηγοριών δαπανών. Οι δαπάνες που αφορούν διαρκή καταναλωτικά αγαθά περιορίζονται σημα-

ντικά εξαιτίας της αύξησης της ανεργίας και της μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος. Την ίδια περίοδο παρατηρείται αύξηση του ποσοστού συμμετοχής των δαπανών που διατίθενται για τις βασικές ανάγκες (τροφήμα και δαπάνες για στέγαση και υπηρεσίες δικτύων) επί του συνόλου των καταναλωτικών δαπανών και μείωση του ποσοστού των δαπανών που αφορούν την κάλυψη μη βασικών αναγκών (επίπλωση κ.λπ., είδη ένδυσης και υπόδησης). Οι παραπάνω μεταβολές παρέχουν ενδείξεις για την εξέλιξη του προτύπου των καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

Τράπεζα της Ελλάδος (2011), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2010*.

Τράπεζα της Ελλάδος (2015), *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2014*.

Τράπεζα της Ελλάδος (2016), *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2016*.

Ξενόγλωσση

Arrondel, L., L. Bartiloro, P. Fessler, P. Lindner, T.Y. Mathä, C. Rampazzi, F. Savignac, T. Schmidt, M. Schürz and P. Vermeulen (2014), “How do households allocate their assets? Stylised facts from the Eurosystem Household Finance and Consumption Survey”, European Central Bank (ECB), *Working Paper Series*, No. 1722.

Bê Duc, L., and G. Le Breton (2009), “Flow-of-funds analysis at the ECB – framework and applications”, European Central Bank (ECB), *Occasional Paper Series*, No. 105.

Berry, S., R. Williams and M. Waldron (2009), “Household saving”, Bank of England, *Quarterly Bulletin Articles*, 49(3).

Bouis, R. (2015), “Household Deleveraging and Saving Rates: A Cross-Country Analysis”, mimeo, February.

Brissimis, S.N., E.N. Garganas and S.G. Hall (2014), “Consumer credit in an era of financial liberalisation: an overreaction to repressed demand?”, *Applied Economics*, 46(2), 139-152.

Cooper, D. (2013), “Changes in US household balance sheet behavior after the housing bust and Great Recession: Evidence from panel data”, Federal Reserve Bank of Boston, *Public Policy Discussion Papers*, 13(6).

Cussen, M., B. O’Leary and D. Smith (2012), “The impact of the financial turmoil on households: a cross country comparison”, Central Bank of Ireland, *Quarterly Bulletin Articles*, 2(12), 78-98.

Cussen, M. and G. Phelan (2010), “Irish households: assessing the impact of the economic crisis”, Central Bank of Ireland, *Quarterly Bulletin Articles*, 4, 62-76.

De Bonis, R. and A. Silvestrini (2012), “The effects of financial and real wealth on consumption: New evidence from OECD countries”, *Applied Financial Economics*, 22(5), 409-425.

European Central Bank (ECB)(2015), *Economic Bulletin*, No. 3, April.

European Central Bank (ECB)(2016), *Household Sector Report – 2016 Q1*, Quarterly report of financial and non-financial accounts for the household sector in the euro area.

Friedman, M. (1957), *A theory of the consumption function*, NBER, Princeton University Press, 20-37.

Glick, R. and K. Lansing (2010), “Global Household Leverage, House Prices, and Consumption”, Federal Reserve Bank of San Francisco, *Economic Letters*, 1(11).

Lequiller, F. and D. Blades (2014), *Understanding national accounts*, OECD Publishing, Second edition.

Lolos, S.E. and E. Papapetrou (2011), “Housing credit and female labour supply: assessing the evidence from Greece”, Bank of Greece, *Working Papers*, No. 141.

McCarthy, Y. and K. McQuinn (2014), “Deleveraging in a highly indebted property market: who does it and are there implications for household consumption?”, Central Bank of Ireland, *Research Technical Papers*, No. 5.

Rocher, S. and M. Stierle (2015), “Household saving rates in the EU: Why do they differ so much?”, European Commission, *Discussion Papers*, 005.

Skudelny, F. (2009), “Euro area private consumption: is there a role for housing wealth effects?”, European Central Bank (ECB), *Working Paper Series*, No. 1507, May.

Zarco, I.A. (2009), “Financial assets and liabilities of households in the European Union”, *Economy and Finance, Eurostat, Statistics in Focus*, 32.

Η ΕΥΡΩΠΗ ΩΣ ΑΡΙΣΤΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΕΡΙΟΧΗ: Η ΕΜΠΕΙΡΙΑ ΤΩΝ ΒΑΛΤΙΚΩΝ ΧΩΡΩΝ*

Χρήστος Παπάζογλου

Τράπεζα της Ελλάδος, Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών
και Πάντειο Πανεπιστήμιο

Δημήτριος Σιδέρης

Τράπεζα της Ελλάδος, Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών
και Πάντειο Πανεπιστήμιο

Ορέστης Τσάγκλας

Πάντειο Πανεπιστήμιο

Ι ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Η θεωρία των Αριστων Νομισματικών Περιοχών (ΑΝΠ) αποτελεί βασικό συστατικό της διεθνούς μακροοικονομικής ανάλυσης και της ευρείας συζήτησης για τη νομισματική ενοποίηση και ολοκλήρωση, ενώ απασχολεί ιδιαίτερα τον ευρωπαϊκό νομισματικό χώρο τις τελευταίες δεκαετίες.

Τα κύρια συμπεράσματα του θεωρητικού μοντέλου των ΑΝΠ στηρίζονται στη βασική παραδοχή ότι, για να θεωρηθεί επιτυχημένη και να χαρακτηριστεί ως άριστη μια νομισματική ένωση, θα πρέπει τα οφέλη της ένταξης κάθε χώρας-μέλους της να ξεπερνούν το κόστος που δημιουργείται από την απώλεια εργαλείων νομισματικής πολιτικής (Overtveldt 2012). Παράλληλα, η βιβλιογραφία για τις ΑΝΠ παραθέτει έναν κατάλογο βασικών κριτηρίων που πρέπει να πληρούνται για την αριστοποίηση μιας νομισματικής ένωσης. Τα κριτήρια αυτά αποτελούν τη βάση της θεωρίας των ΑΝΠ και έχουν διττό σκοπό. Από τη μια πλευρά, αποβλέπουν στον περιορισμό της πιθανότητας εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών και αναφέρονται σε διαρθρωτικά χαρακτηριστικά που αφορούν την αγορά εργασίας, το ύψος του πληθωρισμού και το επίπεδο της οικονομικής ανάπτυξης. Παράλληλα, από την άλλη πλευρά, σε περίπτωση εμφάνισης τέτοιων διαταραχών, στοχεύουν και στη διαμόρφωση επαρκών μηχανισμών προσαρμογής, όπως είναι η κινητικότητα εργασίας και η ενιαία δημοσιονομική πολιτική.¹

Στο πλαίσιο της συζήτησης σχετικά με τη θεωρία των ΑΝΠ αναπτύχθηκε η έννοια της ενδογένειας των κριτηρίων των ΑΝΠ, η οποία στηρίζεται στην παραδοχή ότι η νομισματική ενοποίηση οδηγεί σε σημαντική εμβάθυνση των αμοιβαίων εμπορικών συναλλαγών. Έτσι, διαμορφώθηκε η άποψη ότι οι χώρες μπορούν να εκπληρώσουν τα κριτήρια της θεωρίας των ΑΝΠ εκ των υστέρων, ακόμη και αν δεν τα πληρούν εκ των προτέρων (Frankel and Rose 1998). Η θεωρία της ενδογένειας αναξωπύρωσε τις συζητήσεις για την Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ), προσφέροντας το απαραίτητο θεωρητικό υπόβαθρο, καθώς σύμφωνα με αυτήν μια νομισματική περιοχή θα μπορούσε να μετατραπεί σε ΑΝΠ ακόμη και αν αρχικά δεν πληρούσε τις προϋποθέσεις. Επομένως, τα κριτήρια για το σχηματισμό μιας ΑΝΠ μπορούν να ικανοποιηθούν εκ των υστέρων (ex post), αν δεν ισχύουν εκ των προτέρων (ex ante), ως αποτέλεσμα της αναμενόμενης ενίσχυσης της εμπορικής ολοκλήρωσης και της συσχέτισης του εισοδήματος (Mongelli 2008). Από την άλλη πλευρά, η ενδογένεια των κριτηρίων σημαίνει ότι η ικανοποίησή τους είναι προϊόν μιας δυναμικής διαδικασίας, στην οποία εμπλέκονται δυνητικά και παράγοντες που μπορεί να δυσχεράνουν αντί να ευνοήσουν τη διαμόρφωση της ΑΝΠ. Έτσι, και οικονομίες που πληρούν τα κριτήρια πριν από την είσοδό τους σε μια νομισματική ένωση μπορεί να μην τα πληρούν μετά την είσοδό

* Ευχαριστούμε τη Heather Gibson και τη Χιόνα Μπαλφούσια για τις χρήσιμες παρατηρήσεις τους. Οι απόψεις που παρουσιάζονται στο άρθρο είναι των συγγραφέων και δεν απηχούν κατ' ανάγκην τις απόψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

1 Βλ. Gibson, Palivos and Tavlás (2014).

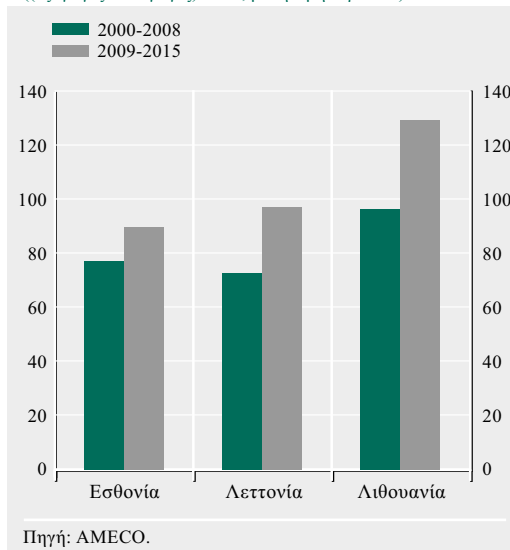
τους σε αυτή (βλ. μεταξύ άλλων Γιαννακόπουλος και Δημόπουλος 2001).

Στην περίπτωση της Ευρώπης, αν και ήταν γενικώς αποδεκτό ότι αρχικά οι χώρες-μέλη δεν πληρούσαν τις προϋποθέσεις για το σχηματισμό μιας ΑΝΠ, η λειτουργία της νομισματικής ένωσης την περίοδο από την εμφάνιση του ευρώ το 1999 μέχρι και το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης το 2008 φαινόταν ικανοποιητική. Στη συνέχεια όμως, οι εξελίξεις στις χώρες της ζώνης του ευρώ ανέδειξαν τις ατέλειες της νομισματικής ένωσης, καθώς η πορεία σύγκλισης των οικονομιών δεν αποδείχθηκε επαρκής, ενώ δεν υπήρχαν και οι απαραίτητοι μηχανισμοί για την αποτελεσματική αντιμετώπιση των ασύμμετρων διαταραχών. Στη μελέτη αυτή εξετάζεται η εμπειρική επαλήθευση του παραπάνω αφηγήματος. Ειδικότερα, επιχειρείται η εμπειρική επιβεβαίωση των υποθέσεων: (α) ότι η νομισματική ένωση λειτουργούσε ομαλά, με τις ευρωπαϊκές οικονομίες να ακολουθούν πορεία σύγκλισης, δικαιώνοντας έως ένα βαθμό τους υποστηρικτές της ενδογένειας, την περίοδο πριν από την κρίση και (β) ότι υπήρξε ανατροπή της πορείας αυτής την περίοδο μετά την κρίση. Αυτό αναμφίβολα θα επαληθεύσει τον ισχυρισμό ότι οι αρχικές εκτιμήσεις για ομαλή πορεία προς τη διαμόρφωση μιας ΑΝΠ στην Ευρώπη ήταν υπερβολικά αισιόδοξες.

Η ανάλυση εξετάζει την περίπτωση των τριών οικονομιών της Βαλτικής, ήτοι της Εσθονίας, της Λιθουανίας και της Λεττονίας. Οι χώρες αυτές αποσχίστηκαν από την πρώην Σοβιετική Ένωση στις αρχές της δεκαετίας του 1990, ξεκινώντας παράλληλα τη διαδικασία μετάβασης των οικονομιών τους προς το σύστημα της ελεύθερης αγοράς. Εντάχθηκαν στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) το 2004, ενώ και οι τρεις υιοθέτησαν το ενιαίο ευρωπαϊκό νόμισμα μέσα σε μια πενταετία (μεταξύ 2011 και 2015).² Παρόλο που οι χώρες αυτές εντάχθηκαν στη ζώνη του ευρώ σχετικά πρόσφατα, η ενσωμάτωσή τους στο ευρωπαϊκό οικονομικό γίγνεσθαι είχε ξεκινήσει αμέσως μετά την απόσχιση τους από τη Σοβιετική Ένωση,

Διάγραμμα 1 Βαθμός εξωτερικού ανοίγματος των βαλτικών χωρών

((εξαγωγές+εισαγωγές)/ΑΕΠ, μέση τιμή περιόδου)



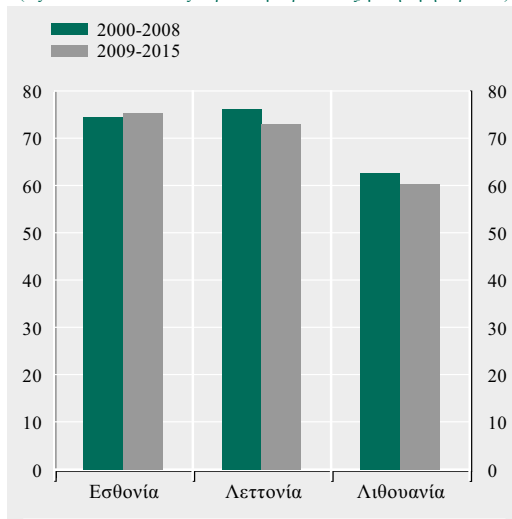
καθώς είχαν θέσει ως μακροπρόθεσμο εθνικό στόχο την ένταξή τους στην ΕΕ και στη ζώνη του ευρώ. Αυτό επιβεβαιώνεται από το γεγονός ότι σύντομα κατάφεραν να πετύχουν ιδιαίτερα υψηλό βαθμό οικονομικής ολοκλήρωσης με τις χώρες της ΕΕ. Ειδικότερα, όπως προκύπτει από το Διάγραμμα 1, οι οικονομίες αυτές είχαν αρκετά μεγάλο άνοιγμα προς το εξωτερικό εμπόριο ήδη από την αρχή της προηγούμενης δεκαετίας, ενώ ταυτόχρονα, σύμφωνα με το Διάγραμμα 2, και ο βαθμός εμπορικής τους ολοκλήρωσης με τις χώρες της ΕΕ ήταν ιδιαίτερα υψηλός.

Παράλληλα, οι τρεις χώρες προχώρησαν στην υιοθέτηση σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας των νομισμάτων τους έναντι του ευρώ, γεγονός που σήμαινε ότι η νομισματική τους πολιτική δεν μπορούσε να αποκλίνει σε μεγάλο βαθμό από εκείνη της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Επιπρόσθετα, η ομοιότητα της δομής των οικονομιών τους διευκολύνει τη διερεύνηση της από κοινού ικανοποίησης των κριτηρίων για την ένταξη των χωρών αυτών στη ζώνη του ευρώ.

² Συγκεκριμένα, η Εσθονία το 2011, η Λεττονία το 2014 και η Λιθουανία το 2015.

Διάγραμμα 2 Εμπορικές συναλλαγές των βαλτικών χωρών με τις χώρες της ΕΕ

(ως % του συνολικού εξωτερικού εμπορίου τους, μέση τιμή περιόδου)

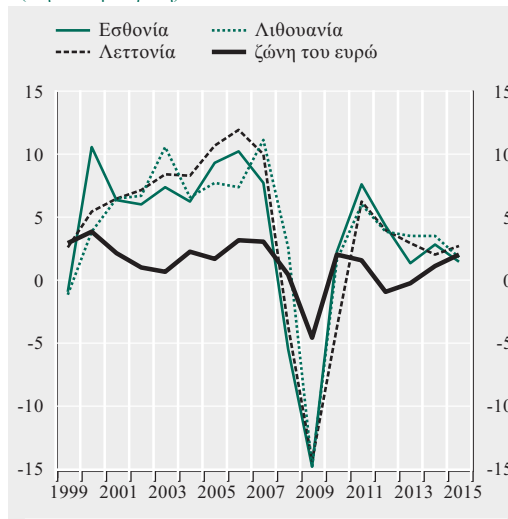


Πηγή: AMECO.

Στην ανάλυση που ακολουθεί θα εξετάσουμε κατά πόσον το αφήγημα που προαναφέραμε επαληθεύεται στην περίπτωση των τριών βαλτικών οικονομιών. Αν δηλαδή ισχύει στην περίπτωση των χωρών αυτών ο ισχυρισμός ότι η σύγκρισή τους με τις ευρωπαϊκές χώρες πριν από την κρίση ήταν συγκυριακή, που σημαίνει ότι διαχρονικά οι συνθήκες για το σχηματισμό μιας ΑΝΠ με τη ζώνη του ευρώ δεν ικανοποιούνταν, και ότι αυτό αναδείχθηκε κυρίως από τις δυσμενείς επιπτώσεις που προκάλεσε η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008. Μάλιστα, η απόκλιση που παρουσιάζουν οι χώρες αυτές σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ μετά την κρίση αποτυπώνεται στην ισχυρή ανάκαμψη των οικονομιών τους μετά τη μεγάλη πτώση του ΑΕΠ το 2009, σε αντίθεση με την ασθενική ανάκαμψη των οικονομιών της ζώνης του ευρώ. Ειδικότερα, σύμφωνα με το Διάγραμμα 3, η κρίση του 2008, ενώ προκάλεσε μεγάλη πτώση στο ΑΕΠ των χωρών αυτών το 2009 σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ (περίπου 14,5%, έναντι 4,5% αντίστοιχα), η ανάκαμψή τους ήταν άμεση και ιδιαίτερα ισχυρή. Από την άλλη πλευρά, η πορεία των ευρωπαϊκών οικονομιών ήταν αρκετά διαφορετική, καθώς η αρχική ανάκαμψη ήταν αδύναμη ενώ στη συνέχεια διολίσθησαν εκ νέου σε ύφεση. Επομένως, μετά τη μεγάλη

Διάγραμμα 3 Πραγματικό ΑΕΠ

(ετήσια % μεταβολή)



Πηγή: AMECO.

πτώση του ΑΕΠ των βαλτικών χωρών το 2009, η απόκλιση των οικονομιών τους εμφανίζεται να συνδέεται και με τη συγκριτικά καλύτερη επίδοσή τους έναντι των οικονομιών της ζώνης του ευρώ. Για το λόγο αυτό, όπως θα δούμε άλλωστε, η ανάλυση εξετάζει χωριστά τις δύο περιόδους πριν και μετά την κρίση.

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται έχει ως βάση τη θεωρία της Ισοδυναμίας των Αγοραστικών Δυνάμεων (ΙΑΔ) (Purchasing Power Parity – PPP).³ Συγκεκριμένα, στηρίζεται στην απλή παραδοχή ότι, εφόσον υπάρχει σημαντικός βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης εντός μιας νομισματικής ένωσης, οι πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες των χωρών-μελών θα πρέπει να ακολουθούν πορεία σύγκλισης. Με άλλα λόγια, εφόσον οι οικονομίες πληρούν τα κριτήρια για μια νομισματική ένωση, αυτό συνεπάγεται συμμετρία στις διαταραχές που τις πλήττουν και ως εκ τούτου οι μακροοικονομικές μεταβλητές τους κινούνται από κοινού.

³ Η επιλογή της συγκεκριμένης μεθοδολογίας σε μεγάλο βαθμό συνδέεται τόσο με τη διαθεσιμότητα των στοιχείων για συναλλαγματικές ισοτιμίες και τιμές σε μηνιαία βάση, γεγονός που μας εξασφαλίζει επαρκή αριθμό παρατηρήσεων, όσο και με θέματα αξιοπιστίας, δεδομένου ότι τα στοιχεία για συναλλαγματικές ισοτιμίες και τα επίπεδα τιμών χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη διαφάνεια.

Ειδικότερα, σύμφωνα με τη θεωρία της Γενικευμένης ΙΑΔ (Generalised PPP), εφόσον οι θεμελιώδεις οικονομικές μεταβλητές που καθορίζουν τις πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες μιας ομάδας οικονομιών είναι μη στάσιμες, τότε οι πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες των οικονομιών αυτών είναι μη στάσιμες. Παρ' όλα αυτά, στην περίπτωση που οι μεταβλητές αυτές μακροχρόνια τείνουν να έχουν κοινή τάση, διαμορφώνουν μια σχέση συνολοκλήρωσης (Enders and Hurn 1994). Αυτό σημαίνει ότι οι οικονομίες αυτές πιθανόν να αποτελούν μια ΑΝΠ, εφόσον οι χώρες παρουσιάζουν παρόμοιες πραγματικές διαταραχές (Mundell 1961).

Τέλος, αξίζει να σημειώσουμε ότι το οικονομικό υπόδειγμα που εφαρμόζεται, πέραν της εξέτασης της συσχέτισης των πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών των τριών χωρών της Βαλτικής με την ΕΕ, χρησιμοποιείται και για τη διερεύνηση ύπαρξης αντίστοιχης συσχέτισης των ισοτιμιών αυτών με το δολάριο ΗΠΑ. Αυτή η εμπειρική διερεύνηση γίνεται για λόγους επαλήθευσης των συμπερασμάτων της ανάλυσης, καθώς οι χώρες της Βαλτικής, αν και έχουν περιορισμένες εμπορικές σχέσεις με τις ΗΠΑ, ιδιαίτερα σε σύγκριση με την ΕΕ, είχαν χρησιμοποιήσει το δολάριο ως νόμισμα αναφοράς σε πρώιμο στάδιο της διαδικασίας μετάβασης και πριν από την εμφάνιση του ευρώ.

Η δομή της μελέτης έχει ως ακολούθως: Στην επόμενη ενότητα αναλύεται το θεωρητικό πλαίσιο. Τα δεδομένα της έρευνας και η οικονομετρική μεθοδολογία παρουσιάζονται στην ενότητα 3. Στην ενότητα 4 αναλύονται τα εμπειρικά αποτελέσματα. Τέλος, η ενότητα 5 αναφέρεται στα συμπεράσματα της μελέτης.

2 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΓΕΝΙΚΕΥΜΕΝΗΣ ΙΣΟΔΥΝΑΜΙΑΣ ΑΓΟΡΑΣΤΙΚΩΝ ΔΥΝΑΜΕΩΝ

Η θεωρία της Γενικευμένης ΙΑΔ είναι η βασική θεωρία που χρησιμοποιείται στη σχετική βιβλιογραφία για να ελεγχθεί αν μια ομάδα χωρών αποτελεί νομισματική περιοχή.

Έχει προταθεί από τους Enders and Hurn (1994) και βασίζεται στην εξής ιδέα: είναι πιθανόν τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη που καθορίζουν τις πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες μιας ομάδας χωρών να μην είναι στάσιμα και κατά συνέπεια και οι πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες να μην είναι στάσιμες. Όμως αν τα θεμελιώδη μεγέθη των χωρών συγκλίνουν σε μια κοινή πορεία, τότε και οι πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες θα έχουν κοινή πορεία και θα συγκλίνουν σε μια σχέση ισορροπίας μακροχρόνια (θα συνδέονται σε μια σχέση συνολοκλήρωσης). Σε αυτή την περίπτωση, οι οικονομίες αποτελούν μια άριστη νομισματική περιοχή, όπως την ορίζει ο Mundell (1961), ο οποίος υποστηρίζει ότι δύο ή περισσότερες οικονομίες αποτελούν άριστη νομισματική περιοχή, αν παρουσιάζουν κοινές διακυμάνσεις. Σε μια διαφορετική ανάγνωση, η θεωρία επίσης υποστηρίζει ότι, όταν υπάρχουν ισχυρές αλληλεξαρτήσεις μεταξύ των μελών μιας ομάδας οικονομιών, τότε η συμπεριφορά μιας διμερούς συναλλαγματικής ισοτιμίας εξαρτάται από τις εξελίξεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες και τις οικονομίες των υπόλοιπων μελών της ομάδας.⁴

Το πρώτο βήμα για να ελεγχθεί η θεωρία της Γενικευμένης ΙΑΔ είναι ο έλεγχος στασιμότητας των πραγματικών ισοτιμιών μεταξύ των υπό ανάλυση οικονομιών. Η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία R δίνεται από τον τύπο:

$$R = S (P / P^*) \quad (1)$$

όπου S είναι η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία (εθνικό νόμισμα εκφρασμένο ως προς το ξένο), P^* είναι το γενικό επίπεδο τιμών της ξένης χώρας και P είναι το γενικό επίπεδο των εγχώριων τιμών. Μια αύξηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας σημαίνει υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος, ενώ μια μείωση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας σημαίνει ανατίμηση.

⁴ Η ιδέα για από κοινού ανάλυση των διμερών συναλλαγματικών ισοτιμιών μέσα σε σύστημα χωρών έχει αναπτυχθεί, μεταξύ άλλων, στο Sideris (2006β).

Στην περίπτωση που η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία των νομισμάτων των δύο χωρών είναι στάσιμη, τότε ισχύει για αυτές η Ισοτιμία Αγοραστικής Δύναμης – ΙΑΔ – (οποιαδήποτε μεταβολή στο λόγο των επιπέδων των τιμών των δύο χωρών αντανakλάται σε ανάλογη μεταβολή της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας), καταδεικνύοντας ότι οι χώρες αυτές έχουν σημαντικούς εμπορικούς και οικονομικούς δεσμούς και οι οικονομίες τους συγκλίνουν. Αντίθετα, μια μη στάσιμη πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία των νομισμάτων των δύο χωρών δείχνει, σε πρώτη ανάγνωση, ασθενείς οικονομικούς δεσμούς μεταξύ τους. Παρ' όλα αυτά, υπάρχει περίπτωση οι – μη στάσιμες – πραγματικές ισοτιμίες να έχουν κοινή πορεία μακροχρόνια, στοιχείο που αποτελεί ένδειξη οικονομικής σύγκλισης/ενοποίησης και ύπαρξης νομισματικής περιοχής μεταξύ των οικονομιών.

Πιο συγκεκριμένα, και ακολουθώντας τους Enders and Hurn (1994), σε έναν κόσμο n χωρών υφίσταται νομισματική ένωση m χωρών ($m \leq n$), όταν ισχύει η σχέση Γενικευμένης ΙΑΔ, δηλαδή η σχέση μακροχρόνιας ισορροπίας μεταξύ των $m - 1$ διμερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, της μορφής:

$$r_{2jt} = a + b_{3jt}r_{3jt} + b_{4jt}r_{4jt} + b_{5jt}r_{5jt} + \dots + b_{mjt}r_{mjt} + e_t \quad (2)$$

όπου r_{ijt} είναι ο λογάριθμος των διμερών πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών σε μια περίοδο t μεταξύ των χωρών j και i . Στη σχέση ισορροπίας (2), a είναι ο προσδιοριστικός όρος, b_{ijs} είναι οι παράμετροι που αντιπροσωπεύουν το βαθμό συµμεταβολής των πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών και e_t είναι ο διαταρακτικός όρος. Οι παράμετροι b_{ij} αντικατοπτρίζουν τις οικονομικές αλληλεξαρτήσεις μεταξύ μιας ομάδας χωρών. Οι παράμετροι b_{ijs} συνδέονται με τη διάρθρωση της συνθηροιστικής ζήτησης κάθε χώρας, ενώ χαμηλότερες εκτιμώμενες τιμές των b_{ijs} δείχνουν μεγαλύτερες ομοιότητες στη διάρθρωση των οικονομιών από την πλευρά της ζήτησης (Enders and Hurn 1994).

Η θεωρία της Γενικευμένης ΙΑΔ έχει εφαρμοστεί σε σημαντικό αριθμό εμπειρικών μελετών για να ελεγχθεί αν αποτελούν άριστη νομισματική περιοχή ομάδες χωρών με κοινά χαρακτηριστικά (βλ. μεταξύ άλλων Sarno (1997) για χώρες του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος, Antonucci and Girardi (2006) για τις χώρες της ONE, Kawasaki and Ogawa (2006), Wilson and Choy (2007) και Nusair (2012) για χώρες της Ανατολικής Ασίας, Neves et al. (2007) για τις χώρες της Λατινικής Αμερικής του Mercosur, Sideris (2011) για τις κεντροευρωπαϊκές χώρες σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ).

3 ΤΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ Η ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Στη συγκεκριμένη εμπειρική προσέγγιση χρησιμοποιούνται μηνιαίες παρατηρήσεις για τα εγχώρια νομίσματα των τριών χωρών της Βαλτικής, ήτοι της Λεττονίας, της Λιθουανίας και της Εσθονίας, σε σχέση με το ευρώ και το δολάριο ΗΠΑ. Για τον υπολογισμό της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας χρησιμοποιούνται οι Δείκτες Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ, CPI). Η επιλογή των ΔΤΚ οφείλεται στο γεγονός ότι οι ΔΤΚ είναι οι δείκτες που δημοσιεύονται για όλες τις χώρες, με διαθέσιμο μεγάλο δείγμα παρατηρήσεων και με κοινή μεθοδολογία κατασκευής.⁵

Η περίοδος του δείγματος καθορίζεται από τη διαθεσιμότητα των δεδομένων. Ειδικότερα, τα διαθέσιμα στοιχεία των μηνιαίων παρατηρήσεων των ΔΤΚ ξεκινούν από το Φεβρουάριο του 1995 και ολοκληρώνονται το Νοέμβριο του 2014 (258 μηνιαίες παρατηρήσεις). Τα δεδομένα ελήφθησαν από την ηλεκτρονική βάση δεδομένων του International Financial Statistics (IFS) και τη Eurostat.

Οι δείκτες τιμών (P) αφορούν μηνιαία δεδομένα με έτος βάσης το 2005 (2005=100). Οι

⁵ Ο Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή θα ήταν ακόμη πιο κατάλληλος, αλλά είναι διαθέσιμος για μικρότερο δείγμα παρατηρήσεων.

τιμές για τις ονομαστικές συναλλαγματικές ισοτιμίες (S) των τριών χωρών της Βαλτικής αφορούν το τέλος της περιόδου, δηλ. το τέλος κάθε μήνα.⁶ Με βάση τις τιμές και τις ονομαστικές ισοτιμίες, υπολογίζονται οι πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες (R) των τριών χωρών της Βαλτικής. Οι λογαριθμισμένες χρονολογικές σειρές των πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών σημειώνονται ως r_{ij} , όπου ο δείκτης i λαμβάνει τις τιμές la , li και es , για τη Λεττονία, τη Λιθουανία και την Εσθονία αντίστοιχα και ο δείκτης j λαμβάνει τιμές € και \$ για το ευρώ και το δολάριο αντίστοιχα. Τα δεδομένα των ονομαστικών συναλλαγματικών ισοτιμιών ελήφθησαν από τη μηνιαία βάση δεδομένων του Vienna Institute for International Economic Studies.

Για να διερευνηθούν οι πιθανές επιπτώσεις που προέρχονται από την κρίση του 2008, η ανάλυση γίνεται: (i) για την προ κρίσης περίοδο, από το Φεβρουάριο του 1995 έως και το Σεπτέμβριο του 2008 (164 παρατηρήσεις), και (ii) για την περίοδο μετά την κρίση, από τον Οκτώβριο του 2008 έως και το Νοέμβριο του 2014 (74 παρατηρήσεις).⁷

Αρχικά, οι σειρές των πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών της Λεττονίας, της Λιθουανίας και της Εσθονίας έναντι του ευρώ (και του δολαρίου) ελέγχονται ως προς τη στασιμότητά τους, εφαρμόζοντας ελέγχους μοναδιαίας ρίζας. Εν συνεχεία, και στην περίπτωση που οι πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες αποδειχθούν μη στάσιμες, ελέγχεται αν υφίσταται σχέση Γενικευμένης ΙΑΔ μεταξύ των οικονομιών της Βαλτικής και της οικονομίας της ζώνης του ευρώ (και της οικονομίας των ΗΠΑ) χρησιμοποιώντας την τεχνική συνολοκλήρωσης του Johansen (1995).

4 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

4.1 ΕΛΕΓΧΟΙ ΜΟΝΑΔΙΑΙΑΣ ΡΙΖΑΣ

Για τον έλεγχο της στασιμότητας των σειρών εφαρμόζεται ο έλεγχος Elliott, Rothenberg and Stock (ERS) (βλ. μεταξύ άλλων Neves et

al. 2007). Οι παλινδρομήσεις των σειρών περιλαμβάνουν σταθερά και τάση, μετά από έλεγχο για τη στατιστική τους σημαντικότητα. Το εύρος των χρονικών υστερήσεων (το οποίο έχει επίδραση στα αποτελέσματα των ελέγχων μοναδιαίας ρίζας) επιλέγεται με βάση το κριτήριο της πληροφορίας του Schwarz (Schwarz Information Criterion, SIC). Οι παλινδρομήσεις εκτιμώνται με τη μέθοδο spectral OLS. Τα αποτελέσματα των ελέγχων των χρονολογικών σειρών των ισοτιμιών παρουσιάζονται στον Πίνακα 1. Παρέχουν ενδείξεις ότι όλες οι σειρές είναι $I(1)$.⁸

Πιο αναλυτικά, με βάση τα αποτελέσματα για τις πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες ως προς το ευρώ, $r_{li€}$, $r_{la€}$ και $r_{es€}$, που παρουσιάζονται στον Πίνακα 1Α, οι στατιστικές από τον έλεγχο ERS λαμβάνουν τιμές $P_{li€}=110,06$ για τη Λιθουανία, $P_{la€}=78,90$ για τη Λεττονία και $P_{es€}=282,60$ για την Εσθονία, οι οποίες είναι σε απόλυτη τιμή υψηλότερες από την κρίσιμη τιμή του ελέγχου σε επίπεδο σημαντικότητας 5% (5,65). Κατά συνέπεια, η μηδενική υπόθεση H_0 δεν απορρίπτεται και οι μεταβλητές $r_{li€}$, $r_{la€}$ και $r_{es€}$, σε επίπεδα, είναι μη στάσιμες. Η μη στασιμότητα συνεπάγεται την ύπαρξη τουλάχιστον μίας μοναδιαίας ρίζας, δηλαδή οι χρονολογικές σειρές είναι τουλάχιστον ολοκληρωμένες πρώτου βαθμού ($I(1)$), ωστόσο δεν αποκλείεται ο βαθμός ολοκλήρωσης να είναι μεγαλύτερος από αυτόν. Προκειμένου να καθοριστεί ο βαθμός ολοκλήρωσης των $r_{li€}$, $r_{la€}$ και $r_{es€}$, επαναλαμβάνεται ο έλεγχος στην πρώτη διαφορά τους, δηλαδή στις $\Delta r_{li€}$, $\Delta r_{la€}$ και $\Delta r_{es€}$. Σε αυτή την περίπτωση, οι στατιστικές P από τον έλεγχο ERS λαμβάνουν τιμές ($P_{li€}=0,91$ για τη Λιθουανία, $P_{la€}=0,99$ για τη Λεττονία και $P_{es€}=1,40$ για την Εσθονία), οι οποίες είναι σε απόλυτη τιμή κατά πολύ χαμηλότερες από την

6 Η ισοτιμία των εθνικών νομισμάτων των βαλτικών χωρών πριν από το Δεκέμβριο του 1998 είναι εκφρασμένη σε ECU. Οι ονομαστικές σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες της Εσθονίας και της Λεττονίας σε σχέση με το δολάριο ΗΠΑ από το Δεκέμβριο του 2010 και το Δεκέμβριο του 2013 αντίστοιχα εκφράζονται με βάση την ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου.

7 Το Σεπτέμβριο του 2008 ξεκίνησε η χρηματοπιστωτική κρίση, λόγω της κατάρρευσης της Lehman Brothers.

8 Τα αποτελέσματα είναι συμβατά με τα ευρήματα των Sideris (2006α) και Hsing (2008).

**Πίνακας 1 Έλεγχοι μοναδιαίας ρίζας (ERS)
(Φεβρουάριος 1995-Νοέμβριος 2014)**

Α. Πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες ως προς το ευρώ					
Μεταβλητές	Προσδιοριστικοί όροι	Έλεγχος ύπαρξης μοναδιαίας ρίζας σε:			
		Επίπεδο		1εξ διαφορές	
		P-stat	κ.τ. (5%)	P-stat	κ.τ. (5%)
$r_{li€}$	c, t	110,06	5,65	0,91	5,65
$r_{la€}$	c, t	78,90	5,65	0,99	5,65
$r_{es€}$	c, t	282,60	5,65	1,40	5,65
Β. Πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες ως προς το δολάριο ΗΠΑ					
Χώρες	Προσδιοριστικοί όροι	Έλεγχος ύπαρξης μοναδιαίας ρίζας σε:			
		Επίπεδο		1εξ διαφορές	
		P-stat	κ.τ. (5%)	P-stat	κ.τ. (5%)
$r_{li\$}$	c, t	19,17	5,65	0,79	5,65
$r_{la\$}$	c, t	14,05	5,65	1,08	5,65
$r_{es\$}$	c, t	11,40	5,65	0,97	5,65

κρίσιμη τιμή σε επίπεδο σημαντικότητας 5% (5,65). Κατά συνέπεια, η μηδενική υπόθεση H_0 απορρίπτεται και οι μεταβλητές $\Delta r_{li€}$, $\Delta r_{la€}$ και $\Delta r_{es€}$ είναι στάσιμες. Άρα οι χρονολογικές σειρές $r_{li€}$, $r_{la€}$ και $r_{es€}$ είναι $I(1)$.

Στον Πίνακα 1B παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των ελέγχων μοναδιαίας ρίζας για τις πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες ως προς το δολάριο, $r_{li\$}$, $r_{la\$}$ και $r_{es\$}$. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των ελέγχων, οι χρονολογικές σειρές $r_{li\$}$, $r_{la\$}$ και $r_{es\$}$ είναι $I(1)$.

4.2 ΕΛΕΓΧΟΣ ΥΠΑΡΞΗΣ ΓΕΝΙΚΕΥΜΕΝΗΣ ΙΑΔ ΜΕ ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΝΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗΣ

Τάξεις συνολοκλήρωσης

Σ' αυτή την ενότητα ελέγχεται αν υπάρχει σχέση μακροχρόνιας ισορροπίας μεταξύ των πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών της μορφής (2) που εκφράζει σχέση Γενικευμένης ΙΑΔ. Στην ανάλυση χρησιμοποιείται η μεθοδολογία συνολοκλήρωσης του Johansen, που βασίζεται στην εκτίμηση αυτοπαλινδρόμων συστημάτων (Vector Auto Regressive systems, VARs) (Johansen 1995). Το πλήθος των υστε-

ρήσεων των συστημάτων VAR καθορίζεται με βάση το κριτήριο της πληροφορίας του Akaike (Akaike Information Criterion, AIC). Σύμφωνα με τη μεθοδολογία, ο προσδιορισμός του αριθμού των σχέσεων που συνολοκληρώνονται γίνεται με βάση δύο ελέγχους: τον έλεγχο ίχνους (Trace Test) και τον έλεγχο μέγιστης ιδιοτιμής (Max-Eigen). Η ανάλυση πραγματοποιείται για δύο διαφορετικές περιόδους, πριν και μετά την κρίση, για τις δύο ομάδες πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών ως προς το ευρώ και ως προς το δολάριο.

Τα αποτελέσματα για ύπαρξη σχέσης Γενικευμένης ΙΑΔ μεταξύ των συναλλαγματικών ισοτιμιών ως προς το ευρώ παρουσιάζονται στον Πίνακα 2. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των δύο στατιστικών ελέγχων (ίχνους και μέγιστης ιδιοτιμής), υπάρχει μια σχέση συνολοκλήρωσης στο σύστημα για την περίοδο πριν από την έναρξη της κρίσης, δηλ. Φεβρουάριος 1995-Σεπτέμβριος 2008 (βλ. Πίνακα 2Α).⁹ Τα

⁹ Η εκτιμώμενη στατιστική τιμή του ελέγχου ίχνους (34,82) είναι υψηλότερη από την κρίσιμη τιμή στο επίπεδο εμπιστοσύνης 0,05% (29,80), επομένως απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση H_0 για μη ύπαρξη συνολοκλήρωσης. Ομοίως, η τιμή της στατιστικής μέγιστης ιδιοτιμής (23,17) είναι υψηλότερη από την κρίσιμη τιμή στο επίπεδο εμπιστοσύνης 0,05% (21,13).

Πίνακας 2 Ανάλυση συνολοκλήρωσης για τις ισοτιμίες ως προς το ευρώ

Α. Φεβρουάριος 1995-Σεπτέμβριος 2008				
Τάξη	Στατιστική μέγιστης ιδιοτιμής	κ.τ. (95%)	Έλεγχος ίχνους	κ.τ. (95%)
0	23,17*	21,13	34,82*	29,80
1	8,66	14,26	11,66	15,49
2	3,0	3,84	3,0	3,84
Β. Οκτώβριος 2008-Νοέμβριος 2014				
Τάξη	Στατιστική μέγιστης ιδιοτιμής	κ.τ. (95%)	Έλεγχος ίχνους	κ.τ. (95%)
0	14,60	21,13	21,46	29,80
1	6,20	14,26	7,01	15,49
2	0,38	3,84	0,38	3,84

* Συμβολίζει απόρριψη της υπόθεσης σε επίπεδο 0,05.

αποτελέσματα συνηγορούν στην ύπαρξη σχέσης ισορροπίας για την περίοδο πριν από την έναρξη της κρίσης. Με άλλα λόγια, η ανάλυση δείχνει ότι οι χώρες πληρούν τις προϋποθέσεις μιας ΑΝΠ με την ευρωζώνη για την περίοδο πριν από την έναρξη της κρίσης. Οι πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες φαίνεται να είναι στενά συνδεδεμένες και ακολουθούν μια σχέση Γενικευμένης ΙΑΔ κατά τη διάρκεια της περιόδου πριν από την κρίση.

Ωστόσο, τα αποτελέσματα για την περίοδο μετά το ξέσπασμα της κρίσης (Οκτώβριος 2008-Νοέμβριος 2014), τα οποία παρουσιάζονται στον Πίνακα 2Β, δεν παρέχουν ενδείξεις για σχέση ισορροπίας. Οι έλεγχοι ίχνους και μέγιστης ιδιοτιμής δεν δίνουν ενδείξεις για την ύπαρξη συνολοκλήρωσης μεταξύ των ισοτιμιών.¹⁰ Οι τρεις ισοτιμίες δεν αλληλοεπηρεάζονται μακροχρόνια στην περίοδο μετά την έναρξη της κρίσης.

Σύμφωνα με τα παραπάνω αποτελέσματα, οι τρεις βαλτικές χώρες εμφανίζονται να αποτελούν ΑΝΠ με τη ζώνη του ευρώ για την περίοδο πριν από την κρίση, αλλά όχι μετά από αυτή. Για την προ της κρίσης περίοδο, αυτό σημαίνει ότι η αρνητική επίπτωση από το γεγονός ότι οι οικονομίες αυτές βρισκόταν σε διαδικασία μετάβασης αντισταθμίστηκε πλή-

ρως από τη θετική επίδραση που ασκούσαν: (α) ο υψηλός βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης με τις χώρες της ζώνης του ευρώ, (β) η σταθερότητα της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας με το ευρώ λόγω της ακολουθούμενης συναλλαγματικής πολιτικής, (γ) ο σημαντικός βαθμός ευελιξίας που διέκρινε το θεσμικό πλαίσιο των χωρών αυτών, κυρίως της αγοράς εργασίας, και (δ) η ευνοϊκή οικονομική συγκυρία που χαρακτηριζόταν από απουσία σημαντικών ασύμμετρων διαταραχών κυρίως την περίοδο μετά το 2000 και πριν από τη μεγάλη κρίση. Σύμφωνα με τα εμπειρικά αποτελέσματα όμως, η κρίση του 2008 οδήγησε σε ex post ανατροπή των δεδομένων, καθώς η οικονομική δραστηριότητα των βαλτικών οικονομιών διαφοροποιείται σε σχέση με την ευρωζώνη εξαιτίας της εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών.

Τα αποτελέσματα του ελέγχου συνολοκλήρωσης σε σχέση με το δολάριο ΗΠΑ, όπως παρουσιάζονται στον Πίνακα 3, δεν δείχνουν ύπαρξη μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ των συναλλαγματικών ισοτιμιών κατά τις δύο

¹⁰ Η εκτιμώμενη στατιστική τιμή του ελέγχου ίχνους (21,46) είναι χαμηλότερη από την κρίσιμη τιμή στο επίπεδο εμπιστοσύνης 0,05% (29,80), ενώ η τιμή της στατιστικής μέγιστης ιδιοτιμής (14,46) είναι χαμηλότερη από την κρίσιμη τιμή (21,13). Επομένως, με βάση και τους δύο ελέγχους, γίνεται δεκτή η μηδενική υπόθεση H_0 για μη ύπαρξη συνολοκλήρωσης.

Πίνακας 3 Έλεγχος τάξεων συνολοκλήρωσης κατά Johansen σε σχέση με το δολάριο ΗΠΑ

Α. Φεβρουάριος 1995-Σεπτέμβριος 2008				
Τάξη	Στατιστική μέγιστης ιδιοτιμής	κ.τ. (95%)	Έλεγχος ίχνους	κ.τ. (95%)
0	8,74	21,13	14,55	29,80
1	4,03	14,26	5,80	15,49
2	1,77	3,84	1,77	3,84
Β. Οκτώβριος 2008-Νοέμβριος 2014				
Τάξη	Στατιστική μέγιστης ιδιοτιμής	κ.τ. (95%)	Έλεγχος ίχνους	κ.τ. (95%)
0	9,78	21,13	16,89	29,80
1	6,54	14,26	7,11	15,49
2	0,57	3,84	0,57	3,84

περιόδους και με την έννοια αυτή ήταν αναμενόμενα. Όπως διαπιστώνεται για τις περιόδους πριν αλλά και μετά την κρίση, δεν υπάρχουν ενδείξεις για συνολοκλήρωση μεταξύ των ισοτιμιών.¹¹ Οι πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες ακολουθούν διαφορετικές πορείες που δεν συγκλίνουν.

Η μακροχρόνια σχέση: οι μακροχρόνιες ελαστικότητες

Ο Πίνακας 4 παρουσιάζει την εκτιμώμενη σχέση συνολοκλήρωσης του συστήματος. Περιγράφει τη σχέση Γενικευμένης ΙΑΔ μεταξύ των τριών πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών για την περίοδο Φεβρουάριος 1995-Σεπτέμβριος 2008. Η σχέση μπορεί να “κανονικοποιηθεί” ως προς την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία της Εσθονίας, που έτσι εκφράζει πιο απλά τη σχέση μεταξύ των

πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών των τριών βαλτικών χωρών.¹² Οι εκτιμώμενοι συντελεστές ερμηνεύονται ως μακροπρόθεσμες ελαστικότητες. Όλοι οι συντελεστές είναι στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Οι εκτιμώμενοι συντελεστές είναι μικρότεροι της μονάδας. Σύμφωνα με τη μακροχρόνια σχέση, μια αύξηση (πτώση) της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας της Εσθονίας κατά 1% θα έχει ως επίπτωση πτώση (αύξηση) 0,09% στην πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματος της Λεττονίας έναντι του

¹¹ Για την περίοδο προ της κρίσης ισχύει: Η στατιστική τιμή του ελέγχου ίχνους (14,55) είναι χαμηλότερη από την κρίσιμη τιμή για επίπεδο εμπιστοσύνης 0,05% (29,80), ενώ η τιμή της στατιστικής μέγιστης ιδιοτιμής (8,74) είναι χαμηλότερη από την κρίσιμη τιμή (21,13).

¹² Η κανονικοποίηση μπορεί να γίνει ως προς οποιαδήποτε ισοτιμία, με ανάλογη μετατροπή των παραμέτρων της μακροχρόνιας σχέσης.

Πίνακας 4 Εκτιμώμενη σχέση συνολοκλήρωσης

Πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία σε σχέση με το ευρώ (Φεβρουάριος 1995-Σεπτέμβριος 2008)			
	$\Gamma_{es\text{€}}$	$\Gamma_{la\text{€}}$	$\Gamma_{li\text{€}}$
Συντελεστές	1	-0,09	0,19
t-stats		-3,70	2,64
Τυπικές αποκλίσεις		0,024	0,073
Πιθανότητα		0,0003	0,009

Πίνακας 5 Εκτιμώμενοι συντελεστές προσαρμογής

Ισοτιμίες ως προς το ευρώ (Φεβρουάριος 1995-Σεπτέμβριος 2008)			
	Συντελεστές προσαρμογής	Τυπικές αποκλίσεις	t-stats
Δr_{it}	0,169	0,04	4,39
Δr_{it}	0,088	0,03	2,60
Δr_{es}	-0,02	0,014	-1,59

ευρώ, ενώ θα επιφέρει αύξηση (πτώση) 0,19% στην πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματος της Λιθουανίας. Οι χαμηλές τιμές των συντελεστών ερμηνεύονται ως ένδειξη μεγάλου βαθμού ομοιογένειας των οικονομιών. Σύμφωνα με τους Enders and Hurn (1994), οι χαμηλές τιμές των παραμέτρων σημαίνουν ότι η κοινή πορεία των ισοτιμιών είναι αποτέλεσμα όχι τόσο των μεταξύ τους αλληλεπιδράσεων όσο του υψηλού βαθμού ομοιογένειας των οικονομιών. Υποθέτοντας ότι οι πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες επηρεάζονται από την παραγωγή (το ΑΕΠ) της κάθε χώρας, όσο πιο όμοιες είναι οι συναρτήσεις συναθροιστικής ζήτησης των χωρών, τόσο χαμηλότερες τιμές θα έχουν οι συντελεστές στη σχέση Γενικευμένης ΙΑΔ. Συνεπώς, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι βαλτικές οικονομίες χαρακτηρίζονται από κοινή δομή ως προς τη συναθροιστική ζήτηση.

Οι συντελεστές προσαρμογής

Η μέθοδος του Johansen (1995) επιπλέον εκτιμά τους συντελεστές προσαρμογής κάθε μεταβλητής στη μακροχρόνια σχέση. Οι συντελεστές προσαρμογής δείχνουν την ταχύτητα με την οποία μια απόκλιση από τη μακροχρόνια σχέση επιστρέφει στην ισορροπία, με άλλα λόγια την ταχύτητα με την οποία οι ισοτιμίες επιστρέφουν στη σχέση ισορροπίας. Έτσι, αν η εκτιμώμενη τιμή ενός συντελεστή προσαρμογής για μια μεταβλητή δεν είναι στατιστικά διαφορετική από το 0, τότε η βραχυχρόνια πορεία της μεταβλητής δεν επηρεάζεται από τη μακροχρόνια σχέση και η μεταβλητή ορίζεται ως ασθενώς εξωγενής.

Ο Πίνακας 5 παρουσιάζει τους εκτιμώμενους συντελεστές προσαρμογής για τη σχέση Γενικευμένης ΙΑΔ ως προς το ευρώ, της περιόδου Φεβρουάριος 1995-Σεπτέμβριος 2008. Οι συντελεστές προσαρμογής είναι στατιστικά σημαντικοί στις περιπτώσεις της Λιθουανίας και της Λεττονίας. Ο υψηλότερος συντελεστής αφορά την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία του λιθουανικού λίτας. Ο συντελεστής 0,169 συνεπάγεται ότι η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία λίτας/ευρώ προσαρμόζεται με ρυθμό 16,9% ανά μήνα προς τη μακροχρόνια σχέση.

Ο συντελεστής προσαρμογής της Εσθονίας δεν είναι στατιστικά σημαντικός, υποδηλώνοντας ότι η σχέση Γενικευμένης ΙΑΔ δεν επηρεάζει τη βραχυχρόνια κίνηση της ισοτιμίας $r_{es\epsilon}$ – δηλ. ότι η $r_{es\epsilon}$ είναι ασθενώς εξωγενής ως προς το σύστημα συνολοκλήρωσης. Παρ' όλα αυτά, αυτή η ασθενής εξωγένεια που παρουσιάζεται στην $r_{es\epsilon}$ μπορεί να οφείλεται στις συχνές παρεμβάσεις των νομισματικών αρχών της Εσθονίας, ώστε να διατηρήσουν την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία σε ένα προκαθορισμένο επίπεδο. Τα αποτελέσματα περί ασθενούς εξωγένειας μπορεί επίσης να αντανακλούν τις επιπτώσεις του θεσμικού και κανονιστικού πλαισίου που διέπει τις τιμές στην Εσθονία.¹³

5 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Τα αποτελέσματα της οικονομετρικής ανάλυσης για τις τρεις βαλτικές οικονομίες οδηγούν

¹³ Αξίζει να σημειωθεί ότι τα αποτελέσματα είναι ενδεικτικά της δυναμικής του συστήματος, όμως δεν ταυτοποιούν το συνολικό σύστημα συνολοκλήρωσης.

σε συμπεράσματα που συμβαδίζουν με τη γενικότερη αντίληψη για την πορεία της νομισματικής ένωσης. Ειδικότερα, ενώ οι χώρες αυτές την περίοδο πριν από τη χρηματοπιστωτική κρίση εμφανίζονται να αποτελούν ΑΝΠ με τη ζώνη του ευρώ, αυτό δεν επαληθεύεται για την περίοδο μετά τη μεγάλη κρίση του 2008. Πιο συγκεκριμένα, η εμφάνιση σημαντικών ασύμμετρων διαταραχών που συνδέονταν κυρίως με την παγκόσμια κρίση οδήγησε τις οικονομίες των βαλτικών χωρών και της ευρωζώνης σε πορεία απόκλισης.

Η εμπειρική ανάλυση αφορά τη διενέργεια ενός απλού ελέγχου του βαθμού σύγκλισης των πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών των τριών βαλτικών οικονομιών με το ευρώ, με στόχο να διαπιστωθεί αν πληρούνταν οι συνθήκες για το σχηματισμό μιας ΑΝΠ. Πιο συγκεκριμένα, εξετάζεται κατά πόσον υπάρχει συνολική ρωση ανάμεσα στις τρεις χώρες και τη ζώνη του ευρώ σε δύο περιόδους: η πρώτη είναι η περίοδος πριν από την κρίση του 2008, ήτοι το διάστημα Φεβρουάριος 1995-Σεπτέμβριος 2008, ενώ η δεύτερη είναι η περίοδος μετά την κρίση και ειδικότερα το διάστημα Οκτώβριος 2008-Νοέμβριος 2014.

Σύμφωνα με τη θεωρία της Γενικευμένης ΙΑΔ, τα εμπειρικά αποτελέσματα καταδεικνύουν την ύπαρξη μιας ΑΝΠ μεταξύ των τριών βαλτικών οικονομιών και της ζώνης του ευρώ για την περίοδο πριν από την έναρξη της κρίσης του 2008, ενώ αυτό δεν επαληθεύεται για την περίοδο μετά από αυτήν. Ειδικότερα, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι βαλτικές οικονομίες βρισκόνταν σε πορεία σύγκλισης με τη ζώνη του ευρώ, η οποία αποτυπώνεται στην τάση σύγκλισης των πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών τους για την περίοδο πριν από την κρίση. Στη σχετική σταθερότητα των ισοτιμιών συνέβαλε η αυξημένη εμπορική ολοκλήρωση των τριών οικονομιών με τη ζώνη του ευρώ, σε συνδυασμό με το ευνοϊκό διεθνές οικονομικό περιβάλλον αλλά και τους περιορισμούς στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής που έθετε το καθεστώς της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ως αποτέλεσμα, οι οικονομίες των τριών

χωρών ακολούθησαν πορεία πραγματικής σύγκλισης με τις οικονομίες των χωρών της ζώνης του ευρώ.

Ωστόσο, το ξέσπασμα της μεγάλης χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 κατέδειξε ότι η πορεία σύγκλισης των χωρών αυτών είχε υπερεκτιμηθεί, ενώ αντίθετα οι κίνδυνοι από την εμφάνιση σοβαρών ανισορροπιών στις οικονομίες αυτές είχαν υποεκτιμηθεί. Η κρίση δημιούργησε σημαντικές ασύμμετρες διαταραχές οι οποίες ανέδειξαν την ανεπάρκεια του βαθμού σύγκλισης των οικονομιών και αυτό αποτυπώθηκε στη συμπεριφορά των πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Γενικότερα, η εμπειρία της κρίσης κατέδειξε ότι η πορεία σύγκλισης την περίοδο πριν από την κρίση, η οποία σε σημαντικό βαθμό οδήγησε στη δημιουργία μεγάλων ανισορροπιών, ιδιαίτερος στον εξωτερικό τομέα των τριών οικονομιών, δεν ήταν διατηρήσιμη (IMF 2014).¹⁴ Αυτό είχε ως συνέπεια το ξέσπασμα της κρίσης να οδηγήσει τις χώρες της Βαλτικής σε μεγάλη ύφεση, η οποία ωστόσο οδήγησε στην άμεση υιοθέτηση μέτρων προσαρμογής που συνέβαλαν στη γρήγορη ανάκαμψη.¹⁵ Από την άλλη πλευρά, όπως αναφέρθηκε στην εισαγωγή, οι οικονομίες της ζώνης του ευρώ ακολούθησαν διαφορετική πορεία. Τα αποτελέσματα της μελέτης στηρίζουν αυτές τις διαπιστώσεις, καθώς η μεθοδολογία που εφαρμόστηκε κατά την περίοδο μετά την κρίση δείχνει ότι ο βαθμός σύγκλισης με τις οικονομίες της ζώνης του ευρώ δεν ήταν επαρκής.

Τα αποτελέσματα καταδεικνύουν ότι η διαδικασία σύγκλισης με τη ζώνη του ευρώ αποδυναμώθηκε τα τελευταία χρόνια, ως αποτέλεσμα της μεγάλης κρίσης του 2008. Πιο συγκεκριμένα, πριν από την κρίση του 2008 η ευνοϊκή οικονομική συγκυρία και η απουσία ασύμμετρων διαταραχών, σε συνδυασμό με την επιτάχυνση της οικονομικής ολοκλήρωσης

¹⁴ Σύμφωνα με αρκετούς αναλυτές, το αποτέλεσμα Balassa-Samuelson εξηγούσε σε μεγάλο βαθμό την πορεία σύγκλισης των οικονομιών αυτών και αποτελούσε το άλλοθι για την εμφάνιση των μεγάλων ανισορροπιών την περίοδο πριν από την κρίση. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιούμε δεν μπορεί να διαχωρίσει τη σημαντικότητα του συγκεκριμένου αποτελέσματος.

¹⁵ Ένα σημαντικό μέτρο πολιτικής που υιοθέτησαν ήταν αυτό της εσωτερικής υποτίμησης, που οδήγησε άμεσα στην ανάκαμψη του ιδιαίτερα μεγάλου εξαγωγικού τομέα των οικονομιών αυτών.

με την ΕΕ, που αντανakλούσε σε σημαντική έκταση και το ρόλο του ευρώ στις ευρωπαϊκές αγορές, συνέβαλαν ώστε οι οικονομίες των χωρών της Βαλτικής να εμφανίσουν αυξημένη σύγκλιση με τις αντίστοιχες της ζώνης του ευρώ. Το ξέσπασμα της μεγάλης χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 όμως κατέδειξε ότι ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης ήταν χαμηλότερος από ό,τι διαφαινόταν μέσω της σύγκλισης που είχε επιτευχθεί κατά την προ κρίσης εποχή (IMF 2014), με τις βαλτικές οικονομίες να ανακάμπτουν γρηγορότερα από τη ζώνη του ευρώ.

Παράλληλα, μια παρόμοια ανάλυση πραγματοποιήθηκε σε σχέση με την οικονομία των ΗΠΑ και τα αποτελέσματα έδειξαν ότι δεν υπάρχει προσαρμογή των τριών χωρών με τις ΗΠΑ ούτε πριν αλλά ούτε και μετά το ξέσπασμα της κρίσης. Το αποτέλεσμα αυτό επιβε-

βαιώνει τις αρχικές μας υποθέσεις, ότι δηλαδή η θεωρία της Γενικευμένης ΙΑΔ δεν ισχύει στην περίπτωση των ΗΠΑ. Τα αποτελέσματα για τις ΗΠΑ σε σημαντική έκταση αντικατοπτρίζουν τη σταδιακή αποδυνάμωση του δολαρίου στις ευρωπαϊκές αγορές, αλλά και τον περιορισμένο βαθμό οικονομικής ολοκλήρωσης των χωρών αυτών με τις ΗΠΑ.

Γενικότερα, η κρίση του 2008 κατέδειξε ότι η σύγκλιση των τριών βαλτικών χωρών με τη ζώνη του ευρώ, που είχε λάβει χώρα πριν από την εν λόγω κρίση, αν και σημαντική, δεν ήταν αρκετή ώστε να αποτρέψει την ανάδειξη των ατελειών της νομισματικής ένωσης. Θεωρούμε ότι τα αποτελέσματα για τις χώρες της Βαλτικής σε μεγάλο βαθμό είναι αντιπροσωπευτικά της γενικότερης κατάστασης που διαμορφώθηκε στην ευρωζώνη για αρκετό διάστημα μετά την κρίση.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

- Γιαννακόπουλος, Ν. και Γ. Δημόπουλος (2001), “Θεωρία νομισματικών ενώσεων”, στο: Δημόπουλος, Γ., Ν. Μπαλτάς και Ι. Χασσίδ (επιμ.), *Εισαγωγή στις Ευρωπαϊκές Σπονδές – Τόμος Β΄: Οικονομική Ολοκλήρωση και Πολιτικές*, Αθήνα: Εκδόσεις Ι. Σιδέρης, 329-369.
- Overtvfeldt, J.K. (2012), *Το τέλος του ευρώ: το αβέβαιο μέλλον της Ευρωπαϊκής Ένωσης*. Αθήνα: Εκδόσεις Μεταίχμιο.

Ξενόγλωσση

- Aggarwal, R. and M. Mougoue (1993), “Cointegration among Southeast Asian and Japanese currencies”, *Economic Letters*, 41(2), 161-166.
- Antonucci, D. and A. Girardi (2006), “Structural changes and deviations from the Purchasing Power Parity within the euro area”, *Applied Financial Economics*, 16, 185-198.
- Enders, W. and S. Hurn (1994), “Theory and tests of generalized purchasing-power parity: common trends and real exchange rates in the Pacific Rim”, *Review of International Economics*, 2(2), 179-190.
- Frankel, J. and A. Rose (1998), “The endogeneity of the optimum currency area criteria”, *Economic Journal*, 108(449), 1009-1025.
- Gibson, H.D., Th. Palivos and G.S. Tavlás (2014), “The crisis in the euro area: an analytic overview”, *Journal of Macroeconomics*, 39, 233-239.
- Hsing, Y. (2008), “On the functional form of PPP: the case of nine new EU countries”, *Applied Financial Economics Letters*, 4(6), 389-393.
- IMF (2014), *25 Years of Transition: Post-Communist Europe and the IMF. Regional Economic Issues, Special Report*. Eds: J. Roaf, R. Atoyan, B. Joshi, K. Krogulski and an IMF Staff Team. Washington: International Monetary Fund Publication Services.
- Johansen, S. (1995), *Likelihood-Based Inference in Cointegrated Vector Autoregressive Models*, Oxford: Oxford University Press.
- Kawasaki, K. and E. Ogawa (2006), “What should the weights of the three major currencies be in a common currency basket in East Asia?”, *Asian Economic Journal*, 20(1), 75-94.
- Mongelli, F.P. (2008), “European economic and monetary integration and the optimum currency area theory”, *European Economy, Economic Papers*, 302, Brussels: European Commission.
- Mundell, R.A. (1961), “A theory of optimum currency areas”, *The American Economic Review*, 12(4), 657-665.
- Neves, J.A., L. Stocco and S. Da Silva (2007), “Is Mercosur an optimum currency area?”, *Munich Personal RePEc Archive*, MPRA Paper No. 2758.
- Nusair, S. (2012), “Is East Asia an optimum currency area? A test of generalized purchasing power parity in the presence of structural breaks”, *Journal of the Asia Pacific Economy*, 17(3), 399-425.
- Sarno, L. (1997), “Policy convergence, the exchange rate mechanism and the misalignment of exchange rates. Some tests of purchasing power parity and generalized purchasing power parity”, *Applied Economics*, 29(5), 591-605.
- Sideris, D. (2006α), “Purchasing Power Parity in economies in transition: evidence from Central and East European countries”, *Applied Financial Economics*, 16(1-2), 135-143.
- Sideris, D. (2006β), “Testing for long-run PPP in a system context: evidence for the US, Germany and Japan”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 16(2), 143-154.
- Sideris, D. (2011), “Optimum currency areas, structural changes and the endogeneity of the OCA criteria: evidence from six new EU member states”, *Applied Financial Economics*, 21(4), 195-206.
- Wilson, P. and K.M. Choy (2007), “Prospects for enhanced exchange rate cooperation in East Asia: some preliminary findings from generalized PPP theory”, *Applied Economics*, 39(8), 981-995.

Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ (FINTECH)

Σοφία Ανυφαντάκη*

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο όρος “χρηματοοικονομική τεχνολογία” (Financial Technology ή FinTech) αναφέρεται στη χρήση της τεχνολογίας για την παροχή χρηματοοικονομικών λύσεων. Ως κλάδος το FinTech αναφέρεται στις νεοσύστατες τεχνολογικές επιχειρήσεις που εμφανίζονται με σκοπό να ανταγωνιστούν τους παραδοσιακούς τραπεζικούς και χρηματοπιστωτικούς παίκτες της αγοράς και προσφέρουν μια σειρά υπηρεσιών, από λύσεις πληρωμών μέσω κινητών τηλεφώνων (mobile payments, βλ. ενότητα 2.1) και πλατφόρμες χρηματοδότησης από το πλήθος (crowdfunding ή διαδικτυακή μικροχρηματοδότηση, βλ. ενότητα 2.2) μέχρι διαδικτυακά εργαλεία διαχείρισης χαρτοφυλακίου και διεθνείς μεταφορές χρημάτων. Οι εταιρίες FinTech προσελκύουν το ενδιαφέρον τόσο των διαφόρων χρηστών των τραπεζικών υπηρεσιών όσο και των επενδυτικών εταιριών, οι οποίες τις βλέπουν ως το μέλλον του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Η πρώτη αναφορά στον όρο FinTech μπορεί να εντοπιστεί στις αρχές της δεκαετίας του 1990 και συγκεκριμένα σε ένα πρόγραμμα συνεργασίας που ξεκίνησε από τη Citigroup.¹ Ωστόσο, μόλις το 2014 ο τομέας αυτός προσέκλυσε το αυξανόμενο ενδιαφέρον των ρυθμιστικών αρχών, των φορέων του κλάδου και των καταναλωτών. Παρόλο που το FinTech θεωρείται μια πρόσφατη στενή συνεργασία των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και της τεχνολογίας της πληροφορίας, η διασύνδεση των δύο αυτών κλάδων έχει μακρά ιστορία. Στην πραγματικότητα, οι οικονομικές και τεχνολογικές εξελίξεις είναι εδώ και καιρό αλληλένδετες και αλληλοενισχύονται.

Η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008 ήταν ένα ορόσημο και ένας από τους λόγους για τους οποίους το FinTech εξελίσσεται σε ένα νέο πρότυπο. Αυτή η εξέλιξη δημιουργεί προκλήσεις τόσο για τις ρυθμιστικές αρχές όσο

και για τους φορείς της αγοράς, κυρίως αναφορικά με την εξισορρόπηση ανάμεσα στα πιθανά οφέλη και τους πιθανούς κινδύνους της καινοτομίας. Η έντονη δραστηριότητα που παρατηρείται εγείρει ερωτήματα όπως: Τι είδους χρηματοπιστωτικό τοπίο θα προκύψει μετά την ψηφιοποίηση; Ποιο ρόλο θα έχουν οι παραδοσιακές τράπεζες; Οι εταιρίες FinTech θα επεκταθούν σε συνεργασία με τον τραπεζικό τομέα ή εις βάρος του; Και τι νέους κινδύνους θέτουν οι νέες συνεργασίες για τους χρήστες των τραπεζικών υπηρεσιών;

Οι ρυθμιστικές αρχές αντιμετωπίζουν ένα δύσκολο έργο στην εξεύρεση της σωστής ισορροπίας, η οποία να επιτρέπει στους υφιστάμενους παίκτες να επιβιώσουν, αλλά και παράλληλα να διευκολύνει την καινοτομία από τους νεοεισερχόμενους, καθώς κρατώντας τους νεοεισερχόμενους εκτός αγοράς θα προκαλούνταν στρεβλώσεις στην αγορά υπέρ των παλαιών παικτών. Επομένως, λαμβάνοντας υπόψη τις παραπάνω προκλήσεις, οι ρυθμιστικές αρχές, με σκοπό την επίτευξη ισορροπίας, θα πρέπει ενδεχομένως να ακολουθήσουν κάποιες βασικές αρχές.² Αρχικά, θα πρέπει να τηρήσουν ουδέτερη στάση σε σχέση με τις τεχνολογικές εξελίξεις. Οι κανονισμοί θα πρέπει να προωθούν τον υγιή ανταγωνισμό μεταξύ των παικτών, ανεξάρτητα από το αν προσφέρουν συμβατικές προσεγγίσεις ή χρήση νέων τεχνολογικών λύσεων. Δεύτερον, θα πρέπει να υπάρχει ένα εναρμονισμένο

* Θερμές ευχαριστίες οφείλονται στη Heather Gibson και τη Χιόνα Μπαλφούσια για τις πολύ χρήσιμες υποδείξεις, παρατηρήσεις, σχόλια και διορθώσεις τους. Ευχαριστίες οφείλονται επίσης στην Κωνσταντία Τζώρτσου, στον Παναγιώτη Δρούκα και στον Γιάννη Κανελλόπουλο για τη γόνιμη ανταλλαγή απόψεων και πληροφοριών. Οι απόψεις που παρουσιάζονται στο άρθρο αυτό είναι της συγγραφέως και δεν αντανακλούν κατ' ανάγκην τις απόψεις της Τράπεζας της Ελλάδος. Τυχόν λάθη ή παραλείψεις βαρύνουν αποκλειστικά τη συγγραφέα.

1 FinTech ήταν το αρχικό όνομα του Financial Services Technology Consortium, ενός προγράμματος που ξεκίνησε από τη Citicorp, προκάτοχο της σημερινής Citigroup. Το Financial Services Consortium (FSCT) ιδρύθηκε το 1993 ως πρόγραμμα συνεργασίας σε τεχνολογικά θέματα που επηρεάζουν τον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

2 Βλ. Darolles (2016).

σύνολο κανόνων, που να καλύπτει όλους τους παίκτες ταυτόχρονα και να μην αντιμετωπίζει τον καθένα με διαφορετικό τρόπο ανάλογα με τα χαρακτηριστικά του, καθώς μια τέτοια προσέγγιση πιθανότατα θα οδηγούσε σε κατακερματισμό της αγοράς και συνεπώς σε περιορισμό του ανταγωνισμού. Τέλος, οι ρυθμιστικές αρχές θα πρέπει πάνω απ' όλα να διασφαλίσουν την προστασία των χρηστών του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς και του ίδιου του συστήματος.

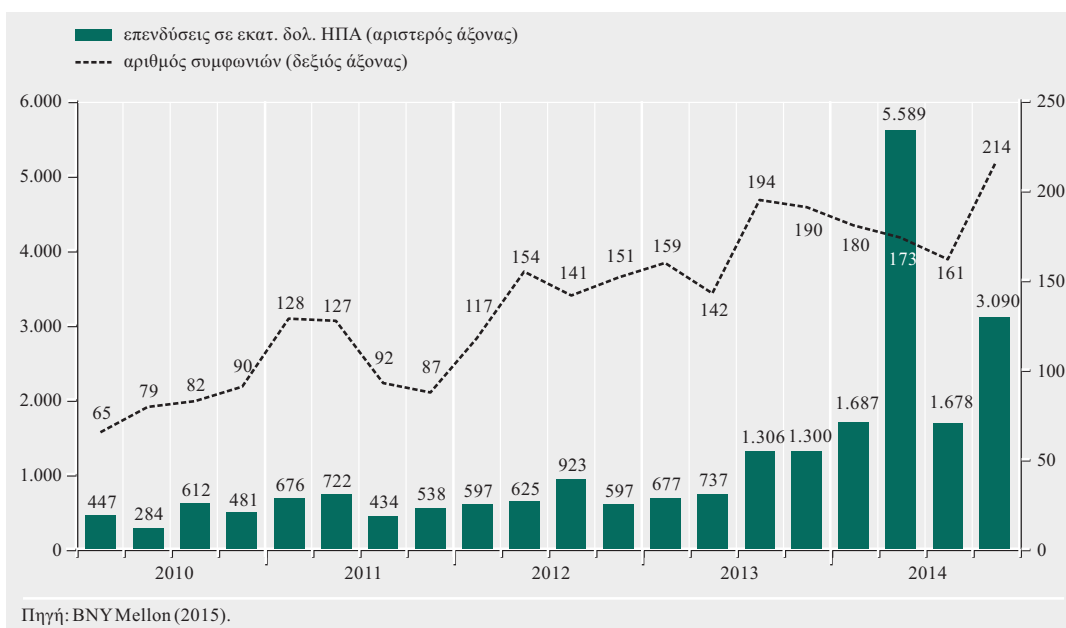
Η μελέτη είναι διαρθρωμένη ως εξής: Στη δεύτερη ενότητα εξετάζονται οι παράγοντες που συνέβαλαν στην ανάπτυξη του FinTech. Αυτοί περιλαμβάνουν παράγοντες από την πλευρά της προσφοράς (supply side), που συνδέονται με την ψηφιακή επανάσταση, και παράγοντες από την πλευρά της ζήτησης (demand side), που συνδέονται με την άνοδο νέων καταναλωτικών προτύπων. Εκτενέστερη αναφορά γίνεται στην ανάπτυξη του FinTech στις υπηρεσίες πληρωμών, στο δανεισμό και στη χρηματοδότηση. Στην τρίτη ενότητα εξετάζεται ο ρόλος των τραπεζών σε σχέση με το FinTech, δηλ. πώς αντιδρούν οι μεγάλοι παραδοσιακοί

παίκτες και ποιες είναι οι εναλλακτικές στρατηγικές που έχουν στη διάθεσή τους. Στη συνέχεια, εξετάζουμε τις προκλήσεις που συνεπάγεται για τις ρυθμιστικές αρχές η ανάπτυξη του FinTech, αναλύουμε τον τρόπο με τον οποίο αυτές οι αρχές αντιδρούν με σκοπό την προστασία των χρηστών των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και περιγράφουμε το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ). Στην τελευταία ενότητα γίνεται μια σύντομη ανασκόπηση της ελληνικής πραγματικότητας.

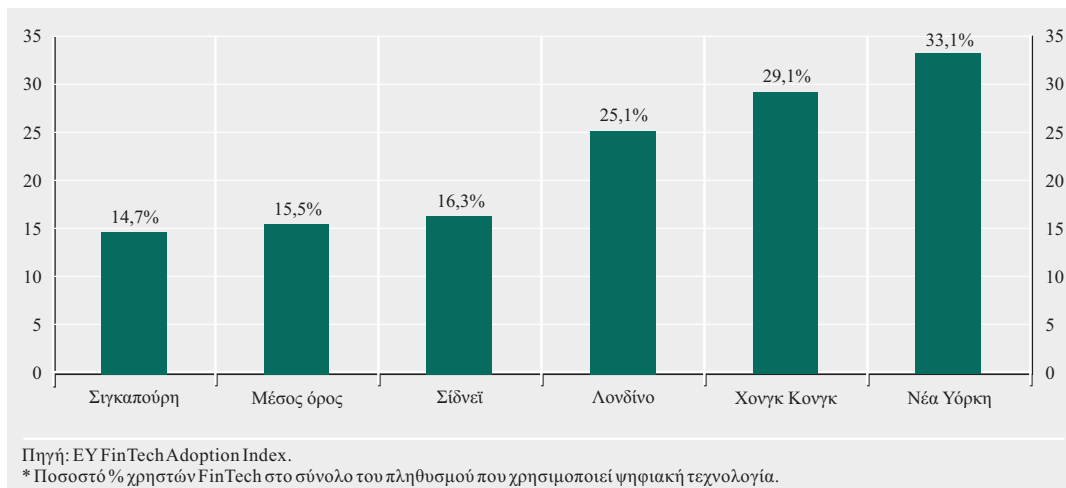
2 Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΟΥ FINTECH

Καθώς η παγκόσμια οικονομία εξήλθε από την κρίση, έγινε σαφές ότι πολλοί πελάτες, και ιδίως οι νεότερες γενιές, είχαν χάσει την εμπιστοσύνη τους στις τράπεζες. Εκτός από μια πιο δύσπιστη στάση απέναντι στις τράπεζες, οι νεότερες γενιές έχουν αναπτύξει πολύ διαφορετικές καταναλωτικές συνήθειες σε σχέση με τους μεγαλύτερούς τους. Έχουν μεγαλώσει συνηθίζοντας να έχουν πρόσβαση σε εξατομικευμένες λύσεις, προσαρμοσμένες στις ανά-

Διάγραμμα 1 Παγκόσμιες επενδύσεις σε FinTech (2010-2014)



Διάγραμμα 2 Κέντρα ανάπτυξης FinTech*



γκες τους, σε πλήρη αντίθεση με την παλαιότερη “μαζική” προσέγγιση των τραπεζών και των άλλων παραδοσιακών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Έτσι, προκειμένου οι παραδοσιακοί παίκτες να προσελκύσουν επικερδείς πελάτες, θα πρέπει να εξελιχθούν και να προσφέρουν το ίδιο επίπεδο διαδραστικότητας με τους FinTech ανταγωνιστές τους.

Η τάση αυτή έχει τροφοδοτηθεί από τη σταθερή ανάπτυξη των παγκόσμιων επενδύσεων στον τομέα FinTech (βλ. Διάγραμμα 1), κατά κύριο λόγο από κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου (venture capital) και ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια. Το 2013-2014 στις ΗΠΑ, μέσα σε ένα χρόνο και μόνο, οι επενδύσεις σε FinTech σχεδόν τριπλασιάστηκαν. Το Λονδίνο, το Σαν Φρανσίσκο/Silicon Valley και η Νέα Υόρκη έχουν ήδη αναδειχθεί σε βασικά κέντρα χρηματοοικονομικής καινοτομίας, ενώ νέα τέτοια κέντρα έχουν ακολουθήσει σε όλο τον κόσμο, όπως το Άμστερνταμ, η Στοκχόλμη, το Παρίσι, το Βερολίνο και το Δουβλίνο, που αποτελούν βασικούς πόλους του ευρωπαϊκού FinTech οικοσυστήματος (βλ. Διάγραμμα 2).

Αυτές οι νέες δυνατότητες έχουν την πιο σημαντική επίδραση στις αναδυόμενες αγορές, ιδιαίτερα σε εκείνες με ταχέως αυξανόμενο πλη-

θυσμό μεσαίας τάξης. Συγκεκριμένα, άνθρωποι που προηγουμένως δεν είχαν πρόσβαση στον τραπεζικό τομέα πλέον απαιτούν όλο και περισσότερο χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, καθώς η τεχνολογία κινητής τηλεφωνίας επιτρέπει την πρόσβαση σε χρηματοοικονομικές λύσεις χωρίς την ανάγκη φυσικής υποδομής.

Στον αναπτυσσόμενο κόσμο, το FinTech περιλαμβάνει μεταξύ άλλων τα ακόλουθα χαρακτηριστικά: 1) νέο σε ηλικία πληθυσμό με γνώση ψηφιακής τεχνολογίας και εξοπλισμένο με κινητές συσκευές, 2) μια ταχέως αναπτυσσόμενη μεσαία τάξη, με το 60% της παγκόσμιας μεσαίας τάξης να εντοπίζεται στην Ασία μέχρι το 2030, 3) αναποτελεσματικές οικονομικές και χρηματοπιστωτικές αγορές, που αφήνουν το περιθώριο να αναπτυχθούν ανεπίσημες εναλλακτικές λύσεις, 4) έλλειψη υποδομής φυσικής παρουσίας τραπεζικών ιδρυμάτων (1,2 εκατομμύρια άτομα χωρίς τραπεζικούς λογαριασμούς) και 5) λιγότερο ανστηρά πλαίσια αναφορικά με την προστασία των δεδομένων και τον ανταγωνισμό. Οι τάσεις αυτές ενισχύονται περαιτέρω από την αλληλεπίδραση ενός δυναμικού ιδιωτικού τομέα που επιθυμεί να επεκταθεί στις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες με ένα δημόσιο τομέα που επιθυμεί τη μεταρρύθμιση της αγοράς με στόχο την οικονομική ανάπτυξη.

Πίνακας 1 Εμπορικά υποκαστήματα τραπεζών (ανά 100.000 ενήλικες)

Περιοχή	2004	2014
Ζώνη του ευρώ	33,6	28,0
Ανατολική Ασία και Ωκεανία	13,9	10,8
Λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες	1,2	3,3
Υποσαχάρια Αφρική	1,4	3,9
Νότιος Ασία	7,2	8,9
Λατινική Αμερική και Καραϊβική	12,5	15,7
Μέση Ανατολή και Βόρειος Αφρική	11,0	15,2

Πηγή: The World Bank, <http://data.worldbank.org/indicator/FB.CBK.BRCH.P5>.

Στην Ασία και την Αφρική, η πρόσφατη ανάπτυξη του FinTech οφείλεται κυρίως στην οικονομική ανάπτυξη. Στο Χονγκ Κονγκ και τη Σιγκαπούρη, μέσα σε λιγότερο από ένα χρόνο έχουν δημιουργηθεί τρία κέντρα επιτάχυνσης FinTech (accelerators)³, με αποτέλεσμα οι χώρες αυτές να έχουν τη μεγαλύτερη συγκέντρωση FinTech επιταχυντών στον κόσμο. Η ανάπτυξη του FinTech στην Ασία δεν αποτελεί κάτι καινούργιο μετά την κρίση, αλλά είναι συνδυασμός διαφόρων επιχειρηματικών και ρυθμιστικών δυνάμεων. Πιο συγκεκριμένα, οι δαπάνες σε τεχνολογία από τις παραδοσιακές τράπεζες υπολείπονται σε σχέση με τα αντίστοιχα επίπεδα στην Ευρώπη και τις ΗΠΑ. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί από την ελαφρώς λιγότερο ανταγωνιστική αγορά, η οποία εξακολουθεί σε μεγάλο βαθμό να ελέγχεται και να υπόκειται σε στρεβλώσεις από τις κρατικές τράπεζες. Η δυσπιστία του κοινού προς το κρατικό τραπεζικό σύστημα (λόγω της διαφθοράς και της αναποτελεσματικότητας) σημαίνει ότι οι χρήστες είναι διατεθειμένοι να δεχθούν εναλλακτικές λύσεις που παρέχονται από μη τραπεζικά ιδρύματα. Ως αποτέλεσμα, οι κινητές χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες και τα προϊόντα κινητής τηλεφωνίας είναι συγκριτικά πιο ελκυστικά.

Αν και η Αφρική έχει πολλά κοινά χαρακτηριστικά με την περιοχή Ασίας-Ειρηνικού από την άποψη της ανάπτυξης της χρηματοοικονομικής καινοτομίας, η φύση και η κατεύθυνση των πρωτογενών εξελίξεων σε αυτόν

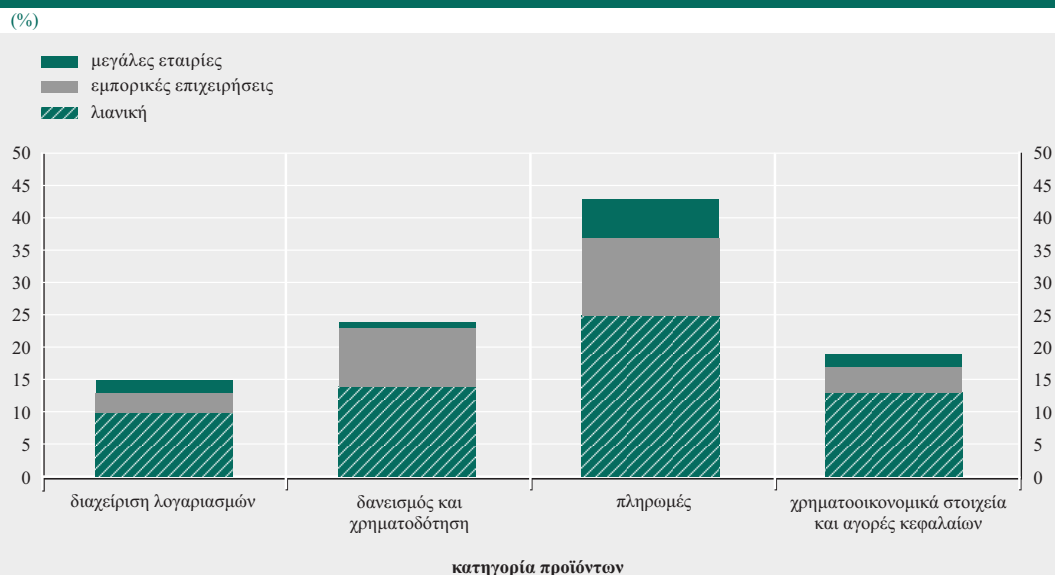
τον τομέα στην Αφρική κάπως διαφέρουν. Σύμφωνα με την G20, περίπου 2,5 δισεκατομμύρια ενήλικες στην εν λόγω περιοχή (περίπου το μισό του πληθυσμού σε ηλικία εργασίας) δεν έχουν πρόσβαση στο επίσημο χρηματοπιστωτικό σύστημα (βλ. και τον Πίνακα 1). Ως αποτέλεσμα, οι εταιρίες τηλεπικοινωνιών, και όχι οι τράπεζες, ανέλαβαν τα ηνία της ανάπτυξης του FinTech στην περιοχή. Το χρήμα μέσω κινητής τηλεφωνίας, δηλαδή η παροχή βασικών υπηρεσιών πληρωμών και αποταμιεύσεων με τη δημιουργία ηλεκτρονικού χρήματος που καταγράφεται σε ένα κινητό τηλέφωνο, αν και αρχικά αναπτύχθηκε στις Φιλιππίνες, κατέγραψε τη μεγαλύτερη επιτυχία στην Κένυα και πιο πρόσφατα στην Τανζανία.

2.1 ΟΙ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΠΛΗΡΩΜΩΝ

Τα τελευταία πέντε χρόνια έχει προκύψει μια σειρά από καινοτομίες οι οποίες, κάνοντας εντατική χρήση του κινητού τηλεφώνου και του διαδικτύου, έχουν καταστήσει απλούστερες τις πληρωμές. Βλέπουμε την καινοτομία σε διάφορες μορφές ανάλογα με τον τομέα των πληρωμών και της αγοράς. Ενδεικτικά αναφέρονται τα ψηφιακά πορτοφόλια, τα ολοκληρωμένα συστήματα αγορών και

3 Προγράμματα ενίσχυσης καινοτόμων επιχειρήσεων που λειτουργούν ως “φωλιά” καινοτομίας, παρέχοντας χώρο, υποστηρικτικές υπηρεσίες (εξειδικευμένα εκπαιδευτικά προγράμματα, τεχνικές συμβουλές, δικτύωση κ.λπ.) και κάθε δυνατή βοήθεια σε νέους ερευνητές, επιχειρηματίες και νεοφυείς επιχειρήσεις, με σκοπό την ανάπτυξη ιδεών και τεχνολογικών λύσεων στον τομέα των οικονομικών συναλλαγών.

Διάγραμμα 3 Κατανομή μεριδίων των εταιριών FinTech στα παγκόσμια τραπεζικά έσοδα (ανά κατηγορία προϊόντων και ανά κατηγορία πελατών)*



Πηγή: McKinsey & Company, "Cutting through the noise around financial technology", Φεβρουάριος 2016.

* Για πάνω από 350 επιχειρήσεις που έχουν καταγραφεί στη βάση δεδομένων Panorama της εταιρίας McKinsey για το έτος 2015. Μερίδιο της κάθε κατηγορίας στα παγκόσμια τραπεζικά έσοδα ως ποσοστό επί του συνόλου. Η κατηγορία "εμπορικές επιχειρήσεις" αφορά μικρές και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις και η κατηγορία "μεγάλες εταιρίες" αφορά μεγάλες επιχειρήσεις, δημόσιους οργανισμούς και μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Τα τραπεζικά έσοδα της κατηγορίας "διαχείριση λογαριασμών" αφορούν έσοδα από καταθετικούς λογαριασμούς (τρεχούμενους και ταμειωτηρίου). Τα τραπεζικά έσοδα της κατηγορίας "χρηματοοικονομικά στοιχεία και αγορές κεφαλαίων" αφορούν πωλήσεις, trading, υπηρεσίες διαχείρισης χαρτοφυλακίου, ασφάλειες κ.ά.

πληρωμών μέσω κινητού τηλεφώνου, οι ανέπαφες πληρωμές⁴ και οι αυτοματοποιημένες πληρωμές.

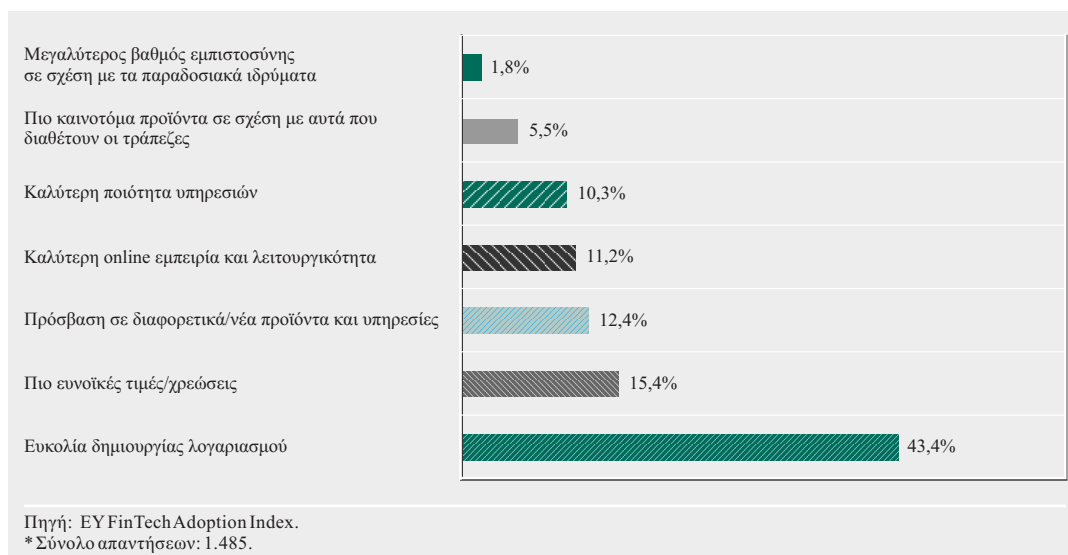
Παράλληλα, την τελευταία πενταετία παρατηρείται αύξηση του αριθμού των FinTech νεοφυών επιχειρήσεων και των μη τραπεζικών παρόχων υπηρεσιών πληρωμών που εισχωρούν στον τομέα των πληρωμών (βλ. Διάγραμμα 3), αξιοποιώντας μια σειρά νέων τεχνολογικών συνθηκών της αγοράς και χρησιμοποιώντας εναλλακτικά επιχειρηματικά μοντέλα που θα μπορούσαν τόσο να διαταράξουν όσο και να δράσουν συμπληρωματικά με τις παραδοσιακές πρακτικές πληρωμών. Το νέο πρότυπο μη τραπεζικού παρόχου υπηρεσιών πληρωμών έδωσε το έναυσμα για την εμφάνιση ενός κύματος από νεοσύστατες FinTech (οι οποίες επιθυμούν να αξιοποιήσουν την τεχνολογία για να φέρουν εξελίξεις στο χώρο των πληρωμών) μέχρι καθιερωμένες επιχειρήσεις σε άλλους κλάδους εκτός των πληρωμών (όπως το Facebook και η Apple).

Απτή απόδειξη της δυνητικής ισχύος των παρόχων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών πληρωμών που βασίζονται στην τεχνολογία είναι η PayPal. Σήμερα η εταιρία διαθέτει περισσότερους από 100 εκατομμύρια ενεργούς λογαριασμούς και διενεργεί πληρωμές αξίας 315 εκατ. δολαρίων κατά μέσο όρο κάθε μέρα. Η χρήση των προπληρωμένων καρτών παρουσιάζει επίσης ανοδική τάση. Μια έκθεση του 2012 από τη Master Card⁵ προέβλεπε ότι η αγορά για το λεγόμενο ηλεκτρονικό χρήμα (κάρτες προφορτωμένες με μετρητά) θα είναι αξίας 822 δισεκ. δολαρίων περίπου μέχρι το 2017. Επίσης, είναι χαρακτηριστικό ότι σχεδόν κάθε δικαιούχος λογαριασμού στην ΕΕ διαθέτει χρεωστική κάρτα πληρωμών και το 40% αυτών κατέχει

⁴ Οι ανέπαφες (contactless) συναλλαγές δίνουν τη δυνατότητα στον πελάτη για μικρά ποσά να κάνει αγορές, πλησιάζοντας την κάρτα του (ή το κινητό του) στο κατάλληλο μηχανήμα χωρίς να χρειάζεται να παρεμβάλλονται ενδιάμεσα άτομα ή να απαιτούνται υπογραφές ή έστω πληκτρολόγηση του προσωπικού κωδικού PIN.

⁵ 2012 Global Prepaid Sizing Study, commissioned by Mastercard: A look at the potential for global prepaid growth by 2017.

Διάγραμμα 4 Οι επτά πιο σημαντικοί λόγοι χρήσης FinTech*



και πιστωτική κάρτα. Το 34% των Ευρωπαίων πραγματοποιεί ήδη αγορές μέσω του διαδικτύου και πάνω από το 50% διαθέτει έξυπνο τηλέφωνο (smartphone), χάρη στο οποίο μπορεί να πραγματοποιεί πληρωμές μέσω κινητού τηλεφώνου. Ορισμένοι τομείς της οικονομίας — όπως ο ταξιδιωτικός κλάδος — πραγματοποιούν τις περισσότερες από τις πωλήσεις τους μέσω του διαδικτύου. Τέλος, οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις είναι οι βασικοί αποδέκτες των νεοσύστατων FinTech. Είναι πρόθυμες να δοκιμάσουν νέα εργαλεία που θα έχουν από αντίκτυπο στις δραστηριότητές τους. Άλλωστε, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις αποτελούν βασική κινητήρια δύναμη πολλών οικονομιών (σε παγκόσμιο επίπεδο αντιστοιχούν στο 80% της οικονομικής δραστηριότητας).

Αρχικά, ποια είναι τα οφέλη των πληρωμών μέσω κινητού τηλεφώνου; Επειδή τα κινητά τηλέφωνα είναι όλο και πιο ισχυρά και όλο και πιο συνδεδεμένα, η ενσωμάτωση των πληρωμών σε ένα κινητό τηλέφωνο προσφέρει πολλά δυνητικά πλεονεκτήματα. Ο καταναλωτής, με τη χρήση της πληροφορικής και της επικοινωνιακής δύναμης ενός κινητού τηλεφώνου, μπορεί να εκτελέσει πολλές άλλες

δραστηριότητες ταυτόχρονα. Για παράδειγμα, μπορεί να συγκρίνει τις τιμές που προσφέρονται από άλλους τοπικούς εμπόρους, να αποθηκεύσει το αρχείο πληρωμών χρησιμοποιώντας ένα λογισμικό οικονομικής διαχείρισης, να κατεβάσει την εγγύηση που παρέχει ο παραγωγός/πωλητής ή το εκπαιδευτικό βίντεο με τις οδηγίες χρήσης του προϊόντος κ.ά.

Τα βασικά κοινά χαρακτηριστικά των καινοτομιών στις υπηρεσίες πληρωμών είναι: 1) η ευκολία (επιτρέπουν στους πελάτες να πραγματοποιούν πληρωμές με ένα κλικ), 2) η λειτουργικότητα των πληροφοριακών συστημάτων (δεν περιορίζονται στη χρήση μίας μόνο μεθόδου πληρωμών, καθώς το ηλεκτρονικό πορτοφόλι συνδέεται με πιστωτικές/χρεωστικές κάρτες ή τραπεζικό λογαριασμό) και 3) η προσφορά υπηρεσιών προστιθέμενης αξίας (οι πελάτες, οι έμποροι και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αλληλεπιδρούν πιο στενά, με αποτέλεσμα να μπορούν να προσφέρουν επιπλέον υπηρεσίες όπως προσφορές, εκπτώσεις και πόντους επιβράβευσης).

Αυτές οι καινοτομίες έχουν ως αποτέλεσμα τη μείωση της χρήσης μετρητών και την αύξηση των ηλεκτρονικών πληρωμών, καθώς

οι καταναλωτές έχουν πλέον όφελος να χρησιμοποιούν κάρτες πληρωμών ακόμη και για μικρά ονομαστικά ποσά. Επειδή οι καινοτόμες λύσεις αξιοποιούν την υπάρχουσα υποδομή, η οποία έχει πολύ χαμηλό μεταβλητό κόστος, το κόστος των ηλεκτρονικών συναλλαγών θα μειώνεται όσο οι ηλεκτρονικές πληρωμές αποκτούν μεγαλύτερο όγκο. Εξάλλου, ως αποτέλεσμα της αυξανόμενης υιοθέτησης των ηλεκτρονικών πληρωμών και της συσσώρευσης περισσότερων προσωπικών δεδομένων, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, οι πάροχοι υπηρεσιών και οι έμποροι θα αποκτήσουν περισσότερη πληροφόρηση για τους πελάτες τους.

Παράλληλα, καθώς οι συναλλαγές καθίστανται όλο και περισσότερο εικονικές και αυτοματοποιημένες, όλο και περισσότερες διαδικασίες πληρωμών θα γίνονται μη ορατές στους τελικούς πελάτες, μεταβάλλοντας με αυτό τον τρόπο τόσο τις ανάγκες όσο και την καταναλωτική συμπεριφορά τους. Πιο συγκεκριμένα, η επιτυχής ανάπτυξη των ψηφιακών πορτοφολιών ουσιαστικά καταργεί τους περιορισμούς ως προς τον αριθμό των καρτών πληρωμών που οι πελάτες μπορούν να κατέχουν και να χρησιμοποιούν για τις συναλλαγές τους. Αντίθετα, οι πελάτες μπορούν να συνδέσουν στο ηλεκτρονικό πορτοφόλι τους μια σειρά από κάρτες πληρωμών και για κάθε συναλλαγή να επιλέγουν μία από αυτές με ένα ή λίγα κλικ. Από την άλλη πλευρά, με σκοπό τη μεγαλύτερη ταχύτητα, ευκολία και λειτουργικότητα στις πληρωμές, όλο και περισσότεροι έμποροι και υπηρεσίες πληρωμών θα υιοθετήσουν την πραγματοποίηση ηλεκτρονικών αγορών με ένα κλικ (ή και λιγότερο), όπου οι καταναλωτές θα έχουν μία προεπιλεγμένη κάρτα πληρωμών, η οποία θα χρησιμοποιείται σε όλες τις συναλλαγές εκτός εάν επιλέξουν κάποια άλλη μέθοδο πληρωμών. Όλα τα παραπάνω θα έχουν ως αποτέλεσμα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που εκδίδουν τις κάρτες πληρωμών να πρέπει να διαφοροποιηθούν ώστε να ανταγωνιστούν στη χρήση της κάρτας πληρωμών, π.χ. μέσω εκπτώσεων και προγραμμάτων επιβράβευσης. Επιπλέον, η αξιοποίηση των δεδομένων για συγκεκρι-

μένες κατηγορίες πελατών θα αποτελέσει ένα ουσιαστικό συστατικό της στρατηγικής των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, προκειμένου να αποκτήσουν δεσπόζουσα θέση στο ψηφιακό πορτοφόλι.

Με τις τράπεζες να συνειδητοποιούν όλο και περισσότερο ότι το FinTech και οι εξελίξεις που σημειώνονται στις πληρωμές ασκούν τεράστια επιρροή στη μελλοντική πορεία των υπηρεσιών πληρωμών, ο χώρος των πληρωμών εξελίσσεται ραγδαία, καθώς οι παραδοσιακοί παίκτες και οι νεοφυείς FinTech προχωρούν σε εταιρικές σχέσεις συνεργασίας με σκοπό την αξιοποίηση των καλύτερων στοιχείων και των δύο πλευρών, ώστε με αυτόν τον τρόπο να μπορέσουν να παρέχουν τις βέλτιστες λύσεις στους πελάτες. Οι νέες τεχνολογίες απειλούν τον παραδοσιακό ρόλο των τραπεζών στη διαδικασία πληρωμών. Παραδοσιακές πληρωμές, όπως πιστωτικές και χρεωστικές κάρτες, έχουν αποτελέσει πηγή εσόδων για πολλές τράπεζες. Αυτές οι πηγές εσόδων απειλούνται από τις καινοτομίες και οι τράπεζες ενδεχομένως θα χάσουν ένα μερίδιο αγοράς στις υπηρεσίες πληρωμών, καθώς η δημιουργία ηλεκτρονικού πορτοφολιού είναι τόσο εύκολη όσο η εγκατάσταση μιας εφαρμογής σε κινητό τηλέφωνο. Νέα, καινοτόμα τραπεζικά προϊόντα και υπηρεσίες είναι διαθέσιμα μόνο από ψηφιακούς διαύλους διανομής (για παράδειγμα ηλεκτρονικά πορτοφόλια σε κινητά τηλέφωνα) και τα προϊόντα αυτά είναι εύχρηστα, προσωποποιημένα και διαθέσιμα στον πελάτη ανά πάσα στιγμή. Η δυνατότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να συνεργαστούν με τους εμπόρους θα αποτελέσει κρίσιμο συστατικό της στρατηγικής τους με σκοπό τη διαμόρφωση ειδικών όρων χρήσης από τους εμπόρους ή την καθιέρωση μιας κάρτας ως προτιμώμενης σε πλατφόρμες ηλεκτρονικών καταστημάτων.

2.2 ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση, η μειωμένη διάθεση ανάληψης κινδύνου από τις εμπορικές τράπεζες οδήγησε σε σημαντικά περιορισμένη πρόσβαση στις παραδοσιακές τραπε-

ζικές μορφές δανεισμού. Η αμοιβαία απώλεια εμπιστοσύνης δημιούργησε ένα κενό δανεισμού, δηλαδή ένα σημαντικό μέρος των δανεισμών αναγκών δεν ικανοποιείται επαρκώς από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Επιπλέον, οι ραγδαίες αλλαγές στις προτιμήσεις των πελατών στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών απαιτούν μεγαλύτερη διαφάνεια, αποτελεσματικότητα και έλεγχο των αποταμιεύσεων και των δανείων.

Κατά την ίδια περίοδο, εναλλακτικές ηλεκτρονικές πλατφόρμες δανεισμού μεταξύ ιδιωτών (peer-to-peer/P2P lending) αναπτύχθηκαν με σκοπό να καλύψουν το παραπάνω κενό στο παραδοσιακό μοντέλο δανεισμού. Αυτές οι πλατφόρμες χρησιμοποιούν εναλλακτικές μεθόδους εκτίμησης της πιστοληπτικής ικανότητας των πελατών (όπως αρχείο πωλήσεων eBay, πλατφόρμες κοινωνικής δικτύωσης κ.ά.) και αυτοματοποιημένες διαδικασίες για να προσφέρουν δάνεια σε μια ευρύτερη βάση πελατών, καθώς και για να προσφέρουν μια νέα κατηγορία επενδυτικών ευκαιριών. Ο δανεισμός μεταξύ ιδιωτών αποτελεί μια νέα μορφή δανεισμού με κύριο χαρακτηριστικό ότι λαμβάνει χώρα χωρίς τη διαμεσολάβηση κάποιου χρηματοπιστωτικού οργανισμού. Πρόκειται στην ουσία για ένα διαδικτυακό χρηματιστήριο δανειστών και δανειοληπτών, όπου οι δανειστές προσφέρουν ένα χρηματικό ποσό, το οποίο συνήθως επιμερίζεται σε διάφορους δανειολήπτες για την επίτευξη διαφοροποίησης του κινδύνου, ενώ οι δανειολήπτες μπορούν να επιλέξουν το φθηνότερο επιτόκιο δανεισμού, το οποίο ουσιαστικά αποτελεί τη χαμηλότερη απόδοση από ένα πλήθος προσφορών των δανειστών.

Τα εναλλακτικά μοντέλα δανεισμού δημιουργούν τόσο απειλές όσο και ευκαιρίες για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, γεγονός που καθιστά σημαντική την ανάπτυξη πιο ολοκληρωμένων σχέσεων συνεργασίας μεταξύ των δύο παικτών με σκοπό να μοιραστούν τις ικανότητές τους και να μάθουν ο ένας από τον άλλον. Συγκεκριμένα, στον P2P δανεισμό οι διαδικασίες είναι ευέλικτες και αυτοματοποιημένες, ενώ οι ηλεκτρονικές πλατφόρμες

P2P είναι σε θέση να επεξεργαστούν αιτήματα επενδυτών και δανειοληπτών γρηγορότερα και αποτελεσματικότερα λόγω των σύγχρονων υποδομών και της απουσίας νομικών κανονιστικών πλαισίων. Ως αποτέλεσμα, η λειτουργία της ηλεκτρονικής πλατφόρμας συνεπάγεται χαμηλότερο κόστος σε σχέση με τα παραδοσιακά ιδρύματα. Εν όψει των αυξανόμενων απαιτήσεων των πελατών για ευέλικτες, έξυπνες και εξατομικευμένες υπηρεσίες, τα παραδοσιακά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εξελίσσουν τα χρηματοοικονομικά προϊόντα που προσφέρουν, επενδύοντας στη δημιουργία εξελιγμένων ή ιδιαίτερα εξατομικευμένων προϊόντων.

Παραδοσιακά, οι δραστηριότητες άντλησης κεφαλαίων διευκολύνονται από εξειδικευμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, που αξιοποιούν τη βαθιά τεχνογνωσία τους για τον εντοπισμό και την υποστήριξη επενδυτικών ευκαιριών. Λόγω του αυξανόμενου ενδιαφέροντος για τις νεοσύστατες επιχειρήσεις και την ψηφιοποίηση, έχει προκύψει μια σειρά από εναλλακτικές πλατφόρμες χρηματοδότησης (crowdfunding), διευρύνοντας την πρόσβαση για άντληση κεφαλαίων και παροχή χρηματοδότησης σε μεγαλύτερο αριθμό εταιριών και έργων, όπου οι υποψήφιοι χορηγοί έρχονται σε επαφή με δημιουργούς έργων μέσω μιας ηλεκτρονικής πλατφόρμας.

Οι εναλλακτικές πλατφόρμες χρηματοδότησης⁶ παρέχουν την ευκαιρία στις επιχειρήσεις να αλληλεπιδρούν άμεσα με τους μεμονωμένους επενδυτές, διευρύνοντας έτσι τις επιλογές για την άντληση κεφαλαίων. Η διαδικτυακή μικροχρηματοδότηση αποτελεί μια νέα μορφή χρηματοδότησης νέων ιδεών και επιχειρήσεων που δεν έχουν πρόσβαση στις παραδοσιακές επενδυτικές δομές. Βασίζεται στη συμμετοχή των χρηστών του διαδικτύου που καλούνται να υποστηρίξουν οικονομικά τη νέα ιδέα ή επιχείρηση με κάποια “ανταμοιβή” (από εκπώσεις μέχρι κάποια μικρά δώρα) χωρίς τη διαμεσολάβηση κάποιου

⁶ Οι πιο γνωστές διεθνείς πλατφόρμες είναι η kickstarter.com και η indiegogo.com, ενώ η groopio.com είναι η πρώτη ελληνική πλατφόρμα crowdfunding.

πιστωτικού ιδρύματος. Τον τελευταίο καιρό έχει εμφανιστεί και το λεγόμενο “equity crowdfunding”, όπου οι υποστηρικτές γίνονται μέτοχοι της εταιρείας ή αγοράζουν μέρος του χρέους/δανείζουν με κάποιο μελλοντικό αντάλλαγμα.

Αν και αυτές οι εναλλακτικές πλατφόρμες χρηματοδότησης δεν είναι πιθανόν να αντικαταστήσουν το παραδοσιακό οικοσύστημα άντλησης κεφαλαίων βραχυπρόθεσμα ή μεσοπρόθεσμα, η ανάπτυξή τους θα μπορούσε να αλλάξει το ρόλο των κατεστημένων θεσμών. Για το λόγο αυτό, μεγάλο μέρος της προσοχής της κοινής γνώμης, των επενδυτών και των ρυθμιστικών αρχών επικεντρώνεται σήμερα στους εναλλακτικούς μηχανισμούς χρηματοδότησης. Ωστόσο, το FinTech εκτείνεται σαφώς πέρα από αυτό το στενό πεδίο εφαρμογής ώστε να συμπεριλάβει τη χρηματοδότηση της ίδιας της τεχνολογίας (π.χ. μέσω επιχειρηματικών κεφαλαίων, ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων, δημόσιων προσφορών κ.λπ.). Πέρα από τη συνέχιση της ανάπτυξης εναλλακτικών μηχανισμών χρηματοδότησης, το FinTech συμμετέχει όλο και περισσότερο σε τομείς όπως οι αυτοματοποιημένες υπηρεσίες συμβουλευτικής (robo-advisors).⁷ Οι σημερινοί robo-advisors είναι μόνο ένα παράδειγμα του τρόπου με τον οποίο οι υφιστάμενες επιχειρήσεις καινοτομούν, προκειμένου να μετατρέψουν τις σχέσεις με τους πελάτες τους και να προσφέρουν νέες προσεγγίσεις στην τραπεζική.

2.3 ΨΗΦΙΟΠΟΙΗΣΗ

Η ψηφιοποίηση (digitisation) δεν είναι κάτι νέο στον τραπεζικό και χρηματοπιστωτικό τομέα. Οι συναλλαγές υψηλής συχνότητας (high-frequency trading) και οι συναφείς στρατηγικές αρμπιτράζ είναι εύστοχα παραδείγματα των επιπτώσεων των νέων τεχνολογιών που έχουν ήδη παρατηρηθεί. Η ανάπτυξη της χρήσης κινητών και smartphones (το 2014 ο αριθμός των κινητών τηλεφώνων που χρησιμοποιούνται ξεπέρασε τον αριθμό των ανθρώπων που ζουν στον πλανήτη) επέτρεψε να γίνουν διαθέσιμες στους καταναλωτές οι

ψηφιακές υπηρεσίες, κάτι το οποίο δεν θα μπορούσε να συμβεί στο παρελθόν. Προσφέροντας πρόσβαση στην τεχνολογία υπολογιστικού νέφους (cloud-based), τα smartphones καθιστούν τις ψηφιακές υπηρεσίες προσβάσιμες από σχεδόν οποιονδήποτε, οπουδήποτε και οποτεδήποτε.

Η νέα τεχνολογία έχει επίσης βελτιώσει σημαντικά την αποθήκευση, την πρόσβαση και την ερμηνεία των δεδομένων, με αποτέλεσμα σημαντικά οφέλη αλλά και την ανάγκη για μεγαλύτερη προστασία των δεδομένων. Για τον τραπεζικό κλάδο, ίσως το μεγαλύτερο όφελος προέρχεται από τα “μεγάλα δεδομένα” (big data).⁸ Τα τελευταία χρόνια, με την ανάπτυξη νέων τεχνολογιών και εφαρμογών – όπως είναι η εκτεταμένη χρήση των μέσων κοινωνικής δικτύωσης και των smartphones – ο όγκος και η μορφή των δεδομένων έχουν αλλάξει δραστικά, ενώ οι δυνατότητες ανάλυσης και διαχείρισης αυτών είναι εντυπωσιακές. Οι τεχνολογικές εξελίξεις έχουν καταστήσει δυνατή την αποτελεσματική ανάλυση και ερμηνεία τεράστιων και πολύπλοκων όγκων δεδομένων. Η “εξυπνότερη” διαχείριση δεδομένων επιτρέπει στις τράπεζες να δημιουργήσουν πιο αποτελεσματικές, πελατοκεντρικές λύσεις, που είναι περισσότερο ευθυγραμμισμένες με τις ανάγκες του πελάτη.

Κατά το μεγαλύτερο μέρος του 20ού αιώνα, οι πληρωμές σήμαιναν την ανταλλαγή χαρτονομισμάτων ή επιταγών. Ακόμη και οι συναλλαγές με πιστωτική κάρτα απαιτούσαν παραστατικά και αποδείξεις που έπρεπε να σταλούν μεταξύ των τραπεζών. Ωστόσο, η ψηφιοποίηση στις πληρωμές πραγματοποιήθηκε από

⁷ “Οι robo-advisors είναι ένα είδος χρηματοοικονομικού συμβούλου που παρέχει χρηματοοικονομικές συμβουλές ή υπηρεσίες διαχείρισης χαρτοφυλακίου online με ελάχιστη ανθρώπινη παρέμβαση”, Wikipedia.

⁸ Το 2012 η εταιρεία ερευνών Gartner έδωσε τον εξής ορισμό: “Τα big data είναι στοιχεία υψηλού όγκου, υψηλής ταχύτητας ή/και υψηλής ποικιλίας που απαιτούν αποδοτικές και καινοτόμες μορφές επεξεργασίας πληροφοριών”. Αυτά τα τρία “V”, δηλ. Volume (όγκος), Velocity (ταχύτητα) και Variety (ποικιλία), αναφέρονται συχνά στη σχετική βιβλιογραφία ως τα κύρια χαρακτηριστικά των “μεγάλων δεδομένων”. Επομένως, η έννοια των “μεγάλων δεδομένων” δεν αναφέρεται στο μέγεθος, τον τύπο ή το είδος των δεδομένων, αλλά σε ένα σύνολο διαδικασιών που απαιτούν εξειδικευμένες γνώσεις.

πολύ νωρίς και μάλιστα είναι δύσκολο να φανταστεί κανείς την ψηφιοποίηση των άλλων κλάδων χωρίς προηγούμενη ψηφιοποίηση του κλάδου των πληρωμών (με χαρακτηριστικό παράδειγμα την PayPal). Ωστόσο, όλα αυτά τα συστήματα ψηφιακών πληρωμών χρησιμοποιούν ένα κεντρικό δίκτυο που απαιτεί την εμπιστοσύνη των χρηστών σε έναν κεντρικό αντι-συμβαλλόμενο. Το 2009 προτάθηκε η δημιουργία ενός δημόσιου λογιστικού βιβλίου (ledger), όπου οι συναλλαγές μεταξύ των συμμετεχόντων θα μπορούσαν να γίνονται μέσω μιας κρυπτογραφικής διαδικασίας χωρίς την ανάγκη διαμεσολάβησης. Ένα τέτοιο αποκεντρωμένο δίκτυο πληρωμών μεταξύ ομοτίμων (peer-to-peer) είναι το δίκτυο Bitcoin με βασικό ψηφιακό νόμισμα το bitcoin. Τα ψηφιακά νομίσματα ανήκουν στην κατηγορία των “κρυπτονομισμάτων” (cryptocurrencies), χρησιμοποιούν δηλαδή κρυπτογραφικές μεθόδους για τον έλεγχο της δημιουργίας των μονάδων τους, αλλά και για την ασφάλεια των συναλλαγών τους. Όταν πραγματοποιούνται πληρωμές, η μεταβίβαση της κυριότητας των εν λόγω νομισμάτων καταγράφεται σε ένα δημόσιο λογιστικό βιβλίο (ledger) που ονομάζεται “blockchain”.⁹ Από το 2009, έχουν δημιουργηθεί πολλά άλλα δίκτυα, τα οποία βασίζονται στις ίδιες αρχές και έννοιες αλλά χρησιμοποιούν διαφορετική τεχνολογία κρυπτογράφησης ή εστιάζουν σε διαφορετικές περιπτώσεις χρήσης.¹⁰

Οι προοπτικές για τα ψηφιακά νομίσματα ως μέσο πληρωμών είναι ασαφείς. Ορισμένοι εκτιμούν ότι ο βασικός ρόλος για τα ψηφιακά νομίσματα θα είναι οι διεθνείς μεταφορές κεφαλαίων, οι οποίες τιμολογούνται αρκετά υψηλά από τις τράπεζες. Τα εικονικά νομίσματα έχουν προσελκύσει μεγάλη προσοχή από τον τύπο και τους φορείς χάραξης πολιτικής, ενώ και οι κεντρικές τράπεζες παρακολουθούν στενά το θέμα αυτό. Πράγματι, η τεχνολογία blockchain παρουσιάζει μια σειρά από προκλήσεις που πρέπει ακόμη να επιλυθούν. Συγκεκριμένα, εξακολουθεί να υπάρχει σημαντική αβεβαιότητα σε πολλές αγορές σχετικά με το μελλοντικό κανονιστικό περιβάλλον για τα bitcoins, με τις ρυθμιστικές

αρχές να προβληματίζονται σχετικά με το αν το ψηφιακό νόμισμα θα πρέπει να αντιμετωπιστεί ως νόμισμα (και επομένως ως ξένο νόμισμα), ως βασικό προϊόν (και επομένως ως αγαθό), ως μια μορφή υποκατάστατου χρήματος (και επομένως δεν αναγνωρίζεται από το κράτος) ή ως κάτι εντελώς νέο.

3 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Η οικονομική κρίση του 2008 προκάλεσε μια σειρά σημαντικών ανατροπών στον τραπεζικό και γενικότερα στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Η πρώτη ήταν η συνειδητοποίηση ότι οι δραστηριότητες των μεγάλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων δημιουργούν συστημικό κίνδυνο. Αυτό οδήγησε στην ανάπτυξη διαφόρων δεικτών που έχουν σχεδιαστεί για την ποσοτικοποίηση του κινδύνου αυτού. Η ρύθμιση του τραπεζικού συστήματος αυξήθηκε (Βασιλεία III), αναγκάζοντας πολλά ιδρύματα να προσαρμόσουν μεταξύ άλλων τα υφιστάμενα πληροφοριακά τους συστήματα προκειμένου να συμμορφωθούν με τους νέους ρυθμιστικούς κανονισμούς. Ταυτόχρονα, οι τράπεζες βρέθηκαν αντιμέτωπες με ένα τοπίο που χαρακτηρίζεται όχι μόνο από έναν αυξανόμενο αριθμό ανταγωνιστών, αλλά και από ένα νέο *τύπο ανταγωνιστή*, ο οποίος από πολλούς θεωρείται ότι βρίσκεται σε πλεονεκτικότερη θέση ώστε να ανταποκριθεί στις μεταβαλλόμενες συνθήκες όσον αφορά τη ρύθμιση της αγοράς και τις καταναλωτικές ανάγκες. Πρόκειται για νεοφυείς επιχειρήσεις FinTech που μπορούν να αναπτύξουν καινοτόμα προϊόντα με ταχύτερο ρυθμό, κάτι το οποίο αποτελεί ένα σαφές ανταγωνιστικό πλεονέκτημα σε σχέση με τις

⁹ Συγκεκριμένα, όταν γίνονται συναλλαγές με ψηφιακά νομίσματα, το αντίστοιχο δίκτυο του νομίσματος καταγράφει κάθε συναλλαγή σε μια λίστα που λέγεται block. Το κάθε block σχετίζεται άμεσα με το προηγούμενο και το επόμενο του και έτσι δημιουργείται μία αλυσίδα, το blockchain. Κατ' αυτό τον τρόπο, το blockchain λειτουργεί ως ένα αποκεντρωμένο λογιστικό καθολικό, το οποίο είναι κοινό για όλους τους συμμετέχοντες, εφόσον όλοι οι εμπλεκόμενοι αποθηκεύουν ένα αντίγραφο του, κάτι που εξασφαλίζει την ασφάλεια και τη διαφάνεια των συναλλαγών.

¹⁰ Υπάρχουν πάνω από 500 διαφορετικά εναλλακτικά ψηφιακά νομίσματα (altcoins). Τα περισσότερα από αυτά έχουν πολύ μικρές διαφορές από το Bitcoin και δεν επιβιώνουν για πολύ καιρό. Πέρα από το Bitcoin, ορισμένα από τα πιο γνωστά αποκεντρωμένα δίκτυα πληρωμών είναι τα Litecoin, Ripple και Namecoin.

πιο παραδοσιακές μεθόδους που χρησιμοποιούνται από τις τράπεζες.¹¹

Το 2015 ήταν το έτος κατά το οποίο κατέστη σαφές ότι η ψηφιακή επανάσταση έχει πλήξει τελικά τον τραπεζικό κλάδο. Οι παγκόσμιες επενδύσεις σε FinTech τριπλασιάστηκαν μεταξύ 2013 και 2014 σε 12 δισεκ. δολάρια¹² και η Βρετανική Ένωση Τραπεζών ανακοίνωσε ότι η κινητή τραπεζική (mobile banking) έχει γίνει ο προτιμώμενος τρόπος συναλλαγής για τους πελάτες. Οι τράπεζες δαπανούν σημαντικά ποσά στον τομέα της πληροφορικής ως ποσοστό των εσόδων τους. Παρ' όλα αυτά, οι συνολικές επενδύσεις τους σε παγκόσμιο επίπεδο αυξήθηκαν κατά μόλις 4,6% μεταξύ 2014 και 2015 και κατά το μεγαλύτερο μέρος τους αφορούν συντήρηση των υφιστάμενων συστημάτων.

Ιστορικά, οι τράπεζες ήταν υπεύθυνες για τις περισσότερες καινοτομίες στο χρηματοπιστωτικό κλάδο. Η εμφάνιση της πιστωτικής κάρτας στη δεκαετία του 1950 και του ATM στη δεκαετία του 1970 έφερε την επανάσταση στον τρόπο με τον οποίο έχουμε πρόσβαση στην αγορά αγαθών και υπηρεσιών. Ο χρηματοπιστωτικός τομέας συνέχισε να βιώνει πολλές εντυπωσιακές καινοτομίες και τεχνολογικές εξελίξεις, όπως είναι η τεχνολογία ανέπαφων συναλλαγών (contactless), το ψηφιακό πορτοφόλι και τα κρυπτονομίσματα. Ωστόσο, η καινοτομία πλέον σπάνια προέρχεται από τις τράπεζες, αλλά από μικρές επιχειρήσεις FinTech. Παρά τις διαφορές τους, οι δύο παίκτες, επιχειρήσεις FinTech και τράπεζες, έχουν να κερδίσουν πολλά από τη συνεργασία τους. Οι επιχειρήσεις FinTech μπορούν να επωφεληθούν από τη μακρά ιστορία των τραπεζικών συναλλαγών και από το πλαίσιο που παρέχουν τα τραπεζικά ιδρύματα. Από την πλευρά τους, οι τράπεζες μπορούν να αποκτήσουν επιπρόσθετη αξία είτε μέσω διαφόρων τρόπων συνεργασίας είτε μέσω απόκτησης της προηγμένης τεχνολογίας που προσφέρουν οι εταιρίες αυτές.

Η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (EBA), η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών

(ESMA) και η Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (EIOPA), στην έκθεση του Μαρτίου 2016 για τους κινδύνους και τις ευπάθειες του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην ΕΕ,¹³ αναγνωρίζουν ότι η αυξανόμενη διάδοση της χρηματοοικονομικής τεχνολογίας και των εταιριών FinTech, η ψηφιοποίηση και η ταχεία καινοτομία χαρακτηρίζουν ένα μεταβαλλόμενο οικονομικό τομέα και επισημαίνουν ότι οι τεχνολογικές εξελίξεις μπορεί να επηρεάσουν όλο και περισσότερο τους παραδοσιακούς παρόχους χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και τα έσοδά τους. Υποστηρίζεται ότι η ανάπτυξη του FinTech μπορεί να προσφέρει ευκαιρίες, συμπεριλαμβανομένων της ευρύτερης πρόσβασης των πελατών σε χρηματοοικονομικές υπηρεσίες με χαμηλότερο κόστος, της αύξησης του ανταγωνισμού και της αποτελεσματικότητας, της μείωσης του συστημικού κινδύνου, καθώς και της πρόσβασης σε καλύτερα και περισσότερα φιλικά προς τον πελάτη προϊόντα. Από την άλλη πλευρά όμως, διατυπώνονται προβληματισμοί σχετικά με τις επιπτώσεις στον τραπεζικό τομέα. Συγκεκριμένα, διατυπώνεται η άποψη ότι το FinTech θα μπορούσε να επηρεάσει τη μελλοντική ικανότητα δημιουργίας εσόδων για τις τράπεζες, να ενισχύσει τη διάθεση ανάληψης υψηλότερων κινδύνων από τα παραδοσιακά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και να αυξήσει το λειτουργικό κίνδυνο λόγω της εξωτερικής ανάθεσης σε εταιρίες FinTech με σκοπό τη μείωση των λειτουργικών εξόδων. Παράλληλα, στην παραπάνω έκθεση εκφράζεται η ανησυχία ότι το FinTech μπορεί να επιφέρει επιπρόσθετους κινδύνους, όπως ξέπλυμα χρήματος και κινδύνους που σχετίζονται με τη φήμη και την ακεραιότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς μακροπρόθεσμα FinTech και ψηφιοποίηση θα μπορούσαν να διαταράξουν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και την εύρυθμη λει-

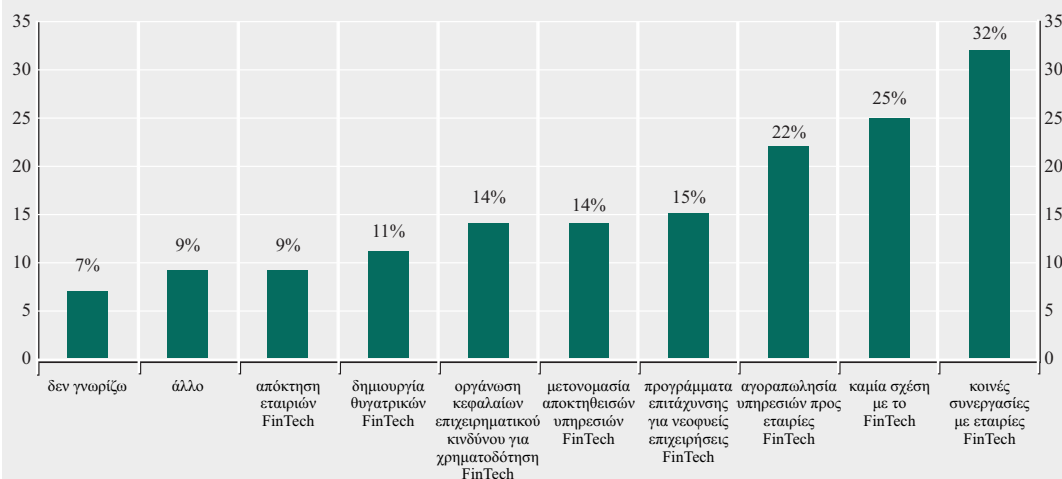
¹¹ Στο χρηματοπιστωτικό τομέα ιδίως, οι εταιρίες FinTech έχουν ένα ανταγωνιστικό πλεονέκτημα λόγω του "τεχνικού" χρέους που υποσχεύθηκε από τους παραδοσιακούς παίκτες, κυρίως τις τράπεζες. Βλ. Darolles (2016).

¹² <http://www.fintechinnovationlablondon.net/media/730274/Accenture-The-Future-of-FinTech-and-Banking-digitallydisrupted-or-reimagined.pdf>.

¹³ Joint Committee Report on Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System, <https://esas-joint-committee.europe.eu>.

Διάγραμμα 5 Αξιοποίηση της τεχνολογίας και της καινοτομίας*

Ερώτηση: Με ποιο τρόπο αντιμετωπίζετε τις εταιρίες FinTech;



Πηγή: PwC, The 19th Annual Global CEO Survey, 2016.

* Αποτελέσματα έρευνας που πραγματοποίησε η εταιρία PwC σε 176 διευθύνοντες συμβούλους του κλάδου τραπεζών και κεφαλαιαγορών από 62 χώρες.

τουργία των αγορών. Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο της Ένωσης Τραπεζών του Ευρώ (Euro Banking Association) αποφάσισε να δημιουργήσει ένα ανοικτό φόρουμ για τις τράπεζες, τις εταιρίες FinTech και άλλους ενδιαφερομένους, με σκοπό την ανταλλαγή απόψεων και εμπειριών σχετικά με τα διάφορα θέματα που συνδέονται με την εφαρμογή της νέας Οδηγίας για τις υπηρεσίες πληρωμών (New Payment Services Directive – PSD2) και τη δημιουργία ενός περιβάλλοντος ανοικτής τραπεζικής (Open Banking).

Οι τράπεζες διατηρούν τη φήμη τους περί αξιοπιστίας και ασφάλειας συναλλαγών και επενδύουν στην τήρηση υψηλού επιπέδου κανονιστικών προτύπων, αλλά αναγνωρίζουν επίσης τη σημασία του να βρίσκονται στην πρώτη γραμμή της καινοτομίας και επιδιώκουν να αξιοποιήσουν τις τεράστιες δυνατότητες που προσφέρει το FinTech. Αυτό έχει οδηγήσει μεγάλη μερίδα των τραπεζών να διερευνήσει διάφορες προσεγγίσεις για να εκμεταλλευθεί την καινοτομία FinTech (βλ. Διάγραμμα 5), όπως μεταξύ άλλων οι επεν-

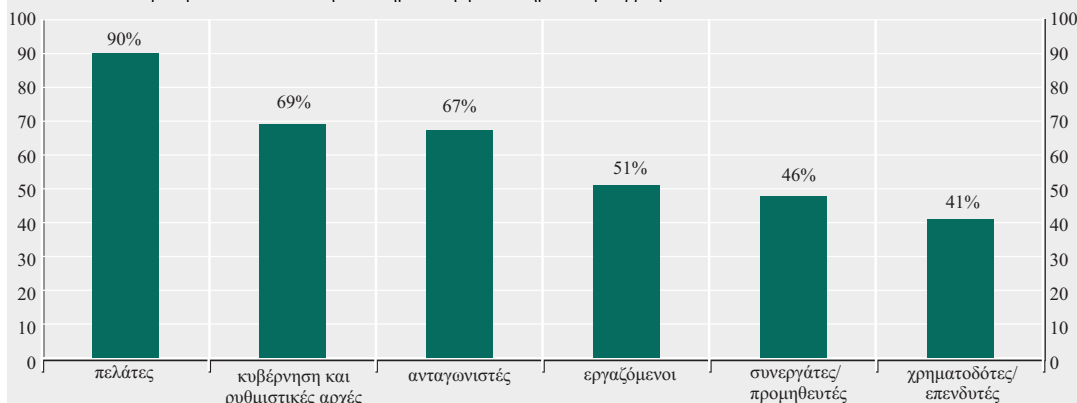
δύσεις κεφαλαίου επιχειρηματικού κινδύνου (venture capital), τα προγράμματα επιτάχυνσης και η στενή συνεργασία με την κοινότητα των FinTech. Υπάρχουν επίσης πολλές άλλες πρωτοβουλίες όπως τα εσωτερικά προγράμματα μεγάλης καινοτομίας, π.χ. τύπου “hackathon” (μαραθώνιοι ανάπτυξης καινοτόμων εφαρμογών), με περιορισμένο αντίκτυπο στην εσωτερική λειτουργία των χορηγών-οργανισμών.

Σύμφωνα με έρευνα που πραγματοποίησε η PricewaterhouseCoopers (PwC 2016α) σε 176 διευθύνοντες συμβούλους του κλάδου τραπεζών και κεφαλαιαγορών από 62 χώρες, οι ερωτηθέντες του κλάδου θεωρούν τα συστήματα διαχείρισης πελατειακών σχέσεων (80% των απαντήσεων), τις αναλύσεις δεδομένων (75%) και την επικοινωνία και δραστηριοποίηση στα μέσα κοινωνικής δικτύωσης (56%) ως τους τρεις σημαντικότερους τομείς της τεχνολογίας που θα αποδώσουν τα μεγαλύτερα οφέλη στη σχέση τους με τους πελάτες τους. Η ικανότητα ανάλυσης μεγαλύτερου όγκου δεδομένων με μεγαλύτερη ταχύτητα και

Διάγραμμα 6 Παράγοντες διαμόρφωσης επιχειρησιακής στρατηγικής*

Ερώτηση: Τι επιρροή ασκούν οι παρακάτω κατηγορίες κατά τη διαμόρφωση της επιχειρησιακής στρατηγικής;

■ ποσοστό ερωτηθέντων που απάντησαν «σημαντική ή πολύ σημαντική επιρροή»



Πηγή: PwC, The 19th Annual Global CEO Survey, 2016.

* Αποτελέσματα έρευνας που πραγματοποίησε η εταιρία PwC σε 176 διευθύνοντες συμβούλους του κλάδου τραπεζών και κεφαλαιαγορών από 62 χώρες.

περισσότερες δυνατότητες πρόβλεψης μπορεί να εξασφαλίσει πιο γρήγορη, στοχευμένη και έγκαιρη ανταπόκριση στις απαιτήσεις των πελατών και στις εξελίξεις της κεφαλαιαγοράς. Στο Διάγραμμα 6 αποτυπώνεται και η σημασία που αποδίδουν οι διευθύνοντες σύμβουλοι στην ικανοποίηση των αναγκών των πελατών όταν διαμορφώνουν τη στρατηγική της επιχείρησης (περίπου για το 90% των ερωτηθέντων η ικανοποίηση των πελατειακών αναγκών αποτελεί προτεραιότητα).

Καθώς ο ρυθμός της αλλαγής επιταχύνεται, οι τράπεζες συνεργάζονται με την κοινότητα των FinTech, ώστε να κατανοήσουν καλύτερα τις μελλοντικές προκλήσεις και ευκαιρίες. Επομένως, οι τράπεζες είναι σημαντικό να συνεχίσουν α) να αναπτύσσουν έναν εσωτερικό “οδικό χάρτη” που να περιγράφει πώς θα αναγνωρίσουν και θα ανταποκριθούν στις απειλές και τις ευκαιρίες της αγοράς, β) να διεξάγουν συνεχή έρευνα ώστε να συμβαδίζουν με τις αλλαγές στον τομέα FinTech, γ) να εξασφαλίζουν ότι το προσωπικό τους είναι εκπαιδευμένο για τις εξελίξεις, απειλές και ευκαιρίες, δ) να αναπτύσσουν ένα πρόγραμμα καινοτομίας και ε) να βελτιστοποιούν τις πληρο-

φορίες και τα δεδομένα που έχουν στη διάθεσή τους.¹⁴

Η εμπειρία από αρκετές ευρωπαϊκές FinTechs έχει δείξει ότι FinTechs και τράπεζες μπορούν να συνεργάζονται σε διάφορα στάδια. Άσχετα όμως με το στάδιο στο οποίο συμμετέχουν σε μια εταιρική σχέση, και οι δύο πλευρές κομίζουν πολύτιμα στοιχεία. Οι FinTechs είναι εταιρίες εντάσεως τεχνολογίας, επιδιώκουν τη δοκιμή νέων τεχνολογιών και διερευνούν τι είναι τεχνικά εφικτό χωρίς να δεσμεύονται από αυστηρά νομικά πλαίσια. Εφαρμόζοντας καινοτόμες προσεγγίσεις, δημιουργούν έναν τεράστιο αριθμό νέων ιδεών με έναν πολύ εύλικτο τρόπο. Οι τράπεζες μπορούν να προσθέσουν τεχνογνωσία όσον αφορά το κανονιστικό και νομικό πλαίσιο και τη διαχείριση κινδύνων και μπορούν να δώσουν στις FinTechs πρόσβαση στα παγκόσμια συστήματα πληρωμών, καθώς και στην πελατειακή τους βάση. Μαζί, FinTechs και τράπεζες δημιουργούν ένα οικοσύστημα που τους επιτρέπει να ανταποκρίνονται καλύτερα στις ανάγκες των πελατών και να γεφυρώνουν το χάσμα μεταξύ των υπη-

¹⁴ Βλ. BNY Mellon (2015).

ρεσιών που προσφέρονται από τις παραδοσιακές τράπεζες και αυτών που πράγματι ζητούν οι πελάτες.

4 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΩΝ ΑΡΧΩΝ

Τα τελευταία χρόνια η αγορά λιανικών πληρωμών γνώρισε σημαντικές τεχνικές καινοτομίες με την ταχεία αύξηση του αριθμού των ηλεκτρονικών και κινητών πληρωμών και την εμφάνιση στην αγορά νέων τύπων υπηρεσιών πληρωμών, οι οποίες έθεσαν το πλαίσιο για τις υπηρεσίες πληρωμών (Payment Services Directive – PSD¹⁵) αντιμέτωπο με νέες προκλήσεις. Πολλά καινοτόμα προϊόντα ή υπηρεσίες πληρωμών δεν ενέπιπταν εξ ολοκλήρου ή κατά μεγάλο μέρος στο πεδίο εφαρμογής της PSD. Παράλληλα, η αγορά της ΕΕ για τις κάρτες και τις πληρωμές μέσω διαδικτύου και κινητών παραμένει κατακερματισμένη κατά μήκος των εθνικών συνόρων και αντιμετωπίζει σοβαρές προκλήσεις που εμποδίζουν την περαιτέρω ανάπτυξη της και ανακόπτουν την αναπτυξιακή δυναμική της ΕΕ (διαφορετικό κόστος των πληρωμών για τους καταναλωτές και τους εμπόρους, διαφορές στις τεχνικές υποδομές, αδυναμία των παρόχων πληρωμών να συμφωνήσουν για την εφαρμογή κοινών τεχνικών προτύπων, υψηλές διαπραγματικές προμήθειες που οδηγούν σε αύξηση της τελικής τιμής για τους καταναλωτές).

Σε αυτό το πλαίσιο και προκειμένου να αναπροσαρμοστεί η ευρωπαϊκή αγορά πληρωμών ώστε να αξιοποιήσει τις ευκαιρίες που προσφέρει η ενιαία αγορά, αλλά και να στηριχθεί η ανάπτυξη της ευρωπαϊκής οικονομίας, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενέκρινε μια δέσμη μέτρων. Η αναθεωρημένη Οδηγία για τις υπηρεσίες πληρωμών (PSD2)¹⁶ εισάγει ορισμένα νέα στοιχεία και σημαντικές βελτιώσεις στην αγορά πληρωμών της ΕΕ. Συγκεκριμένα, έχει στόχο να διευκολύνει και να καταστήσει ασφαλέστερη τη χρήση υπηρεσιών ηλεκτρονικών πληρωμών, περιλαμβάνοντας στο πεδίο εφαρμογής της νέες υπηρεσίες διενέργειας πληρωμών. Πρόκειται για υπηρεσίες που λειτουργούν μεταξύ των τραπεζών του εμπορίου

και του αγοραστή και επιτρέπουν φθηνές και αποτελεσματικές ηλεκτρονικές πληρωμές χωρίς τη χρήση πιστωτικής κάρτας. Οι εν λόγω πάροχοι υπηρεσιών θα υπόκεινται πλέον στα ίδια υψηλά πρότυπα ρύθμισης και εποπτείας με όλα τα άλλα ιδρύματα πληρωμών. Ταυτόχρονα, οι τράπεζες και όλοι οι άλλοι πάροχοι υπηρεσιών πληρωμών θα πρέπει να ενισχύσουν την ασφάλεια των διαδικτυακών συναλλαγών, απαιτώντας την αυστηρή ταυτοποίηση των πελατών για τις πληρωμές.

Οι ασφαλείς υπηρεσίες πληρωμών αποτελούν απαραίτητη προϋπόθεση για την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς των υπηρεσιών πληρωμών. Οι χρήστες των υπηρεσιών πληρωμών θα πρέπει επομένως να προστατεύονται επαρκώς έναντι των δυνητικών κινδύνων.¹⁷ Όλες οι υπηρεσίες πληρωμών που προσφέρονται ηλεκτρονικά θα πρέπει να πραγματοποιούνται με ασφάλεια, υιοθετώντας τεχνολογίες ικανές να εγγυηθούν την ασφαλή εξακρίβωση της ταυτότητας του χρήστη και τη μείωση, στο μεγαλύτερο δυνατό βαθμό, του κινδύνου απάτης. Προκειμένου να καταστεί δυνατή η ανάπτυξη φιλικών προς το χρήστη και προσβάσιμων μέσων πληρωμών για πληρωμές χαμηλού κινδύνου, όπως πληρωμές χαμηλής αξίας χωρίς επαφή στο σημείο πώλησης, είτε μέσω κινητού τηλεφώνου είτε όχι, οι εξαιρέσεις ως προς την εφαρμογή των απαιτήσεων ασφαλείας προσδιορίζονται στα ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα. Εν προκειμένω, ο χρήστης θα πρέπει να μπορεί να βασίζεται στη θέσπιση μέτρων που προστατεύουν το απόρρητο και την ακεραιότητα των εξατομικευμένων διαπιστευτηρίων ασφαλείας (για παράδειγμα μέσω τηλεφωνικών μηνυμάτων ή ηλεκτρονικού ταχυδρομείου).

Περαιτέρω, οι τεχνολογικές εξελίξεις έχουν προκαλέσει τα τελευταία χρόνια την εμφάνιση σειράς συμπληρωματικών υπηρεσιών, όπως οι υπηρεσίες παροχής πληροφοριών λογαρια-

¹⁵ Οδηγία 2007/64/EK.

¹⁶ Τα εν λόγω μέτρα ισχύουν από τις 31 Ιανουαρίου 2018. Οδηγία 2015/2366/ΕΕ.

¹⁷ Οδηγία 2015/2366/ΕΕ: “Οι καταναλωτές θα πρέπει να προστατεύονται από αθέμιτες και παραπλανητικές πρακτικές...”.

σμού όπου ο χρήστης έχει τη δυνατότητα να έχει αμέσως, σε οποιαδήποτε δεδομένη στιγμή, μια συνολική εικόνα της οικονομικής του κατάστασης.

Οι εν λόγω υπηρεσίες καλύπτονται επίσης από την PSD2, προκειμένου να παρέχουν στους καταναλωτές επαρκή προστασία για τα δεδομένα της πληρωμής και του λογαριασμού τους. Τέλος, οι υπηρεσίες εκκίνησης πληρωμών (payment initiation services) δίνουν τη δυνατότητα στον πάροχο υπηρεσιών εκκίνησης πληρωμών να διαβεβαιώνει το δικαιούχο ότι η πληρωμή έχει κινηθεί, ώστε αυτός με τη σειρά του να παραδώσει τα εμπορεύματα ή να παράσχει την υπηρεσία χωρίς αδικαιολόγητη καθυστέρηση. Δεδομένου ότι οι υπηρεσίες εκκίνησης πληρωμών δεν ρυθμιζόνταν από την PSD, ανέκλυψε μια σειρά από νομικά ζητήματα, όπως η προστασία των καταναλωτών, η ασφάλεια και η προστασία των δεδομένων. Οι νέοι κανόνες της PSD2 ανταποκρίνονται σε αυτά τα ζητήματα.

Από ρυθμιστική άποψη, δημιουργήθηκε η ανάγκη για μια αλλαγή στάσης ως προς το πώς θα πρέπει να ρυθμίζονται τα προϊόντα και οι υπηρεσίες FinTech. Η ψηφιοποίηση των διαδικασιών και των υπηρεσιών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αποτελεί μια απολύτως κατανοητή τάση της αγοράς, με ρυθμιστικές συνέπειες και υποχρεώσεις που σχετίζονται με τη χρήση της τεχνολογίας. Από την άλλη πλευρά, οι νέες τεχνολογικές εταιρίες εισέρχονται στο χρηματοπιστωτικό κλάδο με περιορισμένη ή καθόλου προηγούμενη εμπειρία ρυθμιστικών κανόνων. Οι επιχειρήσεις αυτές έχουν την τάση να στερούνται μιας κουλτούρας συμμόρφωσης που προσδιορίζει τις υποχρεώσεις τους ως προς την προστασία του καταναλωτή κατά την παροχή των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Εκεί ακριβώς έγκειται η σημερινή συζήτηση σχετικά με τη ρύθμιση του FinTech.

Σύμφωνα με την PSD2, θεσπίστηκαν νέοι κανόνες με σκοπό να καλύψουν τα ρυθμιστικά κενά, ενώ ταυτόχρονα παρέχουν μεγαλύτερη νομική σαφήνεια και διασφαλίζουν τη συνεπή

εφαρμογή του νομοθετικού πλαισίου σε ολόκληρη την ΕΕ. Συγκεκριμένα, διασφαλίζονται ισοδύναμες συνθήκες λειτουργίας τόσο για τους υφιστάμενους όσο και για τους νέους συντελεστές της αγοράς, επιτρέποντας στα νέα μέσα πληρωμών να προσεγγίσουν μια ευρύτερη αγορά και εξασφαλίζοντας υψηλό επίπεδο προστασίας των καταναλωτών κατά τη χρήση των εν λόγω υπηρεσιών πληρωμών σε ολόκληρη την ΕΕ. Αυτό θα οδηγήσει σε βελτίωση της αποτελεσματικότητας του συστήματος πληρωμών στο σύνολό του και θα οδηγήσει σε περισσότερες επιλογές και υψηλότερη διαφάνεια στις υπηρεσίες πληρωμών, ενισχύοντας ταυτόχρονα την εμπιστοσύνη των καταναλωτών σε μια εναρμονισμένη αγορά πληρωμών.¹⁸ Ταυτόχρονα, στην Οδηγία επισημαίνεται ότι ο ορισμός των υπηρεσιών πληρωμών είναι “τεχνολογικά ουδέτερος” και επιτρέπει την ανάπτυξη νέων τύπων υπηρεσιών πληρωμών, εξασφαλίζοντας παράλληλα ισοδύναμους όρους λειτουργίας τόσο για υφιστάμενους όσο και για νέους παρόχους υπηρεσιών πληρωμών.

Οι Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές (που περιλαμβάνουν την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών – European Securities and Markets Authority, την Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών – European Banking Authority και την Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων – European Insurance and Occupational Pensions Authority) παρακολουθούν τον αυξανόμενο αριθμό ιδρυμάτων που προσφέρουν αυτοματοποιημένες υπηρεσίες, καθώς και τη χρήση αποκεντρωμένης τεχνολογίας (Distributed Ledger Technology – DLG). Η EBA ενθαρρύνει επίσης τις εποπτικές αρχές να παρακολουθούν στενά το FinTech με σκοπό την αξιολόγηση των πιθανών κινδύνων για την προστασία των επενδυτών, π.χ. κινδύνους που σχετίζονται με την τεχνο-

¹⁸ Επίσης, επισημαίνεται ότι τα μέσα πληρωμών μικρής αξίας είναι μια φθηνή και εύχρηστη εναλλακτική λύση στην περίπτωση αγαθών και υπηρεσιών με χαμηλή τιμή και δεν θα πρέπει να βαρύνονται με υπερβολικές απαιτήσεις. Προκειμένου να ενισχυθεί η εμπιστοσύνη των καταναλωτών σε μια εναρμονισμένη αγορά πληρωμών, είναι σημαντικό ο χρήστης υπηρεσιών πληρωμών να γνωρίζει το πραγματικό κόστος και τις επιβαρύνσεις των υπηρεσιών πληρωμών.

λογία της πληροφορικής (information technology risk).

Αντιμέτωπες με τις βαθιές αλλαγές στον τραπεζικό και χρηματοπιστωτικό τομέα, οι ρυθμιστικές αρχές φροντίζουν να αποφύγουν δύο πιθανά λάθη. Το πρώτο είναι η υπερπροστασία των κατεστημένων φορέων με τη δημιουργία εμποδίων εισόδου στην αγορά για τους νεοεισερχόμενους. Κάτι τέτοιο θα αποθάρρυνε τη χρηματοοικονομική καινοτομία και θα παρεμπόδιζε τον ανταγωνισμό στον τομέα. Η δεύτερη πιθανή παγίδα είναι, αντίθετα, να επιλέξουν να ευνοήσουν τους νεοεισερχόμενους με λιγότερο αυστηρές ρυθμίσεις από ό,τι ισχύει για τους κατεστημένους φορείς. Παρέχουν επομένως ένα πλαίσιο ισότιμων όρων για όλους τους συμμετέχοντες, αλλά ταυτόχρονα προωθούν μια καινοτόμο, ασφαλή και ανταγωνιστική χρηματοπιστωτική αγορά. Εκτός από τους ίδιους τους ρυθμιστικούς κανόνες, οι αρχές εξετάζουν γενικότερα και τα κίνητρα που προσφέρονται στους παράγοντες της αγοράς και πώς αυτά θα μπορούσαν να τους οδηγήσουν να τροποποιήσουν τη συμπεριφορά τους. Το FinTech χρειάζεται συνεπώς ένα πλαίσιο που να είναι τόσο ισορροπημένο όσο και δυναμικό και από το οποίο να επωφελούνται ταυτόχρονα οι φορείς (π.χ. θεσμικοί ή νεοσύστατοι) και οι ρυθμιστικές αρχές. Οι στόχοι των ρυθμιστικών αρχών περιλαμβάνουν τα εξής: α) τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, β) την προληπτική ρύθμιση, γ) τη δίκαιη αντιμετώπιση και δ) τον ανταγωνισμό και την ανάπτυξη της αγοράς.¹⁹

5 Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

Στην Ελλάδα, με αφετηρία κυρίως την επιβολή των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων (capital controls) και το σοκ που προξένησαν, όλο και περισσότερα άτομα και επιχειρήσεις καταφεύγουν σε ηλεκτρονικά μέσα πληρωμών και τραπεζικής, ακολουθώντας την παγκόσμια τάση. Οι περιορισμοί στις προσωπικές αναλήψεις μετρητών, στις εταιρικές συναλλαγές και στις μεταφορές κεφαλαίων και πληρωμών προς το εξωτερικό οδήγησαν πολλούς κατα-

ναλωτές και εταιρίες να χρησιμοποιήσουν ευρύτερα τις ηλεκτρονικές μεθόδους συναλλαγών και πληρωμών. Στις 26 Σεπτεμβρίου 2016 η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) δημοσίευσε τα στατιστικά στοιχεία για το έτος 2015 σχετικά με τις συναλλαγές πληρωμών χωρίς τη χρήση μετρητών. Όπως προκύπτει, ο αριθμός των συναλλαγών που έχουν πραγματοποιηθεί με τη χρήση επιταγών, καρτών πληρωμών (εξαιρουμένων εκείνων που λειτουργούν ως ηλεκτρονικό χρήμα), υπηρεσιών μεταφοράς πιστώσεων και υπηρεσιών άμεσων χρεώσεων ανήλθε το 2015 στο υψηλό επίπεδο των 423 εκατομμυρίων.

Στην Ελλάδα, βασικό προϊόν των εταιριών FinTech είναι το ηλεκτρονικό πορτοφόλι, οι χρήστες του οποίου έχουν τη δυνατότητα να πραγματοποιούν πληρωμές, καθώς και μεταφορές σε τρίτους και σε τραπεζικούς λογαριασμούς. Εκτός από τη μεταφορά χρημάτων μεταξύ ηλεκτρονικών πορτοφολιών (χωρίς προμήθειες), υποστηρίζονται και πληρωμές λογαριασμών Δημοσίου και επιχειρήσεων, η αποστολή χρημάτων σε επαφές στο κινητό ή σε ΑΦΜ επαγγελματία, καθώς και η πληρωμή σε φυσικό κατάστημα χωρίς τερματικό POS.

Στην ελληνική αγορά, και οι τράπεζες προσφέρουν υπηρεσίες ηλεκτρονικής τραπεζικής εξυπηρέτησης μέσα από διάφορους διαύλους επικοινωνίας, όπως ενδεικτικά και κατά περίπτωση το διαδίκτυο (e-banking) και το κινητό τηλέφωνο (mobile banking). Επιπρόσθετα, οι τράπεζες έχουν εκδηλώσει έντονο ενδιαφέρον για την παροχή σύγχρονων ηλεκτρονικών υπηρεσιών και υποστηρίζουν το FinTech. Κάποιες έχουν αναπτύξει ως προϊόν το ηλεκτρονικό πορτοφόλι, το οποίο συνδέεται είτε με τραπεζικό λογαριασμό είτε με χρεωστική, πιστωτική ή προπληρωμένη κάρτα. Στις δυνατότητες χρήσης του ηλεκτρονικού πορτοφολιού περιλαμβάνονται οι ανέπαφες πληρωμές, το ιστορικό συναλλαγών, η αποστολή χρημάτων σε επαφές στο κινητό ή στα μέσα κοινωνικής δικτύωσης χωρίς να είναι γνωστός ο τραπεζικός λογαριασμός του παραλήπτη, αγορές με ένα κλικ σε

¹⁹ Bl. Arner et al. (2015).

ηλεκτρονικά καταστήματα, πληρωμές λογαριασμών Δημοσίου και επιχειρήσεων, προσφορές, εκπώσεις και πόντοι επιβράβευσης.

Αρμόδιες αρχές για την αδειοδότηση και την εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων, ιδρυμάτων πληρωμών και ιδρυμάτων ηλεκτρονικού χρήματος²⁰ είναι η Τράπεζα της Ελλάδος και η ΕΚΤ. Συγκεκριμένα, οι προϋποθέσεις για την παροχή άδειας λειτουργίας καθώς και οι κανόνες εποπτείας που διέπουν τη λειτουργία των Ιδρυμάτων Ηλεκτρονικού Χρήματος καθορίζονται από τον ν. 3862/2010, τον ν. 4021/2011,²¹ την ΠΕΕ 33/19.12.2013 και την ΠΕΕ 22/12.7.2013. Σύμφωνα με το άρθρο 12, παρ. 1 του ν. 4021/2011, η Τράπεζα της Ελλάδος είναι αρμόδια για την αδειοδότηση και την προληπτική εποπτεία Ιδρυμάτων Ηλεκτρονικού Χρήματος. Δυνάμει της εν λόγω εξουσιοδότησης, η Τράπεζα της Ελλάδος εξέδωσε την ΠΕΕ 33/19.12.2013. Για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας Ιδρύματος Ηλεκτρονικού Χρήματος απαιτείται αρχικό κεφάλαιο ποσού τουλάχιστον τριακοσίων πενήντα χιλιάδων (350.000) ευρώ. Περαιτέρω, με τον εν λόγω νόμο καθορίζονται οι κεφαλαιακές απαιτήσεις και ο τρόπος υπολογισμού των ιδίων κεφαλαίων τους, οι υποχρεώσεις διασφάλισης του ενεργητικού, τα εξαιρούμενα ιδρύματα και οι επιτρεπόμενες δραστηριότητες που μπορούν τα ιδρύματα αυτά να ασκούν εκτός της έκδοσης ηλεκτρονικού χρήματος, τόσο εντός Ελλάδος όσο και διασυνοριακά. Θέματα που αφορούν την ενημέρωση από τα Ιδρύματα Ηλεκτρονικού Χρήματος των κατόχων ηλεκτρονικού χρήματος για τα δικαιώματά τους, καθώς και τη διερεύνηση καταγγελιών των τελευταίων δεν εμπίπτουν στην αρμοδιότητα της Τράπεζας της Ελλάδος, αλλά σε αυτή της Γενικής Γραμματείας Καταναλωτή, σύμφωνα με το άρθρο 25, παρ. 1 του ν. 4021/2011.

Στο πλαίσιο της ενημέρωσης, η Τράπεζα της Ελλάδος διαθέτει στο δικτυακό της τόπο Πίνακες Μητρώου με όλα τα πιστωτικά ή χρηματοδοτικά ιδρύματα που παρέχουν τραπεζικές υπηρεσίες. Σύμφωνα με τους Πίνακες Μητρώου, το 2016 δραστηριοποιείται μόνο

ένα ίδρυμα ηλεκτρονικού χρήματος και εννέα ιδρύματα πληρωμών. Στους εν λόγω πίνακες αναφέρονται και τα ιδρύματα πληρωμών και ηλεκτρονικού χρήματος με έδρα σε άλλα κράτη-μέλη που γνωστοποίησαν την πρόθεση παροχής υπηρεσιών στην Ελλάδα χωρίς εγκατάσταση.²²

6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Όπως αναφέρθηκε στην εισαγωγή, ο χρηματοπιστωτικός τομέας και η τεχνολογία είναι εδώ και πολύ καιρό αλληλένδετες έννοιες και οι δύο τομείς αλληλοενισχύονται. Αν και είναι δύσκολο να προσδιορίσει κανείς πώς και από πού ξεκίνησε η στροφή όσον αφορά την παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, μπορούμε σίγουρα να πούμε ότι η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 αποτελεί ένα σημείο καμπής, διαδραματίζοντας καταλυτικό ρόλο στην έλευση της εποχής του FinTech.

Το FinTech καλύπτει ψηφιακές καινοτομίες και επιχειρηματικά μοντέλα καινοτομιών που ευνοούν τη χρήση της τεχνολογίας στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Τέτοιες καινοτομίες μπορεί να διαταράξουν τις υπάρχουσες δομές του κλάδου, να οδηγήσουν σε επανάσταση στον τρόπο που οι υφιστάμενες επιχειρήσεις παράγουν και διανέμουν τα προϊόντα και τις υπηρεσίες τους και να προσφέρουν νέες οδούς για την επιχειρηματικότητα. Παραδείγματα των καινοτομιών που είναι κεντρικής σημασίας για το FinTech σήμερα αποτελούν τα κινητά συστήματα πληρωμών, τα νέα ψηφιακά συμβουλευτικά συστήματα και τα συστήματα

²⁰ Σύμφωνα με το άρθρο 10 παρ. 1 του ν. 4021/2011 ως “ηλεκτρονικό χρήμα” ορίζεται “οποιαδήποτε νομισματική αξία αποθηκευμένη σε ηλεκτρονικό, συμπεριλαμβανομένου μαγνητικού, υπόθεμα, που εμφανίζεται ως απαίτηση έναντι του εκδότη ηλεκτρονικού χρήματος, η οποία έχει εκδοθεί κατόπιν παραλαβής χρηματικού ποσού για το σκοπό της πραγματοποίησης πράξεων πληρωμών [...] και γίνεται δεκτή από άλλα φυσικά ή νομικά πρόσωπα πέραν του εκδότη”.

²¹ Με τον ν. 4021/2011 (άρθρα 9-30) ενσωματώθηκαν στο ελληνικό δίκαιο οι διατάξεις της Οδηγίας 2009/110/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Σεπτεμβρίου 2009, για την ανάληψη, άσκηση και προληπτική εποπτεία της δραστηριότητας ιδρύματος ηλεκτρονικού χρήματος, την τροποποίηση των Οδηγιών 2005/60/ΕΚ και 2006/48/ΕΚ και την κατάργηση της Οδηγίας 2000/46/ΕΚ.

²² <http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Supervision/SupervisedInstitutions/default.aspx>.

συναλλαγών, ο δανεισμός peer-to-peer, η διαδικτυακή μικροχρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων, τα κρυπτονομίσματα και το blockchain.

Αν και οι νέες καινοτομίες ενδέχεται να δημιουργήσουν προκλήσεις για τους παραδοσιακούς παρόχους χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, μπορεί επίσης να αποτελέσουν ευκαιρίες για το χρηματοπιστωτικό τομέα. Αυτές περιλαμβάνουν την ευρύτερη και με χαμηλότερο κόστος πρόσβαση σε χρηματοοικονομικές συμβουλές και υπηρεσίες για τους πελάτες και την αύξηση του ανταγωνισμού και της αποτελεσματικότητας. Η αυξανόμενη πολυμορφία των συμμετεχόντων στην αγορά και των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών που προσφέρονται μπορεί επίσης να μειώσει το συστημικό κίνδυνο και να οδηγήσει σε καλύτερα και πιο φιλικά προς τον πελάτη προϊόντα. Ο χρηματοπιστωτικός τομέας έχει ωφεληθεί περισσότερο συγκριτικά με άλλους κλάδους από τις βελτιώσεις στον τομέα των πληροφοριακών τεχνολογιών.

Στον τραπεζικό τομέα, το FinTech θα μπορούσε να επηρεάσει τη μελλοντική ικανότητα άντλησης εσόδων, με αρνητική επίπτωση στην κεφαλαιακή επάρκεια, λόγω απώλειας καταθετών. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα βασίζονται όλο και περισσότερο σε άλλες πηγές εσόδων πέραν των εσόδων από τόκους. Οι FinTech εταιρίες είναι τις περισσότερες

φορές σε θέση να προσφέρουν πιο αποτελεσματικές υπηρεσίες, ενώ οι φραγμοί εισόδου στην αγορά μπορεί να είναι χαμηλότεροι από ό,τι για τους παραδοσιακούς παρόχους χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, καθώς η ψηφιοποίηση διευκολύνει περαιτέρω την είσοδό τους στην αγορά.

Οι εποπτικές αρχές παρακολουθούν στενά τις εξελίξεις στη χρηματοοικονομική τεχνολογία με σκοπό να κατανοήσουν σε βάθος τις εξελίξεις στον τομέα του FinTech και της καινοτομίας και να είναι έτοιμες να ανταποκριθούν επαρκώς σε έναν ταχέως μεταβαλλόμενο χρηματοπιστωτικό τομέα. Αυτό περιλαμβάνει την αξιολόγηση των πιθανών κινδύνων για την προστασία των επενδυτών. Η ψηφιοποίηση προσφέρει τεράστιες δυνατότητες ανάπτυξης για το χρηματοπιστωτικό τομέα. Ωστόσο, είναι σημαντικό οι απαραίτητες ρυθμιστικές αλλαγές να μην καταπνίξουν την καινοτομία και συγχρόνως να διασφαλίσουν τη σταθερότητα που χρειάζεται ο τομέας αυτός προκειμένου να ανταποκριθεί στις προσδοκίες του πελάτη. Ο στόχος του κανονιστικού πλαισίου είναι να προωθήσει τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα και την πρόσβαση σε υπηρεσίες, ενώ παράλληλα οι ρυθμιστικές αρχές έχουν στόχο να συνεχίσουν να εξετάζουν τις πολιτικές που προωθούν την καινοτομία και την είσοδο νέων επιχειρήσεων.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Accenture (2016), “FinTech and the Evolving Landscape: Landing Points for the Industry”, https://www.accenture.com/t20160427T053810__w__/us-en/_acnmedia/PDF-15/Accenture-FinTech-Evolving-Landscape.pdf#zoom=50.
- Arner, D.W., J. Barberis and R.P. Buckley (2015), “The Evolution of FinTech: a New Post-Crisis Paradigm?”, University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2015/047, UNSW Law Research Paper No. 2016-62, <http://ssrn.com/abstract=267655>.
- Bareisis, Z. and G. Lodge (2016), *Banks, Retailers, and FinTech: Reimagining Payments Relationships, Part One: The Bank Perspective*, Celent, Oliver Wyman Group, January.
- BNY Mellon (2015), “Innovation in Payments: The Future is Fintech”, https://www.bnymellon.com/_global-assets/pdf/our-thinking/innovation-in-payments-the-future-is-FinTech.pdf.
- Chishti, S. and J. Barberis (2016), *The FINTECH Book: The Financial Technology Handbook for Investors, Entrepreneurs and Visionaries*, Wiley.
- Darolles, S. (2016), “The rise of fintechs and their regulation”, Banque de France, *Financial Stability Review*, 20, 85-92.
- EY (2015), “Who will disrupt the disruptors?”, *The Journal of Financial Perspectives: FinTech*, Winter 2015.
- EY (2016), EY FinTech Adoption Index.
- Kim, Y., J. Choi, Y.-J. Park and J. Yeon (2016), “The adoption of mobile payment services for ‘Fintech’”, *International Journal of Applied Engineering Research*, Vol. 11, No. 2, 1058-1061.
- McKinsey & Company (2016), “Cutting through the noise around financial technology”.
- Micu, I. and A. Micu (2016), “Financial technology (Fintech) and its implementation on the Romanian non-banking capital market”, *SEA-Practical Application of Science*, Vol. 4, No. 2(11).
- Philippon, T. (2016), “The FinTech opportunity”, *NBER Working Paper Series*, No. 22476: <http://www.nber.org/papers/w22476>.
- PwC (2016α), *19th Annual Global CEO Survey – Key findings in the banking and capital markets sector: Creating a platform for competitive regeneration*, PricewaterhouseCoopers LLP, February.
- PwC (2016β), *Blurred lines: How FinTech is Shaping Financial Services*, *Global FinTech Report*, PricewaterhouseCoopers LLP, March.
- Rysman, M. and S. Schuh (2016), “New innovation in payments”, *NBER Working Paper Series*, No. 22358: <http://www.nber.org/papers/w22358>.
- Santander InnoVentures, Oliver Wyman and Anthemis Group (2015), “The FinTech 2.0 Paper: rebooting financial services”, <http://santanderinnoventures.com/wp-content/uploads/2015/06/The-FinTech-2-0-Paper.pdf>.
- Walker, A. (2014), “Banking without banks: exploring the disruptive effects of converging technologies that will shape the future of banking”, *Journal of Securities Operations and Custody*, Vol. 7, No. 1(12), 69-80.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑ II ΤΩΝ (ΑΝΤ)ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Ιωάννης Χατζηβασίλογλου
Διεύθυνση Εποπτείας Ιδιωτικής Ασφάλισης

A ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Εάν θελήσουμε να περιγράψουμε γενικά τι είναι ή τι κάνουν οι ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις, μπορούμε να πούμε ότι πρόκειται για επιχειρήσεις που έχουν ως βασικό σκοπό την εξυπηρέτηση των πελατών/ασφαλισμένων τους ως παραγωγοί ασφαλιστικών/αντασφαλιστικών προϊόντων και καλύψεων. Κατά τη διαδικασία παροχής των υπηρεσιών τους, αντλούν κεφάλαια αναλαμβάνοντας ασφαλιστικούς και χρηματοοικονομικούς κινδύνους, ενώ παράλληλα διοχετεύουν τα κεφάλαια αυτά στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, καθιστάμενες με αυτόν τον τρόπο ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες πραγματοποίησης επενδύσεων στην οικονομία.

Οι ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις που λειτουργούν στην Ευρωπαϊκή Ένωση οφείλουν να πληρούν ορισμένες απαιτήσεις φερεγγυότητας. Οι απαιτήσεις αυτές μέχρι τις 31.12.2015 (Φερεγγυότητα I¹ – Solvency I) ήταν σε ισχύ επί μία 30ετία και πλέον. Τα κύρια μειονεκτήματά τους, όπως θεωρούνταν από πολλούς, ήταν η έλλειψη ευαισθησίας στους κινδύνους, η οποία δεν παρείχε σε αυτές τα κατάλληλα κίνητρα να διαχειρίζονται τους κινδύνους τους επαρκώς, η έλλειψη διαφάνειας προς τους πελάτες τους, οι οποίοι είναι αρκετά ευαίσθητοι σε θέματα πίστης, και εν τέλει η μειωμένη προστασία των ασφαλισμένων. Οι νέες απαιτήσεις φερεγγυότητας (Φερεγγυότητα II) εφαρμόζονται πλήρως από την 1.1.2016 και καλύπτουν πληθώρα θεμάτων που αφορούν σχεδόν κάθε πτυχή της προληπτικής εποπτείας των ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών επιχειρήσεων που λειτουργούν στην Ευρωπαϊκή Ένωση, διαμορφώνοντας αυτό που ονομάζεται “πλαίσιο φερεγγυότητας”.

Στο παρόν γίνεται μια εισαγωγή στη δομή και στις βασικές έννοιες της Φερεγγυότητας II. Η ενότητα Β παρουσιάζει το νομικό πλαίσιο της

Φερεγγυότητας II, δίδοντας έμφαση στην ευρωπαϊκή της διάσταση. Καθώς αυτό που αλλάζει σε σχέση με το προηγούμενο καθεστώς δεν είναι απλώς και μόνο οι απαιτήσεις (εποπτείας, συμμόρφωσης κ.λπ.) αλλά κυρίως η λογική, η επόμενη ενότητα Γ παρουσιάζει τη διαφορετική θεώρηση της ασφάλισης (ασφαλιστικών επιχειρήσεων – ασφαλιστικών συμβάσεων) και ειδικότερα τις συνέπειες της λογικής αυτής στη διαμόρφωση του εν λόγω πλαισίου. Τέλος, στην ενότητα Δ περιγράφονται τα συστατικά μέρη της Φερεγγυότητας II και οι πυλώνες επί των οποίων στηρίζεται και αναλύονται επιμέρους θέματα που αυτή αγγίζει. Στην ενότητα αυτή έχει γίνει προσπάθεια ώστε η προσέγγιση να μη γίνεται με νομικούς ή αναλογιστικούς ή άλλως τεχνικούς όρους, αλλά να προσβλέπει σε έναν ενδιαφερόμενο μεν, μη ειδήμονα στο θέμα δε, αναγνώστη. Στην τελευταία ενότητα Ε γίνεται μια προσπάθεια αποτύπωσης των βασικότερων σημείων του κειμένου, εν είδει συμπεράσματος.

B ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΔΙΑΣΤΑΣΗ ΤΗΣ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ II

B.1 ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ

Η κρίση κατά τα έτη 2007 και 2008 έφερε στην επιφάνεια σημαντικές αδυναμίες της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Κυρίως δε ανέδειξε ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) είχε πλέον φθάσει στα όρια του δυνατού όσον αφορά την ευρωπαϊκή προοπτική των εποπτικών αρχών. Ως εκ τούτου η ΕΕ δεν μπορούσε να παραμείνει σε κατάσταση στην οποία:

α) δεν υπήρχε μηχανισμός που να διασφαλίζει ότι οι εθνικές εποπτικές αρχές λαμβάνουν τις

¹ Οι ρυθμίσεις της Φερεγγυότητας I είχαν ενσωματωθεί στην ελληνική νομοθεσία με το Νομοθετικό Διάταγμα 400/1970, όπως τροποποιήθηκε.

καλύτερες δυνατές εποπτικές αποφάσεις για τα διασυννοριακά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα,

β) δεν υπήρχε επαρκής συνεργασία και ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των εθνικών εποπτών,

γ) για την κοινή δράση των εθνικών αρχών απαιτούνταν πολύπλοκες ρυθμίσεις επί τη βάσει κατακερματισμένων ρυθμιστικών και εποπτικών απαιτήσεων,

δ) συχνότατα οι εθνικές λύσεις αποτελούσαν τη μόνη εφικτή επιλογή ως ανταπόκριση στα προβλήματα στο επίπεδο της ΕΕ, ενώ, τέλος,

ε) υπήρχαν διαφορετικές εντός της ΕΕ ερμηνείες του ίδιου νομοθετικού κειμένου.

Το Νοέμβριο του 2008 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ανέθεσε σε μια ομάδα υψηλού επιπέδου υπό την προεδρία του Jacques de Larosière να αναζητήσει και να προτείνει τρόπους ενίσχυσης των ευρωπαϊκών εποπτικών μηχανισμών, με τελικό στόχο την ενίσχυση της προστασίας των καταναλωτών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Ως απάντηση στις ανωτέρω προκλήσεις και επί τη βάσει των προτάσεων που περιείχονταν στην αντίστοιχη έκθεση του de Larosière θεσμοθετήθηκε το **Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (European System of Financial Supervision – ESFS)** με τρόπο ώστε να είναι δυνατή η υπέρβαση αυτών των αδυναμιών και το ESFS να είναι προσηλωμένο προς το στόχο της σταθερής και ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, συνδέοντας τις εθνικές εποπτικές αρχές σε ένα ισχυρό ενωσιακό δίκτυο.

Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας βασίζεται σε δύο πυλώνες:

α) στον πυλώνα της μακροπροληπτικής εποπτείας, ο οποίος αποτελείται από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ ή European Systemic Risk Board,

ESRB). Ο πυλώνας αυτός είναι αρμόδιος για τη μακροπροληπτική επίβλεψη του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ΕΕ ως συνόλου και σκοπό έχει να συμβάλει στην πρόληψη ή στον περιορισμό των συστημικών κινδύνων που απειλούν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στην ΕΕ ώστε να αποφεύγονται, κατά το δυνατόν, περιόδοι χρηματοοικονομικών αναταράξεων ευρείας κλίμακας, και

β) στον πυλώνα της μικροπροληπτικής εποπτείας, ο οποίος αποτελείται από τρεις Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές, μία για τις τράπεζες (Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών ή European Banking Authority – EBA), μία για την κεφαλαιαγορά (Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών ή European Securities and Markets Authority – ESMA) και μία για την ιδιωτική ασφάλιση και τις επαγγελματικές συντάξεις (Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων ή European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA). Στον πυλώνα αυτόν περιλαμβάνονται επίσης όλες οι αρμόδιες εθνικές εποπτικές αρχές (National Competent Authorities – NCAs). Στόχος του πυλώνα αυτού είναι η αναβάθμιση της ποιότητας και της συνέπειας της εθνικής εποπτείας, η ενίσχυση της επίβλεψης των διασυννοριακών ομίλων και η συνδρομή του στη σύνταξη ενιαίας ανά κλάδο (ασφαλιστικό, τραπεζικό, κινητών αξιών) ευρωπαϊκής νομοθεσίας.

Στο πλαίσιο της Φερεγγυότητας II, τους βασικούς ρόλους κατέχουν η ευρωπαϊκή καθώς και οι εθνικές εποπτικές αρχές για τις ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις (δηλαδή η EIOPA, η Τράπεζα της Ελλάδος και οι αντίστοιχες εποπτικές αρχές στα άλλα κράτη-μέλη). Ο ρόλος του ESRB στο πλαίσιο της Φερεγγυότητας II, αν και δεν είναι συνεχής, εντούτοις είναι κομβικός, καθώς αφορά περιπτώσεις κρίσιμες για την επιβίωση και ανάκαμψη των ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών επιχειρήσεων.²

² Το ESRB εμπλέκεται στις περιπτώσεις επέκτασης της περιόδου ανάκαμψης των (αντ)ασφαλιστικών επιχειρήσεων (άρθρο 138 της Οδηγίας 2009/138/EK).

B.2 Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΑΡΧΗ ΑΣΦΑΛΙΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΝΤΑΞΕΩΝ (ΕΙΟΡΑ)

Η Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (ΕΙΟΡΑ) ιδρύθηκε με τον Κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 1094/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 24ης Νοεμβρίου 2010 και, όπως αναλύθηκε παραπάνω, είναι μέλος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας.

Ρόλος της ΕΙΟΡΑ είναι να ενεργεί με σκοπό τη βελτίωση της λειτουργίας της εσωτερικής αγοράς της ΕΕ, ιδίως με την εξασφάλιση νομοθεσίας και εποπτείας υψηλού επιπέδου, λαμβάνοντας υπόψη τα συμφέροντα όλων των κρατών-μελών και τη διαφορετική φύση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Στο ρόλο της αυτό, η ΕΙΟΡΑ διασφαλίζει τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, τη διαφάνεια των αγορών και των χρηματοοικονομικών προϊόντων και την προστασία των ασφαλισμένων και των μελών των συστημάτων επαγγελματικών συντάξεων.

Στα καθήκοντά της περιλαμβάνονται επίσης η προώθηση της εποπτικής σύγκλισης και η παροχή συμβουλών προς τα θεσμικά όργανα της ΕΕ στον τομέα της ρύθμισης και εποπτείας των ασφαλιστικών και αντισταθμιστικών υπηρεσιών και των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών, καθώς και σε σχετικά ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης, ελέγχου και υποβολής χρηματοοικονομικών στοιχείων. Η ΕΙΟΡΑ αντικατέστησε την CEIOPS³ και λογοδοτεί στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και στο Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης.⁴

Η ΕΙΟΡΑ συμμετέχει και παρέχει συνδρομή στην αποτελεσματική, αποδοτική και συνεπή λειτουργία των κολλεγίων (σωμάτων) εποπτικών αρχών τα οποία έχουν δημιουργηθεί από τις εποπτικές αρχές για κάθε έναν από τους ασφαλιστικούς ομίλους που λειτουργούν εντός της ΕΕ και έχουν διασυνοριακή δραστηριότητα.⁵ Η συνδρομή της επί του παρόντος περιορίζεται στην παρακολούθηση των θεμάτων της ατζέντας και των ετήσιων σχεδίων

δράσης, ενώ στο εγγύς μέλλον αναμένεται να αυξηθεί, καθώς η ΕΙΟΡΑ θα αναλάβει και καθαρά εποπτικό ρόλο, συμμετέχοντας σε όλους τους επιτόπιους ελέγχους που θα διοργανώνονται από τα κολλέγια αυτά.

Άλλη βασική εργασία της ΕΙΟΡΑ είναι η παρακολούθηση των εξελίξεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές και ο έλεγχος της δυνατότητας που έχουν τόσο οι ασφαλιστικές και αντισταθμιστικές επιχειρήσεις όσο και το ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα ως σύνολο να αντεπεξέρχονται σε τυχόν δυσμενείς εξελίξεις. Η παρακολούθηση περιλαμβάνει τη διεξαγωγή ερευνών και την έκδοση εξαμηνιαίων μελετών οι οποίες παρουσιάζουν την εξέλιξη των κινδύνων που αντιμετωπίζουν οι εθνικές αγορές. Ο έλεγχος της αντοχής των ασφαλιστικών και αντισταθμιστικών επιχειρήσεων σε δυσμενείς εξελίξεις επιτυγχάνεται με τη διενέργεια ετήσιων ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress tests), στις οποίες συμμετέχουν όλα τα κράτη της ΕΕ.

B.3 Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΔΙΑΣΤΑΣΗ ΤΗΣ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ II

Η Φερεγγυότητα II είναι ένα πλαίσιο που έχει εκδοθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση σύμφωνα με τη “διαδικασία Lamfalussy”⁶ και ενσωματώθηκε, σε γενικές γραμμές, το Δεκέμβριο του 2009 στη Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Treaty on the Functioning of the European Union – TFEU).

³ Η CEIOPS (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors) έπαψε να λειτουργεί στις 31.12.2010.

⁴ Το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης αποτελεί μαζί με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο το κύριο όργανο λήψης αποφάσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Ασκεί νομοθετική και δημοσιονομική εξουσία σε συνεργασία με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και συντονίζει ή χαράζει τις γενικές πολιτικές των κρατών-μελών. Ανάλογα με τα θέματα που εξετάζονται, η σύνθεση του Συμβουλίου διαφοροποιείται. Έχουν καθιερωθεί εννέα διαφορετικές συνθέσεις (ή εννέα διαφορετικά συμβούλια) με συμμετοχή υπουργών που έχουν την ευθύνη για αντίστοιχους τομείς. Στην περίπτωση της ιδιωτικής ασφάλισης, αυτή που έχει την αρμοδιότητα είναι η σύνθεση των Οικονομικών και Δημοσιονομικών Θεμάτων (ECOFIN), που αποτελείται από τους υπουργούς οικονομικών των κρατών-μελών.

⁵ Το έτος 2015 η ΕΙΟΡΑ συμμετείχε σε περισσότερα από 100 κολλέγια εποπτικών αρχών.

⁶ Η διαδικασία αυτή αναπτύχθηκε το Μάρτιο του 2001 και έλαβε το όνομά της από το όνομα του βαρόνου Alexandre Lamfalussy, προέδρου της αντίστοιχης επιτροπής σοφών, η οποία επιφορτίστηκε με το έργο της αξιολόγησης των νομοθετικών πρακτικών της Ευρωπαϊκής Ένωσης στους τομείς των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και της υποβολής προτάσεων για τη βελτίωση του συστήματος.

Η διαδικασία Lamfalussy αποτελείται από τέσσερα “επίπεδα”, καθένα από τα οποία επικεντρώνεται σε ένα συγκεκριμένο στάδιο της νομοθετικής διαδικασίας:

1ο επίπεδο: Το πρώτο επίπεδο βασίζεται σε νομοθετική πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η οποία αφορά έκδοση είτε οδηγίας είτε κανονισμού⁷ και διαμορφώνεται μετά από ανοικτή διαβούλευση με όλους τους εμπλεκόμενους φορείς. Τα μέτρα του 1ου επιπέδου έχουν χαρακτηριστικά γενικού πλαισίου, διαμορφώνουν τις βασικές αρχές των ρυθμίσεων και θέτουν σαφείς βάσεις για την έκδοση των εφαρμοστικών μέτρων του 2ου επιπέδου. Για την υιοθέτηση του πλαισίου του 1ου επιπέδου απαιτείται συναπόφαση του Συμβουλίου και του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και το τελικό νομοθετικό κείμενο καλείται νομοθετική πράξη. Η Οδηγία 2009/138/EK για τη φερεγγυότητα των ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών επιχειρήσεων (Φερεγγυότητα II) αποτελεί νομοθετική πράξη (που έχει τη μορφή οδηγίας) και εντάσσεται στα μέτρα 1ου επιπέδου της διαδικασίας Lamfalussy.

2ο επίπεδο: Η νομοθετική πράξη (δηλ. ένα νομοθετικό κείμενο 1ου επιπέδου) μπορεί να αναθέτει στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή την εξουσία έκδοσης (εξ ου και καλούνται “κατ’ εξουσιοδότηση πράξεις”) μη νομοθετικών πράξεων⁸ γενικής ισχύος που συμπληρώνουν ή τροποποιούν ορισμένα μη ουσιώδη στοιχεία της νομοθετικής πράξης. Η ανωτέρω εξουσιοδότηση προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή μπορεί να λάβει δύο μορφές: είτε με αναφορά στο άρθρο 10 του Κανονισμού (ΕΕ) 1094/2010 είτε με αναφορά στο άρθρο 290 TFEU.

Οι κατ’ εξουσιοδότηση πράξεις με αναφορά στο άρθρο 10 του Κανονισμού (ΕΕ) 1094/2010 καλούνται κατ’ εξουσιοδότηση πράξεις (Delegated Acts – DAs), με ειδική επισήμανση ότι έχουν εκδοθεί ως Κανονιστικά Τεχνικά Πρότυπα (Regulatory Technical Standards – RTS), συμπληρώνουν ή τροποποιούν ορισμένα μη ουσιώδη στοιχεία της νομοθετικής πράξης (δηλαδή του νομοθετικού κειμένου του 1ου επιπέδου), είναι περισ-

σότερο τεχνικές και σε καμία περίπτωση δεν περιλαμβάνουν αποφάσεις στρατηγικής ή πολιτικής υφής. Οι αποφάσεις για τα πρότυπα αυτά λαμβάνονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, κατόπιν υποβολής αντίστοιχων σχεδίων από την ΕΙΟΠΑ.

Οι κατ’ εξουσιοδότηση πράξεις με αναφορά στο άρθρο 290 TFEU, καλούμενες και αυτές κατ’ εξουσιοδότηση πράξεις (Delegated Acts – DAs), χωρίς όμως περαιτέρω επισήμανση παρότι ομοίως περιορίζονται σε μη ουσιώδη στοιχεία της νομοθετικής πράξης, μπορούν να περιλαμβάνουν αποφάσεις στρατηγικής ή πολιτικής υφής, οπότε διαθέτουν μεγαλύτερη ευρύτητα στις ρυθμίσεις και προσδίδουν μεγαλύτερη ευελιξία στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Για την υιοθέτησή τους από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή δεν απαιτείται η εμπλοκή της ΕΙΟΠΑ.⁹

Πέραν των ανωτέρω κατ’ εξουσιοδότηση πράξεων οι οποίες συμπληρώνουν ή και τροποποιούν μη ουσιώδη στοιχεία της νομοθετικής πράξης του 1ου επιπέδου, η νομοθετική πράξη μπορεί να έχει ανάγκη για ομοιόμορφη εφαρμογή. Η ανάγκη αυτή καλύπτεται μέσω των Εκτελεστικών Τεχνικών Προτύπων (Implementing Technical Standards – ITS), τα οποία υιοθετούνται ως “εκτελεστικές πράξεις” (implementing acts¹⁰).

Τα Εκτελεστικά Τεχνικά Πρότυπα έχουν σκοπό τον καθορισμό των προϋποθέσεων για ομοιόμορφη εφαρμογή τόσο των νομοθετικών όσο και των μη νομοθετικών πράξεων. Τα

⁷ Ο κανονισμός έχει γενική ισχύ, είναι δεσμευτικός ως προς όλα τα μέρη του και ισχύει άμεσα σε κάθε κράτος-μέλος. Η οδηγία δεσμεύει κάθε κράτος-μέλος στο οποίο απευθύνεται, όσον αφορά το επιδιωκόμενο αποτέλεσμα, αλλά αφήνει την επιλογή του τύπου και των μέσων στην αρμοδιότητα των εθνικών αρχών (άρθρο 288 TFEU).

⁸ Οι κατ’ εξουσιοδότηση πράξεις, αν και καλούνται μη νομοθετικές πράξεις (non-legislative acts), ουσιαστικά αποτελούν νομοθετικά κείμενα της ΕΕ. Η διαφορά με τις καλούμενες νομοθετικές πράξεις είναι η διαδικασία βάσει της οποίας αποφασίζονται: ενώ οι νομοθετικές πράξεις απαιτούν την πλήρη εμπλοκή, και εν τέλει τη συναπόφαση, του Συμβουλίου και του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, κάτι τέτοιο δεν απαιτείται για τις μη νομοθετικές πράξεις, οι οποίες υιοθετούνται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τίθενται σε ισχύ μόνον εφόσον το Συμβούλιο ή το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο δεν εκφράσει αντιρρήσεις εντός καθορισμένης προθεσμίας.

⁹ Εκτός ίσως μόνον γνωμοδοτική.

¹⁰ Άρθρο 291 TFEU.

πρότυπα αυτά είναι καθαρά τεχνικής φύσεως και δεν περιλαμβάνουν στρατηγικές αποφάσεις ή πολιτικές αποφάσεις. Οι αποφάσεις για τα πρότυπα αυτά λαμβάνονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, κατόπιν υποβολής αντίστοιχων σχεδίων από την ΕΙΟΡΑ.

Τόσο οι κατ' εξουσιοδότηση πράξεις (δηλαδή αυτές που έχουν εκδοθεί βάσει του άρθρου 290 TFEU και τα RTS) όσο και τα Εκτελεστικά Τεχνικά Πρότυπα είναι νομικώς δεσμευτικά κείμενα και λαμβάνουν τη μορφή κανονισμού, οδηγίας ή απόφασης¹¹ (αν και η συνηθέστερη μορφή που λαμβάνουν είναι αυτή του κανονισμού, ο οποίος έχει γενική ισχύ και ισχύει άμεσα σε κάθε κράτος-μέλος).

Σε ορισμένη βιβλιογραφία, ως μέτρα 2ου επιπέδου θεωρούνται μόνο οι κατ' εξουσιοδότηση πράξεις βάσει του άρθρου 290 TFEU, ενώ τα Κανονιστικά Τεχνικά Πρότυπα και τα Εκτελεστικά Τεχνικά Πρότυπα κατονομάζονται ως μέτρα επιπέδου 2,5 (δυόμισι).

3ο επίπεδο: Στο τρίτο επίπεδο της διαδικασίας Lamfalussy περιλαμβάνονται τα μέτρα που έχουν τη μορφή μη δεσμευτικών Κατευθυντήριων Γραμμών (Guidelines – GLs) ή Συστάσεων και τα οποία αποσκοπούν στην εξασφάλιση της κοινής, ομοιόμορφης και συνεπούς εφαρμογής του ενωσιακού δικαίου. Τα μέτρα αυτά εκδίδονται από την ΕΙΟΡΑ και έχουν ως αποδέκτες τις αρμόδιες εποπτικές αρχές ή και τις εποπτευόμενες ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις. Αν και τα μέτρα αυτά δεν είναι δεσμευτικά, κάθε αρμόδια εθνική εποπτική αρχή¹² είναι υποχρεωμένη να επιβεβαιώσει αν προτίθεται να συμμορφωθεί προς την εν λόγω κατευθυντήρια γραμμή ή σύσταση. Σε περίπτωση που μια αρμόδια εθνική εποπτική αρχή δεν συμμορφώνεται ή δεν προτίθεται να συμμορφωθεί, ενημερώνει την ΕΙΟΡΑ, παραθέτοντας τους λόγους της.¹³ Βεβαίως, αν και είναι μη δεσμευτικά για τις εποπτικές αρχές, εφόσον ενσωματωθούν στο εθνικό δίκαιο και αναλόγως του τρόπου ενσωμάτωσης, καθίστανται, ως εθνικό δίκαιο, υποχρεωτικά.

4ο επίπεδο: Στο τέταρτο επίπεδο περιλαμβάνεται η διαδικασία που αναλαμβάνεται από την ΕΙΟΡΑ και έχει σκοπό τον έλεγχο της ορθής ενσωμάτωσης του κοινοτικού δικαίου στην εθνική έννομη τάξη.

B.4 ΤΑ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΑ ΚΕΙΜΕΝΑ ΤΗΣ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ II

Καθώς, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η Φερεγγυότητα II αποτελεί γνήσιο τέκνο της διαδικασίας Lamfalussy, για να μπορέσει κάποιος να πληροφορηθεί τι καθορίζει το πλαίσιο αυτό για ένα συγκεκριμένο θέμα, χρειάζεται να ανατρέχει συνεχώς σε περισσότερα του ενός νομικά κείμενα, τα οποία διατρέχουν όλα τα επίπεδα της εν λόγω διαδικασίας. Αυτό που αυξάνει περαιτέρω την πολυπλοκότητα είναι ότι, εκτός από την ευρωπαϊκή νομοθεσία, δεν μπορούμε να παραβλέψουμε την εθνική (ελληνική, στην περίπτωση μας) νομοθεσία. Όσες νομοθετικές (ή και τυχόν μη νομοθετικές) πράξεις έχουν τη μορφή της οδηγίας θα πρέπει να ενσωματωθούν στην εθνική νομοθεσία (στην Ελλάδα, με την έκδοση νόμου ή προεδρικού διατάγματος) για να έχουν νομική ισχύ στο κράτος-μέλος. Επιπλέον, παρόμοια ενσωμάτωση στην εθνική νομοθεσία ενός κράτους-μέλους απαιτείται και για όλες τις κατευθυντήριες γραμμές (του 3ου επιπέδου) που εκδίδει η ΕΙΟΡΑ. Επειδή αυτές δεν αποτελούν νομικώς δεσμευτικά κείμενα, η κάθε εποπτική αρχή (για την Ελλάδα, η Τράπεζα της Ελλάδος) θα πρέπει να επιλέξει ποιες θα ενσωματώσει στο εθνικό δίκαιο, και με ποιο τρόπο, και ποιες όχι.¹⁴

Το βασικό νομοθετικό κείμενο της Φερεγγυότητας II αποτελεί η Οδηγία 2009/138/EK

¹¹ Η απόφαση είναι δεσμευτική ως προς όλα τα μέρη της, ενώ, όταν ορίζει αποδέκτες, είναι δεσμευτική μόνο για αυτούς (άρθρο 288 TFEU).

¹² Στην περίπτωση της Ελλάδας, η αρμόδια εθνική αρχή για την εποπτεία των ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών επιχειρήσεων είναι η Τράπεζα της Ελλάδος, δυνάμει του άρθρου 3 παρ. 10 του ν. 4364/2016.

¹³ Η διαδικασία αυτή είναι γνωστή και ως “comply or explain process”.

¹⁴ Βεβαίως, για τις κατευθυντήριες γραμμές που μια εθνική εποπτική αρχή θα επιλέξει να μην ενσωματώσει στην έννομη τάξη της χώρας της, θα πρέπει να παρέχει επαρκείς εξηγήσεις στην ΕΙΟΡΑ για τους λόγους αυτούς. Για παράδειγμα, μια επαρκής εξήγηση (και αρκετά συνηθισμένη μάλιστα) είναι ότι η κατευθυντήρια γραμμή ρυθμίζει θέματα που αφορούν νομικά πρόσωπα που δεν υφίσταται στη χώρα αυτή.

του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 25ης Νοεμβρίου 2009, σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριοτήτων ασφάλισης και αντασφάλισης (Φερεγγυότητα II). Η οδηγία αυτή έχει υποστεί δύο σημαντικές τροποποιήσεις.

Η πρώτη τροποποίηση έγινε το έτος 2011, με την Οδηγία 2011/89/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 16ης Νοεμβρίου 2011, σχετικά με την τροποποίηση οδηγιών όσον αφορά τη συμπληρωματική εποπτεία των χρηματοπιστωτικών οντοτήτων που ανήκουν σε χρηματοπιστωτικούς ομίλους ετερογενών δραστηριοτήτων (Financial Conglomerates Directive – FICOD). Με την ανωτέρω οδηγία, η Οδηγία Φερεγγυότητα II τροποποιήθηκε ως προς συγκεκριμένα άρθρα για να διασφαλιστεί η κατάλληλη συμπληρωματική εποπτεία των ασφαλιστικών ομίλων.

Η δεύτερη τροποποίηση της Οδηγίας Φερεγγυότητα II έγινε το έτος 2014, με την Οδηγία 2014/51/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 16ης Απριλίου 2014, σχετικά με την τροποποίηση οδηγιών και κανονισμών όσον αφορά τις εξουσίες της Ευρωπαϊκής Αρχής Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων και της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (η Οδηγία αυτή είναι κοινώς γνωστή ως Omnibus II Directive – OMD II). Η δεύτερη αυτή τροποποίηση, εκτός του ότι ήταν αρκετά χρονοβόρα (καθώς για την επίτευξη συμφωνίας χρειάστηκαν πλέον των 3 ετών), ήταν επίσης ιδιαίτερα εκτεταμένη. Το σημαντικότερο είναι ότι όχι μόνο τροποποίησε ουσιώδη σημεία της αρχικής Οδηγίας της Φερεγγυότητας II, αλλά σε μερικά σημεία τροποποίησε ακόμη και τον αρχικό χαρακτήρα της.

Οι τρεις αυτές οδηγίες, καταγεγραμμένες σε ένα ενιαίο (κωδικοποιημένο) νομοθετικό κείμενο, αποτελούν το 1ο επίπεδο της διαδικασίας Lamfalussy του νομικού πλαισίου της Φερεγγυότητας II. Και οι τρεις αυτές οδηγίες έχουν ενσωματωθεί στο ελληνικό δίκαιο με το νόμο 4364/2016.

Αναφορικά με το 2ο επίπεδο της διαδικασίας Lamfalussy της Φερεγγυότητας II, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει, μέχρι σήμερα, εκδώσει έναν κατ' εξουσιοδότηση κανονισμό και τέσσερις κατ' εξουσιοδότηση αποφάσεις, σύμφωνα με το άρθρο 290 ΤFEU. Ο κανονισμός αφορά τη συμπλήρωση της Οδηγίας 2009/138/ΕΚ και περιέχει όλες τις τεχνικές προδιαγραφές για την εφαρμογή της,¹⁵ ενώ οι αποφάσεις αφορούν αναγνώριση της ισοδυναμίας των καθεστώτων φερεγγυότητας της Ελβετίας, της Αυστραλίας, των Βερμούδων, της Βραζιλίας, του Καναδά, του Μεξικού, των ΗΠΑ και της Ιαπωνίας.

Αναφορικά με το επίπεδο 2,5 της διαδικασίας Lamfalussy, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δεν προβλέπεται να υιοθετήσει κατ' εξουσιοδότηση πράξη με τη μορφή Κανονιστικού Τεχνικού Προτύπου, τουλάχιστον την προσεχή περίοδο. Τα πράγματα είναι όμως εντελώς αντίθετα για τα Εκτελεστικά Τεχνικά Πρότυπα, καθώς η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει ήδη εκδώσει 21 μέχρι στιγμής.

Τέλος, αναφορικά με το επίπεδο 3 της διαδικασίας Lamfalussy του πλαισίου της Φερεγγυότητας II, η ΕΙΟΡΑ έχει εκδώσει μια σειρά κατευθυντήριων γραμμών, οι οποίες έχουν ενσωματωθεί στο ελληνικό δίκαιο με αντίστοιχες αποφάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.¹⁶

Γ Η ΝΕΑ ΘΕΩΡΗΣΗ ΤΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ ΑΠΟ ΤΗ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑ II

Για να μπορέσουν να γίνουν αντιληπτές οι ρυθμίσεις που εισάγει η Φερεγγυότητα II, είναι αναγκαίο να γίνει, κατά πρώτον, κατανοητή η λογική επί της οποίας βασίζονται. Η Φερεγγυότητα II εδράζεται σε μια διαφορετική θεώρηση των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, της λειτουργίας που επιτελούν και των

¹⁵ Κανονισμός (ΕΕ) 2015/35, όπως τροποποιήθηκε με τον Κανονισμό (ΕΕ) 2016/467.

¹⁶ Πλήρης κατάλογος όλων των σχετικών νομοθετικών κειμένων δημοσιεύεται στον ιστότοπο της Τράπεζας της Ελλάδος: <http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/deia/solvencyII.aspx>.

ασφαλιστικών συμβάσεων. Στις επόμενες ενότητες παρουσιάζεται η νέα αυτή θεώρηση και αναλύονται οι θεμέλιοι λίθοι επί των οποίων βασίζεται.

Γ.1 Η (ΑΝΤ)ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΩΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ

Στην εισαγωγή αναφέρθηκε ότι οι (αντ)ασφαλιστικές επιχειρήσεις αντλούν κεφάλαια αναλαμβάνοντας ασφαλιστικούς και χρηματοοικονομικούς κινδύνους και διοχετεύουν τα κεφάλαια αυτά στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Το μεγαλύτερο μέρος των υποχρεώσεων μιας ασφαλιστικής επιχείρησης αποτελείται από τις υποχρεώσεις προς ασφαλισμένους, οι οποίες στο πλαίσιο της Φερεγγυότητας II καλούνται τεχνικές προβλέψεις (technical provisions).¹⁷ Το είδος των τεχνικών προβλέψεων, καθώς και η βασική ανάγκη για το σχηματισμό τους, διαφέρει μεταξύ των ασφαλίσεων ζωής και των ασφαλίσεων κατά ζημιών. Στις ασφαλίσεις ζωής, η ασφαλιστική επιχείρηση αναλαμβάνει μια –μακροχρόνια συνήθως– δέσμευση έναντι του ασφαλισμένου για την παροχή ενός προκαθορισμένου ποσού –το ασφάλισμα– σε άγνωστη χρονική στιγμή. Αν και η χρονική στιγμή είναι άγνωστη, εντούτοις συνδέεται με ένα καθορισμένο εκ των προτέρων γεγονός, π.χ. θάνατος, αναπηρία, σύνταξη κ.λπ. Η ασφάλιση παρέχεται έναντι αμοιβής, που καταβάλλεται με τη μορφή ασφαλίσεων, περιοδικών ή εφάπαξ. Στο πλαίσιο αυτό, οι τεχνικές προβλέψεις είναι το (μαθηματικά υπολογιζόμενο –γι’ αυτό και στο πλαίσιο της Φερεγγυότητας I ονομαζόταν “μαθηματικό απόθεμα”) – αναγκαίο ποσό περιουσιακών στοιχείων τα οποία θα πρέπει να κατέχει η ασφαλιστική επιχείρηση, ούτως ώστε να είναι σε θέση να διακανονίσει τις υποχρεώσεις προς τους ασφαλισμένους της.

Στις ασφαλίσεις κατά ζημιών, η ασφαλιστική επιχείρηση αναλαμβάνει τον κίνδυνο, για βραχύ χρονικό διάστημα – ένα έτος κατά το σύνηθες ή λιγότερο. Στο πλαίσιο αυτό, οι τεχνικές προβλέψεις εξειδικεύονται κυρίως

στο αναγκαίο ποσό των περιουσιακών στοιχείων που πρέπει να κατέχει η ασφαλιστική επιχείρηση, ούτως ώστε να είναι σε θέση να εξυπηρετήσει μελλοντικά μια ζημία που συνδέεται με ένα ασφαλιστικό γεγονός που έχει ήδη συμβεί.¹⁸ Το γεγονός ότι στις ασφαλίσεις κατά ζημιών είναι άγνωστα, κατά τη στιγμή της σύναψης της ασφαλιστικής σύμβασης, τόσο το ποσό που θα καταβληθεί όσο και το χρονικό σημείο της καταβολής, καθιστά την εργασία της επιμέτρησης του κινδύνου αρκετά δυσχερή. Διευκρινίζοντας περαιτέρω τη φράση “μελλοντική εξυπηρέτηση μίας ζημίας”, θα πρέπει να επισημανθεί ότι, αν και η περίοδος της ασφαλιστικής κάλυψης αφορά μικρό χρονικό διάστημα, η αποκατάσταση μιας ζημίας και συνεπώς η υποχρέωση καταβολής ασφαλίματος μπορεί να εκτείνεται χρονικά σημαντικά από την ημερομηνία του συμβάντος, κάποιες φορές ακόμη και σε δέκα ή είκοσι έτη από αυτή, αναλόγως του μεγέθους της ζημίας καθώς και τυχόν νομικών επιπλοκών.¹⁹

Από τα ανωτέρω γίνεται σαφής η τριπλή διάσταση της έννοιας των τεχνικών προβλέψεων: από τη σκοπιά του ασφαλισμένου, της ασφαλιστικής επιχείρησης και της εποπτικής αρχής. Ο ασφαλισμένος βλέπει τις τεχνικές προβλέψεις ως δικά του χρήματα, συσσωρευμένα από τα ασφάλιστρα που κατέβαλε, οπότε οι τεχνικές προβλέψεις αντιστοιχούν στο ποσό των αξιώσεων που έχει έναντι της ασφαλιστικής επιχείρησης. Η ασφαλιστική επιχείρηση βλέπει τις τεχνικές προβλέψεις ως το ύψος των κεφαλαίων που διαθέτει προς επενδυτική εκμετάλλευση και, τέλος, η εποπτική αρχή θεωρεί τις τεχνικές προβλέψεις ως το αναγκαίο ύψος των επενδύσεων που πρέπει να διαθέτει μια ασφαλιστική επιχείρηση, ούτως

¹⁷ Στην Ελλάδα, στο πλαίσιο της Φερεγγυότητας I, καλούνταν “τεχνικά αποθέματα”.

¹⁸ Το είδος της τεχνικής πρόβλεψης που προσιδιάζει σε αυτόν τον ορισμό είναι η πρόβλεψη εκκρεμών αποζημιώσεων (εκκρεμών ζημιών). Οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις ζημιών είναι υποχρεωμένες να σχηματίζουν και άλλου είδους τεχνικές προβλέψεις (ως π.χ. πρόβλεψη ασφαλίσεων), το ύψος των οποίων όμως υπολείπεται συνήθως εν σχέσει με την ανωτέρω πρόβλεψη εκκρεμών αποζημιώσεων.

¹⁹ R. L. Brown and L. R. Gottlieb, “Introduction to Ratemaking and Loss Reserving for Property and Casualty Insurance”, 2nd ed., Actex Publications Inc., 2001.

ώστε να ανταποκριθεί, στο μέτρο του ευλόγως προβλεπτού, στις υποχρεώσεις που έχει αναλάβει έναντι των ασφαλισμένων της.

Βεβαίως, η ασφαλιστική επιχείρηση διαθέτει, πέραν των τεχνικών προβλέψεων, και επιπλέον χρήματα με τη μορφή ιδίων κεφαλαίων,²⁰ αλλά η έμφαση, κατ' αυτήν την οπτική, που είναι αυτή της Φερεγγυότητας Ι, είναι σαφώς στις τεχνικές προβλέψεις.

Η ανωτέρω οπτική είναι η περισσότερη συνήθης, αλλά δεν είναι η μοναδική. Μια άλλη οπτική, αυτή της Φερεγγυότητας ΙΙ, που μπορεί να μας βοηθήσει να φωτίσουμε ορισμένες άλλες πτυχές της ασφαλιστικής δραστηριότητας, βλέπει την (αντ)ασφαλιστική επιχείρηση ως χρηματοοικονομικό οργανισμό. Σύμφωνα με την οπτική αυτή, στο κέντρο βρίσκονται κατ' αρχάς οι μέτοχοι επενδυτές, καθώς είναι αυτοί που αρχικά διαθέτουν δικά τους κεφάλαια και αναζητούν κατάλληλες επενδυτικές ευκαιρίες, π.χ. ομόλογα, μετοχές αλλά και λοιπές επενδυτικές ευκαιρίες, που λαμβάνουν τη μορφή επιχειρηματικών κεφαλαίων, δανείων προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις, ενυπόθηκων κατασκευαστικών δανείων, επενδύσεων σε υποδομές κ.λπ., ώστε να τα επενδύσουν με τρόπο που θα τους αποφέρει το μέγιστο δυνατό κέρδος. Καθώς όμως μια μεγαλύτερη επένδυση αποφέρει συνήθως μεγαλύτερα κέρδη σε απόλυτα ποσά, οι αρχικοί επενδυτές (μέτοχοι) αναλαμβάνουν παράλληλα την επιχείρηση αναζήτησης επιπρόσθετων κεφαλαίων από νέους χρηματοδότες, οι κάτοχοι των οποίων θα τους τα εμπιστευθούν ώστε να τα διαχειριστούν μαζί με τα δικά τους και να τα διαθέσουν και αυτά στις εντοπιζόμενες επενδυτικές ευκαιρίες. Η διάθεση των επιπρόσθετων αυτών κεφαλαίων από τους νέους χρηματοδότες στους αρχικούς επενδυτές μπορεί να γίνει με διάφορους τρόπους και να λάβει διάφορες μορφές: π.χ. με τη μορφή μετοχικού κεφαλαίου (δηλαδή να γίνουν συνεταίροι) ή με τη μορφή δανείου. Τέτοιο δάνειο μπορεί να είναι ένα δάνειο με τη συνήθη μορφή που γνωρίζουμε, αλλά μπορεί να είναι ακόμη και με τη μορφή ενός ιδιότυπου δανείου. Για παράδειγμα, το ιδιότυπο δάνειο

θα μπορούσε να είναι τέτοιο ώστε ο νέος χρηματοδότης να συνεισφέρει στην επιχείρηση ένα καθορισμένο ποσό χρημάτων και να λαμβάνει πίσω ένα επίσης καθορισμένο ποσό (το οποίο περιλαμβάνει το κέρδος του ως πιστωτή της επιχείρησης), αλλά μόνο στην περίπτωση που συμβεί ένα τυχαίο γεγονός, το οποίο περιγράφεται στη σύμβαση του ιδιότυπου αυτού δανεισμού, π.χ. η πρόκληση υλικών ζημιών σε ένα ακίνητο λόγω σεισμού. Στην περίπτωση αυτή, ο ιδιότυπος δανεισμός ονομάζεται “ασφάλιση σεισμού”, ο νέος χρηματοδότης καλείται “ασφαλισμένος” (και έτσι θα τον καλούμε και εμείς στο εξής), το ποσό που αποδίδει στην επιχείρηση καλείται “ασφάλιστρο”, ενώ τέλος το ποσό που λαμβάνει σε περίπτωση που συμβεί το τυχαίο γεγονός καλείται “ασφάλισμα”.

Σύμφωνα με την οπτική αυτή, η ασφαλιστική επιχείρηση αρχικά διαθέτει τα κεφάλαια των μετόχων επενδυτών. Κατόπιν συλλέγει τα χρήματα των ασφαλισμένων και όλα μαζί (αρχικά κεφάλαια και ασφάλιστρα) τα επενδύει σε επενδυτικές ευκαιρίες που εντοπίζει. Εάν, για κάποιο λόγο, δεν καθίσταται πλέον δυνατός ο εντοπισμός κατάλληλων επενδυτικών ευκαιριών, τότε οι μέτοχοι επενδυτές, που αναζητούν τη μεγιστοποίηση των κερδών τους, εγκαταλείπουν την επιχείρηση αυτή. Τα χρήματα που έχουν πάρει από τους λοιπούς χρηματοδότες (κυρίως το ασφαλιστικό χαρτοφυλάκιο που διαθέτουν, καθώς και τις επενδύσεις που αντιστοιχούν στα χρήματα που έχουν καταβάλει οι ασφαλισμένοι) δεν τα θέλουν πια και τα μεταβιβάζουν (πωλούν) σε άλλους μετόχους επενδυτές (αγοραστές) που δύνανται περισσότερο αποτελεσματικά να εντοπίζουν τις κατάλληλες επενδυτικές ευκαιρίες.

Επί τη βάση της οπτικής αυτής, τα κεφάλαια των επενδυτών διατρέχουν τους κινδύνους να μην αποδώσουν τα προβλεπόμενα κέρδη στους κατόχους τους ή ακόμη και να απομει-

²⁰ Στο πλαίσιο της Φερεγγυότητας Ι, το επιπλέον κεφάλαιο, πέραν των τεχνικών προβλέψεων, που κατείχε μια ασφαλιστική επιχείρηση ονομαζόταν “διαθέσιμο περιθώριο φερεγγυότητας”.

ωθεί η αξία τους. Οι κίνδυνοι αυτοί προέρχονται κυρίως από το γεγονός ότι ο υποτιθέμενος αγοραστής του χαρτοφυλακίου μπορεί να ζητήσει περισσότερα χρήματα για να το αναλάβει, όταν παραστεί ανάγκη, οπότε η διαφορά αυτή θα πρέπει να χρηματοδοτηθεί από τα δικά τους (δηλαδή των αρχικών επενδυτών) έξοδα. Με την οπτική αυτή, η ασφαλιστική επιχείρηση θα πρέπει να διατηρεί τεχνικές προβλέψεις που να αντιστοιχούν σε τόσο ποσό χρημάτων όσο θα ζητούσε ο νέος επενδυτής (αγοραστής) ώστε να αναλάβει το ασφαλιστικό χαρτοφυλάκιο. Επίσης καθίσταται φανερό ότι η έννοια της επάρκειας των τεχνικών προβλέψεων δεν έχει νόημα και η έμφαση είναι στα ίδια κεφάλαια που η επιχείρηση διαθέτει για να χρηματοδοτεί τέτοιες μεταβιβάσεις χαρτοφυλακίου, όταν αυτό καταστεί αναγκαίο.

Γ.2 ΟΙ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΣΥΜΒΑΣΕΙΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ

Η νέα οπτική που περιγράφεται στην παραπάνω ενότητα είναι η ενδεδειγμένη που θα πρέπει να διατηρεί, εν γένει, η διοίκηση μιας ασφαλιστικής επιχείρησης, ώστε να τη διοικεί αποτελεσματικά εντός του πλαισίου της Φερεγγυότητας II. Στο πλαίσιο αυτό, εκτός από τη διοίκηση είναι και ο αναλογιστής ο οποίος θα πρέπει να μεταβάλλει την οπτική του όχι μόνο ως προς τις λειτουργίες που επιτελούν οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις, αλλά και ως προς τα ασφαλιστικά προγράμματα καθ'αυτά. Η παραδοσιακή οπτική βλέπει την κάθε ασφαλιστική σύμβαση ως μια σειρά μελλοντικών παροχών, οι οποίες μπορούν να θεωρηθούν χρηματικές εκροές του ασφαλιστή, που καταβάλλονται προς το δικαιούχο όταν επέλθει ένα προκαθορισμένο ενδεχόμενο γεγονός (π.χ. θάνατος, συνταξιοδότηση, ατύχημα κ.λπ.). Σύμφωνα με την παραδοσιακή οπτική, για να επιλέξει ένας ασφαλισμένος να λάβει μια παροχή, θα πρέπει είτε να αποποιηθεί άλλες παροχές που προβλέπονται στην ασφαλιστική σύμβαση (π.χ. τις εγγυημένες μελλοντικές χρεώσεις για το κόστος θανάτου ή την καταβολή εγγυημένων ασφαλιστρών ή τις εγγυημένες ανανεώσεις) είτε να αποδώσει

μέρος της αξίας του ασφαλιστικού συμβολαίου στον ασφαλιστή (π.χ. το πρόστιμο εξαγοράς σε περίπτωση πρόωρης καταγγελίας του συμβολαίου ή μέρος των συσσωρευμένων με τη μορφή τεχνικών προβλέψεων ασφαλιστρών του κ.λπ.) είτε τέλος να έχει υποστεί ζημία (π.χ. να έχει επέλθει το ασφαλισμένο γεγονός, όπως θάνατος, συνταξιοδότηση, αναπηρία, σεισμός κ.λπ.).

Από την άλλη πλευρά, οι ασφαλιστικές συμβάσεις μπορεί να θεωρηθούν ως μια συλλογή δικαιωμάτων και επιλογών που είτε έχουν παρασχεθεί, έναντι αμοιβής, από τον ασφαλιστή στον ασφαλισμένο²¹ (δηλαδή ο ασφαλιστής έχει θέση short) είτε έχουν διακρατηθεί από τον ασφαλιστή εν γνώσει του ασφαλισμένου (δηλαδή ο ασφαλιστής έχει θέση long). Αναφορικά με τα δικαιώματα και τις επιλογές που ο ασφαλιστής έχει παράσχει στον ασφαλισμένο, θα πρέπει να τονιστεί ότι, καθώς η άσκηση αρκετών εξ αυτών δεν επαφίενται στην προαίρεση του ασφαλισμένου (π.χ. σεισμός, καταστροφικά γεγονότα, θάνατος κ.λπ.), θα πρέπει να γίνει ένας διαχωρισμός μεταξύ των δικαιωμάτων που επαφίενται στον ασφαλισμένο, και συνήθως η απόφαση άσκησης βασίζεται σε οικονομικά κριτήρια, και των δικαιωμάτων η άσκηση των οποίων δεν εξαρτάται από τον ασφαλισμένο, αλλά παρ' όλα αυτά παραμένουν δικαιώματα ενσωματωμένα σε ασφαλιστικές συμβάσεις, με τους ασφαλιστές να έχουν λάβει θέση πώλησης (short).

Είναι γνωστό βεβαίως ότι σε περίπτωση επέλευσης του ασφαλιστικού γεγονότος ο δικαιούχος δεν σκέφτεται με οικονομικούς όρους για την άσκηση των δικαιωμάτων του (π.χ. στις ασφαλίσεις ζωής συνδεδεμένες με επενδύσεις, προκειμένου να λάβει την παροχή θανάτου ο δικαιούχος, δεν εξετάζει το επίπεδο του χρηματιστηρίου και τις παρεχόμενες εγγυήσεις απόδοσης που έχει λάβει από τον ασφαλιστή· αρκεί ο θάνατος του ασφαλισμένου).

²¹ L.M. Tilman, "Asset/Liability Management of Financial Institutions", Euromoney Institutional Investor, Κεφ. 16 "Understanding options embedded in insurers' balance sheets".

Συνήθη δικαιώματα και επιλογές που παρέχονται από την ασφαλιστική σύμβαση είναι το δικαίωμα εξαγοράς (surrender option), το δικαίωμα της ανανέωσης της σύμβασης (renewal privilege), το δικαίωμα της λήψης δανείου με καθορισμένους όρους (policy loan option), το δικαίωμα της μετατροπής εφάπαξ ποσών σε σύνταξη (settlement option) και το δικαίωμα έκτακτης καταβολής ασφαλιστρών (over-depositing option). Πέραν όμως των ανωτέρω δικαιωμάτων που είναι εμφανή στις ασφαλιστικές συμβάσεις, υπάρχουν και άλλα δικαιώματα που δεν είναι και τόσο εμφανή (ή δεν παρουσιάζονται ως τέτοια) και εντούτοις αποτελούν δικαιώματα του ασφαλιστή, όπως για παράδειγμα το δικαίωμα ο ασφαλιστής να διακρατεί για λογαριασμό του τη σχηματισθείσα τεχνική πρόβλεψη σε περιπτώσεις που ο ασφαλισμένος διακόπτει την καταβολή των ασφαλιστρών του, το δικαίωμα να επιβάλλει χρεώσεις θνησιμότητας, εξόδων ή και εξαγοράς οι οποίες είναι ανάλογες με το ύψος των περιουσιακών στοιχείων που διαχειρίζεται ο ασφαλιστής κ.λπ.

Η συνέπεια της ανωτέρω οπτικής είναι άμεση και αφορά τόσο τον τρόπο με τον οποίο η κάθε επιχείρηση αποτιμά τον κίνδυνό της όσο και τον τρόπο με τον οποίο τον διαχειρίζεται. Η αποτίμηση του κινδύνου (είτε λαμβάνει τη μορφή των τεχνικών προβλέψεων είτε κεφαλαιακών απαιτήσεων) επιβάλλεται από τη Φερεγγυότητα II να γίνεται με τη χρήση οικονομικών θεωριών που βασίζονται στην αγορά (αποτιμήσεις συνεπείς με την αγορά – market consistent valuation), εγκαταλείποντας περισσότερο παραδοσιακές, αναλογιστικού τύπου, πρακτικές και μεθόδους. Ο ρόλος της διαχείρισης κινδύνου εν γένει και του διαχειριστή κινδύνου ειδικότερα καθίσταται πλέον κομβικός.

Αναπόφευκτο είναι, τέλος, να διερωτηθούμε γιατί τώρα, και όχι παλαιότερα, προέκυψε η ανάγκη να δούμε τις ασφαλιστικές συμβάσεις ως συλλογή δικαιωμάτων; Τι είναι αυτό που έχει αλλάξει σήμερα; Για να απαντήσουμε σ' αυτές τις ερωτήσεις, θα πρέπει να εκκινήσουμε από την παραδοχή ότι παλαιότερα οι

μεν ασφαλιστικές επιχειρήσεις εστίαζαν περισσότερο στον ασφαλιστικό κίνδυνο και ο επενδυτικός κίνδυνος που αναλάμβαναν δεν ήταν καθόλου πολύπλοκος, ενώ οι ασφαλισμένοι αξιολογούσαν περισσότερο τα μακροχρόνια οφέλη και τη μακροχρόνια προστασία που θα απολάμβαναν από μια ασφαλιστική κάλυψη σε σχέση με τα βραχυχρόνια κέρδη που θα είχαν από την (κοντόφθαλμη) άσκηση τυχόν δικαιωμάτων ή επιλογών που τους είχαν παρασχεθεί. Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται αύξηση του ανταγωνισμού στην ασφαλιστική αγορά παγκοσμίως, κυρίως λόγω των απαιτήσεων των ασφαλισμένων για αυξημένες αποδόσεις. Οι επιχειρήσεις, προκειμένου να ανταποκριθούν στον ανταγωνισμό, μειώνουν τα περιθώρια κέρδους τους και παρέχουν περισσότερα σε πλήθος, αλλά και πολυπλοκότερα, δικαιώματα και επιλογές στον ασφαλισμένο, τα οποία τα συνδέουν ολοένα περισσότερο με τις αποδόσεις των αγορών (π.χ. εγγυημένα επιτόκια, εγγυημένες αποδόσεις κ.λπ.). Παράλληλα με αυτή την τάση στα ασφαλιστικά προϊόντα, οι αγορές κεφαλαίων έχουν γίνει περισσότερο αποτελεσματικές (με την έννοια ότι οι πληροφορίες διαχέονται πολύ γρήγορα και παραμένουν διαθέσιμες όταν οι επενδυτές σχεδιάζουν τις επενδυτικές επιλογές τους) και η αβεβαιότητα (η οποία εμφανίζεται στις αγορές με τη μορφή της μεταβλητότητας) έχει αυξηθεί σημαντικά, αυξάνοντας με τον τρόπο αυτό σημαντικά την αξία για τους ασφαλισμένους των δικαιωμάτων και επιλογών που η επιχείρηση έχει ενσωματώσει στις ασφαλιστικές της συμβάσεις.

Καθίσταται λοιπόν σαφές ότι εκείνες οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις που δεν θα μπορέσουν να αναγνωρίσουν τα δικαιώματα και τις επιλογές που παρέχουν στους ασφαλισμένους τους και να τα διαχειριστούν με τρόπο συνεπή με τις κεφαλαιαγορές διακυβεύουν την οικονομική τους ευρωστία και εν τέλει τη βιωσιμότητά τους στο βαθμό που η συμπεριφορά των αγορών, αλλά και οι αντιδράσεις των ασφαλισμένων στους κύκλους των αγορών, είναι κοντά στις παραδοχές που χρησιμοποιεί ο αναλογιστής τόσο κατά την τιμολόγηση όσο και κατά την αποθεματοποίηση των ασφαλιστικών προϊόν-

ντων. Αυτό όμως είναι κάτι που δεν επιτρέπει η Φερεγγυότητα II, καθώς μεθοδολογίες αποτίμησης που δεν λαμβάνουν υπόψη την αγορά είναι ως να εθελοτυφλούν στη διαρκώς μεταβαλλόμενη πραγματικότητα. Είναι στο πλαίσιο αυτό που η διαχείριση κινδύνου και ο διαχειριστής κινδύνου αποτελούν για τη Φερεγγυότητα II εκ των ων ουκ άνευ συστατικά μέρη.

Γ.3 Η ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ II

Αν κάποιος συζητήσει με στελέχη ασφαλιστικών επιχειρήσεων σχετικά με την πρακτική της διαχείρισης των κινδύνων μιας επιχείρησης με σκοπό να εξηγήσει τη νέα αντίληψη και στάση που απαιτεί η Φερεγγυότητα II, είναι σίγουρο ότι θα αντιμετωπίσει την άμεση και εύλογη απάντησή τους: “Μα οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις είναι οι κατ’ εξοχήν επιχειρήσεις που ασχολούνται με τον κίνδυνο εδώ και πολλές εκατονταετίες και, αν δεν τον διαχειρίζονταν τόσα χρόνια, τότε δεν θα είχε επιβιώσει η ασφαλιστική αγορά ως επιχειρηματικός κλάδος”.

Το σίγουρο είναι ότι οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις δεν περιμένουν κανένα εγχειρίδιο για τη διαχείριση κινδύνων που θα τους εξηγήει την αναγκαιότητα να τους διαχειρίζονται ούτε βεβαίως κάποιο καινοτόμο εποπτικό πλαίσιο (όπως η Φερεγγυότητα II) που θα εισάγει αντίστοιχη απαίτηση. Ήδη γνωρίζουν την αναγκαιότητα και ήδη διαχειρίζονται χρόνια τώρα τους κινδύνους. Οπότε προς τι αυτός ο νέος θόρυβος για τη δήθεν καινοτόμο πρακτική διαχείρισης των κινδύνων που εισάγει η Φερεγγυότητα II;

Απομένει λοιπόν να εξηγήσουμε τους πραγματικούς λόγους για τους οποίους η διαχείριση των κινδύνων, όπως αυτή εμφανίζεται τα τελευταία χρόνια στη διεθνή βιβλιογραφία και επιβάλλεται από τη Φερεγγυότητα II, αποτελεί πράγματι καινοτομία. Τα “καινά δαιμόνια” που αυτή εισάγει δεν αφορούν τόσο τις πράξεις διαχείρισης των κινδύνων καθαυτές (π.χ. το ότι η αντασφάλιση θα πρέπει να χρησιμοποιείται ως εργαλείο διαχείρισης του κιν-

δύνου θνησιμότητας δεν έχει πράγματι τίποτε το καινοτόμο να εισαγάγει) όσο τη συστηματικότητα, τη συνέπεια και την αποτελεσματικότητα της μεθοδολογίας.

Αναφορικά με τη συστηματικότητα της διαχείρισης των κινδύνων, μέσα σε μια ασφαλιστική επιχείρηση αναγνωρίζεται ότι, ενώ στις περισσότερες των περιπτώσεων όλοι οι κίνδυνοι αντιμετωπίζονται, τούτο γίνεται με ένα μη συστηματικό τρόπο από πολλές επιχειρησιακές μονάδες ή άτομα εντός της επιχείρησης, με συχνά επικαλυπτόμενες ή ακόμη και συγκρουόμενες αρμοδιότητες, ή ότι πάντως αντιμετωπίζονται με τρόπο ώστε η επιχείρηση να αγνοεί το συνολικό ανά πάσα στιγμή ύψος του κινδύνου που έχει αναλάβει. Η διαχείριση δηλαδή δεν επιτυγχάνει να τοποθετεί όλους τους κινδύνους επί τάπητος, να τους αναλύει τόσο έναν-έναν χωριστά όσο και συνολικά, εξετάζοντας τις πιθανές αλληλεξαρτήσεις τους, εξετάζοντας τις επιπτώσεις που έχουν στα κεφάλαια της επιχείρησης και, τέλος, ορίζοντας συγκεκριμένες επιχειρησιακές μονάδες ή ορισμένα άτομα με σαφείς αρμοδιότητες και εξουσίες για την ανάληψη συγκεκριμένων δράσεων για τη διαχείριση εκάστου κινδύνου, καθώς και του συνολικού κινδύνου. Μια τέτοια προσπάθεια είναι απαραίτητο να επικουρείται από την αναγκαία κουλτούρα, αλλά και από μια κινδυνοστραφή οργάνωση εντός της επιχείρησης ή, όπως συνηθίζεται να ονομάζεται, από μια κατάλληλη διακυβέρνηση των κινδύνων. Μόνο όταν γίνει αυτό, μπορούν να αποκαλυφθούν τυχόν ασυνέπειες στον τρόπο με τον οποίο αντιμετωπίζεται ο ίδιος κίνδυνος από διαφορετικές μονάδες εντός της επιχείρησης.

Αναφορικά με την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης των κινδύνων, αυτό που θα πρέπει να τονιστεί είναι ότι, σε βάθος χρόνου, η μόνη επιλογή για τη διαχείριση κινδύνων είναι η διαχείριση κρίσεων – και βεβαίως η διαχείριση κρίσεων είναι αρκετά πιο κοστοβόρα και χρονοβόρα και, στις περισσότερες των περιπτώσεων, φέρει ειδικό ηθικό βάρος.

Κάθε επιχειρηματική απόφαση εμπεριέχει ένα στοιχείο κινδύνου. Κίνδυνοι, για παρὰ-

δειγμα, ενυπάρχουν σε επιχειρηματικές αποφάσεις που αφορούν την επιλογή της αγοράς στην οποία εστιάζει η επιχείρηση, τα προϊόντα που διαθέτει, την τιμολόγησή τους, τον τρόπο αποθεματοποίησής τους, τη διαχείριση των επενδύσεων στις οποίες προβαίνει με τα χρήματα που εισπράττει από τους ασφαλισμένους, την επιλογή του μέσου διάθεσης των ασφαλιστικών προϊόντων (π.χ. μέσω διαδικτύου ή μέσω πρακτόρων ή μεσιτών) κ.λπ.

Με το πέρασμα του χρόνου, όλες οι ατομικές επιχειρηματικές αποφάσεις που έχουν ληφθεί και οι αντίστοιχοι κίνδυνοί τους χτίζουν το συνολικό χαρτοφυλάκιο κινδύνων της επιχείρησης. Το χαρτοφυλάκιο αυτό έχει το δικό του μοναδικό προφίλ κινδύνου. Το προφίλ κινδύνου της κάθε επιχείρησης καθορίζει τα κέρδη της και το πόσο σταθερά θα είναι αυτά ή θα μεταβάλλονται αναλόγως του επιχειρηματικού ή και, γενικότερα, του οικονομικού κύκλου. Με αυτή την οπτική αναγνωρίζεται ότι οι επιχειρηματικές αποφάσεις δεν είναι αποκομμένες ή μία από την άλλη και ότι εν τέλει η επιχείρηση ενσωματώνει το σύνολο των αποφάσεων που έχει λάβει ιστορικά και οι οποίες συνεχίζουν να την επηρεάζουν. Κάποιες αποφάσεις έχουν ληφθεί για να εισαγάγουν νέους κινδύνους στην επιχείρηση (π.χ. η απόφαση για την ανάπτυξη ενός νέου ασφαλιστικού προϊόντος ή τη χρήση ενός νέου διαύλου διάθεσης των προϊόντων αυτών, όπως είναι το διαδίκτυο), άλλες για να μειώσουν τον κίνδυνο (π.χ. η απόφαση αγοράς αντασφάλισης ή το hedging, ήτοι η εισαγωγή ενός συστήματος αντιστάθμισης των κινδύνων της αγοράς) και άλλες για να επιτείνουν τον κίνδυνο που επέφεραν προηγούμενες αποφάσεις (π.χ. η περαιτέρω επέκταση των εργασιών σε ένα συγκεκριμένο προϊόν). Για να μπορέσει μια επιχείρηση να διαχειριστεί αποτελεσματικά το σύνολο των κινδύνων της, είναι απαραίτητο να αντιμετωπίσει και να διαχειριστεί όχι μόνο τους υποκείμενους κινδύνους ατομικά, αλλά και τις αλληλεξαρτήσεις αυτών.

Η διαχείριση των κινδύνων παρουσιάζει το μειονέκτημα ότι σημαίνει διαφορετικά πράγματα σε διαφορετικούς ανθρώπους. Στο πλαίσιο

της Φερεγγυότητας II, η έννοια της διαχείρισης των κινδύνων λαμβάνει την ευρύτερη δυνατή, στο πλαίσιο μιας επιχείρησης, έννοια. Έτσι, η διαχείριση των κινδύνων αφορά πλέον την απόκτηση μιας οπτικής που βλέπει την επιχείρηση ως ένα ενιαίο χαρτοφυλάκιο κινδύνων, οι οποίοι βρίσκονται σε συνεχή αλληλεπίδραση μεταξύ τους. Με την οπτική αυτή, η διαχείριση αφορά το πλήρες εύρος των κινδύνων στους οποίους εκτίθεται μια ασφαλιστική επιχείρηση και, επακολούθως, καλεί σε μια ενιαία προσέγγιση για την αντιμετώπισή τους. Η οπτική αυτή έχει το πλεονέκτημα ότι δεν παραβλέπει τη χρησιμότητα της κατάλληλης κινδυνοστραφούς νοοτροπίας ενώ, είναι σημαντικό να σημειωθεί, δεν αφορά τη μείωση των κινδύνων, αλλά κυρίως αφορά την αύξηση των ευκαιριών και των προοπτικών για κέρδη, με τελικό σκοπό τη μεγιστοποίηση της αξίας του κεφαλαίου της επιχείρησης.

Χωρίς τη θεώρηση των κινδύνων ως ενιαίου χαρτοφυλακίου, η διοίκηση της ασφαλιστικής λαμβάνει, αναφορικά με τους κινδύνους, ως εικόνα της επιχείρησης μεμονωμένα κομμάτια ενός παζλ και όχι το σύνολο της εικόνας αυτής. Σε πολλές επιχειρήσεις, η λειτουργία της διαχείρισης κινδύνων παράγει κυριολεκτικά εκατοντάδες σελίδες αναφορών για τις εκθέσεις κινδύνου σε μηνιαία βάση. Κι όμως, ακόμη και μετά από όλες αυτές τις αναφορές, η διοίκηση δεν διαθέτει όλη εκείνη την πληροφορόρηση που χρειάζεται ώστε να μπορεί όχι μόνο να λαμβάνει συνειδητοποιημένες αποφάσεις, αλλά και, σε πολλές περιπτώσεις, να διαμορφώσει μια συνολική εικόνα για την επιχείρηση που διοικεί:

— Ποιοι είναι οι δέκα βασικότεροι κίνδυνοι της επιχείρησης;

— Υπάρχει μια συνοπτική αναφορά που παραδίδεται τακτικά στο διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης και η οποία δείχνει το μέγεθος, τόσο κατά την παρούσα στιγμή όσο και τη διαχρονική εξέλιξη, του ασφαλιστικού κινδύνου, του λειτουργικού κινδύνου, του κινδύνου αντισυμβαλλομένων και του κινδύνου της αγοράς;

— Ποιος είναι ο βαθμός συμμόρφωσης της επιχείρησης τόσο με τις εσωτερικές διαδικασίες που η ίδια η επιχείρηση έχει θέσει όσο και με την υφιστάμενη νομοθεσία;

— Οι πραγματικές ζημιές ή τα πραγματικά αρνητικά γεγονότα που συνέβησαν κατά το παρελθόν στην επιχείρηση αφορούσαν κινδύνους που είχαν ήδη αναγνωριστεί από την επιχείρηση;

— Διοικείται η επιχείρηση με γνώμονα τη μεγιστοποίηση των προσαρμοσμένων σε κίνδυνο κερδών;

Αν μια επιχείρηση δεν είναι βέβαιη ως προς την απάντηση σε κάποια από τις ανωτέρω ερωτήσεις, τότε είναι πολύ πιθανόν ότι θα ωφεληθεί από μια ενιαία προσέγγιση, όπως αυτή της Φερεγγυότητας II, για την αντιμετώπιση όλων των χαρακτηριστικών του κινδύνου.

Γ.4 ΟΙ ΘΕΜΕΛΙΟΙ ΛΙΘΟΙ ΤΗΣ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ II

Από την ανωτέρω ανάλυση καθίσταται σαφές ότι η Φερεγγυότητα II απαιτεί μια διαφορετική οπτική τόσο για τη φύση της ασφαλιστικής επιχείρησης ως χρηματοοικονομικού οργανισμού όσο και για τις ασφαλιστικές συμβάσεις ως χρηματοοικονομικά εργαλεία. Στο πλαίσιο αυτό, εύκολα γίνεται αντιληπτό ότι όλα τα παραπάνω κατατείνουν ώστε ως θεμέλιος λίθος της Φερεγγυότητας II να καθοριστεί η συστηματική, αποτελεσματική και συνεπής διαχείριση των κινδύνων που αντιμετωπίζουν, ή ενδέχεται να αντιμετωπίσουν στο μέλλον, οι ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις.

Περαιτέρω όμως διδάγματα για τη διαμόρφωση της Φερεγγυότητας II έχουν αντληθεί από περιπτώσεις αφερεγγυότητας στον ευρωπαϊκό χώρο στο παρελθόν.

Ο λόγος είναι ότι η ιδιωτική ασφάλιση είναι μια από τις λίγες επιχειρηματικές δραστηριότητες κατά την οποία ο καταναλωτής-ασφαλισμένος προκαταβάλλει τα χρήματα για

να αγοράσει το προϊόν (με τη μορφή ασφαλιστρών) με αντάλλαγμα μια υπόσχεση για μελλοντική παροχή. Επιπλέον, η υπόσχεση που λαμβάνει αφορά την καταβολή ενός αρκετά μεγαλύτερου χρηματικού ποσού σε χρόνο άγνωστο μεν, κρίσιμο δε, καθώς είναι ακριβώς η στιγμή που είναι περισσότερο οικονομικά ευάλωτος και έχει περισσότερο ανάγκη τα χρήματα της ασφάλισης. Στο πλαίσιο αυτό, η περίπτωση αφερεγγυότητας μιας ασφαλιστικής είναι ένα πολύ κρίσιμο για τον ασφαλισμένο γεγονός.

Από τη μελέτη των περιπτώσεων αφερεγγυότητας στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό χώρο, και παρ' όλες τις διαφορές τους ως προς τον τρόπο εκδήλωσης της κάθε περίπτωσης, προέκυψαν ορισμένα κοινά συμπεράσματα και διδάγματα. Αυτά αφορούν την ευθύνη της διοίκησης για τη λειτουργία της επιχείρησης, την εφαρμογή αποτελεσματικού συστήματος διακυβέρνησης, την ανάγκη αυτοπεριορισμού της κάθε επιχείρησης και προσδιορισμού από αυτήν των μέγιστων ορίων για ανάληψη κινδύνου και, εν τέλει, το σημαντικό ρόλο που παίζουν τα χρηματικά διαθέσιμα (μετρητά).

Ένα από τα σημαντικότερα δομικά στοιχεία, και κατά πολλούς θεμέλιος λίθος, της Φερεγγυότητας II είναι η ευθύνη της διοίκησης για την ομαλή λειτουργία μιας ασφαλιστικής επιχείρησης. Αν αυτό για πολλούς είναι αυτονόητο, θα πρέπει να θυμίσουμε ότι σύμφωνα με το πλαίσιο της Φερεγγυότητας I, το διοικητικό συμβούλιο μιας επιχείρησης δεν είχε άμεσες ευθύνες, τουλάχιστον έναντι της εποπτικής αρχής, για τη διοίκησή της, παρά μόνο ευθύνες που καταλογίζονταν εκ των υστέρων, αφού η επιχείρηση είχε καταστεί αφερέγγυα. Εκ των προτέρων, εθεωρείτο ότι κάθε διοικητικό συμβούλιο είχε εκχωρήσει σε άλλα πρόσωπα τις δύο σημαντικότερες αρμοδιότητες: αφενός την αρμοδιότητα διοίκησης στον “υπεύθυνο διοίκησης και διαχείρισης” και αφετέρου την αρμοδιότητα σχηματισμού τεχνικών προβλέψεων (δηλαδή την αρμοδιότητα ελέγχου ολόκληρου σχεδόν του παθητικού) στον υπεύθυνο αναλογιστή, ο οποίος

ήταν προσωπικά υπεύθυνος έναντι της εποπτικής αρχής. Εκτός του ότι αποδίδει στο διοικητικό συμβούλιο τη συνολική ευθύνη για τη διοίκηση και διαχείριση, η Φερεγγυότητα II προχωρεί ακόμη πιο πέρα, θέτοντας στον πυρήνα κάθε προσπάθειας για τη διαχείριση τόσο της ίδιας της επιχείρησης όσο και των κινδύνων που αντιμετωπίζει το γεγονός ότι το σύνολο του προσωπικού μιας επιχείρησης πρέπει να γνωρίζει το ρόλο του και τις αρμοδιότητές του, ξεκινώντας από τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και καταλήγοντας στον κάθε έναν υπάλληλο χωριστά, ακόμη και αν βρίσκεται στο πιο απομακρυσμένο υποκατάστημα. Η γνώση αυτή είναι κρίσιμο να συνοδεύεται από την κατανόηση του τρόπου με τον οποίο οι ατομικές αρμοδιότητές τους μπορούν να επηρεάσουν τους κινδύνους της επιχείρησης και του τρόπου με τον οποίο οι εργασίες και ευθύνες τους αλληλεπιδρούν με τις αντίστοιχες εργασίες και ευθύνες των λοιπών λειτουργιών της επιχείρησης.

Βασικό προαπαιτούμενο για την αποτελεσματική διαχείριση των κινδύνων μιας ασφαλιστικής επιχείρησης είναι η ύπαρξη ενός αποτελεσματικού συστήματος διακυβέρνησης, το οποίο να θεσπίζει όλες τις αναγκαίες δικλίδες ασφαλείας προκειμένου να αποτρέψει οποιονδήποτε, είτε μεμονωμένο άτομο είτε ομάδα ατόμων εντός της επιχείρησης, να αποκτά υπέρ το δέον εξουσία ώστε να αναλαμβάνει κινδύνους εκ μέρους της επιχείρησης. Αυτό μπορεί να αφορά, για παράδειγμα, είτε έναν συγκεκριμένο *underwriter* εξουσιοδοτημένο να αναλαμβάνει υπερβολικά μεγάλους κινδύνους, ένα στέλεχος που μπορεί να καθορίζει και να τροποποιεί κατά το δοκούν τις αντασφαλιστικές συμβάσεις είτε ακόμη και έναν διευθύνοντα σύμβουλο που οι (συνήθως προφορικές) εντολές του υλοποιούνται χωρίς αντίρρηση, έστω και αν αυτές αντιβαίνουν σε ήδη καθορισμένες από το διοικητικό συμβούλιο πολιτικές. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι ένα αποτελεσματικό σύστημα διακυβέρνησης συνδυασμένο με σαφή διαχωρισμό αρμοδιοτήτων είναι η μοναδική ασφάλεια που έχει μια επιχείρηση έναντι ανθρώπινων λαθών και αστοχιών στις διαδικασίες και στα συστή-

ματα. Η Φερεγγυότητα II, αναγνωρίζοντας την ανάγκη αυτή, εισάγει την έννοια των βασικών λειτουργιών, οι οποίες είναι η αναλογιστική λειτουργία, η λειτουργία διαχείρισης κινδύνων, ο εσωτερικός έλεγχος και η κανονιστική συμμόρφωση. Επιπλέον εισάγει απαιτήσεις για ύπαρξη συγκεκριμένων διαδικασιών εκτελούμενων από ανεξάρτητους εμπειρογνώμονες, όπως είναι η ανεξάρτητη επισκόπηση των αποτιμήσεων των στοιχείων ενεργητικού και υποχρεώσεων και η ανεξάρτητη επικύρωση των υποδειγμάτων επιμέτρησης των κινδύνων. Τέλος, εισάγει την απαίτηση η κάθε επιχείρηση να αναγνωρίζει και να αντιμετωπίζει όλες τις συγκρουόμενες συμπεριδόντων που είτε υφίστανται είτε είναι πιθανόν να ανακύψουν στο μέλλον.

Το πλαίσιο της Φερεγγυότητας II μπορεί να θεωρηθεί ως αρκετά φιλελεύθερο. Δεν υφίστανται πλέον οι όποιοι περιορισμοί είχαν τεθεί δυνάμει της Φερεγγυότητας I και αφορούσαν το είδος και το ύψος τόσο των επενδύσεων όσο και των ασφαλιστικών κινδύνων που μια επιχείρηση επιτρεπόταν να αναλάβει.²² Πλέον η κάθε επιχείρηση είναι ελεύθερη να καθορίζει η ίδια τις επενδύσεις της, χωρίς κανέναν περιορισμό και επίσης μπορεί να αναλαμβάνει ασφαλιστικούς κινδύνους χωρίς περιορισμό. Με αυτό το δεδομένο, καθίσταται αναγκαίο η κάθε επιχείρηση να αυτοπεριορίζεται, θέτοντας συγκεκριμένους περιορισμούς (όρια ανοχής) για το είδος των κινδύνων που είναι διατεθειμένη να αναλαμβάνει. Επιπλέον, χωριστά για το κάθε είδος κινδύνου το οποίο εμπίπτει εντός των ορίων ανοχής της, η επιχείρηση πρέπει να θέτει συγκεκριμένα όρια για το ύψος του κινδύνου που είναι διατεθειμένη να αναλαμβάνει. Όπως ακριβώς η επιχειρηματική στρατηγική και τα προγράμματα δραστηριοτήτων καθορίζουν προς τα πού πρέπει να κινηθεί η επιχείρηση, οι περιορι-

²² Η Φερεγγυότητα I καθόριζε συγκεκριμένες επενδύσεις στις οποίες μπορούσε η ασφαλιστική επιχείρηση να προβεί εντός συγκεκριμένων ορίων. Για παράδειγμα, μια ασφαλιστική επιχείρηση δεν μπορούσε να επενδύει την ασφαλιστική της τοποθέτηση (έτσι καλούνταν τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία αντίκριζαν ασφαλιστικές υποχρεώσεις) σε παράγωγα προϊόντα. Επιπλέον, υπήρχαν συγκεκριμένοι περιορισμοί νομισματικής αντιστοιχίας, σε περίπτωση που οι επενδύσεις ήταν σε διαφορετικό νόμισμα από τις υποχρεώσεις.

σμοί και τα όρια καθορίζουν πότε πρέπει να σταματήσει η επιχείρηση.

Τέλος, από μελέτες που έχουν διεξαχθεί κατά καιρούς διεθνώς έχει καταστεί εμφανές ότι κάθε είδους απάτες, καταχρήσεις, κλοπές και γενικότερα παραβατικές συμπεριφορές σε επιχειρήσεις εμφανίζουν μια καταπληκτική ομοιότητα: πάντα ακολουθούν τη ροή των χρημάτων από και προς το ταμείο της επιχείρησης. Επίσης, κάθε είδους λάθη ή αστοχίες επιφέρουν πολλαπλάσιες οδύνες σε έναν οργανισμό όταν επηρεάσουν τα χρηματικά διαθέσιμα. Στο πλαίσιο της Φερεγγυότητας II, οι ροές των χρημάτων από και προς το ταμείο της επιχείρησης τίθενται στο κέντρο της προσοχής. Η αναλογιστική λειτουργία αναλαμβάνει καθοριστικό ρόλο ως προς τη διαφύλαξη της ροής των χρημάτων, καθώς πλέον όλες οι αποτιμήσεις τις οποίες διενεργεί καθώς και όλες οι διαδικασίες επικύρωσης των υποδειγμάτων τις οποίες χρησιμοποιεί έχουν ως βάση τις ταμειακές ροές.

Δ ΤΑ ΣΥΣΤΑΤΙΚΑ ΜΕΡΗ ΤΗΣ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ II

Δ.1 ΤΑ ΜΕΡΗ ΤΟΥ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΤΗΣ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ II

Η Φερεγγυότητα II έχει σχεδιαστεί ώστε να είναι ένα σύγχρονο, καινοτόμο και φιλελεύθερο καθεστώς προληπτικής εποπτείας. Ο κύριος στόχος της είναι η ενίσχυση της προστασίας των ασφαλισμένων, ενώ επιπλέον στόχοι της είναι η χρηματοπιστωτική σταθερότητα, η δημιουργία δίκαιων και σταθερών αγορών, καθώς και η ευρωπαϊκή ολοκλήρωση της αγοράς ιδιωτικής ασφάλισης. Η Φερεγγυότητα II βασίζεται σε ένα σύστημα τριών πυλώνων, που αποτελείται από (i) τις ποσοτικές απαιτήσεις, (ii) τις ποιοτικές απαιτήσεις, οι οποίες σχετίζονται κυρίως με τις απαιτήσεις διακυβέρνησης και εποπτείας, και (iii) την εποπτική αναφορά και τη δημοσιοποίηση πληροφοριών.

Οι τρεις αυτοί πυλώνες, αν και αποτελούν δομικά στοιχεία της Φερεγγυότητας II, δεν περιλαμβάνονται ρητώς στα νομοθετικά κεί-

μενα, τουλάχιστον όχι με τρόπο εμφανή. Οι διατάξεις που αφορούν κάθε πυλώνα βρίσκονται διάσπαρτες σε όλα τα νομοθετικά κείμενα²³ και ο μόνος τρόπος που μπορεί κάποιος να τις καταδείξει είναι με αναφορά στο περιεχόμενό τους: ό,τι αφορά ποσοτική απαίτηση (υπολογισμούς, μεθοδολογίες, αποτιμήσεις) εντάσσεται στον πυλώνα I, ό,τι αφορά οργανωτικές απαιτήσεις ή απαιτήσεις που αφορούν στην εποπτεία ανήκει στον πυλώνα II, ενώ τέλος ό,τι ρυθμίζει θέματα δημοσιοποίησης ή υποβολής στην εποπτική αρχή εντάσσεται στον πυλώνα III.

Το νομοθετικό πλαίσιο της Φερεγγυότητας II χωρίζεται σε 6 μέρη. Τα μέρη αυτά, καθώς και οι τίτλοι τους, είναι ευδιάκριτα στο νόμο 4364/2016.

— Το Πρώτο Μέρος είναι οι “Γενικοί κανόνες σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριοτήτων πρωτασφάλισης και αντασφάλισης”.

— Το Δεύτερο Μέρος είναι οι “Ειδικές διατάξεις για την ασφάλιση και την αντασφάλιση”.

— Το Τρίτο Μέρος είναι η “Εποπτεία ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών επιχειρήσεων που ανήκουν σε όμιλο”.

— Το Τέταρτο Μέρος είναι η “Εξυγίανση και εκκαθάριση ασφαλιστικών επιχειρήσεων”.

— Το Πέμπτο Μέρος περιλαμβάνει “Λοιπές διατάξεις”.

— Τέλος, το Έκτο Μέρος είναι οι “Μεταβατικές και τελικές διατάξεις”.

Όπου στην παρούσα ενότητα γίνεται αναφορά σε κάποιο άρθρο χωρίς να αναφέρεται σε ποιο νόμο ή κανονισμό ή απόφαση περιέχεται, τότε θεωρείται ότι η αναφορά γίνεται στον ν. 4364/2016.

²³ Σε ορισμένες μάλιστα περιπτώσεις βρίσκουμε διατάξεις που αφορούν και τους τρεις πυλώνες να εμπεριέχονται στο ίδιο άρθρο ή ακόμη και στην ίδια παράγραφο ενός άρθρου.

Δ.2 ΠΡΩΤΟ ΜΕΡΟΣ: “ΓΕΝΙΚΟΙ ΚΑΝΟΝΕΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΑΝΑΛΗΨΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΑΣΚΗΣΗ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΩΝ ΠΡΩΤΑΣΦΑΛΙΣΗΣ ΚΑΙ ΑΝΤΑΣΦΑΛΙΣΗΣ”

Το Πρώτο Μέρος της Φερεγγυότητας II περιλαμβάνει όλες τις βασικές διατάξεις για τη λειτουργία των ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών επιχειρήσεων σε ατομικό επίπεδο (σε αντιδιαστολή με τη λειτουργία ομίλων, η οποία καθορίζεται στο Τρίτο Μέρος). Το Πρώτο Μέρος αποτελείται από δέκα κεφάλαια, αριθμημένα με ελληνικούς χαρακτήρες από το Α' έως το Ι'.

Η άσκηση ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών εργασιών στην Ελλάδα, όπως και στην υπόλοιπη Ευρωπαϊκή Ένωση, είναι ρυθμιζόμενη δραστηριότητα, υπόκειται σε εποπτεία από την Τράπεζα της Ελλάδος και ασκείται από επιχειρήσεις που πληρούν συγκεκριμένες απαιτήσεις και μόνον κατόπιν άδειας που χορηγείται από την ως άνω εποπτική αρχή. Τα τρία πρώτα κεφάλαια Α', Β' και Γ' ρυθμίζουν τα θέματα αυτά. Ειδικότερα:

- το κεφάλαιο Α' εκτείνεται από το άρθρο 1 έως το άρθρο 9. Στο κεφάλαιο αυτό καθορίζεται ο σκοπός της ρύθμισης και το πεδίο εφαρμογής της (δηλαδή ποιες επιχειρήσεις και δραστηριότητες αφορά η Φερεγγυότητα II και ποιες εξαιρούνται από τις διατάξεις της). Επιπλέον, στο κεφάλαιο αυτό περιλαμβάνεται η ταξινόμηση των ασφαλιστικών εργασιών σε κλάδους ασφάλισης (9 για τις ασφαλίσσεις ζωής και 18 για τις ασφαλίσσεις κατά ζημιών).

- Το κεφάλαιο Β' εκτείνεται από το άρθρο 10 έως το άρθρο 18 και περιλαμβάνει όλες τις ρυθμίσεις για την ανάληψη και άσκηση δραστηριοτήτων ασφάλισης και αντασφάλισης. Στο κεφάλαιο αυτό καθορίζεται ότι η άσκηση ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών εργασιών είναι εποπτευόμενη δραστηριότητα και διενεργείται κατόπιν διοικητικής άδειας που χορηγείται από την εποπτική αρχή. Επιπλέον, καθορίζονται οι απαιτήσεις για τη λήψη της διοικητικής άδειας, οι οποίες αφορούν τόσο τις ίδιες τις επιχειρήσεις που θέλουν να

λάβουν άδεια όσο και τους μετόχους των επιχειρήσεων αυτών.

- Το κεφάλαιο Γ' (άρθρα 19 έως και 28) περιλαμβάνει τους γενικούς κανόνες της εποπτείας και καθορίζει τις γενικές αρχές και το σκοπό της, καθώς και τις εξουσίες που διαθέτει η εποπτική αρχή. Ενώ τα κεφάλαια Α' και Β' αποτελούν, κατά κανόνα, αντιγραφή υφιστάμενων διατάξεων από το προηγούμενο εποπτικό πλαίσιο (π.χ. η αδειοδότηση των ασφαλιστικών επιχειρήσεων δεν είναι κάτι νέο που εισάγει η Φερεγγυότητα II), το κεφάλαιο Γ' είναι ένα ολωσδιόλου νέο κεφάλαιο, το οποίο, καθώς αφορά την εποπτεία, εντάσσεται κατά το μεγαλύτερο μέρος του στον πυλώνα II, ενώ υπάρχουν και διατάξεις που αφορούν την υποβολή στοιχείων προς την εποπτική αρχή (άρθρο 24) και οι οποίες εντάσσονται στον πυλώνα III.

Τα κεφάλαια Δ', ΣΤ' και Ζ' αποτελούν τον πυρήνα της Φερεγγυότητας II. Στα άρθρα αυτά περιλαμβάνεται το μεγαλύτερο μέρος των ρυθμίσεων και των τριών πυλώνων, καθώς καθορίζουν τις ποσοτικές απαιτήσεις, τις απαιτήσεις διακυβέρνησης και τις απαιτήσεις δημοσιοποίησης. Αναλυτικότερα:

- Το κεφάλαιο Δ' (άρθρα 29 έως 47) περιλαμβάνει τις απαιτήσεις διακυβέρνησης και το μεγαλύτερο μέρος του εντάσσεται στον πυλώνα II, ενώ τα άρθρα 38 έως 42 εντάσσονται στον πυλώνα III αφού αφορούν τη δημοσιοποίηση πληροφοριών.

- Το κεφάλαιο ΣΤ' (άρθρα 50 έως 106) περιλαμβάνει το σύνολο των ποσοτικών απαιτήσεων, τεχνικών προβλέψεων και κεφαλαίων.

- Τέλος, το κεφάλαιο Ζ' (άρθρα 107 έως 114) αφορά περιπτώσεις ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών επιχειρήσεων οι οποίες δεν συμμορφώνονται με τις κεφαλαιακές απαιτήσεις ή βρίσκονται σε οικονομική δυσχέρεια ή ασυνήθη κατάσταση.

Το κεφάλαιο Ε', το οποίο παραλείψαμε να αναφέρουμε παραπάνω, αποτελείται μόνον

από δύο άρθρα (48 και 49) και αφορά περιπτώσεις μικτών ασφαλιστικών επιχειρήσεων και την άσκηση των ασφαλίσεων ζωής και κατά ζημιών με διακριτό τρόπο.

Τέλος, τα τρία τελευταία κεφάλαια του Πρώτου Μέρους, Η', Θ' και Ι' (άρθρα 115 έως 144), αφορούν τον τρόπο και την ελευθερία άσκησης διακρατικών εργασιών από επιχειρήσεις άλλων κρατών-μελών της ΕΕ, μέσω υποκαταστήματος ή μέσω παροχής υπηρεσιών, στην Ελλάδα και το αντίστροφο, καθώς και τον τρόπο άσκησης εργασιών από επιχειρήσεις τρίτων, εκτός ΕΕ, χωρών μέσω υποκαταστήματος.

Δ.2.1 Άδεια λειτουργίας ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών επιχειρήσεων

Οι ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές εργασίες αποτελούν ρυθμιζόμενες δραστηριότητες. Ως εκ τούτου, η άσκησή τους προϋποθέτει τη χορήγηση διοικητικής άδειας από την εποπτική αρχή (άρθρο 10). Βεβαίως, τούτο δεν απαγορεύει στις ασφαλιστικές επιχειρήσεις με έδρα στην Ελλάδα να αναζητούν και, εν τέλει, να αγοράζουν αντασφάλιση από αντασφαλιστικές επιχειρήσεις οπουδήποτε στον κόσμο.

Οι εργασίες που επιτρέπονται σε μια ασφαλιστική ή αντασφαλιστική επιχείρηση είναι σαφώς καθορισμένες και διαχωρίζονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες: ασφαλίσεις ζωής και ασφαλίσεις κατά ζημιών. Για τις αντασφαλιστικές επιχειρήσεις, ο διαχωρισμός αυτός είναι αρκετός. Η άδεια που λαμβάνουν από την εποπτική αρχή (άρθρο 11 παρ. 4) μπορεί να αφορά είτε όλες τις αντασφαλιστικές εργασίες ζωής είτε όλες τις αντασφαλιστικές εργασίες κατά ζημιών είτε ακόμη και ενιαία όλα τα είδη αντασφαλιστικών εργασιών (δηλαδή ζωής και κατά ζημιών).

Για τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις, η άδεια λειτουργίας μπορεί να αφορά συγκεκριμένους κινδύνους, κλάδους ασφάλισης, ομάδες κλάδων ασφάλισης ή και το σύνολο των ασφαλίσεων είτε ζωής είτε κατά ζημιών. Αυτό που

δεν επιτρέπεται είναι να χορηγείται άδεια για ταυτόχρονη άσκηση ασφαλίσεων ζωής και ασφαλίσεων κατά ζημιών, δηλαδή να είναι, όπως λέγεται, μικτές ασφαλιστικές επιχειρήσεις (αντίθετα από τις αντασφαλιστικές που, όπως αναφέραμε παραπάνω, αυτό επιτρέπεται). Εδώ υπάρχει μια ιδιαιτερότητα και αφορά τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις που ασκούσαν ταυτόχρονα ασφαλίσεις ζωής και κατά ζημιών, δηλαδή ήταν μικτές, πριν η Ελλάδα γίνει μέλος της τότε Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας (ΕΟΚ), δηλαδή την 1.1.1981. Εκείνες οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις που είχαν άδεια μικτών εργασιών πριν την 1.1.1981 διατηρούν στη Φερεγγυότητα II τη μικτή άδειά τους και συνεχίζουν την ταυτόχρονη άσκηση των εργασιών ζωής και κατά ζημιών (άρθρο 48 παρ. 5).

Η άσκηση αντασφαλιστικών εργασιών από ασφαλιστικές επιχειρήσεις επιτρέπεται, αλλά μόνον για τους κλάδους που έχουν λάβει άδεια. Αντίθετα, η άσκηση πρωτασφαλιστικών εργασιών από αντασφαλιστικές επιχειρήσεις δεν επιτρέπεται. Ο βασικός λόγος της ως άνω απαγόρευσης έγκειται κυρίως στο γεγονός ότι το πλαίσιο εξυγίανσης και ειδικής (ασφαλιστικής) εκκαθάρισης με ειδικά προνόμια για τους ασφαλισμένους δεν έχει εφαρμογή σε αυτές, παρά μόνον στις πρωτασφαλιστικές επιχειρήσεις.

Οι άδειες που χορηγούνται σε μια ασφαλιστική ή αντασφαλιστική επιχείρηση από την εποπτική αρχή είναι δύο ειδών. Το πρώτο και το συνηθέστερο είδος άδειας είναι η άδεια να ισχύει για το σύνολο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Με τον τρόπο αυτό, κάθε αδειοδοτημένη ασφαλιστική ή αντασφαλιστική επιχείρηση λαμβάνει ένα είδος “ευρωπαϊκού διαβατηρίου”, ώστε να μπορεί να ασκήσει δραστηριότητες ασφάλισης ή αντασφάλισης σε οποιοδήποτε άλλο κράτος-μέλος της ΕΕ είτε μέσω υποκαταστήματος (ελευθερία εγκατάστασης) είτε εξ αποστάσεως (ελευθερία παροχής υπηρεσιών). Το δεύτερο είδος άδειας αποτελεί παραλλαγή της ως άνω άδειας και χορηγείται σε μια κατηγορία ασφαλιστικών επιχειρήσεων (τις “εξαιρούμενες ασφαλιστικές

επιχειρήσεις”) οι οποίες εξαιρούνται από την εφαρμογή των διατάξεων των τριών πυλώνων της Φερεγγυότητας II. Η ειδική αυτή άδεια έχει ισχύ μόνον εντός της Ελλάδος (άρθρο 12).

Τέλος, η ανωτέρω κατηγοριοποίηση των ασφαλίσεων ζωής και κατά ζημιών σε κλάδους ή ομάδες κλάδων αφορά αποκλειστικά και μόνο την άδεια που μπορεί μια ασφαλιστική ή αντασφαλιστική επιχείρηση να κατέχει και το είδος των εργασιών που μπορεί να ασκεί. Για τη διεξαγωγή όλων των αναγκαίων υπολογισμών και την αναφορά προς την εποπτική αρχή, αντίθετα από ό,τι ίσχυε σύμφωνα με το προηγούμενο πλαίσιο, δεν χρησιμοποιείται η ανωτέρω ταξινόμηση, αλλά άλλη η οποία βασίζεται σε ομοιογενείς ομάδες κινδύνου και κατ’ ελάχιστον σε κατηγορίες δραστηριοτήτων (lines of business στα αγγλικά) ή σε άλλες, κατά περίπτωση, ομαδοποιήσεις.²⁴

Α.2.2 Εξαιρούμενες ασφαλιστικές επιχειρήσεις

Η Φερεγγυότητα II δίδει έμφαση στην προστασία όλων των ασφαλισμένων όλων των ασφαλιστικών επιχειρήσεων. Γι’ αυτό και οι εξαιρέσεις από το πεδίο εφαρμογής της Φερεγγυότητας II είναι αρκετά περιορισμένες, καθώς η αντιμετώπιση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων γίνεται μέσω της αρχής της αναλογικότητας. Σε περίπτωση όμως που οι διατάξεις του πλαισίου, ακόμη και μετά την εφαρμογή της αρχής της αναλογικότητας, έχουν μεγάλο οικονομικό βάρος σε αυτές τις επιχειρήσεις, τότε οι επιχειρήσεις αυτές εξαιρούνται από το πεδίο εφαρμογής της Φερεγγυότητας II.

Η εξαίρεση μιας επιχείρησης από το πεδίο εφαρμογής της Φερεγγυότητας II γίνεται με τέτοιο τρόπο ώστε να μη δημιουργεί αθέμιτο ανταγωνισμό μέσω της δημιουργίας ασφαλιστικών επιχειρήσεων δύο ταχυτήτων, αλλά και ούτε να οδηγεί σε παράλογα ή αθέμιτα αποτελέσματα, όπως για παράδειγμα μια επιχείρηση να εντάσσεται στο πεδίο εφαρμογής της Φερεγγυότητας II κατά το στάδιο ανάπτυξης της, αλλά να εξαιρείται από αυτό όταν έχει συσσωρεύσει μεγάλες υποχρεώσεις και δεν

αναλαμβάνει πλέον νέα παραγωγή, είτε ακόμη και να χρησιμοποιεί την ανασφάλιση ως μηχανισμό εξαίρεσης ή όχι.

Πριν αναλύσουμε τι σημαίνει για μια επιχείρηση να εξαιρείται από το πεδίο εφαρμογής της Φερεγγυότητας II, είναι σημαντικό να περιγράψουμε τι δεν σημαίνει:

- Όταν μια επιχείρηση εξαιρείται από τη Φερεγγυότητα II, δεν σημαίνει ότι εξαιρείται και από το καθεστώς αδειοδότησης από την αρμόδια εποπτική αρχή, αφού σε αντίθετη περίπτωση είναι πιθανόν να δημιουργηθεί το φαινόμενο μη αδειοδοτημένων επιχειρήσεων οι οποίες προβαίνουν σε ασφαλιστικές εργασίες στην Ελλάδα.

- Το ότι δεν καθορίζεται κάποιο συγκεκριμένο, ενιαίο σε επίπεδο ΕΕ πλαίσιο λειτουργίας για τις εξαιρούμενες επιχειρήσεις, δεν σημαίνει ότι η κάθε χώρα δεν οφείλει να καθορίζει το δικό της. Για τις επιχειρήσεις αυτές, τα κράτη-μέλη είναι ελεύθερα να καθορίζουν τα ίδια το καθεστώς λειτουργίας τους. Βεβαίως, στο πλαίσιο αυτό δεν είναι διόλου απίθανο οι εθνικές ρυθμίσεις ορισμένων κρατών για τις επιχειρήσεις αυτές να ταυτίζονται με τις ρυθμίσεις της Φερεγγυότητας II – με άλλα λόγια, να μην υπάρχουν σε ορισμένα κράτη εξαιρούμενες επιχειρήσεις.

- Η ελευθερία εγκατάστασης και παροχής υπηρεσιών, όπως αυτή προσδιορίζεται από τη Συνθήκη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ισχύει ανεξάρτητα από το σύστημα “διαβατηρίου” – ελεύθερη εγκατάσταση – που προβλέπει το πλαίσιο. Απλώς, με το “διαβατήριο” αυτοματοποιείται η πρόσβαση και περιορίζονται οι εποπτικές αρμοδιότητες και εξουσίες του κράτους υποδοχής. Επομένως, οι εξαιρούμενες επιχειρήσεις δεν σημαίνει ότι δεν μπορούν να

²⁴ Ενδεικτικά, σε χαρτοφυλάκια τα οποία αποτελούνται από υποχρεώσεις και αντίστοιχα περιουσιακά στοιχεία, αναφορικά για μεταβιβάσεις ή για την εφαρμογή συγκεκριμένων προσαρμογών (π.χ. της προσαρμογής λόγω αντιστοίχισης), ή σε χαρτοφυλάκια υποχρεώσεων, για τις οποίες η επιχείρηση μπορεί να τροποποιεί τα ασφάλιστρα ή/και τις παροχές υπό παρόμοιες συνθήκες και με παρόμοια αποτελέσματα, αναφορικά με τον υπολογισμό των ορίων των ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών συμβάσεων.

ασκήσουν ασφαλιστικές ή αντασφαλιστικές εργασίες σε άλλα κράτη της ΕΕ, αλλά για να το πράξουν τούτο χρειάζονται την έγκριση (αδειοδότηση) του κράτους-μέλους υποδοχής.

Οι επιχειρήσεις που δύνανται να εξαιρεθούν από το πεδίο εφαρμογής της Φερεγγυότητας ΙΙ πρέπει να πληρούν μία από τις ακόλουθες προϋποθέσεις: είτε να έχουν τη μορφή αλληλασφαλιστικού συνεταιρισμού και ταυτόχρονα να μεταβιβάζουν πλήρως τον κίνδυνό τους²⁵ είτε να είναι αρκούντως μικρές.²⁶

Στην πρώτη περίπτωση, η πλήρης μεταβίβαση του κινδύνου μπορεί να γίνεται με δύο εναλλακτικούς τρόπους: είτε μέσω σύναψης πλήρους αντασφαλιστικής εκχώρησης των κινδύνων τους είτε μέσω σύναψης σύμβασης υποκατάστασης ενός εκδοχέα σε αυτούς, για την εκτέλεση των υποχρεώσεων που προκύπτουν από τις αναλαμβανόμενες ασφαλίσεις. Απαραίτητη προϋπόθεση για την ανταφάλιση ή για την υποκατάσταση είναι να έχει ο αντισυμβαλλόμενος του αλληλασφαλιστικού συνεταιρισμού τη μορφή αλληλασφαλιστικού συνεταιρισμού.²⁷ Σε περίπτωση που πληρούνται όλες οι προϋποθέσεις, τότε ο αλληλασφαλιστικός συνεταιρισμός εξαιρείται αυτόματα από τη Φερεγγυότητα ΙΙ χωρίς να απαιτείται έγκριση από την εποπτική αρχή.

Στη δεύτερη περίπτωση (δηλαδή στην περίπτωση εξαίρεσης λόγω μεγέθους), η εξαίρεση απαιτεί την έγκριση της εποπτικής αρχής, ενώ οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις πρέπει να πληρούν δύο γενικές προϋποθέσεις: α) να μη διαθέτουν υποκατάστημα σε άλλο κράτος της ΕΕ, όπως επίσης να μην ασκούν ασφαλιστικές εργασίες σε άλλο κράτος της ΕΕ κάνοντας χρήση των διατάξεων της ελεύθερης παροχής υπηρεσιών, και β) οι δραστηριότητές τους να μην περιλαμβάνουν ασφαλίσεις αστικής ευθύνης (όλων των ειδών), πιστώσεων ή εγγυήσεων.

Επιπλέον των ανωτέρω γενικών προϋποθέσεων, οι επιχειρήσεις που δύνανται να εξαιρεθούν από το πεδίο εφαρμογής της Φερεγγυότητας ΙΙ λόγω μεγέθους πρέπει να πληρούν τις παρακάτω ποσοτικές προϋποθέσεις:

— το ποσό των ετήσιων εγγεγραμμένων ασφαλιστρών δεν υπερβαίνει το ύψος των 5 εκατ. ευρώ,

— το σύνολο των τεχνικών προβλέψεων δεν υπερβαίνει το ποσό των 25 εκατ. ευρώ,

— δεν αναλαμβάνουν αντασφαλιστικές εργασίες ή, αν αναλαμβάνουν, είναι πολύ μικρές σε σχέση με το σύνολο των λοιπών, πρωτασφαλιστικών εργασιών τους,²⁸

— είτε δεν ανήκουν σε κάποιον ασφαλιστικό όμιλο είτε, αν ανήκουν, το σύνολο των τεχνικών προβλέψεων του ομίλου δεν υπερβαίνει το ύψος των 25 εκατ. ευρώ.

Η εξαίρεση μιας επιχείρησης από τις απαιτήσεις της Φερεγγυότητας ΙΙ λόγω μεγέθους είναι μια δυναμική διαδικασία που επιβεβαιώνεται τόσο κατά την αρχική αδειοδότηση της επιχείρησης όσο και κάθε έτος λειτουργίας της. Κατά την αρχική αδειοδότηση της επιχείρησης, για να τύχει εξαίρεσης από το πεδίο εφαρμογής της Φερεγγυότητας ΙΙ, πρέπει η επιχείρηση μέσω του προγράμματος δραστηριότητας να προβλέπει ότι δεν αναμένεται να αναπτυχθεί σε βαθμό που να υπερβεί κάποια από τις ποσοτικές προϋποθέσεις εξαίρεσης εντός των επόμενων πέντε ετών.

Οι επιχειρήσεις μπορούν να εξαιρεθούν λόγω μεγέθους όχι μόνο κατά την αρχική αδειοδότησή τους αλλά και κατά τη διάρκεια λειτουργίας τους. Αν μια επιχείρηση, παρόλο που στην αρχή ενέπιπτε στο πεδίο εφαρμογής της

²⁵ Άρθρο 7 παρ. 1 του ν. 4364/2016.

²⁶ Άρθρο 7 παρ. 2 του ν. 4364/2016.

²⁷ Ο βασικός λόγος της απαίτησης ο αντισυμβαλλόμενος να είναι αλληλασφαλιστικός συνεταιρισμός σχετίζεται με το σταθερότερο δεσμό που αναπτύσσεται στις περιπτώσεις αυτές, καθώς, για να αναλάβει ένας συνεταιρισμός να αντασφαλίσει έναν άλλον αλληλασφαλιστικό συνεταιρισμό, πρέπει προηγουμένως ο δεύτερος να γίνει μέλος του πρώτου συνεταιρισμού.

²⁸ Ως τέτοιες αντασφαλιστικές εργασίες νοούνται αυτές που δεν υπερβαίνουν το 10% των ετήσιων εγγεγραμμένων ασφαλιστρών τους και οι συνολικές υποχρεώσεις που απορρέουν από αυτές δεν υπερβαίνουν το 10% του συνόλου των τεχνικών προβλέψεών τους – πρωτασφαλιστικών και αντασφαλιστικών. Για να θεωρηθούν οι αντασφαλιστικές εργασίες μικρές, επιπλέον των ανωτέρω προϋποθέσεων, θα πρέπει να μην υπερβαίνουν ετησίως το ποσό των 500 χιλιάδων ευρώ σε όρους εγγεγραμμένων ασφαλιστρών και οι συνολικές υποχρεώσεις που απορρέουν από αυτές να μην υπερβαίνουν το ποσό των 2,5 εκατ. ευρώ.

Φερεγγυότητας II, έχει όμως ακολουθήσει μια επιχειρηματική πρακτική συρρίκνωσης των εργασιών της ώστε να πληροί ποσοτικές προϋποθέσεις εξαίρεσης για τρία συνεχή έτη και αναμένεται να συνεχίσει να τις πληροί κατά τα ερχόμενα πέντε έτη, τότε δύναται να εξαιρεθεί λόγω μεγέθους, αν αυτή το θελήσει.

Αν μια επιχείρηση έχει τύχει εξαίρεσης λόγω μεγέθους είτε κατά την αδειοδότηση είτε και αργότερα, λόγω συρρίκνωσης των εργασιών της, τότε πρέπει να προβαίνει ετησίως σε επιβεβαίωση ότι πληρούσε όλες τις ποσοτικές προϋποθέσεις εξαίρεσης κατά τα τελευταία τρία συνεχόμενα έτη. Σε περίπτωση που δεν καταστεί εφικτή η επιβεβαίωση, τότε η επιχείρηση παύει να υπόκειται στην εξαίρεση και εμπίπτει από το έτος εκείνο στο πεδίο εφαρμογής της Φερεγγυότητας II.

Τέλος, είναι σημαντικό να τονίσουμε ότι τα ανωτέρω χρηματικά ποσά αναπροσαρμόζονται αναλόγως του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή της ΕΕ. Καθώς τα ανωτέρω μεγέθη πρέπει να αντανakλούν το πραγματικό μέγεθος της κάθε επιχείρησης και να μην είναι εύκολο να επηρεαστούν από τις πρακτικές διαχείρισης της κάθε επιχείρησης, οι τεχνικές προβλέψεις λογίζονται ως μικτές (gross of reinsurance), δηλαδή οι τεχνικές προβλέψεις δεν υπολογίζονται μειωμένες από αντασφαλιστικές ανακτήσεις.

Δ.2.3 Κεντρική διοίκηση και νομική μορφή της ασφαλιστικής και αντασφαλιστικής επιχείρησης

Ενώ σύμφωνα με το προηγούμενο εποπτικό πλαίσιο η έδρα κάθε ασφαλιστικής ή αντασφαλιστικής επιχείρησης μπορούσε να βρίσκεται μόνο σε συγκεκριμένες πόλεις της Ελλάδος, με τη Φερεγγυότητα II δεν υφίσταται πλέον τέτοιος περιορισμός. Ο μόνος περιορισμός είναι ότι, εφόσον η καταστατική έδρα είναι εντός Ελλάδος, πρέπει ομοίως εντός Ελλάδος να είναι και η κεντρική διοίκηση. Αναφορικά με τη νομική μορφή των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, αυτή μπορεί να είναι μία εκ των τριών: ανώνυμος εταιρία, ευρω-

παϊκή εταιρία ή αλληλασφαλιστικός συνεταιρισμός, οι δε μετοχές ή αλληλασφαλιστικές μερίδες είναι οπωσδήποτε ονομαστικές. Οι αλληλασφαλιστικοί συνεταιρισμοί έχουν έναν επιπλέον περιορισμό: μπορούν να είναι μόνο ασφαλιστικές επιχειρήσεις κατά ζημιών. Όλα τα ανωτέρω, καθώς επίσης και οι αναλαμβανόμενες εργασίες περιγράφονται στο καταστατικό τους, κάθε δε τροποποίησή του που αφορά το είδος των δραστηριοτήτων τους, καθώς και κάθε περίπτωση μείωσης ή αύξησης του μετοχικού τους κεφαλαίου, απαιτεί την έγκριση της εποπτικής αρχής.

Δ.2.4 Πυλώνας I: Ποσοτικές απαιτήσεις

Ο “Πυλώνας I” του πλαισίου Φερεγγυότητα II αφορά τις ποσοτικές απαιτήσεις για τις (αντ)ασφαλιστικές επιχειρήσεις και αποτελείται από τα ακόλουθα στοιχεία:

1. Αποτίμηση στοιχείων ενεργητικού και παθητικού
2. Τεχνικές προβλέψεις
3. Ίδια κεφάλαια
4. Κεφαλαιακή απαίτηση φερεγγυότητας
5. Ελάχιστη κεφαλαιακή απαίτηση
6. Επενδύσεις.

Οι (αντ)ασφαλιστικές επιχειρήσεις αποτιμούν, εκτός αν ορίζεται διαφορετικά, τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού ως ακολούθως: (α) τα στοιχεία του ενεργητικού αποτιμώνται στο ποσό για το οποίο μπορούν να μεταβιβαστούν μεταξύ συναινούντων, επαρκώς πληροφορημένων μερών και με όρους αγοράς και (β) τα στοιχεία του παθητικού αποτιμώνται στο ποσό για το οποίο μπορούν να μεταβιβαστούν ή διακανονιστούν μεταξύ συναινούντων, επαρκώς πληροφορημένων μερών και με όρους αγοράς και σύμφωνα με την παραδοχή της συνεχιζόμενης δραστηριότητας (going concern).

Κατά την αποτίμηση των στοιχείων του παθητικού, δεν γίνεται καμία προσαρμογή προκειμένου να ληφθεί υπόψη η ίδια πιστωτική διαβάθμιση της ασφαλιστικής ή της αντασφαλιστικής επιχείρησης.

Σχηματίζονται και διατηρούνται τεχνικές προβλέψεις σε συνεχή βάση για το σύνολο των ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών υποχρεώσεων έναντι των αντισυμβαλλομένων και δικαιούχων ασφαλισμάτων από ασφαλιστικές ή αντασφαλιστικές συμβάσεις, αποτιμώνται δε σε αξία που αντιστοιχεί στο τρέχον ποσό που θα έπρεπε να καταβληθεί σε περίπτωση άμεσης μεταβίβασης των υποχρεώσεων σε άλλη (αντ)ασφαλιστική επιχείρηση.

Πέραν των τεχνικών προβλέψεων και των λοιπών υποχρεώσεων, οι επιχειρήσεις διατηρούν ένα επιπλέον ποσό περιουσιακών στοιχείων ή δεσμεύσεων από τρίτους, που δύνανται να καταπέσουν υπό συγκεκριμένες περιστάσεις. Το επιπλέον αυτό ποσό λαμβάνει τη μορφή των ιδίων κεφαλαίων, δηλαδή κεφαλαίων που δύνανται να χρησιμοποιηθούν για να απορροφήσουν ζημιές πέραν από τις αναμενόμενες, όταν και εφόσον προκύψουν, και υπολογίζεται κατ' αρχήν αφαιρετικά, δηλαδή ως περιουσιακά στοιχεία μείον υποχρεώσεις, τα καλούμενα "οικονομικά ίδια κεφάλαια". Στο πλαίσιο αυτό, τα ίδια κεφάλαια χρησιμοποιούνται ως πρόσθετο επίπεδο ασφαλείας (προστασία των ασφαλισμένων). Το ποσό των ιδίων κεφαλαίων ισούται με το άθροισμα των στοιχείων ισολογισμού με τα τυχόν στοιχεία εκτός ισολογισμού. Τα στοιχεία ισολογισμού ονομάζονται *basica* *own funds* (basic own funds) και ισούνται με τα οικονομικά ίδια κεφάλαια συν τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης. Τα δάνεια αυτά, αν και δεν μπορούν να θεωρηθούν ίδια κεφάλαια με τη στενή λογιστική έννοια, καθώς δεν αποτελούν "ίδια" κεφάλαια της επιχείρησης, εντούτοις επιδεικνύουν ορισμένα χαρακτηριστικά, τα οποία είναι ικανά να τα κατατάξουν στα ίδια κεφάλαια.²⁹ Τα στοιχεία εκτός ισολογισμού ονομάζονται *supplementary* *own funds* (ή *equity* *own funds*) *own funds*, αποτελούνται συνήθως από το μη καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο, εγγυητικές επιστολές που επιδεικνύουν συγκεκριμένα χαρακτηριστικά ή λοιπές δεσμεύσεις, όπως ενδεικτικά μελλοντικές εισφορές μελών σε περιπτώσεις αλληλασφαλιστικών συνεταιρισμών, και τελούν υπό εποπτική έγκριση. Τα ίδια κεφάλαια ταξινομούνται σε τρεις κατηγορίες (tiers) 1, 2 και 3, ανα-

λόγως της δυνατότητάς τους να απορροφήσουν ζημιές και στο βαθμό που πληρούν πέντε βασικά κριτήρια:

- Μόνιμη διαθεσιμότητα (permanent availability)
- Μειωμένη εξασφάλιση (subordination)
- Απουσία κινήτρων εξόφλησης (absence of incentives to redeem)
- Απουσία υποχρεωτικών δαπανών εξυπηρέτησης (absence of mandatory servicing costs)
- Απουσία νομικών βαρών (absence of encumbrances).

Τα βασικά ίδια κεφάλαια μπορούν να ταξινομηθούν σε μία από τις τρεις κατηγορίες (1, 2 ή 3), ενώ τα συμπληρωματικά ίδια κεφάλαια μπορούν να ταξινομηθούν μόνο στην κατηγορία 2 ή 3.³⁰ Τέλος, τα επιλέξιμα ίδια κεφάλαια δεν μπορούν να υπολείπονται της κεφαλαιακής απαίτησης φερεγγυότητας.

Η κεφαλαιακή απαίτηση φερεγγυότητας αντιστοιχεί στο οικονομικό κεφάλαιο που πρέπει να διαθέτει μια (αντ)ασφαλιστική επιχείρηση προκειμένου να περιορίσει την ετήσια πιθανότητα πτώχευσης στο 0,5%, ήτοι η πιθανότητα πτώχευσης να είναι μία ανά 200 χρόνια, και να αντικατοπτρίζει το πραγματικό προφίλ κινδύνου της επιχείρησης, λαμβανομένων υπόψη όλων των ποσοτικά μετρήσιμων κινδύνων.

Ο υπολογισμός της κεφαλαιακής απαίτησης φερεγγυότητας γίνεται με δύο εναλλακτικούς τρόπους. Ο πρώτος αφορά τη χρήση καθορισμένου τύπου υπολογισμού (τυποποιημένη μέθοδος), ο οποίος στοχεύει στο να επιτύχει τη σωστή ισορροπία μεταξύ της ευαισθησίας στον κίνδυνο και της πρακτικότητας. Ο καθορισμένος τύπος δίνει τη δυνατότητα τόσο της

²⁹ Το βασικότερο χαρακτηριστικό των δανείων μειωμένης εξασφάλισης είναι το γεγονός ότι ο δανειοδότης έχει συμφωνήσει ότι δεν θα λάβει τους τόκους ή το κεφάλαιό του, το οποίο θα διατεθεί υπέρ των ασφαλισμένων σε περίπτωση που η επιχείρηση αντιμετωπίζει οικονομικά προβλήματα, ή, αν το λάβει, θα το λάβει μόνον όταν τα εν λόγω οικονομικά προβλήματα θα έχουν αποκατασταθεί.

³⁰ Και όχι στην κατηγορία 1, διότι αυτό που βασικά τους λείπει είναι η άμεση διαθεσιμότητα (δεν είναι αμέσως διαθέσιμα).

χρήσης παραμέτρων που προσιδιάζουν στην κάθε επιχείρηση, ανάλογα με την περίπτωση, όσο και τυποποιημένων απλοποιήσεων για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Το μέτρο κινδύνου είναι η “Αξία σε Κίνδυνο” (Value-at-Risk) των βασικών ιδίων κεφαλαίων με επίπεδο εμπιστοσύνης 99,5% και χρονικό ορίζοντα ενός έτους, ενώ οι κίνδυνοι που καλύπτονται είναι τουλάχιστον οι ακόλουθοι: κίνδυνος ασφάλισης κατά ζημιών, κίνδυνος ασφάλισης ζωής, κίνδυνος ασφάλισης υγείας, κίνδυνος αγοράς, πιστωτικός κίνδυνος, λειτουργικός κίνδυνος. Ο δεύτερος αφορά τη χρήση εσωτερικών υποδειγμάτων (μοντέλων) που έχουν αναπτυχθεί από τις ίδιες τις (αντ)ασφαλιστικές επιχειρήσεις, επί τη βάση συγκεκριμένων αρχών.

Η ελάχιστη απαίτηση φερεγγυότητας αντιπροσωπεύει ένα επίπεδο κεφαλαίου κάτω από το οποίο τα συμφέροντα των κατόχων ασφαλιστήριων συμβολαίων θα ετίθεντο σε σοβαρό κίνδυνο, εάν επιτρεπόταν στην επιχείρηση να συνεχίσει να λειτουργεί. Ως εκ τούτου, σε περίπτωση παραβίασης του ορίου της ελάχιστης απαίτησης φερεγγυότητας, προβλέπεται η ενεργοποίηση της έσχατης εποπτικής παρέμβασης, δηλαδή της ανάκλησης της άδειας λειτουργίας.

Όλες οι επενδύσεις των επιχειρήσεων αποτελούν αντικείμενο διαχείρισης και παρακολουθούνται σύμφωνα με την αρχή του “καλού διαχειριστή”, η οποία απαιτεί από τις επιχειρήσεις (αντ)ασφαλίσεων να αποδίδουν τη δέουσα προσοχή στους κινδύνους στους οποίους είναι εκτεθειμένες. Στο πλαίσιο αυτό, η νομοθεσία δεν περιλαμβάνει προκαθορισμένες κατηγορίες επενδύσεων και ούτε απαιτείται κάποια εποπτική έγκριση. Ο μόνος περιορισμός είναι οι ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις να επενδύουν μόνο σε περιουσιακά στοιχεία τον κίνδυνο των οποίων μπορούν να διαχειρίζονται, να παρακολουθούν και να ελέγχουν.

Τέλος, ένα σημαντικό κεφάλαιο του Πυλώνα Ι αποτελούν τα μέτρα για τις μακροχρόνιες εγγυήσεις (Long-Term Guarantee measures

– LTG) που οι ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις παρέχουν στους ασφαλισμένους τους. Τα μέτρα αυτά ως σκοπό έχουν την αντιμετώπιση της τεχνητής μεταβλητότητας στον κατά Φερεγγυότητα II ισολογισμό των επιχειρήσεων.³¹ Ως τέτοια νοούνται η συμμετρική προσαρμογή στην ενότητα κινδύνου μετοχών (symmetric adjustment in the equity risk module – SA), η προσαρμογή μεταβλητότητας (volatility adjustment – VA), η προσαρμογή λόγω αντιστοίχισης (matching adjustment – MA), τα μεταβατικά μέτρα για τα επιτόκια άνευ κινδύνου (transitional measure on risk-free rates – TMRFR), τα μεταβατικά μέτρα για τις τεχνικές προβλέψεις (transitional measure on technical provisions – TMTP) και τέλος η επέκταση της περιόδου ανάκαμψης (extension of the recovery period – ERP).

Δ.2.5 Πυλώνας II: Ποιοτικές απαιτήσεις – Εποπτεία και Διακυβέρνηση

Οι ποιοτικές απαιτήσεις και οι κανόνες για την εποπτεία που ισχύουν για τις επιχειρήσεις (αντ)ασφάλισης (“Πυλώνας II” του πλαισίου Φερεγγυότητα II) ορίζονται σε δύο ενότητες, εκ των οποίων η μία περιλαμβάνει τις Εποπτικές αρχές και τους Γενικούς κανόνες, και έχει εφαρμογή στις εποπτικές αρχές, και η άλλη το Σύστημα διακυβέρνησης, και έχει εφαρμογή στις (αντ)ασφαλιστικές επιχειρήσεις.

Βασικός σκοπός της εποπτείας

Ως βασικός σκοπός της εποπτείας σύμφωνα με τη Φερεγγυότητα II τίθεται η προστασία των αντισυμβαλλομένων και των δικαιούχων. Ως δικαιούχος νοείται κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο που έχει κάποιο δικαίωμα στο πλαίσιο ασφαλιστικής σύμβασης. Ως επιπρόσθετοι σκοποί της εποπτείας τίθενται η χρηματοπιστωτική σταθερότητα και η παγίωση δίκαιων και σταθερών αγορών.

³¹ Ο όρος τεχνική μεταβλητότητα αναφέρεται στη μεταβλητότητα των ιδίων κεφαλαίων, η οποία εισάγεται από ένα διττό γεγονός μείωσης των επιτοκίων και παράλληλης αύξησης των πιστωτικών περιθωρίων (credit spreads).

Η επίτευξη ισορροπίας μεταξύ του βασικού και των συμπληρωματικών σκοπών της εποπτείας απαιτεί μια διαρκή προσπάθεια, καθώς, ενώ με την πρώτη ανάγνωση μοιάζουν συνεπείς μεταξύ τους, εντούτοις υπό ειδικές συνθήκες μπορεί να επιτάσσουν διαφορετικές αποφάσεις ή δράσεις από μια εποπτική αρχή. Οι επιπρόσθετοι σκοποί, από τη μία πλευρά, πρέπει να λαμβάνονται υπόψη χωρίς να υπονομεύουν τον κύριο στόχο, ήτοι την προστασία των αντισυμβαλλομένων και δικαιούχων, καθώς ένα πλαίσιο περί φερεγγυότητας πρέπει να προτάσσει την προστασία αυτών των προσώπων – ειδικά για ποιο λόγο θα πρέπει οι επιχειρήσεις να είναι φερέγγυες; – ενώ από την άλλη οι επόπτες πρέπει να εξετάζουν προσεκτικά τον ενδεχόμενο αντίκτυπο των αποφάσεών τους στη σταθερότητα των αντίστοιχων χρηματοπιστωτικών συστημάτων στην Ευρωπαϊκή Ένωση, ιδίως σε καταστάσεις έκτακτης ανάγκης.

Η Φερεγγυότητα II δεν παραμένει μόνο σε αυτούς τους στόχους, αλλά θέτει και έναν ακόμη στόχο, με τη μορφή περιορισμού, στις εποπτικές αρχές, επιβάλλοντάς τους να λαμβάνουν υπόψη τα ενδεχόμενα αποτελέσματα των ενεργειών τους που πιθανόν να εντείνουν τον τυχόν υφεσιακό οικονομικό κύκλο (υπερκυκλικότητα) κατά τη διάρκεια ασυνήθιστων κινήσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Εποπτικές αρχές και γενικοί κανόνες

Σύμφωνα με τη Φερεγγυότητα II, η εποπτεία βασίζεται σε μια προνοητική προσέγγιση προσανατολισμένη στον κίνδυνο, η οποία παρέχεται από τη δυνατότητα ύπαρξης ενός συστήματος που αντανακλά το πραγματικό προφίλ κινδύνου των επιχειρήσεων, επί τη βάση οικονομικών αρχών, εκμεταλλευόμενο στο έπακρο τις πληροφορίες που παρέχουν οι χρηματοπιστωτικές αγορές. Επιπλέον, υπάρχει ιδιαίτερη μέριμνα ούτως ώστε να διασφαλιστεί ότι το πλαίσιο της Φερεγγυότητας II δεν είναι υπερβολικά επιβαρυντικό για τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις. Ως εκ τούτου, δίδεται σημασία στην αρχή της αναλογικότητας, η οποία ισχύει για όλες τις απαιτήσεις της Φερεγγυότητας II.

Αρχή της αναλογικότητας

Η αρχή της αναλογικότητας αποτελεί μια καινούργια έννοια στη νομοθεσία της ιδιωτικής ασφάλισης, βασίζεται δε στην κλιμάκωση των εποπτικών απαιτήσεων σε κάθε επιχείρηση ανάλογα με τη φύση, την κλίμακα και την πολυπλοκότητα των κινδύνων που ενυπάρχουν στις δραστηριότητές της. Παρόλο που αυτή η αρχή διέπει το σύνολο του πλαισίου, δεν είναι σε κανένα σημείο σαφώς καθορισμένη. Οπότε μένει αυτή να καθορίζεται κατά περίπτωση και με τρόπο που να προσιδιάζει στο μέγεθος και το είδος των κινδύνων της κάθε επιχείρησης (και όχι στο μέγεθος των εργασιών της, εκτός αν αυτό προσδιορίζεται στη νομοθεσία σαφώς). Είναι σαφές ότι, επί τη βάση της αρχής αυτής, δύο καθ' όλα όμοιες επιχειρήσεις αλλά με διαφορετικές πρακτικές διαχείρισης των κινδύνων τους υπόκεινται σε διαφορετικές απαιτήσεις.

Κλίμακα εποπτικών παρεμβάσεων

Με τις διατάξεις περί εποπτικών αρχών, η Φερεγγυότητα II δίδει στις εποπτικές αρχές όλων των κρατών την ίδια, αυξημένη, εξουσία, χωρίς όμως να περιορίζεται σε εξαντλητικό κατάλογο αρμοδιοτήτων και εξουσιών. Έτσι, οι εποπτικές αρχές διαθέτουν μια κλίμακα παρεμβάσεων στην επιχείρηση ανάλογη του βαθμού της τυχόν μη συμμόρφωσης (ladder of intervention).

Κατ' αρχάς η εποπτεία βασίζεται σε ορισμένες παραδεκτές αρχές (principles-based approach) χωρίς να επιβάλλονται συγκεκριμένοι κανόνες εφαρμογής και χωρίς να παρεμβαίνει η εποπτική αρχή στη λειτουργία της επιχείρησης. Σε περίπτωση που διαπιστωθεί παραβίαση της κεφαλαιακής απαίτησης φερεγγυότητας, η επιχείρηση υποβάλλει προς έγκριση από την εποπτική αρχή ρεαλιστικό σχέδιο ανάκαμψης. Η εποπτεία, στην περίπτωση αυτή, αναλαμβάνει τον πρώτο βαθμό παρέμβασης στην επιχείρηση, καθώς απαιτεί από αυτήν τη λήψη συγκεκριμένων μέτρων είτε μείωσης του αναληφθέντος κινδύνου είτε αύξησης των διακρατούμενων κεφαλαίων ώστε να αποκατασταθεί η μη συμμόρφωση εντός έξι μηνών. Σε περίπτωση που

η κατάσταση της επιχείρησης χειροτερεύει και ως αποτέλεσμα αυτής της χειροτέρευσης παρατηρείται μη συμμόρφωση προς την ελάχιστη απαίτηση φερεγγυότητας, τότε η επιχείρηση υποβάλλει προς έγκριση από την εποπτική αρχή βραχυπρόθεσμο ρεαλιστικό πρόγραμμα χρηματοδότησης. Η εποπτεία τότε αναλαμβάνει το δεύτερο βαθμό παρέμβασης στην επιχείρηση, κάνοντας πλέον χρήση συγκεκριμένων κανόνων (rules-based approach) ώστε να αποκατασταθεί η μη συμμόρφωση εντός τριών μηνών. Τέλος, εάν η επιχείρηση δεν συμμορφώνεται με τις διατάξεις των τεχνικών προβλέψεων, τότε η εποπτεία δεν αναμένει την υποβολή σχετικού προγράμματος ανάκαμψης ή χρηματοδότησης, αλλά επεμβαίνει άμεσα και μπορεί να απαγορεύσει τη διάθεση των στοιχείων του ενεργητικού (δέσμευση) ή ακόμη να λάβει και πιο δραστηρικά μέτρα. Σε κάθε περίπτωση, τα μέτρα που λαμβάνονται είναι αναλογικά ώστε να αντικατοπτρίζουν το μέγεθος και τη διάρκεια της επιδείνωσης της κατάστασης φερεγγυότητας της επιχείρησης.

Ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων

Μια νέα εξουσία που διαθέτουν πλέον οι εποπτικές αρχές είναι η δυνατότητα να επιβάλλουν στις επιχειρήσεις να αξιολογούν την κατάσταση της φερεγγυότητάς τους κάτω από ακραίες συνθήκες (stress test). Οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων μπορεί να επιβάλλονται χωριστά σε κάθε μία επιχείρηση, επισημαίνοντας τους ιδιαίτερους κινδύνους της επιχείρησης, αναλόγως του προφίλ κινδύνου που έχει αναπτύξει, ή και συνολικά σε όλη την αγορά.

Διαδικασία εποπτικής αξιολόγησης

Προκειμένου οι εποπτικές αρχές να εντοπίζουν τις επιχειρήσεις με χρηματοοικονομικά, οργανωτικά και λοιπά χαρακτηριστικά τα οποία παράγουν προφίλ υψηλού κινδύνου, εισάγεται η έννοια της Διαδικασίας Εποπτικής Αξιολόγησης (Supervisory Review Process – SRP). Η διαδικασία αυτή αναπτύσσεται από τις εποπτικές αρχές και περιλαμβάνει την περιοδική εξέταση και αξιολόγηση α) της συμμόρφωσης της κάθε επιχείρησης με το πλαίσιο

της Φερεγγυότητας II, β) του συστήματος διακυβέρνησης, γ) των κινδύνων που αντιμετωπίζει ή ενδέχεται να αντιμετωπίσει η επιχείρηση, καθώς και δ) της δυνατότητάς της να αντεπεξέρχεται σε πιθανά γεγονότα ή μελλοντικές μεταβολές των οικονομικών συνθηκών που θα μπορούσαν να έχουν δυσμενείς επιπτώσεις στη συνολική χρηματοοικονομική της κατάσταση.

Πρόσθετες κεφαλαιακές απαιτήσεις του Πυλώνα II

Οι εποπτικές αρχές μπορούν να απαιτήσουν, υπό αυστηρά οριζόμενες εξαιρετικές περιπτώσεις, από τις επιχειρήσεις να διαθέτουν μεγαλύτερο ύψος κεφαλαίου από αυτό που προκύπτει από τις απαιτήσεις φερεγγυότητας του Πυλώνα I. Οι πρόσθετες κεφαλαιακές απαιτήσεις του Πυλώνα II καθορίζονται από τις εποπτικές αρχές και επιβάλλονται σε επιχειρήσεις ως τελευταίο μέτρο προσφυγής σε περιπτώσεις που είτε το προφίλ κινδύνου τους αποκλίνει σημαντικά από τις παραδοχές στις οποίες βασίζεται ο υπολογισμός της κεφαλαιακής απαίτησης φερεγγυότητας είτε το σύστημα διακυβέρνησης αποκλίνει από τα αντίστοιχα πρότυπα που καθορίζονται στο πλαίσιο.

Ακόμη όμως και στις ανωτέρω περιπτώσεις αποκλίσεων, η επιβολή πρόσθετων κεφαλαιακών απαιτήσεων από την εποπτική αρχή αντιμετωπίζεται ως εξαιρετική, υπονοώντας ότι υπάρχει μια σειρά βημάτων που η κάθε εποπτική αρχή θα πρέπει να κάνει για τη διόρθωση των εν λόγω αποκλίσεων, με τελευταίο βήμα την επιβολή πρόσθετων κεφαλαιακών απαιτήσεων. Η επιβολή αξιολογείται από την εποπτική αρχή ελεύθερα και ευέλικτα, βάσει της αρχής της αναλογικότητας, χωρίς βεβαίως η ανωτέρω επιβολή να είναι υποχρεωτική από πλευράς της εποπτικής αρχής.³²

³² Σε αντίθετη περίπτωση (δηλαδή όταν τίθενται οι πρόσθετες κεφαλαιακές απαιτήσεις σε περιπτώσεις λιγότερο εξαιρετικές) υπάρχει ο κίνδυνος της έμμεσης αποδοχής της αποτυχίας του πλαισίου της Φερεγγυότητας II ως προς τη θέσπιση ενός νέου οικονομικού καθεστώτος φερεγγυότητας με βάση τον κίνδυνο. Βεβαίως, σε καμία περίπτωση η φράση "σε εξαιρετικές περιπτώσεις" δεν θα πρέπει να ερμηνευθεί ως περιορισμός του αριθμού των περιπτώσεων που μια εποπτική αρχή μπορεί να επιβάλλει τέτοιες κεφαλαιακές απαιτήσεις.

Εξωτερικά ανατεθειμένες δραστηριότητες

Μια εξουσία που πλέον διαθέτουν οι εποπτικές αρχές αφορά την εποπτεία των λειτουργιών οι οποίες έχουν ανατεθεί εξωτερικά (outsourced), ιδιαίτερα δεδομένης της δυνατότητας ανάθεσης των ελεγκτικών λειτουργιών.

Στο πλαίσιο αυτό και προκειμένου να διασφαλιστεί η αποτελεσματική εποπτεία των εξωτερικά ανατεθειμένων δραστηριοτήτων, είναι απαραίτητο οι εποπτικές αρχές να έχουν δικαίωμα πρόσβασης σε όλα τα συναφή δεδομένα που τηρεί ο πάροχος εξωτερικών υπηρεσιών, καθώς και το δικαίωμα να διενεργούν επιτόπιες επιθεωρήσεις της εξωτερικώς ανατεθειμένης δραστηριότητας στις εγκαταστάσεις του συγκεκριμένου παρόχου, ανεξαρτήτως του αν αυτός είναι εποπτευόμενη ή μη επιχείρηση.

Απαιτήσεις διακυβέρνησης

Οι απαιτήσεις διακυβέρνησης των (αντ)ασφαλιστικών επιχειρήσεων που καθορίζονται από τη Φερεγγυότητα II αποσκοπούν στην επίτευξη ομοιομορφίας με τις αντίστοιχες απαιτήσεις που αφορούν τους κλάδους της τραπεζικής και των κινητών αξιών. Στο πλαίσιο της Φερεγγυότητας II, οι αυστηρές απαιτήσεις διακυβέρνησης τίθενται ως προαπαιτούμενο για την ύπαρξη ενός αποτελεσματικού συστήματος φερεγγυότητας, καθώς ορισμένοι κίνδυνοι μπορούν να αντιμετωπιστούν μόνο με τις απαιτήσεις αυτές και όχι με τον καθορισμό ποσοτικών απαιτήσεων.

Στο πλαίσιο αυτό, οι επιχειρήσεις διαθέτουν τις τέσσερις βασικές λειτουργίες:³³ του αναλογισμού, της διαχείρισης κινδύνου, του εσωτερικού ελέγχου και της κανονιστικής συμμόρφωσης. Το σύστημα διακυβέρνησης περιλαμβάνει επιπλέον τη συμμόρφωση προς τις απαιτήσεις καταλληλότητας των προσώπων που ασκούν ουσιαστικά τη διοίκηση της εταιρίας, καθώς και όλων των προσώπων που ασκούν εργασίες των βασικών λειτουργιών.

Προκειμένου να λειτουργήσει σωστά το σύστημα διακυβέρνησης, απαιτείται από τις επιχειρήσεις να διαθέτουν καταγεγραμμένες

πολιτικές στις οποίες ορίζεται σαφώς ο τρόπος με τον οποίο διευθετούν ζητήματα εσωτερικού ελέγχου, διαχείρισης κινδύνων και, ανάλογα με την περίπτωση, εξωτερικής ανάθεσης.

Τέλος, εισάγεται η αξιολόγηση κινδύνου και φερεγγυότητας από τις ίδιες τις επιχειρήσεις (Own Risk and Solvency Assessment – ORSA), μέσω μιας διαδικασίας εσωτερικής αυτοαξιολόγησης εντός της επιχείρησης, ενσωματωμένη στις στρατηγικές αποφάσεις της, η οποία αποτελεί επίσης εποπτικό εργαλείο.

Δ.2.6 Πυλώνας III: Εποπτική αναφορά και δημοσιοποίηση

Η εποπτική αναφορά και δημοσιοποίηση αποτελούν τον “Πυλώνα III” του πλαισίου της Φερεγγυότητας II και αφορούν πληροφορίες που παρέχονται για εποπτικούς σκοπούς καθώς και τη δημοσιοποίηση πληροφοριών.

Οι πληροφορίες που δημοσιεύονται³⁴ περιλαμβάνονται σε ένα ενιαίο έντυπο το οποίο ονομάζεται “Έκθεση σχετικά με τη φερεγγυότητα και τη χρηματοοικονομική κατάσταση”. Στην έκθεση αυτή, η οποία δημοσιεύεται μία φορά ετησίως, κάθε επιχείρηση περιλαμβάνει συγκεκριμένα στοιχεία με συγκεκριμένη δομή και, σε ορισμένες περιπτώσεις, σύμφωνα με συγκεκριμένο μορφότυπο³⁵. Η έκθεση περιλαμβάνει στοιχεία σχετικά με τη δραστηριότητα της επιχείρησης και τις επιδόσεις της κατά το προηγούμενο έτος, περιγραφή του συστήματος διακυβέρνησης που εφαρμόζει και πληροφορίες σχετικά με το προφίλ κινδύνου της. Επιπλέον, περιλαμβάνει πληροφορίες για τις εφαρμοζόμενες μεθόδους αποτίμησης των στοιχείων ενεργητικού και υποχρεώσεων και τη διαχείριση των κερφαλαίων της.

³³ Ως λειτουργία θεωρείται κάθε αρμοδιότητα διοίκησης, διαχείρισης, εκπροσώπησης ή ελέγχου συγκεκριμένων εργασιών μίας επιχείρησης εντός ενός ενιαίου συστήματος διακυβέρνησης (άρθρο 3 παρ. 29 του ν. 4364/2016).

³⁴ Άρθρα 290 έως 299 του Κανονισμού (ΕΕ) 2015/35.

³⁵ Οι διαδικασίες, οι μορφότυποι και τα υποδείγματα της έκθεσης φερεγγυότητας και χρηματοοικονομικής κατάστασης καθορίζονται στον Επτελεστικό Κανονισμό (ΕΕ) 2015/2452.

Οι πληροφορίες που παρέχονται για εποπτικούς σκοπούς³⁶ τίθενται κάτω από τη γενική επικεφαλίδα “τακτική εποπτική αναφορά” και περιλαμβάνουν: α) τη (δημοσιευόμενη) έκθεση φερεγγυότητας και χρηματοοικονομικής κατάστασης, β) την τακτική εποπτική έκθεση, η οποία περιλαμβάνει πληροφορίες που εξειδικεύουν και αναλύουν περαιτέρω τη δημοσιευόμενη έκθεση,³⁷ γ) την εποπτική έκθεση για τα αποτελέσματα της ίδιας αξιολόγησης κινδύνων και φερεγγυότητας και, τέλος, δ) τα ετήσια και τριμηνιαία ποσοτικά υποδείγματα, τα οποία προσδιορίζουν αναλυτικότερα και συμπληρώνουν τα στοιχεία που περιλαμβάνονται στις παραπάνω εκθέσεις.

Δ.3 ΔΕΥΤΕΡΟ ΜΕΡΟΣ: “ΕΙΔΙΚΕΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΣΦΑΛΙΣΗ ΚΑΙ ΑΝΤΑΣΦΑΛΙΣΗ”

Το Δεύτερο Μέρος της Φερεγγυότητας II (άρθρα 145 έως 169) περιλαμβάνει ειδικές διατάξεις για τις ασφαλίσεις ζωής, ασφαλίσεις κατά ζημιών, ασφαλίσεις υγείας και νομικής προστασίας. Οι διατάξεις αυτές αποτελούν επαναδιατυπώσεις παλαιότερων ρυθμίσεων και αφορούν, ενδεικτικά, το εφαρμοστέο δίκαιο στις ασφαλιστικές συμβάσεις, ειδικά θέματα υποχρεωτικών ασφαλίσεων, απαιτήσεις προσυμβατικής ενημέρωσης των ασφαλισμένων, τους χρόνους υπαναχώρησης, αντασφαλίσεις πεπερασμένου κινδύνου και φορείς ειδικού σκοπού, ενώ τέλος περιλαμβάνεται μια σειρά ευνοϊκών ρυθμίσεων για περιπτώσεις ευρωπαϊκών συνασφαλίσεων.

Δ.4 ΤΡΙΤΟ ΜΕΡΟΣ: “ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΑΝΤΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΠΟΥ ΑΝΗΚΟΥΝ ΣΕ ΟΜΙΛΟ”

Το Τρίτο Μέρος της Φερεγγυότητας II περιλαμβάνει διατάξεις για την εποπτεία των ομίλων, και δη των ασφαλιστικών ομίλων. Για την εν λόγω εποπτεία, σημαντικός είναι ο ροι-σμός του ομίλου στο πλαίσιο της Φερεγγυότητας II. Ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις που σχετίζονται με έναν εκ των δύο τρόπων που αναφέρονται παρακάτω, θεωρούνται όμιλος³⁸:

— σύνολο επιχειρήσεων που αποτελείται από μια συμμετέχουσα επιχείρηση, τις θυγατρικές της και τις οντότητες στις οποίες η συμμετέχουσα επιχείρηση ή οι θυγατρικές της διαθέτουν συμμετοχή ή

— σύνολο επιχειρήσεων που βασίζεται στη σύναψη συμβατικών ή άλλων μακροχρόνιων, ισχυρών και διαρκών χρηματοοικονομικών δεσμών μεταξύ όλων αυτών των επιχειρήσεων, υπό ορισμένες προϋποθέσεις.

Καθώς για την κατανόηση των απαιτήσεων της Φερεγγυότητας II αναφορικά με τους ομίλους είναι απαραίτητη η προηγούμενη κατανόηση των σχέσεων που μπορεί να αναπτύξουν δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις, στο Παράρτημα του παρόντος παρατίθενται οι σχετικοί ορισμοί.

Δ.4.1 Περιπτώσεις εφαρμογής εποπτείας ομίλου

Υπάρχουν τρεις διαφορετικές περιπτώσεις εφαρμογής της εποπτείας ομίλου, σε ισάριθμες περιπτώσεις ομιλικών σχέσεων. Η πρώτη περίπτωση ομιλικών σχέσεων έχει να κάνει είτε με ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις οι οποίες είναι συμμετέχουσες σε μία τουλάχιστον ασφαλιστική ή αντασφαλιστική επιχείρηση είτε με ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις η μητρική επιχείρηση των οποίων είναι εταιρία ασφαλιστικών συμμετοχών ή μικτή χρηματοοικονομική εταιρία συμμετοχών με έδρα στην ΕΕ. Στην περίπτωση αυτή, η εποπτεία εκτείνεται σε όλο το φάσμα της φερεγγυότητας και χρηματοοικονομικής κατάστασης του ομίλου.

Η δεύτερη περίπτωση ομιλικών σχέσεων αφορά ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις η μητρική επιχείρηση των οποίων είναι ασφαλιστική ή αντασφαλιστική επιχείρηση ή εταιρία ασφαλιστικών συμμετοχών ή μικτή χρηματοοικονομική εταιρία συμ-

³⁶ Άρθρο 304 του Κανονισμού (ΕΕ) 2015/35.

³⁷ Για το λόγο αυτό, οι δύο εκθέσεις (φερεγγυότητας και χρηματοοικονομικής κατάστασης και τακτική εποπτική) ακολουθούν την ίδια ακριβώς δομή, με τα ίδια ακριβώς περιεχόμενα.

³⁸ Άρθρο 170 του ν. 4364/2016.

μετοχών με έδρα εκτός ΕΕ. Στην περίπτωση αυτή, η εποπτεία διέρχεται μέσα από την αναγνώριση ή μη της ισοδυναμίας του εποπτικού καθεστώτος της τρίτης χώρας και διαφοροποιείται αναλόγως.

Η τρίτη περίπτωση ομιλικών σχέσεων αφορά ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις ή μητρική επιχείρηση των οποίων είναι εταιρία ασφαλιστικών συμμετοχών μικτής δραστηριότητας. Στην περίπτωση αυτή, η εποπτεία αφορά κυρίως την εποπτεία των ενδοομιλικών συναλλαγών, παρά τη φερεγγυότητα του ομίλου.

Στην παραπάνω ανάλυση, θεωρήθηκε δεδομένο ότι είναι ευδιάκριτη η επικεφαλής επιχείρηση εκάστου ομίλου. Τα πράγματα όμως στις περισσότερες των περιπτώσεων δεν είναι απλά. Ένας όμιλος μπορεί να δραστηριοποιείται σε περισσότερες της μίας χώρες, είτε εντός της ΕΕ είτε ακόμη και εκτός της ΕΕ. Για το λόγο αυτό, η Φερεγγυότητα II (άρθρο 173) καθορίζει ότι ως επικεφαλής κάθε ομίλου θεωρείται η **τελική μητρική επιχείρηση σε ευρωπαϊκό επίπεδο**. Η επιχείρηση αυτή καθορίζεται, σύμφωνα με τη νομοθεσία, ακολουθώντας μια διαδοχική αλληλουχία μητρικών επιχειρήσεων (αντ)ασφαλιστικών επιχειρήσεων, εταιριών ασφαλιστικών συμμετοχών ή μικτών χρηματοοικονομικών εταιριών συμμετοχών. Σε περίπτωση που ένας όμιλος σχηματίζει υποόμιλο που λειτουργεί αποκλειστικά σε μία χώρα, τότε η εποπτική αρχή της χώρας αυτής δύναται, εφόσον της το επιτρέπει η νομοθεσία της,³⁹ να θεωρήσει αυτόν ως εθνικό υποόμιλο και να τον εποπτεύει ανεξάρτητα από το λοιπό όμιλο.

Δ.4.2 Εποπτεία ευρωπαϊκών ασφαλιστικών ομίλων

Η εποπτεία ευρωπαϊκών ασφαλιστικών ομίλων (δηλαδή η πρώτη περίπτωση εποπτείας ομίλου) εφαρμόζεται:

α) σε ασφαλιστικές ή αντασφαλιστικές επιχειρήσεις, οι οποίες είναι συμμετέχουσες επιχειρήσεις σε μία τουλάχιστον ασφαλιστική ή αντασφαλιστική επιχείρηση με έδρα στην ΕΕ

ή σε ασφαλιστική ή αντασφαλιστική επιχείρηση τρίτης χώρας, και

β) σε ασφαλιστικές ή αντασφαλιστικές επιχειρήσεις των οποίων η μητρική επιχείρηση είναι εταιρία ασφαλιστικών συμμετοχών ή μικτή χρηματοοικονομική εταιρία συμμετοχών με έδρα στην ΕΕ.

Εδώ θα πρέπει να σημειωθεί ότι, σε περιπτώσεις που ο όμιλος έχει και άλλες, μη ασφαλιστικές εργασίες, η Φερεγγυότητα II ενδιαφέρεται κυρίως για το μέρος εκείνο του ομίλου που αφορά ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές εργασίες, αντιμετωπίζοντας το υπόλοιπο μέρος είτε με απλό (αλλά ξεκάθαρο) τρόπο είτε με παραπομπή σε άλλη νομοθεσία, ενδεικτικά στον ν. 3455/2006 σε περιπτώσεις πιστωτικών ιδρυμάτων, εταιριών επενδύσεων και χρηματοδοτικών ιδρυμάτων.

Η εποπτεία ευρωπαϊκού ομίλου εστιάζει σε δύο διαστάσεις: α) στη χρηματοοικονομική θέση του ομίλου και β) στη συνεργασία των σχετιζόμενων εποπτικών αρχών.

Η εξέταση της χρηματοοικονομικής θέσης ενός ομίλου περιλαμβάνει τη φερεγγυότητά του, την εποπτεία της συγκέντρωσης των κινδύνων και των συναλλαγών εντός του ομίλου και, τέλος, την εποπτεία του συστήματος διακυβέρνησης. Για τη συνεργασία των σχετιζόμενων με έναν όμιλο εποπτικών αρχών, κομβικός είναι ο ρόλος των σχηματιζόμενων κολλεγίων των εποπτικών αρχών. Για κάθε όμιλο με διακρατικές εργασίες σχηματίζεται ένα **κολλέγιο εποπτών**, με επικεφαλής μία εκ των ως άνω εποπτικών αρχών, καλούμενη **αρχή εποπτείας του ομίλου**, και μέλη τις εποπτικές αρχές των λοιπών χωρών όπου δραστηριοποιείται ο όμιλος, καλούμενες **ενδιαφερόμενες εποπτικές αρχές για την εποπτεία του ομίλου** (supervisory authorities concerned for group supervision). Το κολλέγιο εποπτικών αρχών

³⁹ Η δυνατότητα δίδεται από την Οδηγία 2009/138/ΕΚ της Φερεγγυότητας II και αποτελεί εθνική επιλογή, δηλαδή εξαρτάται από τον εκάστοτε εθνικό νομοθέτη αν θα την ασκήσει ή όχι. Στην Ελλάδα, η επιλογή του εθνικού νομοθέτη ήταν να δώσει στην Τράπεζα της Ελλάδος τη δυνατότητα αυτή.

λαμβάνει την έννοια μιας μόνιμης αλλά ευέλικτης δομής συνεργασίας, συντονισμού και διευκόλυνσης της διαδικασίας λήψης αποφάσεων μεταξύ των ενδιαφερόμενων εποπτικών αρχών που σχετίζονται με την εποπτεία του ομίλου.

Δ.4.3 Φερεγγυότητα ευρωπαϊκών ομίλων

Η φερεγγυότητα ενός ευρωπαϊκού ομίλου προσδιορίζεται με δύο διαφορετικούς τρόπους, που καλούνται μέθοδος 1 και μέθοδος 2 αντίστοιχα. Η μέθοδος 1 είναι η προκαθορισμένη μέθοδος και πραγματοποιείται με βάση τη λογιστική ενοποίηση (ενοποιημένοι λογαριασμοί). Με τη μέθοδο αυτή τα δεδομένα όλων των (αντ)ασφαλιστικών επιχειρήσεων του ομίλου ενοποιούνται και γίνεται υπολογισμός των Ιδίων Κεφαλαίων και της Κεφαλαιακής Απαίτησης Φερεγγυότητας του ομίλου, σαν ο όμιλος να ήταν μία ενιαία επιχείρηση. Στην περίπτωση αυτή, η υπολογιζόμενη κεφαλαιακή απαίτηση καλείται **ενοποιημένη Κεφαλαιακή Απαίτηση Φερεγγυότητας του ομίλου** (consolidated group Solvency Capital Requirement). Η ενοποιημένη Κεφαλαιακή Απαίτηση Φερεγγυότητας του ομίλου μπορεί να υπολογιστεί είτε με χρήση της τυποποιημένης μεθόδου, όπως ακριβώς και για μία επιχείρηση σε ατομικό επίπεδο, είτε με χρήση, κατόπιν έγκρισης, **εσωτερικού υποδείγματος σε επίπεδο ομίλου**⁴⁰ (internal model for a group). Η παραπάνω έγκριση χορηγείται από την αρχή εποπτείας του ομίλου, αφού έχει εκείνη διαβουλευθεί με τις εποπτικές αρχές όλων των κρατών-μελών στα οποία έχουν την έδρα τους οι συνδεδεμένες επιχειρήσεις που περιλαμβάνονται στο πεδίο εφαρμογής του εσωτερικού υποδείγματος για τον υπολογισμό της ενοποιημένης Κεφαλαιακής Απαίτησης Φερεγγυότητας του ομίλου, δηλαδή τις **εποπτικές αρχές που συμμετέχουν στην αξιολόγηση της αίτησης** (supervisory authorities involved). Σε περίπτωση που το εν λόγω εσωτερικό υπόδειγμα χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της ενοποιημένης Κεφαλαιακής Απαίτησης Φερεγγυότητας του ομίλου και τον υπολογισμό της Κεφαλαιακής Απαίτησης Φερεγγυότητας τουλάχιστον μίας ασφαλιστικής ή αντα-

σφαλιστικής επιχείρησης του εν λόγω ομίλου (σε ατομικό επίπεδο), τότε το υπόδειγμα καλείται **εσωτερικό υπόδειγμα του ομίλου**⁴¹ (group internal model), οι εποπτικές αρχές όλων των κρατών-μελών στα οποία εδρεύει η συμμετέχουσα καθώς και κάθε συνδεδεμένη ασφαλιστική και αντασφαλιστική επιχείρηση που κάνει χρήση του εσωτερικού υποδείγματος του ομίλου καλούνται **ενδιαφερόμενες για το υπόδειγμα εποπτικές αρχές** (supervisory authorities concerned) και για τη χορήγηση της έγκρισης απαιτείται συναπόφαση όλων των ενδιαφερόμενων για το υπόδειγμα εποπτικών αρχών.

Η μέθοδος 2 καλείται μέθοδος αφαίρεσης και άθροισης, αποτελεί εναλλακτική της μεθόδου 1 και μπορεί να χρησιμοποιηθεί μόνον κατόπιν έγκρισης από την αρχή εποπτείας του ομίλου. Η μέθοδος αυτή υπολογίζει την κεφαλαιακή απαίτηση του ομίλου, καλούμενη **συνολική Κεφαλαιακή Απαίτηση Φερεγγυότητας του ομίλου** (aggregated group Solvency Capital Requirement), εφαρμόζοντας μια σειρά διαδοχικών προσθέσεων και αφαιρέσεων των επιμέρους κεφαλαιακών απαιτήσεων και των ιδίων κεφαλαίων των συνδεδεμένων ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών επιχειρήσεων, όπως αυτά υπολογίστηκαν για την κάθε επιχείρηση σε ατομικό επίπεδο.

Δ.4.4 Εποπτεία φερεγγυότητας ομίλου για ομίλους με κεντρική διαχείριση κινδύνου

Ένα πρόβλημα των ομίλων που διαθέτουν θυγατρικές ασφαλιστικές ή αντασφαλιστικές επιχειρήσεις σε διάφορα κράτη της ΕΕ είναι ότι η κάθε θυγατρική υπόκειται στην εποπτεία της εποπτικής αρχής της χώρας όπου έχει την έδρα της. Οπότε, στην περίπτωση που ένας τέτοιος όμιλος θελήσει να διαχειριστεί τους κινδύνους που αντιμετωπίζει από όλες τις θυγατρικές του με ενιαίο (κεντρικό) τρόπο, συναντά τόσα πιθανά προσκόμματα όσες και οι εποπτικές αρχές που εποπτεύουν τις θυγατρικές του.

⁴⁰ Άρθρο 188 παρ. 2 του ν. 4364/2016.

⁴¹ Άρθρο 189 του ν. 4364/2016.

Η Φερεγγυότητα II δίδει στους ομίλους αυτούς, εφόσον αποδείξουν ότι πράγματι διαχειρίζονται τους κινδύνους τους κεντρικά, τη δυνατότητα να υπόκεινται, για συγκεκριμένα θέματα των θυγατρικών τους (π.χ. τη δυνατότητα επιβολής πρόσθετης κεφαλαιακής απαίτησης), στην εποπτεία ενός μόνον επόπτη, του επόπτη του ομίλου τους, αντί των λοιπών εθνικών εποπτικών αρχών ή, σε άλλα θέματα, να μειώνεται η όποια ευελιξία διαθέτουν οι εθνικές εποπτικές αρχές ως προς τη δυνατότητα λήψης μέτρων στη θυγατρική που εποπτεύουν (π.χ. σε περίπτωση μη συμμόρφωσης με την Κεφαλαιακή Απαίτηση Φερεγγυότητας). Η δυνατότητα αυτή δίδεται σε έναν όμιλο με εποπτική έγκριση.

Δ.4.5 Φερεγγυότητα ομίλων με μητρική σε τρίτη χώρα

Ο τρόπος εποπτείας των ομίλων η μητρική επιχείρηση των οποίων είναι ασφαλιστική ή αντασφαλιστική επιχείρηση, εταιρία ασφαλιστικών συμμετοχών ή μικτή χρηματοοικονομική εταιρία συμμετοχών με έδρα σε τρίτη, εκτός ΕΕ, χώρα (δηλαδή η δεύτερη περίπτωση εποπτείας ομίλου) εξαρτάται από την αναγνώριση (ή μη) της ισοδυναμίας του καθεστώτος εποπτείας της τρίτης αυτής χώρας. Σε περίπτωση που το καθεστώς εποπτείας της τρίτης χώρας έχει κριθεί (από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ή την αρχή εποπτείας του ομίλου) ως ισοδύναμο με αυτό της Φερεγγυότητας II, τότε σχηματίζεται κολλέγιο εποπτικών αρχών, με τη συμμετοχή της εποπτικής αρχής της τρίτης αυτής χώρας, προκειμένου για την κατάλληλη ανταλλαγή πληροφοριών, ο δε υπολογισμός της φερεγγυότητας του ομίλου γίνεται σύμφωνα με τις εποπτικές διατάξεις της τρίτης χώρας.

Η αξιολόγηση της ισοδυναμίας του καθεστώτος εποπτείας τρίτων χωρών διενεργείται από την ΕΙΟΡΑ και αποφασίζεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Η απόφαση της Επιτροπής για την εν λόγω ισοδυναμία μπορεί να είναι κανονική ή προσωρινή. Η διαφορά τους έγκειται στο ότι η κανονική αναγνώριση ισοδυναμίας δεν έχει χρονικό περιορισμό, εκτός βεβαίως αν λάβουν χώρα αλλαγές στο

σύστημα εποπτείας της τρίτης χώρας, οπότε και επανεξετάζεται, ενώ η προσωρινή αναγνώριση ισοδυναμίας έχει συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα και τίθενται συγκεκριμένες προϋποθέσεις στην τρίτη χώρα, τις οποίες θα πρέπει να καλύψει ώστε η αναγνώριση να μετατραπεί σε κανονική. Περαιτέρω δε, σε περίπτωση προσωρινής ισοδυναμίας, για να μπορούν να εφαρμοστούν οι ευνοϊκές διατάξεις της ισοδυναμίας,⁴² θα πρέπει η μητρική επιχείρηση που έχει έδρα στην τρίτη χώρα να έχει σύνολο ισολογισμού που να υπερβαίνει τον ισολογισμό κάθε θυγατρικής της στην ΕΕ. Τέλος, σε περίπτωση απουσίας απόφασης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (θετικής ή αρνητικής), κανονική αναγνώριση ισοδυναμίας μπορεί να διενεργηθεί και να αποφασιστεί από την **οιονεί αρχή εποπτείας του ομίλου**⁴³, με τη συνεργασία της ΕΙΟΡΑ.

Σε περίπτωση που δεν υπάρχει ισοδύναμη εποπτεία ή υπάρχει μεν προσωρινή ισοδυναμία, αλλά υπάρχει τουλάχιστον μία θυγατρική του ομίλου στην ΕΕ που ο ισολογισμός της υπερβαίνει αυτόν της μητρικής, τότε ο υπολογισμός της φερεγγυότητας του ομίλου διενεργείται σύμφωνα με τα καθοριζόμενα στη Φερεγγυότητα II (και όχι σύμφωνα με τη μεθοδολογία της τρίτης χώρας).

Δ.4.6 Όμιλοι με μητρική εταιρία ασφαλιστικών συμμετοχών μικτής δραστηριότητας

Στην περίπτωση που η μητρική επιχείρηση μιας ή περισσότερων ασφαλιστικών ή αντασφαλιστικών επιχειρήσεων είναι εταιρία ασφαλιστικών συμμετοχών μικτής δραστηριότητας (δηλαδή η τρίτη περίπτωση εποπτείας ομίλου), τότε η εποπτεία είναι γενική και ασκείται επί των συναλλαγών μεταξύ αυτών των ασφαλιστικών ή αντασφαλιστικών επιχειρήσεων και της εταιρίας ασφαλιστικών συμμετοχών μικτής δραστηριότητας και των συνδεδεμένων της επιχειρήσεων. Στην περι-

⁴² Δηλαδή ο υπολογισμός της φερεγγυότητας του ομίλου να διενεργείται σύμφωνα προς τις εποπτικές διατάξεις της τρίτης χώρας.

⁴³ Ως οιονεί αρχή εποπτείας ενός ομίλου καθορίζεται η εποπτική αρχή η οποία θα προέκυπε ότι θα ήταν η αρχή εποπτείας του ομίλου σε περίπτωση που ο όμιλος ήταν ευρωπαϊκός.

πτωση αυτή δεν διενεργείται υπολογισμός της φερεγγυότητας του ομίλου.

Δ.5 ΤΕΤΑΡΤΟ ΜΕΡΟΣ “ΕΞΥΓΙΑΝΣΗ ΚΑΙ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ”

Το Τέταρτο Μέρος της Φερεγγυότητας II (άρθρα 220 έως και 248) ρυθμίζει θέματα εξυγίανσης και εκκαθάρισης ασφαλιστικών⁴⁴ επιχειρήσεων με έδρα στην Ελλάδα, συμπεριλαμβανομένων των υποκαταστημάτων τους σε άλλα κράτη-μέλη, καθώς και υποκαταστημάτων ασφαλιστικών επιχειρήσεων τρίτων χωρών που είναι εγκατεστημένα στην Ελλάδα. Το Μέρος αυτό έχει εφαρμογή και σε υποκαταστήματα ελληνικών ασφαλιστικών επιχειρήσεων σε τρίτες χώρες, εκτός αν ορίζεται διαφορετικά από το δίκαιο της τρίτης χώρας.

Πριν από την ανάκληση της άδειας μιας ασφαλιστικής επιχείρησης, και υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις, η εποπτική αρχή δύναται να λάβει μια σειρά από μέτρα που έχουν σκοπό να διαφυλάξουν ή να αποκαταστήσουν τη χρηματοοικονομική κατάσταση της ασφαλιστικής επιχείρησης, καλούμενα μέτρα εξυγίανσης. Τα μέτρα αυτά διαφοροποιούνται από τα διοικητικά μέτρα κατά της επιχείρησης ή των μετόχων τα οποία μπορεί να λαμβάνει η εποπτική αρχή στο πλαίσιο των εποπτικών της αρμοδιοτήτων, καθώς τα μέτρα εξυγίανσης είναι δυνατόν να θίξουν προϋπάρχοντα δικαιώματα ληπτών ασφάλισης, ασφαλισμένων και δικαιούχων απαιτήσεων από ασφάλιση, αλλά και άλλων συμβαλλόμενων μερών και λοιπών πιστωτών. Ως τέτοια μέτρα ορίζονται η υποχρεωτική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, η υποχρεωτική μεταβίβαση χαρτοφυλακίου, η αναστολή των πληρωμών και η μείωση των απαιτήσεων από ασφάλιση.⁴⁵ Για την υλοποίηση των μέτρων εξυγίανσης, η εποπτική αρχή μπορεί να διορίσει ασφαλιστικό διαχειριστή, είτε ως συμπράττοντα με το διοικητικό συμβούλιο της ασφαλιστικής επιχείρησης είτε ως αντικαθιστώντα αυτό.

Το έσχατο εποπτικό μέτρο για τη διασφάλιση των ασφαλισμένων είναι η ανάκληση της άδειας λειτουργίας της ασφαλιστικής επιχεί-

ρησης και η θέση αυτής σε ασφαλιστική εκκαθάριση.⁴⁶ Στην περίπτωση αυτή ορίζεται από την εποπτική αρχή ασφαλιστικός εκκαθαριστής, ο οποίος είναι υπεύθυνος για τη διεξαγωγή των εργασιών ασφαλιστικής εκκαθάρισης. Κατά τη διάρκεια της ασφαλιστικής εκκαθάρισης εκποιούνται τα περιουσιακά στοιχεία της υπό εκκαθάριση ασφαλιστικής επιχείρησης και αποζημιώνονται οι ασφαλισμένοι της και οι δικαιούχοι από ασφάλιση. Η ασφαλιστική εκκαθάριση λήγει είτε όταν περατωθεί η εκκαθάριση του ασφαλιστικού χαρτοφυλακίου (δηλαδή έχουν ικανοποιηθεί όλοι οι ασφαλισμένοι) είτε όταν εξαντληθεί η περιουσία της επιχείρησης. Στην πρώτη περίπτωση, ακολουθεί το στάδιο της κοινής εκκαθάρισης.

Δ.6 ΠΕΜΠΤΟ ΜΕΡΟΣ: “ΛΟΙΠΕΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ”

Το Πέμπτο Μέρος της Φερεγγυότητας II περιλαμβάνει τα άρθρα 249 έως 268. Το μέρος αυτό περιλαμβάνει διατάξεις επί διαφόρων θεμάτων, οι οποίες δεν συσχετίζονται άμεσα με άλλα μέρη. Ενδεικτικά, οι διατάξεις αυτές αφορούν το δικαίωμα ένδικης προσφυγής, τις ισοτιμίες νομισμάτων με το ευρώ και την αναθεώρηση ποσών που εκφράζονται σε ευρώ, τους αντιπροσώπους ζημιών, τους πραγματογνώμονες και τους νόμιμους αντιπροσώπους. Επιπλέον περιλαμβάνονται ρυθμίσεις για τη λειτουργία ορισμένων κλάδων ή εργασιών, όπως ενδεικτικά για τον κλάδο κεφαλαιοποίησης, τη διανομή κερδών στους ασφαλισμένους και τη σώρευση πλεοναζόντων κεφαλαίων. Τέλος, στο μέρος αυτό περιλαμβάνονται οι διοικητικές και ποινικές κυρώσεις για παραβάσεις της νομοθεσίας περί ιδιωτικής ασφάλισης.

Δ.7 ΕΚΤΟ ΜΕΡΟΣ: “ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΕΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ”

Το έκτο και τελευταίο μέρος της Φερεγγυότητας II αφορά τις μεταβατικές και λοιπές δια-

⁴⁴ Σε αντίθεση με τις ανασφαλιστικές επιχειρήσεις, στις οποίες δεν εφαρμόζονται οι ειδικές διατάξεις περί εξυγίανσης και εκκαθάρισης, αλλά μόνο οι κοινές διατάξεις για την εκκαθάρισή τους όπως ισχύει γενικά για όλες τις ανώνυμες εταιρίες.

⁴⁵ Άρθρα 227 έως 230 του ν. 4364/2016.

⁴⁶ Κατ' αντιδιαστολή προς την κοινή εκκαθάριση.

τάξεις. Το μέρος αυτό καταλαμβάνει τρεις μεγάλες ενότητες: η πρώτη αφορά τις άδειες λειτουργίας των υφιστάμενων επιχειρήσεων και τα δικαιώματα υφιστάμενων υποκαταστημάτων και αντισταθμιστικών επιχειρήσεων, η δεύτερη αφορά μια σειρά μεταβατικών διατάξεων για την ομαλή μετάβαση από τη Φερεγγυότητα Ι στην Φερεγγυότητα II και η τρίτη ενότητα αφορά διατάξεις σταδιακής εφαρμογής. Οι εν λόγω διατάξεις σταδιακής εφαρμογής είχαν σχεδιαστεί με σκοπό να δώσουν στην εποπτική αρχή τη δυνατότητα να χορηγεί, και ακολούθως στις επιχειρήσεις να λαμβάνουν, όλες τις αναγκαίες εγκρίσεις για τη λειτουργία τους κατά την πρώτη ημέρα εφαρμογής του πλαισίου (1.1.2016), σε χρόνο πρότερο της πρώτης εφαρμογής, δηλαδή από την 1.4.2016. Καθώς η ενσωμάτωση της Οδηγίας της Φερεγγυότητας II στην ελληνική νομοθεσία έγινε σε χρόνο μεταγενέστερο της πρώτης ημέρας εφαρμογής της (5.2.2016) με αναδρομική ισχύ από την 1η Ιανουαρίου 2016, οι εν λόγω διατάξεις σταδιακής εφαρμογής δεν εφαρμόστηκαν ποτέ.

Ιδιαίτερη αναφορά γίνεται στον υποκλάδο ασφάλισης, τον IV.2 “Ατυχήματα και Ασθένειες των ασφαλίσεων κατά ζημιών”, ο οποίος υφίστατο υπό το πλαίσιο της Φερεγγυότητας Ι. Καθώς με το ν. 4367/2016 ο υποκλάδος δεν υφίσταται πλέον, όλες οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις που είχαν τον υποκλάδο αυτό έλαβαν αυτοδικαίως άδεια για τους κλάδους 1 Ατυχήματα και 2 Ασθένειες της Φερεγγυότητας II. Με τον τρόπο αυτό, όλες οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις ζωής που είχαν τον υποκλάδο αυτό, μετατράπηκαν σε μικτές ειδικού τύπου ασφαλιστικές επιχειρήσεις, με την έννοια ότι, ενώ θεωρούνται μικτές, δεν έχουν δικαίωμα περαιτέρω επέκτασης της άδειας λειτουργίας τους σε άλλους κλάδους ασφάλισης κατά ζημιών.

Τέλος, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η Φερεγγυότητα II έχει εισαγάγει μια σειρά από μεταβατικές διατάξεις, με σκοπό την ομαλότερη, κατά το δυνατόν, μετάβαση σε αυτήν από το προηγούμενο καθεστώς εποπτείας.

Ε ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, η Φερεγγυότητα II αποτελεί ένα ενιαίο (και κοινό) ευρωπαϊκό πλαίσιο (και όχι απλώς εθνικό). Αυτό έχει πολλαπλές και άμεσες συνέπειες:

α) Το νομικό πλαίσιο της Φερεγγυότητας II δεν μπορεί να διαφοροποιείται από χώρα σε χώρα και ανά εθνικό νομοθέτη. Επομένως, ειδικές περιστάσεις μιας χώρας, οι οποίες κατά το προηγούμενο καθεστώς θα μπορούσαν να αντιμετωπιστούν με ειδικά νομοθετικά μέτρα που θα εφαρμόζονταν αποκλειστικά σε εκείνη τη χώρα,⁴⁷ μπορούν να αντιμετωπιστούν πλέον μόνον εντός του εύρους και των δυνατοτήτων που παρέχει το κοινό ευρωπαϊκό νομικό πλαίσιο.

β) Η κατάσταση φερεγγυότητας των (αντ)ασφαλιστικών επιχειρήσεων σε όλες τις χώρες της ΕΕ είναι συγκρίσιμη, καθώς καθορίζεται με ενιαία κριτήρια, αντίθετα από το προηγούμενο καθεστώς της Φερεγγυότητας Ι το οποίο μόνο κατ’ επίφαση εθεωρείτο κοινό.⁴⁸

γ) Η λειτουργία των ευρωπαϊκών ομίλων απλοποιείται σημαντικά, καθώς δεν έχουν να αντιμετωπίσουν διαφορετικές εποπτικές απαιτήσεις για κάθε μία χώρα όπου δραστηριοποιούνται, αλλά μόνο μία ευρωπαϊκή, με άμεσο αποτέλεσμα στο κόστος λειτουργίας τους καθώς έχουν τη δυνατότητα εκμετάλλευσης οικονομιών κλίμακος που αναπτύσσονται σε διακρατικό επίπεδο.

δ) Οι εποπτικές ανά την Ευρώπη αρχές δεν λειτουργούν αυτόνομα, τουλάχιστον στο βαθμό που λειτουργούσαν στο προηγούμενο

⁴⁷ Ενδεικτική περίπτωση αποτελούν οι λύσεις που έδωσε ο Έλληνας νομοθέτης κατά το παρελθόν: οι μαζικές ζημιές από την υποτίμηση μετοχών κατά το 2000, οι οποίες ενδεχομένως θα διάβρωναν έντονα τη φερεγγυότητά τους, κεφαλαιοποιήθηκαν κατά παρέκκλιση και αποσβέστηκαν σε τρία έτη. Ομοίως, ζημιές από τη συμμετοχή στο PSI δεν αναγνωρίστηκαν άμεσα, αλλά σταδιακά μέσω εισαγωγής εθνικής παρέκκλισης αποτίμησης των ελληνικών ομολόγων.

⁴⁸ Καθώς οι προηγούμενες ευρωπαϊκές οδηγίες που εισήγαγαν τη Φερεγγυότητα Ι ήταν ελάχιστης εναρμόνισης, εν τέλει, μετά από 30 και πλέον έτη εφαρμογής, οι διαφοροποιήσεις ανά χώρα ήταν τόσο μεγάλες ώστε μιλούσαμε για 28 διαφορετικά πλαίσια.

καθεστώς, ή έστω χωρίς συντονισμό η μία με την άλλη, αλλά συντονίζουν τις δράσεις τους, αναπτύσσουν κοινές εποπτικές πρακτικές ή ακόμη και κοινές εποπτικές δράσεις, τόσο μέσω του θεσμού των κολλεγίων εποπτικών αρχών για ομίλους με διακρατική παρουσία όσο και μέσω της ΕΙΟΡΑ, η οποία πλέον διαθέτει αυξημένες εξουσίες εν σχέσει με το παρελθόν.

Στην ενότητα Γ του παρόντος παρουσιάστηκε η νέα οπτική που επιβάλλει η Φερεγγυότητα II. Η οπτική αυτή απαιτεί να δούμε τόσο την ασφαλιστική επιχείρηση όσο και τις ασφαλιστικές συμβάσεις υπό διαφορετικό πρίσμα: απαιτεί να δούμε, και κυρίως να αντιμετωπίσουμε, την ασφαλιστική επιχείρηση ως χρηματοοικονομικό οργανισμό που σκοπό έχει, μέσω της μεγιστοποίησης του κέρδους των μετόχων της, **να προσφέρει προστασία στους ασφαλισμένους της** και τις ασφαλιστικές συμβάσεις ως χρηματοοικονομικά εργαλεία. Η νέα αυτή οπτική είναι καθοριστική για τον τρόπο με τον οποίο μια (αντ)ασφαλιστική επιχείρηση αποτιμά και διαχειρίζεται τους κινδύνους της. Άμεση συνέπεια είναι η αποτίμηση να γίνεται με μεθόδους συνεπείς με τις αγορές (market consistent valuations), οι κίνδυνοι να προσεγγίζονται συνολικά, η δε διαχείριση των κινδύνων αυτών να λαμβάνει το μεγαλύτερο δυνατό εύρος εντός της επιχείρησης, αυτό που στη βιβλιογραφία κατονομάζεται ως επιχειρησιακή διαχείριση κινδύνου (Enterprise Risk Management). Η πρακτική της προσέγγισης των κινδύνων συνολικά, και όχι μεμονωμένα, ενισχύεται από το γεγονός ότι ως κριτήριο για τη φερεγγυότητα μιας επιχείρησης καθορίζεται το μέγεθος του συνολικού (αθροιστικού) κινδύνου που αναλαμβάνει, είτε μέσω της χρήσης της τυποποιημένης μεθόδου για τον υπολογισμό της Κεφαλαιακής Απαίτησης Φερεγγυότητας είτε μέσω της χρήσης εσωτερικού υποδείγματος.⁴⁹

Η Φερεγγυότητα II, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, εδράζεται σε τρεις πυλώνες (ποσοτικές

απαιτήσεις – απαιτήσεις διακυβέρνησης – δημοσιοποίηση και εποπτική αναφορά). Αν και η λογική των πυλώνων της Φερεγγυότητας II διαφέρει σημαντικά από αντίστοιχες ρυθμίσεις του προηγούμενου καθεστώτος, εντούτοις ψήγματα όλων των συστατικών στοιχείων των τριών πυλώνων μπορούσαν να ευρεθούν και στο προηγούμενο εποπτικό πλαίσιο, πλην ενός. Ποσοτικές απαιτήσεις ή απαιτήσεις διακυβέρνησης πάντοτε υπήρχαν, όπως και εποπτική αναφορά, ενδεχομένως απλούστερες, σίγουρα διαφορετικές. Ωστόσο κάποιες υπήρχαν. Αυτό που δεν υπήρχε κατά το προηγούμενο καθεστώς, καθώς δεν είχε προβλεφθεί καθόλου, είναι η δημοσιοποίηση από τις ίδιες τις επιχειρήσεις αναλυτικών στοιχείων για τη φερεγγυότητα και τη χρηματοοικονομική τους κατάσταση. Με τον τρόπο αυτό ενισχύεται η διαφάνεια τόσο προς τους ασφαλισμένους όσο και προς τις αγορές, δηλαδή προς τους τυχόν μελλοντικούς επενδυτές που θα θελήσουν να αναλάβουν το χαρτοφυλάκιο ασφαλίσεων.

Βεβαίως, αυτό που στο τέλος ο ασφαλισμένος αναρωτιέται (και για το οποίο εν τέλει ενδιαφέρεται) είναι αν η εφαρμογή ενός νέου εποπτικού πλαισίου και δη της Φερεγγυότητας II καθιστά την παροχή του από την ασφαλιστική επιχείρηση περισσότερο σίγουρη. Αν και ο μόνος σίγουρος κριτής είναι ο χρόνος, το βέβαιο είναι ότι οι (αντ)ασφαλιστικές επιχειρήσεις αλλά και οι εποπτικές αρχές διαθέτουν περισσότερο αξιόπιστα εργαλεία για να επιμετρούν και να παρακολουθούν καλύτερα τη φερεγγυότητα των (αντ)ασφαλιστικών επιχειρήσεων ούτως ώστε οι όποιες αποφάσεις να λαμβάνονται σε καίριο χρόνο, ενώ πλέον και ο ασφαλισμένος, λόγω της δημοσιοποίησης, γνωρίζει πολύ περισσότερα για την επιχείρηση στην οποία επιλέγει να ασφαλιστεί.

⁴⁹ Αντίθετα από το προηγούμενο καθεστώς, με βάση το οποίο η φερεγγυότητα καθοριζόταν ως σταθερό ποσοστό των τεχνικών προβλέψεων ή/και ασφαλίσεων.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΟΜΙΛΟΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Σχέσεις μεταξύ δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων

Δύο επιχειρήσεις – (αντ)ασφαλιστικές ή μη – μπορούν να συνδέονται με τους παρακάτω τρόπους:

α) Σχέση συμμετέχουσας-συνδεδεμένης:

Η σχέση αυτή μπορεί να τοποθετηθεί σε δύο επίπεδα, αναλόγως του βαθμού ελέγχου ή επιρροής της συμμετέχουσας στη συνδεδεμένη:

– Στο ελάχιστο επίπεδο ελέγχου, η πρώτη επιχείρηση (δηλαδή η συμμετέχουσα) μπορεί να κατέχει **ειδική συμμετοχή** στη δεύτερη επιχείρηση (στη συνδεδεμένη), όπου η ειδική συμμετοχή νοείται ως άμεση ή έμμεση κατοχή τουλάχιστον του 10% του μετοχικού κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου της δεύτερης επιχείρησης ή κάθε άλλη δυνατότητα άσκησης ουσιώδους επιρροής στη διαχείριση της επιχείρησης αυτής.

– Το επόμενο επίπεδο ελέγχου ονομάζεται **συμμετοχή** και λαμβάνει την έννοια της άμεσης ή έμμεσης, μέσω θυγατρικής της, κατοχής τουλάχιστον του 20% του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου της δεύτερης επιχείρησης.

β) Σχέση μητρικής-θυγατρικής:

Στη σχέση αυτή, η οποία αποτελεί και το ανώτατο επίπεδο ελέγχου, ως μητρική επιχείρηση νοείται η επιχείρηση που πληροί έναν από τους παρακάτω όρους:

– είναι μητρική επιχείρηση κατά την έννοια της παραγράφου 2 του άρθρου 32 του ν. 4308/2014 ή

– είναι μητρική επιχείρηση κατά την έννοια του άρθρου 1 της Οδηγίας 83/349/ΕΟΚ, εφόσον έχει καταστατική έδρα σε άλλο κράτος-μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης,

ενώ θυγατρική νοείται μια επιχείρηση που πληροί έναν από τους ανωτέρω όρους κατά την αντίστροφη έννοια, δηλαδή ως θυγατρική.

Οι ανωτέρω όροι μπορούν να συνοψιστούν στο γεγονός ότι η πρώτη επιχείρηση (η μητρική) κατέχει την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου των μετόχων της δεύτερης επιχείρησης (θυγατρικής της) ή ασκεί κυρίαρχική επιρροή σε αυτή, ενδεικτικά έχοντας το δικαίωμα να διορίζει ή να παύει την πλειοψηφία των μελών του διοικητικού συμβουλίου της.

Η θυγατρική της θυγατρικής θεωρείται επίσης θυγατρική της μητρικής επιχείρησης που είναι επικεφαλής των επιχειρήσεων αυτών.

Θεωρείται αυτονόητο ότι, εάν δύο επιχειρήσεις συνδέονται με σχέση μητρικής-θυγατρικής, τότε συνδέονται και με σχέση συμμετέχουσας-συνδεδεμένης.

Όμιλοι επιχειρήσεων

Οι όμιλοι που ενδιαφέρουν τη Φερεγγυότητα II είναι τριών ειδών:

α) οι όμιλοι που διαθέτουν επιχειρήσεις που εκτείνονται και σε άλλους κλάδους του χρηματοπιστωτικού τομέα, εκτός της ασφάλισης,

β) οι ασφαλιστικοί όμιλοι και

γ) οι όμιλοι διαφόρων επιχειρηματικών κλάδων οι οποίοι αναπτύσσουν και ασφαλιστικές εργασίες.

Για την κατανόηση του πρώτου είδους ομίλου, κομβική είναι η έννοια του **Ομίλου Ετερογενών Χρηματοοικονομικών Δραστηριοτήτων**. Η έννοια αυτή ορίζεται στον ν. 3455/2006 και αφορά ένα σύνολο επιχειρήσεων, εκ των οποίων μία τουλάχιστον υπάγεται στον ασφαλιστικό τομέα και μία τουλάχιστον στον τραπεζικό τομέα ή στον τομέα των επενδυτικών υπηρεσιών. Η επικεφαλής επιχείρηση μπορεί να είναι είτε ρυθμιζόμενη επιχείρηση (δηλαδή να υπάγεται η ίδια στον ασφαλιστικό ή τραπεζικό ή επενδυτικό τομέα) είτε μη ρυθμιζόμενη. Σε περίπτωση που η επικεφαλής επιχείρηση δεν είναι ρυθμιζόμενη, τότε καλείται **μικτή χρηματοοικονομική εταιρεία συμμετοχών** (mixed financial holding company). Σε περίπτωση που η επικεφαλής επιχείρηση είναι

ρυθμιζόμενη, τότε λαμβάνει το όνομά της από τον τομέα στον οποίο δραστηριοποιείται, δηλαδή τράπεζα, ασφαλιστική ή αντασφαλιστική επιχείρηση ή επιχείρηση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών ή εταιρία διαχείρισης ή διαχειριστής οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων.

Οι ασφαλιστικοί όμιλοι είναι όμιλοι εταιριών που δραστηριοποιούνται κυρίως στις ασφαλίσσεις ή και στις αντασφαλίσεις. Η επικεφαλής επιχείρηση ενός ασφαλιστικού ομίλου μπορεί να είναι είτε η ίδια ασφαλιστική ή αντασφαλιστική επιχείρηση είτε μια εταιρία η κύρια δραστηριότητα της οποίας είναι η απόκτηση και κατοχή συμμετοχών σε θυγατρικές ασφαλιστικές ή αντασφαλιστικές επιχειρήσεις, η οποία δεν είναι η ίδια ούτε ασφαλιστική ή αντασφαλιστική επιχείρηση, αλλά ούτε και μικτή χρηματοοικονομική εταιρία συμμετοχών. Στην τελευταία αυτή περίπτωση, η επικεφαλής επιχείρηση καλείται **εταιρία ασφαλιστικών συμμετοχών** (insurance holding company).

Τέλος, υπάρχουν όμιλοι επιχειρήσεων οι οποίοι δραστηριοποιούνται σε διάφορους επιχειρηματικούς κλάδους εκτός του χρηματοπιστωτικού τομέα, οι οποίοι όμως κατέχουν μία ή περισσότερες ασφαλιστικές ή αντασφαλι-

στικές επιχειρήσεις. Η επικεφαλής του εν λόγω ομίλου, η οποία προφανώς δεν είναι μικτή χρηματοοικονομική εταιρία συμμετοχών ούτε εταιρία ασφαλιστικών συμμετοχών, καλείται **εταιρία ασφαλιστικών συμμετοχών μικτής δραστηριότητας** (mixed-activity insurance holding company).

Εκ των ανωτέρω καθίσταται σαφές ότι σε έναν όμιλο ως επικεφαλής επιχείρηση μπορεί να είναι μία από τις ακόλουθες:

α) μια ασφαλιστική ή αντασφαλιστική επιχείρηση με έδρα στην ΕΕ,

β) μια ασφαλιστική ή αντασφαλιστική επιχείρηση με έδρα σε τρίτη, εκτός ΕΕ, χώρα,

γ) μια μικτή χρηματοοικονομική εταιρία συμμετοχών,

δ) μια εταιρία ασφαλιστικών συμμετοχών ή τέλος,

ε) μια εταιρία ασφαλιστικών συμμετοχών μικτής δραστηριότητας

και για καθεμία εκ των ως άνω περιπτώσεων διαφοροποιείται ο τρόπος άσκησης της εποπτείας του ομίλου.

ΔΟΚΙΜΙΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ (ΙΟΥΛΙΟΣ – ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2016)

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).

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

- | | |
|--|--|
| 209. On the optimality of bank competition policy
<i>Ioannis G. Samantas</i> | 215. The slowdown in US productivity growth – what explains it and will it persist?
<i>Ursel Baumann and Melina Vasardani</i> |
| 210. The re-pricing of sovereign risks following the Global Financial Crisis
<i>Dimitris Malliaropoulos and Petros M. Migiakis</i> | 216. Alternative Bayesian compression in Vector Autoregressions and related models
<i>Mike G. Tsionas</i> |
| 211. Moral hazard and strategic default: evidence from Greek corporate loans
<i>Ioannis Asimakopoulos, Panagiotis K. Avramidis, Dimitris Malliaropoulos and Nickolaos G. Travlos</i> | 217. Alternatives to large VAR, VARMA and multivariate stochastic volatility models
<i>Mike G. Tsionas</i> |
| 212. New perspectives on the Great Depression: a review essay
<i>George S. Tavlas</i> | 218. Insights on the Greek economy from the 3D macro model
<i>Hiona Balfoussia and Dimitris Papa-georgiou</i> |
| 213. Inter-industry wage differentials in Greece: rent-sharing and unobserved heterogeneity hypotheses
<i>Evangelia Papapetrou and Pinelopi Tsalaporta</i> | 219. Non-performing loans in the euro area: are core-periphery banking markets fragmented?
<i>Dimitrios Anastasiou, Helen Louri and Mike Tsionas</i> |
| 214. Self-fulfilling dynamics: the interactions of sovereign spreads, sovereign ratings and bank ratings during the euro financial crisis
<i>Heather D. Gibson, Stephen G. Hall and George S. Tavlas</i> | |

On the optimality of bank competition policy
(Το ζήτημα της βέλτιστης πολιτικής ανταγωνισμού στον τραπεζικό τομέα)

Δοκίμιο εργασίας No. 209
Ioannis G. Samantas

Η παρούσα μελέτη εξετάζει σε ποιο βαθμό η διάρθρωση της τραπεζικής αγοράς επηρεάζει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, ανάλογα με την εκάστοτε πολιτική κανονιστικής ρύθμισης και εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ως μέθοδος χρησιμοποιείται η ανάλυση ακραίων ορίων (Extreme Bounds Analysis – EBA) και εξετάζεται δείγμα 2.450 τραπεζών σε χώρες της ΕΕ-27 την περίοδο 2003-2010. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι ο βαθμός συγκέντρωσης της τραπεζικής αγοράς και η χρηματοπιστωτική σταθερότητα συνδέονται με σχέση που παριστάται με μια

καμπύλη σχήματος αντεστραμμένου U. Επιπλέον, διαπιστώνεται τάση σταθεροποίησης σε αγορές με χαμηλότερο βαθμό συγκέντρωσης, στις οποίες το κανονιστικό πλαίσιο κατατείνει σε λιγότερο αυστηρούς περιορισμούς των μη επιτοκιακών εσόδων των πιστωτικών ιδρυμάτων, επίσημες παρεμβάσεις των αρχών στη διαχείριση των τραπεζών και λογιστική διαφάνεια. Το κατάλληλο ρυθμιστικό πλαίσιο συμβάλλει σημαντικά στη δημιουργία ενός διαύλου σταθερότητας, μέσω του οποίου η πολιτική ανταγωνισμού στον τραπεζικό τομέα σχεδιάζεται κατά βέλτιστο τρόπο.

The re-pricing of sovereign risks following the Global Financial Crisis
(Επανατιμολόγηση των κινδύνων των κρατικών ομολόγων μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση)

Δοκίμιο εργασίας No. 210
Dimitris Malliaropulos and Petros M. Migiakis

Στην παρούσα μελέτη εξετάζεται κατά πόσον η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση επέδρασε στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων διεθνώς μέσω επανατιμολόγησης των πιστωτικών κινδύνων ή ευρύτερων μεταβολών στις χρηματοπιστωτικές συνθήκες διεθνώς. Για το σκοπό αυτό, προσδιορίζεται μία καμπύλη αποδόσεων, ταξινομημένων ως προς τις πιστοληπτικές διαβαθμίσεις των ομολόγων, και εκτιμάται οικονομετρικό υπόδειγμα με τη χρήση της Γενικευμένης Μεθόδου των Ροπών (GMM) και την εκτίμηση χρονικά μεταβαλλόμενων συντελεστών για διαστρωματικά στοιχεία αποδόσεων ομολόγων από 64 κράτη, διεθνώς, που καλύπτουν την περίοδο από 1.1.2000 έως 1.1.2015. Μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, η συστηματική αύξηση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων, τόσο εκείνων με χαμηλή πιστοληπτική

διαβάθμιση όσο και εκείνων με την υψηλότερη δυνατή πιστοληπτική διαβάθμιση, ήταν μάλλον αποτέλεσμα της αυξημένης ροπής προς αποφυγή κινδύνων στις αγορές διεθνώς, παρά μεταβολών στην ποσότητα ή την τιμή των κινδύνων που σχετίζονται ειδικά με τα κρατικά ομόλογα. Η αυξημένη ροπή προς αποφυγή κινδύνων διεθνώς είναι συναφής με την παρατήρηση μετακίνησης κεφαλαίων από ομόλογα με χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση προς τα ομόλογα αναφοράς, δηλ. μιας “φυγής προς την ποιότητα” (flight-to-quality). Τέλος, υποδεικνύεται ότι όσον αφορά τα κρατικά ομόλογα οι συστηματικοί παράγοντες κινδύνων σχετίζονται με την επενδυτική εμπιστοσύνη, την παροχή ρευστότητας από τις κεντρικές τράπεζες και την κλίση της καμπύλης αποδόσεων των ομολογιακών ομολόγων των ΗΠΑ.

Moral hazard and strategic default: evidence from Greek corporate loans
(Ηθικός κίνδυνος και στρατηγικοί κακοπληρωτές: ευρήματα από επιχειρηματικά δάνεια στην Ελλάδα)

Δοκίμιο εργασίας No. 211

Ioannis Asimakopoulos, Panagiotis K. Avramidis, Dimitris Malliaropoulos and Nickolaos G. Travlos

Χρησιμοποιώντας δεδομένα επιχειρηματικών δανείων για 13.070 ελληνικές επιχειρήσεις με δάνεια άνω του ενός εκατ. ευρώ για την περίοδο 2008-2015 και εφαρμόζοντας μια στρατηγική ταυτοποίησης με βάση τις εσωτερικές κλίμακες αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των τραπεζών, φαίνεται ότι μία στις έξι επιχειρήσεις, κατά μέσο όρο, εμφανίζει χαρακτηριστικά στρατηγικού κακοπληρωτή. Επιπλέον, διερευνήθηκαν πιθανοί προσδιοριστικοί παράγοντες της συμπεριφοράς των επιχειρήσεων συσχετίζοντας την πιθανότητα στρατηγικής αποφυγής στις αποπληρωμές δανείων με μια σειρά χαρακτηριστικών, όπως το μέγεθος, η ηλικία, η ρευστότητα, η κερδοφορία και η αξία των εξασφαλίσεων. Τα αποτελέσματα παρέχουν ενδείξεις

ότι η στρατηγική επιλογή μη εξυπηρέτησης των δανείων έχει θετική σχέση με το ύψος του ανεξόφλητου δανείου και το βαθμό οικονομικής αβεβαιότητας και αρνητική σχέση με την αξία των εξασφαλίσεων. Επίσης, η κερδοφορία και οι εξασφαλίσεις παρέχουν χρήσιμες ενδείξεις για το διαχωρισμό των επιχειρήσεων που δεν εξυπηρετούν τα δάνειά τους σε εκείνες που στρατηγικά το επιλέγουν και σε εκείνες που αδυνατούν. Τέλος, βρίσκουμε ενδείξεις ότι η στρατηγική επιλογή αθέτησης έχει περισσότερες πιθανότητες να εμφανιστεί στις μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις σε σύγκριση με τις μικρού και μεγάλου μεγέθους, ενώ ίδια συμπεριφορά φαίνεται να έχουν και οι επιχειρήσεις μεσαίας ηλικίας σε σχέση με τις νεοσύστατες.

New perspectives on the Great Depression: a review essay
(Νέες συμβολές στη βιβλιογραφία για τη Μεγάλη Ύφεση και Κρίση: μια κριτική επισκόπηση)

Δοκίμιο εργασίας No. 212

George S. Tavlas

Η Μεγάλη Ύφεση και Κρίση (Great Depression) του 1929 ήταν το πιο συγκλονιστικό και καταστροφικό γεγονός που έπληξε την παγκόσμια οικονομία από τις αρχές του 20ού αιώνα μέχρι σήμερα. Ποια ήταν τα γενεσιουργά της αίτια και ποια ήταν τα διδάγματα που προσέφερε σχετικά με τους ενδεδειγμένους τρόπους αντιμετώπισης οικονομικών κρίσεων; Το παρόν δοκίμιο είναι μια κριτική επισκόπηση δύο βιβλίων που εκδόθηκαν πρόσφατα. Το ένα είναι του Eric Rauchway και έχει τίτλο *The Money Makers: How Roosevelt and Keynes Ended the Depression, Defeated Fascism, and Secured a Prosperous Peace* (Basic Books, 2015). Ο συγγραφέας εξιστορεί πώς ο πρόεδρος Φραγκλίνος Ρούζβελτ, βασιζόμενος στις ιδέες του Κέννυς, χρησιμοποίησε

τη νομισματική πολιτική ως πρωταρχικό εργαλείο για την ανάκαμψη της οικονομίας από τη Μεγάλη Ύφεση και Κρίση και πώς συνέβαλε στο σχεδιασμό του συστήματος του Bretton Woods. Το δεύτερο βιβλίο είναι του Barry Eichengreen με τίτλο *Hall of Mirrors: The Great Depression, the Great Recession, and the Uses – and Misuses – of History* (Oxford University Press, 2015). Παρουσιάζει πώς τα διδάγματα που αντλήθηκαν από την ανάλυση της Μεγάλης Ύφεσης και Κρίσης βοήθησαν στη διαμόρφωση πολιτικών για την αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007-2008, συμβάλλοντας έτσι ώστε να αποφευχθούν πολλά σφάλματα στα οποία είχαν υποπέσει οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής τη δεκαετία του 1930.

**Inter-industry wage differentials in Greece: rent-sharing and unobserved heterogeneity hypotheses
(Μισθολογικές διαφορές μεταξύ των κλάδων της ελληνικής οικονομίας: θεωρίες του επιμερισμού
των κερδών και της μη παρατηρούμενης ετερογένειας)**

Δοκίμιο εργασίας No. 213

Evangelia Papapetrou and Pinelopi Tsalaporta

Η εργασία εξετάζει τη δομή και τους παράγοντες που προσδιορίζουν τις μισθολογικές διαφορές που παρατηρούνται μεταξύ των διαφόρων κλάδων της ελληνικής οικονομίας. Εξετάζει επίσης τις θεωρίες του επιμερισμού των κερδών (rent-sharing) και της μη παρατηρούμενης ετερογένειας (unobserved heterogeneity) για την εξήγηση των μισθολογικών διαφορών μεταξύ των κλάδων της ελληνικής οικονομίας, χρησιμοποιώντας τη μέθοδο των περιορισμένων ελάχιστων τετραγώνων και τεχνικές εκτίμησης της ισομερούς παλινδρόμησης με ομαδοποίηση τυπικών σφαλμάτων σε επίπεδο επιχείρησης. Προς το σκοπό αυτό, χρησιμοποιείται η Έρευνα Διάρθρωσης και Κατανομής των Αμοιβών στις Επιχειρήσεις. Τα δεδομένα αναφέρονται στο έτος 2010, όταν άρχιζαν να εφαρμόζονται τα πρώτα στοιχεία του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής για την αντιμετώπιση των χρόνιων ελλείψεων της ελληνικής οικονομίας, την αποκατάσταση της βιωσιμότητας των δημόσιων οικονομικών

και της ανταγωνιστικότητας και τη θέσπιση των θεμελίων για μακροπρόθεσμη ανάπτυξη. Τα αποτελέσματα δείχνουν μεγάλη διασπορά των αμοιβών στους διάφορους κλάδους της βιομηχανίας στο μέσο της κατανομής των αμοιβών, ακόμη και μετά την ανάλυση που ελέγχει για τα προσωπικά χαρακτηριστικά των εργαζομένων και τα χαρακτηριστικά που σχετίζονται με το χώρο εργασίας τους. Τα ευρήματα που υποστηρίζουν την υπόθεση της μη παρατηρούμενης ετερογένειας είναι περιορισμένα. Οι θεωρίες των μισθών αποδοτικότητας ή του επιμερισμού των κερδών εξηγούν μεγάλο μέρος των παρατηρούμενων μισθολογικών διαφορών μεταξύ των κλάδων της ελληνικής οικονομίας, καταδεικνύοντας ότι, κατά τη διαδικασία προσδιορισμού των αμοιβών, η υπόθεση της ετερογένειας των επιχειρήσεων στη δυνατότητα ανταμοιβής των εργαζομένων έχει μεγαλύτερη βαρύτητα από την υπόθεση των μη παρατηρούμενων χαρακτηριστικών των εργαζομένων.

Self-fulfilling dynamics: the interactions of sovereign spreads, sovereign ratings and bank ratings during the euro financial crisis

(Αυτοεκπληρούμενη δυναμική: πώς αλληλεπιδρούν οι διαφορές αποδόσεων των κρατικών ομολόγων, οι πιστοληπτικές διαβαθμίσεις των κρατών και αυτές των τραπεζών στη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης στη ζώνη του ευρώ)

Δοκίμιο εργασίας No. 214

Heather D. Gibson, Stephen G. Hall and George S. Tavlás

Στη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης στη ζώνη του ευρώ, οι διαφορές αποδόσεων των κρατικών ομολόγων, οι πιστοληπτικές διαβαθμίσεις των κρατών και οι αντίστοιχες των τραπεζών φάνηκε να συνδέονται μεταξύ τους με ένα ανατροφοδοτούμενο κύκλο αρνητικών αλληλεπιδράσεων (self-generating feedback loops). Για να διερευνήσουμε την ύπαρξη τέτοιων αρνητικών αλληλεπιδράσεων, εξετά-

ζουμε μια ομάδα πέντε χωρών της ζώνης του ευρώ που επλήγησαν από την κρίση χρησιμοποιώντας ένα ταυτόχρονο σύστημα τριτοβάθμιων εξισώσεων, στο οποίο οι διαφορές αποδόσεων των κρατικών ομολόγων, οι πιστοληπτικές διαβαθμίσεις των κρατών και οι διαβαθμίσεις των τραπεζών είναι ενδογενείς. Εκτιμούμε το σύστημα ακολουθώντας δύο προσεγγίσεις. Πρώτον, εφαρμόζουμε τη Γενί-

κευμένη Μέθοδο των Ροπών (GMM), η οποία μας επιτρέπει να υπολογίσουμε την επιμονή και τις πολλαπλασιαστικές επιδράσεις. Δεύτερον, εφαρμόζουμε μια νέα τεχνική διαχρονικά μεταβαλλόμενων παραμέτρων του συστήματος (system time-varying parameter), η οποία παρέχει αμερόληπτες εκτιμήσεις. Τα

αποτελέσματα δείχνουν ότι οι διαφορές αποδόσεων των κρατικών ομολόγων, οι πιστοληπτικές διαβαθμίσεις των κρατών και αυτές των τραπεζών παρουσίασαν έντονες αλληλεπιδράσεις κατά τη διάρκεια της κρίσης του ευρώ, επιβεβαιώνοντας έναν ισχυρό φαύλο κύκλο αρνητικών αλληλεπιδράσεων.

The slowdown in US productivity growth – what explains it and will it persist? (Η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας στις ΗΠΑ – ερμηνεία και προοπτικές)

Δοκίμιο εργασίας No. 215

Ursel Baumann and Melina Vasardani

Ο χαμηλός ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας στις ΗΠΑ την περίοδο που ακολούθησε τη Μεγάλη Ύφεση αποτελεί έκπληξη τόσο σε οικονομολόγους όσο και σε ασκούντες οικονομική πολιτική. Η κατανόηση των παραγόντων που ερμηνεύουν αυτή την αδυναμία είναι καίρια, δεδομένης της σημασίας της παραγωγικότητας για τις μακροπρόθεσμες προοπτικές ανάπτυξης.

Η βιβλιογραφία παρέχει αρκετές πιθανές ερμηνείες για την υποτονικότητα του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας, με σημαντικότερες τις εξής: α) σταδιακά μειούμενα οφέλη από την επανάσταση στις τεχνολογίες πληροφοριών και επικοινωνίας (ICT), με την επιβράδυνση της παραγωγικότητας να υποδηλώνει απλώς επιστροφή σε πιο “κανονικούς” ρυθμούς αύξησης μετά από μια εξαιρετική περίοδο “έκρηξης” των τεχνολογιών αυτών στα μέσα της δεκαετίας του 1990, β) εσφαλμένη μέτρηση, συγκεκριμένα υποεκτίμηση του κεφαλαίου που σχετίζεται με τις τεχνολογίες πληροφοριών, καθώς και το γεγονός ότι πολλές από τις πρόσφατες καινοτομίες έχουν οφέλη για την ευημερία των καταναλωτών τα οποία είναι μη αγοραία, γ) μείωση του δυναμισμού των επιχειρήσεων και της κινητικότητας στην αγορά εργασίας, η οποία εμποδίζει τόσο τη βέλτιστη κατανομή των πόρων στην οικονομία όσο και τη μετάδοση ή διάχυση της τεχνολογίας μεταξύ εταιριών και κλάδων, δ) ανορθολογική κατανομή πόρων

κατά τη διάρκεια της πιστωτικής διόγκωσης πριν από τη Μεγάλη Ύφεση, η οποία ενδέχεται να συνέχισε να επιδρά αρνητικά στην αύξηση της παραγωγικότητας και τα χρόνια μετά την ύφεση, ε) αυστηρότεροι όροι δανεισμού κατά τη διάρκεια της κρίσης και τα πρώτα χρόνια της ανάκαμψης που περιόρισαν την παροχή πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις, αποθαρρύνοντας έτσι τις επενδύσεις σε καινοτομία και την είσοδο νέων επιχειρήσεων στην αγορά.

Η παρούσα μελέτη επανεξετάζει εμπειρικά πολλούς από τους καθοριστικούς παράγοντες της παραγωγικότητας της εργασίας στις ΗΠΑ, με τη χρήση δεδομένων τύπου πάνελ σε επίπεδο πολιτειών για την περίοδο 1999-2013, και διερευνά πώς οι μεταβολές σε αυτούς τους παράγοντες έχουν επηρεάσει τη δυναμική της παραγωγικότητας της εργασίας, ιδιαίτερα τα τελευταία χρόνια. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι ο ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητας στις ΗΠΑ καθορίζεται από τις αλλαγές στην εμβάθυνση του κεφαλαίου (capital deepening), τη διαθεσιμότητα πιστώσεων και το βαθμό στον οποίο η πιστωτική επέκταση είναι υπερβολική, καθώς και από το δυναμισμό της οικονομίας όπως μετράται από την εργασιακή κινητικότητα και το ρυθμό δημιουργίας νέων επιχειρήσεων. Επιπλέον, η αύξηση της παραγωγικότητας έχει μια κλαδική συνιστώσα, συνεπώς είναι σημαντικός ο έλεγχος για την παρουσία τομέων υψηλής παραγωγικότητας



όπως αυτοί της πληροφορικής και της εξόρυξης πρώτων υλών.

Τα κύρια ευρήματα της μελέτης υποδηλώνουν ότι περισσότερο από το ήμισυ της επιβράδυνσης του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας στις ΗΠΑ κατά την περίοδο 2011-2013 σε σχέση με το μέσο όρο του δείγματος μπορεί να αποδοθεί σε μια μείωση του ρυθμού της κεφαλαιακής εμβάθυνσης. Ο άλλος σημαντικός παράγοντας που εξηγεί την πρόσφατη χαμηλή αύξηση της παραγωγικότητας – πιο στενά συνδεδεμένος με την ολική παραγωγικότητα – είναι η επιβράδυνση του επιχειρηματικού δυναμισμού που παρατηρήθηκε στην αμερικανική οικονομία. Ενώ οι χρηματοοικονομικοί παράγοντες λειτούργησαν ανασταλτικά στην αύξηση της παραγωγικότητας κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης (δηλαδή κατά την περίοδο 2008-2010), πρόσφατως φαίνεται να έχουν υποστηρικτικό ρόλο. Γενικά, μολονότι ένα σημαντικό μέρος της επιβράδυνσης του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας φαίνεται να είναι κυκλικό, ιδιαίτερα σε σχέση με τις επενδύσεις κεφαλαίου, ορισμένες άλλες πτυχές που σχετίζονται με το δυναμισμό των επιχειρήσεων θα μπορούσαν να αποδειχθούν πιο επίμονες. Κατ' επέκταση, η κατανόηση των κινητήριων

δυνάμεων και της εξέλιξης του επιχειρηματικού δυναμισμού στην οικονομία θα πρέπει να αποτελέσει προτεραιότητα για μελλοντική έρευνα.

Τα αποτελέσματα της εργασίας έχουν συνέπειες για την άσκηση οικονομικής πολιτικής. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι οι πολιτικές ενίσχυσης της παραγωγικότητας θα πρέπει να εστιάζουν πρωτίτως σε μέτρα που βελτιώνουν τη διάχυση της τεχνολογίας και ενισχύουν την αποτελεσματικότητα στην κατανομή των πόρων. Αυτές οι πολιτικές θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν την προώθηση των επενδύσεων σε φυσικό και ανθρώπινο κεφάλαιο, στοχευμένα δημοσιονομικά μέτρα και την περαιτέρω ολοκλήρωση του εμπορίου, προκειμένου να επιταχυνθεί η εμπορευματοποίηση και ευρεία χρήση νέων τεχνολογιών. Επιπρόσθετα, μέτρα που αμβλύνουν την αβεβαιότητα, αντιμετωπίζουν εμπόδια στο ρυθμιστικό πλαίσιο και τον ανταγωνισμό και εξασφαλίζουν απρόσκοπτη χρηματοδότηση σε μικρές νέες επιχειρήσεις ιδιαίτερα κατά την καθοδική φάση του κύκλου, εκτιμάται ότι αναξωογονούν το δυναμισμό των επιχειρήσεων και, κατ' επέκταση, δημιουργούν σημαντικά κέρδη σε όρους ολικής παραγωγικότητας.

Alternative Bayesian compression in Vector Autoregressions and related models (Εναλλακτική κατά Bayes συμπίεση σε διανυσματικά αυτοπαλίνδρομα και σχετιζόμενα υποδείγματα)

Δοκίμιο εργασίας No. 216

Mike G. Tsionas

Σε αυτή την εργασία θεωρούμε κατά Bayes διανυσματικές αυτοπαλινδρομήσεις (BVAR) από τη σκοπιά της κατά Bayes συμπίεσμνης παλινδρόμησης (BCR). Πρώτον, δείχνουμε ότι υπάρχουν σημαντικά οφέλη σε όρους προβλεπτικής ικανότητας έξω από το δείγμα, αν θεωρήσουμε το πρόβλημα σαν υπόδειγμα σφαλμάτων στις μεταβλητές και εκτιμώντας τη μήτρα συμπίεσης αντί να χρησιμοποιήσουμε τυχαίους αριθμούς. Καθώς οι υπολογισμοί μπορούν να οργανωθούν αποτελεσματικά με βάση τον

αλγόριθμο Gibbs, η χρονική διάρκεια και η υπολογιστική πολυπλοκότητα δεν επηρεάζονται σοβαρά. Δεύτερον, επεκτείνουμε το υπόδειγμα Πολυμεταβλητών Αυτοπαλίνδρομων Δεικτών στο πλαίσιο της BCR και δείχνουμε ότι και πάλι υπάρχουν σημαντικά οφέλη σε όρους προβλεπτικής ικανότητας έξω από το δείγμα. Οι νέες τεχνικές χρησιμοποιούνται σε μακροοικονομικά δεδομένα των ΗΠΑ και εφαρμόζονται σε BVAR υποδείγματα με μεσαία, μεγάλη και τεράστια διάσταση.

Alternatives to large VAR, VARMA and multivariate stochastic volatility models
(Εναλλακτικές προσεγγίσεις σε μεγάλα υποδείγματα VAR, VARMA και πολυμεταβλητά υποδείγματα
στοχαστικής διακύμανσης

Δοκίμιο εργασίας No. 217

Mike G. Tsionas

Σε αυτή την εργασία προτείνουμε το συνδυασμό υποδειγμάτων ARIMA με μία μεταβλητή για να κατασκευάσουμε μια παραλλαγή του υποδείγματος VARMA, η οποία μπορεί να εφαρμοστεί με απλό τρόπο χωρίς περιπλοκές. Το αρχικό πολυμεταβλητό υπόδειγμα VARMA μετασχηματίζεται σε μια σειρά προβλημάτων μίας μεταβλητής και έναν όρο *copula* (ένα μίγμα κανονικών κατανομών) ώστε να ληφθεί υπόψη η εξάρτηση μεταξύ των μεταβλητών. Εφόσον τα υποδείγματα μίας μεταβλητής μπορούν να εκτιμηθούν με Markov Chain Monte Carlo (MCMC) ή άλλες τεχνικές, οι υπολογισμοί μπορούν να γίνουν παράλληλα και απαιτούνται μόνον οι συναρτήσεις κατανομής μίας μεταβλητής, οι οποίες είναι συχνά διαθέσιμες σε αναλυτική μορφή. Αποφεύγουμε τη βελτιστοποίηση των παραμέτρων που υπει-

σέρχονται στο υπόδειγμα μίξης *copula* εφόσον οι παράμετροι επιλέγονται πριν από την έναρξη της διαδικασίας MCMC. Οι νέες τεχνικές εφαρμόζονται σε τρεις τύπους δύσκολων προβλημάτων: πρώτον, σε μεγάλα υποδείγματα VARMA με χρονικά μεταβαλλόμενες παραμέτρους (TVP-VAR) με περίπου 100 μακροοικονομικές μεταβλητές, δεύτερον, σε πολυμεταβλητά υποδείγματα ARMA με 25 μακροοικονομικές μεταβλητές και, τρίτον, σε πολυμεταβλητά υποδείγματα στοχαστικής διακύμανσης με 100 αποδόσεις μετοχών. Επίσης, προβαίνουμε σε ανάλυση πολλαπλαιοστών με βάση τα δεδομένα των Giannone, Lenza and Primiceri (2015) και πραγματοποιούμε σύγκριση με τους αντίστοιχους πολλαπλαιοστές που προκύπτουν από ένα δυναμικό στοχαστικό υπόδειγμα γενικής ισορροπίας.

Insights on the Greek economy from the 3D macro model
(Διαμέτρηση μακροοικονομικού υποδείγματος 3D για την ελληνική οικονομία)

Δοκίμιο εργασίας No. 218

Hiona Balfoussia and Dimitris Papageorgiou

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε κατά τρόπο επιτακτικό την ανάγκη διασφάλισης της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Πρωτίτερα, έμφαση δινόταν στην προληπτική εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ως μεμονωμένων μονάδων, δηλαδή στην άσκηση μικροπροληπτικής πολιτικής. Ωστόσο, είναι πλέον κοινή η παραδοχή ότι αυτή δεν αρκεί ώστε το χρηματοπιστωτικό σύστημα ως σύνολο να είναι ανθεκτικό σε τυχόν εσωτερικές ή εξωτερικές διαταραχές. Είναι επιπρόσθετα απαραίτητο να συνεκτιμώνται οι διάυλοι διασύνδεσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος με την πραγματική οικονομία. Η προσπάθεια εποπτείας και προληπτικής ρύθμισης του χρηματοπι-

στωτικού συστήματος με στόχο τη συστημική του σταθερότητα είναι γνωστή ως μακροπροληπτική πολιτική και επαφίεται στις αρμόδιες εποπτικές και ρυθμιστικές αρχές. Θεωρείται δε καίριας σημασίας για την επίτευξη μακροοικονομικής ανάπτυξης και σταθερότητας, καθώς αναγνωρίζεται πλέον ότι ο λεγόμενος χρηματοπιστωτικός κύκλος επιδρά στον οικονομικό κύκλο και το αντίστροφο.

Για την πληρέστερη κατανόηση της σχέσης μεταξύ της μακροπροληπτικής πολιτικής και του οικονομικού κύκλου στην Ελλάδα έγινε διαμέτρηση (*calibration*) του θεωρητικού υποδείγματος των Clerc et al. (2015) για την ελληνική οικονομία. Πρόκειται για ένα δυνα-

μικό στοχαστικό υπόδειγμα γενικής ισορροπίας (Dynamic Stochastic General Equilibrium model) που επιτρέπει την εμβάθυνση στους μηχανισμούς μετάδοσης εναλλακτικών διαταράξεων από το χρηματοπιστωτικό τομέα προς την πραγματική οικονομία και αντίστροφα, καθώς και τη χαρτογράφηση των επιπτώσεων διαφορετικών επιπέδων κεφαλαιακών απαιτήσεων. Το υπόδειγμα επιτρέπει τη μελέτη του βασικότερου εργαλείου άσκησης μακροπροληπτικής πολιτικής, δηλαδή του ελάχιστου δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας για τις τράπεζες. Η επιβολή ενός ελάχιστου επιπέδου κεφαλαιακής επάρκειας στο πλαίσιο του υποδείγματος επιτρέπει τη σταθεροποίηση τόσο του χρηματοπιστωτικού συστήματος όσο και της πραγματικής οικονομίας. Επιφέρει ωστόσο και τον περιορισμό της ανάληψης κινδύνου από πλευράς των πιστωτικών ιδρυμάτων, την κάμψη δηλαδή της χορήγησης πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία, η οποία επιδρά αρνητικά στο ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης.

Η σχέση μεταξύ του απαιτούμενου ποσοστού κεφαλαιακής επάρκειας για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και του επιπέδου ισορροπίας εναλλακτικών μακροοικονομικών μεγε-

θών είναι μη γραμμική και μη μονοτονική, εμφανίζοντας σε κάθε περίπτωση ένα ανώτατο σημείο καμψής πέραν του οποίου τα οφέλη από μια περαιτέρω αύξηση του απαιτούμενου ποσοστού κεφαλαιακής επάρκειας βαίνουν μειούμενα. Συγκεκριμένα, έως ένα επίπεδο κεφαλαιακών απαιτήσεων κυριαρχούν τα οφέλη που προκύπτουν από τον περιορισμό της μεταβλητότητας στην πραγματική οικονομία. Για υψηλότερα επίπεδα κεφαλαιακών απαιτήσεων όμως, κυριαρχεί η αρνητική επίδραση της πιστωτικής συρρίκνωσης στην οικονομική δραστηριότητα, μέσω του περιορισμού της ανάληψης δυνητικά κερδοφόρων επιχειρηματικών κινδύνων ελλείψει επαρκών δανειακών κεφαλαίων.

Στο πλαίσιο του υποδείγματος εξετάζεται επίσης η επίδραση της ανακεφαλαιοποίησης τραπεζών στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Διαπιστώνεται ότι, ενώ οδηγεί δυνητικά σε αύξηση των καθαρών κεφαλαίων, πιστωτική επέκταση και συνεπώς τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας, η θετική της επίδραση καθίσταται μικρότερη και πιο βραχύβια σε περιβάλλον υψηλού χρηματοπιστωτικού κινδύνου.

Non-performing loans in the euro area: are core-periphery banking markets fragmented?
(Μη εξυπηρετούμενα δάνεια στην ευρωζώνη: είναι κατακερματισμένες οι τραπεζικές αγορές πυρήνα και περιφέρειας;)

Δοκίμιο εργασίας No. 219

Dimitrios Anastasiou, Helen Louri and Mike Tsionas

Η μελέτη αυτή επιδιώκει να εντοπίσει τους παράγοντες που επηρεάζουν τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια (ΜΕΔ) στο τραπεζικό σύστημα της ευρωζώνης, χρησιμοποιώντας 138 και 88 τράπεζες του πυρήνα και της περιφέρειας αντίστοιχα για την περίοδο α' τρίμηνο 2003-γ' τρίμηνο 2013, και να αναδείξει τις διαφορές μεταξύ τους. Η αύξηση των ΜΕΔ μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση δημιούργησε προβληματισμό για τη σταθερότητα πολλών ευρωπαϊκών τραπεζών, αλλά και για τη συνολική ευστάθεια του τραπεζικού τομέα. Τα ΜΕΔ παραμένουν μια σοβαρή πρόκληση,

ιδιαίτερα για τις χώρες της περιφέρειας που υπέφεραν περισσότερο από τη χρηματοοικονομική κρίση. Χρησιμοποιώντας ως οικονομικές μεθοδολογίες τις Fully Modified OLS και Panel Cointegrated VAR, εκτιμήσαμε ότι τα ΜΕΔ επηρεάζονται από τους ίδιους μακροοικονομικούς και τραπεζικούς παράγοντες, αλλά η αντίδραση της περιφέρειας είναι πολύ ισχυρότερη. Από τα αποτελέσματα της εκτίμησης με FMOLS βλέπουμε ότι τα ΜΕΔ στην ευρωζώνη μετά το 2008 είχαν μια μεγάλη και σημαντική θετική μετακίνηση, που ήταν μεγαλύτερη (σχεδόν διπλά-

σια) για την περιφέρεια. Οι άλλοι παράγοντες που τα εξηγούν είναι οι επιδεινούμενες μακροοικονομικές συνθήκες, κυρίως η ανεργία, ο χαμηλός ρυθμός ανάπτυξης και οι φόροι. Η δημοσιονομική σταθεροποίηση και το περιθώριο επιτοκίου έχουν στατιστικά σημαντικό ρόλο στην περιφέρεια, ενώ ο λόγος πιστωτικής επέκτασης προς ΑΕΠ είναι σημαντικός μόνο στις χώρες του πυρήνα. Η ποιότητα της διοίκησης και ο λόγος δανείων προς καταθέσεις έχουν επίσης σημαντικό ρόλο, ενώ το μέγεθος της τράπεζας είναι αρνητικά σημαντικό μόνο για την περιφέρεια. Τα περισσότερα από αυτά τα ευρήματα συμ-

φωνούν με τις εκτιμήσεις από την Panel Cointegrated VAR. Ένας έλεγχος χ^2 που συνέκρινε τους εκτιμητές για τα ΜΕΔ της περιφέρειας και του πυρήνα απέρριψε την υπόθεση ότι αυτοί είναι ίδιοι, αποκαλύπτοντας έτσι μια άλλη μορφή κατακερματισμού της τραπεζικής αγοράς στην ευρωζώνη. Τέτοια ευρήματα μπορεί να είναι χρήσιμα για το σχεδιασμό της μακροπροληπτικής πολιτικής, όπως επίσης και για πολιτικές αντιμετώπισης των ΜΕΔ, οι οποίες θα πρέπει να προσαρμόζονται ανάλογα με τις διαφορετικές αντιδράσεις που παρατηρήθηκαν μεταξύ των τραπεζών του πυρήνα και της περιφέρειας.

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 2014.

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 2014.

Μηγιάνης Πέτρος Μ., “Οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές ως πηγή χρηματοδότησης ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων”, τεύχος 40, Δεκέμβριος 2014.

Καλυβίτης Σαράντης, “Η ποιότητα των ελληνικών εξαγωγών: μια εκτίμηση ανεξάρτητη από την τιμολόγησή τους”, τεύχος 40, Δεκέμβριος 2014.

Κανελλόπουλος Κώστας Ν., “Οι επιδράσεις των ελάχιστων μισθών στους μισθούς και στην απασχόληση”, τεύχος 41, Ιούλιος 2015.

Γεωργίου Ευαγγελία, “Η χρήση των μετρητών και των ηλεκτρονικών τρόπων πληρωμής στην οικονομία”, τεύχος 41, Ιούλιος 2015.

Καλφάογλου Φαίδων, “Εναλλακτικές προσεγγίσεις για την εξυγίανση χαρτοφυλακίων μη εξυπηρετούμενων τραπεζικών δανείων. Ανάλυση περιπτώσεων”, τεύχος 41, Ιούλιος 2015.

Λαζαρέτου Σοφία, “Πώς η χρήση των ιστορικών μακροοικονομικών χρονολογικών σειρών στηρίζει την οικονομική ανάλυση και το σχεδιασμό πολιτικής; Η νέα ελληνική ιστορική στατιστική βάση 1833-1949 ως μέρος της μεγάλης στατιστικής βάσης των χωρών της ΝΑ Ευρώπης”, τεύχος 41, Ιούλιος 2015.

Κασιμάτη Ευαγγελία και Σιδέρης Δημήτριος, “Προς ένα νέο πρότυπο ανάπτυξης στον τουρισμό: διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και τουριστικό προϊόν στην Ελλάδα την περίοδο της κρίσης (2008-2014)”, τεύχος 42, Δεκέμβριος 2015.

Ταγκαλάκης Αθανάσιος, “Οι προσδιοριστικοί παράγοντες της δυναμικής της ανεργίας στην Ελλάδα”, τεύχος 42, Δεκέμβριος 2015.

Χαιρέτη Αικατερίνη, “Ο πρωτογενής τομέας στην Ελλάδα το χρονικό διάστημα 1995-2014”, τεύχος 42, Δεκέμβριος 2015.

Βέττας Νίκος, Γιωτόπουλος Ιωάννης, Βαλαβανιώτη Ευαγγελία και Danchev Svetoslav, “Οι προσδιοριστικοί παράγοντες της εξωστρέφειας των νέων επιχειρήσεων”, τεύχος 43, Ιούλιος 2016.

Μπέλλη Στυλιανή και Μπακινέζου Κωνσταντίνα, “Η μετάβαση στη νέα μεθοδολογία κατάρτισης του ισοζυγίου πληρωμών – BPM6”, τεύχος 43, Ιούλιος 2016.

Λαζαρέτου Σοφία, “Φυγή ανθρώπινου κεφαλαίου: η σύγχρονη τάση μετανάστευσης των Ελλήνων στα χρόνια της κρίσης”, τεύχος 43, Ιούλιος 2016.

Καλφάογλου Φαίδων, “Κεφαλαιακή ενίσχυση των τραπεζών: αναγκαία αλλά μη ικανή συνθήκη για τη δανειοδότηση της οικονομίας”, τεύχος 43, Ιούλιος 2016.

