Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα

Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα

Πρώτη έκδοση: Ιούνιος 2011

© Ελληνική Ένωση Τραπεζών
Αμερικής 21α – 106 72 Αθήνα
Τηλ. Κέντρο 210.3386.500 • Fax: 210.3615.324
Website: http://www.hba.gr
E-mail: hba@hba.gr

ISBN 978-960-6867-13-2

Εξώφυλλο: Τίνα Σταματοπούλου
Διόρθωση δοκιμίων: Χάρις Γκότζη
Ηλεκτρονική επεξεργασία – Παραγωγή: Γραφικές Τέχνες ΜΗΤΡΟΠΟΛΙΣ Α.Ε.

Σύμφωνα με το Ν. 2121/1993 και τη Διεθνή Σύμβαση της Βέρνης (που έχει κυρωθεί με το Ν. 100/1975) απαγορεύεται η αναδημοσίευση, η μετάφραση, η αναπαραγωγή ή η αντιγραφή του παρόντος έργου, τμηματικά ή περιληπτικά και για οποιαδήποτε χρήση (ενδεικτικά εκπαιδευτική, εμπορική κ.λπ.) και με οποιονδήποτε τρόπο ή μέσο (γραφικό, ηλεκτρονικό, μηχανικό, φωτοτυπικό, συμπεριλαμβανομένης της ηχογράφησης ή αποθήκευσής του σε βάση δεδομένων) χωρίς την προηγούμενη γραπτή άδεια της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών. Η απαγόρευση αυτή συμπεριλαμβάνει τη στοιχειοθεσία και σελιδοποίηση του εξωφύλλου και γενικότερα την όλη αισθητική εμφάνιση του βιβλίου.

ΓΚΙΚΑΣ Α. ΧΑΡΔΟΥΒΕΛΗΣ, ΧΡΗΣΤΟΣ ΒΛ. ΓΚΟΡΤΣΟΣ
(Επιμέλεια)

Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα

Πρόλογος: ΒΑΣΙΛΗΣ Θ. ΡΑΠΑΝΟΣ
ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΕΕΤ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΝΩΣΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Περιεχόμενα

Βασίλης Ράπανος
- ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ, ΕΘΝΙΚΟ & ΚΑΠΟΔΙΣΤΡΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
- ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΕΕΤ

Πρόλογος XIII

Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Χρήστος Βλ. Γκόρτσος

Πρόλογος επιμελητών XV

Εισαγωγή Συλλογικού Τόμου

Γκίκας Α. Χαρδούβελης
- ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ, ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
- ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΟΜΙΛΟΥ EUROBANK EFG

Ο χρηματοοικονομικός τομέας και το αβέβαιο μέλλον της ελληνικής οικονομίας 3

Α. Ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού τομέα στην πορεία της οικονομικής ανάπτυξης

Δημήτριος Μόσχος
- ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ, ΕΘΝΙΚΟ & ΚΑΠΟΔΙΣΤΡΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
- ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΤΗΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Γεώργιος Χορταρέας
- ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΕΘΝΙΚΟ & ΚΑΠΟΔΙΣΤΡΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Χρηματοπιστωτικό σύστημα και οικονομική δραστηριότητα 55

Δημήτρης Τσομώκος
- ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, SAID BUSINESS SCHOOL & ST. EDMUND HALL ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΟΞΦΟΡΔΗΣ

Δημήτρης Βολιώτης
- ΛΕΚΤΟΡΑΣ, ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ, ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Χρηματοπιστωτική σταθερότητα, επενδύσεις & ανάπτυξη 67

Β. Έξι μεγάλα θέματα που εγείρονται από τη διεθνή χρηματοοικονομική κρίση

Νικόλαος Τραυλός
- ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, ΚΑΤΟΧΟΣ ΤΗΣ ΕΔΡΑΣ «ΚΑΙΤΗ ΚΥΡΙΑΚΟΠΟΥΛΟΥ» ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
- ΠΡΥΤΑΝΗΣ, ALBA GRADUATE BUSINESS SCHOOL

Εταιρική διακυβέρνηση πριν και μετά την κρίση 85

Άνθιμος Θωμόπουλος
• ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΔΙΕΥΘΥΝΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Διεθνής κρίση και λογιστικά πρότυπα
Επέτειναν τα λογιστικά πρότυπα το μέγεθος της κρίσης;
Πόσο η κρίση επηρεάζει τα μελλοντικά πρότυπα; **101**

Μιχαήλ Χαραλαμπίδης
• CHIEF RISK OFFICER, ΕΠΙΚΕΦΑΛΗΣ ΤΟΜΕΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΩΝ ΟΜΙΛΟΥ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Διαχείριση κινδύνων. Διδάγματα από την κρίση και προοπτικές **123**

Δρ Θεόδωρος Σταματίου
• ΟΙΚΟΝΟΜΟΛΟΓΟΣ, ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ & ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ EUROBANK EFG

Ο ρόλος των προθεσμιακών συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου στην κρίση του 2008 στις ΗΠΑ και την ελληνική δημοσιονομική κρίση του 2010 ..... **139**

Κατερίνα Πανοπούλου
• ΕΠΙΚΟΥΡΗ ΚΑΘΗΓΗΤΡΙΑ, ΤΜΗΜΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ & ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ, ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Δρ Χρήστος Τσούμας
• ΔΙΔΑΚΤΩΡ ΕΡΕΥΝΗΤΗΣ ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ, ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Οι απόψεις των οίκων αξιολόγησης και οι αγορές **165**

Παναγιώτης Αλεξάκης
• ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ, ΕΘΝΙΚΟ & ΚΑΠΟΔΙΣΤΡΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Οι καινοτομίες στη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη από το 2007 έως σήμερα **177**

Γ. Οι ελληνικές τράπεζες πριν και μετά την κρίση

Άγγελος Αντζουλάτος
• ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ, ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Τραπεζική – τάσεις (πριν) και προοπτικές (μετά την κρίση) **193**

Εμμανουήλ Τσιριτάκης
• ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ, ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Ηλίας Τσιριγωτάκης
• ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΑΝΑΛΥΤΗΣ, ΤΜΗΜΑ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΥ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Συγκέντρωση και ανταγωνιστικότητα στον τραπεζικό τομέα **207**

Γιώργος Μιχαλόπουλος
- ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ, ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΥ & ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΕΩΣ, ALPHA BANK

Χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών στη διάρκεια της κρίσης **229**

Νίκος Ζαγορήσιος
- ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ, ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ CAPITAL MANAGEMENT & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ, ALPHA BANK

Ιωάννης Ασημέλης
- ΠΡΟΪΣΤΑΜΕΝΟΣ, ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ CAPITAL MANAGEMENT & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ, ALPHA BANK

Τιτλοποιήσεις και καλυμμένες ομολογίες ως εργαλεία ρευστότητας **247**

Δ. Η κρίση στην ευρωζώνη και την Ελλάδα

Νάνσυ Θεοφιλάκου
- ΠΡΟΪΣΤΑΜΕΝΗ ΤΜΗΜΑΤΟΣ, ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ & ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ, ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ

Γιάννης Στουρνάρας
- ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ ΙΟΒΕ
- ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ, ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η δυναμική του χρέους στις χώρες της ΟΝΕ και οι αντιδράσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών **275**

Αρχοντής Πάντσιος
- ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΚΑΙ ΚΟΣΜΗΤΟΡΑΣ ΑΚΑΔΗΜΑΪΚΩΝ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ, ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΟ ΚΟΛΕΓΙΟ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ (ACT)

Καλλίνικος Νικολακόπουλος
- ΟΙΚΟΝΟΜΟΛΟΓΟΣ - ΑΝΑΛΥΤΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ, ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ

Συστημική κρίση και διαμάχες στην ευρωζώνη **287**

Μιχάλης Μασουράκης
- ΑΝΩΤΕΡΟΣ ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ, ALPHA BANK

Το ελληνικό κράτος στο αναμορφωτήριο: για παρακώλυση του ανταγωνισμού
και της οικονομικής ανάπτυξης, αλλά και για... τάσεις αυτοκαταστροφής **305**

Χριστόδουλος Στεφανάδης
- ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ, ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Πολιτική οικονομία εν μέσω κρίσης **321**

Δημήτρης Μαρούλης
- ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΕΩΣ, ALPHA BANK

Μεταρρύθμιση της κοινωνικής ασφάλισης και της αγοράς εργασίας
και μακροχρόνιες δημοσιονομικές προοπτικές **331**

Ε. Ανταγωνιστικότητα

Νίκος Βέττας
• ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ, ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Ανταγωνισμός και ρύθμιση στις αγορές προϊόντων υπό το πρίσμα
της κρίσης στην ελληνική οικονομία **347**

Δημήτριος Μαλλιαρόπουλος
• ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ, ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
• ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ EUROBANK EFG

Η απώλεια ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας μετά την είσοδο
της χώρας στην ΟΝΕ **359**

Δρ Αναστάσιος Αναστασάτος
• ΟΙΚΟΝΟΜΟΛΟΓΟΣ, ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ & ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ, EUROBANK EFG

Η εξωτερική ανισορροπία της ελληνικής οικονομίας
Αίτια, χαρακτηριστικά και σενάρια προσαρμογής **377**

Σπύρος Λιούκας
• ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ & ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ, ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Οι ελληνικές επιχειρήσεις μετά την κρίση
Προοπτικές και στρατηγικές για διεθνή ανταγωνιστικότητα **399**

Έλενα Σιμιντζή
• ΥΠΟΨΗΦΙΑ ΔΙΔΑΚΤΩΡ, LONDON BUSINESS SCHOOL

Αγορά εργασίας και επιχειρήσεις. Κρίση και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις .....
413

ΣΤ. Κρίση & η τιμολόγηση στις αγορές

Νικόλαος Κουρογένης
• ΕΠΙΚΟΥΡΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ,
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Νικήτας Πιττής
• ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ, ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Συστηματικά σφάλματα στις προβλέψεις των αναλυτών
και τακτική κατανομή επενδύσεων **433**

Νικόλαος Απέργης
- ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ, ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση και η αγορά κατοικίας
Επιπτώσεις στις ελληνικές μετοχές των ανωνύμων εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία **447**

Γεώργιος Σκιαδόπουλος
- ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ, ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Μεταβλητότητα στο ελληνικό και στα διεθνή χρηματιστήρια κατά την περίοδο 2006-2008 ..... **457**

Δρ Πλάτων Μονοκρούσος
- ΒΟΗΘΟΣ ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ, ΕΠΙΚΕΦΑΛΗΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΗΣ ΤΡΕΧΟΥΣΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ, EUROBANK EFG

Ερμηνεύοντας τα περιθώρια απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης την περίοδο που ακολούθησε το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης **471**

Ηλίας Τζαβαλής
- ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ, ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Προσδιοριστικοί παράγοντες και κυκλικές αλλαγές του σπρεντ μεταξύ των ελληνικών και γερμανικών επιτοκίων **491**

Δημήτριος Θωμάκος
- ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ, ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΛΟΠΟΝΝΗΣΟΥ

Περιγραφική απεικόνιση μη-στάσιμων χρηματοοικονομικών χρονοσειρών
Χωρικές κατανομές και χρόνος παραμονής **503**

Ζ. Ρυθμιστική παρέμβαση και εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα

Χρήστος Γκόρτσος
- ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ, ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
- ΓΕΝΙΚΟΣ ΓΡΑΜΜΑΤΕΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

«Βασιλεία ΙΙΙ»:
Η αναθεώρηση του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου της Επιτροπής της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία με στόχο την ενδυνάμωση της σταθερότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος **521**

Σταύρος Θωμαδάκης
- ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ, ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Κωνσταντίνος Λοΐζος
- ΔΙΔΑΚΤΩΡ, ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ, ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η χρηματοοικονομική ρύθμιση και το κόστος κεφαλαίου των πιστωτικών ιδρυμάτων **541**

Παναγιώτης Σταϊκούρας
- ΕΠΙΚΟΥΡΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ, ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
- ΔΙΚΗΓΟΡΟΣ, LLM, Δ.Ν.

Η θεσμική οργάνωση της χρηματοοικονομικής εποπτείας στην Ελλάδα
Προκλήσεις και προοπτικές μετά την κρίση **555**

Χριστίνα Λιβαδά
- ΛΕΚΤΟΡΑΣ, ΤΜΗΜΑ ΝΟΜΙΚΗΣ, ΕΘΝΙΚΟ & ΚΑΠΟΔΙΣΤΡΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
- ΕΙΔΙΚΗ ΝΟΜΙΚΗ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΕΕΤ

Άννα Βασίλα
- ΔΙΔΑΚΤΩΡ, ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ, ΕΘΝΙΚΟ & ΚΑΠΟΔΙΣΤΡΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
- ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΟΣ ΣΥΝΕΡΓΑΤΗΣ ΕΕΤ

Η ρυθμιστική παρέμβαση στις αγορές κεφαλαίου στην Ευρωπαϊκή Ένωση ως συνέπεια της κρίσης **569**

Ηλίας Λεκκός
- ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ ΜΟΝΑΔΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ & ΑΓΟΡΩΝ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Γιάννης Κουτελιδάκης
- ΟΙΚΟΝΟΜΟΛΟΓΟΣ ΜΟΝΑΔΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ & ΑΓΟΡΩΝ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Ειρήνη Στάγγελ
- ΟΙΚΟΝΟΜΟΛΟΓΟΣ ΜΟΝΑΔΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ & ΑΓΟΡΩΝ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Εργαλεία και τεχνικές παρακολούθησης του συστημικού κινδύνου και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας
Η εφαρμογή τους στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα **583**

Συνοπτικά Βιογραφικά Συγγραφέων **605**

Πρόλογος

Μετά από μια ασυνήθιστα μακρόχρονη περίοδο οικονομικής σταθερότητας και ανάπτυξης, η παγκόσμια οικονομία βρέθηκε μπροστά σε μια μεγάλη οικονομική κρίση, που ξεκίνησε από τον χρηματοπιστωτικό τομέα των ΗΠΑ το 2007 και επεκτάθηκε σε όλο τον κόσμο. Η κρίση αυτή ήρθε στη χώρα μας με καθυστέρηση, τόσο λόγω του ότι η ελληνική οικονομία δεν είναι ιδιαίτερα ανοιχτή και επομένως πολύ εκτεθειμένη σε διεθνείς κλυδωνισμούς, όσο και στο ότι το τραπεζικό της σύστημα δεν είχε τα μεγάλα προβλήματα που είχαν οι τράπεζες σε άλλες χώρες.

Η κρίση στη χώρα μας προήλθε από τον δημόσιο τομέα, με το δημοσιονομικό έλλειμμα του 2009 να ξεπερνά το 15% του ΑΕΠ και το χρέος να ανεβαίνει, ως ποσοστό του ΑΕΠ, σε μη διατηρήσιμα επίπεδα. Η δημοσιονομική κρίση βρήκε την ελληνική οικονομία μπροστά σε μια άλλη κρίση, εκείνη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Με την ανταγωνιστικότητα των προϊόντων και υπηρεσιών της να είναι σε φθίνουσα πορεία τα τελευταία χρόνια και τη μείωση των αποταμιεύσεων, το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ως ποσοστό του ΑΕΠ, έφτασε να είναι από τα υψηλότερα στον κόσμο. Μέσα στη δίνη της διεθνούς οικονομικής κρίσης, η ελληνική οικονομία βρέθηκε αντιμέτωπη με μια κρίση δίδυμων ελλειμμάτων. Υπό την πίεση των αγορών οι εξελίξεις ήταν ραγδαίες. Για να αποφύγει τη χρεοκοπία, η ελληνική κυβέρνηση υπέγραψε το Μνημόνιο συνεργασίας με την Ευρωπαϊκή Ένωση, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, το οποίο διασφάλισε τη χρηματοδότηση του δημοσιονομικού ελλείμματος, αλλά υπό τον όρο μιας σκληρής δημοσιονομικής προσαρμογής και διαρθρωτικών αλλαγών.

Τη δοκιμασία της προσαρμογής τη βιώνουμε όλοι. Για την αποτελεσματική όμως αντιμετώπιση της κρίσης θα πρέπει να κατανοήσουμε τα αίτιά της και να βρούμε διεξόδους για την επίτευξη τόσο της δημοσιονομικής προσαρμογής όσο και την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας.

Σε μια εποχή που πολλοί έχουν γίνει ειδικοί, κάτι πολύ συνηθισμένο στον τόπο μας, και μιλούν και γράφουν για το πώς θα σωθεί η χώρα, η Ελληνική Ένωση Τραπεζών έρχεται να συμβάλει με νηφαλιότητα και επιστημονική τεκμηρίωση στον συνεχιζόμενο διάλογο για το τι έφταιξε και τι προοπτικές διαγράφονται σε μια σειρά από πτυχές της ελληνικής οικονομίας. Επιστήμονες, ακαδημαϊκοί, αλλά και της πράξης, με γνώση και εμπειρία από την ελληνική πραγματικότητα, προσπαθούν μέσα από τις αναλύσεις τους να περιγράψουν τα προβλήματα, να αναδείξουν τις υπάρχουσες αδυναμίες και να διατυπώσουν ιδέες για έξοδο από την κρίση. Η έμφαση είναι κυρίως σε θέματα του χρηματοοικονομικού τομέα, αλλά θίγονται και βασικές αδυναμίες της οικονομίας μας σε θέματα ανταγωνισμού, γενικότερων ρυθμιστικών παρεμβάσεων, καθώς και οι αλλαγές που πρέπει να γίνουν με το νέο πλαίσιο χρηματοπιστωτικών ρυθμίσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση και την ευρωζώνη.

Εκ μέρους του Διοικητικού Συμβουλίου της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών επιθυμώ να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες σε όλες και όλους τους συγγραφείς για τη συμβολή τους στον τόμο αυτό, καθώς και τους επιμελητές του τόμου, που με υποδειγματική επιμέλεια και υπομονή φρόντισαν ώστε η έκδοση να είναι άρτια από κάθε άποψη.

Εδώ και ενάμιση χρόνο η χώρα μας βιώνει μια πρωτοφανή οικονομική δοκιμασία. Η έξοδος από την περιπέτεια δεν είναι εύκολη υπόθεση. Χρέος όλων μας είναι να συμβάλουμε δημιουργικά στην προσπάθεια για το ξεπέρασμα της κρίσης. Στην Ελληνική Ένωση Τραπεζών πιστεύουμε ότι η Ελλάδα έχει τις δυνατότητες να ξεπεράσει τις δυσκολίες και να μπει η οικονομία μας σε μια νέα τροχιά σταθερότητας και διατηρήσιμης ταχύρρυθμης ανάπτυξης. Για να γίνει όμως αυτό θα πρέπει να επιδειχθεί τόλμη και γενναιότητα από το πολιτικό μας σύστημα, ανιδιοτέλεια και καινοτομικό πνεύμα από τον επιχειρηματικό κόσμο και υπομονή και κατανόηση από το ευρύ κοινό. Με τόλμη και αποφασιστικότητα μπορούμε να κατακτήσουμε ένα καλύτερο μέλλον. Το μέλλον δεν περιμένει και ανήκει σε αυτούς που αγωνίζονται να αλλάξουν τα κακώς κείμενα και όχι σε αυτούς που μοιρολατρικά παρακολουθούν τα τεκταινόμενα.

Ιούνιος 2011

Βασίλης Θ. Ράπανος

ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΕΕΤ

Πρόλογος επιμελητών

Αγαπητοί αναγνώστες,

Ο παρών συλλογικός τόμος είναι το προϊόν πρωτοβουλίας που ανέλαβε το καλοκαίρι του 2010 το Επιστημονικό Συμβούλιο της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών, υπό την Προεδρία του πρώτου επιμελητή του τόμου και την ενεργή συμμετοχή του δεύτερου ως μέλους. Ο τόμος είναι ένας ακόμα κρίκος στην αλυσίδα των πρωτοβουλιών της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών, για την έγκυρη ανάλυση των συνθηκών και των παραγόντων που επιδρούν, θετικά ή αρνητικά, στη λειτουργία του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, αλλά και γενικότερα, της ελληνικής οικονομίας.

Αφορμή για τη συγγραφή του τόμου υπήρξε η διαπίστωση της ανάγκης για μια ενδελεχή επιστημονική ανάλυση των επιμέρους πτυχών της τρέχουσας δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη, με επίκεντρο βέβαια την Ελλάδα, καθώς και των επιπτώσεών της στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα. Κρίθηκε, επίσης, σκόπιμο να μελετηθούν και οι εξελίξεις που αφορούν την τρέχουσα αναμόρφωση τόσο της λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος μετά την πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση –η οποία σε μεγάλο βαθμό συνέβαλε και στην εκδήλωση της δημοσιονομικής κρίσης στην ευρωζώνη– όσο και του εποπτικού και κανονιστικού πλαισίου που το διέπει σε διεθνές, ευρωπαϊκό και εθνικό επίπεδο.

Καθοριστική συμβολή στην υλοποίηση του όλου εγχειρήματος είχαν και τα υπόλοιπα μέλη του Επιστημονικού Συμβουλίου, οι κκ. Νίκος Βέττας, Ηλίας Λεκκός, Δημήτρης Μαλλιαρόπουλος, Μιχάλης Μασουράκης, Δημήτρης Μόσχος, Παύλος Μυλωνάς, Δημήτρης Σπανοδήμος και Νίκος Τραυλός. Ταυτόχρονα, αναζητήθηκε η συνδρομή και άλλων ειδικών από τις δεξαμενές της ακαδημαϊκής και τραπεζικής κοινότητας, οι οποίοι ανταποκρίθηκαν έγκαιρα και θετικά. Το προϊόν εκτιμούμε ότι δικαιώνει τόσο τη διαπίστωση της ανάγκης όσο και την επιλογή των συγγραφέων, τους οποίους ευχαριστούμε θερμά για την ουσιαστική συμβολή τους.

Τέλος, ευχαριστούμε θερμά και τον Πρόεδρο της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών, Καθηγητή Βασίλη Ράπανο, ο οποίος προλογίζει τον παρόντα τόμο συνεχίζοντας με συνέπεια μια παράδοση για την ΕΕΤ, και του οποίου το ενδιαφέρον για ουσιαστική, τεκμηριωμένη και νηφάλια ανάλυση στην εξαιρετικά δύσκολη σημερινή οικονομική συγκυρία για τη χώρα μας, αναβαθμίζει τον δημόσιο διάλογο και δίνει έναν τόνο αισιοδοξίας για το μέλλον.

Αθήνα, Ιούνιος 2011

Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Χρήστος Βλ. Γκόρτσος

Εισαγωγή Συλλογικού Τόμου

Ο χρηματοοικονομικός τομέας και το αβέβαιο μέλλον της ελληνικής οικονομίας

Γκίκας Α. Χαρδούβελης
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΟΜΙΛΟΥ EUROBANK EFG

Επιθυμώ να ευχαριστήσω τους κκ. Θεοδόση Σαμπανιώτη, Θεόδωρο Σταματίου και Φοίβο Καρζή για τα χρήσιμα σχόλιά τους.

Εισαγωγή

Τέσσερα χρόνια μετά το ξέσπασμα της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης του 2007, που λίγο έλειψε να αποσυντονίσει πλήρως το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα και να παρασύρει την παγκόσμια οικονομία σε στασιμότητα διαρκείας, η Ελλάδα αντιμετωπίζει τα δικά της οικονομικά αδιέξοδα. Η παγκόσμια κρίση μετατράπηκε στο τέλος του 2009 σε ελληνική και ευρωπαϊκή, αφού ευαισθητοποίησε τους αξιολογικούς οίκους και τις αγορές στις ανισορροπίες της Ελλάδας και στις ατέλειες του οικοδομήματος της ευρωζώνης.

Στο τέλος του 2009, η χώρα μας πέρασε ξαφνικά από τον ενάρετο κύκλο των χαμηλών επιτοκίων και της υψηλής ανάπτυξης στον φαύλο κύκλο των υψηλών επιτοκίων, της άρνησης δανεισμού και της απροσδιόριστης διάρκειας ύφεσης. Μέσα σε λίγους μήνες οι αγορές άλλαξαν άποψη για την οικονομική προοπτική της χώρας και τη διατηρησιμότητα του χρέους της, το οποίο μεγεθύνεται αλματωδώς. Σε διαφορετικούς ρυθμούς, η ελληνική κοινωνία σταδιακά μόνον ανακαλύπτει ότι το χθες αποτελεί παρελθόν, ότι η διαρκώς αυξανόμενη ευημερία της περασμένης δεκαπενταετίας δεν αποτελεί σταθερό και εύκολο κτήμα και ότι η επαναθεμελίωση της οικονομίας σε νέες στέρεες βάσεις απαιτεί σοβαρές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στη λειτουργία του κράτους, στη σχέση αμοιβών και παραγωγικότητας των πολιτών, αλλά και κυρίως στην επιβολή ανταγωνιστικού πλαισίου στις πολλαπλές συντεχνίες που νέμονται μια τιμαριοποιημένη οικονομία. Η επανεκκίνηση απαιτεί άμεση και απότομη αποτίναξη των συνηθειών παρελθόντος, πολιτική ωριμότητα και βούληση, καθώς και σημαντικές θυσίες από όλους τους πολίτες.

Στη σημερινή μεταβατική περίοδο, κομβικό ρόλο έχει ο χρηματοοικονομικός τομέας, η συμπεριφορά του οποίου επιδρά διαστρωματικά σε όλους τους οικονομικούς φορείς, τις επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά και το κράτος. Ο σημαντικός ρόλος του τομέα για την οικονομική ανάκαμψη και έξοδο από την κρίση τείνει να υποτιμάται στις σημερινές συζητήσεις στην Ελλάδα. Κι όμως, ο χρηματοοικονομικός τομέας γίνεται δέκτης όλων των προβλημάτων και κραδασμών της ελληνικής και παγκόσμιας οικονομίας, τόσο από την πλευρά των ξένων δανειστών και των καταθετών, όπως η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, η διεθνής διατραπεζική αγορά και οι έλληνες καταθέτες, τους οποίους φοβίζει η αβεβαιότητα, όσο και από την πλευρά των δανειοληπτών, οι οποίοι μεταφέρουν τις οικονομικές τους δυσκολίες στις τράπεζες. Ο τομέας μέχρι σήμερα απορροφά ικανοποιητικά τους περισσότερους κραδασμούς της ύφεσης και των αμφιβολιών της διεθνούς κοινότητας, και έτσι συνεχίζει να επιτελεί ομαλά τον παραδοσιακό του ρόλο της μεταφοράς πόρων ανάμεσα στους καταθέτες και τους δανειολήπτες. Όμως οι κίνδυνοι παραμονεύουν. Είναι μεγάλοι και δεν αποκλείεται σε κάποια στιγμή να ξεφύγουν από τον έλεγχο, δημιουργώντας πολλαπλασιαστική αρνητική επίδραση στην υπόλοιπη οικονομία.

Στο πρώτο εδάφιο του άρθρου γίνεται μια εισαγωγή στην τρέχουσα κατάσταση της ελληνικής οικονομίας. Εκεί περιγράφονται οι συγκεκριμένες προβλέψεις της Τρόικας (ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ) για την επόμενη δεκαετία, έως το 2020. Αναδεικνύονται, επίσης, τα τέσσερα κύρια χαρακτηριστικά του Μνημονίου, τα οποία συμπυκνώνουν και την οικονομική λογική που ακολουθεί το πρόγραμμα ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας.

Στη συνέχεια, στο Εδάφιο 2, το άρθρο επικεντρώνεται στις επτά θεματικές ενότητες του παρόντος συλλογικού τόμου, με τίτλο: «*Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*». Αναλύονται οι διαφορετικές μορφές της διεθνούς και ελληνικής κρίσης και οι επιπτώσεις τους στη λειτουργία των τραπεζών, των αγορών, στο θεσμικό πλαίσιο και, γενικότερα, στην προσπάθεια η ελληνική οικονομία να απεγκλωβιστεί από τις ανισορροπίες του παρελθόντος. Γίνεται μάλιστα εκτεταμένη αναφορά στα περιεχόμενα των άρθρων του τόμου, ώστε ο αναγνώστης να αποκτήσει σφαιρική αντίληψη των επιμέρους θεμάτων.[1]

[1] Η σειρά των ενοτήτων αλλά και των άρθρων της κάθε ενότητας του συλλογικού τόμου ακολουθεί τη λογική από το γενικό στο ειδικό και από τη διεθνή κρίση στην ελληνική. Η σειρά δεν αντικατοπτρίζει την ποιότητα ή το ενδιαφέρον των περιεχομένων τους, κάτι που μπορεί άλλωστε να κρίνει ο ίδιος ο αναγνώστης.

Πιο συγκεκριμένα, στην πρώτη ενότητα του Εδαφίου 2, γίνεται μια γενική περιγραφή της αμφίδρομης σχέσης ανάμεσα στον χρηματοπιστωτικό τομέα και την οικονομική ανάπτυξη. Στη δεύτερη ενότητα, αναλύονται έξι μεγάλα θέματα που εγείρονται από τη διεθνή χρηματοοικονομική κρίση, όπως ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης, λογιστικών προτύπων, διαχείρισης κινδύνων, λειτουργίας των εξωχρηματιστηριακών αγορών, αξιολογικών οίκων, καθώς και ο τρόπος απόσυρσης της ρευστότητας από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Στην τρίτη ενότητα, περιγράφονται οι τάσεις στο διεθνές και ελληνικό τραπεζικό σύστημα, οι διαφορές στους ισολογισμούς τους, καθώς και η συμπεριφορά των ελληνικών τραπεζών πριν και μετά τις κρίσεις των τελευταίων ετών. Στην τέταρτη ενότητα, αναλύεται η κρίση στην ευρωζώνη και την Ελλάδα, η οποία ακολούθησε τη διεθνή χρηματοοικονομική και οικονομική κρίση, ενώ περιγράφονται οι σημαντικές και διαφορετικές αδυναμίες των χωρών της ευρωζώνης, που οδήγησαν στην εκδήλωσή της. Στην πέμπτη ενότητα, γίνεται εκτενής αναφορά στο πιο ειδικό θέμα της έλλειψης ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας, που και αυτή οδήγησε σταδιακά στη σημερινή κρίση. Στην έκτη ενότητα, επιχειρείται μια ανάλυση της επίδρασης της κρίσης σε συγκεκριμένες αγορές. Τέλος, στην έβδομη ενότητα γίνεται μια ενδελεχής περιγραφή ζητημάτων που άπτονται της εποπτείας του χρηματοοικονομικού χώρου μετά τη διεθνή κρίση.

Στη συνέχεια, στο Εδάφιο 3, με βάση και τα συμπεράσματα των επτά ενοτήτων του Εδαφίου 2, γίνεται μια πιο συγκεκριμένη ανάλυση των σημερινών διλημμάτων που καλείται να αντιμετωπίσει η ελληνική οικονομία και, ειδικότερα, ο χρηματοοικονομικός χώρος. Ως γνωστόν, από την αρχή του 2011 η συζήτηση για ένα είδος αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους έχει φουντώσει και καθώς η ύφεση συνεχίζεται για τρίτη συνεχόμενη χρονιά, η μεταρρυθμιστική κόπωση αυξάνεται και οι κινδυνολόγοι πολλαπλασιάζονται. Πράγματι, οι κίνδυνοι που πρέπει να τιθασευτούν είναι σοβαροί, όχι μόνο στον οικονομικό και χρηματοοικονομικό χώρο αλλά και στον πολιτικό: Θα έρθει σύντομα η οικονομική ανάκαμψη; Θα παραμείνει σταθεροποιητικός παράγων το τραπεζικό σύστημα στην Ελλάδα; Θα υλοποιηθούν οι απαιτούμενες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις; Θα μπορέσει η Ελλάδα να επανέλθει και να δανείζεται στις αγορές στο μέλλον; Θα αντέξει η ελληνική κοινωνία μια μακρά περίοδο μειούμενου βιοτικού επιπέδου χωρίς τριβές; Τα ερωτήματα αυτά και οι κίνδυνοι αναλύονται σε βάθος. Για να μην προκαλέσουν κάποιο ατύχημα που θα εκτροχίαζε την ελληνική οικονομία και θα οδηγούσε σε μια αρνητική δυναμική, έναν ανατροφοδοτούμενο φαύλο κύκλο μείωσης των οικονομικών προσδοκιών και του βιοτικού επιπέδου, απαιτείται σύνεση, σωφροσύνη και αποφυγή ακραίων αντιδράσεων από όλους τους φορείς-επιχειρήσεις, εργαζομένους, νοικοκυριά και πολιτικό προσωπικό.

Στο τελευταίο Εδάφιο 4, ανακεφαλαιώνονται τα κύρια συμπεράσματα του άρθρου, με έμφαση στη μελλοντική πορεία της Ελλάδας.

1. Οι προβλέψεις του Μνημονίου για την επόμενη δεκαετία

Σήμερα στην Ελλάδα, η παλιά εποχή της ευφορίας, της υπερκατανάλωσης και του εύκολου πλουτισμού πέρασε ανεπιστρεπτί. Η εποχή της σύγκλισης του ελληνικού βιοτικού επιπέδου προς τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, που διήρκεσε μια γεμάτη δωδεκαετία από το 1996 και ύστερα, έφτασε στο τέλος της το 2009. Όπως θα δούμε αργότερα, η ευημερία δεν είχε βασιστεί σε ισόρροπους ρυθμούς ανάπτυξης και έτσι, με την πρώτη αρνητική διεθνή αναταραχή, όπως αυτή του 2007-2009, η οποία εισήγαγε την ύφεση στη χώρα μας, η εγχώρια οικονομία αποσταθεροποιήθηκε. Η εποχή της σύγκλισης μετατράπηκε σε εποχή της στασιμότητας, των χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης και της πραγματικής απόκλισης, δηλαδή της σταδιακής απομάκρυνσης του βιοτικού μας επιπέδου από το αντίστοιχο των ευρωπαίων εταίρων μας.[2]

Η γενιά των σημερινών 50-άρηδων, 60-άρηδων και 70-άρηδων, η αποκαλούμενη και γενιά του Πολυτεχνείου ή της Μεταπολίτευσης, εθισμένη ίσως στο να πιστεύει ότι έχει μόνο δικαιώματα και όχι υποχρεώσεις απέναντι στο κράτος και την ευρύτερη κοινωνία, αφήνει στα παιδιά της και τα εγγόνια της, τη λεγόμενη νέα γενιά του Μνημονίου, έναν παραμελημένο, ανοργάνωτο, αυθαίρετο και σπάταλο ευρύτερο δημόσιο τομέα, ο οποίος έχει επιπλέον σωρεύσει και ένα χρέος που σε σχέση με το μέγεθος της οικονομίας είναι το δεύτερο υψηλότερο στον κόσμο[3]! Το χρέος αυτό πρέπει να το αποπληρώσουν κυρίως οι νεότερες γενιές, θυσιάζοντας τη δική τους ευημερία και κατανάλωση χάριν της προηγούμενης απερισκεψίας των γονιών τους. Επιπλέον, θα πρέπει να το αποπληρώσουν έχοντας συγχρόνως κληρονομήσει λιγότερους βαθμούς ελευθερίας στη δυνατότητά τους να το επιτύχουν. Και αυτό επειδή η γενιά της Μεταπολίτευσης αφήνει πίσω της και μια οικονομία μη ανταγωνιστική, με το μικρότερο ποσοστό εξαγωγών στην ευρωζώνη και με διαρκή και μεγάλα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών. Η σημερινή ελληνική οικονομία δεν μπορεί εύκολα να παράγει ανταγωνιστικά προϊόντα και υπηρεσίες και να δημιουργεί πλούτο για να ενσωματώσει τους νέους στο εργατικό δυναμικό της, ώστε αυτοί με τη σειρά τους να έχουν το εισόδημα που θα τους επιτρέπει να αποπληρώσουν τα δανεικά των γονιών τους. Απαιτείται άμεσα σήμερα μια στροφή στο υπόδειγμα ανάπτυξης με έμφαση τις εξαγωγές και την ανταγωνιστικότητα.

Οι προβλέψεις των ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ (ή Τρόικα), για την ελληνική οικονομία συμπυκνώνονται στον παρακάτω Πίνακα 1. Μια ενδελεχής ανάλυση των προβλέψεων ξεφεύγει από τα όρια του άρθρου. Ο αναγνώστης πρέπει όμως να συγκρατήσει τέσσερα χαρακτηριστικά των προβλέψεων αυτών, τα οποία αποσαφηνίζουν το σκεπτικό των ξένων δανειστών μας για τη δυνατότητα επανεκκίνησης και ομαλοποίησης της ελληνικής οικονομίας.

Το πρώτο χαρακτηριστικό είναι οι συγκεκριμένες προβλέψεις για την πραγματική οικονομία. Στο σενάριο βάσης, η οικονομία ανακάμπτει σταδιακά από το 2012 με ρυθμό 1,1%, ενώ φτάνει το 2,7% το 2015 και το 3% το 2020. Οι ρυθμοί αυτοί είναι κάτω του ιστορικού μέσου της περιόδου 1996-2008 και υπό προϋποθέσεις επιτεύξιμοι. Συγχρόνως, ο πληθωρισμός κάθε χρόνο βρίσκεται κάτω του 2%, που είναι και ο στόχος της ΕΚΤ για τον μέσο όρο της ευρωζώνης, γεγονός που υποδηλώνει ότι η Ελλάδα αναμένεται να καταφέρει να σπάσει την ολιγοπωλιακή διάρθρωση των αγορών και να επιφέρει ανταγωνιστικότητα στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών, αλλά και στην αγορά εργασίας. Τέλος, παρατηρήστε ότι το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται στο -4,4% ΑΕΠ το 2015, δηλαδή να μην έχει επέλθει γρήγορα η πλήρης εξωτερική ισορροπία.[4]

---

[2] Για μια περιγραφή των ανισορροπιών της ελληνικής οικονομίας και των πιθανών μελλοντικών επιπτώσεων, βλέπετε την προ-κρίσης ανάλυση του υπογράφοντος [Χαρδούβελης (2007)].

[3] Στην Ιαπωνία το χρέος είναι υψηλότερο ως ποσοστό του ΑΕΠ αλλά εκεί βρίσκεται στα χέρια των ίδιων των Ιαπώνων, δηλαδή το κράτος έχει δανειστεί από τους πολίτες του. Στην Ελλάδα, το χρέος αποτελεί πρόβλημα διότι το μεγαλύτερο μέρος του βρίσκεται στα χέρια ξένων υπηκόων. Αυτό σημαίνει ότι η εξυπηρέτηση και μελλοντική αποπληρωμή του χρέους συνεπάγεται μεταφορά πόρων από Έλληνες σε μη Έλληνες. Αυτοί οι πόροι αφαιρούνται από την παραγωγική διαδικασία εντός Ελλάδας. Ήδη τα στοιχεία του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών δείχνουν ότι κάθε χρόνο φεύγουν από την Ελλάδα τόκοι και μερίσματα της τάξης του 4,5% του ΑΕΠ!

[4] Το ποσό αυτό, περίπου €11,1 δισ., αφορά κυρίως τις καθαρές μεταβιβάσεις τοκομεριδίων και μερισμάτων στο εξωτερικό, αφού μη έλληνες πολίτες έχουν αγοράσει τα 3/4 των ελληνικών ομολόγων και το 50% των μετοχών στο χρηματιστήριο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Οι προβλέψεις των ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ για την Ελλάδα

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2020
ΑΕΠ πραγματικό (% μεταβολή)	-2,0	-4,5	-3,0	1,1	2,1	2,1	2,7	3,0
ΑΕΠ αποπληθωριστής (%)	1,5	2,3	1,6	0,4	0,8	1,2	0,6	1,8
ΑΕΠ ονομαστικό (€ δισ.)	235	229	226	229	236	244	252	315
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (% ΑΕΠ)	-11,0	-10,5	-8,2	-7,1	-6,6	-5,5	-4,4	–
Ονομαστικό Επιτόκιο Δημ. Χρέους (%)	4,8	4,9	4,6	5,0	5,4	5,7	5,7	5,9
Επιτόκιο 10-ετούς Γερμανικού Ομολόγου (μβ)	–	225	275	350	350	350	350	350
Περιθώριο Ελληνικού Επιτοκίου (μβ)	–	550	525	350	300	300	300	250
Δαπάνες για Τόκους (€ δισ.)	12,4	14,6	15,1	17,3	19,7	21,2	21,4	23,7
Δαπάνες για Τόκους (% ΑΕΠ)	5,3	6,4	6,7	7,5	8,3	8,7	8,5	7,5
Πρωτογενείς Δαπάνες (% ΑΕΠ)	47,9	43,5	44,0	41,7	38,5	33,2	32,2	30,5
Έσοδα Γεν. Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)	37,8	40,4	43,1	42,8	42,0	39,3	38,5	36,5
Πρωτογενές Ισοζύγιο (% ΑΕΠ)	-10,1	-3,2	-0,9	1,0	3,5	6,0	6,3	5,9
Ισοζύγιο Γεν. Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)	-15,4	-10,5*	-7,5	-6,5	-4,8	-2,6	-2,1	-1,6
Ισοζύγιο Γεν. Κυβέρνησης (€ δισ.)	-36,2	-22,0	-16,9	-14,9	-11,3	-6,3	-5,3	-5,0
Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ)	127	143	153	159	158	154	151	130
Δημόσιο Χρέος (€ δισ.)	298	327	345	364	373	375	381	409

* Μετά την πρόσφατη αναθεώρηση των στοιχείων της Eurostat (26.04.2011). Σημειώσατε ότι οι προβλέψεις για τον ρυθμό ανάπτυξης του 2011 και 2012 φαίνεται να έχουν ήδη αναθεωρηθεί προς τα κάτω στο -3,8% και 0,8% αντίστοιχα, από τον αρχικό -3% και 1,1%, που εμφανίζεται στον Πίνακα.

ΠΗΓΗ: EC/ECB/IMF Adjustment programme, Eurobank EFG Research

Η συζήτηση για τον ρεαλισμό των προβλέψεων της μελλοντικής οικονομικής μεγέθυνσης έχει πολλαπλασιαστεί στη διάρκεια του 2011, καθώς η ύφεση συνεχίζεται. Ιδιαίτερη μνεία γίνεται στην αναμενόμενη ανάκαμψη του 2012, η οποία αποτελεί ένα μεγάλο ερωτηματικό και αναλύεται αργότερα μαζί με τους υπόλοιπους κινδύνους στο Εδάφιο 3. Πολλοί ισχυρίζονται, για παράδειγμα, ότι η απαιτούμενη δημοσιονομική προσαρμογή του Μνημονίου είναι εξοντωτική και επιφέρει ακόμα μεγαλύτερη ύφεση, αναιρώντας έτσι την όλη προσπάθεια προσαρμογής. Η συζήτηση έχει μεταφερθεί και στο πολιτικό πεδίο, με την Αξιωματική Αντιπολίτευση να ζητά επαναδιαπραγμάτευση του Μνημονίου και να επιμένει σε διάνθισή του με συγκεκριμένη αναπτυξιακή πολιτική μέσω μείωσης των φορολογικών συντελεστών. Την πρόταση μείωσης των φορολογικών συντελεστών δεν φαίνεται να την ενστερνίζεται η Τρόικα, τουλάχιστον προς το παρόν, όσο δηλαδή τα ελλείμματα του Δημοσίου παραμένουν υψηλά.

Το δεύτερο χαρακτηριστικό του προγράμματος είναι η δραματική συρρίκνωση του κράτους. Οι πρωτογενείς δαπάνες της Γενικής Κυβέρνησης μειώνονται από 47,9% το 2009 σε 30,5% το 2020. Σημειώστε ότι στις πρωτογενείς δαπάνες περιλαμβάνονται και οι μεταβιβάσεις, οι περισσότερες από τις οποίες είναι ανελαστικές, όπως για παράδειγμα οι δαπάνες για συντάξεις, που ακόμα και με τον νέο ασφαλιστικό νόμο, δεν πρόκειται να μειωθούν ως ποσοστό του ΑΕΠ. Το 2010 οι ασφαλιστικές δαπάνες έφτασαν το 11,4% του ΑΕΠ. Αν αφαιρεθούν μόνον αυτές από τις πρωτογενείς δαπάνες, γίνεται αντιληπτό ότι το κράτος αναμένεται να μειωθεί τουλάχιστον στο ήμισυ από το μέγεθος που έχει σήμερα. Συνεπώς, η συρρίκνωση των δαπανών στο μεσοπρόθεσμο σχέδιο 2012-2015, δεν πρέπει να εκπλήσσει, αφού είναι συμβατή με τους αρχικούς στόχους του Μνημονίου και αποτελεί πρόδρομο της συνολικής συρρίκνωσης του κράτους. Η συρρίκνωση αυτή υποδηλώνει ότι παράλληλα αναμένεται να αναπτυχθεί ο ιδιωτικός τομέας για να καλύψει το κενό της παραγωγής και των θέσεων εργασίας. Αυτό δεν είναι εύκολο αν η γραφειοκρατία και τα εμπόδια στο επιχειρείν παραμείνουν όπως σήμερα. Τα θέματα αυτά αναλύονται με μεγάλη λεπτομέρεια στα άρθρα της Ενότητας 2.Ε για την ανταγωνιστικότητα.

Το τρίτο χαρακτηριστικό είναι ιδιαίτερα ενδιαφέρον, αφού στις προβλέψεις καταγράφεται ένα έντονο φαινόμενο αρνητικής χιονοστιβάδας στο χρέος. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι το ονομαστικό επιτόκιο είναι υψηλότερο του ονομαστικού ρυθμού ανάπτυξης. Οι προβλέψεις είναι ιδιαίτερα αισιόδοξες για την ικανότητα του ελληνικού κράτους να επανέλθει και να δανειστεί στις αγορές με λογικά επιτόκια. Το περιθώριο επιτοκίου με τη Γερμανία αναμένεται στις 3,5 ποσοστιαίες μονάδες το 2012 και στις 2,5 το 2020. Έτσι, στις προβλέψεις το οριακό επιτόκιο δανεισμού της Ελλάδας είναι σχετικά χαμηλό, π.χ. στο 7% το 2012 και στο 6% το 2020. Παρά αυτές τις ιδιαίτερα αισιόδοξες προβλέψεις για τα επιτόκια, ο ονομαστικός ρυθμός ανάπτυξης κάθε χρόνο αναμένεται μικρότερος του ονομαστικού επιτοκίου. Για παράδειγμα, το 2012 είναι 1,5% και το 2020 4,8%. Η σχέση αυτή μεταξύ επιτοκίων και ονομαστικού ρυθμού ανάπτυξης επιδεινώνει το χρέος ως ποσοστό του ονομαστικού ΑΕΠ, αφού πιέζει τον αριθμητή του κλάσματος να αυξάνεται γρηγορότερα από τον παρονομαστή. Κατά συνέπεια, η σταθεροποίηση και μετέπειτα μείωση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ απαιτεί πρωτογενή πλεονάσματα. Στις προβλέψεις της Τρόικας, το πρωτογενές πλεόνασμα γίνεται θετικό το 2012 και φτάνει την περιοχή του 6% από το 2014 και μετά. Αυτή η πειθαρχία του κράτους στις δαπάνες και τα έσοδά του είναι πολύ αισιόδοξη, αφού στο παρελθόν η Ελλάδα ποτέ δεν μπόρεσε να έχει τόσο μεγάλα πρωτογενή πλεονάσματα, ακόμα και την περίοδο αξιολόγησης της χώρας για την είσοδό της στην ευρωζώνη. Αποτελεί ένα δυνατό επιχείρημα για όσους επιμένουν στο «κούρεμα» των οφειλών του Δημοσίου εδώ και τώρα.

Το τέταρτο χαρακτηριστικό είναι η πορεία του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ, στο οποίο αναφερθήκαμε νωρίτερα. Το ποσοστό αυτό μειώνεται σταδιακά μετά το 2013 για να φτάσει το 130% του ΑΕΠ το 2020. Συνεπώς, ακόμα και μετά μια δεκαετία, το ύψος αυτό, που σε ονομαστικούς όρους φτάνει τα €409 δισ., παραμένει υπερβολικό, ιδιαίτερα σε σύγκριση με τα υπόλοιπα μέλη της ευρωζώνης. Φυσικά, αν ο ρυθμός ανάπτυξης επιταχυνθεί, π.χ. κατά μία ποσοστιαία μονάδα κατά μέσο όρο, ο λόγος χρέους προ ΑΕΠ μειώνεται –σύμφωνα με την Τρόικα– στο 91%, ενώ μειώνεται ακόμα περισσότερο αν οι ιδιωτικοποιήσεις φέρουν έσοδα της τάξης των €50 δισ. Τα στοιχεία αυτά επικαλούνται όσοι επιμένουν ότι το χρέος είναι βιώσιμο, ότι μπορεί δηλαδή να ξεκινήσει μια καθοδική πορεία ως ποσοστό του μεγέθους της οικονομίας. Οι ίδιοι μάλιστα ισχυρίζονται ότι η αντίθετη άποψη του κουρέματος είναι όχι μόνον πολιτικά ανεδαφική, αφού αποτελεί επιλογή της ευρωζώνης και όχι της Ελλάδας, αλλά και επικίνδυνη σχετικά με τον αποκλεισμό της χώρας από τις αγορές, το ύψος των μελλοντικών επιτοκίων στην Ελλάδα, την έλλειψη επαρκών δανειακών κεφαλαίων προς τον ιδιωτικό τομέα και κατά συνέπεια τη μείωση των μελλοντικών ρυθμών των επενδύσεων και της οικονομικής μεγέθυνσης.

Σημειώστε ότι η εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους για ένα τόσο μεγάλο χρέος (φτάνει το 8,7% του ΑΕΠ το 2014 στον Πίνακα 1) φαντάζει εξαιρετικά δύσκολη στους περισσότερους ξένους αναλυτές και ιδιαίτερα στους ξένους δανειστές μας. Οι αγορές δεν πιστεύουν ότι το χρέος είναι βιώσιμο και προεξοφλούν ένα σημαντικό «κούρεμα». Συνεπώς, απαιτούν υψηλά ασφάλιστρα κινδύνου για την παροχή περαιτέρω δανείων στη χώρα μας. Τα επιτόκια στον μακροπρόθεσμο δανεισμό της χώρας, π.χ. για 10 έτη, έχουν φτάσει σε υπερβολικά ύψη στη διάρκεια του 2011, υπερβαίνοντας για μεγάλο διάστημα ακόμα και τις 15 ποσοστιαίες μονάδες. Αυτό είναι ένα θέμα που αναλύεται αργότερα στο Εδάφιο 3.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Η δυναμική του δημόσιου χρέους

Η δυναμική του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ εξαρτάται από τρεις βασικούς παράγοντες:

1. Το πρωτογενές ισοζύγιο της τρέχουσας χρονιάς t – το ισοζύγιο της εκτέλεσης του προϋπολογισμού Γενικής Κυβέρνησης πριν από την πληρωμή τόκων, PB_t.
2. Το αποτέλεσμα της χιονοστιβάδας – δηλαδή της (σταθμισμένης με το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ) διαφοράς ανάμεσα στο μέσο σταθμικό ονομαστικό επιτόκιο αποπληρωμής του δημόσιου χρέους, i_t, και του ονομαστικού ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας, y_t. Το αποτέλεσμα της χιονοστιβάδας μπορεί να λειτουργήσει είτε αρνητικά (αρνητική χιονοστιβάδα) όταν $i_t > y_t$, αυξάνοντας το ποσοστό του σωρευμένου χρέους, όπως συμβαίνει σήμερα, είτε θετικά (θετική χιονοστιβάδα), όταν $i_t < y_t$, όπως συνέβαινε την περίοδο έως το 2007, μειώνοντας το ποσοστό του σωρευμένου χρέους.
3. Την εθνικολογιστική προσαρμογή, η οποία εξασφαλίζει τη συνέπεια ανάμεσα στη ροή του καθαρού δανεισμού και στη μεταβολή του επιπέδου του ακαθάριστου δημόσιου χρέους. Αυτός ο συνοπτικός όρος περιλαμβάνει μεταξύ άλλων πραγματοποιηθέντα κέρδη/ζημιές από παρεμβάσεις του δημόσιου τομέα στο τραπεζικό σύστημα, την αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων του Δημοσίου κ.λπ. Ο καθορισμός της εθνικολογιστικής μεταβολής είναι δύσκολος εκ των προτέρων αλλά το μέγεθός της είναι σημαντικό, εκ των υστέρων, για τον προσδιορισμό της μεταβολής του δημόσιου χρέους.

Συνοπτικά, η μεταβολή του δημόσιου χρέους μεταξύ δύο ετών, t-1 και t, μπορεί να περιγραφεί από την παρακάτω ταυτότητα:

$$\Delta(D_t/Y_t) \equiv \underbrace{-(PB_t/Y_t)}_{\text{Πρωτογενές Ισοζύγιο}} + \underbrace{[(D_{t-1}/Y_{t-1})(i_t-y_t)/(1+y_t)]}_{\text{Χιονοστιβάδα}} + \underbrace{(SF_t/Y_t)}_{\text{Εθνικολογιστική Προσαρμογή}}$$

όπου D είναι το δημόσιο χρέος, Y είναι το ονομαστικό ΑΕΠ, y ο ρυθμός ανάπτυξης του ονομαστικού ΑΕΠ, PB το πρωτογενές ισοζύγιο της κυβέρνησης (έσοδα μείον έξοδα), SF η δημοσιονομική προσαρμογή και i το μέσο σταθμικό ονομαστικό επιτόκιο του δημόσιου χρέους.

Σύμφωνα με την παραπάνω σχέση, αρνητικές εξελίξεις στη μεταβολή του δημόσιου χρέους από χρόνο σε χρόνο μπορεί να οφείλονται είτε σε αρνητικές εξελίξεις στο πρωτογενές ισοζύγιο ($PB_t < 0$), είτε σε φαινόμενο αρνητικής χιονοστιβάδας ($i_t > y_t$), είτε σε αρνητικές εξελίξεις αναφορικά με την εθνικολογιστική προσαρμογή, $SF_t > 0$.

Για να κατανοήσουμε καλύτερα την επίπτωση του φαινομένου της αρνητικής χιονοστιβάδας στη μεταβολή του δημόσιου χρέους από έτος σε έτος θα χρησιμοποιήσουμε ένα παράδειγμα. Υποθέτουμε ότι το δημόσιο χρέος για το 2013, το ΑΕΠ και η εθνικολογιστική προσαρμογή εξελίσσονται σύμφωνα με τα στοιχεία του Πίνακα 1. Ταυτόχρονα το μέσο σταθμικό επιτόκιο για το 2014 αυξάνεται κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες σε σχέση με την αντίστοιχη πρόβλεψη του Πίνακα 1 (δηλαδή i_{2014}=8,7%). Σύμφωνα με την παραπάνω ταυτότητα, για να διατηρηθεί το ίδιο επίπεδο δημόσιου χρέους το 2014 θα πρέπει να αυξηθεί το πρωτογενές πλεόνασμα κατά 4,5 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ (από 6,0% σε 10,5% του ΑΕΠ). Από την άλλη, εάν το πρωτογενές πλεόνασμα παραμείνει στο 6,0% του ΑΕΠ τότε το χρέος δε θα μειωθεί από το 158% στο 154% σύμφωνα με τον Πίνακα 1 αλλά θα αυξηθεί στο 158,5% του ΑΕΠ.

2. Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα: Ανακεφαλαίωση της κρίσιμης θεματολογίας των τελευταίων τεσσάρων ετών και των άρθρων του συλλογικού τόμου

Στο παρόν εδάφιο γίνεται μια λεπτομερής επισκόπηση των μεγάλων θεμάτων που προέκυψαν από την πολλαπλή κρίση για τις ελληνικές τράπεζες, τις αγορές και την οικονομία. Κύριο ζητούμενο είναι η εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων, υποβοηθητικών της προσπάθειας απεγκλωβισμού της Ελλάδας από τον σημερινό φαύλο κύκλο της στασιμότητας και των χαμηλών προσδοκιών. Το εδάφιο ακολουθεί τη σειρά των ενοτήτων του συλλογικού τόμου. Περιέχει αυτοτελή ανάλυση των επιμέρους ζητημάτων και ταυτόχρονα περιγράφει με λεπτομέρεια το περιεχόμενο έκαστου άρθρου του τόμου.

Η ανάλυση ξεκινάει στην Ενότητα Α΄ με το γενικό θέμα της αμφίδρομης σχέσης ανάμεσα στην οικονομική δραστηριότητα και τον χρηματοοικονομικό χώρο. Συνεχίζει στην Ενότητα Β΄ με μια επισκόπηση έξι μεγάλων ζητημάτων που προέκυψαν από την έλευση της διεθνούς κρίσης. Στην Ενότητα Γ΄ γίνεται μια ανάλυση των προβλημάτων που επέφεραν η διεθνής και η ελληνική κρίση στις ελληνικές τράπεζες. Κατόπιν στην Ενότητα Δ΄ γίνεται λεπτομερής ανάλυση των μακροοικονομικών προβλημάτων που επέφεραν ή ανέδειξαν οι πολλαπλές κρίσεις των τελευταίων τεσσάρων ετών με έμφαση την Ελλάδα. Η Ενότητα Ε΄ εξειδικεύεται αποκλειστικά στο θέμα της ανταγωνιστικότητας και στα προβλήματα που δημιουργεί η έλλειψή της για την επανεκκίνηση της ελληνικής οικονομίας σε στέρεες βάσεις. Στη συνέχεια, στην Ενότητα ΣΤ΄ αναλύονται οι επιπτώσεις της κρίσης στη λειτουργία συγκεκριμένων αγορών. Τέλος, στην Ενότητα Ζ΄ γίνεται μια επισκόπηση του σημαντικού ζητήματος της εποπτείας του χρηματοοικονομικού χώρου μετά την εμπειρία της διεθνούς κρίσης.

Τα άρθρα αναδεικνύουν τον κομβικό ρόλο του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην αναπτυξιακή διαδικασία και το πώς ένα εύρωστο χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελεί προϋπόθεση για την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας. Αναδεικνύουν επίσης τις διαφορετικές πτυχές της διεθνούς κρίσης και τις αδυναμίες του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος, που πρέπει να επουλωθούν για ένα σταθερό και δίκαιο χρηματοοικονομικό και οικονομικό σύστημα. Η ανάλυση των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών του ελληνικού τραπεζικού συστήματος φανερώνει ότι το δικό μας σύστημα δεν υπήρξε η αιτία της ελληνικής κρίσης αλλά, αντίθετα, το θύμα της.

Η ελληνική κρίση είναι άμεσα συνυφασμένη με την ευρωπαϊκή. Τόσο η Ελλάδα όσο και η ευρωζώνη πάσχουν από έλλειψη δημοσιονομικής εγκράτειας, αλλά και έλλειψη ομοιόμορφου βαθμού ανταγωνιστικότητας. Η απαραίτητη πάντως «εσωτερική υποτίμηση» στην Ελλάδα δεν είναι τόσο μεγάλη όσο συχνά παρουσιάζεται, ενώ για να επουλωθούν οι ανισορροπίες του παρελθόντος απαιτείται, μεταξύ άλλων, δημοσιονομικός περιορισμός, καλύτερη οργάνωση του κράτους, διαρθρωτικός μετασχηματισμός του μοντέλου ανάπτυξης και σημαντική προσαρμογή των ελληνικών επιχειρήσεων στα νέα δεδομένα.

2.Α. Ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού τομέα στην πορεία της οικονομικής ανάπτυξης

Στην *Ενότητα Α΄* περιγράφεται ο ιδιαίτερος ρόλος του χρηματοπιστωτικού τομέα ως διαμεσολαβητικού μηχανισμού στην οικονομία, καθώς και η ιδιαίτερη σημασία της εξασφάλισης χρηματοπιστωτικής σταθερότητας για την επίτευξη διατηρήσιμων ρυθμών ανάπτυξης. Όπως αναφέρουν και οι Μόσχος και Χορταρέας παρακάτω, πλειάδα οικονομετρικών μελετών έχουν δείξει την ύπαρξη μιας αμφίδρομης σχέσης ανάμεσα στην ωριμότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος μιας χώρας και του μέσου ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης. Ανάλογες μελέτες έχουν δείξει και μια αντίστοιχη αμφίδρομη σχέση ανάμεσα στο μέγεθος της έντασης της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης και στο εύρος των κυκλικών διακυμάνσεων της οικονομίας αλλά και στην πιθανότητα έλευσης μιας οικονομικής κρίσης [Χαρδούβελης (2011γ)]. Η Ενότητα Α΄ περιέχει δύο άρθρα του γενικότερου αυτού θέματος.

Στο πρώτο άρθρο της Ενότητας Α΄ ο Καθηγητής του Πανεπιστημίου Αθηνών και Οικονομικός Σύμβουλος της Εμπορικής Τράπεζας κ. *Δημήτριος Μόσχος* και ο Αναπληρωτής Καθηγητής του Πανεπιστημίου Αθηνών κ. *Γεώργιος Χορταρέας* με το άρθρο τους «*Χρηματοπιστωτικό σύστημα και οικονομική δραστηριότητα*» σκιαγραφούν τη σημασία του χρηματοπιστωτικού συστήματος για την οικονομική δραστηριότητα, προχωρώντας σε μία ανασκόπηση της πιο σημαντικής σχετικής βιβλιογραφίας. Εξετάζουν τη μακροχρόνια σχέση ανάμεσα στα δύο μεγέθη, καθώς και τη σχέση των οικονομικών διακυμάνσεων με το μέγεθος της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης, υπό το πρίσμα των καινοτομιών του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την πρόσφατη διεθνή εμπειρία.

Στη συνέχεια, οι συγγραφείς αναλύουν τις κύριες πτυχές της πορείας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος σε συνάρτηση με τις βασικές μακροοικονομικές εξελίξεις, διαπιστώνοντας ότι ένα εύρωστο χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελεί προϋπόθεση για την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας. Για να επιτελέσει τον ρόλο αυτό το χρηματοπιστωτικό σύστημα θα πρέπει να εντοπιστούν και να ενθαρρυνθούν οι παράγοντες εκείνοι που διευκολύνουν την αναπτυξιακή του πτυχή και, ταυτόχρονα, μετριάζουν τους κινδύνους που δημιουργούνται σε συνθήκες ατελούς πληροφόρησης και στρεβλωμένων κινήτρων.

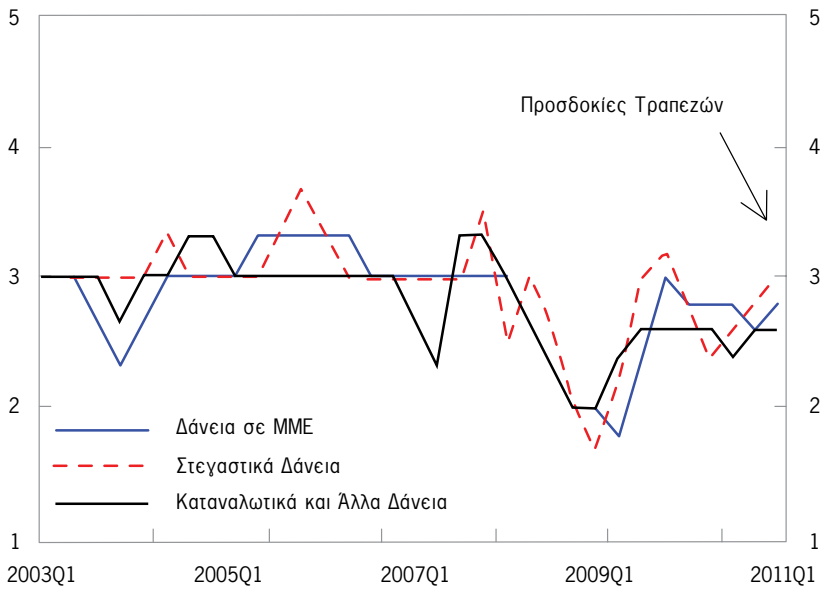
Στο δεύτερο άρθρο: «*Χρηματοπιστωτική σταθερότητα, επενδύσεις και ανάπτυξη*» ο Καθηγητής του Πανεπιστημίου της Οξφόρδης κ. *Δημήτρης Τσομώκος* και ο Λέκτορας του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. *Δημήτρης Βολιώτης* προσπαθούν να προσδιορίσουν τον ρόλο της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην οικονομική δραστηριότητα. Συγκεκριμένα, εξετάζουν τις συνέπειες των ρυθμιστικών παρεμβάσεων που έχουν ως στόχο τη χρηματοοικονομική σταθερότητα και επιχειρηματολογούν ότι οι παρεμβάσεις αυτές οδηγούν σε αύξηση του κόστους χρηματοδότησης των επενδύσεων. Κατά συνέπεια επιδρούν ανασταλτικά στις αποφάσεις ανάληψης νέων επενδυτικών σχεδίων, αλλά και στη βιωσιμότητα των ήδη αναληφθεισών επενδύσεων. Από την άλλη πλευρά, οι παρεμβάσεις βελτιώνουν τα ποιοτικά χαρακτηριστικά των επενδύσεων και μειώνουν την έκθεση σε ηθικό κίνδυνο.

Σύμφωνα με τους συγγραφείς, η αύξηση της ρύθμισης των αγορών μπορεί να ενεργοποιήσει τη χρεοκοπία των επιχειρήσεων, κάτι που έχει ως συνέπεια την αναποτελεσματική κατανομή των επενδυτικών πόρων. Μέσα από τον φαύλο κύκλο υπερχρέωσης-αποπληθωρισμού και της ασύμμετρης επίδρασης των χρηματοοικονομικών ρυθμίσεων στην αγορά χρήματος, ενεργοποιούνται μηχανισμοί που ανατροφοδοτούν τις στρεβλώσεις και δυνητικά μπορεί να οδηγήσουν σε οικονομικές κρίσεις. Η μείωση της αξίας των ενυπόθηκων δανείων σε περίοδο ύφεσης που προκύπτει από τον φαύλο κύκλο υπερχρέωσης-αποπληθωρισμού αυξάνει τη χρηματοοικονομική αστάθεια, ιδιαίτερα όταν δεν υπάρχει ο έλεγχος της νομισματικής πολιτικής.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η ισχυρή αμφίδρομη σχέση μεταξύ τραπεζικών χορηγήσεων και οικονομικής δραστηριότητας, την οποία αναλύουν τα δύο παραπάνω άρθρα, βρίσκεται στο προσκήνιο της σημερινής δημόσιας πολιτικής συζήτησης στην Ελλάδα αναφορικά με το μερίδιο ευθύνης του χρηματοοικονομικού τομέα για το βάθος και τη διάρκεια της ύφεσης. Σε μια αμφίδρομη σχέση και σε μια δεδομένη οικονομική συγκυρία ποτέ δεν είναι ξεκάθαρο ποια είναι η αιτιώδης και ποια η αιτιατή μεταβλητή. Έτσι, σήμερα στην Ελλάδα, πολλοί επιχειρηματίες και πολιτικοί εγκαλούν τις τράπεζες ότι περιορίζουν αντί να επεκτείνουν τις χορηγήσεις δανείων και με αυτό τον τρόπο οδηγούν τις επιχειρήσεις σε μαρασμό και χρεοκοπία, εντείνοντας έτσι την ανεργία και την ύφεση. Από την πλευρά τους, οι τραπεζίτες επιχειρηματολογούν ότι η πιστωτική επέκταση μειώνεται επειδή η ζήτηση για δάνεια έχει μειωθεί, όχι αναγκαστικά η προσφορά δανείων, προσθέτοντας μάλιστα ότι η οποιαδήποτε μείωση της προσφοράς αντικατοπτρίζει το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις και οι ιδιώτες που σήμερα δανείζονται από τις τράπεζες έχουν γίνει λιγότερο αξιόπιστοι όσον αφορά τη μελλοντική αποπληρωμή των δανείων τους.

Σε πρόσφατη ανάλυση του Μαρτίου 2011 της ελληνικής οικονομίας από το ΔΝΤ [IMF (2011)], παρουσιάζονται στοιχεία που δείχνουν ότι τόσο η ζήτηση όσο και η προσφορά δανείων έχει μειωθεί (Διαγράμματα 1 και 2). Το γεγονός αυτό συμφωνεί με την ακαδημαϊκή βιβλιογραφία. Το ΔΝΤ μάλιστα εκτιμά ότι θα υπάρξει μείωση της πιστωτικής ζήτησης τα επόμενα δύο χρόνια ανάλογη της μείωσης της οικονομικής δραστηριότητας, αν και με καθυστέρηση ενός έτους [IMF (2011)]. Οι εξελίξεις αυτές είναι συμβατές με τη διεθνή εμπειρία, όπου σε διεθνείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις οι πραγματικές τραπεζικές πιστώσεις μειώνονται τα πρώτα τρία χρόνια ακόμα και όταν οι οικονομίες επιστρέφουν σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης [Hoggard and Reidhill (2003)].

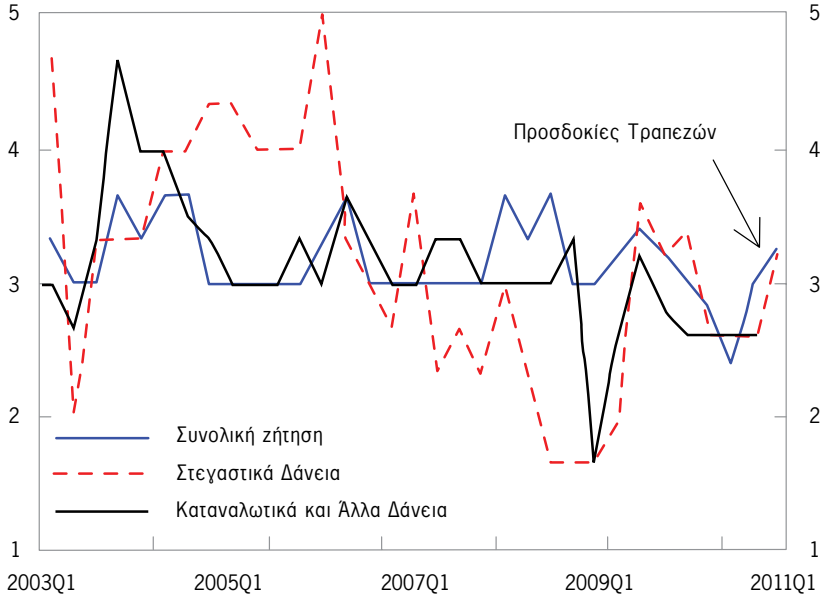
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 Μεταβολές στα κριτήρια έγκρισης δανείων



Κλίμακα: 1=σημαντική αυστηροποίηση των κριτηρίων, 2=αυστηροποίηση, 3=αμετάβλητα κριτήρια, 4=χαλάρωση των κριτηρίων, 5=σημαντική χαλάρωση των κριτηρίων

ΠΗΓΗ: IMF (2011)

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 Μεταβολές στην πιστωτική ζήτηση



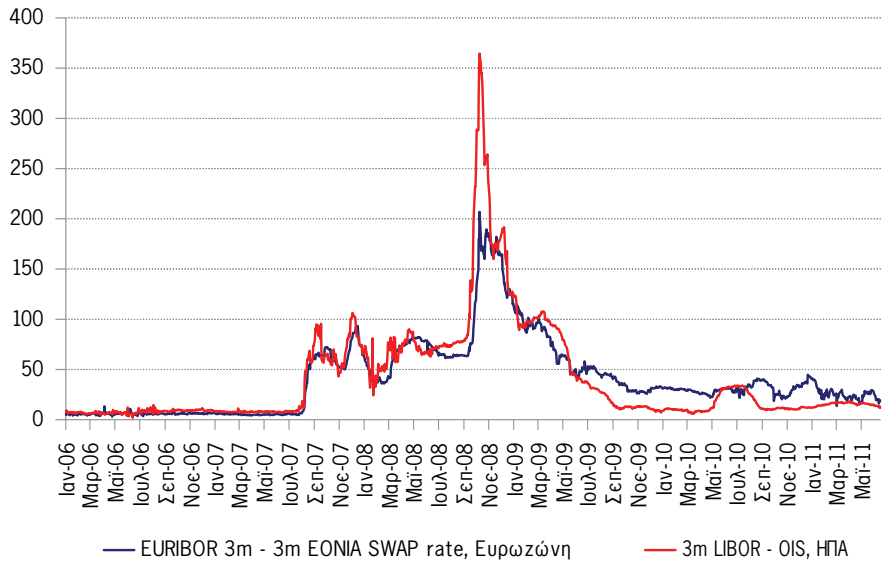
Κλίμακα: 1=σημαντική μείωση, 2=μείωση, 3=αμετάβλητη, 4=αύξηση, 5=σημαντική αύξηση

ΠΗΓΗ: IMF (2011)

2.Β. Έξι μεγάλα θέματα που εγείρονται από τη διεθνή χρηματοοικονομική κρίση

Η χρηματοοικονομική κρίση, που ξέσπασε τον Αύγουστο του 2007 στις ΗΠΑ με επίκεντρο την αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης (subprime), γρήγορα επεκτάθηκε και στην Ευρώπη. Την κρίση προξένησε κυρίως η συμπεριφορά του σκιώδους τραπεζικού συστήματος στις ανεπτυγμένες χώρες της Δύσης, το οποίο είχε βρει τρόπους αποφυγής του κόστους της εποπτείας, όπως οι επενδυτικές τράπεζες, τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου (hedge funds), πολλές ασφαλιστικές εταιρείες με σημαντική έκθεση σε CDS, θυγατρικές τραπεζών με στόχο την επένδυση σε τιτλοποιημένα προϊόντα, μεσάζοντες στην αγορά τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων κ.ά. Η πρόοδος της κρίσης αποτυπώνεται παραστατικά στη διεθνή διατραπεζική αγορά και συγκεκριμένα, στη διαφορά ανάμεσα στα επιτόκια του ακάλυπτου και καλυμμένου διατραπεζικού δανεισμού (Διάγραμμα 3).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 Περιθώρια πιστωτικού κινδύνου στη διατραπεζική αγορά
1η Ιανουαρίου 2006 - 17η Ιουνίου 2011 (Ακάλυπτος μείον καλυμμένος διατραπεζικός δανεισμός)



ΣΗΜΕΙΩΣΗ: Στον κάθετο άξονα περιγράφονται οι διαφορές επιτοκίων σε μονάδες βάσης (εκατοστά ποσοστιαίας μονάδας). Τα στοιχεία είναι ημερήσια. 3m EURIBOR: το επιτόκιο αναφοράς για 3μηνης διάρκειας καταθέσεις σε ευρώ στη διατραπεζική αγορά της ευρωζώνης. EONIA swap rate: το 3μηνο επιτόκιο μιας συμφωνίας ανταλλαγής επιτοκίων (σταθερό με κυμαινόμενο) σε ευρώ. LIBOR: το επιτόκιο για 3μηνης διάρκειας διατραπεζικό δανεισμό σε ευρωδολάρια. OIS overnight index swap: το 3μηνο επιτόκιο μιας συμφωνίας ανταλλαγής επιτοκίων (σταθερό με κυμαινόμενο) σε δολάρια στις ΗΠΑ.

ΠΗΓΗ: Bloomberg

Η σκιώδης χρηματοοικονομική αγορά για πολλά χρόνια υποεκτιμούσε τους κινδύνους και έπαιρνε μεγάλα ρίσκα επιδιώκοντας το γρήγορο και εύκολο κέρδος και μάλιστα υπό την ευλογία των αξιολογικών οίκων. Επένδυε για ίδιο λογαριασμό, χρησιμοποιώντας βραχυχρόνιο δανεισμό ώστε να πολλαπλασιάζει το μέγεθος της επένδυσης και της τελικής απόδοσης. Ο δανεισμός αυτός στέρεψε γρήγορα στη διάρκεια τη κρίσης και επέτεινε τα προβλήματα, μεταδίδοντας τον πανικό και την πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων παντού. Το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα βρέθηκε στο χείλος της καταστροφής,

καθώς χάθηκε η εμπιστοσύνη, οι συναλλακτικές πράξεις μειώθηκαν δραματικά και η ρευστότητα στέρεψε. Μόνο με τη συντονισμένη διεθνή παρέμβαση κεντρικών τραπεζών και κυβερνήσεων και μετά από επίπονες προσπάθειες που διήρκεσαν περίπου δύο χρόνια, το σύστημα τελικά διασώθηκε.

Η ακαδημαϊκή βιβλιογραφία, η οποία αναζητεί τα αίτια της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης αυξάνεται διαρκώς.[5] Ήδη στην Ελλάδα έχουν κυκλοφορήσει δύο συλλογικοί τόμοι, οι οποίοι δεν είναι απλές μεταφράσεις ξένων βιβλίων, αλλά περιέχουν πρωτότυπα άρθρα ερευνητών.[6] Στην παρούσα Ενότητα Β΄ αναλύονται έξι μεγάλα θέματα που προέκυψαν από τη διεθνή χρηματοοικονομική κρίση. Τα θέματα αυτά θα μας απασχολούν για αρκετό χρονικό διάστημα στο μέλλον, όπως οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, τα λογιστικά πρότυπα, η σωστή διαχείριση χρηματοοικονομικών κινδύνων, η λειτουργία των εξω-χρηματιστηριακών αγορών, η συμπεριφορά των αξιολογικών οίκων, καθώς και οι αναμενόμενοι τρόποι που πιθανόν να χρησιμοποιήσουν οι κεντρικές τράπεζες για να αποσύρουν την υπερβάλλουσα ρευστότητα από τις αγορές. Η *Ενότητα Β΄* συνεπώς συμπληρώνει και επεκτείνει τη βιβλιογραφία στην Ελλάδα για τη διεθνή κρίση και θα μπορούσε να αποτελέσει από μόνη της ένα αυτοτελές βιβλίο.

Στο πρώτο άρθρο: «*Εταιρική διακυβέρνηση πριν και μετά την κρίση*», ο Καθηγητής και Πρύτανης του ALBA κ. *Νικόλαος Τραυλός* δίνει ιδιαίτερη έμφαση στα προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης που ανακύπτουν στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, καθώς επίσης και στον ρόλο που έπαιξαν στην πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση. Το άρθρο επισημαίνει ότι απαιτείται ριζική αλλαγή του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης των χρηματοπιστωτικών οργανισμών σε επτά περιοχές: Στα συστήματα αμοιβών των διευθυντικών στελεχών, στη διαχείριση κινδύνου (κυρίως πιστωτικού), στην προστασία των πιστωτών (κυρίως των καταθετών), στο ποσοστό δανειοδότησης των τραπεζών, στη δυνατότητα ανάληψης δραστηριοτήτων εκτός ισολογισμού, στον τρόπο λειτουργίας των εταιρειών αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου, και τέλος, στον τρόπο προσέλκυσης και αξιολόγησης Μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.

Όπως επισημαίνεται από τον κ. Τραυλό, οι σχετικές πρωτοβουλίες μεταρρύθμισης βρίσκονται στη σωστή κατεύθυνση και αναμένεται να ισχυροποιήσουν τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Βεβαίως, είναι υπερβολικό να θεωρούμε πως όλα τα προβλήματα θα αντιμετωπιστούν πλήρως και πως θα θωρακιστεί τέλεια το τραπεζικό σύστημα. Η ιστορία των παγκόσμιων οικονομικών κρίσεων μας διδάσκει πως οι αγορές κινούνται γρηγορότερα από τις ρυθμιστικές, εποπτικές και νομοθετικές αρχές και πως οι κρίσεις δεν προβλέπονται. Αντιθέτως, θεραπεύονται εκ των υστέρων μέχρι το ξέσπασμα μιας νέας κρίσης, ευτυχώς όμως, μετά το πέρασμα πολλών δεκαετιών.

Στο δεύτερο άρθρο: «*Διεθνής κρίση και λογιστικά πρότυπα: Επέτειναν τα λογιστικά πρότυπα το μέγεθος της κρίσης; Πόσο η κρίση επηρεάζει τα μελλοντικά πρότυπα;*», ο Αναπληρωτής Διευθύνων Σύμβουλος της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος κ. *Άνθιμος Θωμόπουλος* περιγράφει τον τρόπο εφαρμογής της εύλογης αξίας στις οικονομικές καταστάσεις και τον αντίκτυπό της. Παραθέτοντας μια σειρά επιχειρημάτων και ευρημάτων της ακαδημαϊκής έρευνας, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η εφαρμογή της εύλογης αξίας δεν επέτεινε την πρόσφατη κρίση και πιο συγκεκριμένα ότι η μεταβλητότητα των οικονομικών καταστάσεων δεν είναι αποτέλεσμα της επιλογής λογιστικών προτύπων. Αντιθέτως, ο συγγραφέας ισχυρίζεται ότι αν τα λογιστικά πρότυπα εισάγουν μεταβλητότητα, τότε αυτό είναι χρήσιμο για τους επενδυτές, καθώς τους βοηθάει να αξιολογήσουν τον κίνδυνο επενδυτικών αποφάσεων.

Σύμφωνα με τον κ. Θωμόπουλο, η χρήση της εύλογης αξίας δεν ενέτεινε την προ-κυκλικότητα στη διάρκεια της διεθνούς κρίσης, αφού η μεγαλύτερη μείωση των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών προήλθε από τις απομειώσεις των δανείων, στα οποία δε βρίσκει εφαρμογή η εύλογη αξία, και όχι από τις

---

[5] Βλέπετε, π.χ. Borio (2008), Bordo (2008) Brunnermeier (2009), Gorton (2008, 2009, 2010), Metrick and Gorton (2010), Reinhart and Rogoff (2009a), Geanakoplos (2010) ή Χαρδούβελης (2009).

[6] Βλέπετε τον τόμο για τη διεθνή οικονομική κρίση «*Οικονομικές Πολιτικές για την Αντιμετώπιση της Κρίσης*», Τεύχος 11, Εργαστήριο Μελετών Οικονομικής Πολιτικής ΕΜΟΠ, Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Υπεύθυνος Έκδοσης Ν. Μπαλτάς, Αθήνα (2010). Βλέπετε, επίσης, τον τόμο για τη διεθνή και ευρωπαϊκή κρίση «*Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;*», Επιμέλεια Ν. Καραμούζης και Γκ. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα (2011).

απομειώσεις στα διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και στις διακρατούμενες μέχρι τη λήξη επενδύσεις. Ο κ. Θωμόπουλος αναφέρεται σε έρευνα που συμπεραίνει ότι η απότομη προσαρμογή των τιμών προς τα κάτω κατά τη διάρκεια της κρίσης, εξηγείται από την αλλαγή των θεμελιωδών μεγεθών και την καλύτερη κατανόηση και τιμολόγηση του συστημικού κινδύνου και δεν είναι αποτέλεσμα μόνον των εσπευσμένων πωλήσεων στις οποίες προέβησαν οι επενδυτές εκείνη την περίοδο.

Ένα τρίτο πολύ μεγάλο θέμα που ήρθε στην επιφάνεια λόγω της διεθνούς κρίσης είναι αυτό της διαχείρισης κινδύνων των τραπεζών. Σε αυτό το θέμα εστιάζεται το άρθρο: «*Διαχείριση Κινδύνων: Διδάγματα από την κρίση και προοπτικές*» από τον πρώην Επικεφαλής του Τομέα Διαχείρισης Κινδύνων του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς κ. *Μιχαήλ Π. Χαραλαμπίδη*. Όπως αναφέραμε νωρίτερα, οι χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι υποτιμολογήθηκαν για μια τουλάχιστον δεκαετία πριν την κρίση και τελικά συνέβαλαν ουσιαστικά στο να οδηγηθούμε σε αυτή. Για να μην επαναληφθούν παρόμοια θέματα στο μέλλον, η διαχείριση των κινδύνων απαιτεί μια νέα οπτική γωνία και νέα εργαλεία αντιμετώπισης.

Ο κ. Χαραλαμπίδης επισημαίνει ότι η αναβάθμιση του ρόλου της λειτουργίας της διαχείρισης κινδύνων αποτελεί εχέγγυο για τη διατήρηση της κερδοφορίας των τραπεζών και επηρεάζει καταλυτικά το επιχειρησιακό πρότυπο λειτουργίας τους διεθνώς. Η κρίση είναι πολύ πιθανό να οδηγήσει σε ένα συντηρητικότερο και με μικρότερη διάθεση ανάληψης κινδύνων διεθνές τραπεζικό σύστημα, το οποίο θα χαρακτηρίζεται από τη σημαντική ενίσχυση του συστήματος εσωτερικού ελέγχου, με ιδιαίτερη έμφαση στην προληπτική λειτουργία διαχείρισης κινδύνων και κεφαλαίου. Προτρέπει τις τράπεζες να μην εφησυχάζουν από τη σχετικά μακρά μεταβατική περίοδο εφαρμογής της «Βασιλείας ΙΙΙ» αλλά να μετασχηματίσουν την εποπτική συμμόρφωση σε απτό επιχειρηματικό όφελος, να αποκαταστήσουν δηλαδή την ικανότητα παραγωγής κερδών και την εσωτερική συσσώρευση κεφαλαίου και ενδεχομένως να αναθεωρήσουν το επιχειρηματικό πρότυπο λειτουργίας τους.

Ένα τέταρτο μεγάλο ζήτημα που ενέκυψε από τη διεθνή χρηματοοικονομική κρίση είναι αυτό της λειτουργίας των εξωχρηματιστηριακών αγορών, οι οποίες από τη φύση τους λειτουργούν ανάμεσα στους μεγάλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς και υπόκεινται σε μικρό έλεγχο από τις εποπτικές αρχές. Ειδικότερα η αγορά των CDS, της οποίας το μέγεθος σε υποκείμενη ονομαστική αξία εκτινάχθηκε από σχεδόν μηδενικό το 2001 σε πάνω από 60 τρισεκατομμύρια δολάρια το 2007,[7] κατηγορήθηκε έντονα ότι συνέβαλε στην επέκταση της κρίσης. Πολλοί έσπευσαν να προτείνουν μέτρα για αλλαγή λειτουργίας της συγκεκριμένης αγοράς ή ακόμη και για την πλήρη απαγόρευσή τους.

Στο άρθρο: «*Ο ρόλος των προθεσμιακών συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου στην κρίση του 2008 στις ΗΠΑ και την ελληνική δημοσιονομική κρίση του 2010*», ο οικονομολόγος της Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων της Eurobank EFG Δρ *Θεόδωρος Σταματίου*, αφού παρουσιάζει τον τρόπο λειτουργίας των Προθεσμιακών Συμβολαίων Ανταλλαγής Πιστωτικού Κινδύνου (CDS), αναλύει τον ρόλο που έπαιξαν στη δημιουργία των κρίσεων, τόσο της διεθνούς, όσο κυρίως της ελληνικής. Η ανάλυση του κ. Σταματίου δείχνει ότι παρ' όλες τις εγγενείς αδυναμίες τους, τα CDS δεν μπορούν να θεωρηθούν ως οι αιτίες της κρίσης. Οι συστημικές επιδράσεις που δημιούργησε η κατάρρευση χρηματοπιστωτικών οργανισμών στις ΗΠΑ δεν προκλήθηκαν μόνο από τα CDS. Επίσης, η εξέλιξη των περιθωρίων των CDS κατά τη διάρκεια της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης του 2010 είναι δυνατόν να εξηγηθεί σε μεγάλο βαθμό από τις μεταβολές στα θεμελιώδη μεγέθη της ελληνικής οικονομίας. Τέλος, η άσκηση κερδοσκοπικών επιθέσεων με τη χρήση CDS δεν είχε σημαντικές επιδράσεις στην εξέλιξη της ελληνικής κρίσης.

Ένα πέμπτο μεγάλο θέμα, που επηρεάζει σήμερα και την Ελλάδα, είναι η συμπεριφορά των αξιολογικών οίκων και ο τρόπος με τον οποίο αντιδρούν στις αξιολογήσεις αυτές οι αγορές. Ας θυμηθούμε ότι οι αξιολογικοί οίκοι κατηγορούνται ότι συνέβαλαν στην έλευση της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης. Ας θυμηθούμε ότι το ελληνικό πρόβλημα με το δημόσιο χρέος ξεσκεπάστηκε πρώτα από τους αξιολογικούς

[7] Σύμφωνα με τα στοιχεία της ISDA (2010) το μέγεθος σε ονομαστική αξία της αγοράς των CDS ήταν κοντά στο μηδέν το 2001, έφτασε τα 60 τρισεκατομμύρια δολάρια το 2007 και από εκεί και πέρα ακολούθησε πτωτική πορεία (26 τρισεκατομμύρια δολάρια το 2010).

οίκους τον Νοέμβριο του 2009 και στη συνέχεια έγινε αντιληπτό από τις αγορές. Ας θυμηθούμε, επίσης, ότι και οι ευρωπαίοι πολιτικοί στη διάρκεια της κρίσης στην ευρωζώνη, προβληματίστηκαν έντονα από το γεγονός ότι ενώ οι αξιολογήσεις των αμερικανικών αξιολογικών οίκων έχουν εισχωρήσει στο διεθνές εποπτικό πλαίσιο της Βασιλείας, αλλά και στο ύψος και την ποιότητα του ενέχυρου που επιθυμεί η ΕΚΤ από τις επιμέρους τράπεζες της ευρωζώνης για να τις δανειοδοτήσεις, δεν υπάρχει αντίστοιχος ευρωπαϊκός αξιολογικός οίκος που να αντιλαμβάνεται επαρκώς τα ρίσκα των ευρωπαϊκών τραπεζών.

Στο άρθρο: «*Οι απόψεις των οίκων αξιολόγησης και οι αγορές*», η Επίκουρη Καθηγήτρια του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. *Κατερίνα Πανοπούλου* και ο Δρ *Χρήστος Τσούμας* αναλύουν τον ρόλο των οίκων αξιολόγησης ως διαμεσολαβητών πληροφόρησης, που είναι όμως συγχρόνως εκτεθειμένοι σε συγκρούσεις συμφερόντων και ηθικό κίνδυνο. Στην εμπειρική τους μελέτη, διερευνούν τη σχέση μεταξύ των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας και των αποδόσεων της αγοράς κρατικών ομολόγων για το διάστημα 1998-2009 για 46 χώρες.

Ο κ. Τσούμας και η κα Πανοπούλου βρίσκουν ότι η προσοχή των επενδυτών στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις για την τιμολόγηση των κρατικών ομολόγων ήταν σημαντικά μειούμενη στο διάστημα 1998-2009. Οι επενδυτές επέδειξαν αγελαία συμπεριφορά, αναζητώντας υψηλές αποδόσεις αλλά δίνοντας συγχρόνως όλο και μικρότερο βάρος στον πιστωτικό κίνδυνο, όπως αυτός αποτυπώνεται στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις. Σύμφωνα με τους συγγραφείς, τέτοιες επενδυτικές συμπεριφορές, σε συνδυασμό με τις κακές πρακτικές των οίκων αξιολόγησης στην περίπτωση των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων στις ΗΠΑ συνετέλεσαν στην εμφάνιση της πρόσφατης συστημικής κρίσης.

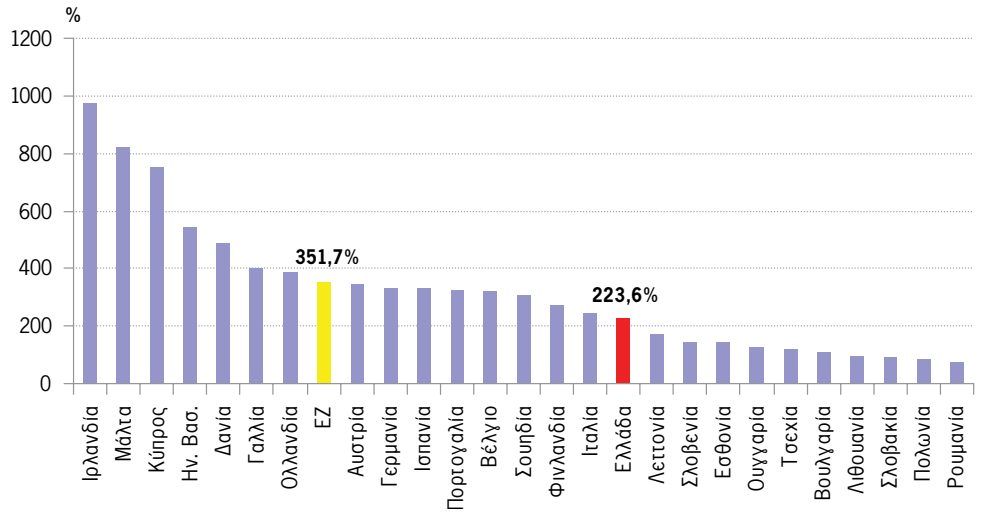
Ένα έκτο μεγάλο ζήτημα που συνεχίζει να υπάρχει και σήμερα και χαρακτηρίζει τα απόνερα της διεθνούς οικονομικής κρίσης είναι το ζήτημα της υπερβάλλουσας ρευστότητας στις αγορές. Στο άρθρο: «*Οι καινοτομίες στη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη από το 2007 έως σήμερα*», ο Καθηγητής του Πανεπιστημίου Αθηνών κ. *Παναγιώτης Αλεξάκης* αναφέρεται στη νομισματική πολιτική που ασκήθηκε στην ευρωζώνη από την έναρξη της τελευταίας κρίσης έως σήμερα και παρουσιάζει τον μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στην οικονομική δραστηριότητα, περιγράφοντας τα βασικά κανάλια μέσω των οποίων μεταδίδεται.

Σύμφωνα με τον κ. Αλεξάκη, η αλυσίδα μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής κατακερματίστηκε στην κρίση. Όμως, η αντίδραση των νομισματικών αρχών με συμβατικά και μη συμβατικά μέτρα ανέκοψαν τον δυσμενή αντίκτυπο της κρίσης. Σήμερα, με το τέλος της κρίσης, πολλά από τα μέτρα αυτά ενέχουν περιορισμούς, αφού δεν προσφέρουν λύση για τη μακροπρόθεσμη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα. Το πρόβλημα μεγεθύνεται όσο ο αντίκτυπος της κρίσης σε ορισμένες οικονομίες διαρκεί και αναγκάζει τη νομισματική πολιτική να παραμένει επεκτατική. Η επαναφορά της νομισματικής πολιτικής σε πιο περιοριστικό πλαίσιο, συνεπάγεται διορθωτικές κινήσεις και εξάλειψη των μη συμβατικών μέτρων.

2.Γ. Οι ελληνικές τράπεζες πριν και μετά την κρίση

Το ξέσπασμα της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης δεν επηρέασε άμεσα την Ελλάδα το 2007 και το 2008, επειδή οι ελληνικές τράπεζες δεν είχαν ακολουθήσει την τάση της τότε εποχής και δεν είχαν επενδύσει σε τοξικά προϊόντα, ούτε είχαν επεκτείνει τις δραστηριότητές τους επιθετικά και γρήγορα και στον υπερβολικό βαθμό που συνέβη σε άλλες χώρες. Έτσι, ο ελληνικός τραπεζικός τομέας παραμένει, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΚΤ, ο μικρότερος σε σχέση με το ΑΕΠ στην παλαιά ΕΕ (Διάγραμμα 4).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4 Ενεργητικό τραπεζών
(% ΑΕΠ, Δεκέμβριος 2010)

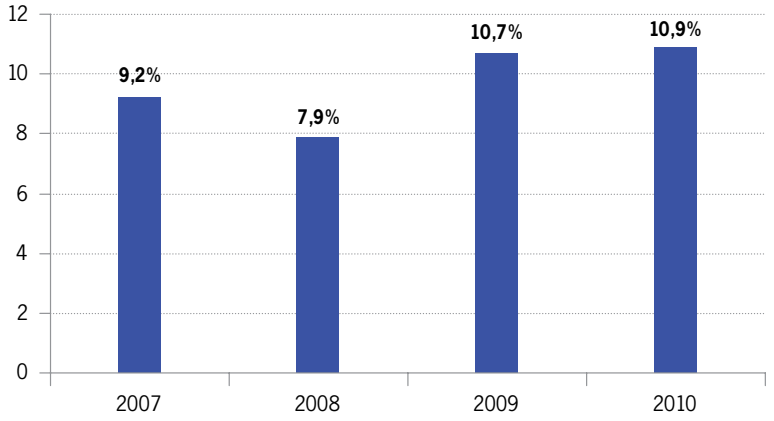


ΠΗΓΗ: ΕΚΤ

Η ύφεση που ήρθε με καθυστέρηση στην Ελλάδα το 2009, επηρέασε αρνητικά και τις ελληνικές τράπεζες. Η ύφεση ξεγύμνωσε τα προβλήματα του ελληνικού δημόσιου τομέα και αύξησε τα επιτόκια δανεισμού του. Οι αξιολογικοί οίκοι υποβάθμισαν την πιστοληπτική ικανότητα του ελληνικού κράτους και στη συνέχεια υποβάθμισαν αυτομάτως, μέσω της πάγιας τακτικής τους, και την πιστοληπτική ικανότητα των ελληνικών τραπεζών και όσων ελληνικών επιχειρήσεων είχαν εκδώσει ιδιωτικά ομόλογα. Η διατραπεζική αγορά στέρεψε για τις ελληνικές τράπεζες, αφού το ενέχυρο των ελληνικών ομολόγων, που στο παρελθόν χρησιμοποιούσαν για να δανείζονται, έπαψε να είναι αξιόπιστο και αποδεκτό από τις δανείστριες τράπεζες του εξωτερικού, αναγκάζοντάς τες να προσφύγουν στην ΕΚΤ. Αντίστοιχα, τα ελληνικά ομόλογα, που οι ελληνικές τράπεζες κρατούσαν στα χαρτοφυλάκιά τους, μετατράπηκαν σε τοξικές επενδύσεις. Η ύφεση αύξησε και το ποσοστό των προβληματικών δανείων και των φιλικών αναδιαρθρώσεών τους, ενώ το κράτος υπό την πίεση εξεύρεσης εσόδων αύξησε την προσωρινή φορολογία των επιχειρήσεων. Η καθαρή κερδοφορία των τραπεζών μειώθηκε κατακόρυφα, καταφέρνοντας όμως να παραμείνει σε θετικά επίπεδα παρά τη μεγάλη αύξηση των προβλέψεων.

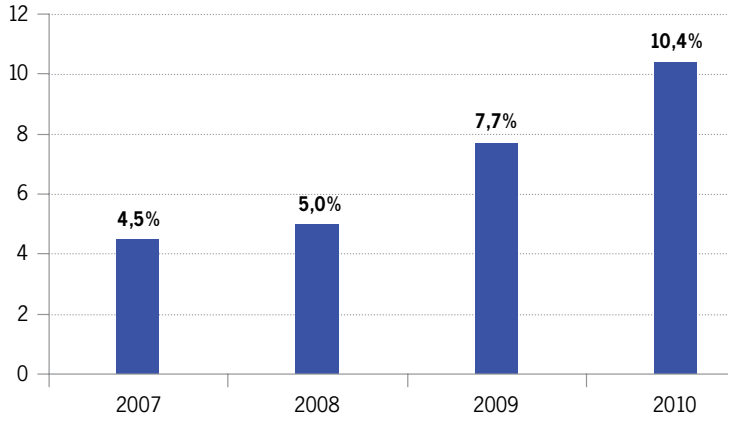
Παρ' όλες τις δυσκολίες, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα μέχρι σήμερα έχει επιδείξει μεγάλες αντοχές. Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας παραμένουν ισχυροί (Διάγραμμα 5) και παρά τη χειροτέρευση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου τους (Διάγραμμα 6). Οι ελληνικές τράπεζες βρίσκονται υπό πίεση να προχωρήσουν σε απομόχλευση, όπως αναφέρει στη συνέχεια ο κ. Μιχαλόπουλος. Όσο η ευρύτερη οικονομική και δημοσιονομική κατάσταση παραμένει δυσχερής, προβάλλεται ως λύση η πώληση στοιχείων του ενεργητικού στο εξωτερικό. Όμως αυτό δεν αποτελεί βέλτιστη λύση, καθώς οι σημαντικές επενδύσεις των ελληνικών τραπεζικών ομίλων στο εξωτερικό αποτελούν όλο και σημαντικότερη πηγή κερδών.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5 Δείκτης Βασικών Κεφαλαίων (Tier I) ελληνικών τραπεζικών ομίλων
(% σταθμισμένου ενεργητικού)



ΠΗΓΗ: ΤτΕ

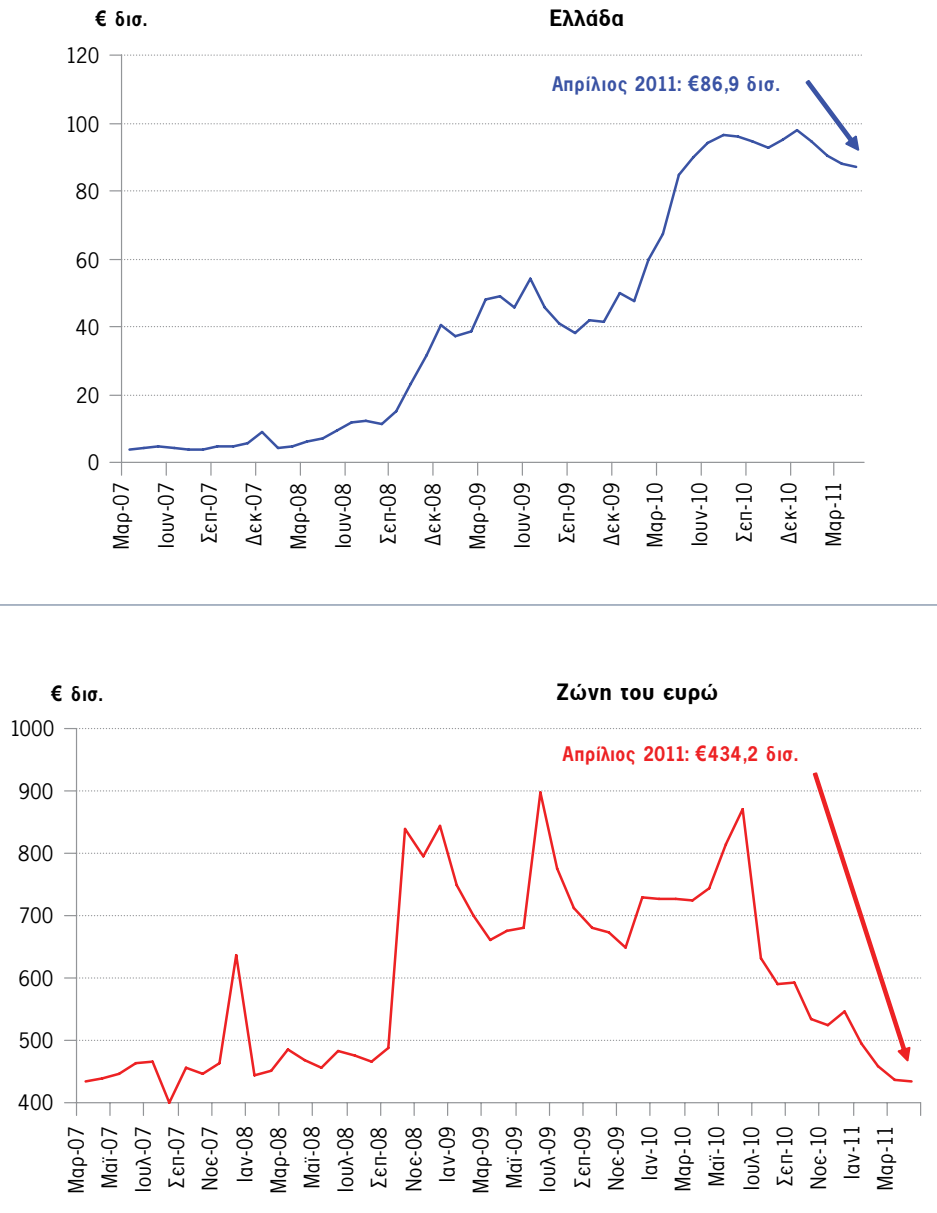
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6 Δάνεια σε καθυστέρηση 90 ημερών των ελληνικών τραπεζών
(% συνολικών δανείων)



ΠΗΓΗ: ΤτΕ

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί η αντίστοιχη συμπληρωματική ανάλυση που παρουσιάζεται στην πρόσφατη Έκθεση του Απριλίου του 2011 του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2010. Εκεί εκτιμάται ότι οι ελληνικές τράπεζες απαιτήθηκε να εξεύρουν συνολικά στο διάστημα Ιανουαρίου 2010 – Φεβρουαρίου 2011 χρηματοδότηση ύψους €74 δισ. εξαιτίας της πτώσης των καταθέσεων στο ίδιο διάστημα ύψους €40 δισ., τη μείωση κατά €26 δισ. της αξίας του συνολικού ενέχυρου που έχουν δώσει στην ΕΚΤ για την άντληση ρευστότητας, και την αποπληρωμή υποχρεώσεων που έληγαν, ύψους €8 δισ. Συνέπεια αυτών ήταν να αυξηθεί σημαντικά η εξάρτηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος από την ΕΚΤ (Διάγραμμα 7), η οποία παραμένει σημαντική σε αντίθεση με τις υπόλοιπες χώρες της ζώνης του ευρώ, όπου η εξάρτηση αυτή μειώνεται.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7 Χρηματοδότηση τραπεζών από την ΕΚΤ



ΠΗΓΕΣ: ΤτΕ, ΕΚΤ

Κρίσιμος είναι και ο ρόλος της παροχής εγγυήσεων στις ελληνικές τράπεζες από το ελληνικό Δημόσιο για την άντληση αυτής της ρευστότητας από την ΕΚΤ. Πρέπει όμως εδώ να τονιστεί ότι αυτές οι εγγυήσεις για τους τίτλους που εκδίδουν οι τράπεζες δίδονται επ' αμοιβή, δηλαδή οι τράπεζες πληρώνουν το ελληνικό Δημόσιο, δεν καταβάλλει αυτό χρήματα στις τράπεζες δωρεάν. Συνολικά από τον Ιανουάριο 2010 μέχρι και τον Φεβρουάριο του 2011, οι τράπεζες είχαν χρησιμοποιήσει €50 δισ. εγγυήσεων για την άντληση ρευστότητας ύψους μόλις €35 δισ. (στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος) εξαιτίας των υποβαθμίσεων της πιστοληπτικής αξιολόγησης του ελληνικού Δημοσίου.

Στην *Ενότητα Γ΄* του συλλογικού τόμου τα άρθρα επικεντρώνονται στα χαρακτηριστικά του ελληνικού τραπεζικού συστήματος με έμφαση τη χρηματοδότησή του πριν και μετά την κρίση. Αναλύονται, επίσης, οι γενικότερες επιπτώσεις της κρίσης στις ελληνικές τράπεζες. Στο πρώτο άρθρο της ενότητας: «*Τραπεζική – τάσεις (πριν) και προοπτικές (μετά την κρίση)*», ο Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. *Άγγελος Α. Αντζουλάτος* συγκρίνει τις τάσεις στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα την εικοσαετία πριν την κρίση με τις αντίστοιχες στην ευρωζώνη και τις ΗΠΑ, και διερευνά τις προοπτικές του για μετά την κρίση. Ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού συστήματος στις ΗΠΑ και την ευρωζώνη ήταν κομβικός στην εκδήλωση και την επέκταση της κρίσης, σε αντίθεση με την Ελλάδα.

Σύμφωνα με τον κ. Αντζουλάτο, η κρίση αναμένεται να φέρει αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο προς μεγαλύτερο παρεμβατισμό, λιγότερες υπερβολές στις διεθνείς χρηματαγορές, ενώ οι ανάγκες της ελληνικής οικονομίας για μείωση των ελλειμμάτων και αύξηση των αποταμιεύσεων προοιωνίζονται μερική αντιστροφή των προγενέστερων αλλαγών στους τραπεζικούς ισολογισμούς και συρρίκνωσή τους. Προοιωνίζονται, όμως, και περισσότερο αποτελεσματικές τράπεζες με μεγαλύτερη συνεισφορά στην οικονομική ανάπτυξη.

Στο δεύτερο άρθρο: «*Συγκέντρωση και ανταγωνιστικότητα στον τραπεζικό τομέα*», ο Αναπληρωτής Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. *Εμμανουήλ Τσιριτάκης* και ο οικονομικός αναλυτής της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος κ. *Ηλίας Τσιριγωτάκης* προχωρούν σε εμπειρική εκτίμηση του επιπέδου ανταγωνιστικότητας του τραπεζικού κλάδου στην Ελλάδα και σε άλλες χώρες αναφοράς, καθώς και στην επίδραση που ασκεί στην ανταγωνιστικότητα η συγκέντρωση του τραπεζικού τομέα.

Οι κκ. Τσιριτάκης και Τσιριγωτάκης βρίσκουν ότι η τραπεζική αγορά στην Ελλάδα είναι ανταγωνιστική. Παράλληλα, ο μονοπωλιακός ανταγωνισμός φαίνεται να αποτελεί την κυριαρχούσα δομή σε Ελλάδα και ΕΕ, συμπέρασμα στο οποίο συγκλίνουν άλλωστε και οι περισσότερες προηγούμενες μελέτες. Τέλος, η εμπειρική τους διερεύνηση στις μεγαλύτερες τράπεζες ενός δείγματος 20 χωρών, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η συγκέντρωση δεν μειώνει την αποτελεσματικότητα του τραπεζικού τομέα.

Στο τρίτο άρθρο: «*Χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών στη διάρκεια της κρίσης*», ο Διευθυντής Χρηματοοικονομικού Σχεδιασμού & Διαχειρίσεως της Alpha Bank κ. *Γιώργος Μιχαλόπουλος* αναδεικνύει το θέμα της χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών, η οποία έχει υποστεί σοβαρό πλήγμα. Παρουσιάζει στοιχεία για την περίοδο πριν την κρίση και τις εξελίξεις κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Σύμφωνα με τον κ. Μιχαλόπουλο, παρότι οι ελληνικές τράπεζες πραγματοποιούν καίριες τομές στη λειτουργία, τον ισολογισμό και τα σχέδιά τους, η αδυναμία εξασφάλισης πόρων τις φέρνει σε κομβικό σημείο. Η ελληνική δημοσιονομική κρίση έχει αποσαθρώσει τη χρηματοδοτική τους βάση, όπως είναι οι πελατειακές καταθέσεις, κλιμακώνοντας την εξάρτησή τους από την ΕΚΤ και από το πρόγραμμα στήριξης του ελληνικού Δημοσίου. Σήμερα φλερτάρουν πλέον με την απομόχλευση και την επιλεκτική εκποίηση στοιχείων του ενεργητικού. Ωστόσο, το κλειδί για την επανένταξή τους στις αγορές συναρτάται με την εξυγίανση και την αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας, καθώς και τη διευθέτηση των ευρωπαϊκών ανισορροπιών που ταλανίζουν τη διεθνή επενδυτική κοινότητα.

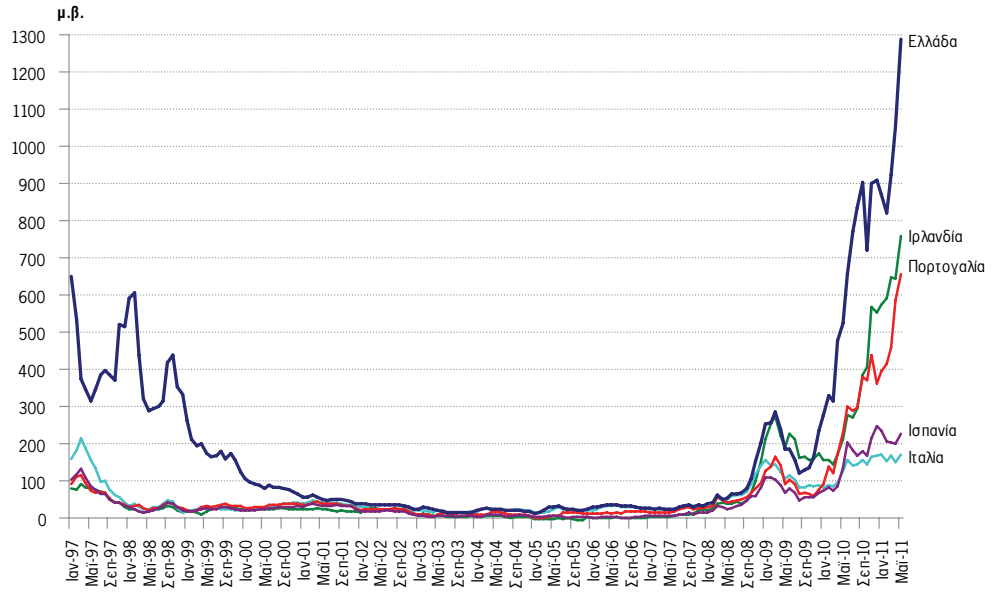
Στο τέταρτο και τελευταίο άρθρο: «*Τιτλοποιήσεις και καλυμμένες ομολογίες ως εργαλεία ρευστότητας*», ο Διευθυντής Capital Management & Τραπεζικής Εποπτείας της Alpha Bank κ. *Νίκος Ζαγορήσιος* και ο Προϊστάμενος της ίδιας διεύθυνσης κ. *Ιωάννης Ασημέλης* αναλύουν τον ρόλο που έπαιξαν οι τιτλοποιήσεις στη δημιουργία της κρίσης αλλά και το μέλλον τους ως μέσα χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών. Οι προγραμματιζόμενες αλλαγές του εποπτικού πλαισίου εκτιμάται ότι θα βελτιώσουν τις αδυναμίες. Άλλωστε οι καλυμμένες ομολογίες, μέσω της τυποποίησής τους, των απλών και διάφανων δομών και του συγκεκριμένου και αυστηρού εποπτικού πλαισίου, είχαν καλύτερη αποδοχή από τους επενδυτές κατά την περίοδο της κρίσης.

Οι κκ. Ζαγορήσιος και Ασημέλης εκτιμούν ότι τα καλυμμένα ομόλογα θα είναι από τα πρώτα εργαλεία που θα χρησιμοποιηθούν από τις ελληνικές τράπεζες για να επιστρέψουν στις κεφαλαιαγορές, ενώ θα αξιοποιηθούν και στη διατραπεζική αγορά ως ενέχυρο. Η μεσοπρόθεσμη ανάκαμψη των διεθνών αγορών των τιτλοποιήσεων και της ελληνικής οικονομίας θα συμβάλουν στο άνοιγμα των αγορών και για τις ελληνικές τιτλοποιήσεις. Αναμένεται να ανακάμψουν πρώτα οι τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων και έπειτα καταναλωτικών δανείων και καρτών.

2.Δ. Η κρίση στην ευρωζώνη και την Ελλάδα

Η χρηματοοικονομική κρίση, η οποία εντάθηκε τον Φθινόπωρο του 2008 μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers και την εσπευσμένη διάσωση της AIG, μετατράπηκε με πρωτοφανή ταχύτητα σε οικονομική κρίση του συνόλου της υφηλίου χάρη στην παγκοσμιοποίηση και την κατάρρευση του διεθνούς εμπορίου στο τέλος του 2008. Οι αρχές, κυβερνήσεις, κεντρικές τράπεζες και διεθνείς οργανισμοί, εκμεταλλευόμενες τα μαθήματα της Μεγάλης Ύφεσης του 1930 παρενέβησαν δυναμικά και έγκαιρα. Αποφεύχθηκαν έτσι τα χειρότερα, καθώς τα έθνη δεν σήκωσαν τείχη προστατευτισμού που θα ενέτειναν την ύφεση. Όμως, οι διεθνείς παρεμβάσεις είχαν τεράστιο κόστος, καθώς τα δημοσιονομικά προβλήματα πολλών χωρών επιδεινώθηκαν και υπό την επιπλέον πίεση της διεθνούς ύφεσης, η θέση τους έγινε δυσχερής. Έτσι η κρίση πέρασε σε επόμενη φάση της και εξελίχθηκε σε δημοσιονομική κρίση [Reinhart & Rogoff (2009β)].

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8 Περιθώρια απόδοσης δεκαετών ομολόγων έναντι γερμανικών (Ιανουάριος 1997 - Μάιος 2011)



ΣΗΜΕΙΩΣΗ: Τα στοιχεία είναι μηνιαίοι μέσοι όροι. Ο κάθετος άξονας περιγράφει μονάδες βάσης (εκατοστά της ποσοστιαίας μονάδας).

ΠΗΓΗ: Eurostat

Στην ευρωζώνη, στο τέλος του 2009, οι αγορές ανακάλυψαν ότι η νομισματική ένωση έπασχε από έλλειψη δημοσιονομικού συντονισμού και έλλειψη διαδικασιών διόρθωσης των προβλημάτων που οδηγούν οι διαφορές στην ανταγωνιστικότητα των χωρών-μελών. Οι αδυναμίες του οικοδομήματος της ευρωζώνης έθεσαν υπό αμφισβήτηση ακόμα και την ίδια την ύπαρξη του κοινού ευρωπαϊκού νομίσματος. Μετά την αποκάλυψη της δημοσιονομικής εκτροπής της Ελλάδας στο τέταρτο τρίμηνο του 2009,[8] η ανέμελη εποχή της περιόδου 1999-2008, όταν η αγορά πίστευε ότι όλες οι χώρες της ευρωζώνης είχαν την ίδια περίπου πιστοληπτική ικανότητα, πέρασε ανεπιστρεπτί (Διάγραμμα 8).

[8] Βλέπετε, Επιτροπή για την Αξιοπιστία των Στατιστικών Στοιχείων (2010).

Κατά την πρώτη φάση της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης, η ελληνική οικονομία απέφυγε σοβαρούς κλυδωνισμούς. Όπως αναφέρθηκε νωρίτερα, η οικονομική ύφεση ήρθε με καθυστέρηση στη χώρα μας, χάρη στην ευρωστία του τραπεζικού του συστήματος, καθώς και στο γεγονός ότι η ελληνική οικονομία είναι μια σχετικά κλειστή οικονομία. Όμως, οι κλυδωνισμοί τελικά δεν αποφεύχθηκαν. Οι αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας υπήρχαν εδώ και πολλά χρόνια και ήταν μεγάλες: Έλλειψη ανταγωνιστικότητας, σπάταλος, υπερμεγέθης και αναποτελεσματικός δημόσιος τομέας. Ξεσκεπάστηκαν με την αλλαγή πολιτικής ηγεσίας τον Οκτώβριο του 2009 και την άμεση αντίδραση των αξιολογικών οίκων με υποβαθμίσεις της χώρας μας.

Έτσι, καθώς η χρηματοοικονομική κρίση του Δυτικού κόσμου ξεθύμαινε από τα μέσα του 2009, η μικρή ελληνική οικονομία βρέθηκε στο επίκεντρο του πολιτικού προβληματισμού ως η κυριότερη απειλή για τη σταθερότητα της ευρωζώνης. Οι εξελίξεις ήταν ραγδαίες. Υπό την πίεση των αγορών αλλά και των χρόνιων διαρθρωτικών αδυναμιών σύντομα οδηγηθήκαμε στα πρόθυρα της παύσης πληρωμών-χρεοκοπίας. Μόνο η παρέμβαση της ΕΕ, του ΔΝΤ και της ΕΚΤ τον Μάιο του 2010 απέτρεψε, προσωρινά έστω, μια τέτοια εξέλιξη. Τότε δόθηκε το δάνειο των €110 δισ. και υπογράφτηκε το Μνημόνιο συνεργασίας, σύμφωνα με το οποίο η Ελλάδα υποχρεούνταν να προβεί σε δημοσιονομικές περικοπές και μεταρρυθμίσεις που θα επανέφεραν την οικονομία σε ισόρροπους ρυθμούς ανάπτυξης χωρίς δημοσιονομικά ελλείμματα.

Το Μνημόνιο προσαρμογής της ελληνικής οικονομίας αποτελεί μια τεράστια πρόκληση για το σύνολο της ελληνικής οικονομίας και κοινωνίας. Την πρώτη χρονιά εφαρμογής του έγιναν πολλά (ασφαλιστικό, εργασιακό, δημοσιονομικό, κ.λπ.). Πάρθηκαν πολλά οριζόντια μέτρα μείωσης των δαπανών και αύξησης της φορολογίας. Η εξέλιξή του όμως παραμένει αβέβαιη. Τα ερωτήματα είναι πολλά και ορισμένα από αυτά αναλύονται στις Ενότητες Δ΄ και Ε΄. Εκεί επιχειρείται η παρουσίαση της ελληνικής κρίσης χρέους και τα ιδιάζοντα προβλήματα που προκύπτουν από αυτή. Διερευνώνται, επίσης, και οι αδυναμίες και ανισορροπίες της ελληνικής οικονομίας που την οδήγησαν σε αδιέξοδο, ενώ αξιολογούνται και τα αίτια της συστημικής ευρωπαϊκής κρίσης.

Στο πρώτο άρθρο της *Ενότητας Δ΄* με τίτλο: «*Η δυναμική του χρέους στις χώρες της ΟΝΕ και οι αντιδράσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών*», ο Καθηγητής του Πανεπιστημίου Αθηνών και Γενικός Διευθυντής του ΙΟΒΕ κ. *Γιάννης Στουρνάρας* και η Προϊσταμένη Τμήματος της Διεύθυνσης Μακροοικονομικής Ανάλυσης & Προβλέψεων του Υπ. Οικονομικών κ. *Νάνσυ Θεοφιλάκου* εξετάζουν εμπειρικά τη βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών στην ΟΝΕ, κατά την περίοδο 1988-2009, ενσωματώνοντας στο οικονομετρικό πλαίσιο τις προσδοκίες των χρηματοπιστωτικών αγορών για την εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης δείχνουν ότι οι κυβερνήσεις φαίνονται να λαμβάνουν μέτρα τόσο όταν το χρέος αυξάνεται (ικανή συνθήκη δημοσιονομικής βιωσιμότητας), καθώς και όταν δυσχεραίνουν οι προσδοκίες των επενδυτών.

Ωστόσο, ο κ. Στουρνάρας και η κα Θεοφυλάκου βρίσκουν ότι η δημοσιονομική προσπάθεια σταθεροποίησης του χρέους προέρχεται από τις χώρες με μικρότερο λόγο χρέους προς ΑΕΠ, ενώ εκείνες με μεγαλύτερο λόγο χρέους φαίνεται να υιοθετούν περιοριστικά δημοσιονομικά μέτρα μικρότερης κλίμακας, αντιδρώντας μόνο στις πιέσεις των αγορών και στη συνακόλουθη αύξηση του κόστους δανεισμού. Μετά την ίδρυση της ΟΝΕ, η δημοσιονομική αντίδραση στην αύξηση του χρέους εξασθενεί, ενώ οι αγορές επιδρούν σημαντικά στην άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής.

Στο δεύτερο άρθρο: «*Συστημική κρίση και διαμάχες στην ευρωζώνη*», ο Καθηγητής στο Αμερικανικό Κολλέγιο Θεσσαλονίκης (ACT) κ. *Αρχοντής Πάντσιος* και ο οικονομολόγος κ. *Καλλίνικος Νικολακόπουλος* αναλύουν τον μηχανισμό των συγκρούσεων και την εμφάνιση συστημικών κρίσεων στο πλαίσιο μιας νομισματικής ένωσης όπως η ευρωζώνη, χρησιμοποιώντας το κλασικό υπόδειγμα της σχέσης ανάμεσα στο διεθνές εμπόριο και τις συγκρούσεις μεταξύ κρατών. Οι δυνητικές συγκρούσεις που οφείλονται στις μακροοικονομικές ανισορροπίες και την απώλεια της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής αντιπαρατίθενται στα οφέλη από τον αυξημένο ανταγωνισμό και τις συναλλαγές. Οι συγκρούσεις στην ευρωζώνη είναι κυρίως ανάμεσα στις πλεονασματικές χώρες του Βορρά (ή του Κέντρου) και τις ελλειμματικές χώρες του Νότου (ή της Περιφέρειας).

Σύμφωνα με τους κκ. Πάντσιο και Νικολακόπουλο, οι δυνητικές διαμάχες μέσα στη νομισματική ένωση έχουν κόστος. Συνεπώς, ο διαφορετικός βαθμός ανταγωνιστικότητας απαιτεί και ένα διαφορετικό μείγμα

πολιτικής που θα διορθώνει το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας των ελλειμματικών χωρών. Απαιτείται ένας μηχανισμός «διόρθωσης» των μακροοικονομικών ανισορροπιών μέσω της δημιουργίας κανόνων που θα αποτρέπουν όχι μόνο τα υπερβολικά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών, αλλά και τα ανάλογα πλεονάσματα μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης.

Στο τρίτο άρθρο: «*Το ελληνικό κράτος στο αναμορφωτήριο: για παρακώλυση του ανταγωνισμού και της οικονομικής ανάπτυξης, αλλά και για ...τάσεις αυτοκαταστροφής*», ο Ανώτερος Διευθυντής Οικονομικών Μελετών της Alpha Bank κ. *Μιχάλης Μασουράκης* αναλύει την κυριότερη κατ' αυτόν αιτία της ελληνικής κρίσης: Την εκτεταμένη κρατική παρέμβαση, η οποία έχει οδηγήσει την ελληνική οικονομία σε ένα τέλμα αναποτελεσματικότητας και χαμηλής ανταγωνιστικότητας. Η προσοδοθηρία καταδικάζει τη χώρα σε χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, ενώ η πολιτική τάξη δεν ανταποκρίνεται στις προσδοκίες των πολιτών.

Ο κ. Μασουράκης παρουσιάζει τις επώδυνες μεταρρυθμίσεις που επιχειρούνται στο πλαίσιο του σταθεροποιητικού προγράμματος υπό την αιγίδα της ΕΕ και του ΔΝΤ. Οι αλλαγές αυτές αναμένεται να βγάλουν τη χώρα από την κρίση και να συμβάλουν στον μαρασμό του παρεμβατικού κράτους. Η δημοσιονομική προσαρμογή μπορεί να επιταχυνθεί εφόσον οι απαραίτητες διαρθρωτικές αλλαγές εφαρμοσθούν με συνέπεια και ταχύτητα. Το μέλλον της ελληνικής οικονομίας πρέπει να αναζητηθεί στην αναδιάταξη της οικονομίας προς διεθνώς εμπορεύσιμους τομείς οικονομικής δραστηριότητας, με τις εξαγωγές, τον τουρισμό και τα ακίνητα να παίζουν τον κυρίαρχο ρόλο στην αναπτυξιακή δυναμική.

Στο τέταρτο άρθρο: «*Πολιτική οικονομία εν μέσω κρίσης*», ο Αναπληρωτής Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. *Χριστόδουλος Στεφανάδης* αναγνωρίζει τα θεσμικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας ως τη βάση του σημερινού αδιεξόδου και εξετάζει τις δυνατότητες που προσφέρει μια θεσμική αναβάθμιση. Τα τρία σημαντικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας είναι α) οι αδύναμοι θεσμοί ιδιοκτησίας και οι στρεβλώσεις στην κατανομή του ταλέντου, β) οι αδύναμοι χρηματοοικονομικοί θεσμοί, και γ) η διαφθορά στη δημόσια διοίκηση.

Σύμφωνα με τον κ. Στεφανάδη, η οικονομική κρίση θα μπορούσε να αποτελέσει μια ευκαιρία για θεσμικές αλλαγές, που θα οδηγούσαν σε σημαντικά μακροπρόθεσμα οφέλη για την ελληνική οικονομία. Η δημιουργία κοινωνικο-πολιτικών συμμαχιών που υποστηρίζουν μια θεσμική βελτίωση είναι πιο εύκολη κατά τη διάρκεια μιας κρίσης. Όμως, επειδή η κρίση είναι ένα σχετικά βραχυπρόθεσμο κυκλικό φαινόμενο, ενώ τα αποτελέσματα μιας θεσμικής αναβάθμισης είναι μακροπρόθεσμα, τα κέρδη από μια θεσμική βελτίωση πιθανώς δεν θα έρθουν εγκαίρως για να βοηθήσουν στην αντιμετώπιση της τωρινής κρίσης.

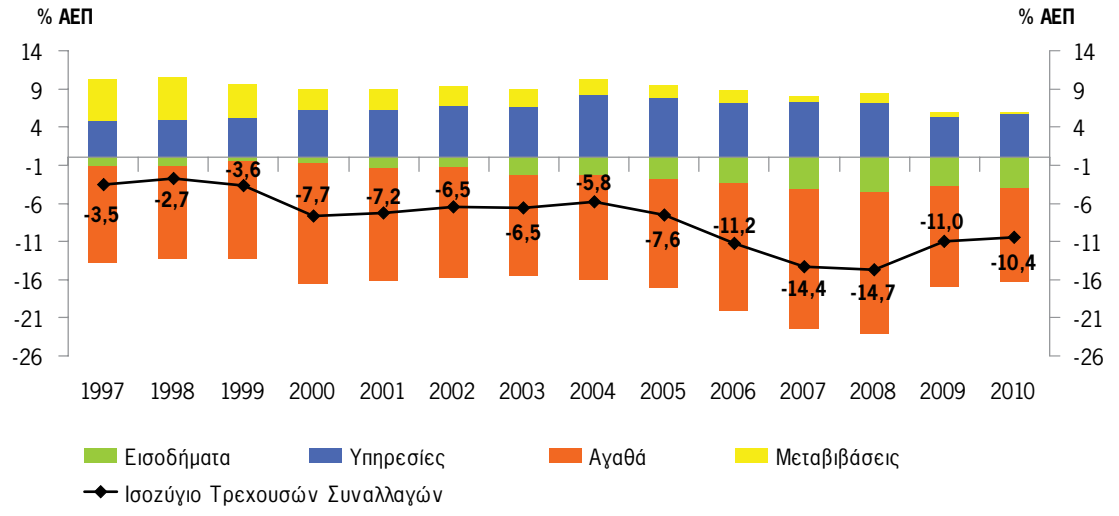
Στο πέμπτο και τελευταίο άρθρο της Ενότητας Δ΄ με τίτλο: «*Μεταρρύθμιση της κοινωνικής ασφάλισης και της αγοράς εργασίας και μακροχρόνιες δημοσιονομικές προοπτικές*», ο Διευθυντής της Διεύθυνσης Οικονομικής Αναλύσεως της Alpha Bank κ. *Δημήτρης Μαρούλης* αναλύει τη σημασία για τη μακροχρόνια δημοσιονομική σταθερότητα των μεταρρυθμίσεων στο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης και στην αγορά εργασίας. Τόσο το ΔΝΤ όσο και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή το 2009 είχαν εκτιμήσει ότι χωρίς σημαντικές αλλαγές, η δυναμική του δημόσιου χρέους, λόγω της οικονομικής πολιτικής και με δεδομένη την τάση γήρανσης του ελληνικού πληθυσμού, παρουσίαζε ακραίες τάσεις αυξανόμενης ανισορροπίας και εκτροχιασμού.

Σύμφωνα με τον κ. Μαρούλη, οι ανισορροπίες αντιμετωπίζονται ουσιαστικά με το εφαρμοζόμενο Πρόγραμμα Δημοσιονομικής Προσαρμογής και Μεταρρυθμίσεων και με την εκ βάθρων μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος και της αγοράς εργασίας της χώρας, τις οποίες και παρουσιάζει συνοπτικά. Η συστηματική εφαρμογή αυτών των πολιτικών και μεταρρυθμίσεων στις επόμενες δεκαετίες αυξάνει τον δυνητικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας και αποκαθιστά συνθήκες μακροχρόνιας δημοσιονομικής ισορροπίας στη χώρα.

2.Ε. Ανταγωνιστικότητα

Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας είναι το βαθύτερο πρόβλημα της ελληνικής οικονομίας και έχει αναγνωριστεί ως μία από τις κύριες αδυναμίες που οδήγησαν στη σημερινή ελληνική κρίση. Κύρια πηγή του είναι η αδυναμία του κράτους να επιβάλλει ένα πλαίσιο κανόνων στις οικονομικές και κοινωνικές σχέσεις των πολιτών μεταξύ τους, καθώς και στις σχέσεις τους με το κράτος, με τρόπο που να διασφαλίζει, να εξυπηρετεί και να γίνεται σεβαστό από όλους, χωρίς συγχρόνως να εμποδίζει τη δημιουργικότητα και την επιχειρηματικότητα.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9 Έλλειμμα Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών
(συνολικό και επιμέρους τομείς, % ΑΕΠ)



ΠΗΓΗ: ΤτΕ

Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας αντανακλάται σε μακροοικονομικό επίπεδο στο έλλειμμα του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών (Διάγραμμα 9) και σε μικροοικονομικό επίπεδο σε διεθνείς δείκτες μέτρησης, όπως αυτοί της Παγκόσμιας Τράπεζας. Οι δείκτες της Παγκόσμιας Τράπεζας παρουσιάζουν στοιχεία για τα χαρακτηριστικά του νομοθετικού περιβάλλοντος της κάθε χώρας που είτε βοηθούν είτε εμποδίζουν την επιχειρηματικότητα και τη δημιουργία θέσεων εργασίας. Σύμφωνα με τα στοιχεία του 2010, η Ελλάδα κατατάσσεται στην καθόλου αξιοζήλευτη 109η θέση σε σύνολο 183 ως προς την ευκολία άσκησης επιχειρηματικής δραστηριότητας. Στον Πίνακα 3 περιγράφονται ορισμένα από τα στοιχεία αυτά.

Στην παρούσα *Ενότητα Ε΄*, μια σειρά πέντε άρθρων εξετάζει το πρόβλημα της χαμηλής ανταγωνιστικότητας τόσο από τη μακροοικονομική όσο και από τη μικροοικονομική σκοπιά. Αναλύονται οι βαθύτερες αιτίες και οι επιπτώσεις στο σύνολο της οικονομίας και τις επιχειρήσεις. Επίσης, παρουσιάζονται προτάσεις που δύναται να οδηγήσουν σε μια πιο σταθερή, ανταγωνιστική και ευημερούσα οικονομία, με την υιοθέτηση των απαραίτητων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων από την πλευρά του κράτους και των κατάλληλων επιχειρηματικών στρατηγικών από την πλευρά των επιχειρήσεων.

Στο πρώτο άρθρο: «*Ανταγωνισμός και ρύθμιση στις αγορές προϊόντων υπό το πρίσμα της κρίσης στην ελληνική οικονομία*», ο Καθηγητής στο Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών κ. *Νικόλαος Βέττας* ασχολείται με τα χαρακτηριστικά των ελληνικών αγορών προϊόντων και υπηρεσιών από την πλευρά του ανταγωνισμού, ειδικότερα

ΠΙΝΑΚΑΣ 3 Δείκτες Ευκολίας του Επιχειρείν 2010

	Κατάταξη	Έναρξη Επιχείρησης (ημέρες)	Κόστος Εγγραφής Ιδιοκτησίας (% αξίας)	Δείκτης Προστασίας Επενδυτών (0-10)	Εξαγωγή Αγαθών (ημέρες)	Πληρωμή Φόρων (ώρες ετησίως)
ΟΟΣΑ		13,8	4,4	6,0	10,9	199,4
ΗΠΑ	5	6	0,5	8,3	7	187
ΗΝ. ΒΑΣΙΛΕΙΟ	4	13	4,1	8,0	7	110
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	22	15	5,1	5,0	7	215
ΙΡΛΑΝΔΙΑ	9	13	6,3	8,3	7	76
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	47	7	7,4	7,0	15	218
ΙΣΠΑΝΙΑ	49	47	7,1	5,0	9	197
ΕΛΛΑΔΑ	109	19	12,7	3,3	20	224

Στον Δείκτη Προστασίας των Επενδυτών, 10≡βέλτιστη προστασία

ΠΗΓΗ: World Bank, Doing Business 2011

υπό το πρίσμα της τρέχουσας κρίσης. Ανεξάρτητα από το εάν υπάρχει υψηλή ή χαμηλή συγκέντρωση, η συνύπαρξη υψηλών περιθωρίων κέρδους και χαμηλής δυναμικής (είσοδος και έξοδος επιχειρήσεων) εξηγείται από τα υψηλά εμπόδια εισόδου. Ενίοτε αυτά είναι θεσμοθετημένα, αλλά κατά κύριο λόγο είναι άτυπα και σχετίζονται με το ασαφές και ευμετάβλητο θεσμικό πλαίσιο, την πολυνομία και τη διαφθορά. Δημιουργείται έτσι μια ασυμμετρία ανάμεσα στους «έσω» και τους «έξω» του συστήματος (incumbents vs potential entrants) στην ελληνική αγορά.

Ο κ. Βέττας επισημαίνει ότι η ελληνική οικονομία δεν θα βγει από την τρέχουσα κρίση εκτός εάν υπάρξει ουσιαστικό άνοιγμα των αγορών και προσέλκυση νέων επενδύσεων. Περιγράφει επίσης περιθώρια βελτίωσης της λειτουργίας της Επιτροπής Ανταγωνισμού και των κλαδικών Ρυθμιστικών Αρχών. Κατά την άποψή του, είναι ιδιαίτερα κρίσιμο να προωθηθεί η ενδυνάμωση της ουσιαστικής ανεξαρτησίας των Αρχών, η μείωση του διοικητικού βάρους για τις επιχειρήσεις, η διαχρονική συνέπεια των κρατικών αποφάσεων και η περαιτέρω εναρμόνισή τους με το κοινοτικό δίκαιο.

Στο δεύτερο άρθρο: «*Η απώλεια ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας μετά την είσοδο της χώρας στην ΟΝΕ*», ο Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. *Δημήτριος Μαλλιαρόπουλος*, αφού παρουσιάζει τους διαφορετικούς τύπους δεικτών που μετρούν την ανταγωνιστικότητα, προχωρά στην κατασκευή ενός εναλλακτικού δείκτη ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Ο δείκτης αυτός βασίζεται σε κλαδικούς δείκτες τιμών και κόστους εργασίας, οι οποίοι δεν συμπεριλαμβάνουν τους μη εμπορεύσιμους κλάδους και έτσι αποδίδουν διαφορετικό συντελεστή στάθμισης στους εμπορικούς εταίρους σε κάθε κλάδο.

Τα αποτελέσματα της μελέτης του κ. Μαλλιαρόπουλου δείχνουν ότι κατά την περίοδο 2000-2009, η ανταγωνιστικότητα των διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών της ελληνικής οικονομίας έχει υποχωρήσει κατά περίπου 7%-10%, ένα μέγεθος πολύ μικρότερο από ό,τι εκτιμούν πολλοί διεθνείς οργανισμοί και οι κεντρικές τράπεζες. Η βασική διαφορά στις εκτιμήσεις αυτές οφείλεται στο γεγονός ότι στην ανάλυση του κ. Μαλλιαρόπουλου μετράται η ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών και όχι όλης της οικονομίας και μετράται η ανταγωνιστικότητα στον κλάδο των υπηρεσιών έναντι διαφορετικών χωρών από ό,τι για τα αγαθά. Το κεντρικό συμπέρασμα είναι ότι η απαραίτητη «εσωτερική υποτίμηση» για να επανέλθει η ελληνική οικονομία σε αναπτυξιακή τροχιά δεν είναι τόσο μεγάλη όσο συχνά παρουσιάζεται από διεθνείς αναλυτές.

Στο τρίτο άρθρο: «*Η εξωτερική ανισορροπία της Ελληνικής Οικονομίας: Αίτια, χαρακτηριστικά και σενάρια προσαρμογής*», ο οικονομολόγος της Διεύθυνσης Μελετών & Προβλέψεων της Eurobank EFG Δρ *Αναστάσιος Αναστασάτος* σε ένα συμπληρωματικό άρθρο με το προηγούμενο, επιχειρεί μια ποιοτική περιγραφή των χαρακτηριστικών και των τάσεων του ελληνικού ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ). Επισκοπεί τις θεωρητικές εξηγήσεις του ΙΤΣ και πραγματοποιεί μια οικονομετρική ανάλυση της διατηρησιμότητας του ΙΤΣ και των αναγκαίων προσαρμογών που πρέπει να συντελεστούν στην ιδιωτική κατανάλωση, το πραγματικό κόστος εργασίας κατά μονάδα προϊόντος και την πραγματική ισοτιμία, ώστε να διορθωθεί η απόκλιση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές.

Τα συμπεράσματα του κ. Αναστασάτου μεταφράζονται σε προτάσεις πολιτικής. Ο διαρθρωτικός μετασχηματισμός του μοντέλου ανάπτυξης αποτελεί και κρίσιμη προϋπόθεση επιτυχίας της προσπάθειας δημοσιονομικής σταθεροποίησης. Η συγκράτηση των δανειακών υποχρεώσεων κράτους και νοικοκυριών πρέπει να συνοδευτεί από κάμψη της κατανάλωσης, διευκόλυνση παραγωγικών εξωστρεφών εγχώριων επενδύσεων, συντονισμένη στροφή της προσφοράς προς τα διεθνώς εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες, καθώς και στροφή της εγχώριας ζήτησης από τα εισαγόμενα σε ελληνικά προϊόντα. Η ενίσχυση των εξαγωγικών επιδόσεων της οικονομίας δεν μπορεί να βασιστεί σε μισθολογικές μειώσεις, αλλά στην εξειδίκευση σε προϊόντα και υπηρεσίες υψηλότερης τεχνολογίας –και άρα προστιθέμενης αξίας– και σε δυναμικότερα αναπτυσσόμενες αγορές.

Στο τέταρτο άρθρο: «*Οι ελληνικές επιχειρήσεις μετά την κρίση: Προοπτικές και στρατηγικές για διεθνή ανταγωνιστικότητα*», ο Καθηγητής του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών κ. *Σπύρος Λιούκας* αναλύει σε μικροοικονομικό επίπεδο τις ευκαιρίες που παρουσιάζονται στις ελληνικές επιχειρήσεις στο νέο επιχειρηματικό περιβάλλον μετά την κρίση. Από την επιτυχή προσαρμογή των επιχειρήσεων στα νέα δεδομένα θα κριθεί τελικά η διεθνής ανταγωνιστικότητα της χώρας. Στις νέες αυτές ανταγωνιστικές αγορές, η ικανότητα των επιχειρήσεων και επιχειρηματιών γίνεται ακόμα πιο σημαντικός παράγοντας. Κρίσιμης σημασίας είναι η στρατηγική των επιχειρήσεων, δηλαδή το πώς θα προσφέρουν ελκυστικά και ποιοτικά προϊόντα σε χαμηλότερα επίπεδα κόστους στον πιεσμένο σήμερα καταναλωτή.

Σύμφωνα με τον κ. Λιούκα, η συνεχής εισαγωγή σειράς καινοτομιών μπορεί να συμβάλει στην προσπάθεια αύξησης της ανταγωνιστικότητας. Η καινοτομική δραστηριότητα μπορεί να αντλήσει ιδέες από τη διεθνή αγορά και την ελληνική παράδοση, αλλά και να στηριχθεί στη δημιουργικότητα των Ελλήνων. Είναι πιο εφικτό για τις ελληνικές επιχειρήσεις να ακολουθήσουν ένα μοντέλο «ανοιχτής καινοτομίας», παρά ένα μοντέλο με οδηγό την Έρευνα & Ανάπτυξη. Ο συγγραφέας μάλιστα παρουσιάζει σχετικά στοιχεία για τις ελληνικές επιχειρήσεις. Στο νέο αυτό πλαίσιο, οι δημόσιες πολιτικές μπορεί να συμβάλουν περισσότερο αν εστιασθούν τόσο στη στήριξη της ανοιχτής καινοτομίας και διαφορετικότητας όσο και στην καλλιέργεια κουλτούρας δημιουργίας και επιχειρηματικότητας.

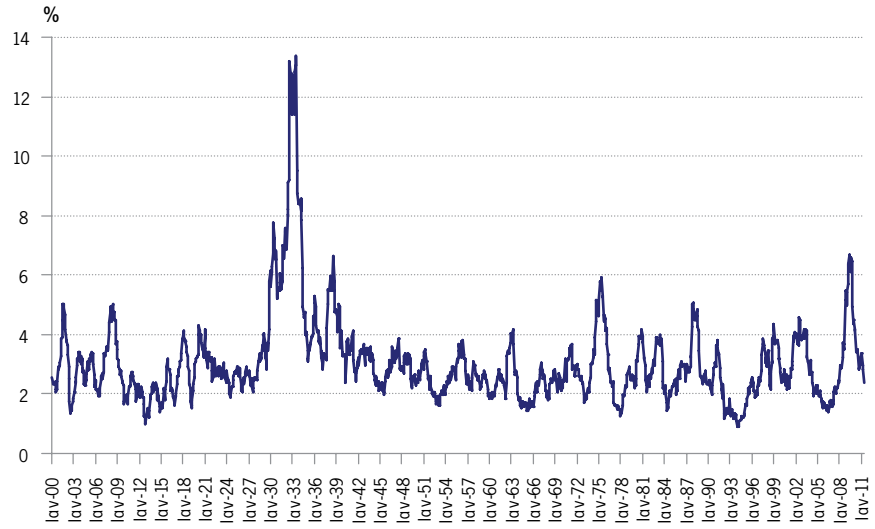
Στο πέμπτο και τελευταίο άρθρο: «*Αγορά εργασίας και επιχειρήσεις: κρίση και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις*», η υποψήφια Διδάκτωρ του London Business School κα *Έλενα Σιμιντζή* εξετάζει την επίδραση της προστασίας της απασχόλησης των εργαζομένων στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων με δανεισμό, κάτι το οποίο πιθανώς έχει επιπτώσεις στο μέγεθος της πραγματικής τους δραστηριότητας και, συνεπώς, και στην οικονομική ανάπτυξη της χώρας γενικότερα. Η μελέτη αυτή είναι σημαντική για την Ελλάδα σε μια χρονική περίοδο κατά την οποία η ακαμψία της αγοράς εργασίας έχει συζητηθεί ως πιθανό αίτιο της κρίσης που πλήττει τη χώρα, ενώ προωθούνται διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην εργατική νομοθεσία, οι οποίες θεωρούνται αναγκαίες για την αντιμετώπιση της κρίσης.

Η κα Σιμιντζή χρησιμοποιεί δεδομένα από 21 χώρες του ΟΟΣΑ, συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας, και αξιοποιεί διαστρωματικές και διαχρονικές μεταβολές στις νομοθεσίες προστασίας της απασχόλησης για τις οικονομετρικές της εκτιμήσεις. Βρίσκει ότι μετά από μεταβολές που αυξάνουν την προστασία των εργαζομένων, οι επιχειρήσεις μειώνουν τη χρηματοδότησή τους με δανεισμό από τις τράπεζες. Με άλλα λόγια, η λειτουργική μόχλευση αντικαθιστά τη χρηματοοικονομική μόχλευση. Όμως, τα χαμηλότερα επίπεδα δανεισμού για τις επιχειρήσεις συνδέονται και με μικρότερη βιομηχανική παραγωγή ανά εργαζόμενο και, τελικά, με μικρότερη ανάπτυξη (κατά κεφαλήν ΑΕΠ).

2.ΣΤ. Κρίση & η τιμολόγηση στις αγορές

Οι αλλεπάλληλες κρίσεις των τελευταίων τεσσάρων ετών επηρέασαν τις αγορές σε όλο τον πλανήτη. Δεν υπήρξε χώρα και αγορά, είτε μετοχών, είτε αγαθών, είτε χρήματος που να μην επηρεάσθηκε. Η επίδραση δεν ήταν αποκλειστικά αρνητική πάντοτε, αλλά ούτε και η διάρκεια της αναταραχής ίδια σε όλες τις αγορές. Ένα κοινό χαρακτηριστικό σε όλες τις αγορές όμως, ήταν ο έντονος φόβος για το τι μέλλει γενέσθαι στο μέλλον. Η μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών, για παράδειγμα, αντικατοπτρίζει τη διαχρονική διακύμανση του φόβου αυτού και της γενικότερης αβεβαιότητας. Η μεταβλητότητα κορυφώθηκε στο τελευταίο τρίμηνο του 2008 και το πρώτο τρίμηνο του 2009, όταν η χρηματοοικονομική κρίση είχε επηρεάσει τις πραγματικές οικονομίες όλων των χωρών του πλανήτη και το διεθνές εμπόριο είχε καταρρεύσει. Η μεταβλητότητα δεν έφτασε στα ύψη-ρεκόρ της περιόδου 1929-1934, αλλά ήταν ιστορικά η δεύτερη μεγαλύτερη στα τελευταία 110 χρόνια από το 1900! (Διάγραμμα 10). Σήμερα στις ΗΠΑ η μεταβλητότητα έχει μειωθεί, αλλά τα προβλήματα έχουν πάρει διαφορετική μορφή, όπως εξηγήθηκε νωρίτερα στην Ενότητα Δ΄ και αναλύεται αργότερα στην παρούσα ενότητα.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 10 Διακύμανση τιμών μετοχών στις ΗΠΑ, Δείκτης S&P 500
(Ιανουάριος 1900 - Μάιος 2011)



ΣΗΜΕΙΩΣΗ: Κυλιόμενος μέσος όρος τελευταίου δωδεκαμήνου των απόλυτων τιμών της μηνιαίας ποσοστιαίας μεταβολής των τιμών του δείκτη.

ΠΗΓΗ: ECOWIN

Στην παρούσα *Ενότητα ΣΤ΄* περιλαμβάνονται έξι οικονομετρικά άρθρα, τα οποία εξετάζουν διαφορετικές πτυχές της λειτουργίας και τιμολόγησης των αγορών κατά τη διάρκεια της πολλαπλής κρίσης. Αναλύονται σε βάθος οι μεταβολές στα περιθώρια των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης, η μεταβλητότητα στα χρηματιστήρια, η σχέση μεταξύ τραπεζικών μετοχών και μετοχών εταιρειών ακινήτων, καθώς και η κατανομή των χρηματοοικονομικών επενδύσεων και η στατιστική μορφή τους.

Στο πρώτο άρθρο: «*Συστηματικά σφάλματα στις προβλέψεις των αναλυτών και τακτική κατανομή επενδύσεων*», ο Επίκουρος Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. *Νικόλαος Κουρογένης* και ο Καθηγητής κ. *Νικήτας Πιττής* εξετάζουν μια σημαντική πτυχή της κρίσης, τη μη ορθολογικότητα των επενδυτών, ένα θέμα πολύπλοκο και δύσκολο. Εξετάζουν τις επιπτώσεις της χρήσης του υποδείγματος Arbitrage Pricing για τις

αποδόσεις μιας οποιασδήποτε μορφής επένδυσης όταν δεν ισχύει η υπόθεση του ορθολογικού επενδυτή. Εξετάζεται η περίπτωση όπου η μη-ορθολογικότητα πηγάζει από την ύπαρξη συστημικού σφάλματος στις προβλέψεις των αναλυτών.

Οι κκ. Κουρογένης και Πιττής καταλήγουν σε αναλυτική έκφραση που συνδέει την αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης με το συστηματικό μέρος του σφάλματος των προσδοκιών. Εφαρμόζουν το αποτέλεσμα αυτό στην πρόβλεψη των αναμενόμενων αποδόσεων του δείκτη S&P 500 και των αμερικανικών ομολόγων Baa. Το όφελος και στις δύο περιπτώσεις ήταν η μείωση του μέσου σφάλματος πρόβλεψης των αποδόσεων (RMSE) κατά περίπου 3% στην πρώτη και περίπου 9,5% στη δεύτερη.

Στο δεύτερο άρθρο: «*Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση και η αγορά κατοικίας: Επιπτώσεις στις ελληνικές μετοχές των Ανωνύμων Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία*», ο Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. *Νικόλαος Απέργης* διερευνά οικονομετρικά τη σχέση ανάμεσα στις μετοχικές αποδόσεις των τραπεζικών ιδρυμάτων και των αποδόσεων των ανωνύμων εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (REITs), καθώς και της μεταβλητότητας των αποδόσεων ανάμεσα στα δύο αυτά είδη περιουσιακών στοιχείων.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα του κ. Απέργη είναι ενδιαφέροντα, αφού δείχνουν ότι οι αποδόσεις των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία επηρεάζουν σημαντικά τις αντίστοιχες αποδόσεις των μετοχών των τραπεζικών ιδρυμάτων, τόσο σε όρους μέσων όσο και σε όρους διακύμανσης. Μάλιστα, η επίδραση αυτή έγινε εξαιρετικά πιο έντονη μετά το ξέσπασμα της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Στο τρίτο άρθρο: «*Μεταβλητότητα στο ελληνικό και στα διεθνή χρηματιστήρια κατά την περίοδο 2006-2008*», ο Αναπληρωτής Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. *Γεώργιος Σκιαδόπουλος* αναλύει τη μεταβλητότητα των χρηματιστηριακών δεικτών και καταλήγει ότι αν και τα αίτια της κρίσης που παρατηρήθηκαν στις χώρες του εξωτερικού δεν έχουν παρουσία στην ελληνική αγορά, εντούτοις είναι φανερό ότι η διεθνοποίηση των αγορών προκάλεσε διάχυση της μεταβλητότητας και στην ελληνική αγορά.

Στα πλαίσια της ελληνικής αγοράς, ο κ. Σκιαδόπουλος καινοτομεί κατασκευάζοντας δύο νέους δείκτες μεταβλητότητας, τους GVIX και VASE-20 που μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως ένα αξιόπιστο βαρόμετρο της μεταβλητότητας του ελληνικού χρηματιστηρίου, καθώς και σε σωρεία άλλων εφαρμογών, όπως στη μέτρηση κινδύνου με τη χρήση του VaR, στην πρόβλεψη της μελλοντικής μεταβλητότητας, την ανάπτυξη παραγώγων μεταβλητότητας και στη διαμόρφωση επικερδών μετοχικών στρατηγικών.

Τα επόμενα δύο άρθρα επικεντρώνονται στο καυτό ζήτημα των έντονων διαφοροποιήσεων στο κόστος δανεισμού των χωρών της ευρωζώνης και προσπαθούν να τις εξηγήσουν. Τίποτα δεν είναι το ίδιο μετά την ελληνική κρίση του Νοεμβρίου του 2009. Η ελληνική κρίση ανέδειξε το γεγονός ότι η ευρωζώνη δεν είναι μια τόσο συμπαγής νομισματική ένωση, όσο θεωρούσε στο παρελθόν η αγορά. Μπορεί η αγορά σήμερα να υπερβάλλει, έχει όμως χάσει την πίστη που είχε στο παρελθόν ότι ο πιστωτικός κίνδυνος των χωρών της ευρωζώνης είναι λίγο πολύ ο ίδιος ανάμεσα στις χώρες που την απαρτίζουν. Σήμερα οι διαφοροποιήσεις είναι έντονες, όπως άλλωστε φαίνεται ξεκάθαρα στο Διάγραμμα 8 της προηγούμενης Ενότητας Δ΄.

Στο τέταρτο άρθρο: «*Ερμηνεύοντας τα περιθώρια απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης την περίοδο που ακολούθησε το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης*», ο Επικεφαλής της Διεύθυνσης Τρέχουσας Οικονομικής Ανάλυσης της Eurobank EFG Δρ *Πλάτων Μονοκρούσος* με μια εμπειρική μελέτη, επιχειρεί να ερμηνεύσει τα περιθώρια απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης. Πριν την κρίση, οι αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων των χωρών-μελών της ευρωζώνης παρουσίαζαν υψηλό βαθμό σύγκλισης με αυτές των αντίστοιχων γερμανικών κυβερνητικών τίτλων. Μετά από το ξέσπασμα της κρίσης, η ισχυρή σύγκλιση διερράγη.

Ο κ. Μονοκρούσος εκτιμά ένα υπόδειγμα το οποίο συνδυάζει χρονολογικές σειρές με διαστρωματικά στοιχεία των επιμέρους χωρών. Τα αποτελέσματα προσφέρουν μαρτυρία υπέρ της υπόθεσης ότι τα μεγάλα κρατικά πακέτα στήριξης του τραπεζικού κλάδου σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες οδήγησαν σε κάποιου είδους μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου από τον ιδιωτικό (τραπεζικό) τομέα στον δημόσιο τομέα. Η μελέτη βρίσκει επίσης ότι το ένα τρίτο της διακύμανσης του περιθωρίου οφείλεται στην εξέλιξη του εγγενούς

(σχετικού με τη Γερμανία) πιστωτικού κινδύνου των υπό εξέταση χωρών, ενώ τα δύο τρίτα αποδίδονται στις σχετικές συνθήκες ρευστότητας στις αγορές ομολόγων της ευρωζώνης και σε γενικότερους παράγοντες, όπως ο βαθμός αποστροφής των επενδυτών για ανάληψη επενδυτικού κινδύνου και οι ανησυχίες για τη βιωσιμότητα της ευρωζώνης.

Στο πέμπτο άρθρο: «*Προσδιοριστικοί παράγοντες και κυκλικές αλλαγές του περιθωρίου μεταξύ των ελληνικών και γερμανικών επιτοκίων*», ο Καθηγητής του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών κ. *Ηλίας Τζαβαλής* βρίσκει ότι υπάρχουν δύο καταστάσεις που χαρακτηρίζουν την αγορά ελληνικών ομολόγων: η ανοδική και η καθοδική. Στην πρώτη κατάσταση το περιθώριο χαρακτηρίζεται από πολύ χαμηλά μέσα επίπεδα και χαμηλές διακυμάνσεις, ενώ στη δεύτερη από πολύ υψηλά λόγω μεγαλύτερου επενδυτικού ή πιστωτικού κινδύνου. Όπως αναμένεται, η δεύτερη είναι η περίοδος πριν την ένταξη στη ευρωζώνη, καθώς και η τελευταία περίοδος των πολλαπλών κρίσεων. Η πρώτη είναι η περίοδος της ένταξης στην ευρωζώνη πριν τη διεθνή κρίση.

Σύμφωνα με τον κ. Τζαβαλή, στην καθοδική περίοδο, δύο παράγοντες μπορούν να συμβάλουν σημαντικά στην αποκλιμάκωση του περιθωρίου: Η πτώση του πληθωρισμού και η αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης. Αυτό φαίνεται να χαρακτηρίζει την αλλαγή στην κατάσταση της αγοράς ομολόγων κατά την προενταξιακή περίοδο 1999-2001 της ελληνικής οικονομίας στην ΟΝΕ.

Τέλος, στο έκτο και τελευταίο άρθρο: «*Περιγραφική απεικόνιση μη-στάσιμων χρηματοοικονομικών χρονοσειρών: Χωρικές κατανομές και χρόνος παραμονής*», ο Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πελοποννήσου κ. *Δημήτριος Θωμάκος* παρουσιάζει τη χρήση μιας σύγχρονης μεθοδολογίας περιγραφής και απεικόνισης των εγγενών χαρακτηριστικών μιας μη-στάσιμης χρηματοοικονομικής χρονοσειράς, όπως οι τιμές μιας μετοχής, μια συναλλαγματική ισοτιμία κ.λπ.

Η καινοτόμος μεθοδολογία του κ. Θωμάκου μας δίνει τη δυνατότητα να ερμηνεύσουμε τα χρονικά μεταβαλλόμενα χαρακτηριστικά μιας χρονοσειράς, εισάγοντας την έννοια της «χωρικής κατανομής του χρόνου παραμονής» σε ένα εύρος τιμών, αντικαθιστώντας έτσι την έννοια της συνάρτησης πιθανότητας (συχνότητας) που συναντάμε σε στάσιμες χρονοσειρές και στην κλασική στατιστική. Η νέα αυτή έννοια, δηλαδή ο χρόνος παραμονής γύρω από συγκεκριμένα επίπεδα τιμών είναι ουσιαστικής σημασίας σε περιόδους όπως αυτή που διανύουμε: όλοι θέλουν να έχουν μια, γενική έστω αντίληψη, για το πόσο χρόνο αναμένεται να διαρκέσει η κρίση και (επιπλέον) όσο αυτή διαρκεί σε τι επίπεδα αναμένουμε να κινηθούν οι αγορές.

2.Ζ. Ρυθμιστική παρέμβαση και εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα

Η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση έφερε στο προσκήνιο διάφορες προβληματικές πτυχές της λειτουργίας του σημερινού παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος. Ανάμεσα στις κύριες αιτίες της κρίσης συμπεριλαμβάνονται παράγοντες που αφορούν το σύστημα εποπτείας και το ρυθμιστικό πλαίσιο.

Η αποτυχία του συστήματος εποπτείας έχει τις ρίζες της στην πολιτικοοικονομική ιδεολογία που επικρατούσε στις ΗΠΑ και τις υπόλοιπες ανεπτυγμένες χώρες πριν την κρίση, σύμφωνα με την οποία οι αγορές είναι αποτελεσματικές και οι επενδυτές και παράγοντες της αγοράς ορθολογικοί στην οικονομική συμπεριφορά τους [Fama (1991)]. Οι εποπτικές αρχές και αυτές φαίνεται να είχαν πλήρως ενστερνιστεί την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, ιδιαίτερα ο πρώην επικεφαλής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Federal Reserve), Alan Greenspan [Greenspan (2008)].

Συνέπεια της ιδεολογίας ήταν η απορρύθμιση, δηλαδή η κατάργηση πολλών από τους περιορισμούς στη δράση του χρηματοπιστωτικού τομέα που είχαν επιβληθεί από την εμπειρία της κρίσης στη δεκαετία του '30. Η Federal Reserve το 1999 επέτρεψε την τελική επανασύνδεση της παραδοσιακής εμπορικής τραπεζικής με την επενδυτική τραπεζική, δύο πεδία που είχαν διασπαστεί από τη δεκαετία του 1930 με τη γνωστή Glass-Steagall Act. Συγχρόνως, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ (Securities & Exchange Commission) ελαστικοποίησε στη δεκαετία του 1990 τον περιορισμό δανεισμού των επενδυτικών τραπεζών, γεγονός που οδήγησε τις επενδυτικές τράπεζες σε άκρως ριψοκίνδυνες επενδύσεις με δανεικά χρήματα [Καραμούζης (2011)].

Ο συστημικός κίνδυνος που εμφανίστηκε στην κρίση ανέδειξε και έναν ακόμα κίνδυνο, το γεγονός ότι η επιμονή των εποπτικών αρχών στον περιορισμό του κινδύνου ανά τράπεζα ή χρηματοπιστωτικό ίδρυμα ή ανά χρηματοοικονομικό προϊόν ήταν ανεπαρκής. Επίσης, μια ακόμα προβληματική πτυχή του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου ήταν η λειτουργία των αξιολογικών οίκων. Όπως αναφέρθηκε νωρίτερα, οι αξιολογικοί οίκοι κατηγορήθηκαν για ανεπάρκεια ή/και για μεροληψία που πιθανόν να πήγαζε από το γεγονός οι εκδότες των τίτλων ήταν αυτοί που πλήρωναν για την αξιολόγηση. Οι οίκοι αυτοί άργησαν να καταλάβουν ή να ενστερνιστούν το μέγεθος του προβλήματος, προφανώς επηρεαζόμενοι από την κερδοφορία που έφερναν οι αξιολογήσεις των τιτλοποιήσεων. Μετά την κρίση, οι εποπτικές αρχές επανεξετάζουν το καθεστώς λειτουργίας τους και πολλοί ειδικοί του χώρου, που γνωρίζουν τις πρακτικές των οίκων αξιολόγησης, τους ενοχοποιούν [Fons (2008)].

Κατά συνέπεια, τέσσερα χρόνια μετά την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης τον Αύγουστο του 2007, οι ρυθμιστικές αρχές προχωρούν προς την επίτευξη συμφωνίας για ένα νέο ρυθμιστικό πλαίσιο. Αυτές οι προσπάθειες συντονίζονται από την G-20, το Συμβούλιο Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας (Financial Stability Board), το οποίο αναφέρεται στην G-20, και το Συμβούλιο της Βασιλείας για Τραπεζική Εποπτεία (BCBS), η οποία παρέχει συμβουλές στους αρχηγούς κρατών ή κυβερνήσεων της G-20. Στόχος της G-20 είναι η δημιουργία ενός πιο πειθαρχημένου και λιγότερο προκυκλικού χρηματοοικονομικού συστήματος, το οποίο θα στηρίζει μια πιο ισορροπημένη και διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξη. Αυτό το σύστημα δεν θα επιτρέπει την αύξηση της μόχλευσης όσο στο παρελθόν. Ούτε θα επιτρέπει την ανάληψη τεράστιων κινδύνων, που έχουν ως αποτέλεσμα μεμονωμένοι χρηματοοικονομικοί φορείς να αποκομίζουν κέρδη, αλλά οι όποιες ζημίες να επιβαρύνουν τα κράτη και τους πολίτες.

Ζητήματα της δημόσιας συζήτησης είναι το εύρος εφαρμογής των ρυθμίσεων, ο χρόνος εφαρμογής νέων ρυθμίσεων και το κόστος των ρυθμιστικών μέσων. Ήδη η BCBS διατύπωσε μια ολοκληρωμένη δέσμη προτάσεων, την επονομαζόμενη «Βασιλεία III» με βασικά στοιχεία:

- Υψηλότερες και καλύτερης ποιότητας κεφαλαιακές απαιτήσεις
- Πιο περιοριστικός ορισμός του κεφαλαίου
- Ενίσχυση του πλαισίου κεφαλαιακών απαιτήσεων ως προς την κάλυψη του κινδύνου
- Επαγρύπνηση όσον αφορά στον συστημικό κίνδυνο, τη διασύνδεση των χρηματοοικονομικών φορέων και τη λανθασμένη αντίληψη ότι το μεγάλο μέγεθος αποκλείει την πιθανότητα χρεοκοπίας
- Αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση της απορροφητικότητας ζημιών των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων
- Έλεγχος της μόχλευσης
- Εισαγωγή νέου παγκόσμιου πλαισίου για τη ρευστότητα

Στην παρούσα *Ενότητα Ζ΄* και μέσα από πέντε άρθρα επιχειρείται μια διερεύνηση των εξελίξεων στον τομέα της εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των συνεπειών για τη χρηματοδότηση επιχειρήσεων και νοικοκυριών.

Στο πρώτο άρθρο: «Βασιλεία III: Η αναθεώρηση του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου της Επιτροπής της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία με στόχο την ενδυνάμωση της σταθερότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος», ο Αναπληρωτής Καθηγητής του Παντείου Πανεπιστημίου και Γεν. Γραμματέας της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών κ. *Χρήστος Γκόρτσος* παρουσιάζει αναλυτικά το νέο διεθνές ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών, την επονομαζόμενη Βασιλεία III, και την αναγκαιότητα υιοθέτησής του. Παρουσιάζει επίσης μια σύντομη ιστορική αναδρομή της διαμόρφωσης των ρυθμιστικών παρεμβάσεων από τη Βασιλεία I στη Βασιλεία III.

Ο κ. Γκόρτσος κάνει ιδιαίτερη αναφορά στα καινοτόμα στοιχεία της Βασιλείας III, δηλαδή τους νέους κανόνες μικρο-προληπτικής και μακρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης: συντελεστής μόχλευσης, συντελεστές ρευστότητας, κεφαλαιακό απόθεμα για λόγους συντήρησης και το αντικυκλικό κεφαλαιακό απόθεμα. Προχωρά και σε μια αξιολόγηση των νέων κανόνων συγκρίνοντας τις ωφέλειες και το κόστος από τη σταδιακή καθιέρωσή τους και επισημαίνει τρεις (τουλάχιστον) κινδύνους: α) την απομόχλευση, β) την ανάγκη άντλησης από τις αγορές τεράστιων ποσών ιδίων κεφαλαίων, και γ) το καυτό ζήτημα του «ρυθμιστικού αρμπιτράζ».

Στο δεύτερο άρθρο: «*Η χρηματοοικονομική ρύθμιση και το κόστος κεφαλαίου των πιστωτικών ιδρυμάτων*», ο Καθηγητής του Πανεπιστημίου Αθηνών κ. *Σταύρος Θωμαδάκης* και ο Δρ *Κωνσταντίνος Λοΐζος* επανεξετάζουν τη δημόσια ρύθμιση των χρηματοοικονομικών οργανισμών, σε αντιδιαστολή με την αντίληψη της αυτορρύθμισης, στο πλαίσιο ενδογενών χρηματοοικονομικών κύκλων και κρίσεων. Υιοθετούν τη θεώρηση των Minsky-Kindleberger και προσεγγίζουν τη σταθερότητα αλλά και την εξομάλυνση των κύκλων ως άυλα δημόσια αγαθά.

Οι κκ. Θωμαδάκης και Λοΐζος αναλύουν τη λειτουργία των λογιστικών συστημάτων, ενώ υποβάλλουν σε κριτική τις ρυθμίσεις που προβλέπονται από τη «Βασιλεία ΙΙΙ». Η επιμήκυνση του ορίζοντα των προσδοκιών σε διακυκλική προοπτική και η ευθυγράμμιση των κινήτρων των χρηματοοικονομικών φορέων με εκείνα των επιχειρηματιών και των φορολογουμένων θεωρούνται απαραίτητες βάσεις της ρύθμισης του μέλλοντος. Το επίπεδο και η εξέλιξη του κόστους κεφαλαίου εξαρτώνται από το αναδυόμενο καθεστώς της ρύθμισης και της εξομάλυνσης μελλοντικών φάσεων ευφορίας στις αγορές.

Στο τρίτο άρθρο: «*Η θεσμική οργάνωση της χρηματοοικονομικής εποπτείας στην Ελλάδα: Προκλήσεις και προοπτικές μετά την κρίση*», ο Επίκουρος Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. *Παναγιώτης Σταϊκούρας* επικεντρώνεται στην εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στην Ελλάδα. Αναλύει θεωρητικά και εμπειρικά τις εναλλακτικές προτάσεις για τη θεσμική οργάνωση της χρηματοοικονομικής εποπτείας (κατακερματισμένη και ενοποιημένη εποπτεία), καθώς και τον εποπτικό ρόλο των εθνικών κεντρικών τραπεζών.

Ο κ. Σταϊκούρας παρουσιάζει τις ιδιομορφίες του ελληνικού εποπτικού μοντέλου που το καθιστούν ιδιαίτερο ή ακόμη και καινοφανές. Ισχυρίζεται ότι η πρόσφατη νομοθετική πρωτοβουλία (ν. 3867/2010) κρίνεται μάλλον αποσπασματική και επιπόλαιη και θέτει ανορθολογικές προτεραιότητες. Καταθέτει προτάσεις για τη βελτίωσή του, όπως η υιοθέτηση του κλασικού δυαρχικού συστήματος, το οποίο φαντάζει ως πιο ορθολογική προσέγγιση για την περίπτωση της Ελλάδας που θα εξασφαλίζει μεγαλύτερες συνέργειες μεταξύ μικρο- και μακρο-προληπτικής εποπτείας.

Στο τέταρτο άρθρο*:* «*Η ρυθμιστική παρέμβαση στις αγορές κεφαλαίου στην Ευρωπαϊκή Ένωση ως συνέπεια της κρίσης*», η Λέκτορας του Πανεπιστημίου Αθηνών κα *Χριστίνα Λιβαδά* και η Επιστημονική Συνεργάτης της ΕΕΤ Δρ *Άννα Βασίλα* παρουσιάζουν τα ήδη αναληφθέντα ή υπό εκπόνηση μέτρα ρυθμιστικής παρέμβασης σε ευρωπαϊκό επίπεδο σε ό,τι αφορά τη λειτουργία των κεφαλαιαγορών.

Σύμφωνα με τις κυρίες Λιβαδά και Βασίλα, τα μέτρα διακρίνονται συστηματικά σε δύο κατηγορίες: (α) τις νομικές πράξεις που εκδόθηκαν ή τελούν υπό εκπόνηση ως άμεσο αποτέλεσμα της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης, και (β) τις νομικές πράξεις, η αναθεώρηση των οποίων είχε δρομολογηθεί ήδη πριν από την έναρξη της κρίσης, αλλά επηρεάστηκαν από αυτήν. Οι προαναφερθείσες νομικές πράξεις περιλαμβάνουν μέτρα για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας, τα εξω-χρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα, τις ανοικτές πωλήσεις (short selling), τα συστήματα αποζημίωσης των επενδυτών, τις Οδηγίες της ΕΕ για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την κατάχρηση αγοράς, για το ενημερωτικό δελτίο, για τη διαφάνεια και τα Κεντρικά Αποθετήρια Αξιών.

Στο πέμπτο και τελευταίο άρθρο της ενότητας και του τόμου: «*Εργαλεία και τεχνικές παρακολούθησης του συστημικού κινδύνου και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας: Η εφαρμογή τους στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα*», ο Διευθυντής της Μονάδας Οικονομικής Ανάλυσης & Αγορών της Τράπεζας Πειραιώς Δρ *Ηλίας Λεκκός* και οι οικονομολόγοι της μονάδας κ. *Γιάννης Κουτελιδάκης* και κα *Ειρήνη Στάγγελ* επιχειρούν κάτι που λείπει από την ελληνική βιβλιογραφία, την εμπειρική εξέταση της διασφάλισης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και της ελαχιστοποίησης των συστημικών κινδύνων.

Οι κκ. Λεκκός και Κουτελιδάκης και η κα Στάγγελ δημιούργησαν έναν Χάρτη Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, ο οποίος μας επιτρέπει να συγκρίνουμε τη διαχρονική εξέλιξη των πιο βασικών παραμέτρων του ελληνικού συστημικού κινδύνου. Ταυτόχρονα, αξιοποιώντας το μαθηματικό υπόδειγμα του Merton, εκτιμούν την ιστορική εξέλιξη του Δείκτη Απόστασης Χρεοκοπίας των ελληνικών τραπεζών. Τέλος, στα πλαίσια ενός υποδείγματος προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων εξετάζουν τις επιπτώσεις στην ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου των ελληνικών τραπεζών μη-αναμενόμενων μεταβολών τόσο στην ιδιωτική οικονομική δραστηριότητα όσο και στις συνθήκες στην αγορά εργασίας.

3. Η Ελλάδα μπροστά σε κρίσιμα διλήμματα

Έχοντας ήδη κάνει μια μεγάλη διαδρομή στα καυτά θέματα που αναδείχτηκαν από την πολλαπλή κρίση των τελευταίων τεσσάρων ετών και που επηρέασαν την Ελλάδα, τις χώρες της υφηλίου, τις τράπεζες, την εποπτεία, καθώς και τον τρόπο που αντιμετωπίζουμε τον χρηματοοικονομικό τομέα, ήρθε η στιγμή να αναλογιστούμε τους κινδύνους που αντιμετωπίζει η χώρα μας και οι τράπεζές της στο επόμενο χρονικό διάστημα.

Το νέο χρηματοοικονομικό περιβάλλον, που δημιουργείται λόγω της διεθνούς κρίσης, δεν επιβάλλει ιδιαίτερους περιορισμούς για το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, το οποίο άλλωστε δεν είχε επηρεαστεί ιδιαίτερα από τη διεθνή κρίση του 2008/9. Ούτε και σήμερα το πρόβλημα στην Ελλάδα βρίσκεται στη λειτουργία και τη συμπεριφορά των τραπεζών, όπως αναλύσαμε εκτενώς στην Ενότητα 2.Γ του προηγούμενου εδαφίου. Το πρόβλημα εντοπίζεται κυρίως στην πραγματική οικονομία και την ικανότητα της Ελλάδας να ανακτήσει τη χαμένη διεθνή αξιοπιστία της και να ανταποκριθεί στο σχέδιο ανάκαμψης που το Μνημόνιο περιγράφει.

Το ενάρετο σενάριο βάσης της Τρόικας έχει μεγάλες πιθανότητες επιτυχίας, αλλά και σημαντικούς κινδύνους. Τα κύρια χαρακτηριστικά του σεναρίου βάσης περιγράφτηκαν στο Εδάφιο 1. Στο σημείο αυτό περιγράφουμε τους κινδύνους. Οι κίνδυνοι έχουν να κάνουν με την ταχύτητα απεγκλωβισμού της ελληνικής οικονομίας από την ύφεση, τη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος, την πολιτική βούληση και διαχειριστική ικανότητα για την προώθηση ουσιαστικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και ιδιωτικοποιήσεων, τη δυνατότητα της Ελλάδας να επανακτήσει τη χαμένη αξιοπιστία της στις αγορές, ώστε να μπορεί να δανείζεται κάποια στιγμή στο μέλλον με λογικά επιτόκια και, φυσικά, την αντοχή της ελληνικής κοινωνίας στον καταιγισμό των μέτρων του Μνημονίου.

3.Α. Θα έρθει σύντομα η ανάκαμψη;

Ο πρώτος μεγάλος κίνδυνος πηγάζει από την αβεβαιότητα για την τροχιά της οικονομίας και για το αν τελικά απεγκλωβιστεί σχετικά σύντομα από την ύφεση. Η αβεβαιότητα αυτή αποθαρρύνει ακόμα και όσους έχουν διαθέσιμους πόρους προς επένδυση, ενώ τρομοκρατεί, πέραν από τους πολίτες, και τις επιχειρήσεις, πολλές από τις οποίες λειτουργούν με μεταχρονολογημένες επιταγές και δεν έχουν μάθει να διαχειρίζονται περιόδους ύφεσης. Η αβεβαιότητα μπορεί να μειωθεί μόνο με μια σταθερή και μακροχρόνιου βεληνεκούς οικονομική πολιτική, η οποία θα ποσοτικοποιεί τα κόστη και τα οφέλη, θα είναι ξεκάθαρη στους πολίτες και τις επιχειρήσεις, και συγχρόνως θα δείχνει στους νομοταγείς πολίτες το πώς οι σημερινές θυσίες τους δημιουργούν την προοπτική εξόδου από την κρίση.

Σύμφωνα με το Μνημόνιο, η ύφεση τελειώνει το 2011 και η ανάπτυξη ισχυροποιείται σταδιακά τα επόμενα χρόνια (Πίνακας 1, Εδάφιο 1). Αυτό για να καταστεί δυνατό απαιτείται αύξηση των εξαγωγών, ιδιαίτερα λόγω της αυξητικής εκροής εισοδημάτων, σταθεροποίηση του οικονομικού κλίματος, φραγμός στην περαιτέρω πτώση των επενδύσεων και πιθανόν μια επίλυση της ευρωπαϊκής κρίσης. Αν δεν επανέλθει η ανάπτυξη το 2012, έστω και με ρυθμό της τάξης του 1%, όπως προβλέπεται στο Μνημόνιο, τα σημερινά υφεσιακά προβλήματα πολλαπλασιάζονται, καθώς η ανεργία θα μεγαλώνει –ήδη ξεπέρασε το 16%–, τα εισοδήματα θα συνεχίσουν να συρρικνώνονται, περισσότερες επιχειρήσεις θα χρεοκοπούν, οι τράπεζες θα πιέζονται ακόμα περισσότερο, οι κοινωνικές σχέσεις των πολιτών θα επιδεινώνονται, ενώ και τα υπόλοιπα ρίσκα που αναλύουμε στη συνέχεια είναι πιθανό να αποκτήσουν μια μεγάλη αρνητική δυναμική, επιτείνοντας το ένα το άλλο προς περαιτέρω επιδείνωση. Η ύφεση λοιπόν θα βαθαίνει και θα παρατείνεται, μειώνοντας έτσι και τους μικρούς βαθμούς ελευθερίας που έχουν απομείνει στην οικονομική πολιτική. Γενικότερα, η όποια καθυστέρηση της ανάκαμψης της οικονομίας αποσταθεροποιεί και το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, επιδεινώνοντας το ήδη κακό κλίμα στις διεθνείς αγορές. Οι ευρωπαίοι εταίροι πιθανόν να αρχίσουν να χάνουν και την υπομονή τους με την περίπτωση της Ελλάδας.

Το αρνητικό σενάριο, όμως, μπορεί να αποφευχθεί. Οι εξαγωγές βρίσκονται ήδη σε τροχιά ανόδου από το Φθινόπωρο του 2010. Το πρώτο τρίμηνο του 2011 οι εξαγωγές (χωρίς τα πετρελαιοειδή) αυξήθηκαν σύμφωνα με τη ΕΛ.ΣΤΑΤ. κατά 12,5% σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2010. Οι εισαγωγές αντίστοιχα μειώθηκαν κατά 18,5% συμβάλλοντας έτσι στη μείωση του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου (χωρίς πετρελαιοειδή) το πρώτο τρίμηνο του 2011 κατά 33,4%. Επίσης, το κακό οικονομικό κλίμα φαίνεται να σταθεροποιείται, δηλαδή δεν επιδεινώνεται. Άλλωστε, η ιστορία διδάσκει ότι κάθε ύφεση έχει ένα τέλος και, με εξαίρεση τη δεκαετία του 1930, καθώς και περιόδους που ακολουθούν περιόδους φουσκών, σπάνια οι υφέσεις ξεπερνούν τα τρία χρόνια. Μάλιστα, τα οικονομικά στοιχεία για το ΑΕΠ του πρώτου τριμήνου του 2011, δείχνουν μια σταθεροποίηση σε σχέση με το τελευταίο τρίμηνο του 2010, ενώ ο τουρισμός αναμένεται ιδιαίτερα δυνατός από πλευράς τόσο αριθμού επισκεπτών όσο και εσόδων.

Κλειδί στην ανάκαμψη είναι οι επενδύσεις, οι οποίες την εποχή της πραγματικής σύγκλισης αποτέλεσαν κινητήριο μοχλό της ελληνικής οικονομίας. Αυτές παραμένουν ακόμα σε καθοδική πορεία για πάνω από τρία χρόνια και έχουν πέσει στο 14,7% του ΑΕΠ το 2010 από έναν μέσο όρο 21,6% την περίοδο 2000-2007. Η αντιστροφή αυτής της πορείας απαιτεί πολλαπλές ενέργειες, όπως δραστική περιστολή της γραφειοκρατίας, προσέλκυση ξένων επενδυτών, αλλά και αντιστροφή του κακού οικονομικού κλίματος στα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις, κάτι που δεν είναι εύκολο εν μέσω ύφεσης, όταν η ανεργία αυξάνεται και ο φόβος για το αύριο μεγεθύνεται. Μπορεί η πάταξη της γραφειοκρατίας να απαιτεί χρόνια σκληρής δουλειάς και συστηματικής οργάνωσης, όμως η αντιστροφή του κλίματος είναι άμεσα δυνατή. Το κράτος μπορεί να επέμβει με έξυπνους τρόπους που δεν απαιτούν τεράστιες δαπάνες, όπως τα ΣΔΙΤ, η επιτάχυνση του ΕΣΠΑ, κ.ά. Η ανακοίνωση στα μέσα Ιουνίου του Επιτρόπου Olli Rehn ότι θα δοθεί πιο εύκολα στην Ελλάδα η κοινοτική εισφορά στα έργα του ΕΣΠΑ είναι ιδιαίτερα ενθαρρυντική.

Δεύτερο προαπαιτούμενο για την ανάκαμψη είναι η σταθεροποίηση της ιδιωτικής κατανάλωσης, η οποία εξαρτάται κυρίως από το καθαρό εισόδημα των νοικοκυριών. Σήμερα, τα εισοδήματα των πολιτών συρρικνώνονται είτε λόγω αύξησης της φορολογίας, είτε λόγω αύξησης της ανεργίας, είτε λόγω της μείωσης των επιδομάτων και των μισθών όχι μόνο στον δημόσιο τομέα, αλλά και στον ιδιωτικό, από τους περιορισμούς που επιβάλλουν οι επιχειρήσεις στο κόστος παραγωγής. Για να σταθεροποιηθεί όμως η ιδιωτική κατανάλωση το 2012, είναι σημαντικό το πραγματικό εισόδημα των πολιτών να μη συνεχίσει τη σημερινή ραγδαία καθοδική του πορεία.

Ένα εύλογο ερώτημα είναι αν δύναται η ιδιωτική κατανάλωση, που αποτελεί το 75% του ΑΕΠ (2010), να σταθεροποιηθεί προς το τέλος του 2012, όταν την ίδια περίοδο η συρρίκνωση του δημόσιου τομέα συνεχίζεται. Θα μπορούσε, αν η περικοπή της σπατάλης δεν συνεπαγόταν αναγκαστικά και ταυτόχρονη μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης, αλλά μείωση των αποταμιεύσεων και άσκοπων επενδύσεων σε εξοχικά, σε εισαγόμενα ακριβά έπιπλα, αυτοκίνητα και αγαθά πολυτελείας ή και σε τραπεζικούς λογαριασμούς στο εξωτερικό. Φυσικά, η επίδραση στην κατανάλωση είναι και συνάρτηση του ποιος τελικά πλήττεται περισσότερο από τη μείωση των δημοσιονομικών δαπανών. Αν όμως πληγούν κυρίως οι χαμηλόμισθοι, τότε η αρνητική επίδραση είναι μεγαλύτερη.

Τέλος, σημειώνεται ότι το Υπουργείο Οικονομίας έχει ήδη αναθεωρήσει τις προβλέψεις του για το 2011 και το 2012 επί τα χείρω. Στο «Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2012-2015», που κατατέθηκε στη Βουλή στις 9 Ιουνίου, ο ρυθμός ανάπτυξης του 2011 και του 2012 είναι χαμηλότερος από την προηγούμενη πρόβλεψη, στο -3,5% και 0,8% αντίστοιχα. Η ιδιωτική κατανάλωση συνεχίζει να μειώνεται και το 2012, κατά -1,2%, αντιστρέφοντας την πορεία της μόνον το 2013. Το ίδιο και οι επενδύσεις μειώνονται κατά -2,2% το 2012 και αυξάνονται για πρώτη φορά το 2013 από ένα πολύ χαμηλό σημείο. Ο συνολικός θετικός ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας του 2012, που αναμένεται στο 0,8%, προέρχεται αποκλειστικά και μόνον από τον ισχυρό εξαγωγικό τομέα, με τις εξαγωγές να αυξάνονται κατά 6,7% και τις εισαγωγές να μειώνονται κατά -3%.

3.Β. Θα παραμείνει σταθεροποιητικός παράγων το τραπεζικό σύστημα;

Ένας δεύτερος κίνδυνος είναι η σταθερότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Όπως ήδη αναλύσαμε στο Εδάφιο 2.Γ, ο κίνδυνος για το τραπεζικό σύστημα πηγάζει κυρίως από την έλλειψη αξιοπιστίας του κράτους. Σε αντιδιαστολή με το εξωτερικό, οι τράπεζες δεν προξένησαν την κρίση στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2007-2009. Αντίθετα, εισπράττουν και αυτές την κρίση από τα προβλήματα του ελληνικού Δημοσίου. Μέχρι σήμερα, και παρά τις αντίξοες μακροοικονομικές συνθήκες, η πιστωτική επέκταση στην Ελλάδα είναι σχετικά ικανοποιητική, ιδιαίτερα σε σύγκριση με την πιστωτική επέκταση στην ευρωζώνη, όπου η ύφεση απομακρύνθηκε εδώ και δύο χρόνια. Έως και τον Δεκέμβριο του 2010, η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό και τον δημόσιο τομέα ήταν θετική και μεγαλύτερη από την αντίστοιχη στην ευρωζώνη. Πλέον όμως έχει πέσει σε μηδενικά επίπεδα. Η πιστωτική επέκταση μόνον προς τον ιδιωτικό τομέα μηδενίστηκε ήδη από τον Δεκέμβριο του 2010 και τώρα είναι ελαφρώς αρνητική.

Το μεγάλο ερώτημα είναι αν ο τραπεζικός τομέας θα παραμείνει σταθερός, ώστε να μην επιβραδύνει περαιτέρω την οικονομική δραστηριότητα στο μέλλον, αλλά να την ενισχύει. Για να γίνει αυτό στο σημερινό περιβάλλον έλλειψης κρατικής αξιοπιστίας, είναι αναγκαία η συνέχιση της στήριξης των τραπεζών από το Ευρωσύστημα. Τον Απρίλιο του 2011, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα συνέχιζε να δανείζεται από το Ευρωσύστημα €87 δισ., όταν το συνολικό ενεργητικό του ήταν περίπου €490 δισ. (Διάγραμμα 7, Εδάφιο 2.Γ). Το ποσοστό αυτό δανεισμού σε σχέση με το μέγεθος των τραπεζών είναι το μεγαλύτερο στην ευρωζώνη και καταδεικνύει τον πολύ μεγάλο βαθμό εξάρτησης των ελληνικών τραπεζών και κατ' επέκταση της ελληνικής οικονομίας από το Ευρωσύστημα. Είναι πολύ πιθανό στο μέλλον η ΕΚΤ να προσπαθήσει να περιορίσει το μέγεθος του δανεισμού αυτού, ιδιαίτερα αν οι ελληνικές τράπεζες τον χρησιμοποιούν ως μόνιμο εργαλείο άντλησης ρευστότητας.[9]

Κύρια αιτία της μεγάλης εξάρτησης από το Ευρωσύστημα ήταν η απώλεια καταθέσεων τον τελευταίο ενάμιση χρόνο, που πηγάζει από την αβεβαιότητα, την έλλειψη πληροφόρησης των πολιτών και τη γενικότερη αναξιοπιστία του κράτους. Μάλιστα, ο κίνδυνος να απολεσθούν ακόμη περισσότερες καταθέσεις στο δεύτερο εξάμηνο του 2011 δεν είναι ευκαταφρόνητος, όσο η αβεβαιότητα πολιτικής αντιμετώπισης του ελληνικού προβλήματος συνεχίζει να υφίσταται και η κοινωνική αποδοκιμασία των απαιτούμενων νέων σταθεροποιητικών μέτρων μεγαλώνει. Ο κίνδυνος αυτός ίσως είναι ο μεγαλύτερος που αντιμετωπίζει το τραπεζικό σύστημα και κατ' επέκταση και η ελληνική οικονομία.

Δεύτερη μεγάλη αιτία είναι το πάγωμα της διατραπεζικής αγοράς για τις ελληνικές τράπεζες, αφού τα ελληνικά κρατικά ομόλογα δεν είναι πλέον αποδεκτά από τις αντισυμβαλλόμενες διεθνείς τράπεζες ως ενέχυρο. Αν λοιπόν η ΕΚΤ αποφασίσει να περιορίσει την παροχή ρευστότητας, οι ελληνικές τράπεζες πιθανόν να αναγκαστούν να ρευστοποιήσουν υπό συνθήκες πίεσης μεγάλο τμήμα του ενεργητικού τους. Η λύση πώλησης στοιχείων του ενεργητικού στο εξωτερικό δεν επηρεάζει άμεσα την πιστωτική επέκταση στην Ελλάδα και κατ' επέκταση την ελληνική οικονομία. Δεν αποτελεί όμως και την ενδεδειγμένη βέλτιστη λύση για τις ίδιες τις τράπεζες και το προσωπικό τους, αφού οι οικονομίες των γειτονικών χωρών έχουν ανακάμψει και οι εκεί μεγάλες επενδύσεις των ελληνικών τραπεζών του παρελθόντος αυτή την εποχή αποδίδουν σημαντικά κέρδη. Επιπλέον, οι ελληνικές επενδύσεις στη γείτονα περιοχή έχουν στρατηγική σημασία για την Ελλάδα, η οποία υπερβαίνει τα αμιγώς οικονομικά κριτήρια.[10]

Όπως συνήθως συμβαίνει παντού ανά την υφήλιο σε περιόδους ύφεσης, η μεγάλη πίεση στο τραπεζικό σύστημα έρχεται και από το ποσοστό των δανείων σε καθυστέρηση. Το ποσοστό αυτό έχει αυξητική πορεία στην Ελλάδα, πιέζοντας έτσι αρνητικά την κερδοφορία και την κεφαλαιακή βάση των τραπεζών

---

[9] Η ΕΚΤ μπορεί, για παράδειγμα, να περιορίσει τις εγγυήσεις που δέχεται από το ελληνικό Δημόσιο αν διαισθανθεί ότι χρησιμοποιούνται σε υπερβολικό βαθμό για την τελική αγορά από τις τράπεζες των ελληνικών εντόκων γραμματίων.

[10] Η παλαιότερη ανάγκη άντλησης ρευστότητας από τη διεθνή διατραπεζική αγορά οφειλόταν στο γεγονός ότι οι ελληνικές τράπεζες επεκτάθηκαν σε γειτονικές χώρες, όπου οι εγχώριες καταθέσεις ήταν λιγότερες από τα δάνεια. Σήμερα γίνεται προσπάθεια αυτοτελούς επάρκειας των καταθέσεων ανά χώρα.

και δημιουργώντας την ανάγκη νέων προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις. Στο τέλος του 2010, είχε ήδη φτάσει στο 10,4% των συνολικών δανείων (Διάγραμμα 6, Εδάφιο 2.Γ). Οι τράπεζες επιδίδονται σε συνεχείς αναδιαρθρώσεις των δανείων των πελατών τους εκείνων, τους οποίους θεωρούν αξιόπιστους, αλλά οι αναδιαρθρώσεις συνήθως δεν αρκούν για να σταθεροποιήσουν το ποσοστό των προβληματικών δανείων. Μάλιστα, αν η ύφεση συνεχιστεί και το 2012, το ποσοστό αυτό αναμένεται να επιδεινωθεί σημαντικά, αφού οι υφιστάμενες αναδιαρθρώσεις και οι περίοδοι χάριτος δεν μπορούν να επεκτείνονται εσαεί και με την ίδια ευκολία.

Προς το παρόν, τα προαναφερθέντα ρίσκα στο τραπεζικό σύστημα παραμένουν διαχειρίσιμα. Πρώτον, η οποιαδήποτε μελλοντική πίεση από την ΕΚΤ για μείωση του ενεργητικού των τραπεζών είναι λογικό να γίνει μόνον αν στο ίδιο χρονικό διάστημα η διατραπεζική αγορά ξεκινήσει σταδιακά να ανοίγει για τις ελληνικές τράπεζες, έστω και με υψηλό κόστος. Το τελευταίο εξαρτάται κυρίως από την επίλυση της ευρωπαϊκής κρίσης. Εξαρτάται και από την πειστικότητα των ελληνικών επιχειρημάτων στο Ευρωσύστημα. Δεύτερον, οι ελληνικές τράπεζες ήταν και συνεχίζουν να είναι σωστά οργανωμένες. Αυτό το απέδειξαν στη διάρκεια της διεθνούς κρίσης 2007-2009. Δεν πάσχουν από πρόβλημα φερεγγυότητας αλλά από πρόβλημα ρευστότητας. Έχουν, επίσης, μειώσει τα λειτουργικά κόστη τους σημαντικά, καθώς έχουν περικόψει όλα τα μπόνους, που στο παρελθόν αποτελούσαν πολλές φορές πάνω από το 1/3 του μισθού του προσωπικού. Επίσης, αυξάνουν σημαντικά τις προβλέψεις τους και έχουν προβεί σε σημαντική βελτίωση της κεφαλαιακής τους βάσης.

Τέλος, ένα ζήτημα στην επικαιρότητα του 2010 και 2011 είναι η πιθανότητα εξαγορών και συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο. Μετά την αποτυχία συγχώνευσης της Εθνικής με την Άλφα, τα σενάρια για διαφορετικά σχήματα συγχωνεύσεων έχουν πολλαπλασιαστεί. Οι επικριτές των συγχωνεύσεων μεγάλων ελληνικών τραπεζών υποστηρίζουν ότι όλες οι μεγάλες ελληνικές τράπεζες έχουν πρόβλημα ρευστότητας και αυτό δεν λύνεται με συγχωνεύσεις εγχώριων τραπεζών. Από την άλλη πλευρά, οι υποστηρικτές των συγχωνεύσεων υπολογίζουν σημαντική μείωση του λειτουργικού κόστους από τις οικονομίες κλίμακος και της μείωσης του κόστους άντλησης καταθέσεων.

3.Γ. Θα γίνουν οι απαιτούμενες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις;

Ο τρίτος κίνδυνος αφορά τις μακροπρόθεσμες αναπτυξιακές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και τη δυνατότητα των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων να εφαρμοστούν άμεσα και επισταμένα ώστε να αυξήσουν τον ρυθμό επέκτασης του δυνητικού προϊόντος της χώρας και να εμπεδώσουν ένα νέο εξωστρεφές μοντέλο ανάπτυξης. Σήμερα η σωστή και έγκαιρη εφαρμογή των απαραίτητων μεταρρυθμίσεων εξακολουθεί να αποτελεί ζητούμενο. Ακαδημαϊκές μελέτες [Ζόνζηλος (2010), Buis & Duval (2011)] εκτιμούν ότι θα υπάρξει σημαντική αύξηση του ΑΕΠ από την εφαρμογή τους, σωρευτικά έως και 17 π.μ. Η αλλαγή του αναπτυξιακού προτύπου της χώρας από καταναλωτικό σε εξαγωγικό εξαρτάται από τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και την ομαλή μείωση του μεγέθους του δημόσιου τομέα.

Η μεταρρυθμιστική προσπάθεια στους πρώτους μήνες εφαρμογής του Μνημονίου υπήρξε εντυπωσιακή. Η μεταρρύθμιση του συνταξιοδοτικού συστήματος ήταν δραστική, αποκαθιστώντας σε μεγάλο βαθμό τη φερεγγυότητά του. Η μεταρρύθμιση της αγοράς εργασίας προχώρησε σε μεγάλο βαθμό ενισχύοντας την ευελιξία, μειώνοντας το κόστος πρόσληψης και απόλυσης και θεσμοθετώντας τις επιχειρησιακές συμβάσεις. Επίσης, μια σειρά δημοσιονομικών μέτρων και παρεμβάσεων ψηφίσθηκαν από το Κοινοβούλιο: μεταρρύθμιση των ΟΤΑ (Καλλικράτης), νέος νόμος για τη δημοσιονομική διαχείριση που τροποποιεί τη διαδικασία κατάρτισης του Προϋπολογισμού, 3-ετείς Προϋπολογισμοί με ενσωματωμένους δημοσιονομικούς κανόνες και όρια, Ενιαία Αρχή Πληρωμών, μηναία στοιχεία για την εκτέλεση του Προϋπολογισμού, Γραφείο Προϋπολογισμού στο Κοινοβούλιο, Κανόνας Εσόδων στον Προϋπολογισμό, ανεξαρτησία της Στατιστικής Αρχής, αναμόρφωση της φορολογικής νομοθεσίας ώστε να καταπολεμηθεί η φοροδιαφυγή, αναμόρφωση των ΔΕΚΟ και των σιδηροδρόμων, αναμόρφωση του τομέα υγείας.

Σημαντικές ήταν και οι μεταρρυθμίσεις που ενισχύουν την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας: Νόμος για την ίδρυση νέων επιχειρήσεων, υιοθέτηση της Οδηγίας για τις Υπηρεσίες, Γενικό Εμπορικό Μητρώο, ίδρυση επιχειρήσεων σε μία ημέρα, ενίσχυση της Επιτροπής Ανταγωνισμού, νέος επενδυτικός νόμος και νόμος "fast track" για μεγάλα επενδυτικά προγράμματα, απελευθέρωση «κλειστών επαγγελμάτων». Οι μεταρρυθμίσεις βρίσκονται στο ξεκίνημα και η ουσιαστική εφαρμογή τους είναι το μεγάλο ερωτηματικό μεσοπρόθεσμα.

Κάποια πρώτα αποτελέσματα των προσπαθειών είναι ορατά. Το δημοσιονομικό έλλειμμα μειώθηκε κατά 5 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ το 2010, παρά την ύφεση της οικονομίας. Ο πληθωρισμός, αν υπολογιστεί χωρίς τις επιπτώσεις από την αύξηση των φορολογικών συντελεστών, κινήθηκε σε επίπεδα χαμηλότερα του μέσου όρου της ευρωζώνης. Η ανταγωνιστικότητα βελτιώνεται, το μοναδιαίο κόστος εργασίας μειώνεται και οι εξαγωγές αυξάνονται.

Μετά τα πρώτα οριζόντια μέτρα του 2010, το Μνημόνιο προβλέπει περαιτέρω μέτρα σε πολλούς τομείς της οικονομίας. Τα μέτρα αυτά απαιτούν σύγκρουση με επιμέρους κλαδικά συμφέροντα πολλών επαγγελματικών ομάδων. Η συρρίκνωση της σπατάλης στα νοσοκομεία, τις ΔΕΚΟ και τους ΟΤΑ θίγει συμφέροντα και κεκτημένα. Η πάταξη της φοροδιαφυγής απαιτεί σύγκρουση και με τη συντεχνία των ίδιων των εφοριακών. Το κράτος καλείται να διαχειριστεί και να μεταλλάξει την ίδια την αρχιτεκτονική του, και μάλιστα με υπαλλήλους των οποίων μείωσε το πραγματικό εισόδημα. Δεν είναι εύκολο. Γι' αυτό και μετά το πρώτο τρίμηνο του 2011 τα ερωτήματα για την ικανότητα της Ελλάδας να φέρει εις πέρας τους διαρθρωτικούς στόχους του Μνημονίου πολλαπλασιάστηκαν. Η πολιτική κρίση στα μέσα Ιουνίου του 2011 αναδεικνύει ακριβώς αυτόν τον κίνδυνο.

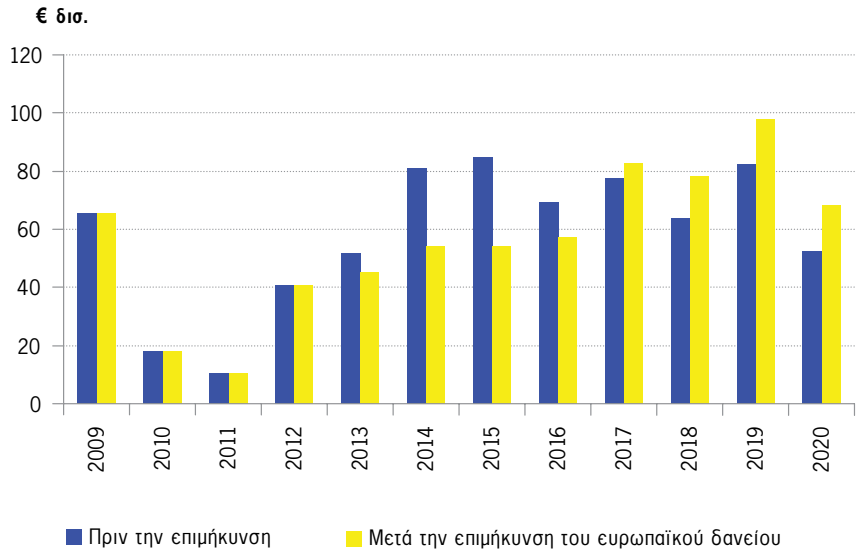
Πολλές από τις επερχόμενες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και τις ιδιωτικοποιήσεις περιγράφονται στο Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2012-2015. Το Πλαίσιο ήταν το αποτέλεσμα διεργασιών που διήρκεσαν αρκετούς μήνες. Προβλέπει σημαντικά έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις της τάξης των €50 δισ. έως το 2015 και το δημοσιονομικό έλλειμμα να μειώνεται στο 1,1% του ΑΕΠ. Συμφωνήθηκε με την Τρόικα, αλλά μετά τη δημοσίευσή του στις αρχές Ιουνίου, συγκέντρωσε αντιδράσεις πολλών βουλευτών της αντιπολίτευσης και συμπολίτευσης, προκαλώντας κυβερνητικό ανασχηματισμό.

Πολλοί ξένοι αναλυτές συνεχίζουν να θεωρούν ότι το ποσό των ιδιωτικοποιήσεων ύψους €50 δισ. έως το 2015 είναι υπερβολικά υψηλό. Με δεδομένη την αρνητική ιστορική εμπειρία στην Ελλάδα, αμφιβάλλουν για τη δυνατότητα πραγματοποίησης του στόχου. Αυτό, όμως, που έχει ουσιαστική σημασία πέραν του ποσού που θα συγκεντρωθεί, είναι η καλύτερη οργάνωση των επιχειρήσεων προς πώληση, η προσέλκυση και ξένων επενδύσεων μαζί με τις ιδιωτικοποιήσεις και κατ' επέκταση, η αύξηση της παραγωγικότητας στην Ελλάδα.

3.Δ. Μπορεί η Ελλάδα να επανέλθει στις αγορές;

Ένας ιδιαίτερα σημαντικός κίνδυνος είναι η πιθανότητα να μην μπορέσει η Ελλάδα να επανέλθει στις αγορές για μεγάλο χρονικό διάστημα στο μέλλον, γεγονός που οδηγεί σε μεγάλη οικονομική και πολιτική αβεβαιότητα. Τα πολιτικά προβλήματα που δημιουργήθηκαν στα μέσα Ιουνίου του 2011 πηγάζουν από αυτόν τον κίνδυνο, αφού οι διεθνείς αγορές και οι ευρωπαίοι πολιτικοί προεξοφλούσαν την αδυναμία αυτή τουλάχιστον έως το 2014. Σύμφωνα με τις προβλέψεις του Μνημονίου, η Ελλάδα πρέπει να βγει και να δανειστεί μαζικά στις αγορές από τον Μάρτιο του 2012 και ύστερα. Μάλιστα, η πρόσφατη ελληνική επιτυχία επιμήκυνσης του δανείου των €80 δισ. που έδωσαν τα μέλη της ευρωζώνης, ελάχιστα επηρεάζει την ανάγκη εξόδου στις αγορές (Διάγραμμα 11).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 11 Ανάγκες χρηματοδότησης σε € δισ. του ελληνικού Δημοσίου από τις αγορές (πριν και μετά την επιμήκυνση του δανείου των μελών της ευρωζώνης)



ΠΗΓΗ: Προβλέψεις ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ Δεκ. 2010, Υπ. Οικονομίας, Eurobank EFG

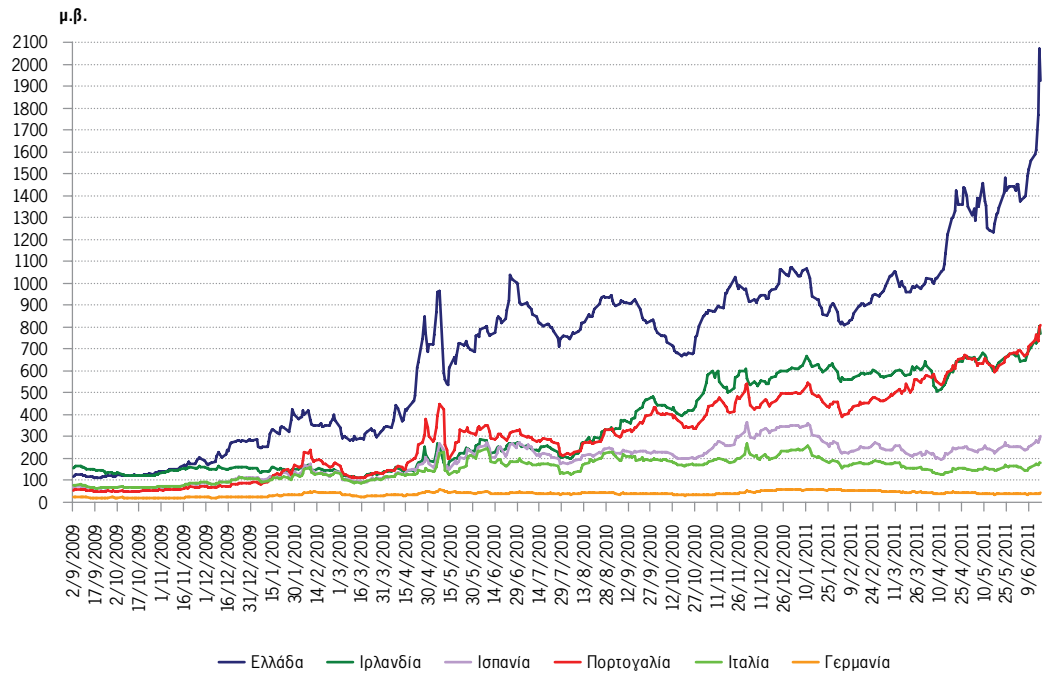
Η επιτυχής έξοδος στις αγορές απαιτεί ανάκτηση της χαμένης αξιοπιστίας της Ελλάδας. Όμως, μέχρι και τα μέσα του 2011, η Ελλάδα βρισκόταν πολύ μακριά από αυτό τον στόχο. Η αμφισβήτηση των αγορών ήταν έντονη και ξεκάθαρη τόσο στο ύψος των ελληνικών επιτοκίων στη δευτερογενή αγορά όσο και των επιτοκίων των 5-ετών CDS. Στο Διάγραμμα 12 περιγράφεται το ύψος των περιθωρίων των CDS από το τέταρτο τρίμηνο του 2009 έως τα μέσα Ιουνίου του 2011. Υπενθυμίζεται ότι το ύψος των περιθωρίων αυτών περιγράφει το κόστος παροχής πλήρους ασφάλισης στον κάτοχο 5-ετούς ομολόγου του ελληνικού Δημοσίου. Από 1,5% το χρόνο για πέντε χρόνια, που ήταν στο τέταρτο τρίμηνο του 2009, είχε φτάσει γύρω στο 14% τον χρόνο για πέντε χρόνια στο δεύτερο τρίμηνο του 2011, ενώ στα μέσα Ιουνίου, στη διάρκεια της ελληνικής πολιτικής κρίσης, ξεπέρασε και το 18%. Οι αγορές προφανώς προεξοφλούν ένα τεράστιο «κούρεμα» στις υποχρεώσεις του ελληνικού Δημοσίου έναντι των ομολογιούχων, οι οποίοι στο παρελθόν το δάνεισαν.[11] Στην αρνητική αυτή άποψη συγκλίνουν με ελαφρά καθυστέρηση και οι αξιολογικοί οίκοι. Για παράδειγμα, ο αξιολογικός οίκος Standard & Poor's, εκτιμώντας την πιθανότητα αναδιάρθρωσης πολύ αυξημένη, στις 13.6.2011 υποβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα του ελληνικού Δημοσίου στην κατηγορία CCC με αρνητικές προοπτικές, τη χειρότερη που έχει δώσει σε ομόλογα οποιασδήποτε χώρας στον κόσμο (από αυτές που αξιολογεί).

Παρατηρήστε ότι τα περιθώρια των CDS συνέχισαν να αυξάνονται και μετά τη διάσωση της Ελλάδας από την ευρωζώνη και το ΔΝΤ με το δάνειο των €110 δισ. τον Μάιο του 2010, και παρά την προσπάθεια εφαρμογής του Μνημονίου. Μια σύγκριση Ιουνίου 2011 με Μάιο 2010, δείχνει μια αύξηση του ασφαλιστρου κινδύνου άνω του 50%. Η αύξηση αυτή συνέβη κυρίως μετά τα μέσα Απριλίου του 2011, καθώς η συζήτηση για την ικανότητα επανόδου της Ελλάδας στις αγορές εντάθηκε, η εκτέλεση του Προϋπολογισμού του 2011 υπολειπόταν του στόχου, ενώ υπήρχε διάχυτη η αίσθηση ότι το πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων ατόνησε. Στο ίδιο διάστημα η συζήτηση για πιθανή αναδιάρθρωση του χρέους στα χέρια των ιδιωτών

[11] Το ύψος των περιθωρίων των 5-ετών CDS στις 15.6.2011 (1.769,2 μ.β.) συνεπάγεται ότι οι επενδυτές που είναι ουδέτεροι στον κίνδυνο πιστεύουν ότι με πιθανότητα 58% το «κούρεμα» έως και έναν χρόνο αργότερα θα είναι της τάξης του 30%.

φούντωσε, ιδιαίτερα μετά τις διαρροές της γερμανικής κυβέρνησης τον Μάρτιο του 2011 για το ενδεχόμενο αυτό.[12] Οι Γερμανοί προφανώς προεξοφλούσαν την αδυναμία επανόδου της Ελλάδας στις αγορές το 2012 και δεν επιθυμούσαν η ευρωζώνη να αναλάβει την κηδεμονία της Ελλάδας για μακρό χρονικό διάστημα. Οι ίδιοι φαίνεται μάλιστα ότι τον Μάιο άφησαν να διαρρεύσουν οι μυστικές συναντήσεις μεταξύ των μεγάλων χωρών της ευρωζώνης για το ελληνικό πρόβλημα.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 12 Περιθώρια CDS 5-ετών ομολόγων
(1.9.2009–17.6.2011)



ΣΗΜΕΙΩΣΗ: Στον κάθετο άξονα περιγράφεται το ύψος των περιθωρίων σε μονάδες βάσης (εκατοστό της ποσοστιαίας μονάδας). Για παράδειγμα, 1.400 μονάδες βάσης σημαίνει ότι αν κάποιος είναι κάτοχος 5-ετούς ομολόγου ονομαστικής αξίας €100 χιλιάδων, το κόστος ασφάλισης για την πιθανότητα το κράτος να μην επιστρέψει τα τοκομερίδια και την ονομαστική αξία στο ακέραιο είναι 14 χιλιάδες τον χρόνο για 5 χρόνια.

ΠΗΓΗ: Bloomberg

Στο Διάγραμμα 12 φαίνεται ξεκάθαρα ότι ήδη από το πρώτο τρίμηνο του 2010, η κρίση είχε επεκταθεί στην Ιρλανδία και την Πορτογαλία, με την Ισπανία ενίοτε να ακολουθεί τις διακυμάνσεις στις υπόλοιπες τρεις προβληματικές αγορές. Η επέκταση της κρίσης από την Ελλάδα και σε άλλες χώρες, πολλαπλασιάζει τις επιπτώσεις των ελληνικών αδυναμιών σε όλη την ευρωζώνη και μεταλλάσσει το ελληνικό πρόβλημα σε ευρωπαϊκό. Ο κίνδυνος πτώχευσης της Ελλάδας επηρεάζει και τον αντίστοιχο κίνδυνο στις υπόλοιπες χώρες της ευρωπαϊκής περιφέρειας. Αν και το μέγεθος των οικονομιών της Ελλάδας, Πορτογαλίας και Ιρλανδίας, συνολικά αποτελεί μόνο το 6% της ευρωζώνης, μια επέκταση της κρίσης στην Ισπανία

[12] Για το πιθανό σενάριο επιμήκυνσης του χρέους που βρίσκεται στα χέρια των ιδιωτών με χαμηλό επιτόκιο, βλέπετε Χαρδούβελης (2011α), σελ. 118.

δυναμιτίζει την προοπτική της ευρωζώνης, αφού η Ισπανία μόνη της αποτελεί το 11,5%. Μάλιστα μια επέκταση στην Ισπανία θα έθετε σε άμεσο κίνδυνο την Ιταλία και το Βέλγιο, οι οποίες έχουν υψηλό δημοσιονομικό χρέος. Η έντονη αρνητική αντίδραση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας σε οποιοδήποτε σενάριο, έστω και ήπιας ή εθελοντικής αναδιάρθρωσης, πηγάζει ακριβώς από τον φόβο της επέκτασης της κρίσης σε όλη την ευρωζώνη και τη χρεοκοπία πολλών ευρωπαϊκών τραπεζών.[13]

Η ξεκάθαρη αδυναμία επανόδου της Ελλάδας στις αγορές το 2012 έκαμε και το ΔΝΤ –σύμφωνα με τον εσωτερικό κανονισμό του– διστακτικό να συνεχίσει την παροχή προς την Ελλάδα της δόσης του Ιουλίου 2011, που του αναλογεί. Ζήτησε λοιπόν περαιτέρω εγγυήσεις για τη μελλοντική ικανότητα της χώρας να μπορεί στο μέλλον να επιστρέψει τα δανεικά. Τις εγγυήσεις αυτές κλήθηκε να προσφέρει η Ελλάδα σε διαρκή συνεννόηση με τους ευρωπαίους εταίρους, κυρίως με την ψήφιση ενός αξιόπιστου προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων και εφαρμογής συγκεκριμένων δημοσιονομικών και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων την περίοδο 2012-2015.[14] Σύμφωνα με το Μνημόνιο και τον ν. 3871/2010 (Δημοσιονομική Διαχείριση και Ευθύνη), οι ευρωπαίοι εταίροι περίμεναν να δουν το μεσοπρόθεσμο πρόγραμμα να εγκρίνεται από το Υπουργικό Συμβούλιο ήδη από τον Απρίλιο του 2011, ενώ διαμηνύουν έντονα ότι η πολιτική συναίνεση μεταξύ των δύο μεγάλων κομμάτων εξουσίας αποτελεί αναγκαία συνθήκη για τις μελλοντικές δόσεις του δανείου. Το οικονομικό ρίσκο στην Ελλάδα έχει πλέον μετατραπεί σε πολιτικό ρίσκο και ο κίνδυνος ατυχήματος στην είσπραξη των μελλοντικών δόσεων έχει πολλαπλασιαστεί.

Άσχετα από την τελική –προσωρινή ή πιο μόνιμη– απόφαση επίλυσης του μελλοντικού δανεισμού της Ελλάδας, είναι σημαντικό να ξεκαθαριστούν οι διαθέσιμες επιλογές. Κι αυτό επειδή οι επιλογές αυτές θα συνεχίσουν να υφίστανται όσο η χώρα αδυνατεί να βγει και να δανειστεί στην ελεύθερη αγορά. Οι επιλογές είναι όλες επώδυνες, σε διαφορετικό φυσικά βαθμό για κάθε εμπλεκόμενο, ανάλογα με τη λύση που θα επιδιωχθεί. Επιπρόσθετα, καμία επιλογή δεν είναι εξασφαλισμένα επαρκής για να δώσει μια συνολική λύση. Όλες έχουν τις αδυναμίες τους.

Στον Πίνακα 4 ανακεφαλαιώνονται οι διαθέσιμες επιλογές μαζί με τα υπέρ και τα κατά της κάθε επιλογής. Ο πίνακας δημοσιεύτηκε στα τέλη Μαΐου του 2011 στο εβδομαδιαίο περιοδικό Economist, και διευκολύνει την περιγραφή και ανάλυση των πιθανών σεναρίων. Περιγράφονται πέντε πιθανά σενάρια/επιλογές. Στο Σενάριο 1, η ευρωζώνη αναλαμβάνει το χρέος της Ελλάδας με απευθείας μεταφορά πόρων, δηλαδή υπό μορφή δωρεάς, χωρίς να επιζητεί την επιστροφή των χρημάτων. Στο Σενάριο 2, που θα αποκαλούσα «Σενάριο Κηδεμονίας» ή «baby sitting», οι χώρες της ευρωζώνης αναλαμβάνουν το χρέος της Ελλάδας αλλά με τη μορφή δανείου. Στο Σενάριο 3, οι τράπεζες συμφωνούν εθελοντικά να μετακυλίσουν τις πιστώσεις τους προς την Ελλάδα.[15] Το Σενάριο 4 της ήπιας αναδιάρθρωσης προσομοιάζει την περίπτωση των Brady bonds της δεκαετίας του 1980 για το χρέος των χωρών της Λατινικής Αμερικής, τα οποία όμως περιείχαν και επιπλέον εγγυήσεις του Υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ. Στο σενάριο αυτό,

[13] Η ΕΚΤ είναι μάλιστα ιδιαίτερα δυσαρεστημένη από τις αποφάσεις της Συνόδου Κορυφής του Μαρτίου του 2011. Τότε, ενώ αναμενόταν, τελικά δεν πάρθηκε απόφαση για τη δυνατότητα του μελλοντικού Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Στήριξης (ESM), του οποίου η λειτουργία ξεκινά το 2013, να μπορεί να επεμβαίνει στη δευτερογενή αγορά κρατικών ομολόγων, παρά μόνον στην πρωτογενή. Αυτή η ημιτελής απόφαση μεταθέτει το βάρος διάσωσης των χωρών από τις κυβερνήσεις στην ΕΚΤ, γεγονός που την αποπροσανατολίζει από τον κύριο στόχο της, που είναι η σταθερότητα των τιμών. Ως αποτέλεσμα, έκτοτε η ΕΚΤ έγινε ιδιαίτερα επιθετική απέναντι στις ευρωπαϊκές κυβερνήσεις. Πέραν των ομιλιών και συνεντεύξεων των αξιωματούχων της, σταμάτησε και την αγορά ομολόγων από τη δευτερογενή αγορά, που είχε ξεκινήσει τον Μάιο του 2010, ώστε να στηρίζει τα ομόλογα των χωρών της περιφέρειας από κερδοσκοπικές επιθέσεις. Πάντως, από τα μέσα Ιουνίου 2011, διαρρέεται στον ευρωπαϊκό Τύπο ότι είναι πιθανή η ενεργοποίηση του μελλοντικού ESM και του αντίστοιχου σημερινού EFSF στη δευτερογενή αγορά κρατικών ομολόγων.

[14] Το ΔΝΤ φαίνεται να έθεσε τρεις προϋποθέσεις για την καταβολή του μεριδίου του. Πρώτον, την ικανοποίηση των όρων του Μνημονίου έως και τον Μάρτιο του 2011, όπερ και επετεύχθη. Δεύτερον, την παροχή εγγυήσεων από την ΕΕ ότι θα καλύψει το χρηματοδοτικό κενό τους επόμενους 12 μήνες. Τρίτον, την ψήφιση στην Ελλάδα του Μεσοπρόθεσμου Προγράμματος.

[15] Έχει ονομαστεί Πρωτοβουλία της Βιέννης ΙΙ, επειδή στην εποχή της διεθνούς κρίσης, το Φθινόπωρο του 2008, πολλές τράπεζες με παρουσία στην Ανατολική Ευρώπη συμφώνησαν από κοινού στη Βιέννη, με την προτροπή της European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) και του ΔΝΤ, να μην αποσύρουν τις επενδύσεις τους από συγκεκριμένες χώρες. Το Σενάριο 3 πιθανόν να απαιτήσει επιπλέον εγγυήσεις (enhancements), κάτι που δεν περιγράφεται στον Πίνακα 4. Έτσι θα πειστούν πιο εύκολα οι τράπεζες-κάτοχοι ομολόγων να επεκτείνουν τις πιστώσεις τους.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4 Μεταξύ Σκύλας & Χάρυβδης
Επιλογές για την επίλυση της ελληνικής κρίσης χρέους

ΕΠΙΛΟΓΕΣ	ΕΠΕΞΗΓΗΣΗ	ΥΠΕΡ	ΚΑΤΑ
ΣΕΝΑΡΙΟ 1. ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΙΣ	Τα μέλη της ευρωζώνης προσφέρουν χρήματα στην Ελλάδα	Μειώνεται το ελληνικό χρέος. Η ΕΚΤ δεν αντιτίθεται	Αδύνατον να «περάσει» από τους ευρωπαίους ψηφοφόρους. Μπορεί να ενθαρρύνει δημοσιονομική ασυδοσία
ΣΕΝΑΡΙΟ 2. ΔΑΝΕΙΑ	Η ευρωζώνη και το ΔΝΤ δανείζουν την Ελλάδα	Δίδεται χρόνος προσαρμογής στην Ελλάδα. Η ΕΚΤ δεν αντιτίθεται	Δεν επιλύεται το πρόβλημα φερεγγυότητας. Οι νέοι όροι μπορούν να επιβαρύνουν και άλλο την ανάπτυξη. Σταδιακή αντικατάσταση των ιδιωτών πιστωτών από ΕΕ και ΔΝΤ. Δύσκολο να πειστούν οι ευρωπαίοι ψηφοφόροι
ΣΕΝΑΡΙΟ 3. ΠΡΩΤΟΒΟΥΛΙΑ «ΒΙΕΝΝΗΣ»	Οι τράπεζες συμφωνούν εθελοντικά να μετακυλήσουν τις πιστώσεις προς την Ελλάδα	Δίδεται χρόνος προσαρμογήςστην Ελλάδα. Οι ευρωπαίοι φορολογούμενοι δεν πληρώνουν τον λογαριασμό. Λιγότερες πιθανότητες να προξενήσει νέες υποβαθμίσεις πιστοληπτικής αξιολόγησης	Δεν επιλύεται το πρόβλημα φερεγγυότητας. Δύσκολος ο συντονισμός των ιδιωτικών τραπεζών
ΣΕΝΑΡΙΟ 4. «ΗΠΙΑ» ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ	Οι πιστωτές επεκτείνουν εθελοντικά τη λήξη των υπαρχόντων δανείων, πιθανόν με επιτόκιο λίγο μεγαλύτερο από το γερμανικό	Δίδεται χρόνος προσαρμογής στην Ελλάδα. Οι Ευρωπαίοι φορολογούμενοι δεν πληρώνουν τον λογαριασμό. Ίσως να μην αποτελέσει «πιστωτικό γεγονός» όσον αφορά τα CDS	Δεν επιλύεται το πρόβλημα φερεγγυότητας. Πιθανότατα να προκληθούν υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης. Δεν αρέσει στην ΕΚΤ
ΣΕΝΑΡΙΟ 5. «ΣΚΛΗΡΗ» ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ	Μεγάλο «κούρεμα» στην ονομαστική αξία του ελληνικού χρέους	Μειώνεται σημαντικά το ελληνικό χρέος	Προκαλούνται άμεσες απώλειες στους ιδιώτες πιστωτές, όπως στις ελληνικές τράπεζες και τα ασφαλιστικά ταμεία. Κίνδυνος ευρύτερης διάχυσης σε άλλες χώρες της ευρωζώνης. Μειώνεται η πίεση στους Έλληνες να πραγματοποιήσουν τις απαραίτητες μεταρρυθμίσεις. Η ΕΚΤ το απεχθάνεται

ΠΗΓΗ: The Economist, 28.5.2011, σελ. 69

το χρέος ανταλλάσσεται με ομόλογα μακρύτερης διάρκειας και με επιτόκια μικρότερα των επιτοκίων που σήμερα επικρατούν στις αγορές. Το σενάριο συνεπάγεται απώλεια παρούσας αξίας για τον δανειστή με βάση τα σημερινά επιτόκια, αλλά όχι τόσο μεγάλη απώλεια αν τελικά η Ελλάδα καταφέρει να περιορίσει το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ και έτσι μπορέσει να δανείζεται με χαμηλότερα επιτόκια στο μέλλον. Τέλος, στο Σενάριο 5 της σκληρής αναδιάρθρωσης, γίνεται σημαντικό «κούρεμα» της ονομαστικής αξίας των ομολόγων και οι επενδυτές χάνουν μεγάλο ποσοστό της επένδυσης.

Αν το Σενάριο 1 συνεπάγεται πολιτική και δημοσιονομική ένωση της ευρωζώνης, τότε σίγουρα δεν είναι πολιτικά αποδεκτό, όπως αναφέρεται και στον Πίνακα 4. Όμως, το Σενάριο 1 δεν είναι τόσο ακραίο όσο φαίνεται εκ πρώτης όψεως. Στο σενάριο περιλαμβάνεται και η πολύ πιθανή περίπτωση παρέμβασης του υπάρχοντος EFSF (European Financial Stability Facility), εφόσον οι πολιτικοί ηγέτες αποφασίσουν τη δυνατότητα των υπαρχόντων και μελλοντικών μηχανισμών στήριξης να επεμβαίνουν στη δευτερογενή αγορά. Για μια τέτοια παρέμβαση δεν χρειάζεται τα κράτη να ζητήσουν την άδεια από τα Κοινοβούλια. Έτσι, το EFSF μπορεί, για παράδειγμα, να αγοράσει τα ομόλογα που λήγουν το 2012 και 2013, και στη συνέχεια να μην τα ρευστοποιήσει στη λήξη αλλά να αποδεχτεί άλλα ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου με λήξη πολύ μεταγενέστερη.[16]

Σε όλο το χρονικό διάστημα των τυπικών και άτυπων διαπραγματεύσεων, η ΕΚΤ επέμενε με συνεχείς δηλώσεις των αξιωματούχων της υπέρ του Σεναρίου 2, στο οποίο οι πιστωτές δεν αντιμετωπίζουν απώλειες. Όπως προαναφέρθηκε, η ΕΚΤ φοβάται τους κινδύνους αποσταθεροποίησης του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος από ένα «πιστωτικό γεγονός» στην Ελλάδα, αν ποτέ επικρατούσαν τα υπόλοιπα Σενάρια 3, 4 ή 5. Το πιστωτικό αυτό γεγονός εύκολα επηρεάζει και την αξία των ομολόγων στις υπόλοιπες περιφερειακές αγορές. Έτσι, η αποσταθεροποίηση μπορεί να επέλθει από πολλές αιτίες. Πρώτον, λόγω έλλειψης επαρκών ιδίων κεφαλαίων των ευρωπαϊκών τραπεζών, αφού οι τράπεζες που διακρατούν τα ελληνικά, πορτογαλικά και ιρλανδικά τοξικά ομόλογα θα υποστούν σημαντικές απώλειες, οι οποίες επηρεάζουν αρνητικά την κεφαλαιακή τους βάση και θα πρέπει να τις αναπληρώσουν ρευστοποιώντας στοιχεία του ενεργητικού τους. Δεύτερον, από την αδυναμία της ΕΚΤ να δανειοδοτεί απλόχερα τις ελληνικές τράπεζες, δεχόμενη ως εγγύηση ελληνικά ομόλογα, αφού αν προχωρήσει σε ακόμα μια εξαίρεση στους κανονισμούς της ώστε να βοηθήσει την Ελλάδα, κινδυνεύει να χάσει ανεπανόρθωτα την αξιοπιστία της. Τρίτον, από τον πιθανό πανικό των καταθετών. Πολλοί πολίτες πιστεύουν λανθασμένα ότι αν γίνει αναδιάρθρωση χρέους θα χάσουν τις αποταμιεύσεις τους στις τράπεζες. Μια τέτοια στρεβλή αντίληψη πηγάζει από τη βαθύτερη αναξιοπιστία του κράτους στη συμπεριφορά του απέναντι στους πολίτες. Επομένως, δύσκολα αντιστρέφεται και εύκολα μπορεί να οδηγήσει σε μαζική απόσυρση καταθέσεων και σε κατάρρευση του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Πριν τη Σύνοδο Κορυφής του Ιουνίου 2011, η Γερμανία εναντιώνονταν στο Σενάριο 2, το πιο αγαπημένο σενάριο για την ΕΚΤ, και επέμενε στη συμμετοχή των ιδιωτών στην επίλυση του προβλήματος. Για τους Γερμανούς, πέραν της εγχώριας πολιτικής δυσαρέσκειας για την πριμοδότηση αυτών που δάνεισαν τους ατίθασους Έλληνες, ο ηθικός κίνδυνος από την απόφαση να αφεθούν ελεύθεροι οι ομολογιούχοι να πάρουν τα χρήματά τους στη λήξη των ομολόγων και να φύγουν, αποτελεί μελλοντική βόμβα στα θεμέλια της αγοράς ομολόγων στην ευρωζώνη. Οι Γερμανοί δεν θέλουν οι αγορές να νομίζουν ότι όταν αγοράζουν ομόλογα στο μέλλον, θα έχουν τη σιωπηλή εγγύηση όλων των ευρωπαίων φορολογουμένων για τη συνολική επιστροφή των χρημάτων τους.

Έτσι, η Γερμανία πρότεινε το Σενάριο 4 της ήπιας αναδιάρθρωσης (re-profiling), με ανταλλαγή των υπαρχόντων ομολόγων με ομόλογα που λήγουν 7 χρόνια αργότερα. Τη συγκεκριμένη επιστολή απέστειλε στις 6 Ιουνίου ο υπουργός Οικονομικών κ. Σόιμπλε προς την ΕΚΤ και τους ευρωπαίους ηγέτες. Στο Σενάριο 4, όμως, πρέπει να προσεχθεί επαρκώς η νομική μορφή του, ώστε η διαδικασία συμμετοχής των ιδιωτών να μη θεωρηθεί «πιστωτικό γεγονός». Ένα πιστωτικό γεγονός όχι μόνο θα πυροδοτούσε την ενεργοποίηση των CDS και θα έσπερνε πανικό στις αγορές, αλλά πιθανόν να δυσκόλευε και την ΕΚΤ να

[16] Ακόμα καλύτερα για την Ελλάδα, το EFSF θα μπορούσε αντί να περιμένει τη λήξη των ομολόγων, να τα πουλήσει στην Ελλάδα στη χαμηλή τιμή που τα αγόρασε, αποδεχόμενο συγχρόνως νέα ελληνικά ομόλογα με χαμηλό τοκομερίδιο στην ονομαστική αξία τους.

δέχεται πλέον τα ελληνικά ομόλογα ως εγγύηση στον δανεισμό της προς τις ελληνικές τράπεζες. Αυτό θα είχε σημαντικές άμεσες αρνητικές επιπτώσεις στην πιστωτική επέκταση στην Ελλάδα, όπως εξηγήθηκε νωρίτερα. Στο ερώτημα του πιστωτικού γεγονότος, η κατάσταση έχει κάπως δυσκολέψει, αφού και οι τρεις μεγάλοι διεθνείς αξιολογικοί οίκοι, Moody's, Standard & Poor's και Fitch, έχουν ήδη αποφανθεί ότι θεωρούν όχι μόνο το Σενάριο 4, αλλά ακόμα και το Σενάριο 3, το αποκαλούμενο «Πρωτοβουλία της Βιέννης ΙΙ», ως σενάριο χρεοκοπίας.

Το Σενάριο 5 το αποκλείει ξεκάθαρα η ΕΚΤ ως ακραίο, αλλά και πολλές άλλες χώρες με τράπεζες των οποίων η έκθεση σε ομόλογα της Περιφέρειας είναι μεγάλη. Έτσι η περίπτωση του «κουρέματος» δεν φαίνεται να έχει πιθανότητες. Αν επικρατούσε, τότε οι κάτοχοι ομολόγων και ιδιαίτερα οι ελληνικές τράπεζες θα είχαν πρόβλημα κεφαλαιακής επάρκειας. Ορισμένοι, όμως, αναλυτές συνεχίζουν να το υπερθεματίζουν, αφού πιστεύουν ότι λύνει το ελληνικό πρόβλημα του υψηλού χρέους.

Οι έλληνες και ξένοι αναλυτές, που στη σημερινή συγκυρία εναντιώνονται στο ακραίο Σενάριο 5 της σκληρής αναδιάρθρωσης του χρέους, θεωρούν ότι η αναδιάρθρωση αποτελεί για πολλούς στην Ελλάδα ένα απλό πρόσχημα, ώστε να μην γίνει η απαιτούμενη αναδιάρθρωση της οικονομίας. Πιστεύουν ότι προτού μπει στο τραπέζι των συζητήσεων το οποιοδήποτε σενάριο αναδιάρθρωσης του χρέους, πρέπει πρώτα να έχουν γίνει πολλά στο εσωτερικό της χώρας. Να έχουν περιοριστεί δραστικά οι σπατάλες στον ευρύτερο δημόσιο τομέα, να έχει ξεκινήσει η πάταξη της φοροδιαφυγής, να έχουν προχωρήσει οι εξαγγελθείσες ιδιωτικοποιήσεις και, κυρίως, να έχουν ολοκληρωθεί οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις με τρόπο ουσιαστικό, που θα βοηθήσει στην ανάκαμψη της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας, και όχι με τον συνήθη νομικίστικο τρόπο του παρελθόντος που καταλήγει να είναι εικονικός, αφού αφήνει περιθώρια οι νόμοι να παρακάμπτονται και να αχρηστεύονται στην πράξη.[17]

Σημειώνεται ότι η ίδια η Τρόικα αντιλήφθηκε σχετικά νωρίς τη συνήθη αυτή ελληνική πολιτική πρακτική, δηλαδή την πολύ μεγάλη διαφορά ανάμεσα στην ψήφιση φιλόδοξων νόμων στο ελληνικό Κοινοβούλιο, συχνά συνοδευόμενη με πομπώδεις ομιλίες από όλη τη γκάμα των πολιτικών παρατάξεων για τα υπέρ και τα κατά τους, και στην τελική ατελή έως και μηδαμινή πρακτική εφαρμογή των νόμων που ψηφίστηκαν. Το χάσμα που υπάρχει ανάμεσα στην ψήφιση του νόμου και την εφαρμογή του πιθανόν να οφείλεται και στον πληθωρισμό νομοσχεδίων που κατακλύζουν τη Βουλή, αφού πολλοί κοινοβουλευτικοί εκπρόσωποι, ίσως η πλειονότητα, κρίνουν την παραγωγικότητά τους από τον αριθμό των νομοσχεδίων προς ψήφιση και όχι τη σωστή εφαρμογή των υπαρχόντων νόμων. Η Τρόικα σήμερα επιμένει να δει δείγματα γραφής της ικανότητάς μας στην πράξη να διορθώσουμε τα κακώς κείμενα και να προχωρήσουμε σε ουσιαστικές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Γι' αυτό και επισκέπτεται τα επιμέρους υπουργεία και όχι απλώς και μόνον το Υπουργείο Οικονομίας, ενώ επιζητεί όχι μόνον τη συναίνεση των κομμάτων αλλά και τη γνώμη όλων των φορέων της ελληνικής οικονομίας.

Από τα σενάρια που αναλύθηκαν, το πιο πιθανό είναι το Σενάριο 2, αλλά με την οικονομική δύναμη που διαθέτουν οι Γερμανοί, είναι πιθανό τελικά οι διαπραγματεύσεις να καταλήξουν σε ένα σύνθετο αποτέλεσμα, δηλαδή ένα ενδιάμεσο σενάριο ανάμεσα στα Σενάρια 1, 2, 3, και 4, το οποίο να ικανοποιεί εν μέρει τις επιθυμίες όλων των πλευρών, χωρίς όμως να υπόκειται στους κινδύνους πιστωτικού γεγονότος που προαναφέρθηκαν. Σίγουρα το διακύβευμα είναι μεγάλο, όχι μόνο για την Ελλάδα αλλά και για όλη την ευρωζώνη. Συνεπώς, πιστεύω ότι θα δοθεί μια πολιτική λύση στο άμεσο πρόβλημα δανεισμού της Ελλάδας έως το 2013 ή και 2014.

[17] Έτσι μόνον η χώρα μας θα μπορέσει να αποκτήσει διαπραγματευτική ισχύ και να επιτύχει ένα καλύτερο αποτέλεσμα στη όποια μελλοντική ελάφρυνση του χρέους. Κάτι ανάλογο φαίνεται να ισχύει και για την περίπτωση έκδοσης ευρωομολόγων σε μαζική κλίμακα που να καλύπτει το 60% του ΑΕΠ των χωρών-μελών της Ευρωζώνης. Ο Πρόεδρος της ΕΕ κ. von Rompuy έχει αφήσει να διαφανεί ότι οι Ευρωπαίοι είναι διατεθειμένοι να υποστηρίξουν την έκδοση τέτοιων ευρωομολόγων μόνον μετά το πέρας της κρίσης, δηλαδή αφότου πρώτα οι Έλληνες (και εννοείται και υπόλοιποι λαοί της ευρωπαϊκής Περιφέρειας) συνετιστούν και αναδιαρθρώσουν την οικονομία τους.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5 Οι επιλογές των επενδυτών

Μορφή	**Α** **Εθελοντική μετακύλιση των ομολόγων στη λήξη τους**	**Β** **Εθελοντική μετακύλιση με περιορισμένα θετικά κίνητρα**	**Γ** **Εθελοντική ανταλλαγή χρέους με ανανέωση της έκθεσης σε ελληνικά ομόλογα συν υποχρεωτικά κίνητρα**
Βαθμός συμμετοχής επενδυτών	Ανεπίσημη διαδικασία, απευθύνεται στο εσωτερικό της χώρας-μέλους	Περισσότερο επίσημη διαδικασία	Όλοι οι δανειστές πρέπει να συμμετέχουν υποχρεωτικά
Θετικά	Μειώνεται ο κίνδυνος περαιτέρω πιστωτικής υποβάθμισης της Ελλάδας	Εξασφαλίζεται η ευρύτερη συμμετοχή των δανειστών και αποτρέπεται η εκδήλωση περαιτέρω πιστωτικών υποβαθμίσεων	Προοπτική πολύ μεγάλης συμμετοχής των επενδυτών
	Μειώνεται ο κίνδυνος περαιτέρω μετάδοσης της πιστωτικής κρίσης	Επίσημη (γραπτή) δέσμευση για τη μετακύλιση του χρέους	
		Η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα μπορεί να υπολογιστεί εκ των προτέρων	
Αρνητικά	Οι επενδυτές που θα συμμετέχουν πρώτοι στην εθελοντική μετακύλιση δεν έχουν κάποια εξασφάλιση σχετικά με τη συμμετοχή άλλων επενδυτών στη συνέχεια	Δεν υπάρχει κάποια εξασφάλιση σχετικά με τον αριθμό των δανειστών που θα συμμετάσχουν	Η υποχρεωτική συμμετοχή των δανειστών θα προκαλέσει την πιστοληπτική υποβάθμιση του ελληνικού Δημοσίου σε καθεστώς επιλεκτικής χρεοκοπίας (selective default)
	Η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα δεν είναι δυνατόν να καθοριστεί εκ των προτέρων	Μεγαλύτερος κίνδυνος για πιστωτική αξιολόγηση σε επίπεδο χρεοκοπίας (default)	Αυξάνεται ο κίνδυνος μετάδοσης της κρίσης σε άλλες χώρες-μέλη. Οι επενδυτές θα αρχίσουν να λειτουργούν προληπτικά και σε άλλες αγορές για να αποφύγουν παρόμοιες εξελίξεις
		Μεγαλύτερος κίνδυνος για μετάδοση της κρίσης σε άλλες χώρες-μέλη της ευρωζώνης	
		Η περίοδος παραμονής της Ελλάδας σε καθεστώς χρεοκοπίας μπορεί να είναι πολύ μεγάλη	

ΠΗΓΗ: *Financial Times*, 15.6.2011, p. 4

Στο σημείο αυτό αξίζει να περιγράψουμε τα σενάρια που συζητήθηκαν στο άτυπο EUROGROUP στις 13.6.2011. Τα σενάρια διέρρευσαν από την εφημερίδα *Financial Times* στις 15.6.2011 από τους κκ. Spiegel και Peel, και περιγράφονται στον Πίνακα 5. Αν και το επόμενο EUROGROUP στις 19.6.2011 αποφάσισε να δοθεί η 5η δόση στην Ελλάδα υπό την προϋπόθεση ψήφισης από τη Βουλή των Ελλήνων του Μεσοπρόθεσμου Προγράμματος, η συζήτηση μιας πιο μεσοπρόθεσμης λύσης θα γίνει τον Ιούλιο του 2011 και ενδέχεται να συνεχιστεί όσο οι διαφορετικές πλευρές δεν συγκλίνουν.

Τα τρία σενάρια του Πίνακα 5 είναι παραλλαγές των Σεναρίων 3 και 4 του Πίνακα 4. Και τα τρία ενσωματώνουν τη συμβολή του ιδιωτικού τομέα με διαφορετικούς βαθμούς εθελοντισμού ή ελευθερίας. Το σενάριο Α είναι το πλέον εθελοντικό και το σενάριο Γ το πλέον αυστηρό. Μετά τις δηλώσεις της Καγκελαρίου Μέρκελ την Παρασκευή 17/6, ότι συμφωνεί με τις απόψεις της ΕΚΤ, φαίνεται πλέον η λύση να κλίνει περισσότερο προς τα σενάρια Α και Β.

Πιστεύω ότι η εφεκτική στάση των υπόλοιπων Ευρωπαίων απέναντι στη σημερινή αδράνεια των Ελλήνων να αναδιαρθρώσουν την οικονομία τους αναμένεται να διαρκέσει όσο διάστημα οι ευρωπαϊκές τράπεζες και οικονομίες παραμένουν ανοχύρωτες απέναντι στην πιθανότητα χρεοκοπίας της Ελλάδας και των υπόλοιπων δύο χωρών, της Πορτογαλίας και της Ιρλανδίας. Όμως, οι υπόλοιπες δύο χώρες πιθανόν να λύσουν τα προβλήματά τους νωρίτερα από την Ελλάδα. Η Πορτογαλία δεν έχει τόσο μεγάλο χρέος, ενώ η Ιρλανδία έχει μια ανταγωνιστική οικονομία που φαίνεται να ανακάμπτει. Αν στο μεταξύ οι τράπεζες και οι χώρες της Ευρώπης οχυρωθούν απέναντι στις αρνητικές εξελίξεις στην Ελλάδα και οι υπόλοιπες προβληματικές χώρες έχουν σταθεροποιηθεί, τότε η ελληνική πλευρά θα έχει απολέσει σε μεγάλο βαθμό το σημερινό διαπραγματευτικό πλεονέκτημα που διαθέτει, δηλαδή τη δυνατότητα να επιφέρει βλάβη και στους υπολοίπους.[18] Συνεπώς, ο χρόνος που έχει η χώρα στη διάθεσή της για τον μετασχηματισμό της οικονομίας, ώστε να πείσει τις αγορές σχετικά με τη βιωσιμότητα του χρέους και για να ξεκινήσει ένα νέο μοντέλο ανάπτυξης σε στέρεες βάσεις, είναι και συνάρτηση και της ταχύτητας των υπόλοιπων χωρών της ευρωζώνης να βελτιώσουν τα δημοσιονομικά τους μεγέθη και να απομονώσουν τις οικονομίες τους από τα κανάλια αρνητικής ελληνικής επιρροής.

3.Ε. Θα αντέξει η κοινωνία την περίοδο μειούμενου βιοτικού επιπέδου;

Νωρίτερα στο Εδάφιο 1, περιγράψαμε τη σχεδόν απίστευτη αναμενόμενη συρρίκνωση του δημόσιου τομέα, στο ήμισυ το 2020 σε σχέση με το σημερινό του μέγεθος. Δεν είναι εύκολη μια τέτοια μετατροπή. Απαιτεί όχι μόνο μείωση μισθών και συντάξεων, όχι μόνο ιδιωτικοποίηση πολλών αντιπαραγωγικών δημόσιων φορέων, αλλά και πιθανές απολύσεις από τον ευρύτερο δημόσιο τομέα. Ο στόχος εναντιώνεται στην ελληνική κουλτούρα δεκαετιών, σύμφωνα με την οποία το Δημόσιο είναι πάντα ισχυρό, υπάρχει για να μας εξυπηρετεί χωρίς αναγκαστικά εμείς να έχουμε υποχρεώσεις απέναντί του, ενώ έχει και τη δυνατότητα απορρόφησης των παιδιών μας σε μια σταθερή δουλειά. Μάλιστα, αν μπορέσουμε να τα τοποθετήσουμε μέσω των πολιτικών γνωριμιών μας και σε μια υπηρεσία που εκδίδει πιστοποιητικά, άδειες, αποφασίζει για το ύψος των φόρων, κ.λπ. θα έχει και τη δυνατότητα «τυχερών», τα οποία εύκολα μπορούν να του διπλασιάσουν τον μισθό.

Το Μνημόνιο εναντιώνεται σε αυτή και σε πολλές άλλες «σταθερές» στο υποσυνείδητο του Έλληνα, οι οποίες έχουν διαμορφωθεί από προπάππου, σε παππού, σε πατέρα, σε γιο και κόρη. Αναγκαστικά αυτό μας ξεβολεύει. Δεν είναι μόνο ο φόβος της πιθανής απώλειας της εργασίας μας ή της μείωσης του εισοδήματός μας, που μας ανησυχούν. Είναι και το γεγονός ότι το μέλλον φαντάζει αβέβαιο και οι σταθερές μας κατακρημνίζονται. Κι όμως, όπως έχει χιλιο-ειπωθεί αλλά περιγράφει παραστατικά το μέγεθος του προβλήματος, σε διάστημα μικρότερο των δύο ετών είναι επιτακτικό η Ελλάδα να διορθώσει τα κακώς κείμενα δεκαετιών.

[18] Η ισχυρή αρνητική επίδραση, π.χ. στην Ισπανία, έγινε ξεκάθαρη στη διάρκεια της ελληνικής πολιτικής κρίσης στα μέσα Ιουνίου του 2011, όταν τα επιτόκια δανεισμού των Ισπανών αυξήθηκαν και οι αγορές θορυβήθηκαν για το φαινόμενο της πιθανής μελλοντικής αρνητικής «χιονοστιβάδας» στην Ισπανία. Μάλιστα τότε έσπευσαν τόσο το ΔΝΤ όσο και οι ευρωπαίοι εταίροι μας να καθησυχάσουν τις αγορές ότι θα δοθεί η 5η δόση του δανείου στην Ελλάδα.

Η αναδιάρθρωση της οικονομίας, που για παράδειγμα, σε προηγούμενες περιόδους στην Ολλανδία, τη Γερμανία ή τη Σουηδία πήρε περίπου 8 με 10 χρόνια για να ολοκληρωθεί, στην Ελλάδα πρέπει να γίνει άμεσα, υπό αντίξοες συνθήκες στις αγορές και με τον φόβο διακοπής της χορήγησης των δόσεων του δανείου. Μάλιστα, επειδή το ΔΝΤ ζητάει πρώιμες εγγυήσεις για τον δανεισμό του επόμενου Μαρτίου, ανακαλύψαμε ότι θα έπρεπε όλες οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις να είχαν τελειώσει σε έναν χρόνο και όχι δύο!

Σήμερα οι αντοχές και η συνοχή της ελληνικής κοινωνίας δοκιμάζονται. Η ανισοκατανομή του εισοδήματος αυξάνεται και η κοινωνία βρίσκεται μπροστά σε ένα κρίσιμο σταυροδρόμι. Από τη μία πλευρά είναι ο δρόμος της συνέχισης της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας με στόχο το χτίσιμο μιας μοντέρνας ανταγωνιστικής οικονομίας με ισχυρή ανάπτυξη και υψηλή απασχόληση και από την άλλη, το πάγωμα των μεταρρυθμίσεων και η μελλοντική στασιμότητα ή και συρρίκνωση, ενόψει των πολιτικών δυσκολιών, των αντιδράσεων συντεχνιών και ομάδων ειδικών συμφερόντων, αλλά και μεγάλης μερίδας του κόσμου που δεν έχει ακριβώς συνειδητοποιήσει το μέγεθος των ελλειμμάτων του Δημοσίου και πιστεύει ότι σύντομα θα επιστρέψει στην παλιά καλή εποχή, αρκεί να διαμαρτυρηθεί και να εισακουσθεί από τους πολιτικούς.

Πολλοί βλέπουν τα προβλήματα και νομίζουν ότι γι' αυτά φταίει το Μνημόνιο, χωρίς να καταλαβαίνουν ότι η βαθύτερη αιτία είναι οι ελληνικές ανισορροπίες που διατηρήθηκαν για δεκαετίες. Άλλοι νομίζουν ότι το πάγωμα των μεταρρυθμίσεων δίνει λύση αφού διατηρεί την προηγούμενη κατάσταση, και δεν αντιλαμβάνονται ότι το πάγωμα θα μειώσει τις θέσεις εργασίας μακροπρόθεσμα πολύ περισσότερο από ό,τι η εφαρμογή του Μνημονίου. Συνεπώς, η επιλογή ανάμεσα στην πράξη και την αδράνεια, σε μια περίοδο νευρικότητας και μειούμενου βιοτικού επιπέδου, δεν είναι αυτονόητη για πολλούς.

Μέρος της ευθύνης για τη σημερινή ελλιπή αντίληψη των πολιτών έχουν και η έλλειψη πληροφόρησης για την πραγματική οικονομική κατάσταση της χώρας, η συχνή ασυμφωνία των κύριων κομμάτων εξουσίας για τα αυτονόητα, η έως τα μέσα Ιουνίου 2011 εμφανιζόμενη έλλειψη κοινής αντίληψης και επιθυμίας για το πρακτέο στην ίδια την εκτελεστική εξουσία, αλλά και η απώλεια της δυναμικής που είχαν οι μεταρρυθμίσεις στους πρώτους 5 μήνες μετά την υπογραφή του Μνημονίου. Όπως αναφέρθηκε νωρίτερα, πολλές μεταρρυθμίσεις, ενώ ψηφίστηκαν στη Βουλή, δεν εφαρμόζονται στην πράξη λόγω της μη έκδοσης των απαραίτητων υπουργικών αποφάσεων, της μη ψήφισης των εφαρμοστικών νόμων, κ.ά. Η προσπάθεια καταπολέμησης της φοροδιαφυγής –κάτι που είναι ιδιαίτερα δύσκολο– δεν έχει ακόμα εμφανή αποτελέσματα. Η κοινωνία δεν είδε την παραδειγματική τιμωρία φοροφυγάδων, διεφθαρμένων δημόσιων λειτουργών και επιχειρηματιών, και αυτό ενέτεινε το αίσθημα ατιμωρησίας και κοινωνικής αδικίας. Η καθυστέρηση στον περιορισμό της σπατάλης του ευρύτερου δημόσιου τομέα, π.χ. αδυναμία κατάργησης περιττών οργανισμών παρά τις κατά καιρούς εξαγγελίες, και στην αναμόρφωση των φορολογικών μηχανισμών διευρύνει το αίσθημα ότι το βάρος της προσπάθειας δεν μοιράζεται ισομερώς. Η μεσαία τάξη, οι μισθωτοί και συνταξιούχοι, ιδιαίτερα του ιδιωτικού τομέα, βλέπουν πάλι αυτοί να σηκώνουν το βάρος της ανικανότητας του Δημοσίου να πιάσει τους φοροφυγάδες ή να μειώσει τη σπατάλη.

Έτσι σήμερα η μεταρρυθμιστική κόπωση εντείνεται, καθώς επίσης αργούν να εμφανιστούν τα αποτελέσματα των προσπαθειών. Η αμφισβήτηση της λογικής της προσπάθειας δυναμώνει. Η μη ισορροπημένη κατανομή των βαρών και η διεύρυνση στην ανισοκατανομή του εισοδήματος εντείνουν τις αντιδράσεις. Μάλιστα, όσοι αρνούνται τις μεταρρυθμίσεις για ιδιοτελείς σκοπούς, χρησιμοποιούν τη δυσαρέσκεια των πολιτών για να το πετύχουν. Δεν εξηγούν όμως ότι το πάγωμα των μεταρρυθμίσεων δεν συνεπάγεται επιστροφή στην πρότερη κατάσταση.

Η προσαρμογή της ελληνικής οικονομίας είναι απαραίτητη, όπως εξηγήσαμε νωρίτερα. Η ελληνική οικονομία θα βρει ένα νέο σημείο ισορροπίας, είτε έτσι είτε αλλιώς. Το ζήτημα είναι αν αυτό θα επιτευχθεί μέσω μιας μακράς ύφεσης που θα καταλήξει σε ένα πολύ χαμηλότερο βιοτικό επίπεδο (χαμηλή ζήτηση) ή μέσω μια επίσης μακράς ύφεσης, αλλά με ενεργό εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων που συνεπάγεται αύξηση της παραγωγικότητας και του βιοτικού επιπέδου (υψηλότερη προσφορά) μακροπρόθεσμα. Οι δύο δρόμοι εμφανίζονται με διαφορετικά προσωπεία σήμερα, αφού οι μεταρρυθμίσεις θίγουν πολλούς πολίτες, ενώ στην πραγματικότητα έχουν εντελώς διαφορετικές καταλήξεις. Όταν οι Έλληνες το αντιληφθούν, τότε και η χώρα έχει ελπίδα να ακολουθήσει τον δεύτερο δρόμο της αυξημένης παραγωγικότητας. Η εκτέλεση του προγράμματος προσαρμογής απαιτεί διαπαιδαγώγηση των πολιτών αλλά και τήρηση λεπτών ισορροπιών.

4. Συμπέρασμα

Η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση 2007-2009, που έφερε την ύφεση στην Ελλάδα μετά από 13 χρόνια συνεχούς ανάπτυξης, έγινε και η αιτία να αποκαλυφθούν οι ανισορροπίες της χαμηλής ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας, καθώς και του υψηλού δημόσιου χρέους, το οποίο εφεξής αναμενόταν να διογκωθεί ακόμα περισσότερο ως προς το μέγεθος της οικονομίας. Η αποκάλυψη των ανισορροπιών αυτών από τους αξιολογικούς οίκους στο τέλος του 2009, ανησύχησε τις αγορές, που με τη σειρά τους σταδιακά ξεκίνησαν να απαιτούν όλο και υψηλότερες αποδόσεις για να δανείσουν το ελληνικό Δημόσιο. Σε λίγο, ο νέος δανεισμός έγινε απαγορευτικός και έτσι, τον Μάιο του 2010, η ευρωζώνη μαζί με το ΔΝΤ παρείχαν δάνειο €110 δισ., ικανό να χρηματοδοτεί απρόσκοπτα την Ελλάδα τουλάχιστον έως τον Μάρτιο του 2012. Την ίδια περίοδο, η ελληνική κρίση μετατράπηκε σε ευρωπαϊκή, καθώς ευρωπαϊκές τράπεζες και ταμεία ήταν κυρίως οι κάτοχοι των ελληνικών ομολόγων που είχαν εκδοθεί στο παρελθόν, ενώ οι αγορές, με αφορμή τις ελληνικές ανισορροπίες, αφυπνίστηκαν ως προς τις σοβαρές αδυναμίες της αρχιτεκτονικής της νομισματικής ένωσης. Στο επόμενο διάστημα, η μεν ευρωζώνη ξεκίνησε να δημιουργεί μια νέα αρχιτεκτονική, που να διορθώνει τις προηγούμενες ατέλειες και να αποτελεί μια ισχυρή βάση για τη μελλοντική βιωσιμότητα του ευρώ, η δε Ελλάδα ξεκίνησε μια μεγάλη προσπάθεια τιθάσευσης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και επίσπευσης μιας μεγάλης γκάμας αναγκαίων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

Σύμφωνα με το Μνημόνιο που συμφωνήθηκε με την Τρόικα (ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ), η Ελλάδα μέσα σε δύο χρόνια θα έπρεπε να εφαρμόσει αλλαγές που παραμελήθηκαν για δεκαετίες, ώστε όχι μόνο να μειώσει ταχύτατα τα δημοσιονομικά της ελλείμματα, αλλά και να επαναφέρει τη χώρα σε μια αξιοπρεπή ανταγωνιστική θέση. Με την προϋπόθεση τήρησης της συμφωνίας, στο Μνημόνιο προβλέπεται ανάκαμψη από το 2012, χαμηλός πληθωρισμός και μείωση της εξωτερικής ανισορροπίας. Κυρίως, όμως, προβλέπεται η δραματική συρρίκνωση του κράτους έως το 2020 σε περίπου το ήμισυ από το μέγεθος που έχει σήμερα, προοιωνιζόμενο έτσι δραματικές αλλαγές για την ελληνική κοινωνία και οικονομία. Στις προβλέψεις καταγράφεται ένα έντονο φαινόμενο αρνητικής χιονοστιβάδας στο χρέος, προερχόμενο από το γεγονός ότι το ονομαστικό επιτόκιο δανεισμού αναμένεται υψηλότερο του ονομαστικού ρυθμού ανάπτυξης, γεγονός που οδηγεί στην ανάγκη υψηλών πρωτογενών πλεονασμάτων της τάξης του 6% του ΑΕΠ ώστε να μπορέσει το χρέος να μειωθεί ως ποσοστό του ΑΕΠ στο 130% το 2020. Συνεπώς, η προσπάθεια αναμένεται τιτάνια, αφού ποτέ στο παρελθόν η Ελλάδα δεν κατάφερε να δημιουργήσει τόσο υψηλά και συνεχή πρωτογενή πλεονάσματα.

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του δεν υπήρξε η αιτία της ελληνικής κρίσης αλλά το θύμα της. Έχει κομβικό ρόλο στη μελλοντική τροπή των εξελίξεων, αφού επηρεάζει την πορεία της πιστωτικής επέκτασης, ενώ διατηρεί πολλές επιχειρήσεις σε λειτουργία μέσω αναδιαρθρώσεων των δανείων τους. Συγχρόνως δέχεται και τις έντονες πιέσεις των καταθετών, πολλοί από τους οποίους δεν εμπιστεύονται το κράτος και τον τρόπο με τον οποίο διαχειρίζεται την κρίση. Στη χρηματοδότηση των τραπεζών συμβάλλει και η ΕΚΤ, η οποία δανείζει τις τράπεζες με ενέχυρο το οποίο έρχεται πλέον να εγγυηθεί το ίδιο το Δημόσιο, που με τη σειρά του αντλεί αξιοπιστία από τους εταίρους της ευρωζώνης και την αποφασιστικότητά τους να το διασώσουν σε περίπτωση ατυχήματος. Οι αλληλεξαρτήσεις όλων των φορέων είναι πλέον μεγάλες.

Στο άρθρο αναλύθηκαν πολλά επιμέρους ζητήματα, τα οποία ανέδειξε η πολλαπλή κρίση των τελευταίων τεσσάρων ετών, με μια ανακεφαλαίωση και σημαντική εμβάθυνση στο ουσιαστικό περιεχόμενο και των 33 υπόλοιπων άρθρων του συλλογικού τόμου. Η μεγάλη γκάμα των άρθρων από διακεκριμένους ακαδημαϊκούς και στελέχη του χρηματοπιστωτικού χώρου, που ταξινομήθηκαν σε επτά ενότητες, φωτίζει τις σημαντικές πλευρές της πολύπλευρης κρίσης και κυρίως τον ρόλο και τις προοπτικές του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Πέραν του κομβικού αυτού ρόλου, αναλύονται και ζητήματα αγορών, εποπτείας, αλλά και ορισμένα μεγάλα θέματα που η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση ανέδειξε και που θα μας επηρεάζουν για πολύ καιρό στο μέλλον. Στα άρθρα παρουσιάζεται και η στενή σχέση της ελληνικής με την ευρωπαϊκή κρίση, ενώ αναλύονται οι παθογένειες του ελληνικού κράτους και το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Οι λύσεις που προτείνονται φανερώνουν την ανάγκη, όχι μόνο για ουσιαστικό δημοσιονομικό περιορισμό, αλλά και για

καλύτερη οργάνωση του κράτους, για διαρθρωτικό μετασχηματισμό του μοντέλου ανάπτυξης και για σημαντική προσαρμογή των ελληνικών επιχειρήσεων και του πλαισίου εποπτείας στα νέα δεδομένα.

Οι κίνδυνοι για την πορεία του προγράμματος προσαρμογής της ελληνικής οικονομίας είναι υπαρκτοί, συγκεκριμένοι και σοβαροί. Δεν είναι μόνο χρηματοοικονομικοί αλλά και πολιτικοί. Η διάρκεια της ύφεσης που διανύουμε είναι ένα κρίσιμο ζήτημα, διότι η μακρόσυρτη ύφεση μεγεθύνει την αρνητική δυναμική των υπόλοιπων κινδύνων και αφαιρεί βαθμούς ελευθερίας από την οικονομική πολιτική. Η αναβαθμισμένη πορεία των εξαγωγών, η ευκταία αποκατάσταση του οικονομικού κλίματος και η αντιστροφή του αρνητικού ρυθμού των επενδύσεων, σε συνδυασμό με τη σταθεροποίηση του εισοδήματος των πολιτών είναι τα σημεία κλειδιά για την επάνοδο σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης.

Ένας επιπλέον κίνδυνος αφορά τις μακροπρόθεσμες αναπτυξιακές δυνατότητες της οικονομίας, οι οποίες όμως εξαρτώνται από την πολιτική βούληση για την επιτυχή εφαρμογή ουσιαστικών και βαθέων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Οι μεταρρυθμίσεις είναι αναγκαίες για τη μόνιμη αύξηση της παραγωγικότητας στην Ελλάδα και την επάνοδο σε ισόρροπους ρυθμούς ανάπτυξης. Στη σημερινή συγκυρία, όμως, απαιτούν συγκρούσεις με ομάδες συμφερόντων που νέμονται ανενόχλητες και με περισσή θρασύτητα συγκεκριμένους τομείς της οικονομίας, και όχι με την εύκολη και μονομερή επιβάρυνση μισθωτών, συνταξιούχων και της συνεπούς στις φορολογικές της υποχρεώσεις μεσαίας τάξης. Κάποια στιγμή και αυτοί θα επαναστατήσουν, βλέποντας ότι οι ίδιοι συμβάλλουν στην προσαρμογή της χώρας, αλλά μια άλλη μερίδα του πληθυσμού οχυρώνεται πίσω από αναχρονιστικούς εκβιασμούς.

Σήμερα, ορατός είναι και ο κίνδυνος να μην μπορέσει η Ελλάδα να επιστρέψει στις αγορές για μακρό χρονικό διάστημα στο μέλλον, κάτι που οι αγορές προεξοφλούν εδώ και πολύ καιρό, ενώ οι αξιολογικοί οίκοι έρχονται να επισφραγίσουν με τις συνεχόμενες υποβαθμίσεις τους. Τα επιτόκια δανεισμού της Ελλάδας βρίσκονται στη στρατόσφαιρα. Υπό την εξαντλητική πίεση των αγορών, οι συζητήσεις και διαπραγματεύσεις για τις διαθέσιμες επιλογές στην Ελλάδα και την Ευρώπη είναι έντονες. Στη διάρκεια του Ιουνίου 2011, αναδείχτηκε κυρίως η διαμάχη ανάμεσα στην ΕΚΤ και τη Γερμανία για τον βαθμό και τον τρόπο συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα στη διάσωση της Ελλάδας. Πίσω όμως από τις όποιες διαμάχες, το ζητούμενο παραμένει και είναι να δοθεί ένα παράθυρο ευκαιρίας στην Ελλάδα, που να επεκτείνεται σε πολύ περισσότερα από δύο χρόνια, ώστε να μπορέσει να αναδιαρθρώσει την οικονομία της χωρίς σημαντικές τριβές και κοινωνικές αναταραχές, ενώ συγχρόνως το παράθυρο αυτό να μη χρησιμοποιηθεί από τους Έλληνες ως απλή δικαιολογία για αδράνεια και εσωστρέφεια.

Η ικανότητα της ελληνικής κοινωνίας να αντέξει τις επιπτώσεις της προσαρμογής είναι ένα μεγάλο ερωτηματικό, καθώς οι πολίτες δυσκολεύονται να αντιληφθούν ότι η προηγούμενη καλή εποχή της αυξανόμενης ευημερίας πέρασε ανεπιστρεπτί, ότι δεν υπάρχουν μαγικές λύσεις χωρίς κόστος, και ότι η προσαρμογή της οικονομίας είναι απαραίτητη για να μην διολισθήσουμε περαιτέρω. Στη δύσκολη αυτή συγκυρία είναι σημαντικό να αποφεύγουμε τις ακραίες αντιδράσεις και να βλέπουμε το μέλλον με ρεαλισμό αλλά και ελαφρά αισιοδοξία, αφού στην Ελλάδα πολλές υπηρεσίες του Δημοσίου, πολλές επιχειρήσεις συνεχίζουν να λειτουργούν αποτελεσματικά, ενώ πολλά νοικοκυριά συνεχίζουν και επιπλέουν, έστω με μειωμένη κατανάλωση. Όταν η ύφεση παρέλθει, και οι νέοι μπορούν να συμμετέχουν ξανά στην αγορά εργασίας, τότε και η αισιοδοξία θα επανέλθει στη χώρα μας.

Βιβλιογραφία

Ελληνόγλωσση

Αλεξάκης, Παναγιώτης (2011), «Οι καινοτομίες στη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη από το 2007 έως σήμερα», Άρθρο Β.6, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Αναστασάτος, Τάσος (2011), «Η εξωτερική ανισορροπία της ελληνικής οικονομίας Αίτια, χαρακτηριστικά και σενάρια προσαρμογής», Άρθρο Ε.3, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Αντζουλάτος, Άγγελος Α. (2011), «Τραπεζική - τάσεις (πριν) και προοπτικές (μετά την κρίση)», Άρθρο Γ.1, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Απέργης, Νικόλαος (2011), «Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση και η αγορά κατοικίας: Επιπτώσεις στις ελληνικές μετοχές των ανωνύμων εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία», Άρθρο ΣΤ.2, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Βέττας, Νικόλαος (2011), «Ανταγωνισμός και ρύθμιση στις αγορές προϊόντων υπό το πρίσμα της κρίσης στην ελληνική οικονομία», Άρθρο Ε.1, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Γκόρτσος, Χρήστος Βλ. (2011), «"Βασιλεία III": η αναθεώρηση του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου της Επιτροπής της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία με στόχο την ενδυνάμωση της σταθερότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος», Άρθρο Ζ.1, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Επιτροπή για την Αξιοπιστία των Στατιστικών Στοιχείων (2010), *Έκθεση*, Βουλή των Ελλήνων, Ιανουάριος.

Ζαγορήσιος, Νικόλαος και Ιωάννης Ασημέλης (2011), «Τιτλοποιήσεις και καλυμμένες ομολογίες ως εργαλεία ρευστότητας», Άρθρο Γ.4, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Ζόνζηλος, Νικόλαος Γ. (2010), «Οι μακροοικονομικές επιπτώσεις των διαρθρωτικών πολιτικών ενίσχυσης του ανταγωνισμού στην αγορά των μη εμπορεύσιμων αγαθών-υπηρεσιών και στην αγορά εργασίας», ΙΟΒΕ, Ειδικές Μελέτες, Μάιος.

Θεοφιλάκου, Νάνσυ και Γιάννης Στουρνάρας (2011), «Η δυναμική του χρέους στις χώρες της ΟΝΕ και οι αντιδράσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών», Άρθρο Δ.1, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Θωμαδάκης, Σταύρος Β. και Κωνσταντίνος Ι. Λοΐζος (2011), «Η χρηματοοικονομική ρύθμιση και το κόστος κεφαλαίου των πιστωτικών ιδρυμάτων», Άρθρο Ζ.2, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Θωμάκος, Δημήτρης (2011), «Περιγραφική απεικόνιση μη-στάσιμων χρηματοοικονομικών χρονοσειρών: χωρικές κατανομές και χρόνος παραμονής», Άρθρο ΣΤ.6, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Θωμόπουλος, Άνθιμος (2011), «Διεθνής κρίση και λογιστικά πρότυπα: Επέτειναν τα λογιστικά πρότυπα το μέγεθος της κρίσης; Πόσο η κρίση επηρεάζει τα μελλοντικά πρότυπα;», Άρθρο Β.2, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Καραμούζης, Νικόλαος Β. (2011), «Από τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση στην ελληνική δημοσιονομική εκτροπή και την κρίση της Ευρωζώνης: οι προκλήσεις για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα», Επίλογος, *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον*;, Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.

Κουρογένης, Νικόλαος και Νικήτας Πιττής (2011), «Συστηματικά σφάλματα στις προβλέψεις των αναλυτών και τακτική κατανομή επενδύσεων», Άρθρο ΣΤ.1, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Λεκκός, Ηλίας, Γιάννης Κουτελιδάκης και Ειρήνη Στάγγελ (2011), «Εργαλεία και τεχνικές παρακολούθησης του συστημικού κινδύνου και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Η εφαρμογή τους στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα», Άρθρο Ζ.5, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Λιβαδά, Χριστίνα και Άννα Βασίλα (2011), «Η ρυθμιστική παρέμβαση στις αγορές κεφαλαίου στην Ευρωπαϊκή Ένωση ως συνέπεια της κρίσης», Άρθρο Ζ.4, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Λιούκας, Σπύρος (2011), «Οι ελληνικές επιχειρήσεις μετά την κρίση. Προοπτικές και στρατηγικές για διεθνή ανταγωνιστικότητα», Άρθρο Ε.4, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Μαλλιαρόπουλος, Δημήτρης (2011), «Η απώλεια ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας μετά την είσοδο της χώρας στην ΟΝΕ», Άρθρο Ε.2, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Μαρούλης, Δημήτριος Κ. (2011), «Μεταρρύθμιση της κοινωνικής ασφάλισης και της αγοράς εργασίας και μακροχρόνιες δημοσιονομικές προοπτικές», Άρθρο Δ.5, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Μασουράκης, Μιχάλης (2011), «Το ελληνικό κράτος στο αναμορφωτήριο: για παρακώλυση του ανταγωνισμού και της οικονομικής ανάπτυξης, αλλά και για... τάσεις αυτοκαταστροφής», Άρθρο Δ.3, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Μιχαλόπουλος, Γεώργιος (2011), «Χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών στη διάρκεια της κρίσης», Άρθρο Γ.3, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Μονοκρούσος, Πλάτων (2011), «Ερμηνεύοντας τα περιθώρια απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης την περίοδο που ακολούθησε το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης», Άρθρο ΣΤ.4, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Μόσχος, Δημήτρης και Γεώργιος Χορταρέας (2011), «Χρηματοπιστωτικό σύστημα και οικονομική δραστηριότητα», Άρθρο Α.1, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Πανοπούλου, Αικατερίνη και Χρήστος Τσούμας (2011), «Οι απόψεις των οίκων αξιολόγησης και οι αγορές», Άρθρο Β.5, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Πάντσιος, Αρχοντής Λ. και Καλλίνικος Κ. Νικολακόπουλος (2011), «Συστημική κρίση και διαμάχες στην ευρωζώνη», Άρθρο Δ.2, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Σιμιντζή, Έλενα (2011), «Αγορά εργασίας και επιχειρήσεις: κρίση και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις», Άρθρο Ε.5, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Σκιαδόπουλος, Γιώργος (2011), «Μεταβλητότητα στο ελληνικό και στα διεθνή χρηματιστήρια κατά την περίοδο 2006-2008», Άρθρο ΣΤ.3, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Σταϊκούρας, Παναγιώτης (2011), «Η θεσμική οργάνωση της χρηματοοικονομικής εποπτείας στην Ελλάδα: Προκλήσεις και προοπτικές μετά την κρίση», Άρθρο Ζ.3, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Σταματίου, Θεόδωρος (2011), «Ο ρόλος των προθεσμιακών συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου στην κρίση του 2008 στις ΗΠΑ και την ελληνική δημοσιονομική κρίση του 2010», Άρθρο Β.4, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Στεφανάδης, Χριστόδουλος (2011), «Πολιτική οικονομία εν μέσω κρίσης», Άρθρο Δ.4, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Τζαβαλής, Ηλίας (2011), «Προσδιοριστικοί παράγοντες και κυκλικές αλλαγές του σπρεντ μεταξύ των ελληνικών και γερμανικών επιτοκίων», Άρθρο ΣΤ.5, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Τραυλός, Νικόλαος Γ. (2011), «Εταιρική διακυβέρνηση πριν και μετά την κρίση», Άρθρο Β.1, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Τσιριτάκης, Εμμανουήλ Δ. και Ηλίας Κ. Τσιριγωτάκης (2011), «Συγκέντρωση και ανταγωνιστικότηταστον τραπεζικό τομέα», Άρθρο Γ.2, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Τσομώκος, Δημήτριος Π. και Δημήτριος Βολιώτης (2011),«Χρηματοπιστωτική σταθερότητα, επενδύσεις & ανάπτυξη», Άρθρο Α.2, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Χαραλαμπίδης, Μιχαήλ Π. (2011), «Διαχείριση Κινδύνων Διδάγματα από την κρίση και προοπτικές», Άρθρο Β.3, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

Χαρδούβελης, Γκίκας Α. (2007), «Μακροοικονομική Διαχείριση και η Ανάγκη Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων μετά την Είσοδο στη Νομισματική Ένωση», Οικονομία & Αγορές, Eurobank Research, Τόμος ΙΙ, Τεύχος 8, Οκτώβριος.

Χαρδούβελης, Γκίκας Α. (2009), «Η χρηματοοικονομική κρίση και το μέλλον της παγκόσμιας οικονομίας», *Οικονομία & Αγορές*, Eurobank Research, Τόμος IV, Τεύχος 8, Δεκέμβριος.

Χαρδούβελης, Γκίκας Α. (2011α), «Το χρονικό της διεθνούς και συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: Αίτια, αντιδράσεις, επιπτώσεις, προοπτική», Εισαγωγή, *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον*;, Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.

Χαρδούβελης, Γκίκας Α. (2011β), «Η υπερκυκλικότητα του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος: ενέργειες για τη μείωσή της», Άρθρο Γ.3, *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον*;, Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.

Ξενόγλωσση

Borio, Claudio (2008), "The Financial Turmoil of 2007–?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations"' in *Revista de Estabilidad Financiera*, Bank of Spain. Also available as BIS Working Papers, No. 251.

Bordo, Michael, D. (2008), "An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008," NBER Working Paper No. 14569.

Brunnermeier, Markus K. (2009), "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007.2008," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, 1, pp. 77-100.

Buis, Romain and Romain Duval (2011), "Raising Potential Growth after the Crisis: A Quantitative Assessment of the Potential Gains from various Structural Reforms in the OECD Area and beyond," OECD Economics Department, Working Papers, No. 835.

Economist (2011), "World's Worst Illness: Greece has no good Options Left," May 26, p. 69.

Fama, Eugene (1991), "Efficient Markets: II," Presidential Address at the American Finance Association, Fiftieth Anniversary Invited Paper, Journal of Finance, 46 (December), pp. 1575-1617.

Fons, Jerome (2008), "Testimony of Jerome S. Fons before the Committee on Oversight and Government Reform," United States House of Representatives, October 22.

Geanakoplos, John (2010), "Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle," *Economic Policy Review (Special Issue: Central Bank Liquidity Tools and Perspectives on Regulatory Reform)*, Federal Bank of New York, Volume 16, Number 1, pp. 101-131.

Gorton, Gary B. (2008), "The Subprime Panic," NBER Working Paper Series, No. w14398.

—— (2009), "Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007," Prepared for the Federal Reserve Bank of Atlanta's 2009 Financial Markets Conference: Financial Innovation and Crisis, May 11-13, 2009.

—— (2010), "Questions and Answers about the Financial Crisis," NBER Working Paper Series, No. w15787.

Greenspan, Alan (2008), "Testimony in front of the Committee on Oversight and Government Reform," United States House of Representatives, October 23.

Hoggarth, Glenn and Jack Reidhill (2003), "Resolution of banking crises: a review," Financial Stability Review, Bank of England, December.

International Monetary Fund (2011), "Greece: Third Review Under the Stand-By Arrangement–Staff Report; Informational Annex," Country Report No. 11/68, March.

Metrick, Andrew and Gary B. Gorton (2010), "Haircuts," Yale ICF Working Paper No. 09-15.

Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2009a), "Is the 2007 US. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," NBER Working Paper Series, No. w13761.

—— (2009b), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.

Spiegel, Peter and Quentin Peel (2011), "Private Finance Proposal Raises Fear of Athens Downgrade," *Financial Times*, June 15, p. 4.

Α.
Ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού τομέα στην πορεία της οικονομικής ανάπτυξης

Χρηματοπιστωτικό σύστημα και οικονομική δραστηριότητα

Δημήτριος Μόσχος
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΕΘΝΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΠΟΔΙΣΤΡΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΤΗΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Γεώργιος Χορταρέας
ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΕΘΝΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΠΟΔΙΣΤΡΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Περίληψη

Η πρόσφατη διεθνής οικονομική κρίση είναι συνυφασμένη με την εντυπωσιακή εξάπλωση των χρηματοοικονομικών καινοτομιών και αποδίδεται ευρέως στις αδυναμίες των πιστωτικών ιδρυμάτων να διαχειρίζονται αποτελεσματικά την εκτίμηση και αξιολόγηση κινδύνων που υπάρχουν στο σύγχρονο διεθνές χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Μεγάλο μέρος της πρόσφατης διεθνούς βιβλιογραφίας δίνει έμφαση στη σύγχρονη δομή του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος και τους παράγοντες που αποτελούν δυνητική πηγή αστάθειας. Από την άλλη πλευρά, έχει αναπτυχθεί μια ογκώδης βιβλιογραφία σχετικά με τη σημασία που έχουν οι τράπεζες για τη λειτουργία του οικονομικού συστήματος και του ειδικού τους ρόλου που υπεισέρχεται ως αποφασιστικός παράγοντας στη μακροχρόνια διαδικασία της οικονομικής μεγέθυνσης. Το δοκίμιο αυτό επικεντρώνεται στον εντοπισμό και τη σκιαγράφηση της σημασίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος για την οικονομική δραστηριότητα. Αρχικά, εξετάζεται η επίδραση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην οικονομική μεγέθυνση και γίνεται μια επιλεκτική ανασκόπηση της εκτεταμένης σχετικής βιβλιογραφίας. Κατόπιν, η εστίαση μετατοπίζεται στις οικονομικές διακυμάνσεις και εξετάζει, υπό το πρίσμα των καινοτομιών του χρηματοπιστωτικού συστήματος, την πρόσφατη διεθνή εμπειρία. Τέλος, αναλύονται οι κύριες πτυχές της πορείας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος σε συνάρτηση με τις βασικές μακροοικονομικές εξελίξεις της ελληνικής οικονομίας και παρουσιάζονται ορισμένες διαπιστώσεις σχετικά με τη μελλοντική πορεία του.

Οι συγγραφείς ευχαριστούν τον Καθηγητή Άγγελο Αντζουλάτο για τα εποικοδομητικά του σχόλια που συνέβαλαν σημαντικά στη βελτίωση του παρόντος άρθρου. Φυσικά, οποιαδήποτε λάθη και παραλήψεις είναι αποκλειστική ευθύνη των συγγραφέων.

1. Εισαγωγή

Η πρόσφατη διεθνής οικονομική κρίση είναι συνυφασμένη με την εντυπωσιακή εξάπλωση των χρηματοοικονομικών καινοτομιών και αποδίδεται ευρέως στις αδυναμίες των πιστωτικών ιδρυμάτων να διαχειρίζονται αποτελεσματικά την εκτίμηση και αξιολόγηση κινδύνων που υπάρχουν στο σύγχρονο διεθνές χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Μεγάλο μέρος της πρόσφατης διεθνούς βιβλιογραφίας δίνει έμφαση στη σύγχρονη δομή του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος και τους παράγοντες που αποτελούν δυνητική πηγή αστάθειας. Από την άλλη πλευρά, έχει αναπτυχθεί μια ογκώδης βιβλιογραφία σχετικά με τη σημασία που έχουν οι τράπεζες για τη λειτουργία του οικονομικού συστήματος και του ειδικού τους ρόλου, που υπεισέρχεται ως αποφασιστικός παράγοντας στη μακροχρόνια διαδικασία της οικονομικής μεγέθυνσης.

Το δοκίμιο αυτό επικεντρώνεται στον εντοπισμό και τη σκιαγράφηση της σημασίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος για την οικονομική δραστηριότητα. Στην ενότητα 2 εξετάζεται η επίδραση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην οικονομική μεγέθυνση και γίνεται μια επιλεκτική ανασκόπηση της εκτεταμένης σχετικής βιβλιογραφίας. Η ενότητα 3 μετατοπίζει την εστίαση στις οικονομικές διακυμάνσεις και εξετάζει, υπό το πρίσμα των καινοτομιών του χρηματοπιστωτικού συστήματος, την πρόσφατη διεθνή εμπειρία. Η ενότητα 4 παραθέτει τις κύριες πτυχές της πορείας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος σε συνάρτηση με τις βασικές μακροοικονομικές εξελίξεις της ελληνικής οικονομίας κατά την τελευταία δεκαπενταετία. Τέλος, η ενότητα 5 συνοψίζει ορισμένα βασικά συμπεράσματα.

2. Χρηματοπιστωτικό σύστημα και οικονομική μεγέθυνση

Το ενδιαφέρον των οικονομολόγων για τη σύνθετη φύση της σχέσης μεταξύ της ανάπτυξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της οικονομικής ανάπτυξης/μεγέθυνσης είναι καταγεγραμμένο εδώ και έναν σχεδόν αιώνα (π.χ. Schumpeter, 1912 και Bagehot, 1873). Η συζήτηση αυτή αναζωογονήθηκε στις αρχές της δεκαετίας του 1970 με τις συνεισφορές των Shaw (1973) και McKinnon (1973) οι οποίοι υποστήριξαν, ότι οι στρεβλώσεις του τραπεζικού συστήματος, που προέρχονται συνήθως από κρατικές παρεμβάσεις και περιορισμούς, αποτελούν τροχοπέδη στη διαδικασία της οικονομικής ανάπτυξης. Η ανάλυση της σχέσης που έχει το χρηματοπιστωτικό σύστημα με την οικονομική μεγέθυνση τέθηκε σε νέα βάση, με εμπειρικό κυρίως προσανατολισμό, από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 με την έρευνα των King and Levine (1993a,b). Οι εμπειρικές αναλύσεις που ακολούθησαν έχουν παράξει πειστικά επιχειρήματα που δείχνουν ότι το επίπεδο χρηματοοικονομικής ανάπτυξης έχει ευεργετικά αποτελέσματα για την οικονομική μεγέθυνση, την τεχνολογική πρόοδο και τη συσσώρευση κεφαλαίου.

Η πρωταρχική λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος συνίσταται στη μεταφορά κεφαλαίων από ετερογενείς πηγές αποταμίευσης προς τους επενδυτές. Ο διαμεσολαβητικός ρόλος των τραπεζών στην οικονομία, εκτός από την κινητοποίηση των αποταμιεύσεων, συνίσταται στη συλλογή και αξιοποίηση της πληροφόρησης για το επιχειρηματικό περιβάλλον και τις οικονομικές προοπτικές, και κατά συνέπεια, τη σε βάθος ανάλυση και καλύτερη διαχείριση του κίνδυνου.

Η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος συμβάλλει στην οικονομική μεγέθυνση μέσω της παροχής πληρέστερης πληροφόρησης και της μείωσης του κόστους συναλλαγών. Επιπλέον, συνεισφέρει στη βελτίωση της παραγωγικότητας και της αποτελεσματικότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα, ενθαρρύνει την αποταμίευση και διευκολύνει τις επενδύσεις. Γενικότερα, πιο ανεπτυγμένα χρηματοπιστωτικά συστήματα έχουν τη δυνατότητα να διοχετεύουν με αποτελεσματικό τρόπο μεγαλύτερες ποσότητες κεφαλαίων από τους αποταμιευτές στους επενδυτές.[1] Ταυτόχρονα το χρηματοπιστωτικό σύστημα μετριάζει τον κίνδυνο των επενδυτικών αποφάσεων και κυρίως τον κίνδυνο ρευστότητας (Pagano, 1993, Levine, 1997).

[1] Μια ανάλογη ερμηνεία δίνει ο Hicks (1969).

Οι υπηρεσίες που παρέχονται από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διευκολύνουν την οικονομική δραστηριότητα ποικιλοτρόπως. Η χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση επιτρέπει την αντιμετώπιση προβλημάτων «ηθικού κινδύνου» (moral hazard) και «δυσμενούς επιλογής» (adverse selection), ενθαρρύνοντας την προσφορά των αποταμιευτικών κεφαλαίων. Συμβάλλει στη σημαντική μείωση του κόστους συναλλαγών μέσω ενός μηχανισμού συγκέντρωσης των επιμέρους κεφαλαίων από ετερογενείς αποταμιευτές και τη διοχέτευσή τους προς τους επενδυτές. Επιπλέον, διευκολύνει τη διαχείριση του κινδύνου, καθώς επιτρέπει τη διαχρονική εξομάλυνση ροών και την εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας.[2]

Οι King and Levine (1993a, 1993b) εξετάζουν εμπειρικά τη σχέση μεταξύ χρηματοπιστωτικού τομέα και μεγέθυνσης για 77 χώρες από το 1960 έως το 1989, χρησιμοποιώντας τέσσερις εναλλακτικούς δείκτες χρηματοοικονομικής ανάπτυξης. Εκτός από την ενθάρρυνση της επένδυσης και αποταμίευσης, η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού τομέα αναμένεται να επηρεάσει την οικονομική μεγέθυνση αυξάνοντας τη συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών παραγωγής (total factor productivity). Η ανάλυση των Levine et. al. (2000a,b) οδηγεί σε ανάλογα συμπεράσματα. Οι Beck et. al. (2000) αποδίδουν πρωταρχική σημασία στην επίδραση που ασκεί ο χρηματοπιστωτικός τομέας επί της συνολικής παραγωγικότητας. Οι Rioja and Valev (2004), μελετώντας στοιχεία από 74 χώρες, επίσης καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού τομέα ως κινητήριος μοχλός της μεγέθυνσης επιτελείται κυρίως μέσω του μηχανισμού αυτού, δηλαδή μέσω της αυξημένης παραγωγικότητας.

Επιπλέον, για τους ίδιους λόγους που επιδρά θετικά στη συνολική παραγωγικότητα, η χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση ενισχύει την παραγωγική αποτελεσματικότητα (μείωση του κόστους πληροφόρησης και συναλλαγών, καλύτερη κατανομή των πόρων, χαλάρωση των δανειστικών περιορισμών, κ.λπ.). Πράγματι, ορισμένες πρόσφατες εμπειρικές αναλύσεις εστιάζουν άμεσα στη σημασία του χρηματοοικονομικού συστήματος για την παραγωγική αποτελεσματικότητα, η οποία με τη σειρά της επιδρά στην οικονομική μεγέθυνση, χρησιμοποιώντας τη μη-παραμετρική μέθοδο της περιβάλλουσας ανάλυσης δεδομένων (Data Envelopment Analysis). Για παράδειγμα, η ανάλυση των Arestis et al. (2006) επιβεβαιώνει εμπειρικά για τις χώρες του ΟΟΣΑ την υπόθεση ότι η χρηματοοικονομική ανάπτυξη έχει θετική επίδραση στην τεχνική αποτελεσματικότητα της οικονομίας. Άλλες μελέτες βρίσκουν ότι η αποτελεσματική λειτουργία του τραπεζικού συστήματος έχει ευνοϊκά αποτελέσματα για την παραγωγικότητα της οικονομίας (π.χ. Lozano-Vivas and Pastor, 2006) και κατ' επέκταση για τη μεγέθυνση του ΑΕΠ. Ο βαθμός της αποτελεσματικότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος μπορεί να σχετίζεται με τον βαθμό ανάπτυξης αυτού. Οι Chortareas et. al. (2010), εξετάζοντας στοιχεία από εννέα χώρες της Λατινικής Αμερικής, βρίσκουν ότι η παραγωγικότητα των τραπεζών (μετρούμενη από έναν δείκτη Malmquist) είναι υψηλότερη σε χώρες με πιο ανεπτυγμένα χρηματοπιστωτικά συστήματα (ταυτόχρονα υπάρχουν και κάποιες ενδείξεις αμφίδρομης αιτιότητας).

Θα πρέπει στο σημείο αυτό να σημειωθεί ότι η αιτιατή σχέση μεταξύ της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και της οικονομικής μεγέθυνσης μπορεί να είναι αμφίδρομη.[3] Επιπλέον, η θετική συσχέτιση μεταξύ των δεικτών χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και της οικονομικής μεγέθυνσης που εντοπίζουν οι διάφορες εμπειρικές μελέτες μπορεί να αντανακλά την επίδραση τρίτων εξωγενών παραγόντων στις υπό εξέταση μεταβλητές.[4] Έτσι, ο Lucas (1988) απορρίπτει τον ρόλο του χρηματοπιστωτικού τομέα στη διαδικασία της μεγέθυνσης χαρακτηρίζοντάς τον ως υπερ-εκτιμημένο. Παρά την ύπαρξη επιμέρους επιφυλάξεων που αναφέρονται σε διάφορες πιθανές ατέλειες της οικονομετρικής έρευνας (μη γραμμικότητα, αμφίδρομη αιτιότητα, κ.λπ.), η σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και οικονομικής μεγέθυνσης, με βάση τις δημοσιευμένες εμπειρικές αναλύσεις, εμφανίζεται σε γενικές γραμμές να είναι θετική και εύρωστη. Αν και η έμφαση σε διαφορετικό τύπο δεδομένων και διαφορετικές μεταβλητές που χρησιμοποιούνται ως δείκτες μέτρησης της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης δεν αναιρεί τα βασικά συμπεράσματα και τη σημαντική συναίνεση που έχει αναπτυχθεί στη βιβλιογραφία, οι υπάρχουσες ποσοτικές εκτιμήσεις δεν είναι ταυτόσημες (Levine, 2004).

---

[2] Επίσης, αφού τα ιδιωτικά δάνεια δεν είναι εμπορεύσιμα, αντιμετωπίζεται το πρόβλημα του «τζαμπατζή» (free-rider) ο οποίος ανέξοδα ακολουθεί τη στρατηγική επενδυτών που αποκτούν πληροφόρηση με κόστος σε ένα σύστημα αγοράς κεφαλαίου.

[3] Η J. Robinson (1952), για παράδειγμα, υποστηρίζει ότι είναι η επιχειρηματική δραστηριότητα που συντελεί στην ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος και όχι αντίστροφα.

[4] Οι Greenwood and Jovanvic (1990) παρουσιάζουν ένα τέτοιο θεωρητικό υπόδειγμα.

Οι Arestis et. al. (2010), αναλύοντας τα αποτελέσματα από 60 περίπου δημοσιευμένες μελέτες, βρίσκουν ότι η όποια διαφοροποίηση των ποσοτικών εκτιμήσεων οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στο είδος των δεδομένων και στις διαφορετικές μεταβλητές που χρησιμοποιούνται ως δείκτες χρηματοοικονομικής ανάπτυξης.

Τέλος, ένα μέρος της βιβλιογραφίας εστιάζει στη χρηματοοικονομική δομή (financial structure) σε μια προσπάθεια να συγκεκριμενοποιηθεί η σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και οικονομικής μεγέθυνσης. Ο Goldsmith (1969) επιχείρησε να αναλύσει τον ρόλο του μίγματος των χρηματοοικονομικών εργαλείων, αγορών και διαμεσολάβησης (δηλ. τη χρηματοοικονομική δομή). Ακολούθως, έχουν αναπτυχθεί διάφορες θεωρητικές προσεγγίσεις που οριοθετούν τις συνθήκες κάτω από τις οποίες τραπεζοκεντρικά συστήματα (bank-based systems) ή συστήματα αγορών κεφαλαίου (market-based systems) διευκολύνουν περισσότερο τη ροή των κεφαλαίων στην πιο παραγωγική χρήση (π.χ., Dolar and Meh, 2002). Η υπάρχουσα εμπειρική βιβλιογραφία παρουσιάζει ανάμικτα αποτελέσματα ως προς το ποιο από τα δύο συστήματα ευνοεί περισσότερο την οικονομική ανάπτυξη. Υπάρχουν χώρες με τραπεζοκεντρικά συστήματα, καθώς και χώρες με ανεπτυγμένα συστήματα αγορών κεφαλαίου που χαρακτηρίζονται από υψηλούς ρυθμούς μεγέθυνσης. Πάντως, στον βαθμό που τα τραπεζοκεντρικά συστήματα είναι λιγότερο ευάλωτα σε προβλήματα ατελούς και ασύμμετρης πληροφόρησης, μπορεί να συνεπάγονται χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου και, ως εκ τούτου, υπερτερούν έναντι των συστημάτων αγορών κεφαλαίου (Greenwald et. al., 1984).

3. Χρηματοπιστωτικό σύστημα και οικονομικές διακυμάνσεις

Είναι τελικά το χρηματοπιστωτικό σύστημα πηγή δεινών και αστάθειας για την οικονομία ή μια πηγή ανάπτυξης και σταθερότητας; Από τη μια πλευρά υπάρχει μεγάλη μερίδα οικονομολόγων οι οποίοι συγκλίνουν στην τελευταία άποψη. Από την άλλη, κάποιοι αναλυτές υπογραμμίζουν τους κινδύνους που συνεπάγεται η σύνθετη δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος και η εντεινόμενη συνύφανσή του με κάθε σχεδόν πλευρά της οικονομικής δραστηριότητας.

Πριν από τρεις δεκαετίες ο Minsky (1982), αναφερόμενος στη μεγάλη κρίση του 1929 αναρωτήθηκε εάν «μπορεί να ξανασυμβεί»[5]. Η σύνθετη και περίπλοκη δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος στις καπιταλιστικές οικονομίες αποτελεί βασικό συστατικό στοιχείο της υπόθεσης της «χρηματοπιστωτικής αστάθειας» ("financial instability"), η οποία υποστηρίζει ότι η κερδοσκοπικού χαρακτήρα χρηματοοικονομική δραστηριότητα μπορεί να αποσταθεροποιήσει την οικονομία. Πράγματι, η δραστηριότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων θεωρείται ότι συνέβαλε στην παγκόσμια οικονομική κρίση που ξεκίνησε το 2008 (π.χ., Jenkinson, 2008), μεταξύ άλλων, λόγω της ανάληψης υπερβολικών κινδύνων και των δυσλειτουργιών της αγοράς. Οι γενικευμένες τραπεζικές/χρηματοοικονομικές κρίσεις μπορούν σε γενικές γραμμές να θεωρηθούν ακραία φαινόμενα για τις βιομηχανικές χώρες. Όμως ακόμα και όταν η αστάθεια και οι κρίσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα δεν συνοδεύονται από μια γενικευμένη οικονομική κρίση, οι επιπτώσεις τους στην ευρύτερη οικονομική δραστηριότητα είναι σημαντικές. Συνήθως, οι περίοδοι που έπονται των τραπεζικών κρίσεων χαρακτηρίζονται από παρατεταμένη και έντονη συστολή της οικονομικής δραστηριότητας και εκτίναξη της ανεργίας. Οι Reinhart και Rogoff (2009), μελετώντας την εμπειρία μιας σειράς χωρών που αντιμετώπισαν τραπεζικές κρίσεις, υπολογίζουν ότι κατά μέσο όρο το κατά κεφαλή ΑΕΠ μειώνεται κατά 9,3% και το ποσοστό ανεργίας αυξάνεται κατά 7%. Οι εκτιμήσεις αυτές δεν απέχουν πολύ από παλαιότερες εκτιμήσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου.[6] Φυσικά, οι τραπεζικές κρίσεις δεν αποτελούν πρόσφατο μόνο φαινόμενο και αρκετές τέτοιες εκδηλώθηκαν στις δεκαετίες που προηγήθηκαν της παγκόσμιας κρίσης του 2008.

---

[5] Η απάντηση που δίνει ο Minsky (1982) στο ερώτημά του είναι ότι το αποτέλεσμα εξαρτάται από τη «φύση της μεγάλης κυβέρνησης» που θα επιλέγει κανείς.

[6] Στο World Economic Outlook (1998) το μέσο κόστος των τραπεζικών/χρηματοοικονομικών κρίσεων ανά χώρα εκτιμάται σε 11,6% του ΑΕΠ.

Η συμβολή του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη μεγέθυνση των κυκλικών οικονομικών διακυμάνσεων και στη δημιουργία αστάθειας στον χρηματοοικονομικό τομέα αναφέρεται ως «προκυκλικότητα». Η προκυκλικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος δημιουργεί ενδογενείς πιστωτικούς κύκλους, δηλαδή αύξηση των πιστώσεων σε περιόδους οικονομικής άνθησης και μείωση των πιστώσεων σε περιόδους ύφεσης. Για παράδειγμα, καθώς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε περιόδους ύφεσης υπόκεινται σε ζημίες και τα αποθεματικά τους μειώνονται, επιδεινώνονται οι όροι άντλησης κεφαλαίων από εξωτερικές πηγές. Η εξέλιξη αυτή επιδρά ανασταλτικά στην πιστωτική επέκταση και, κατά συνέπεια, επιφέρει κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας, εξέλιξη που με τη σειρά της αυξάνει τον κίνδυνο της παραπέρα αποδυνάμωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Δημιουργείται λοιπόν ένας φαύλος κύκλος που όταν συνοδεύεται από μεγάλες μακροοικονομικές ανισορροπίες γίνεται ιδιαίτερα επικίνδυνος, καθώς μπορεί να οδηγήσει σε κρίση. Το βασικό πρόβλημα συνήθως έγκειται στο ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα δεν έχει συσσωρεύσει επαρκή κεφάλαια στην ανοδική φάση του κύκλου (όταν δηλαδή οι συνθήκες είναι ευνοϊκές) και δεν έχει δημιουργήσει μηχανισμούς που διευκολύνουν την απορρόφηση των κραδασμών κατά την περίοδο της ύφεσης. Συνήθως (π.χ., Financial Stability Board, 2009), η προκυκλικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος αποδίδεται σε δύο πηγές: πρώτον, στην αδυναμία της επαρκούς μέτρησης του κινδύνου και δεύτερον, σε κίνητρα που χαρακτηρίζονται από στρεβλώσεις.

Από την άλλη πλευρά, το χρηματοπιστωτικό σύστημα δημιουργεί μηχανισμούς που μπορούν να συμβάλλουν στον μετριασμό των κυκλικών διακυμάνσεων. Πιο συγκεκριμένα, η λειτουργία του τραπεζικού συστήματος επιτρέπει στις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά να αντιμετωπίσουν τις διακυμάνσεις των εσόδων τους κατά τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου με σχετικά περιορισμένες αυξομειώσεις των δαπανών τους.

Η περίοδος από τη δεκαετία του 1980 μέχρι το ξέσπασμα της πρόσφατης διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης χαρακτηρίστηκε από το φαινόμενο της «μεγάλης εξομάλυνσης» (great moderation). Η «μεγάλη εξομάλυνση» συνίσταται στην εμφανή μείωση της διακύμανσης βασικών μακροοικονομικών μεγεθών στις ανεπτυγμένες οικονομίες. Ερευνητές και αναλυτές έχουν προτείνει τρεις βασικές ερμηνείες της «μεγάλης εξομάλυνσης» (Bernanke, 2004). Μια μερίδα αναλυτών αποδίδει τη «μεγάλη εξομάλυνση» στην αποτελεσματικότερη άσκηση νομισματικής πολιτικής (π.χ., Clarida et. al., 2000), στον βαθμό που η τελευταία επικεντρώνεται στην επίτευξη χαμηλού και πιο σταθερού πληθωρισμού. Μια άλλη κατεύθυνση στη βιβλιογραφία θεωρεί τη «μεγάλη εξομάλυνση» συμπτωματική, δηλαδή την αποδίδει στις σχετικά ήπιες συνθήκες και την απουσία σημαντικών αρνητικών διαταράξεων κατά την περίοδο αυτή (π.χ., Stock and Watson, 2002). Τέλος, άλλες ερμηνείες εστιάζουν σε αλλαγές στη δομή της οικονομίας, όπως η παγκοσμιοποίηση, η ένταση του διεθνούς ανταγωνισμού, η βελτίωση της διαχείρισης αποθεμάτων[7] (inventory management) και οι καινοτομίες στο χρηματοοικονομικό σύστημα (financial innovation).

Πράγματι, ορισμένοι αναλυτές ερμηνεύουν τη «μεγάλη εξομάλυνση», η οποία προηγήθηκε της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, ως αποτέλεσμα των χρηματοοικονομικών καινοτομιών που ξεκίνησαν τη δεκαετία του 1980.[8] Η επέκταση των χρηματοοικονομικών προϊόντων μέσω των καινοτομιών διεύρυνε τις επιλογές των συναλλασσομένων με τις τράπεζες και επέτρεψε την καλύτερη προσαρμογή των προσφερόμενων υπηρεσιών στις ανάγκες των επιχειρήσεων και καταναλωτών. Μια βασική ερμηνεία που προβάλλεται είναι ότι, πριν από αυτές τις καινοτομίες οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά αντιμετώπιζαν σημαντικά κόστη συναλλαγής που ενδεχομένως δεν επέτρεπαν την επιθυμητή διάρθρωση των χαρτοφυλακίων τους. Οι χρηματοπιστωτικές καινοτομίες, υποβοηθούμενες από τις βελτιώσεις στην τεχνολογία και την απορρύθμιση, ελαττώνουν αυτά τα κόστη, διευκολύνοντας την αναδιάρθρωση των χαρτοφυλακίων και επιτρέπουν τη μεγαλύτερη συμμετοχή των επιχειρήσεων και νοικοκυριών στις αγορές. Για παράδειγμα, οι Dynan et al. (2006) υποστηρίζουν ότι ένας από τους λόγους για τους οποίους η οικονομία επέδειξε μικρότερες διακυμάνσεις από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 είναι ότι οι καινοτομίες στον χρηματοπιστωτικού τομέα βοήθησαν τα νοικοκυριά να εξομαλύνουν τη δαπάνη τους παρά τις όποιες διαταράξεις στο εισόδημά τους.

---

[7] Π.χ. Kahn et. al. (2002).

[8] Π.χ. Dynan, et. al. (2006), Justiniano and Primiceri (2006), Jermann and Quadrini (2006).

Ένα συναφές ερώτημα που προκύπτει είναι πώς ο βαθμός χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης συνδέεται με τις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας.[9] Η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος μπορεί να συμβάλει στην εξομάλυνση των μακροοικονομικών διακυμάνσεων μέσα από διαύλους ανάλογους με αυτούς που διευκολύνουν τη διαδικασία της μεγέθυνσης. Ο Ferreira da Silva (2002) χρησιμοποιώντας διαστρωματικά δεδομένα για την περίοδο 1960-1997 βρίσκει ότι οι δείκτες χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης σχετίζονται αρνητικά με το εύρος του οικονομικού κύκλου. Οι διακυμάνσεις του ΑΕΠ και των συστατικών του στοιχείων είναι πιο ήπιες σε χώρες με ανεπτυγμένο χρηματοπιστωτικό τομέα και αυξημένη πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα. Συνεπώς, δεν είναι τυχαία η σπουδή την οποία επέδειξαν οι οργανισμοί άσκησης πολιτικής για τη σταθεροποίηση και υποστήριξη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μετά την εκδήλωση της πρόσφατης παγκόσμιας κρίσης. Η ομαλή λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι μια σημαντική προϋπόθεση για την έξοδο από την ύφεση σε εθνικό και παγκόσμιο επίπεδο. Γενικότερα λοιπόν, από τη μια πλευρά το χρηματοπιστωτικό σύστημα συνεισφέρει στην εξομάλυνση του οικονομικού κύκλου και στην οικονομική μεγέθυνση, ενώ από την άλλη υπόκειται στους κινδύνους που δημιουργεί η ανεξέλεγκτη δράση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε συνθήκες ατελούς πληροφόρησης και στρεβλωμένων κινήτρων.

4. Ελληνική οικονομία και εγχώριο τραπεζικό σύστημα

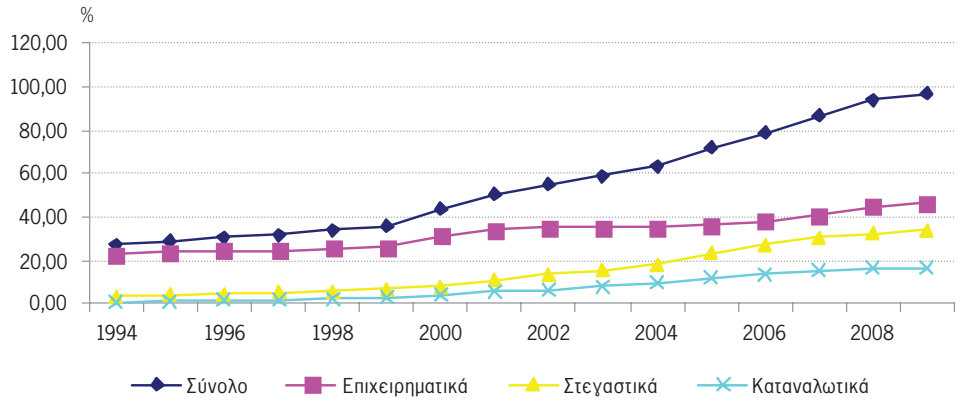
Η πορεία της ελληνικής οικονομίας από τα μέσα της δεκαετίας του '90 μέχρι το 2009, οπότε και εκδηλώθηκαν τα πρώτα σημάδια της εγχώριας ύφεσης που συνεχίζεται με εντεινόμενους ρυθμούς, χαρακτηρίστηκε από υψηλούς ρυθμούς μεγέθυνσης οι οποίοι υπερέβαιναν σημαντικά τους αντίστοιχους των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ). Το αναπτυξιακό πρότυπο στηρίχτηκε στην τόνωση της εγχώριας κατανάλωσης και την ενίσχυση των επενδύσεων που σε μεγάλο βαθμό χρηματοδοτήθηκαν από εισροές κεφαλαίων από το εξωτερικό. Η επενδυτική δραστηριότητα κατευθύνθηκε κυρίως σε έργα υποδομών στους τομείς των μεταφορών, των τηλεπικοινωνιών, της ενέργειας και των κατασκευών.

Η συμμετοχή του τραπεζικού τομέα στην αναπτυξιακή αυτή διαδικασία ήταν σημαντική. Η πολιτική της σταδιακής και κατά φάσεις απελευθέρωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος που απέβλεπε στην κατάργηση υφιστάμενων διοικητικών ρυθμίσεων επέδρασε σημαντικά στην αποτελεσματική λειτουργία του τραπεζικού συστήματος. Η πολιτική αυτή ουσιαστικά ξεκίνησε το 1987 και στη μεγαλύτερή της έκταση υλοποιήθηκε μέχρι και το 1994 (Garganas and Tavlas, 2001). Κατά συνέπεια, με την απελευθέρωση των τραπεζικών υπηρεσιών και την ένταξη του εγχώριου τραπεζικού τομέα στο χρηματοοικονομικό σύστημα της ζώνης του ευρώ, η διαμεσολαβητική δραστηριότητα των τραπεζών παρουσίασε ταχύτατη ανάπτυξη. Η αποτελεσματικότητα της λειτουργίας των τραπεζών και η παραγωγικότητά τους αυξήθηκε σημαντικά. Για παράδειγμα, οι Chortareas et. al. (2009) εκτιμούν ότι κατά την περίοδο 1998-2003 η αποτελεσματικότητα κόστους αυξήθηκε κατά 4,3% και η αποτελεσματικότητα σε όρους κερδών κατά 93%. Επιπλέον, η παραγωγικότητά τους, μετρούμενη με έναν δείκτη Malmquist, αυξήθηκε κατά 15%.

Κατά την περίοδο 1994-2009 (Διάγραμμα 1), η συνολική χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού μη τραπεζικού τομέα ως ποσοστό του ΑΕΠ υπερτριπλασιάστηκε (από 27,1% το 1991 σε 97,0% το 2009). Ιδιαίτερα έντονη άνοδο σημείωσε η χρηματοδότηση των νοικοκυριών. Η στεγαστική πίστη ως ποσοστό του ΑΕΠ από 3,8% το 1994 διαμορφώθηκε στο 33,9% το 2009, ενώ η καταναλωτική πίστη ως ποσοστό του ΑΕΠ από 0,9% το 1994 έφτασε το 16,5% το 2009. Η τραπεζική χρηματοδότηση προς τις επιχειρήσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ περίπου διπλασιάστηκε (από 22,5% το 1994 σε 46,7% το 2009).

[9] Οι προ/αντί κυκλικές ιδιότητες του κανονιστικού πλαισίου των τραπεζών εξετάζονται εκτενώς στο πλαίσιο μιας διαφορετικής βιβλιογραφίας.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 Τραπεζικά δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα (ποσοστό % ΑΕΠ)



ΠΗΓΗ: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛ.ΣΤΑΤ. και Τράπεζας της Ελλάδος

Οι εξελίξεις αυτές είχαν ως αποτέλεσμα ο λόγος δανείων προς ΑΕΠ να προσεγγίσει τον αντίστοιχο της ευρωζώνης (βλ. Πίνακα 1). Η σύγκλιση αυτή ήταν ιδιαίτερα έντονη στα καταναλωτικά και στεγαστικά δάνεια λόγω της θεαματικής ανόδου των δανείων στους ιδιώτες.

Εκτός από τις παραδοσιακές δραστηριότητες της άντλησης καταθέσεων και της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, μεγάλη ώθηση δόθηκε στην προσφορά εξειδικευμένων τραπεζικών προϊόντων. Η ευελιξία που παρείχαν τα νέα προϊόντα διεύρυνε τις επιλογές των επιχειρήσεων και νοικοκυριών ως προς την κάλυψη των αναγκών τους. Η διεύρυνση των τραπεζικών καταθέσεων, που αποτελούσαν σημαντικό μέσο τοποθέτησης των ιδιωτικών αποταμιεύσεων, συνοδεύτηκε από την εξάπλωση νέων επενδυτικών και αποταμιευτικών προϊόντων που προσφέρουν εναλλακτικούς συνδυασμούς αποδόσεων και ανάληψης κινδύνων. Οι καταθέσεις εγγυημένου κεφαλαίου, τα αμοιβαία κεφάλαια και τα τραπεζοασφαλιστικά προϊόντα αποτελούν χαρακτηριστικά παραδείγματα προϊόντων, η προσφορά των οποίων συνδυάστηκε με διεύρυνση της ποικιλίας τους, προκειμένου να καλύψουν τις ανάγκες επιμέρους κατηγοριών επενδυτών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα στην Ελλάδα και την ευρωζώνη (ποσοστό % ΑΕΠ)

	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ		ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΑ		ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ		ΣΥΝΟΛΟ	
ΕΤΟΣ	**Ελλάδα**	**Ευρωζώνη**	**Ελλάδα**	**Ευρωζώνη**	**Ελλάδα**	**Ευρωζώνη**	**Ελλάδα**	**Ευρωζώνη**
1998	34,0	41,8	5,8	24,2	2,5	6,6	34,0	82,6
2009	46,7	64,9	33,9	39,5	16,5	15,6	97,0	120,0

ΠΗΓΗ: ΕΛ.ΣΤΑΤ., Τράπεζα της Ελλάδος, AMECO

Στον τομέα της επιχειρηματικής πίστης δόθηκε έμφαση στη συνολική εξυπηρέτηση των επιχειρήσεων και στη διεύρυνση των δυνατοτήτων για κάλυψη των αναγκών τους. Σημειώθηκε απλοποίηση των διαδικασιών στις συναλλαγές των επιχειρήσεων με τις τράπεζες και ευρύτατη εξάπλωση νέων χρηματοδοτικών εργαλείων που επιτρέπουν την εξυπηρέτηση των αναγκών των επιχειρήσεων χωρίς υπέρμετρη επιβάρυνση της ρευστότητάς τους. Στα πλαίσια αυτά σημαντική εξάπλωση σημείωσαν η χρηματοδοτική μίσθωση (leasing) που επιτρέπει τη χρήση μηχανολογικού εξοπλισμού και διαρκών αγαθών με σταδιακή αποπληρωμή, καθώς και η πρακτόρευση επιχειρηματικών απαιτήσεων (factoring) που ικανοποιεί την ανάγκη για ρευστότητα μέσω της προεξόφλησης εσόδων. Επιπλέον, η διεύρυνση της ποικιλίας των εναλλακτικών προϊόντων στεγαστικής και

καταναλωτικής πίστης που έλαβε χώρα, κατέστησε δυνατή τη διαχρονική κατανομή της δαπάνης των νοικοκυριών ανάλογα με τις ροές των προσδοκώμενων μελλοντικών τους εισοδημάτων, χωρίς να απαιτείται προγενέστερη αποταμίευση για την κάλυψη της απαιτούμενης δαπάνης.

Τέλος, πέρα από τη βελτίωση της εξυπηρέτησης των πελατών μέσω της προσφοράς εξειδικευμένων προϊόντων μέσω των καταστημάτων, σημαντική πρόοδος σημειώθηκε και στην προώθηση εναλλακτικών δικτύων διανομής. Η πρόσβαση σε τραπεζικές υπηρεσίες έγινε αποτελεσματικότερη χάρη στη χρήση νέων τεχνολογιών που συνέβαλαν στην προώθηση των Αυτόματων Ταμειολογιστικών Μηχανών (ΑΤΜ), της τηλεφωνικής τραπεζικής και της τραπεζικής μέσω διαδικτύου. Παράλληλα, η τεχνολογική αναβάθμιση των ελληνικών τραπεζών ενίσχυσε ποικιλοτρόπως την αποτελεσματικότητά τους, καθώς, εκτός από την αναβάθμιση της ποιότητας των προϊόντων και υπηρεσιών που προσφέρουν, συνέβαλε στον εκσυγχρονισμό της εσωτερικής λειτουργίας τους και τη βελτίωση της παραγωγικότητάς τους.

Η κρίση που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία συνδέεται κυρίως με τα χρόνια προβλήματα και ανισορροπίες που έχουν συσσωρευτεί και, δευτερευόντως μόνο, είναι αποτέλεσμα των επιπτώσεων της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης. Η ένταση της κρίσης, μεταξύ άλλων, είναι άμεση απόρροια της διόγκωσης του δημοσιονομικού ελλείμματος και του δημόσιου χρέους σε επίπεδα που είναι δύσκολο να ελεγχθούν. Η επιδείνωση των δημοσιονομικών επιδόσεων οφείλεται στη μη έγκαιρη και συστηματική λήψη μέτρων που ήταν απαραίτητα για τη συγκράτηση του ήδη υπέρογκου δημόσιου χρέους και τη μη εμπέδωση πολιτικών που θα εξασφάλιζαν συνθήκες συνετούς δημοσιονομικής διαχείρισης. Η επιβάρυνση των δαπανών για κοινωνική ασφάλιση, η χαμηλή αποδοτικότητα των δημοσίων δαπανών και η εκτεταμένη παραοικονομία και φοροδιαφυγή δημιούργησαν μια ιδιαίτερα δυσμενή δημοσιονομική κατάσταση που συνέβαλε στη διαμόρφωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα (2009:126%).

Είναι προφανές ότι εξάλειψη των μακροοικονομικών ανισορροπιών απαιτεί, πέρα από την προσήλωση στη δημοσιονομική πειθαρχία, την προσαρμογή προς ένα νέο διατηρήσιμο αναπτυξιακό πρότυπο. Η αναπτυξιακή δυναμική της χώρας πρέπει να γίνει πιο εξωστρεφής, προκειμένου να επιτευχθούν χαμηλά ποσοστά ανεργίας και υψηλό βιοτικό επίπεδο. Η επίτευξη αυτού του στόχου απαιτεί τη μετατόπιση της παραγωγής σε τομείς με δυναμικά συγκριτικά πλεονεκτήματα.

Η αναπτυξιακή πορεία της ελληνικής οικονομίας κατά τα τελευταία χρόνια υπήρξε εσωστρεφής (Στουρνάρας και Αλμπάνη, 2008). Η εσωστρέφεια αυτή αντανακλάται στη διαχρονική υποχώρηση των καθαρών εξαγωγών ως ποσοστό του ΑΕΠ, την αντίστοιχη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και τη σημαντική διόγκωση του εξωτερικού χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ κατά τα τελευταία χρόνια. Η δυσμενής αυτή εξέλιξη αποτυπώνεται στην υποχώρηση της εγχώριας αποταμίευσης ως ποσοστό του ΑΕΠ σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα[10] και, σε μεγάλο βαθμό, οφείλεται στη χαμηλή διεθνή ανταγωνιστικότητα των εγχωρίως παραγόμενων προϊόντων και υπηρεσιών. Στον τομέα της μεταποίησης η παραγωγική δομή και οι εξαγωγές της χώρας κυρίως αποτελούνται από προϊόντα χαμηλής και μεσαίας τεχνολογίας που ανταγωνίζονται τις εξαγωγές χωρών με χαμηλό κόστος, ενώ οι χώρες της ΕΕ εξειδικεύονται περισσότερο σε προϊόντα υψηλής και μεσαίας τεχνολογίας τα οποία ευνοούνται από τη διάρθρωση της διεθνούς ζήτησης. Η προσφορά υπηρεσιών στις οποίες εμφανίζουμε συγκριτικό πλεονέκτημα, όπως ο τουρισμός, υστερεί έναντι των ανταγωνιστών μας.

Η ύφεση που πλήττει την ελληνική οικονομία, πέρα από τις αρνητικές επιπτώσεις στα μακροοικονομικά μεγέθη, επηρεάζει δυσμενώς και τον τραπεζικό τομέα. Οι τράπεζες είναι αντιμέτωπες με προβλήματα άντλησης ρευστότητας από τις διεθνείς αγορές λόγω της υποβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου. Παράλληλα, το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων εμφανίζει ανοδική πορεία, γεγονός που έχει αρνητικές επιπτώσεις στους τραπεζικούς ισολογισμούς. Υπό τις συνθήκες αυτές, η διοχέτευση πόρων στην πραγματική οικονομία καθίσταται δυσχερής.

---

[10] Η υποχώρηση της εγχώριας αποταμίευσης, και κυρίως της ιδιωτικής, μπορεί να συνδέεται και με υπερχρέωση του ιδιωτικού τομέα ως αποτέλεσμα της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης που προηγήθηκε. Ανάλογες απόψεις τεκμηριώνονται ευρέως στη διεθνή βιβλιογραφία (π.χ. King, 1994, Miles, 1992, Koskela et. al., 1992, Fry, 1993).

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η έντονη ανοδική πορεία των τραπεζικών δανείων κατά τη δεκαετία 1999-2008 (Πίνακας 1) έλαβε χώρα σε μια περίοδο χαμηλών επιτοκίων, ευνοϊκών προσδοκιών και ευφορίας λόγω της συμμετοχής της χώρας στην ευρωζώνη. Μπορεί να υποστηριχθεί ότι υπό τις συνθήκες αυτές οι τράπεζες, ανταποκρινόμενες στην υψηλή ζήτηση για δάνεια, υποεκτίμησαν τους κινδύνους μη εξυπηρέτησης των υποχρεώσεων της πελατείας τους, και δεν έδειξαν την απαιτούμενη αυτοσυγκράτηση υπό τον φόβο απώλειας μεριδίων αγοράς σε συνθήκες έντονου ανταγωνισμού. Ως αντίλογος στην άποψη αυτή, μεταξύ των άλλων μπορεί να προταθεί το ότι η μέτρηση του κινδύνου υπόκειται σε περιορισμούς, ιδιαίτερα σε περιόδους διαρθρωτικών ανακατατάξεων, όπως αυτή που ακολούθησε την είσοδο της χώρας στη ζώνη του ευρώ. Κατά τη διάρκεια τέτοιων περιόδων είναι εξαιρετικά δυσχερής η διάκριση μεταξύ παροδικών και μονιμότερων εξελίξεων, με αποτέλεσμα να περιορίζονται περαιτέρω οι δυνατότητες ορθής αξιολόγησης των κινδύνων.

Τα προβλήματα που αφορούν το ελληνικό τραπεζικό σύστημα δεν είναι μονοσήμαντα. Αντανακλούν τους μηχανισμούς αλληλεπίδρασης μεταξύ του χρηματοπιστωτικού τομέα και της πραγματικής οικονομίας που λειτουργούν με ιδιαίτερη ένταση υπό τις συνθήκες της παρούσας οικονομικής κρίσης. Η έξοδος από την οικονομική κρίση ευνοεί την αξιοποίηση νέων ευκαιριών. Κατά τη νέα αυτή πορεία, το εγχώριο τραπεζικό σύστημα μπορεί να αποτελέσει τον κινητήριο μοχλό για την ανάδειξη των συγκριτικών πλεονεκτημάτων και να διαδραματίσει πρωτεύοντα ρόλο στην ενεργοποίηση των αναπτυξιακών παραγόντων. Στον τομέα της επιχειρηματικής πίστης θα υπάρξουν προκλήσεις για μια πιο επιλεκτική πολιτική χρηματοδότησης προς κλάδους που ανταποκρίνονται στα συγκριτικά πλεονεκτήματα της ελληνικής οικονομίας. Οι επιχειρήσεις που θα ευνοηθούν μέσα από τη διαδικασία αυτή θα είναι εκείνες που συνδυάζουν τα παραδοσιακά συγκριτικά πλεονεκτήματα με καινοτομία και ποιότητα. Εκτός από τους παραδοσιακούς εξωστρεφείς κλάδους του τουρισμού, της ναυτιλίας, των τροφίμων κ.λπ., η ελληνική οικονομία παρουσιάζει σημαντικές αναπτυξιακές δυνατότητες σε μια σειρά από προϊόντα και υπηρεσίες που ευνοούνται από τη γεωμορφολογία, το κλίμα και τη γεωγραφική της θέση.

Η προσαρμογή σε ένα νέο πιο εξωστρεφές οικονομικό περιβάλλον αποτελεί πρόκληση για τις ελληνικές τράπεζες. Οι ελληνικές τράπεζες έχουν επενδύσει σημαντικά ποσά σε τεχνολογικό εξοπλισμό και ανθρώπινο κεφάλαιο. Διαθέτουν σύγχρονα συστήματα διαχείρισης κινδύνων και την υποδομή για συλλογή και αξιοποίηση πληροφοριών που αφορούν το επιχειρηματικό και οικονομικό περιβάλλον. Αξιοποιώντας τα εφόδια αυτά έχουν τη δυνατότητα να διοχετεύουν τους πόρους που διαχειρίζονται κατά τρόπο αποδοτικό. Η χρηματοδότηση επιχειρήσεων και δραστηριοτήτων που ανταποκρίνονται σε ένα πιο εξωστρεφές αναπτυξιακό πρότυπο εξυπηρετεί τον στόχο για αποτελεσματική κατανομή και υψηλή αποδοτικότητα των κεφαλαίων του εγχώριου τραπεζικού συστήματος. Με την υιοθέτηση αποτελεσματικών συστημάτων πιστοδοτήσεων και διαχείρισης κινδύνων μπορούν να συμβάλλουν αποφασιστικά στην επιθυμητή και αποδοτική κατανομή των πόρων, προκειμένου η ελληνική οικονομία να βγει από την κρίση πιο ισχυρή.

4. Συμπεράσματα

Η ύπαρξη ανεπτυγμένων και αποτελεσματικών χρηματοοικονομικών και χρηματοπιστωτικών συστημάτων συμβάλλει καθοριστικά στη διαδικασία της οικονομικής μεγέθυνσης. Η άποψη έχει λάβει σημαντική υποστήριξη από πληθώρα εμπειρικών αναλύσεων που έχουν παρουσιαστεί στη διεθνή βιβλιογραφία. Επιπλέον, άλλες αναλυτικές προσεγγίσεις τονίζουν την προκυκλικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος η οποία μπορεί να οδηγήσει σε κρίσεις. Από την άλλη πλευρά, μια σειρά από πρόσφατες μελέτες αναδεικνύει τον ρόλο του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην εξομάλυνση των οικονομικών διακυμάνσεων και, ειδικότερα, στο εύρος και τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου. Η ελληνική οικονομία βρίσκεται σε ένα κρίσιμο σταυροδρόμι. Η επαναφορά σε θετικούς ρυθμούς μεγέθυνσης είναι απαραίτητη για την έξοδο από την κρίση και τη μετρίαση των παράπλευρων απωλειών της προσπάθειας δημοσιονομικής εξυγίανσης. Ένα εύρωστο χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελεί προϋπόθεση για την επίτευξη των στόχων αυτών. Για να επιτελέσει τον ρόλο αυτό το χρηματοπιστωτικό σύστημα θα πρέπει να εντοπιστούν και να ενθαρρυνθούν οι παράγοντες εκείνοι που διευκολύνουν την αναπτυξιακή του πτυχή και, ταυτόχρονα, μετριάζουν τους κινδύνους που δημιουργούνται σε συνθήκες ατελούς πληροφόρησης και στρεβλωμένων κινήτρων.

Βιβλιογραφία

Ελληνόγλωσση

Στουρνάρας, Γ. και Αλμπάνη Μ. (2008), «Η Ελληνική Οικονομία μετά την Κρίση: Αναζητώντας ένα Νέο Αναπτυξιακό Πρότυπο», Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (ΙΟΒΕ), Αθήνα.

Ξενόγλωσση

Arestis, P., Chortareas G. and Desli E. (2006), "Financial Development and Productive Efficiency in OECD Countries: An Exploratory Analysis," *Manchester School*, University of Manchester, vol. 74(4), pp. 417-440.

Arestis, P., G. Chortareas and G. Magonis (2010), "The Growth-Financial Development nexus: A meta-analysis," *Working Paper*, *Cambridge Centre for Economics and Public Policy*.

Bagehot, W. (1873), *Lombard Street*, Homewood, IL : Richard D. Irwin, (1962 Edition).

Bernanke, Ben (2004), "The Great Moderation," Speech at the Meetings of the Eastern Economic Association, Washington, D.C., February 20.

Chortareas, G., J. G. Garza-Garcia and C. Girardone (2010), "Financial Deepening and Bank Productivity in Latin America", forthcoming, *European Journal of Finance*.

Chortareas, G., C. Girardone and A. Ventouri (2009), "Efficiency and Productivity of Greek Banks in the EMU Era," *Applied Financial Economics*, vol. 19(16), pp. 1317-1328.

Clarida, R., J. Gali and M. Gertler (2000), "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory," *Quarterly Journal of Economics*, 115, pp. 147-80.

Dolar, V. and C. Meh (2002), "Financial Structure and Economic Growth: A Non-Technical Survey," Working Paper 02-24, Bank of Canada.

Dynan, K. E., D. W. Elmendorf and D. E. Sichel (2006), "Can Financial Innovation Help Explain the Reduced Volatility of Economic Activity," *Journal of Monetary Economics,* 53, 2006, pp. 123-150.

Financial Stability Board (2009), "Addressing Financial System Procyclicality: a Possible Framework", Bank of International Settlements Note for the FSF Working Group on Market and Institutional Resilience, Financial Stability Board website, April.

Fry, M. J. (1993), "Financial Repression and Economic Growth". The Birmingham Business School, International Finance Group Working Paper (July).

Garganas, N. C. and G. S. Tavlas (2001), "Monetary Regimes and Inflation Performance". In *Greece´s Economic Performance and Prospects*, R. C. Bryant, N. C. Garganas and G. S. Tavlas, eds, Bank of Greece and the Brookings Institution, 2001, pp. 43-102.

Goldsmith, R. W. (1969), Financial Structure and Development, New Haven, CT, Yale University Press.

Greenwald, B., J. E. Stiglitz and A. Weiss (1984), "Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations," *American Economic Review*, vol. 74(2), pp. 194-199.

Greenwood, J. and B. Jovanovic (1990), "Financial Development, Growth and the Distribution of Income," *Journal of Political Economy*, 98, pp. 1076-1107.

Hicks, J. (1969), A Theory of Economic History, Oxford: Clarendon Press.

Jenkinson, N., A. Penalver and N. Vause (2008), "Financial Innovation: What Have We Learnt?", *Bank of England Quarterly Bulletin,* Q3, pp. 330-338.

Jermann, U. J. and V. Quadrini (2006), "Financial Innovations and Macroeconomic Volatility," CEPR Discussion Paper, No. 5727.

Justiniano, A. and G. E. Primiceri (2008), "The Time-Varying Volatility of Macroeconomic Fluctuations," *American Economic Review*, vol. 98(3), pp. 604-41.

International Monetary Fund (1998), *World Economic Outlook*, Washington D.C., IMF.

Kahn, J. A., M., McConnell, G. Perez-Quiros (2002), "On the Causes of the Increased Stability of the U.S. Economy," *Federal Reserve Bank of New York*, *Economic Policy Review*, 8, pp. 183-202.

King, M. A. (1994), "Debt Deflation: Theory and Evidence," *European Economic Review*, 38, pp. 419-445.

King, R. G. and R. Levine (1993a), "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right" *Quarterly Journal of Economics*, 108, pp. 717-38.

King, R. G. and R. Levine (1993b), "Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence," *Journal of Monetary Economics*, 32, pp. 513-42.

Koskela, R. L., H. A. Loikkanen and M. Viren (1992), "House Prices, Household Saving and Financial Market Liberalization in Finland," *European Economic Review*, 36, pp. 549-558.

Levine, R. (2004), "Finance and Growth: Theory and Evidence", *NBER Working Paper*, No. 10766, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Levine, R., N. Loayza and T. Beck (2000a), "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes," *Journal of Monetary Economics*, 46, pp. 31-77.

Levine, R., N. Loayza and T. Beck (2000b), "Finance and the Sources of Growth," *Journal of Financial Economics*," 58, pp. 261-300.

Lozano-Vivas, A. and J. T. Pastor (2006), "Banking and Economic Activity Performance: An Empirical Study at the Country Level," The Manchester School, 74 (4), pp. 469-482.

Lucas, R. E. (1988), "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics* 22, pp. 3-42.

McKinnon, R. I. (1973), Money and Capital Economic Development, Brookings Institution, Washington DC.

Miles, D. (1992), "Housing Markets, Consumption and Financial Liberalization in the Major European Economies," *European Economic Review* 36, pp. 1093-1127.

Minsky, H. P. (1982), Can "It" Happen Again?, M. E. Sharpe Inc., Armonk, New York.

Pagano, M. (1993), "Financial Markets and Growth: An Overview," *European Economic Review* 37, pp. 613-622.

Reinhart, C. M. and K. S. Rogoff (2009), "This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly", Princeton University Press.

Rioja, F. and N. Valev (2004), "Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development", *Economic Inquiry* 42(1), pp. 27-40.

Robinson, J. (1952), "The Generalization of the General Theory", In: *The Rate of Interest and Other Essays*, London: MacMillan.

Schumpeter, J. A. (1912), Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung, Leipzig: Dunker & Humblot, [The Theory of Economic Development, 1912, translated by R. Opie. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934].

Shaw, E. S. (1973), Financial Deepening Economic Development, Oxford University Press, New York.

Stock, J. H. and M. W. Watson (2002), "Has the Business Cycle Changed and Why?" in Mark Gertler and Kenneth Rogoff, eds, *NBER Macroeconomics Annual 2002*. Cambridge, MA: MIT Press, pp. 159-218.

Χρηματοπιστωτική σταθερότητα, επενδύσεις & ανάπτυξη

Δημήτρης Τσομώκος
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
SAÏD BUSINESS SCHOOL & ST. EDMUND HALL
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΟΞΦΟΡΔΗΣ

Δημήτρης Βολιώτης
ΛΕΚΤΟΡΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Περίληψη

Η θέσπιση ρυθμιστικών παρεμβάσεων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα αποσκοπεί στην εξασφάλιση των συνθηκών χρηματοοικονομικής σταθερότητας, ώστε να γίνεται αποτελεσματική κατανομή των επενδυτικών πόρων και να μειώνεται η έκθεση στον ηθικό κίνδυνο. Οι ρυθμίσεις επιδρούν τόσο στην πλευρά της προσφοράς χρηματοδότησης από το πιστωτικό σύστημα όσο και στην πλευρά της ζήτησης από τις επιχειρήσεις. Η εργασία αυτή επιχειρεί να απαντήσει στο ερώτημα πώς οι ρυθμιστικές παρεμβάσεις στο πιστωτικό σύστημα επηρεάζουν τις αποφάσεις ανάληψης νέων επενδυτικών σχεδίων, αλλά και πώς επιδρούν στη βιωσιμότητα των ήδη αναληφθεισών επενδύσεων.

Ευχαριστούμε τον Καθηγητή Δημ. Μόσχο για τις πολύ χρήσιμες παρατηρήσεις του.

1. Εισαγωγή

Ένα από τα βασικότερα ερωτήματα που ανακύπτουν για τους υπεύθυνους σχεδιασμού και άσκησης οικονομικής πολιτικής σε περιόδους οικονομικής ύφεσης είναι η αποσαφήνιση του μηχανισμού μετάδοσης των οικονομικών αποφάσεων στην πραγματική οικονομία, με απώτερο σκοπό τις προοπτικές δημιουργίας οικονομικής ανάπτυξης. Η οικονομική ανάπτυξη εξάλλου τονώνει την οικονομική δραστηριότητα και δημιουργεί νέες θέσεις εργασίας, στοιχεία τα οποία μαζί με τη δίκαιη κατανομή του πλούτου αποτελούν βασικές επιταγές της κοινωνίας. Το ερώτημα που τέθηκε, επομένως, καθίσταται ιδιαίτερα δύσκολο να απαντηθεί, σε συνάρτηση με τον ρόλο που διαδραματίζει το χρηματοπιστωτικό σύστημα ως προς την αποτελεσματικότητα της οικονομικής πολιτικής.

Η εργασία αυτή δεν επιχειρεί να απαντήσει συνολικά στο ερώτημα για τον ρόλο του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως μηχανισμού μετάδοσης των οικονομικών πολιτικών, αλλά να εστιάσει σε πρώτο επίπεδο στην επίδραση της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής στις συνθήκες δανεισμού των επιχειρήσεων και, σε δεύτερο επίπεδο στην επιδείνωση του βαθμού μη εξυπηρέτησης ενυπόθηκων δανείων. Η επιδείνωση των συνθηκών στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων οδηγεί σε μη ανάληψη επενδυτικών αποφάσεων ανατροφοδοτώντας τον φαύλο κύκλο της ύφεσης.

Η ανάγκη για περιοριστική νομισματική πολιτική εδράζεται στην εξασφάλιση ενός σταθερού οικονομικού περιβάλλοντος, απαλλαγμένου από πληθωριστικές πιέσεις, το οποίο θα δημιουργήσει τις προϋποθέσεις για επενδύσεις. Από την άλλη πλευρά, μια τέτοια πολιτική μπορεί να έχει δυσμενείς επιδράσεις λόγω του περιορισμού της ρευστότητας και της αύξησης των επιτοκίων.

Μια πρώτη σημαντική παρατήρηση που αξίζει την προσοχή μας είναι η ύπαρξη ασύμμετρης επίδρασης της αύξησης του επιτοκίου αφενός, στην αποτίμηση του χρέους των επιχειρήσεων, και της αξίας των ενυπόθηκων άυλων τίτλων, αφετέρου. Ενώ δηλαδή το χρέος των επιχειρήσεων εκφράζεται σε ονομαστικά μεγέθη και παραμένει σταθερό (ή μεταβάλλεται κατά αναλογία της μεταβολής του επιτοκίου), οι άυλοι τίτλοι που χρησιμοποιούνται ως ενέχυρο αποτιμώνται από τις κεφαλαιαγορές δυσανάλογα, ενσωματώνοντας τις δυσμενείς προσδοκίες για την οικονομική δραστηριότητα. Η ασυμμετρία αυτή είναι κατά τον Fisher (1933) γενεσιουργός αιτία οικονομικών κρίσεων και προκύπτει μέσα από ένα κύκλωμα υπερχρέωσης των επιχειρήσεων και της ανάγκης αποπληθωρισμού που ακολουθεί, μία υπόθεση που είναι γνωστή ως "Debt-Deflation Theory". Συγκεκριμένα, σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης τα επίπεδα ρευστότητας αυξάνονται και παρατηρούνται πληθωριστικές πιέσεις, αλλά και αύξηση στη μόχλευση των επιχειρήσεων. Ως εκ τούτου, είναι αναμενόμενο να υπάρξει μια διόρθωση της νομισματικής πολιτικής εκφρασμένη με μία αύξηση των επιτοκίων. Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, η αύξηση των επιτοκίων οδηγεί σε μείωση των τιμών των άυλων τίτλων. Αν η αξία των ενυπόθηκων άυλων τίτλων μειωθεί δραστικά, σε σημείο που να γίνει μικρότερη του χρέους του οφειλέτη, τότε ο τελευταίος έχει όφελος να μην εξυπηρετήσει το χρέος του και επιλέγει τη χρεοκοπία. Στην περίπτωση αυτή βέβαια, η αναζήτηση νέας χρηματοδότησης καθίσταται δυσμενέστερη, στοιχείο το οποίο θα πρέπει να συνυπολογίζεται στην απόφαση του οφειλέτη να δηλώσει χρεοκοπία.

Το κύκλωμα υπερχρέωσης-αποπληθωρισμού αποτελεί μια σημαντική όψη της επίδρασης που ασκεί η νομισματική πολιτική στο χρηματοπιστωτικό κύκλωμα και συγκεκριμένα στην αύξηση της μη εξυπηρέτησης δανείων από τις επιχειρήσεις. Μια άλλη όψη του ρόλου της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής στους όρους του τραπεζικού δανεισμού δίνεται από τους Holmstrom και Tirole (1997). Η αύξηση του επιτοκίου οδηγεί σε μείωση της ταμειακής ροής των επενδύσεων των επιχειρήσεων και κατά συνέπεια σε μείωση των τιμών των αξιών. Ως εκ τούτου, η αξία του ενεργητικού των τραπεζών μειώνεται, καθώς μειώνεται η αξία του χαρτοφυλακίου τους. Η «εξασθένιση» του ενεργητικού ενεργοποιεί τη διόρθωση στη μόχλευση της τράπεζας [Adrian και Shin (2009)], ώστε να διατηρηθεί σταθερή η αποτίμηση του ρίσκου της (Value-at-Risk).

Η διόρθωση του ενεργητικού των τραπεζών έχει δύο επιπτώσεις στην οικονομία. Πρώτον, θα μειώσουν τις χορηγήσεις προς τις επιχειρήσεις, ώστε να επαναφέρουν τον λόγο κεφαλαίων τους (CAR) στα αρχικά επίπεδα και θα οδηγηθούμε σε αύξηση του περιθωρίου των επιτοκίων, και δεύτερον, οι τράπεζες θα επιδιώξουν να βελτιώσουν την ποιότητα του χαρτοφυλακίου των χορηγήσεών τους στο πλαίσιο μιας "flight to quality" στρατηγικής. Και στις δύο παραπάνω περιπτώσεις χαμένες είναι οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις έχουν μικρή κεφαλαιοποίηση και, συνεπώς, η δυνατότητα υποθήκης τους είναι περιορισμένη, με αποτέλεσμα να περιορίζεται και η δυνατότητά τους για σύναψη ενυπόθηκων δανείων. Αντίθετα, οι επιχειρήσεις με μεγάλη κεφαλαιοποίηση μπορούν είτε να δανειστούν απευθείας από την αγορά ή να επαναδιαπραγματευτούν τους όρους των δανείων τους με τις τράπεζες. Επίσης, η ποιοτική αναβάθμιση των χορηγήσεων θα οδηγήσει στον αποκλεισμό κυρίως μικρομεσαίων επιχειρήσεων, καθώς αυτές εμφανίζονται περισσότερο επιρρεπείς στον ηθικό κίνδυνο.

Στη συνέχεια, θα αναλύσουμε τον ρόλο της ρύθμισης των χρηματοπιστωτικών αγορών ως προς την αντιμετώπιση των δυσμενών επιδράσεων που έχει η περιοριστική νομισματική πολιτική στη χρηματοδότηση των επενδύσεων και ό,τι συνεπάγεται για την οικονομική ανάπτυξη. Θα εξετάσουμε την επίδραση των ρυθμιστικών παρεμβάσεων σε δύο επίπεδα. Πρώτον, θα αναζητήσουμε τον τρόπο με τον οποίο οι ρυθμίσεις επιδρούν στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων και δεύτερον, θα δούμε πώς αυτές επηρεάζουν την απόφαση των επιχειρήσεων για την εξυπηρέτηση ή μη των ήδη ληφθέντων δανείων, έτσι όπως προβλέπεται από το κύκλωμα υπερχρέωσης-αποπληθωρισμού.

2. Ρυθμιστικές παρεμβάσεις, ηθικός κίνδυνος και επενδύσεις

Για την κατανόηση των προσδιοριστικών παραγόντων του προβλήματος, παραθέτουμε στη συνέχεια μια άσκηση που εξετάζει τις επιπτώσεις της χρηματοοικονομικής ρύθμισης ως προς την αποφυγή του προβλήματος της αντιπροσώπευσης στο επίπεδο των επενδύσεων και ό,τι αυτό συνεπάγεται για την ανάπτυξη. Η αναλυτική παρουσίαση του υποδείγματος και των αποτελεσμάτων μας δίνεται εκτενώς στα Παραρτήματα. Ακολουθώντας την εργασία των Holmstrom και Tirole (1997), θα υποθέσουμε ότι θα υπάρχουν δύο διαφορετικές πηγές χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις, η ενδιάμεση χρηματοδότηση από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και η άμεση χρηματοδότηση από τις κεφαλαιαγορές. Συνεπώς, η οικονομία μας θα περιλαμβάνει τρία είδη αντιπροσώπων, επιχειρήσεις, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τους επενδυτές.

Σε ένα ανταγωνιστικό επιχειρηματικό περιβάλλον, η ικανότητα χρηματοδότησης επενδύσεων ποικίλει και εξαρτάται από μια σειρά διαφορετικών παραγόντων. Ιδιαίτερα όσον αφορά την εξωτερική χρηματοδότηση, η διαπραγματευτική ικανότητα των επιχειρήσεων να εξασφαλίσουν επενδυτικούς πόρους, εξαρτάται κατά πολύ από την κεφαλαιοποίησή τους και το ύψος των ιδίων κεφαλαίων που δεσμεύουν, παράγοντες που αποτελούν δικλείδα ασφαλείας για την αποφυγή φαινομένων ηθικού κινδύνου. Είναι εύλογο να αναμένουμε ότι οι επιχειρήσεις που ρισκάρουν περισσότερα ίδια κεφάλαια θα έχουν και μεγαλύτερο κίνητρο για την επιτυχία της επένδυσης.

2.1 Ρυθμίσεις και η επίδραση στα συμβόλαια

Στη συνέχεια, θα προσπαθήσουμε να εξετάσουμε την επίδραση των ρυθμιστικών παρεμβάσεων στη διαμόρφωση των όρων χρηματοδότησης αλλά και στην απόφαση ανάληψης των επενδύσεων, εν γένει. Θεωρούμε την ύπαρξη ρυθμίσεων τόσο από την πλευρά της ζήτησης με περιορισμό του λόγου δανείου ως προς την αξία της επένδυσης (LTV ή loan-to-value ratio), όσο και από την πλευρά της προσφοράς, απαιτώντας από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να διατηρούν κάποια ελάχιστα αποθεματικά διαθέσιμα.

Στη συνέχεια, θα εξετάσουμε την περίπτωση του τραπεζικού δανεισμού. Αυτό που είναι αναμενόμενο για την επιχείρηση είναι η τελευταία να επιδιώξει να εξασφαλίσει το μεγαλύτερο εφικτό ποσοστό χρηματοδότησης, ώστε να αποφύγει να δεσμεύσει ίδιους πόρους και έτσι να μειώσει το επενδυτικό της ρίσκο. Ο περιορισμός του λόγου των δανειακών κεφαλαίων ως προς την αξία της επένδυσης αποτελεί ρυθμιστική παρέμβαση που συμβάλλει σε έναν ορθολογικότερο επιμερισμό του επενδυτικού ρίσκου. Αντίθετα, σε ένα απορρυθμισμένο περιβάλλον, η επιχείρηση θα μπορούσε να μεταθέσει το μεγαλύτερο μέρος του επενδυτικού

ρίσκου στους πιστωτές της και να επιχειρεί με ασφάλεια, αποδεσμεύοντας για αυτή πόρους που θα μπορούσε να τοποθετήσει σε επενδύσεις με μικρό ή καθόλου ρίσκο. Αυτό που πρέπει να σημειώσουμε είναι ότι το απορρυθμισμένο περιβάλλον συνδέεται με ηθικό κίνδυνο και συνεπώς η ρύθμιση συμβάλλει στην υπευθυνότητα των επιχειρήσεων και τη βελτίωση των ποιοτικών χαρακτηριστικών των επενδύσεων.

Ένα πρώτο ερώτημα που εξετάζουμε είναι ο περιοριστικός ρόλος μιας ρύθμισης της μορφής LTV αναφορικά με το πραγματικό επιτόκιο της οικονομίας. Μια ρυθμιστική παρέμβαση LTV είναι περισσότερο περιοριστική αν το πραγματικό επιτόκιο (ή η απόδοση των επενδύσεων) δεν είναι αρκετά υψηλή σε σχέση με το ονομαστικό επιτόκιο της αγοράς. Το αποτέλεσμα αυτό αποδεικνύεται σε ένα απλό παράδειγμα που αναπτύσσουμε στο Παράρτημα Α, στην εξίσωση (5):

$$\frac{r_m}{r_f} > p_H$$

Αν η επένδυση δεν εξασφαλίζει υψηλή απόδοση (r_f) σε σχέση με το επιτόκιο της αγοράς (r_m) ή αν συνδέεται με υψηλό ρίσκο (ισοδύναμα αν η πιθανότητα επιτυχίας της επένδυσης p_H είναι χαμηλή) τότε η ρύθμιση θα είναι ενεργή, δηλαδή περιοριστική για την επιχείρηση. Αν ισχύει η αντίστροφη ανισότητα τότε η επιχείρηση έχει κίνητρο να τοποθετηθεί με περισσότερα κεφάλαια στην επένδυσή της απ' ό,τι της ορίζει η ρύθμιση.

Ένα άλλο ενδιαφέρον ερώτημα που θέτουμε είναι πώς οι ρυθμιστικές παρεμβάσεις επηρεάζουν τη διαμόρφωση του τραπεζικού επιτοκίου (r_B) στη σύναψη ενός δανείου για επενδύσεις. Από το παράδειγμα του Παραρτήματος Α, μπορούμε να έχουμε μια περιεκτική απάντηση. Το τραπεζικό επιτόκιο θα είναι:

$$1 + r_B = \frac{1 + r_m(1 + \pi^C)}{p_H}$$

Το επιτόκιο παρουσιάζεται ως θετική συνάρτηση τόσο του αγοραίου επιτοκίου, που ουσιαστικά είναι το κόστος ευκαιρίας της τράπεζας όσο και της ποσόστωσης που τίθεται από τη ρύθμιση loan-to-value (π^C). Αντίθετα, όσο αυξάνεται η πιθανότητα επιτυχίας της επένδυσης τόσο μικρότερο είναι το επιτόκιο. Αν οι απαιτήσεις ρευστότητας μηδενιστούν (π^C=0) και υπό καθεστώς βεβαιότητας ($p_H = 1$), το τραπεζικό επιτόκιο και το επιτόκιο της κεφαλαιαγοράς εξισώνονται. Σε περιβάλλον αβεβαιότητας ($p_H < 1$) το τραπεζικό επιτόκιο θα ενσωματώνει την πριμοδότηση του επενδυτικού ρίσκου. Η διαφορά είναι ότι το επενδυτικό ρίσκο για μια τράπεζα είναι ιδιοσυγκρατικό, ενώ σε μια ανταγωνιστική κεφαλαιαγορά γίνεται αποτελεσματικός επιμερισμός του επενδυτικού ρίσκου.

2.2 Η κεφαλαιοποίηση ως κατώφλι επενδυτικών σχεδίων

Προχωρώντας στον χαρακτηρισμό της ισορροπίας, εξετάζουμε πώς το επίπεδο των κεφαλαίων που διαθέτει η επιχείρηση καθίσταται καθοριστικός παράγοντας για τις επενδύσεις που πραγματοποιούνται. Συγκεκριμένα, θα αναζητήσουμε το επίπεδο κεφαλαίων που θα εξασφαλίζει στις επιχειρήσεις καλύτερους όρους χρηματοδότησης. Στην προηγούμενη ενότητα, υποθέσαμε ότι το επιτόκιο που προσφέρεται από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα r_B θα κυμαίνεται σε υψηλότερο επίπεδο έναντι του αγοραίου επιτοκίου r_m, καθώς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα υπόκεινται σε ρυθμιστικούς περιορισμούς, όπως η κεφαλαιακή επάρκεια που αυξάνει το κόστος ευκαιρίας τους για χορήγηση χρηματοδότησης. Η ασυμμετρία στο κόστος ευκαιρίας αποτελεί σημαντική στρέβλωση των ρυθμιστικών παρεμβάσεων, κάνοντας τη χρηματοδότηση από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα λιγότερο ελκυστική. Στη συνέχεια, θα προσπαθήσουμε να προσδιορίσουμε το επίπεδο κεφαλαιοποίησης των επιχειρήσεων που θα αποτελεί κατώφλι, ώστε να τους εξασφαλίζεται η ευνοϊκότερη χρηματοδότηση από τις κεφαλαιαγορές χωρίς τη συνεισφορά του τραπεζικού συστήματος.

Η επιχείρηση θα επιδιώξει χρηματοδότηση από τις κεφαλαιαγορές, καθώς οι τελευταίες μπορούν να εξασφαλίσουν καλύτερους όρους μη υποκείμενες σε περιοριστικές ρυθμιστικές παρεμβάσεις που έχουν τα

χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, και πιο συγκεκριμένα οι τράπεζες. Επίσης, οι τράπεζες έχουν κάποιο επιπλέον κόστος για την εποπτεία αποφυγής φαινομένων ηθικού κινδύνου.

Το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου, ωστόσο, δεν είναι εύκολα διαχειρίσιμο από τις αγορές. Οι επιχειρήσεις θα πρέπει να πείσουν τους επενδυτές πως θα διαχειριστούν ορθολογικά τα χρήματά τους, ώστε να ελαχιστοποιήσουν το επενδυτικό τους ρίσκο. Για να το επιτύχουν αυτό θα πρέπει να σηματοδοτήσουν στις αγορές την υπεύθυνη διαχείριση των επενδυτικών πόρων, και αυτό μπορούν να το καταφέρουν μόνο αν δεσμεύσουν ικανοποιητικό μέρος ίδιων κεφαλαίων. Ρισκάροντας ίδια κεφάλαια, αποτελεί δέσμευση για την επιχείρηση πως θα καταβάλει το υψηλότερο επίπεδο προσπάθειας, ώστε να ολοκληρώσει την επένδυση με επιτυχία και με αυτό τον τρόπο να αποφευχθούν φαινόμενα ηθικού κινδύνου. Θα υποθέσουμε ότι η επιχείρηση θα δεσμεύσει εθελοντικά το ίδιο ύψος κεφαλαίων που θα δέσμευε ως αν ήταν κάτω από τον περιορισμό loan-to-value. Τα επιπλέον κεφάλαια που πρέπει να δεσμεύσει η επιχείρηση υπολογίζεται να είναι Λ, όπως εμφανίζονται στην εξίσωση (3) του Παραρτήματος Α και που καθορίζονται από τις ρυθμιστικές παρεμβάσεις στο τραπεζικό σύστημα. Άρα, οι ρυθμιστικές παρεμβάσεις θα διαχέονται στο εύρος του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Ωστόσο, αυτό από μόνο του δεν είναι αρκετό. Οι επενδυτές θα δεσμεύσουν τα χρήματά τους μόνο αν η αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης είναι ικανοποιητική, και σίγουρα ανώτερη του κόστους ευκαιρίας του χρήματός τους. Είναι σύνηθες να θεωρούμε ως κόστος ευκαιρίας του χρήματος το επιτόκιο επένδυσης που δε φέρει ρίσκο, ή για να είμαστε πιο ακριβείς, που δε φέρει ιδιοσυγκρατικό ρίσκο.

Το ύψος των ελάχιστων κεφαλαίων που θα πρέπει να διαθέτει η επιχείρηση ώστε να πραγματοποιήσει μια επένδυση δίνεται από την εξίσωση (19) του Παραρτήματος Β:

$$\underline{I}_f(r_f, r_m) = I - p_H I\left[\frac{1+r_f}{1+r_m} + \frac{r_m \cdot \Lambda(\pi^L)}{(1+r_m)\Delta p}\right]$$

Μια πρώτη παρατήρηση που μπορούμε να κάνουμε αναφορικά με την επίδραση της ρύθμισης π^L, δηλαδή του LTV (loan-to-value), είναι ότι η αύξησή του θα δυσχεραίνει την πρόσβαση των επιχειρήσεων στις κεφαλαιαγορές. Ξέρουμε ότι το Λ είναι φθίνουσα συνάρτηση του π^L και, συνεπώς, μια αύξηση του LTV θα οδηγήσει σε αύξηση των δεσμευμένων πόρων της επιχείρησης λόγω της ρύθμισης $\Lambda(\pi^L)$. Το τελευταίο αυξάνει το $\underline{I}(r_f, r_m)$. Η αύξηση αυτή σημαίνει ότι κάποιες επιχειρήσεις που είχαν άμεση πρόσβαση σε χρηματοδότηση από τις κεφαλαιαγορές πλέον δεν έχουν. Ενώ το τελευταίο είναι καλά νέα για τις τράπεζες, αυξάνει το συνολικό κόστος επενδύσεων για την οικονομία. Συνοψίζοντας, η ρυθμιστική παρέμβαση που αποσκοπεί στη μείωση του ηθικού κινδύνου στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, έχει δυσμενή επίδραση στο συνολικό κόστος χρηματοδότησης. Άρα, αποκαλύπτεται μια *αντίστροφη σχέση μεταξύ της βελτίωσης της ποιότητας των χορηγήσεων και του κόστους χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις*.

Μια δεύτερη παρατήρηση αφορά την επίδραση του πραγματικού επιτοκίου στο επίπεδο του $\underline{I}(r_f, r_m)$. Καθώς η απόδοση των επενδύσεων αυξάνεται, οι κεφαλαιαγορές θα είναι πιο έτοιμες να χρηματοδοτήσουν επιχειρήσεις με χαμηλότερο επίπεδο κεφαλαιοποίησης. Το αποτέλεσμα αυτό, αν και είναι σχεδόν προφανές, δεν είναι και αυτονόητο. Στο παρόν, το αποτέλεσμα αποκτά ερμηνεία και εξηγείται ως *το μικρότερο κίνητρο των επιχειρήσεων να εκτεθούν σε ηθικό κίνδυνο*.

Με τον ίδιο τρόπο μπορούμε να υπολογίσουμε το κατώτατο επίπεδο κεφαλαιοποίησης, ώστε μια επιχείρηση να εξασφαλίζει εξωτερική χρηματοδότηση άμεση ή έμμεση, δηλαδή είτε από την κεφαλαιαγορά ή από τα πιστωτικά ιδρύματα. Στην περίπτωση της τριμερούς χρηματοδότησης, το ελάχιστο κεφάλαιο που θα πρέπει να διαθέτει μια επιχείρηση ώστε να είναι απαλλαγμένη από τον ηθικό κίνδυνο θα είναι (βλ. Παρ. Β, εξίσωση 23):

$$\bar{I}_f = \underline{I}_f + p_H I_B\left[\frac{1+r_f}{1+r_m} - \frac{1+r_B}{(1+r_m)(1+\pi^C)}\right]$$

Παρατηρούμε ότι, όσο αυξάνεται η ρύθμιση στα πιστωτικά ιδρύματα θα αυξάνεται και το ελάχιστο κεφάλαιο που θα απαιτείται για μια επιχείρηση να έχει πρόσβαση στα πιστωτικά ιδρύματα.

2.3 Συνθήκες ισορροπίας στις κεφαλαιαγορές

Στη προηγούμενη υπο-ενότητα καθορίσαμε το επίπεδο των κεφαλαίων που θα πρέπει να διαθέτουν οι επιχειρήσεις, ώστε να εξασφαλίζεται η χρηματοδότηση του επενδυτικού τους σχεδίου. Επίσης, οριοθετήσαμε το επίπεδο κεφαλαίων που αυτές μπορούν να χρηματοδοτηθούν αυτόνομα, μέσω του χρηματοπιστωτικού συστήματος, αλλά και εκείνες που δεν μπορούν να αναλάβουν καθόλου το επενδυτικό σχέδιο. Στη συνέχεια, θα καθορίσουμε τις συνθήκες ισορροπίας της αγοράς πίστης που προσδιορίζουν μονοσήμαντα το επίπεδο του αγοραίου επιτοκίου αλλά και του επιτοκίου των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Από την πλευρά της ζήτησης, όλες οι επιχειρήσεις με επένδυση $I_f \geq \underline{I}_f(r_m)$ θα έχουν πρόσβαση στις πιστωτικές αγορές, ενώ όσες επιχειρήσεις έχουν επίπεδο επένδυσης $I_f \geq \bar{I}_f(r_m)$ θα έχουν πρόσβαση (και) στα πιστωτικά ιδρύματα.

Ας κάνουμε μερικές παρατηρήσεις για την επίδραση του αγοραίου επιτοκίου στη συνολική ζήτηση. Η αύξηση του r_m θα οδηγήσει σε αύξηση του $\underline{I}_f$. Αυτή η μετατόπιση ερμηνεύεται ως εξής. Το κατώφλι της κεφαλαιοποίησης που θα πρέπει να έχει μια επιχείρηση για να αναλάβει το επενδυτικό σχέδιο αυξάνεται και, συνεπώς, *λιγότερες επενδύσεις πραγματοποιούνται*. Κάποια επενδυτικά σχέδια που ήταν βιώσιμα πριν την αύξηση του αγοραίου επιτοκίου, ενώ ήταν παράλληλα απαλλαγμένα από το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης, δεν είναι πλέον. Ως αποτέλεσμα, η αύξηση του επιτοκίου θα έχει αρνητική επίδραση στην ανάπτυξη.

Ωστόσο, δεν μπορούμε να αποφανθούμε με ασφαλή τρόπο για το $\bar{I}_f$. Από τη σχέση για το $\bar{I}_f$, στο δεξί μέρος θα έχουμε αφενός αύξηση του $\underline{I}_f$ αλλά ο παράγοντας

$$p_H I_B \left[\frac{1+r_f}{1+r_m} - \frac{1+r_B}{(1+r_m)(1+\pi^C)} \right]$$

θα μειωθεί. Ωστόσο, γενικά θα περιμένουμε αύξηση του $\bar{I}_f$ που λαμβάνει την εξής ερμηνεία. Για να έχουν πρόσβαση οι επιχειρήσεις (και) στον τραπεζικό δανεισμό, θα πρέπει να πραγματοποιούν υψηλότερο επίπεδο επένδυσης. Αυτό θα εξασφαλίζει ότι η επιχείρηση θα είναι είναι έτοιμη να καλύψει το υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης που προκύπτει από το ιδιοσυγκρατικό πιστωτικό ρίσκο που αναλαμβάνει η τράπεζα. Μια άλλη παρατήρηση αφορά και τη σηματοδότηση της ενδιάμεσης χρηματοδότησης μέσω τραπεζών στις αγορές. Ουσιαστικά, ο τραπεζικός δανεισμός αποτελεί ενδιάμεση χρηματοδότηση των επενδυτών προς την επιχείρηση. Η διαφορά για τον επενδυτή είναι ότι ένα μέρος της χρηματοδότησής του θα είναι εγγυημένο από τη ρυθμιστική Αρχή, μέσω των ελάχιστων ρευστών διαθεσίμων. Αντίστοιχα, για την άμεση χρηματοδότηση, η συμμετοχή ενός πιστωτικού ιδρύματος στη χρηματοδότηση ενός επενδυτικού σχεδίου εξασφαλίζει ότι θα υπάρχει μικρότερος κίνδυνος για έκθεση σε ηθικό κίνδυνο, καθώς οι τράπεζες έχουν την τεχνογνωσία για την εποπτεία της επένδυσης.

3. Μη εξυπηρέτηση δανείων ως απότοκο της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής

Το δεύτερο μεγάλο ερώτημα που προσπαθούμε να απαντήσουμε σε αυτή την εργασία είναι η επίδραση των ρυθμιστικών παρεμβάσεων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στη βιωσιμότητα των επενδύσεων που ήδη εξελίσσονται.

Για τους σκοπούς της περαιτέρω ανάλυσής μας θα εμπλουτίσουμε το παραπάνω υπόδειγμα εισάγοντας με σαφή τρόπο χρηματικές συναλλαγές, ώστε να εξηγήσουμε με περιεκτικό τρόπο την επίδραση της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής στη μη εξυπηρέτηση των δανείων για επενδύσεις. Επίσης, θα εισάγουμε στρατηγικούς μηχανισμούς για τη διαμόρφωση του επιτοκίου του κεφαλαίου, εξιδεικεύοντας τις γενικές συνθήκες ισορροπίας που παρουσιάσαμε για τις κεφαλαιαγορές. Ο μηχανισμός που χρησιμοποιείται εμφανίζεται στο Dubey et al. (1978) και εμφανίζεται για πρώτη φορά σε δυναμικό υπόδειγμα γενικής ισορροπίας με θέμα τη χρηματοοικονομική σταθερότητα στο Tsomocos (2003).

Σε μια πιο ρεαλιστική βάση, το χρήμα θα εκδίδεται από μια κεντρική τράπεζα και δε θα έχει εσωτερική αξία παρά μόνο ανταλλακτική αξία. Στο τέλος των συναλλαγών υποθέτουμε ότι το χρήμα θα αποσύρεται από τις αγορές.

Το σύνολο των επιχειρήσεων θα διαμερίζεται σε 2 υποσύνολα, σε αυτές που διαθέτουν κεφάλαια F_R και σε αυτές που θα πρέπει να συνάψουν ενυπόθηκα δάνεια, ώστε να εξασφαλίσουν τα απαραίτητα κεφάλαια για επενδύσεις, F_P. Αυτό που ουσιαστικά κάνουμε είναι να διαμερίσουμε την αγορά σε επιχειρήσεις από την πλευρά της προσφοράς του κεφαλαίου και σε αυτές που βρίσκονται στη μεριά της ζήτησης. Οι επιχειρήσεις από την πλευρά της προσφοράς θα μπορούν να δανείσουν άλλες επιχειρήσεις και, συνεπώς, δεν θα δεσμεύονται να επενδύσουν σε ένα μόνο επενδυτικό σχέδιο, όπως παραπάνω, αλλά θα μπορούν να συμμετάσχουν σε πολλά επενδυτικά σχέδια ως δανειστές κεφαλαίων. Άρα, οι επιχειρήσεις στη συνέχεια θα είναι παράλληλα και επενδυτές της κεφαλαιαγοράς.

Ακολουθώντας τους Lin et al., οι επιχειρήσεις ζητάνε χρήμα για να αγοράσουν καταναλωτικά αγαθά και να προβούν σε επενδύσεις. Συνεπώς, η ζήτηση χρήματος θα ισούται με την αξία της συνολικής ζήτησης για επενδυτικά και καταναλωτικά αγαθά, όπου η τιμή του κεφαλαιουχικού[1] (καταναλωτικού) αγαθού διαμορφώνεται από τον λόγο των δαπανών για την αγορά τους προς τη συνολική προσφορά. Αυτός ο μηχανισμός είναι ισοδύναμος με τη συνθήκη εκκαθάρισης των αγορών. Η τιμή των αγαθών θα είναι η συνολική ζήτηση προς τη συνολική προσφορά. Αυτός είναι ένας πολύ απλός και εύλογος τρόπος να περιγράψουμε τον μηχανισμό αγοράς για τα δύο αγαθά.

Επίσης, η ισορροπία στην αγορά χρήματος καθορίζει το αγοραίο επιτόκιο με τρόπο ανάλογο με τη διαμόρφωση τιμών, δηλαδή η πραγματική προσφορά χρήματος (βλ. Παράρτημα Γ, $\frac{M}{(1+r_m)}$) θα ισούται με την ονομαστική ζήτηση. Να επισημάνουμε ότι η ονομαστική προσφορά (M) καθορίζεται εξωγενώς από την κεντρική τράπεζα. Ισοδύναμα, μπορούμε να υποθέσουμε ότι η κεντρική τράπεζα μπορεί να καθορίσει το ονομαστικό επιτόκιο και να ικανοποιήσει την ονομαστική ζήτηση προς εκκαθάριση της προσφοράς χρήματος.

Αφού εξετάσαμε τους μηχανισμούς αγοράς και διαμόρφωσης του αγοραίου ονομαστικού επιτοκίου, θα εξετάσουμε πώς τα ενυπόθηκα δάνεια υπεισέρχονται στην ανάλυσή μας.

Η κεντρική τράπεζα διατελεί έναν επιπλέον ρόλο στην αγορά χρήματος με την παροχή ενυπόθηκων δανείων. Θα προσφέρει τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις να δανειστούν με υποθήκη την ποσότητα του κεφαλαιουχικού αγαθού που έχουν αγοράσει στις βραχυχρόνιες αγορές. Άρα θα δίνεται η δυνατότητα στις επιχειρήσεις να «επεκτείνουν» τον δανεισμό τους με υποθήκη το κεφάλαιο που απέκτησαν από τις αγορές.

Οι επιχειρήσεις αποκτούν κεφαλαιουχικά αγαθά, ύψους που καθορίζεται από τις συνθήκες εκκαθάρισης της αντίστοιχης αγοράς [βλ. Παράρτημα, εξίσωση (28)]. Το ύψος αυτό υπολογίζεται να είναι ο λόγος της δαπάνης της επιχείρησης για την απόκτησή τους προς τη διαμορφωθείσα τιμή τους. Τα κεφαλαιουχικά αγαθά υποθηκεύονται για τη λήψη χρηματοδότησης από την κεντρική τράπεζα. Αν συμβολίσουμε την υποθήκη της επιχείρησης f με Y_f και την τιμή του κεφαλαιουχικού αγαθού με p_I, τότε θα πρέπει να ισχύει η σχέση,

$$p_I \cdot Y_f > \bar{\mu}_f.$$

Με απλά λόγια, αν η αξία της υποθήκης υπολείπεται του τοκοχρεολυσίου, τότε η επιχείρηση θα έχει κίνητρο να χρεοκοπήσει παρά να αποδώσει το τοκοχρεολύσιο. Αντίστροφα, αν το τοκοχρεολύσιο ξεπερνά το ενεχυριαζόμενο κεφάλαιο, η επιχείρηση δεν θα έχει κανένα κίνητρο να χρεοκοπήσει και να μην εξυπηρετήσει το χρέος της.

[1] Το τελευταίο δεν είναι αναγκαστικό να θεωρηθεί φυσικό κεφάλαιο και θα μπορούσε, για παράδειγμα, να είναι κάποιο αξιόγραφο ή χρεόγραφο, π.χ. ομόλογα.

3.1 Βέλτιστη ποσότητα του χρήματος

Επιστρέφοντας στο βασικό επιχείρημα για την επίδραση του αποπληθωρισμού στην ενεργοποίηση αποφάσεων για μη εξυπηρέτηση των δανείων, θα κάνουμε μια αναφορά στην ποσοτική θεωρία του χρήματος. Η αναφορά μας αυτή αποσκοπεί στην περιγραφή των βασικών αιτιατών σχέσεων μέσα από τις οποίες η νομισματική πολιτική αλληλεπιδρά με την προσφορά ενυπόθηκων δανείων.

Το χρήμα που διοχετεύεται στην οικονομία θα καλύπτει τη συνολική ζήτηση χρήματος για κατανάλωση και επενδύσεις. Από την πλευρά της προσφοράς, το χρήμα που κυκλοφορεί στην οικονομία θα επιμερίζεται στους εξής παράγοντες. Πρώτον, θα έχουμε την εξωγενή προσφορά χρήματος από την Κεντρική Τράπεζα, M, που θα αποτελεί το βασικό εργαλείο άσκησης νομισματικής πολιτικής. Δεύτερον, θα έχουμε τη συνολική προσφορά των ενυπόθηκων δανείων (βλ. Παρ. Δ, $\int_F \overline{m}$) μείον το σύνολο των αποπληρωμών (βλ. Παρ. Δ, $\int_F \overline{m}$) των ενυπόθηκων δανείων που βγαίνουν από την κυκλοφορία του χρήματος.

Όταν έχουμε χρεοκοπία των επιχειρήσεων και μη αποπληρωμή των ενυπόθηκων δανείων τότε θα έχουμε επιδράσεις τόσο στην πρόσφορά όσο και στη ζήτηση χρήματος. Το ποσό χρήματος που βγαίνει από την αγορά λόγω της αποπληρωμής των δανείων θα είναι μικρότερο, καθώς έχουμε εμφάνιση χρεοκοπιών, αλλά και η προσφορά κεφαλαίου θα αυξηθεί καθώς επιπλέον κεφάλαιο θα είναι στην αγορά κεφαλαίου λόγω των ρευστοποιήσεων που έπονται της χρεοκοπίας. Άρα, θα έχουμε επίδραση και στην πλευρά της ζήτησης χρήματος για αγορά κεφαλαιουχικών αγαθών. Ωστόσο, οι στρεβλώσεις στην πλευρά της προσφοράς χρήματος δεν θα είναι συμμετρικές με αυτές στην πλευρά της ζήτησης.

Μερικές παρατηρήσεις είναι απαραίτητες. Όταν μια επιχείρηση αποφασίζει να χρεοκοπήσει, όπως εξηγήσαμε, θα ισχύει ότι η αξία της υποθήκης θα είναι μικρότερη της αξίας της αποπληρωμής του δανείου. Η Κεντρική Τράπεζα για να αντισταθμίσει την απώλεια χρήματος από τις χρεοκοπίες θα αυξήσει το επιτόκιο στην αγορά χρήματος. Η αύξηση του κόστους χρήματος λόγω της χρεοκοπίας θα προκαλεί στρεβλώσεις στην αγορά κεφαλαίου και η κατανομή του κεφαλαιουχικού αγαθού θα είναι αναποτελεσματική. Αντίθετα, αν δεν υπάρχει χρεοκοπία, η τράπεζα δεν θα θέσει θετικό ονομαστικό επιτόκιο, ώστε να εκκαθαρίζει η αγορά χρήματος, και η κατανομή του κεφαλαίου θα γίνεται με βέλτιστο τρόπο.

Για να κατανοήσουμε καλύτερα την επίδραση της αύξησης του επιτοκίου στην αγορά κεφαλαίου, θα πρέπει να περιγράψουμε το φαινόμενο σε ένα δυναμικό πλαίσιο. Θεωρώντας πως η ζήτηση για ενυπόθηκα δάνεια είναι σταθερή, η αύξηση του επιτοκίου θα κάνει πιο ακριβή την εξασφάλιση του κεφαλαίου που θα πρέπει να υποθηκευθεί και, συνεπώς, η υποθήκη ως αξία έναντι της αξίας του δανείου θα μειωθεί. Άρα, αν δεν υπάρχει ρύθμιση που επιβάλλει ένα συγκεκριμένο επίπεδο loan-to-value, η αξία της υποθήκης θα μειώνεται. Αυτή η μείωση θα απεικονισθεί στην αγορά κεφαλαίου τις επόμενες περιόδους, καθώς οι επιχειρήσεις θα ζητάνε λιγότερο κεφάλαιο για ενυπόθηκα δάνεια και θα δημιουργήσει πιέσεις για μείωση της τιμής του κεφαλαίου.

4. Συμπεράσματα

Ο ρόλος των επενδύσεων στην αναπτυξιακή διαδικασία είναι καθοριστικός και είναι επιτακτικό να στρέψουμε την προσοχή μας στους προσδιοριστικούς παράγοντες του επενδυτικού σχεδιασμού στην οικονομία. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα συνιστά τον βασικό μηχανισμό για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών σχεδίων και ευκαιριών που ανακύπτουν στην οικονομική δραστηριότητα. Πολύ περισσότερο, θα πρέπει να εξετάσουμε τους μηχανισμούς μέσω των οποίων οι εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα διοχετεύονται στην πραγματική οικονομία και τον αντίκτυπο που έχουν στην ανάπτυξη της οικονομίας. Η παρούσα εργασία προσπάθησε να προσδιορίσει τον ρόλο της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και, πιο συγκεκριμένα, να εξετάσει πώς οι ρυθμιστικές παρεμβάσεις που επιδιώκουν τη σταθερότητα μπορεί να επιδρούν ανασταλτικά στην ανάληψη επενδύσεων.

Ένα αποτέλεσμα που προκύπτει από την εργασία αυτή είναι ότι, η παρουσία ρυθμιστικών παρεμβάσεων οδηγεί σε αύξηση του κόστους χρηματοδότησης και σε μείωση των επενδύσεων, αλλά μπορεί να βελτιώσει τα ποιοτικά χαρακτηριστικά τους και, συγκεκριμένα, να οδηγήσει σε μείωση στην έκθεση στον ηθικό κίνδυνο.

Το δεύτερο και ίσως σημαντικότερο αποτέλεσμα είναι ότι, η αύξηση της ρύθμισης των αγορών μπορεί να ενεργοποιήσει τη χρεοκοπία των επιχειρήσεων που ως συνέπεια έχει την αναποτελεσματική κατανομή των επενδυτικών πόρων. Μέσα από το κύκλωμα υπερχρέωσης-αποπληθωρισμού και της ασύμμετρης επίδρασης των χρηματοοικονομικών ρυθμίσεων στην αγορά χρήματος ενεργοποιούνται μηχανισμοί που ανατροφοδοτούν τις στρεβλώσεις και δυνητικά μπορεί να οδηγήσει σε οικονομικές κρίσεις.

Η ύπαρξη ηθικού κινδύνου σε συνδυασμό με την πιθανότητα μη αποπληρωμής ενυπόθηκων δανείων, ενδεχομένως διαφωτίζει την αύξηση χρεοκοπιών στην ελληνική οικονομία κατά την παρούσα περίοδο. Η μείωση της αξίας των ενυπόθηκων δανείων σε περίοδο ύφεσης που προκύπτει από το κύκλωμα υπερχρέωσης-αποπληθωρισμού αυξάνει τη χρηματοοικονομική αστάθεια, ιδιαίτερα όταν δεν υπάρχει ο έλεγχος της νομισματικής πολιτικής.

Βιβλιογραφία

Adrian Tobias & Hyun Hong Shin, "Money, Liquidity, and Monetary Policy", American Economic Review: Papers and Proceedings, 19(2) (2009), pp. 600-605.

Dubey Pradeep & Martin Shubik, "A Theory of Money and Financial Institutions. 28". "The Noncooperative Equilibria of a Closed Trading Economy with Market Supply and Bidding Strategies", Journal of Economic Theory, 17(1) (1978), pp. 1-20.

Fisher Irving, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, 1 (1933), pp. 337-357.

Holmstrom Bengt & Jean Tirole, "Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector", *Quarterly Journal of Economics*, 112, No. 3 (1997), pp. 663-691.

Lin Li, Tsomocos Dimitrios & Vardoulakis Alexandros, "Monetary Collateral Equilibrium and Fisher Debt-Deflation", mimeo.

Tsomocos Dimitrios, "Equilibrium Analysis and Financial Instability", *Journal of Mathematical Economics*, 39 (2003), pp. 619-655.

Παραρτήματα

Παράρτημα Α

Υποθέτουμε ότι υπάρχει πολύ μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων, τον οποίο προσεγγίζουμε με το συνεχές διάστημα $[0,F]$. Η κάθε επιχείρηση θα συμβολίζεται με f και θα διαθέτει κεφάλαιο k_f. Υποθέτουμε ότι τα κεφάλαια κατανέμονται μεταξύ των επιχειρήσεων με βάση την αθροιστική κατανομή πιθανότητας $q(k_f \leq k)$ που υποδηλώνει το ποσοστό του συνολικού κεφαλαίου που κατέχει η επιχείρηση f. Με απλά λόγια, υποθέτουμε ότι η κάθε επιχείρηση αντιπροσωπεύει τα κεφάλαια που διαθέτει προς επένδυση, το ύψος της οποίας ουσιαστικά εκφράζει το στρατηγικό μέγεθος της επιχείρησης στη διαδικασία διαπραγμάτευσης για εξασφάλιση χρηματοδότησης. Τα συνολικά κεφάλαια των επιχειρήσεων θα είναι $K = \int_F k_f dq$.

Η κάθε επιχείρηση αναλαμβάνει ένα και μοναδικό επενδυτικό σχέδιο που απαιτεί επένδυση ύψους I. Αν η επιχείρηση διαθέτει κεφάλαια ύψους $k_f > I$, τότε θα μπορεί να προχωρήσει στη χρηματοδότηση του επενδυτικού σχεδίου από μόνη της. Στην αντίθετη περίπτωση, θα αναζητήσει επενδυτικούς πόρους μέσω δανεισμού. Κάθε επενδυτικό σχέδιο θα έχει θετική πιθανότητα επιτυχίας και σε αυτή την περίπτωση θα αποδίδει $R = (1 + r_f)I$. Σε περίπτωση αποτυχίας, θα υποθέσουμε ότι η επένδυση δεν αποδίδει τίποτε και κανονικοποιούμε την απόδοση ίση με μηδέν, R=0.

Η κάθε χορήγηση προς τις επιχειρήσεις υπόκειται σε ηθικό κίνδυνο, καθώς δεν εξασφαλίζεται ότι οι επιχειρήσεις θα κάνουν χρηστή διαχείριση που εξασφαλίζει την επιτυχία του σχεδίου. Όπως, για παράδειγμα, η διατήρηση ελάχιστων ρευστών διαθεσίμων ή η πλήρωση συγκεκριμένου επιπέδου κάποιων χρηματοοικονομικών δεικτών, υποχρέωση που θα απορρέει από τη σύμβαση χρηματοδότησης. Αν η επιχείρηση κάνει χρηστή διαχείριση των δανειακών πόρων, υποθέτουμε ότι η επένδυση θα πετύχει με πιθανότητα p_H, ενώ στην αντίθετη περίπτωση η πιθανότητα θα είναι p_L, με $\Delta p = p_H - p_L > 0$.

Από την πλευρά της ζήτησης, ας υποθέσουμε ότι μια επιχείρηση δανείζεται μέρος του κεφαλαίου από μια τράπεζα έτσι ώστε το ύψος της επένδυσης να επιμερίζεται ως:

$$I = I_f + I_B \tag{1}$$

με I_f το ύψος της επένδυσης από την επιχείρηση και I_B η επένδυση από την τράπεζα.

Ας υποθέσουμε ότι το ύψος του δανείου $I_B = I - I_f$ ως ποσοστό της συνολικής επένδυσης να ρυθμίζεται ώστε να μην ξεπερνά ένα ποσοστό π^L, δηλαδή:

$$\pi^L \geq \frac{I - I_f}{I} \tag{2}$$

Προχωρώντας σε ένα χαρακτηρισμό της λύσης υποθέτουμε ότι μια επιχείρηση θα επιδιώξει να λάβει όλα τα δανειακά κεφάλαια που της επιτρέπονται και η παραπάνω σχέση θα ικανοποιείται ισοτικά. Συγκριτικά, στο απορρυθμισμένο περιβάλλον θα έχουμε υψηλότερο ποσοστό χρηματοδότησης κατά:

$$\Lambda(\pi^L) = \frac{I - I_f}{I} - \pi^L \tag{3}$$

Το κόστος ευκαιρίας για την επιχείρηση υπολογίζεται να είναι η επένδυση των πόρων αυτών στην αγορά, για επιτόκιο r_m. Άρα το κόστος ευκαιρίας υπολογίζεται στο ύψος, $r_m \cdot \Lambda(\pi^L) \cdot I$. Αν ωστόσο αυτοί οι πόροι δεσμευτούν στην επένδυση η αναμενόμενη απόδοση των κεφαλαίων θα είναι $p_H r_f \cdot \Lambda(\pi^L) \cdot I$.

Η ρύθμιση θα είναι περιοριστική για την επιχείρηση μόνο αν:

$$r_m \cdot \Lambda(\pi^L) \cdot I > p_H r_f \cdot \Lambda(\pi^L) \cdot I \tag{4}$$

ή

$$\frac{r_m}{r_f} > p_H \tag{5}$$

Στο απορρυθμισμένο περιβάλλον, η επιχείρηση θα αναλάβει την επένδυση αν ισχύει:

$$p_H(1+r_f)I-(1+r_B)I_B \geq p_L(1+r_f)I-(1+r_B)I_B + r_m \cdot \Lambda \cdot I \tag{6}$$

ή

$$\Delta p(1+r_f) \geq r_m \cdot \Lambda \tag{7}$$

Αντίστοιχα, στο ρυθμισμένο περιβάλλον ο περιορισμός παίρνει τη μορφή:

$$\Delta p(1+r_f) \geq p_H \cdot r_f \cdot I \tag{8}$$

Ωστόσο, δεν είναι μόνο οι επιχειρήσεις που υπόκεινται σε ρυθμιστικές παρεμβάσεις. Στην άσκηση αυτή θα υποθέσουμε ότι τα πιστωτικά ιδρύματα υποχρεώνονται να διατηρούν ελάχιστα διαθέσιμα ρευστών αποθεματικών για να εξασφαλίζεται η εύρυθμη λειτουργία τους. Το επίπεδο των υποχρεωτικών ρευστών διαθεσίμων θα καθορίζεται θεσμικά από τη ρυθμιστική Αρχή, σε κεντρικό επίπεδο, και θα αποτελεί ποσοστό του συνόλου των χορηγήσεων. Ας υποθέσουμε ότι για επίπεδο χορηγήσεων ύψους I_B, το πιστωτικό ίδρυμα θα υποχρεούται να διατηρεί ποσοστό ρευστών διαθεσίμων, π^C. Άρα, οι τράπεζες θα έχουν ένα κόστος ευκαιρίας $r_m\pi^C I_B$, αν τοποθετούσαν το ποσό αυτό στην αγορά με απόδοση ίση με το αγοραίο επιτόκιο. Το υψηλότερο κόστος ευκαιρίας των πιστωτικών ιδρυμάτων έναντι της κεφαλαιαγοράς θεμελιώνει την άποψή μας ότι τελικά το τραπεζικό επιτόκιο χορηγήσεων, το οποίο συμβολίζουμε εφεξής με r_B, θα είναι υψηλότερο του επιτοκίου της αγοράς, η οποία στο υπόδειγμά μας δεν υφίσταται ρυθμιστικών παρεμβάσεων.

Ας δούμε όμως πώς προκύπτει το επιτόκιο των τραπεζών. Ένα πιστωτικό ίδρυμα θα χρηματοδοτήσει μια επιχείρηση μόνο αν:

$$p_H(1+r_B)I_B - r_m\pi^C I_B \geq (1+r_m)I_B \tag{9}$$

Η παραπάνω σχέση μας λέει ότι η αναμενόμενη απόδοση από τη χορήγηση του δανείου μείον το κόστος ευκαιρίας θα πρέπει να υπερβαίνει την εναλλακτική τοποθέτηση αυτών των χρημάτων που αποδίδει το επιτόκιο της αγοράς. Έτσι, προκύπτει ότι η μικρότερη απόδοση που κάνει αποδεκτή ένα πιστωτικό ίδρυμα θα είναι τέτοια που να ικανοποιεί ισοτικά τον παραπάνω περιορισμό. Από την εξίσωση προκύπτει ότι:

$$1+r_B = \frac{1+r_m(1+\pi^C)}{p_H} \tag{10}$$

Παράρτημα Β

Αν η επιχείρηση αναζητήσει πόρους από τις κεφαλαιαγορές, τότε προφανώς θα έχουμε το συνολικό επίπεδο επένδυσης, I, να επιμερίζεται στους ίδιους πόρους της επιχείρησης, I_f, και τα επενδυτικά κεφάλαια των επενδυτών, I_m:

$$I = I_f + I_m \tag{11}$$

Το αναμενόμενο όφελος από την επένδυση, αν οι επιχειρήσεις προχωρούν σε χρηστή διαχείριση του σχεδίου, θα είναι:

$$p_H(1+r_f)I_f \tag{12}$$

Καθώς η επιχείρηση αναζητά φθηνότερη χρηματοδότηση από την αγορά, θα πρέπει να πείσει τους επενδυτές πως θα είναι απαλλαγμένη η χρηματοδότηση από τον ηθικό κίνδυνο. Άρα, το επίπεδο των πόρων που δεσμεύει η επιχείρηση, I_f, θα πρέπει να είναι ίσο με τους πόρους που θα δέσμευε αν υπόκειτο στη ρύθμιση, δανειζόμενη από το πιστωτικό σύστημα Χ δοσμένου ότι το επίπεδο της ρύθμισης είναι περιοριστικό και ικανοποιείται η εξίσωση (5). Στην αντίθετη περίπτωση, η επένδυση δεν θα είναι απαλλαγμένη από τον ηθικό κίνδυνο και η αναμενόμενη απόδοση του ίδιου ποσού θα ισούται με:

$$p_L(1+r_f)I_f + r_m \cdot \Lambda \cdot I \tag{13}$$

Άρα, για να αποφύγουμε τον ηθικό κίνδυνο, θα πρέπει να ικανοποιείται η:

$$p_H(1+r_f)I_f \geq p_L(1+r_f)I_f + r_m \cdot \Lambda \cdot I \tag{14}$$

Ο παραπάνω αναγκαίος περιορισμός κινήτρου, εφόσον ικανοποιείται, θα εξασφαλίζει ότι τα επενδυτικά σχέδια που θα χρηματοδοτούνται δεν θα φέρουν ηθικό κίνδυνο. Άρα, η απόδοση της επένδυσης θα πρέπει να είναι τουλάχιστον:

$$(1+r_f)I_f = \frac{r_m \cdot \Lambda \cdot I}{\Delta p} \tag{15}$$

Αν $(1+r_f)I_f < \dfrac{r_m \cdot \Lambda \cdot I}{\Delta p}$

τότε οι επιχειρήσεις δε θα έχουν επαρκή χρηματοοικονομικά κίνητρα, ώστε να επιδιώξουν τα μέγιστα για την επιτυχία του επενδυτικού σχεδίου, καθώς το κόστος ευκαιρίας θα παραμένει πολύ υψηλό και συνεπώς ελκυστικό για αυτές. Ας δούμε τώρα τα κίνητρα από την πλευρά των επενδυτών.

Οι επενδυτές στις κεφαλαιαγορές θα χρηματοδοτήσουν την επιχείρηση αν και μόνο αν το αναμενόμενο όφελος της επένδυσης θα υπερβαίνει το κόστος ευκαιρίας, που αντιστοιχεί στο επιτόκιο της αγοράς. Καθώς $I_m = I - I_f$, θα πρέπει να ισχύει:

$$p_H(1+r_f)(I-I_f) \geq (1+r_m)(I-I_f) \tag{16}$$

Από παραπάνω γνωρίζουμε ότι $(1+r_f)I_f < \dfrac{r_m \cdot \Lambda \cdot I}{\Delta p}$

Αντικαθιστώντας στο αριστερό μέρος της ανισότητας,

$$p_H(1+r_f)I - p_H\frac{r_m \cdot \Lambda \cdot I}{\Delta p} \geq (1+r_m)(I-I_f) \tag{17}$$

Οι επενδυτές θα είναι αδιάφοροι μεταξύ των 2 τοποθετήσεων αν και μόνο αν η παραπάνω σχέση ικανοποιείται ισοτικά.

$$p_H(1+r_f)I - p_H\frac{r_m \cdot \Lambda \cdot I}{\Delta p} = (1+r_m)(I-\bar{I}_f) \tag{18}$$

που μετά από λίγες πράξεις οδηγεί στη σχέση:

$$\underline{I}_f(r_f, r_m) = I - p_H I\left[\frac{1+r_f}{1+r_m} + \frac{r_m \cdot \Lambda(\pi^L)}{(1+r_m)\Delta p}\right] \tag{19}$$

Στην περίπτωση της τριμερούς χρηματοδότησης, οι επενδυτές θα επενδύσουν αν:

$$p_H(1+r_f)(I-I_f-I_B) \geq (1+r_m)(I-I_f-I_B) \tag{20}$$

Αντικαθιστώντας τις εξισώσεις (10) (15), έχουμε:

$$p_H(1+r_f)I - p_H\frac{r_m\cdot\Lambda\cdot I}{\Delta p} - p_H(1+r_f)I_B \geq (1+r_m)I-(1+r_m)I_f - \frac{p_H(1+r_B)}{1+\pi^C}I_B \tag{21}$$

που δίνει ως αποτέλεσμα:

$$\bar{I}_f(r_f,r_m) = I - p_H I\left[\frac{1+r_f}{1+r_m}+\frac{r_m\cdot\Lambda(\pi^L)}{(1+r_m)\Delta p}\right] + p_H I_B\left[\frac{1+r_f}{1+r_m}-\frac{1+r_B}{(1+r_m)(1+\pi^C)}\right] \tag{22}$$

ή

$$\bar{I}_f = \underline{I}_f + p_H I_B\left[\frac{1+r_f}{1+r_m}-\frac{1+r_B}{(1+r_m)(1+\pi^C)}\right] \tag{23}$$

Η συνολική ζήτηση πίστης από τις κεφαλαιαγορές θα είναι:

$$D(r_m,r_B) = \int_{\underline{I}(r_m)}^{\bar{I}(r_m)}[I-I_f]dq + \int_{\bar{I}(r_m)}^{+\infty}[I-I_f-I_B]dq \tag{24}$$

Από την πλευρά της προσφοράς, θα υπάρχει η προσφορά από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, K_B που υποθέτουμε ότι δεν θα είναι υπερβάλλουσα για καθορισμένο r_B. Αν επιτρέψουμε το αγοραίο επιτόκιο να καθορίζεται ενδογενώς, η προσφορά κεφαλαίων από τις κεφαλαιαγορές θα είναι $K_m(r_m)$.

Παράρτημα Γ

Οι επιχειρήσεις διακρίνονται ανάμεσα σε αυτές στην πλευρά της προσφοράς (F_R) και σε αυτές στην πλευρά ζήτησης κεφαλαίων (F_P) αντίστοιχα, με $F_R \cup F_P = \varnothing$.

Η αξία της κατανάλωσης και των επενδύσεων θα διαμορφώνει την ατομική ζήτηση της επιχείρησης f για χρήμα m_f

$$p_I I_f + p_C C_f = m_f \tag{25}$$

όπου p_I η τιμή του κεφαλαιουχικού αγαθού και p_C η τιμή του καταναλωτικού αγαθού. Οι τιμές διαμορφώνονται από τους γενικούς κανόνες,

$$p_C = \frac{\int_F b_C dq}{\int_F g_C dq} \quad \text{και} \quad p_C = \frac{\int_F b_I dq}{\int_F g_I dq} \tag{26}$$

Οι επιχειρήσεις θα προσφέρουν b_C ευρώ για να αγοράσουν το καταναλωτικό αγαθό και b_I για να αγοράσουν το κεφαλαιουχικό αγαθό. Επίσης οι επιχειρήσεις προσφέρουν g_C από την ποσότητα καταναλωτικού αγαθού που διαθέτουν για πώληση και αντίστοιχα g_I κομμάτια από το κεφαλαιουχικό αγαθό.

Η ισορροπία στην αγορά χρήματος θα καθορίζει το αγοραίο επιτόκιο:

$$\int_F m_f dq = \frac{M}{(1+r_m)} \tag{27}$$

όπου το M θα καθορίζεται εξωγενώς από την κεντρική τράπεζα. Η κάθε επιχείρηση θα οφείλει στην τράπεζα στο τέλος κάθε περιόδου το ποσό $\mu_f = (1+r_m)m_f$.

Οι επιχειρήσεις αποκτούν κεφαλαιουχικά αγαθά ύψους:

$$\frac{b_{I,f}}{\int_F b_I dq} \cdot \int_F g_I dq = \frac{b_{I,f}}{p_I} \tag{28}$$

Άρα το ποσό που υποθηκεύει η επιχείρηση f θα είναι ίσο με $Y_f = b_{I,f} / p_I$. Αν συμβολίσουμε με $\overline{\mu}_f$ το ποσό που τελικά οφείλει η επιχείρηση με επίπεδο υποθήκης Y_f θα έχουμε ως επιτόκιο του ενυπόθηκου δανείου το r_B το οποίο θα καθορίζεται με παρόμοιο τρόπο (μηχανισμό) όπως το αγοραίο ονομαστικό επιτόκιο.

Η επιχείρηση θα βρίσκεται ανάλογα με το επιτόκιο του ενυπόθηκου δανείου στο εξής δίλημμα. Αν το επιτόκιο κινηθεί σε πολύ υψηλό επίπεδο, ώστε η αξία της υποθήκης να μην υπερβαίνει την αξία του δανείου, δηλαδή:

$$p_I \cdot Y_f < \overline{\mu}_f \tag{29}$$

τότε η επιχείρηση θα έχει κίνητρο να μην εξυπηρετήσει το χρέος της, θυσιάζοντας την υποθήκη που τελικά προκύπτει να έχει μικρότερη αξία.

Παράρτημα Δ

Η σχέση προσφοράς και ζήτησης χρήματος θα περιγράφεται από την ταυτότητα:

$$p_I \int_F I_f + p_C \int_F C_f = M + (\int_F \overline{m} - \int_F \overline{\mu}) \tag{30}$$

Η παραπάνω σχέση μας λέει ότι το χρήμα που διοχετεύεται στην οικονομία καλύπτει τη συνολική ζήτηση χρήματος για κατανάλωση και επενδύσεις. Από την πλευρά της προσφοράς, το χρήμα που κυκλοφορεί στην οικονομία θα επιμερίζεται στους εξής παράγοντες. Πρώτον, θα έχουμε την εξωγενή προσφορά χρήματος από τη κεντρική Τράπεζα, M, που αποτελεί το βασικό εργαλείο άσκησης νομισματικής πολιτικής. Δεύτερον θα έχουμε την συνολική προσφορά των ενυπόθηκων δανείων $\int_F \overline{m}$ μείον το σύνολο των αποπληρωμών $\int_F \overline{\mu}$ των ενυπόθηκων δανείων που βγαίνουν από την κυκλοφορία του χρήματος.

Ας δούμε πώς αναμορφώνεται η παραπάνω σχέση όταν έχουμε χρεοκοπία των επιχειρήσεων και μη αποπληρωμή μέρους των ενυπόθηκων δανείων. Θα υποθέσουμε όπως στους Lin et al., ότι σε περίπτωση χρεοκοπίας θα ρευστοποιούνται τα ενυπόθηκα κεφάλαια μέσα από την αγορά κεφαλαίου. Τότε θα έχουμε:

$$(I_f + Y_f) + p_C \int_F C_f = M + (\int_F \overline{m} - \int_F (\overline{\mu} - \mu_0)) \tag{31}$$

Στη δεξί μέρος της σχέσης θα έχουμε τη μείωση των αποπληρωμών των δανείων κατά μ_0 και αριστερά θα έχουμε αύξηση στην αξία του επιπλέον κεφαλαίου στην αγορά κατά $p_I \int_F Y_f$. Το χρήμα που βγαίνει από την αγορά θα είναι λιγότερο, καθώς έχουμε μικρότερο μέγεθος αποπληρωμών. Επίσης, η προσφορά κεφαλαίου θα αυξηθεί καθώς επιπλέον κεφάλαια θα είναι στην αγορά κεφαλαίου λόγω των ρευστοποιήσεων.

Β.
Έξι μεγάλα θέματα που εγείρονται από τη διεθνή χρηματοοικονομική κρίση

Εταιρική διακυβέρνηση πριν και μετά την κρίση

Νικόλαος Τραυλός
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΚΑΤΟΧΟΣ ΤΗΣ ΕΔΡΑΣ "ΚΑΙΤΗ ΚΥΡΙΑΚΟΠΟΥΛΟΥ"
ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
ΠΡΥΤΑΝΗΣ
ALBA GRADUATE BUSINESS SCHOOL

Περίληψη

Αυτό το άρθρο παρουσιάζει τις σχετικές έννοιες, πρακτικές και τάσεις στον χώρο της εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς επίσης και τα προβλήματα τα οποία αντιμετωπίζονται από τα αντίστοιχα συστήματα. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στα προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης που ανακύπτουν στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, καθώς επίσης και στον ρόλο που έπαιξαν στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση. Το άρθρο επισημαίνει πως απαιτείται ριζική αλλαγή του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης των χρηματοπιστωτικών οργανισμών σε επτά περιοχές: στα συστήματα αμοιβών των διευθυντικών στελεχών, στη διαχείριση κινδύνου (κυρίως πιστωτικού), στην προστασία των πιστωτών (κυρίως των καταθετών), στο ποσοστό δανειοδότησης των τραπεζών, στη δυνατότητα ανάληψης δραστηριοτήτων εκτός ισολογισμού, στον τρόπο λειτουργίας των εταιρειών αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου, και στον τρόπο προσέλκυσης και αξιολόγησης Μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Όπως επισημαίνεται, οι σχετικές πρωτοβουλίες μεταρρύθμισης βρίσκονται στη σωστή κατεύθυνση και αναμένεται να ισχυροποιήσουν τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Βεβαίως, είναι υπερβολικό να θεωρούμε πως όλα τα προβλήματα θα αντιμετωπιστούν πλήρως και πως θα θωρακιστεί τέλεια το τραπεζικό σύστημα. Η ιστορία των παγκόσμιων οικονομικών κρίσεων μας διδάσκει πως οι αγορές κινούνται γρηγορότερα από τις ρυθμιστικές, εποπτικές και νομοθετικές αρχές και πως οι κρίσεις δεν προβλέπονται. Αντιθέτως, θεραπεύονται εκ των υστέρων μέχρι το ξέσπασμα μιας νέας κρίσης, ευτυχώς όμως, μετά το πέρασμα πολλών δεκαετιών.

Επιθυμώ να ευχαριστήσω τον κ. Γιώργο Παγουλάτο για τα εποικοδομητικά του σχόλια.

1. Εισαγωγή

Η πρόσφατη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση που ακολούθησε την κατάρρευση κολοσσιαίων τραπεζικών οργανισμών (π.χ. Lehman Brothers) αποδίδεται, μεταξύ άλλων, κυρίως στα ανεπαρκή συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης και στο χαλαρό εποπτικό πλαίσιο (Mulbert, 2010, Yeoh, 2010). Σε πλήρη αρμονία με την παραπάνω διαπίστωση, έχει αρχίσει πλούσιος διάλογος σχετικά με τη βελτίωση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης, κυρίως των χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Το παρόν άρθρο αποσκοπεί στην παρουσίαση των σχετικών εννοιών, πρακτικών και τάσεων στον χώρο της εταιρικής διακυβέρνησης. Το κεφάλαιο 2 εξηγεί την έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης και τα προβλήματα τα οποία αντιμετωπίζονται από τα σχετικά συστήματα. Το κεφάλαιο 3 εστιάζει στα προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης που ανακύπτουν στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Το κεφάλαιο 4 παρουσιάζει τα κύρια αίτια της πρόσφατης κρίσης και τα συνδέει με αδυναμίες του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης. Το κεφάλαιο 5 αναδεικνύει τις απαραίτητες βελτιώσεις στο υφιστάμενο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Το κεφάλαιο 6 παρουσιάζει τις υφιστάμενες προτάσεις βελτίωσης του συστήματος. Το τελευταίο κεφάλαιο συνοψίζει το άρθρο και αναφέρει τα βασικά συμπεράσματα.

2. Εταιρική διακυβέρνηση

2.1 Ορισμός

Ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ-OECD) ορίζει την εταιρική διακυβέρνηση ως τις μεθόδους και διαδικασίες σύμφωνα με τις οποίες ένας οργανισμός διευθύνεται και ελέγχεται (OECD, 2002 και 2004). Το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης ενός οργανισμού καθορίζει την κατανομή των περιουσιακών δικαιωμάτων (και ψήφου) και ευθυνών ανάμεσα στις διαφορετικές ομάδες συμφερόντων ενός οργανισμού (διοικητικό συμβούλιο, διευθυντικά στελέχη, μέτοχοι, πιστωτές και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη) και καταγράφει τους κανόνες και τις διαδικασίες λήψης αποφάσεων.

Η αναγκαιότητα θέσπισης συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης πηγάζει από τον διαχωρισμό διοίκησης (management) από ιδιοκτησία (ownership) στις σύγχρονες επιχειρήσεις και οργανισμούς. Αυτός ο διαχωρισμός, που πρωτοαναλύθηκε από τους Berle και Means (1933) δημιουργεί σχέσεις εντολέα-εντολοδόχου (principal-agent) ανάμεσα σε μετόχους και διευθυντικά στελέχη, πιστωτές και μετόχους, και μικρομετόχους και μεγαλομετόχους, αντίστοιχα. Συγκεκριμένα, στις σύγχρονες επιχειρήσεις, οι μέτοχοι (εντολείς) αναθέτουν τη διεύθυνση της επιχείρησης στα διευθυντικά στελέχη (management – εντολοδόχους). Ομοίως, οι πιστωτές (εντολείς) εμπιστεύονται τα κεφάλαιά τους στα χέρια των μετόχων (εντολοδόχων). Κατά τον ίδιο τρόπο οι μικρομέτοχοι (εντολείς) εμπιστεύονται τα κεφάλαιά τους στα χέρια των μεγαλομετόχων (εντολοδόχων) που συνήθως αποτελούν τη διευθυντική ομάδα της επιχείρησης. Ο εντολοδόχος παίρνει αποφάσεις κατ' εντολή και προς όφελος του εντολέα. Εάν ο εντολέας μπορούσε να επιβάλει στον εντολοδόχο τη λήψη αποφάσεων που θα εξυπηρετούσαν αποκλειστικά τα δικά του συμφέροντα, ο εντολοδόχος θα ικανοποιούσε πάντοτε τα συμφέροντα του εντολέα του. Εν τούτοις, τόσο η θεωρία όσο και η πράξη αναδεικνύουν περιπτώσεις που τα συμφέροντα των δύο φορέων αποκλίνουν, και ο εντολοδόχος λειτουργεί αντίθετα με τα συμφέροντα του εντολέα (Jensen and Meckling, 1976).

2.2 Πηγές προβλημάτων εταιρικής διακυβέρνησης

α. Συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών

Η σχετική βιβλιογραφία αναφέρει τις παρακάτω μορφές σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών σε πολυμετοχικές επιχειρήσεις, όπου η διοίκηση (management) ασκείται από ομάδα επαγγελματικών διευθυντικών στελεχών (managers) που δεν είναι ιδιοκτήτες της επιχείρησης.

- Ανάλωση εταιρικών πόρων σε μη παραγωγικές υπηρεσίες και αγαθά (π.χ. πολυτελή γραφεία, κ.λπ.).
- Υπερβολική αποστροφή κινδύνου (risk aversion) εκ μέρους των διευθυντικών στελεχών. Συγκεκριμένα, ενώ οι μέτοχοι πολυμετοχικών επιχειρήσεων ενδιαφέρονται μόνο για εκείνο το τμήμα του συνολικού κινδύνου της μετοχής που δεν εξαλείφεται (συστηματικός κίνδυνος), τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη τον συνολικό κίνδυνο. Η σχετική απόκλιση στο είδος κινδύνου που οι μέτοχοι και τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη τους πηγάζει από τη δυνατότητα των πρώτων να επενδύουν τον πλούτο τους σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών διαφορετικών επιχειρήσεων. Αντιθέτως, τα επαγγελματικά διευθυντικά στελέχη, των οποίων το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου τους αποτελείται από τις αμοιβές τους από τη συγκεκριμένη επιχείρηση, αδυνατούν να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο. Έτσι, τα διευθυντικά στελέχη έχουν λόγους να απορρίπτουν κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τον συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης, και αντίστροφα, να αποδέχονται ζημιογόνα επενδυτικά σχέδια που οδηγούν σε μείωση του συνολικού κινδύνου.
- Έμφαση σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα λήψης επενδυτικών αποφάσεων. Στην έκταση που οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών βασίζονται στις πωλήσεις ή τα κέρδη της τρέχουσας ή της προηγούμενης χρήσης, τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρα να απορρίπτουν επενδυτικά σχέδια που μειώνουν τα κέρδη βραχυπρόθεσμα, παρότι συμβάλλουν στην κερδοφορία της επιχείρησης μακροπρόθεσμα. Απεναντίας, μπορεί να προκρίνουν επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τα βραχυπρόθεσμα κέρδη παρότι μειώνουν τα κέρδη μακροπρόθεσμα.

β. Συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και πιστωτών

Εδώ η σύγκρουση συμφερόντων εμφανίζεται με τις παρακάτω μορφές:

- Ανάληψη από την επιχείρηση επενδυτικών σχεδίων υψηλότερου επενδυτικού κινδύνου από ό,τι είχε αρχικά παρουσιαστεί στο επιχειρηματικό σχέδιο.
- Περαιτέρω δανειακή επιβάρυνση, μετά την έκδοση του αρχικού δανείου, πέρα από ό,τι είχε αρχικά προβλεφθεί.
- Άρνηση των μετόχων να συνεισφέρουν επιπλέον μετοχικό κεφάλαιο όταν η επιχείρηση αντιμετωπίζει χρηματοδοτικές δυσχέρειες.

γ. Συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων

Στις κεφαλαιαγορές της Ηπειρωτικής Ευρώπης, Ιαπωνίας και πολλών άλλων χωρών, το ιδιοκτησιακό καθεστώς των εισηγμένων σε χρηματιστήρια εταιρειών διαφέρει σημαντικά από το αντίστοιχο των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου. Η βασική ειδοποιός διαφορά είναι η ύπαρξη, στις πρώτες χώρες, αρκετών εταιρειών οικογενειακής μορφής και η συνύπαρξη ενός μικρού αριθμού μεγαλομετόχων, που συνήθως αποτελούν και την κορυφαία διευθυντική ομάδα της επιχείρησης, με μία μεγάλη ομάδα μικρομετόχων. Σε αυτές τις κεφαλαιαγορές το πρόβλημα επικεντρώνεται κυρίως στη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μεγαλομετόχων και μικρομετόχων, που μπορεί να πάρει τις εξής μορφές:

- Εκμετάλλευση των μικρομετόχων από τους μεγαλομετόχους μέσω καταχρηστικών συναλλαγών της επιχείρησης με επιχειρηματικά σχήματα που ελέγχει αποκλειστικά ο μεγαλομέτοχος.

- Ανάληψη δραστηριοτήτων άσχετων με τα συμφέροντα της επιχείρησης που ικανοποιούν προσωπικές επιδιώξεις του μεγαλομετόχου.

Όπως προκύπτει από τα εμπειρικά πορίσματα αρκετών δημοσιευμένων ερευνητικών εργασιών, τα σχετικά προβλήματα σύγκρουσης συμφερόντων είναι εντονότερα στις περιπτώσεις που α) ο μεγαλομέτοχος είναι ταυτόχρονα και το ανώτατο διοικητικό/διευθυντικό στέλεχος της επιχείρησης (Πρόεδρος ΔΣ/Διευθύνων Σύμβουλος), και β) τα δικαιώματα ψήφου –άρα και ελέγχου της επιχείρησης– ξεπερνούν τη συμμετοχή του μεγαλομετόχου στη διανομή κερδών, όπως όταν υπάρχουν δύο σειρές μετοχών με διαφορετικά δικαιώματα ψήφου ή όταν ο μεγαλομέτοχος ελέγχει πολλές θυγατρικές εταιρείες μέσω πυραμοειδούς σχήματος.[1]

Συμπερασματικά, η διεθνής βιβλιογραφία εντοπίζει σημαντικά προβλήματα στη λειτουργία των επιχειρήσεων τόσο στις περιπτώσεις μεγάλης διασποράς μετοχικού κεφαλαίου, όσο και στις περιπτώσεις συγκέντρωσης υψηλών ποσοστών μετοχικού κεφαλαίου σε λίγους μεγαλομετόχους. Συνεπώς, τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης που βασίζονται τόσο σε πολυμετοχικά σχήματα, όπως στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο, όσο και σε μεγαλομετόχους, όπως στην Ηπειρωτική Ευρώπη, την Ιαπωνία και αλλού, έχουν ανάγκη βελτίωσης.

2.3 Η σημασία ύπαρξης ισχυρών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης

Αυτή η απόκλιση εγείρει σημαντικά ερωτήματα σχετικά με τη δυνατότητα προστασίας των συμφερόντων των μετόχων, ιδιαίτερα των μικροεπενδυτών, των πιστωτών και όλων των άλλων φορέων που αντλούν νόμιμα συμφέροντα από την επιχείρηση. Τόσο η βιβλιογραφία της Χρηματοοικονομικής Επιστήμης όσο και η πρακτική των εποπτικών αρχών των κεφαλαιαγορών και χρηματαγορών σχεδόν όλων των χωρών έχουν ασχοληθεί εκτενώς με αυτά τα θέματα και έχουν σχεδιάσει συστήματα αντιμετώπισης και επίλυσης των σχετικών προβλημάτων. Αυτά τα συστήματα, γνωστά ως συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης (corporate governance), έχουν ως βασικό στόχο την προστασία των επενδυτών (μετόχων και πιστωτών) των εισηγμένων εταιρειών σε χρηματιστήρια.

Η ύπαρξη ισχυρών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης έχει σημαντικές θετικές επιδράσεις τόσο στις επιχειρήσεις όσο και στην οικονομία κάθε χώρας. Συγκεκριμένα, έρευνα της Εταιρείας Συμβούλων McKinsey, το 2000, βασισμένη σε 200 θεσμικούς επενδυτές από όλο τον κόσμο, αποκαλύπτει πως τουλάχιστον 75% των θεσμικών επενδυτών λαμβάνουν υπόψη τους, για τη διαμόρφωση των επενδυτικών τους επιλογών, εξίσου σοβαρά τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης των εταιρειών στις οποίες επενδύουν τα κεφάλαιά τους όσο και τα αντίστοιχα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα.

Επίσης, σύμφωνα με την παραπάνω έρευνα, περισσότεροι από 80% των θεσμικών επενδυτών είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν υψηλότερες τιμές για τις μετοχές των εταιρειών που έχουν ισχυρά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης σε σχέση με εταιρείες που διαθέτουν ασθενή συστήματα προστασίας των επενδυτών. Το επιπλέον τίμημα, για εταιρείες με την ίδια χρηματοοικονομική επίδοση, διαφέρει από χώρα σε χώρα, ανάλογα με την ποιότητα των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης. Έτσι, το επιπλέον τίμημα είναι 18% για εταιρείες στο Ηνωμένο Βασίλειο, 22% στη Βενεζουέλα και 27% στην Ινδονησία. Αυτό συνεπάγεται πως σε χώρες όπως η Ινδονησία οι εταιρείες με ασθενή συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης έχουν υψηλότερο κόστος κεφαλαίου, συγκριτικά με τις εταιρείες που διαθέτουν ισχυρά συστήματα. Το τελικό αποτέλεσμα είναι λιγότερες παραγωγικές και αντίστοιχα χαμηλότεροι ρυθμοί ανάπτυξης της οικονομίας.

Από την άλλη πλευρά, η έλλειψη ισχυρών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης δεν επιτρέπει την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς. Για παράδειγμα, στη Ρωσία, που η ύπαρξη ασθενών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης έχει σαν αποτέλεσμα τη συστηματική ιδιοποίηση, από τα διευθυντικά στελέχη, των περιουσιακών στοιχείων επιχειρήσεων που πρόσφατα ιδιωτικοποιήθηκαν, παρατηρείται αποθάρρυνση των επενδυτών να προσφέρουν κεφάλαια στις επιχειρήσεις, οδηγώντας την κεφαλαιαγορά σε μαρασμό.

---

[1] Βλέπε: Morck, Shleifer and Vishny (1998), Claessens, Djankov and Lang (2000), Milonas (2000) και Claessens, Djankov, Fan and Lang (2002).

2.4 Διεθνείς πρωτοβουλίες βελτίωσης των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης

α. Κώδικας Βέλτιστης Συμπεριφοράς Cadbury

Η διερεύνηση και ενίσχυση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης διεθνώς αναζωπυρώθηκε με την έκδοση των πορισμάτων της Επιτροπής Cadbury, το 1992, στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η σχετική Επιτροπή (Report on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992), που δημιουργήθηκε από τη βρετανική κυβέρνηση τον Μάιο του 1991 υπό την πίεση των δυσμενών επιχειρηματικών εξελίξεων της εποχής, εξέδωσε τον Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς (Code of Best Practice), τον Δεκέμβριο του 1992, ο οποίος προτείνει πως:

- Τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών πρέπει να περιλαμβάνουν και μη-εκτελεστικά μέλη, δηλαδή Συμβούλους που δεν έχουν σχέση εξαρτημένης εργασίας με την εταιρεία.
- Οι θέσεις του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου και του Διευθύνοντος Συμβούλου είναι προτιμότερο να κατέχονται από διαφορετικά πρόσωπα.
- Οι εταιρείες πρέπει να θεσπίσουν Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου που θα απαρτίζεται κατά πλειοψηφία από μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Οι εταιρείες πρέπει να θεσπίσουν Επιτροπή Καθορισμού Αμοιβών Διευθυντικών/Διοικητικών Στελεχών που θα απαρτίζεται αποκλειστικά ή κύρια από μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Οι εταιρείες πρέπει να θεσπίσουν Επιτροπή Υποβολής και Αξιολόγησης Υποψηφιοτήτων για το Διοικητικό Συμβούλιο.

Το Χρηματιστήριο του Λονδίνου υιοθέτησε τον Κώδικα σαν κριτήριο εισαγωγής εταιρειών στο Χρηματιστήριο, παρέχοντας όμως στις επιχειρήσεις την επιλογή μη υιοθέτησης του Κώδικα, υπό τον όρο ότι θα απεκάλυπταν το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησής τους και τους λόγους μη υιοθέτησης του σχετικού κώδικα.

Ο Κώδικας Βέλτιστης Συμπεριφοράς Cadbury αποτέλεσε το πρότυπο των σχετικών πρωτοβουλιών σε αρκετές χώρες, όπως ΗΠΑ, Καναδά, Χονγκ-Κονγκ, Νότια Αφρική, Αυστραλία, Γαλλία και Ελλάδα. Στη χώρα μας οι σχετικές πρωτοβουλίες ξεκίνησαν με την έκδοση της «Γαλάζιας Βίβλου» το 1999 από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, που συνέβαλε στην ψήφιση του Νόμου 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση.

Οι προτάσεις της Επιτροπής Cadbury έγιναν αντικείμενο ευρείας συζήτησης τόσο σε κυβερνητικούς όσο και σε επιχειρηματικούς και ακαδημαϊκούς κύκλους. Για παράδειγμα, οι Dahya, McConnell and Travlos (2002) διερευνούν την επίδραση της υιοθέτησης του Κώδικα στη λειτουργία των επιχειρήσεων του Ηνωμένου Βασιλείου και συμπεραίνουν πως η εισαγωγή και υιοθέτηση του κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς Cadbury ενίσχυσε τον εποπτικό ρόλο των Διοικητικών Συμβουλίων.

β. Μεταρρυθμίσεις που επηρεάζουν τις σχέσεις ανάμεσα σε θεσμικούς επενδυτές και στις εταιρείες που επενδύουν οι θεσμικοί επενδυτές

Η Επιτροπή Εταιρικής Διακυβέρνησης (Committee on Corporate Governance, UK, 1998) του Ηνωμένου Βασιλείου ενθαρρύνει την ενεργό συμμετοχή των μετόχων (shareholder activism) στις εταιρικές υποθέσεις με τους εξής τρόπους:

- Την ανάπτυξη εκ μέρους των θεσμικών επενδυτών πολιτικής συμμετοχής στις ψηφοφορίες των εταιρειών, στις οποίες έχουν επενδύσει.
- Την ανάπτυξη πιο στενής επικοινωνίας και συμμετοχής στη λήψη αποφάσεων ανάμεσα στις εταιρείες και στους βασικούς τους θεσμικούς επενδυτές.

Η σχετική εμπειρική έρευνα των Solomon and Solomon (1999) διαπιστώνει πως τα διευθυντικά στελέχη των Επενδυτικών Εταιρειών:

- Υιοθετούν την ενεργό συμμετοχή των μετόχων, έχουν αναπτύξει πολιτικές συμμετοχής στις ψηφοφορίες των εταιρειών, στις οποίες επενδύουν, και υποστηρίζουν τη γνωστοποίηση αυτών των πολιτικών στους πελάτες τους.
- Ενθαρρύνουν την ανάπτυξη στενών και μακροπρόθεσμων σχέσεων επικοινωνίας και συμμετοχής στη λήψη αποφάσεων με τις εταιρείες στις οποίες επενδύουν.
- Υποστηρίζουν τη χάραξη επενδυτικών στρατηγικών με μακροπρόθεσμες προοπτικές σε αντίθεση με τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές.
- Έχουν καλωσορίσει τις πρόσφατες μεταρρυθμίσεις στο Ηνωμένο Βασίλειο σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση και έχουν υποστηρίξει πως οι σχετικές μεταρρυθμίσεις έχουν θετικές επιδράσεις τόσο στους θεσμικούς επενδυτές, όσο και στις εταιρείες στις οποίες επενδύουν.
- Έχουν εκφράσει κάποιον προβληματισμό σχετικά με την υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων από τις μικρές εταιρείες.

γ. Άλλες σημαντικές διεθνείς πρωτοβουλίες

Ανάμεσα στις άλλες διεθνείς πρωτοβουλίες ενίσχυσης των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης αξιοσημείωτες είναι:

- η έκδοση των Αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ (OECD, 2002 και 2004), και
- η έκδοση του Νόμου Sarbanes-Oxley το 2002 στις ΗΠΑ.

Οι Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ κινούνται στο πλαίσιο των προτάσεων του Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς Cadbury. Ο Νόμος Sarbanes-Oxley επιφορτίζει με σοβαρές ευθύνες τα Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου των εισηγμένων εταιρειών στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ και επιβάλλει υψηλές ποινές σε όσα άτομα αποδεικνύονται κατώτερα των ευθυνών τους.

δ. Ο Νόμος 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση

Στη χώρα μας, η Βουλή ψήφισε τον Νόμο 3016 ο οποίος εισάγει ειδικά θέματα διοίκησης και λειτουργίας ανωνύμων εταιρειών που έχουν εισηγμένες μετοχές ή άλλες κινητές αξίες τους σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά που λειτουργεί στη χώρα μας.

Ο Νόμος ορίζει πως πρώτιστη υποχρέωση και καθήκον των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου είναι η διαρκής επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρείας και η προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος. Επιπλέον, απαγορεύεται τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου να επιδιώκουν συμφέροντα που αντιβαίνουν στα συμφέροντα της εταιρείας. Περαιτέρω, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου οφείλουν έγκαιρα να αποκαλύπτουν στο Διοικητικό Συμβούλιο τα ίδια συμφέροντά τους που ανακύπτουν από συναλλαγές της εταιρείας, καθώς και κάθε άλλη σύγκρουση ιδίων συμφερόντων με αυτών της εταιρείας ή συνδεδεμένων με αυτήν επιχειρήσεων, που ανακύπτει κατά την άσκηση των καθηκόντων της.

Ο Νόμος επίσης αναφέρεται στη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου, προβλέποντας τη συμμετοχή στο διοικητικό συμβούλιο μη εκτελεστικών μελών, τουλάχιστον 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών. Περαιτέρω, μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να υπάρχουν δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη, εκτός εάν στο διοικητικό συμβούλιο συμμετέχουν και εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων. Επιπλέον, τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου πρέπει να μην έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή με συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα.

Περαιτέρω, ο Νόμος ορίζει ότι οι αμοιβές που καταβάλλονται στα διευθυντικά στελέχη καθορίζονται από το διοικητικό συμβούλιο, ενώ οι αμοιβές και λοιπές αποζημιώσεις των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου καθορίζονται σύμφωνα με τον κ.ν. 2190/1920 και είναι ανάλογες με τον χρόνο που τα μέλη

του διοικητικού συμβουλίου διαθέτουν για την εκπλήρωση των καθηκόντων τους. Το σύνολο των αμοιβών και των τυχόν αποζημιώσεων των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου αναφέρονται σε χωριστή κατηγορία στο προσάρτημα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων.

Επιπλέον, θεσπίζονται Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας και Υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου. Συγκεκριμένα, η διενέργεια εσωτερικού ελέγχου πραγματοποιείται από ειδική υπηρεσία της εταιρείας, στην οποία ασχολείται τουλάχιστον ένα φυσικό πρόσωπο πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης, που δεν υπάγεται ιεραρχικά σε καμία άλλη υπηρεσιακή μονάδα της εταιρείας, και εποπτεύεται από μη εκτελεστικά (ένα έως τρία) μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Οι εσωτερικοί ελεγκτές ορίζονται από το διοικητικό συμβούλιο. Δεν μπορούν να είναι μέλη του διοικητικού συμβουλίου, εν ενεργεία διευθυντικά στελέχη ή συγγενείς των παραπάνω μέχρι και δευτέρου βαθμού εξ αίματος ή εξ αγχιστείας. Κατά την άσκηση των καθηκόντων τους οι εσωτερικοί ελεγκτές δικαιούνται πρόσβαση σε οποιοδήποτε βιβλίο, έγγραφο, αρχείο, τραπεζικό λογαριασμό, χαρτοφυλάκιο και υπηρεσία της εταιρείας. Το διοικητικό συμβούλιο έχει την υποχρέωση να συνεργάζεται με τους εσωτερικούς ελεγκτές και να διευκολύνει το έργο τους, η δε διοίκηση οφείλει να παρέχει όλα τα απαραίτητα μέσα για τη διεκπεραίωση του έργου τους. Από τις αρμοδιότητες της Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου έχει ιδιαίτερη σημασία η δυνατότητά της να αναφέρει στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας τυχόν περιπτώσεις σύγκρουσης των ιδιωτικών συμφερόντων των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών της εταιρείας με τα συμφέροντα της εταιρείας.

Σε γενικές γραμμές ο Νόμος 3016 αποτελεί ένα στέρεο βήμα στη σωστή κατεύθυνση. Συγκεκριμένα, οι διατάξεις του προωθούν περαιτέρω τη διαφάνεια στις συναλλαγές των μελών του διοικητικού συμβουλίου και των διευθυντικών στελεχών με την εταιρεία, καθώς και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της. Δεν υπάρχει αμφιβολία πως οι σχετικές διατάξεις προστατεύουν τα συμφέροντα των μετόχων έναντι των τυχόν αντίθετων επιδιώξεων των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών. Επιπλέον, τα σχετικά άρθρα εισάγουν μερικές ασφαλιστικές δικλείδες για την προστασία των μικρομετόχων έναντι των μεγαλομετόχων. Για παράδειγμα, η συμμετοχή στο διοικητικό συμβούλιο ενός ελάχιστου αριθμού μη εκτελεστικών μελών και ιδιαίτερα η πρόβλεψη ύπαρξης ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών περιορίζει τις δυνατότητες τυχόν εκμετάλλευσης των μικρομετόχων από τους μεγαλομετόχους.

Ο Νόμος 3016 κινείται πολύ κοντά στο πλαίσιο του Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς της Επιτροπής Cadbury και των Αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ (OECD, 2002 και 2004). Από τη φύση του ο Κώδικας αντιμετωπίζει τα προβλήματα μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών που ανακύπτουν σε μία πολυμετοχική επιχείρηση, όπως κατά κανόνα είναι οι επιχειρήσεις στο Ηνωμένο Βασίλειο και στις ΗΠΑ. Επομένως, ο Κώδικας δεν δίνει ιδιαίτερη βαρύτητα στα προβλήματα που ανακύπτουν από τις σχέσεις μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων, που αποτελούν το πιο σημαντικό πρόβλημα εταιρικής διακυβέρνησης στη χώρα μας και σε άλλες χώρες με παρόμοιο ιδιοκτησιακό καθεστώς. Συνεπώς, ο Νόμος 3016 παρότι είναι χρήσιμος, είναι πολύ πιθανόν να χρειαστεί να εμπλουτιστεί στο μέλλον με περισσότερες διατάξεις που θα διέπουν τις σχέσεις μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων.

3. Εταιρική διακυβέρνηση σε χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς

Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί γενικότερα και οι τράπεζες ειδικότερα έχουν συγκεκριμένα χαρακτηριστικά που κάνουν πιο έντονες τις περιπτώσεις απόκλισης συμφερόντων ανάμεσα στα ενδιαφερόμενα μέρη της επιχείρησης [Macey and O' Hara, (2003)]. Πρώτον, οι τράπεζες χρησιμοποιούν πολύ λιγότερα ίδια κεφάλαια σε σχέση με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις. Συγκεκριμένα, ενώ οι άλλες επιχειρήσεις κατά κανόνα χρηματοδοτούν τα περιουσιακά τους στοιχεία με 50% δανειακά κεφάλαια και 50% ίδια κεφάλαια, οι τράπεζες αντιθέτως χρηματοδοτούν τα περιουσιακά τους στοιχεία συνήθως με 90% δανειακά κεφάλαια. Αυτή η υψηλή χρήση δανειακών κεφαλαίων δίνει ισχυρότερα κίνητρα στις τράπεζες να αναλαμβάνουν υψηλούς επιχειρηματικούς κινδύνους, γιατί ενώ οι κίνδυνοι των μετόχων περιορίζονται στην απώλεια του περιορισμένου κεφαλαίου τους, τα κέρδη τους είναι πολλαπλάσια στην περίπτωση επιτυχίας των επιχειρηματικών τους σχεδίων, αφού

σε αυτήν την περίπτωση πληρώνουν μεν το χαμηλό επιτόκιο, αλλά καρπούνται τη διαφορά ανάμεσα στην απόδοση των συνολικών κεφαλαίων και του χαμηλού επιτοκίου. Συνεπώς, προκύπτει ανάγκη παρακολούθησης και περιορισμού του κινδύνου που αναλαμβάνουν οι τράπεζες για την προστασία των πιστωτών, κυρίως των μικροκαταθετών.

Δεύτερον, οι περισσότερες υποχρεώσεις (δάνεια) των τραπεζών συνίστανται σε καταθέσεις οι οποίες είναι συνήθως διαθέσιμες σε πρώτη ζήτηση. Αντιθέτως, τα περισσότερα περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών είναι δάνεια (καταναλωτικά, στεγαστικά, επιχειρηματικά) τα οποία λήγουν πέραν της περιόδου λήξης των καταθέσεων. Συνεπώς, οι τράπεζες προσφέρουν μια σημαντική υπηρεσία στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, τη δημιουργία δηλαδή ρευστότητας στην οικονομία με το να διακρατούν περιουσιακά στοιχεία χαμηλής ρευστότητας και να δημιουργούν υποχρεώσεις (καταθέσεις) υψηλής ρευστότητας. Η απόκλιση όμως της περιόδου λήξης ανάμεσα σε υποχρεώσεις και περιουσιακά στοιχεία δημιουργεί σοβαρό πρόβλημα στις τράπεζες σε περιόδους κρίσης που εμφανίζονται φαινόμενα πανικού, καταλήγοντας σε ομαδική απόσυρση καταθέσεων από τις τράπεζες (bank runs). Πράγματι, οι τράπεζες –που παραδοσιακά διατηρούν σε ρευστά διαθέσιμα ένα μικρό τμήμα των καταθέσεων– αδυνατούν να ικανοποιήσουν, σε περιπτώσεις ομαδικής απόσυρσης καταθέσεων, τις απαιτήσεις των καταθετών για άμεση ρευστοποίηση των καταθέσεών τους. Έτσι, η αδυναμία των καταθετών να συντονίσουν την απόσυρση των καταθέσεών τους επιδεινώνει το πρόβλημα και καταλήγει σε μια λύση που είναι ζημιογόνος σε όλους. Προς περιορισμό των προβλημάτων που η παραπάνω συμπεριφορά μπορεί να δημιουργήσει, το τραπεζικό σύστημα έχει επινοήσει την ασφάλιση των καταθέσεων, η οποία απομακρύνει τα κίνητρα των μικροκαταθετών προς ομαδική απόσυρση των καταθέσεων σε περιόδους κρίσης.

3.1 Το Ταμείο Ασφάλισης Καταθέσεων (Deposit Insurance Fund)

Ως αποτέλεσμα της μαζικής κατάρρευσης των πιστωτικών ιδρυμάτων των ΗΠΑ κατά τη διάρκεια του κραχ του 1929, ψηφίστηκε από τη Βουλή (των ΗΠΑ) το 1933 ο Νόμος περί Τραπεζών (Banking Act) ο οποίος θέσπισε το Ταμείο Ασφάλισης Καταθέσεων (FDIC) και εξουσιοδότησε την κεντρική κυβέρνηση να καθιερώσει την ασφάλιση των καταθέσεων των τραπεζών. Είναι αναμφισβήτητο γεγονός πως η ίδρυση του συγκεκριμένου ταμείου είχε δύο σημαντικές θετικές επιδράσεις στην οικονομία των ΗΠΑ. Πρώτον, περιόρισε σημαντικά τα φαινόμενα ομαδικής απόσυρσης καταθέσεων σε περιόδους κρίσης. Δεύτερον, απομάκρυνε την επέκταση αποτυχίας μιας μεμονωμένης τράπεζας σε ολόκληρη την οικονομία (Friedman and Schwartz, 1963, Macey and O' Hara, 2003).

Όπως συμβαίνει με κάθε οικονομικό μέτρο/νεωτερισμό, έτσι και η ίδρυση του Ταμείου (FDIC) συνοδεύτηκε και με αρνητικές επιδράσεις. Συγκεκριμένα, εισήγαγε ηθικό κίνδυνο (moral hazard) στους μετόχους και διευθυντικά στελέχη των τραπεζών σχετικά με την ανάληψη υπερβολικών κινδύνων. Το κίνητρο ανάληψης υπερβολικού κινδύνου απορρέει από δύο λόγους. Πρώτον, οι μέτοχοι μιας αποτυχούσας τράπεζας μεταθέτουν μέρος της ζημίας τους σε τρίτα μέρη, άσχετα με τις δικές τους ενέργειες. Τα τρίτα μέρη περιλαμβάνουν τις υγιείς τράπεζες, των οποίων οι εισφορές στο κεφάλαιο του Ταμείου χρησιμοποιούνται για την πληρωμή των καταθετών της αποτυχούσας τράπεζας, και τους φορολογούμενους που καλούνται να συμπληρώσουν τα κεφάλαια του Ταμείου όταν αυτά εξανεμίζονται. Δεύτερον, οι εισφορές των τραπεζών στο Ταμείο δεν σχετίζονται με τον βαθμό κινδύνου κάθε τράπεζας, δίνοντας έτσι κίνητρα στις τράπεζες να αναλαμβάνουν υψηλούς κινδύνους. Το κίνητρο για ανάληψη υψηλών κινδύνων από τις τράπεζες είναι ισχυρότερο όταν η τράπεζα βρίσκεται σε δυσχερή οικονομική κατάσταση, γιατί σε αυτή την περίπτωση οι μέτοχοι μοιράζονται με τους πιστωτές-καταθέτες τις ζημίες που τυχόν δημιουργούνται αν αποτύχουν τα επενδυτικά σχέδια υψηλού κινδύνου, ενώ αντιθέτως κρατούν όλα τα κέρδη σε περίπτωση επιτυχούς υλοποίησης των αντίστοιχων σχεδίων. Το σχετικό κίνητρο ανάληψης υπερβολικού κινδύνου από τα πιστωτικά ιδρύματα έχει αντιμετωπιστεί με την καθιέρωση από το κανονιστικό πλαίσιο ελάχιστων ορίων κεφαλαιακής επάρκειας, τα οποία εξαρτώνται και από τον βαθμό κινδύνου των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών. Συγκεκριμένα, η συμμετοχή περιουσιακών στοιχείων υψηλού κινδύνου στον ισολογισμό των τραπεζών συνεπάγεται τη δέσμευση μεγάλου ποσοστού ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας, γεγονός που απωθεί τις τράπεζες να αναλαμβάνουν υψηλούς κινδύνους.

Υπό την πίεση της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης τα ελάχιστα όρια κεφαλαιακής επάρκειας αναπροσαρμόστηκαν ανοδικά, μειώνοντας περαιτέρω τα κίνητρα ανάληψης υπερβολικού κινδύνου από τις τράπεζες. Εν τούτοις, τα κίνητρα ανάληψης υψηλού κινδύνου παραμένουν, γεγονός που συνηγορεί για την επιβολή πιο αυστηρών κανόνων λογοδοσίας (accountability) στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου των τραπεζών σε σχέση με τα αντίστοιχα μέλη διοικητικού συμβουλίου μη τραπεζικών επιχειρήσεων.

3.2 Ορισμός εταιρικής διακυβέρνησης για χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς

Τα ειδικά χαρακτηριστικά των χρηματοπιστωτικών οργανισμών απαιτούν έναν ευρύτερο ορισμό του όρου «εταιρική διακυβέρνηση» σε σχέση με τον αντίστοιχο ορισμό που έχει υιοθετηθεί από τον ΟΟΣΑ (OECD). Συγκεκριμένα, ο ευρύτερος ορισμός αναφέρεται σε ουσιαστικές διοικητικές πτυχές της επιχείρησης και στις διαδικασίες λήψης αποφάσεων από το Διοικητικό Συμβούλιο και τα Διευθυντικά Στελέχη. Επίσης, αναφέρεται στην εσωτερική οργάνωση αυτών των επιχειρήσεων σε επίπεδο κάτω από την κορυφαία διευθυντική ομάδα.

Αυτός ο ορισμός συνάδει με τη σχετική φιλοσοφία της Επιτροπής Βασιλείας σχετικά με την Τραπεζική Εποπτεία, όπως αντανακλάται στην Έκθεση-Οδηγία «Βελτίωση Εταιρικής Διακυβέρνησης για Τραπεζικούς Οργανισμούς» (Basel Committee on Banking Supervision, 2006). Πράγματι, η σχετική Έκθεση-Οδηγία αναφέρει πως, υπό το πρίσμα των ιδιαιτεροτήτων του τραπεζικού κλάδου, η εταιρική διακυβέρνηση ασχολείται με τον τρόπο που ασκούνται οι διευθυντικές αρμοδιότητες από το Διοικητικό Συμβούλιο και την ηγετική διευθυντική ομάδα σχετικά με τις επιχειρηματικές δραστηριότητες και δράσεις των τραπεζών. Κατ' ακολουθία, το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης που υιοθετεί η Επιτροπή Βασιλείας επηρεάζει τον τρόπο με τον οποίο το Διοικητικό Συμβούλιο και η Διευθυντική ομάδα:

- καθορίζουν τους εταιρικούς στόχους
- διαχειρίζονται τις καθημερινές υποθέσεις της τράπεζας
- ανταποκρίνονται στην υποχρέωση λογοδοσίας στους μετόχους και στα άλλα ενδιαφερόμενα μέρη (εποπτικές αρχές, κυβέρνηση, καταθέτες)
- προστατεύουν τα συμφέροντα των καταθετών
- ευθυγραμμίζουν τις εταιρικές δραστηριότητες/συμπεριφορές με τον στόχο της συνετής και ασφαλούς διαχείρισης και προσήλωσης στους σχετικούς νόμους και κανονισμούς.

3.3 Εμπειρικά πορίσματα σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση τραπεζών

Η σχετική βιβλιογραφία παρέχει πορίσματα τόσο σχετικά με τα κίνητρα ανάληψης κινδύνου από τις τράπεζες, όσο και σε σχέση με τα χαρακτηριστικά εταιρικής διακυβέρνησης των τραπεζών σε σύγκριση με μη τραπεζικές επιχειρήσεις.

Ως προς το πρώτο θέμα, οι Saunders, Strock and Travlos (1990) καταγράφουν μια θετική σχέση ανάμεσα στον κίνδυνο τραπεζικών επιχειρήσεων (στις ΗΠΑ) και στο ποσοστό μετοχικής ιδιοκτησίας των διευθυντικών στελεχών της τράπεζας. Ο κίνδυνος μετράται τόσο με χρηματιστηριακά στοιχεία (συνολικός κίνδυνος αποδόσεων, συστηματικός κίνδυνος, μη συστηματικός κίνδυνος) όσο και με λογιστικά στοιχεία (δείκτης δανειακής επιβάρυνσης, δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων). Ανεξάρτητα με τον τρόπο μέτρησης, όσο είναι μεγαλύτερο το ποσοστό μετοχών που κατέχεται από τα διευθυντικά στελέχη, τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος που αναλαμβάνει η τράπεζα. Είναι ενδιαφέρον να τονιστεί πως αυτή η σχέση είναι ισχυρότερη σε περιόδους χαλαρού κανονιστικού πλαισίου. Ανάλογα πορίσματα αναφέρονται και πρόσφατα από τους Laeven and Levine (2007), χρησιμοποιώντας δείγμα 296 μεγάλων τραπεζών από 48 χώρες.

Αναφορικά με το δεύτερο θέμα, οι Adams and Mehran (2003) καταγράφουν, μεταξύ άλλων, τα κάτωθι χαρακτηριστικά εταιρικής διακυβέρνησης των τραπεζών σε σχέση με μη τραπεζικές επιχειρήσεις:

ΠΙΝΑΚΑΣ

	Τράπεζες	Μη-Τράπεζες
Μέγεθος Διοικητικού Συμβουλίου	18,2	12,1
% Μη Εκτελεστικών Μελών ΔΣ	69,7	60,6
Αριθμός Επιτροπών ΔΣ	4,9	4,4
Αριθμός Συνεδριάσεων ΔΣ	7,9	7,6
% Μετοχικής ιδιοκτησίας CEO	2,3	2,9
% Δικαιωμάτων Αίρεσης επί Μετοχών	–	–
% συμμετοχή Stock Options στη συνολική αμοιβή CEO	1,0	1,6

ΠΗΓΗ: Adams and Mehran (2003)

Τα πορίσματα των Adams and Mehran (2003) πράγματι υποστηρίζουν την άποψη πως στις τράπεζες τα διοικητικά συμβούλια είναι επιφορτισμένα με περισσότερες ευθύνες, και πως τα διευθυντικά στελέχη κατέχουν λιγότερες μετοχές σε σχέση με μη τραπεζικές επιχειρήσεις, έχοντας ασθενέστερα κίνητρα για ανάληψη κινδύνου.

4. Εταιρική διακυβέρνηση και η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση

Η πρόσφατη κρίση στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές έχει κλονίσει σημαντικά την εμπιστοσύνη ανάμεσα στα ενδιαφερόμενα μέρη του χρηματοπιστωτικού συστήματος και έχει εγείρει το ερώτημα πώς αυτή η εμπιστοσύνη μπορεί να αποκατασταθεί.

Η απάντηση σε αυτό το ερώτημα συνδέεται με τα βασικά αίτια της κρίσης τα οποία συνοψίζονται ως εξής[2]:

- Αλόγιστη χρήση τιτλοποίησης στεγαστικών δανείων (Securitization)
- Υπερβολική χρήση δανείων (Financial Leverage)
- Πλημμελής διαβάθμιση πιστωτικού κινδύνου από τους σχετικούς οργανισμούς (Bond Rating Agencies)
- Μη αποτελεσματικό σύστημα αμοιβών ανώτατων στελεχών
- Μη επαρκής εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και έλλειψη διαφάνειας σε ισολογισμούς και αποτελέσματα χρήσεως
- Ασθενής εταιρική διακυβέρνηση χρηματοπιστωτικών οργανισμών

Πιο συγκεκριμένα, η τιτλοποίηση είναι ένας μηχανισμός μετακίνησης στεγαστικών δανείων από τον ισολογισμό των εμπορικών και αποταμιευτικών τραπεζών στους ισολογισμούς άλλων διαμεσολαβητικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Για παράδειγμα, ένα στεγαστικό δάνειο € 1.000 αντικαθίσταται από τον διαμε-

[2] Βλέπε σχετικά το άρθρο «Τα αίτια της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης», των Χ. Καμπόλη και Ν. Τραυλού, στην ιστοσελίδα www.alba.edu.gr/faculty/Documents/cabolis%20siite.pdf, καθώς επίσης και περίληψη αυτού με τίτλο: «Πέντε βασικές αιτίες της χρηματοπιστωτικής κρίσης», όπως δημοσιεύθηκε στην εφημερίδα Καθημερινή της Κυριακής στις 28.06.09.

σολαβητικό οργανισμό με ισοδύναμο ποσό μετρητών τα οποία χρησιμοποιούνται από την τράπεζα για νέα στεγαστικά δάνεια, που με τη σειρά τους μεταφέρονται σε έναν διαμεσολαβητικό οργανισμό ο οποίος αντικαθιστά το στεγαστικό δάνειο με μετρητά κ.ο.κ. Τα αρχικά στεγαστικά δάνεια με αυτή τη διαδικασία μεταφέρονται από την αρχική τράπεζα στον διαμεσολαβητικό οργανισμό, όπου χρηματοδοτούνται με ίδια κεφάλαια και έκδοση ιδίων ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης. Με αυτό τον τρόπο, οι υποχρεώσεις προς ίδια κεφάλαια βρίσκονται σε επίπεδα 20 προς 1, 30 προς 1, ακόμη και 50 προς 1, σε αντίθεση με τη σχέση υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια της τάξης 9 προς 1 που έχουν συνήθως οι τραπεζικοί οργανισμοί. Επομένως, ο μηχανισμός της τιτλοποίησης δημιουργεί δύο προβλήματα. Πρώτον, αφαιρεί από τον παραδοσιακό τραπεζίτη το κίνητρο σωστής αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου του δανειολήπτη, αφού ο κίνδυνος αυτός μεταφέρεται σε άλλους οργανισμούς. Δεύτερον, οι διαμεσολαβητικοί οργανισμοί που δέχονται τα τιτλοποιημένα δάνεια, τα χρηματοδοτούν με υψηλούς δείκτες υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια, εκδίδοντας εταιρικά ομόλογα (Mortgage Backed Securities ή MBS). Τα εταιρικά ομόλογα αγοράζονται κυρίως από θεσμικούς επενδυτές, όπως συνταξιοδοτικά και ασφαλιστικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια, τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες και κεφάλαια υψηλού κινδύνου (hedge funds).

Οι επενδυτικές τράπεζες που εξέδωσαν τα εταιρικά ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης κατόρθωσαν να πείσουν τις εταιρείες Διαβάθμισης (Bond Rating Agencies) να βαθμολογήσουν πολύ υψηλά (AAA, AA, κ.λπ.) τα ομόλογα που είχαν ως αντίκρισμα τα τιτλοποιημένα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης. Ένας από τους λόγους αυτής της «λανθασμένης» βαθμολόγησης είναι ο ηθικός κίνδυνος (moral hazard), η σχέση εξάρτησης δηλαδή που υπήρχε μεταξύ τους, αφού οι εταιρείες διαβάθμισης πληρώνονται από τις επενδυτικές τράπεζες που είναι ανάδοχοι των ομολόγων. Έτσι, οι επενδυτές παραπλανήθηκαν ως προς τον κίνδυνο των ομολόγων που αγόρασαν. Επιπλέον, για τη διασφάλισή τους, οι θεσμικοί επενδυτές αγόρασαν συμβόλαια προστασίας έναντι του κινδύνου χρεοκοπίας των ομολόγων (Credit Default Swaps). Δυστυχώς, τα περισσότερα συμβόλαια προστασίας είχαν εκδοθεί κύρια από μια ασφαλιστική εταιρεία, την AIG, η οποία δεν ήταν δυνατό να σηκώσει το βάρος μιας εντεταμένης χρεοκοπίας των ομολόγων, οδηγούμενη και εκείνη σε πιστωτικό αδιέξοδο τον Σεπτέμβρη του 2008.

Παρόμοιο πρόβλημα δημιούργησε και το σύστημα αμοιβών στελεχών του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η δομή των (υπερ)αμοιβών των στελεχών έδινε ιδιαίτερη σημασία στη βραχυπρόθεσμη κερδοφορία σε βάρος της μακροπρόθεσμης εταιρικής κερδοφορίας. Επομένως, τα στελέχη ελάμβαναν υπόψη μόνο τους βραχυπρόθεσμους κινδύνους αδιαφορώντας για τις μακροχρόνιες επιπτώσεις τους στην εταιρεία. Αυτό ουσιαστικά έθεσε κίνητρα για αλόγιστη χορήγηση στεγαστικών δανείων, ανεξάρτητα από τον πιστοληπτικό κίνδυνο των δανειοληπτών (NINJA Δάνεια: No-Income, No-Job, No-Assets), καλύπτοντας μάλιστα 100% της αξίας του ακινήτου.

Οι παραπάνω αιτίες βρήκαν γόνιμο έδαφος και στο «απελευθερωμένο» (deregulation) κανονιστικό πλαίσιο. Το 1999, με την κατάργηση του νόμου Glass Steagall, υιοθετήθηκε το δόγμα της αυτορρύθμισης των επενδυτικών τραπεζών. Επιπρόσθετα, υιοθετήθηκε και η μετακίνηση σχετικών δραστηριοτήτων εκτός του ισολογισμού, μειώνοντας την ικανότητα της αγοράς να αποτιμήσει το μέγεθος του κινδύνου. Επιπλέον, η διάσωση του Long-Term Capital Management (LTC) το 1998 δημιούργησε προσδοκίες πως η Κεντρική Τράπεζα δεν θα άφηνε πιστωτικά ιδρύματα να καταρρεύσουν.

Τέλος, το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης των χρηματοπιστωτικών οργανισμών δεν προέβλεπε τον σχεδιασμό συστημάτων αξιολόγησης και παρακολούθησης των εταιρικών κινδύνων (ιδιαίτερα του πιστοληπτικού κινδύνου) από το Διοικητικό Συμβούλιο, με αποτέλεσμα τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη να αναλαμβάνουν υπερβολικούς κινδύνους εν αγνοία του Διοικητικού Συμβουλίου.

Βασιζόμενοι στις παραπάνω εξελίξεις, η διαδρομή της κρίσης μπορεί τώρα, εκ των υστέρων, να απεικονιστεί καθαρά. Σε κάποιο σημείο, η προσφορά ακινήτων ξεπέρασε τη ζήτησή τους, οδηγώντας σε πτώση των τιμών που με τη σειρά της δημιούργησε αρνητική καθαρή θέση στους δανειολήπτες στεγαστικών δανείων. Για παράδειγμα, τον Μάρτιο του 2008 το 11% των κατόχων στεγαστικών δανείων (8,8 εκατομμύρια ιδιοκτήτες) είχαν μηδενική ή αρνητική θέση, έχοντας κίνητρο να παύσουν να αποπληρώνουν το δάνειο, εγκαταλείποντας το ακίνητο στην τράπεζα. Τον Μάιο του 2008 τα ακίνητα στις ΗΠΑ έχασαν 18,4% της αξίας τους σε σχέση με το δεύτερο τρίμηνο του 2006.

Περαιτέρω, η αύξηση των επιτοκίων (Adjustable Mortgage Rates – AMR) μετά την αρχική περίοδο χάριτος χαμηλών επιτοκίων δυσχέραινε τη διατήρηση του ακινήτου στα χέρια του αρχικού επενδυτή, οδηγώντας σε μαζικές πωλήσεις σε χαμηλές τιμές. Το αποτέλεσμα ήταν οι κάτοχοι των τιτλοποιημένων δανείων να μην εισπράξουν τις ταμειακές ροές που ανέμεναν (τόκους και κεφάλαιο) με αποτέλεσμα τα εταιρικά ομόλογα (MBS) που είχαν χρηματοδοτήσει τα τιτλοποιημένα δάνεια να υποστούν σημαντική μείωση της βαθμολογίας τους, σημαντική αύξηση των απαιτούμενων επιτοκίων τους και υποτίμηση της αξίας τους, πράγμα που οδήγησε στην κατάρρευση των διαμεσολαβητικών οργανισμών.[3]

Το σημαντικότερο όμως αποτέλεσμα αυτής της διαδικασίας ήταν η άρση της εμπιστοσύνης μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών στη διατραπεζική αγορά που οδήγησε στο «κλείσιμο της στρόφιγγας» των πιστώσεων και επομένως στην κρίση ρευστότητας, με όλες τις επακόλουθες αρνητικές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία των διαφόρων χωρών.

5. Απαραίτητες αλλαγές για την ενίσχυση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης

Με βάση τα παραπάνω αίτια, οι κάτωθι προτάσεις μπορούν να αντιμετωπίσουν τα σύγχρονα προβλήματα και να αποκαταστήσουν την απαραίτητη εμπιστοσύνη στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα:

- Οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να τροποποιηθούν και να μεταφέρουν τον έλεγχο του εταιρικού κινδύνου (κυρίως default risk) σε επιτροπή του Διοικητικού Συμβουλίου, ανεξάρτητη από τον Διευθύνοντα Σύμβουλο (CEO) και τα κορυφαία διευθυντικά στελέχη.
- Η επιτροπή Αμοιβών των Διευθυντικών Στελεχών πρέπει να λαμβάνει υπ' όψη της τους εταιρικούς κινδύνους στον σχεδιασμό και την εφαρμογή συστημάτων και πολιτικών αμοιβών ανώτατων διευθυντικών στελεχών. Συγκεκριμένα, τα σχετικά συστήματα πρέπει να συνδέουν τις αμοιβές των ανώτατων διευθυντικών στελεχών με την κερδοφορία και τον κίνδυνο σε βάθος χρόνου, ανεξάρτητα από την επίδραση των ενεργειών των στελεχών στη βραχυπρόθεσμη κερδοφορία και στους βραχυπρόθεσμους κινδύνους της εταιρείας τους.
- Η αξιολόγηση του ρίσκου των εταιρικών ομολόγων από τις εταιρείες αξιολόγησης πρέπει να γίνεται με ανάθεση από τον Σύμβουλο Έκδοσης σε οργανισμό που εξασφαλίζει αμεροληψία. Για παράδειγμα, οι εταιρείες διαβάθμισης πιστωτικού κινδύνου να εφαρμόζουν κριτήρια, υποδείγματα και μεθοδολογίες που κατ' ελάχιστον ικανοποιούν οδηγίες των εποπτικών αρχών (Κεντρική Τράπεζα, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, κ.λπ.).
- Το ποσοστό συμμετοχής των ανώτατων διευθυντικών στελεχών στο μετοχικό κεφάλαιο των χρηματοπιστωτικών οργανισμών είναι μια χρήσιμη πληροφορία που πρέπει να λαμβάνεται υπ' όψη στην αξιολόγηση του πιστωτικού τους κινδύνου και της διαβάθμισής τους (Saunders, Strock and Travlos, 1990).
- Οι τράπεζες πρέπει να κατατάσσουν τα δάνειά τους σε ποιοτικές ομάδες με βάση τον πιστωτικό κίνδυνο των συγκεκριμένων δανείων, ακολουθώντας συγκεκριμένους κανόνες που καθορίζονται από τις εποπτικές αρχές. Επίσης, οι τράπεζες πρέπει να παρέχουν συντελεστές συσχέτισης ανάμεσα στις διαφορετικές ομάδες δανείων.
- Σε περίπτωση έκδοσης ομολόγων (MBS) προς χρηματοδότηση τιτλοποιημένων δανείων, τα ενημερωτικά φυλλάδια πρέπει να παρέχουν πλήρη πληροφόρηση για τις ομάδες δανείων με τον αντίστοιχο πιστωτικό τους κίνδυνο.

[3] Το σύστημα mark to market επιδείνωσε την κατάσταση λόγω της αναπροσαρμογής (μείωσης) της αξίας των ομολόγων στον ισολογισμό των διαμεσολαβητικών οργανισμών και την επιβάρυνση των αποτελεσμάτων χρήσεώς τους με την αντίστοιχη μείωση.

- Περιορισμός των δραστηριοτήτων εκτός ισολογισμού (US Accounting Standards) ή αναφορά σε υποσημειώσεις του ισολογισμού των κρυφών υποχρεώσεων των χρηματοπιστωτικών οργανισμών (περιλαμβανομένων και μελλοντικών υποχρεώσεων από την ύπαρξη παράγωγων προϊόντων) και των επιπτώσεών τους στα εταιρικά κέρδη.

Οι παραπάνω προτάσεις για να είναι αποτελεσματικές πρέπει να υιοθετηθούν από την παγκόσμια οικονομική κοινότητα, ή τουλάχιστον από ευρύτερες οικονομικές ζώνες. Άρα, απαιτούνται πρωτοβουλίες συνεργασίας σε πολυεθνικό επίπεδο. Πάντως, όσο αποτελεσματικές και να είναι οι παραπάνω προτάσεις, δεν πρέπει να επαναπαυόμαστε πως θα εξαλείψουν και μελλοντικές κρίσεις. Κάθε κρίση αναδεικνύει και νέες πτυχές του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι όποιες προτάσεις/λύσεις εφαρμοστούν αντιμετωπίζουν μεν τα σύγχρονα προβλήματα, αδυνατούν δε να προβλέψουν τα προβλήματα που η ελεύθερη αγορά απρόβλεπτα δημιουργεί.

6. Πρόσφατες αλλαγές

Όπως επισημαίνεται από τον Mulbert (2010), τα θέματα εταιρικής διακυβέρνησης στον χρηματοπιστωτικό κλάδο, με μοναδική εξαίρεση τις αμοιβές διευθυντικών στελεχών, δεν απετέλεσαν αντικείμενο εκτεταμένης συζήτησης τα πρώτα χρόνια της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης [υπάρχουν μερικές εξαιρέσεις, όπως η Τράπεζα της Ιταλίας (Banca d' Italia, 2008) και η UBS (UBS, 2008)]. Είναι μάλιστα αξιοσημείωτο πως αρκετές εκθέσεις που εκδόθηκαν το 2008 και αναφέρονται στα αίτια και τις συνέπειες της χρηματοπιστωτικής κρίσης ούτε καν αναφέρονται στα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης των τραπεζών (Mulbert, 2010). Πρόσφατα όμως υπάρχει έντονη κινητικότητα με πρωτοβουλίες που αναλήφθηκαν από το OECD Steering Group on Corporate Governance (Grant Kirkpatrick, 2009), το G20 στη συνάντηση του Λονδίνου τον Απρίλη του 2009 (G20, 2009), την ΕΕ με την Επιτροπή του Jacques de Larosière (Report of the High-Level Group, 2009), τη Βρετανική Κυβέρνηση (David Walker, 2009) και τη Βρετανική Επιτροπή Χρηματαγοράς και Κεφαλαιαγοράς (Financial Services Authority, 2010).[4] Κοινό χαρακτηριστικό αυτών των πρωτοβουλιών είναι πως οι αδυναμίες των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης των τραπεζών αναδεικνύονται ως τα κύρια αίτια της κρίσης, και πως αναγνωρίζεται η ανάγκη ενίσχυσης των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων, καθορισμού αμοιβών διευθυντικών στελεχών, πρακτικών λειτουργίας του διοικητικού συμβουλίου και άσκησης των δικαιωμάτων των μετόχων. Οι συγκεκριμένες συζητήσεις αντηχούν τις απόψεις που διατυπώνονται στην Έκθεση-Οδηγία της Επιτροπής Βασιλείας (Basel Committee on Banking Supervision, 2006).

6.1 Έκθεση-Οδηγία της Επιτροπής Βασιλείας σχετικά με την Εποπτεία στον Τραπεζικό Κλάδο (Enhancing Corporate Governance for Banking Organizations)

Η σχετική Οδηγία περιλαμβάνει τις κάτωθι οκτώ αρχές:

(1) Τα Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου πρέπει να έχουν τα κατάλληλα προσόντα για τη θέση, να έχουν ξεκάθαρη κατανόηση του ρόλου τους στο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης τραπεζών και να διαθέτουν ορθή κρίση στη διαχείριση των τραπεζικών θεμάτων.

(2) Το ΔΣ πρέπει να εγκρίνει και εποπτεύει τους στρατηγικούς στόχους και εταιρικές αξίες της τράπεζας.

---

[4] Στη βάση των συστάσεων της Επιτροπής de Larosière, η ΕΕ ανέλαβε σοβαρές νομοθετικές πρωτοβουλίες για την ενοποίηση (consolidation) των εποπτικών αρχών των τραπεζών (banking supervision) και των κεφαλαιαγορών (financial supervision), καθώς επίσης και για τη δημιουργία μιας Ευρωπαϊκής Επιτροπής Συστημικού Κινδύνου (European Systemic Risk Board).

(3) Το ΔΣ πρέπει να θεσπίσει και επιβάλει σαφείς γραμμές υπευθυνότητας και λογοδοσίας σε ολόκληρο τον οργανισμό.

(4) Το ΔΣ πρέπει να διασφαλίζει πως τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη ασκούν επαρκή εποπτεία επί των υπολοίπων στελεχών.

(5) Το ΔΣ και τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη πρέπει να χρησιμοποιούν αποτελεσματικά τα πορίσματα των εσωτερικών ελεγκτών, εξωτερικών ελεγκτών και των μηχανισμών εσωτερικού ελέγχου.

(6) Το ΔΣ πρέπει να διασφαλίζει πως οι αμοιβές διευθυντικών στελεχών συνάδουν με την εταιρική κουλτούρα, τους μακροπρόθεσμους εταιρικούς στρατηγικούς στόχους και στρατηγική και το ρυθμιστικό περιβάλλον.

(7) Η τράπεζα πρέπει να διοικείται με διαφανή τρόπο.

(8) Το ΔΣ και τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη πρέπει να κατανοούν τη λειτουργική δομή της τράπεζας.

Βασικό στοιχείο των παραπάνω αρχών είναι πως οι τράπεζες έχουν βασική υποχρέωση να προστατεύουν όχι μόνο τα συμφέροντα των μετόχων τους, αλλά και των καταθετών.

6.2 Επιτροπή Βασιλείας III

Οι είκοσι επτά (27) χώρες μέλη της Επιτροπής Βασιλείας για την Εποπτεία των Τραπεζικών Οργανισμών συμφώνησαν την Κυριακή 12 Σεπτεμβρίου 2010 να αυξήσουν το ποσοστό κεφαλαιακής επάρκειας του βασικού κεφαλαίου τύπου 1 (core tier 1 capital) από 2% σε 7% μέχρι το έτος 2019. Ο υπερτριπλασιασμός του δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών ενισχύει την κεφαλαιακή τους δομή και αναμένεται, από τις εποπτικές αρχές και εμπειρογνώμονες του τραπεζικού κλάδου, να αποτρέψει μελλοντική επανάληψη της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης χωρίς να θέτει σε κίνδυνο την αναθέρμανση της διεθνούς οικονομίας (Masters, Hughes and Tait, 2010).

7. Συμπεράσματα

Υπό την πίεση της κατάρρευσης σημαντικών επιχειρηματικών ομίλων σε Ευρώπη και ΗΠΑ τα τελευταία τριάντα χρόνια, έχει αναπτυχθεί εκτεταμένη συζήτηση ανάμεσα σε ακαδημαϊκούς, εποπτικούς και πολιτικούς κύκλους για την αποτελεσματικότητα των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης των εισηγμένων εταιρειών σε χρηματιστήρια. Η σχετική συζήτηση είναι εντονότερη, πρόσφατα, υπό το φως της σοβαρής χρηματοπιστωτικής κρίσης που από το 2008 μαστίζει την παγκόσμια οικονομία. Λόγω της ιδιαιτερότητας των τραπεζών και των άλλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, απαιτείται ριζική αναδιάρθρωση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης αυτών των επιχειρηματικών μονάδων. Οι απαραίτητες αλλαγές αγγίζουν τα συστήματα αμοιβών των διευθυντικών στελεχών, τη διαχείριση κινδύνου (κυρίως πιστωτικού), την προστασία των πιστωτών (κυρίως των καταθετών), το ποσοστό δανειοδότησης των τραπεζών, τη δυνατότητα δραστηριοτήτων εκτός ισολογισμού, τον τρόπο λειτουργίας των εταιρειών αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου και τον τρόπο προσέλκυσης και αξιολόγησης μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.

Οι σχετικές πρωτοβουλίες βρίσκονται στη σωστή κατεύθυνση και αναμένονται να ισχυροποιήσουν τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης των τραπεζών. Βεβαίως, είναι υπερβολικό να αναμένει κάποιος πως όλα τα προβλήματα θα αντιμετωπιστούν και πως θα θωρακιστεί τέλεια το τραπεζικό σύστημα. Η παγκόσμια ιστορία των κρίσεων μας διδάσκει πως οι αγορές κινούνται γρηγορότερα από τις ρυθμιστικές, εποπτικές και νομοθετικές αρχές και πως οι κρίσεις δεν προβλέπονται. Αντιθέτως, εκ των υστέρων θεραπεύονται μέχρι το ξέσπασμα μιας νέας κρίσης, ελπίζοντας όμως, μετά την πάροδο πολλών δεκαετιών.

Βιβλιογραφία

Ελληνόγλωσση

Καμπόλης Χ. και Τραυλός, Ν. Γ. (2010), «Τα αίτια της πρόσφατης Παγκόσμιας Χρηματοπιστωτικής Κρίσης», www.alba.edu.gr/faculty/documents/cabolis

Ξενόγλωσση

Adams, R. and Mehran, H. (2003), "Is Corporate Governance Different for Bank Holding Companies?" *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, April 2003, pp. 12-142.

Banca d' Italia (2008), "Supervisory Provisions Concerning Banks' Organization and Corporate Governance", www.bancaditalia.it/vigilanza/branche/normativa/disposizioni/provv

Basel Committee on Banking Supervision (2006), "Enhancing Corporate Governance for Banking Organizations", www.bis.org/publ/bcbs122.htm

Berle, A. A. and Means G. C. (1932), "The Modern Corporation and Private Property", New York, MacMillan.

Claessens, S., Djankov, S. and Lang L. (2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics* 58(1-2), pp. 81-112.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. and Lang L. (2002), Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, *Journal of Finance* 57(6), pp. 2741-2771.

Committee on Corporate Governance, 1998, UK.

Dahya, J., McConnell, J. and Travlos, N. G. (2002), "The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover", *The Journal of Finance* 57(1), pp. 461-83.

Financial Services Authority (2010), "Effective Corporate Governance", www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp103.pdf

Friedman, M. and Schwartz, A. (1963), "A Monetary History of the United States, 1867-1960".

G-20 Working Group1, 2009, "Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency". www.internationalepolitik.de/ip/dossiers/g20/enhancing-sound-regulation-and-strengthening-transparency.html

Jensen, M. and W. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency, Costs, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-60.

Kirkpatrick, G. (2009), "The Corporate Governance Lessons for the Financial Crisis". *Financial Market Trends* – ISSN, pp. 1995-2864, OECD.

Laeven, L. and Levine, R. (2007), "Corporate Governance, Regulation, and Bank Risk Taking", Working Paper, Brown University.

Macey, J. R. and O' Hara, M. (2003), "The Corporate Governance of Banks", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, April 2003, pp. 91-107.

Masters, B., Hughes, J. and Tait, N. (2010), "Bankers Fear Race to Surpass Basel III", *Financial Times*, September 12, p. 1.

Milonas, N. (2000), "Similarly Traded Securities: Greek Common vs Preferred Stock", *European Financial Management,* Vol. 6(3), pp. 343-366.

Morck, R., Shleifer, A. and Vishny R. (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis." *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, No. ½, Jan./Mar. pp. 293-315.

Mulbert, P. O. (2010), "Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis-Theory, Evidence, Reforms", European Corporate Governance Institute Law Working Paper, No. 130 (Last Version, April 2010).

OECD. "Principles of Corporate Governance", 2002, Paris, OECD.

OECD. "Principles of Corporate Governance", 2004, Paris, OECD.

Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU, 2009, No. 110, www.ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm#delarosierereport

Report on the Financial Aspects of Corporate Governance (With the Code of Best Practice), 1992, Gee and Co. Ltd., London.

Saunders, A., Strock, E. and Travlos, N. G. (1990), "Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk Taking", *Journal of Finance* 45, pp. 643-54.

Solomon, A. and Solomon, J. (2002), "Empirical Evidence of Long-termism and Shareholder Activism in UK Unit Trusts", *Corporate Governance: An International Review* 7(3), pp. 288-300.

UBS, Investor Release of July 1, 2008, www.ubs.com/1/e/investors/releases?newsId=144611

Walker, D. (2009), "A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities-Final Recommendations", www.hm-treasury.gov.uk/walker_review_information.htm

Yeo, P. (2010), "Causes of the Global Financial Crisis: Learning from the Competing Insights, *International Journal of Disclosure and Governance*, Vol. 7,1, pp. 42-69.

Διεθνής κρίση και λογιστικά πρότυπα

Επέτειναν τα λογιστικά πρότυπα το μέγεθος της κρίσης; Πόσο η κρίση επηρεάζει τα μελλοντικά πρότυπα;

Άνθιμος Θωμόπουλος
ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΔΙΕΥΘΥΝΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Περίληψη

Στο παρόν άρθρο εξετάζουμε εάν τα λογιστικά πρότυπα και ιδιαίτερα η εφαρμογή της εύλογης αξίας επέτειναν την πρόσφατη διεθνή χρηματοοικονομική κρίση. Διαπιστώνουμε ότι η εφαρμογή της εύλογης αξίας δεν επέτεινε την κρίση και ότι αποτελεί το καλύτερο «μέσο» επιμέτρησης και μεταφοράς πληροφοριών χρήσιμων για τη λήψη αποφάσεων από τους επενδυτές.

Ο συγγραφέας θα ήθελε να ευχαριστήσει τους κ. Γεώργιο Αγγελίδη και κ. Δημήτριο Καρύδα για τη συμβολή τους στο άρθρο. Επίσης, θα ήθελε να ευχαριστήσει τον Δρ Γεώργιο Παπαναστασόπουλο (discussant) για τα σχόλια και τις παρατηρήσεις του.

1. Εισαγωγή

Η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση οδήγησε σε μια εκτενή συζήτηση για το εάν και κατά πόσο τα λογιστικά πρότυπα, γενικότερα, και η εφαρμογή της εύλογης αξίας από τις τράπεζες, ειδικότερα, διαδραμάτισαν κάποιον ρόλο στη διαμόρφωση της κρίσης. Οι υποστηρικτές της εύλογης αξίας ισχυρίζονται ότι όχι μόνο δεν επέτεινε την κρίση αλλά η εφαρμογή της παρείχε στους επενδυτές αξιόπιστη πληροφόρηση και διαφάνεια σε μια περίοδο μεγάλης αβεβαιότητας στις χρηματαγορές. Αντίθετα, οι πολέμιοι της εύλογης αξίας ισχυρίζονται ότι η εφαρμογή της κατά τη διάρκεια της κρίσης οδήγησε τις τράπεζες και άλλες εταιρείες του χρηματοοικονομικού κλάδου, όπως ασφαλιστικές εταιρείες, να παρουσιάσουν στοιχεία του ενεργητικού τους, ιδιαιτέρως τα σύνθετα και δομημένα προϊόντα του χαρτοφυλακίου τους, σε αποτιμήσεις πολύ χαμηλότερες από τις θεμελιώδεις, ως απόρροια της περιορισμένης ρευστότητας που επικρατούσε στις αγορές την περίοδο εκείνη, με αρνητικό αντίκτυπο στην καθαρή θέση και κεφαλαιακή τους επάρκεια, καθώς και στην ικανότητά τους να δανείζουν, επιτείνοντας με αυτόν τον τρόπο την κρίση.

Ο σκοπός αυτού του άρθρου είναι να παρουσιάσει και να αναλύσει τα επιχειρήματα για το εάν τα λογιστικά πρότυπα και συγκεκριμένα η χρήση της εύλογης αξίας συνέβαλαν στη διαμόρφωση της χρηματοοικονομικής κρίσης. Το άρθρο αναπτύσσεται σε τέσσερις θεματικές ενότητες. Στην πρώτη ενότητα παρουσιάζουμε πώς ξεκίνησε και διαμορφώθηκε η κρίση. Στη δεύτερη ενότητα αναλύεται πώς εφαρμόζεται η εύλογη αξία στη λογιστική. Στην τρίτη παραθέτουμε και αναλύουμε τα επιχειρήματα σχετικά με τον ρόλο των λογιστικών προτύπων στη διαμόρφωση της χρηματοοικονομικής κρίσης, με έμφαση στην εφαρμογή της εύλογης αξίας στις τράπεζες. Στην τελευταία ενότητα αναλύουμε πόσο επηρεάστηκαν τα λογιστικά πρότυπα κατά την κρίση και πόσο θα επηρεαστούν μελλοντικά. Το άρθρο καταλήγει με την παράθεση των συμπερασμάτων που εξάγονται από την ανάλυση στις παραπάνω θεματικές ενότητες.

2. Η απαρχή και εξέλιξη της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης

Πριν το ξέσπασμα της κρίσης, η παγκόσμια οικονομία διένυσε μια μακρά περίοδο ανάπτυξης και σταθερότητας η οποία χαρακτηρίστηκε από χαμηλό πληθωρισμό και χαμηλά βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, οι ανεπτυγμένες οικονομίες έγιναν αποδέκτες σημαντικών κεφαλαίων, είτε με τη μορφή καταθέσεων είτε με τη μορφή επενδύσεων, από αναδυόμενες και πετρελαιοπαραγωγούς χώρες, οι οποίες αναζητούσαν κερδοφόρες και ασφαλείς επενδυτικές ευκαιρίες στο εξωτερικό. Η πληθώρα των νέων αυτών κεφαλαίων δημιούργησε την ανάγκη επένδυσής τους και οδήγησε τις τράπεζες των ανεπτυγμένων οικονομιών σε έναν έντονο ανταγωνισμό προσέλκυσης δανειοληπτών. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα η διαδικασία λήψης δανείου από επιχειρήσεις και ιδιώτες να γίνει πολύ εύκολη και τα επιτόκια των δανείων να υποχωρήσουν σε χαμηλά επίπεδα. Επακόλουθο αυτής της πιστωτικής επέκτασης στις ΗΠΑ ήταν και η σημαντική άνοδος των τιμών των κατοικιών, κυρίως λόγω της μεγάλης αύξησης των στεγαστικών δανείων.

Καθώς η εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό συνεχιζόταν και ο ανταγωνισμός για την προσέλκυση δανειοληπτών εντεινόταν, έκαναν την εμφάνισή τους μια σειρά πρακτικών στον τομέα της στεγαστικής πίστης οι οποίες αποδείχτηκαν εξαιρετικά επιζήμιες αργότερα. Οι τράπεζες χορηγούσαν στεγαστικά δάνεια μεγαλύτερα της αξίας του ακινήτου, δεν αξιολογούσαν επαρκώς την πιστοληπτική ικανότητα των δανειοληπτών, ενώ παρείχαν δάνεια ακόμη και σε πελάτες με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα ή κακό πιστοληπτικό ιστορικό (subprime mortgages). Οι διαρκώς αυξανόμενες τιμές των κατοικιών και η ευκολία δανεισμού σε συνδυασμό με τα χαμηλά επιτόκια είχαν οδηγήσει όλους να πιστέψουν ότι οι τιμές των κατοικιών θα συνέχιζαν την ανοδική τους πορεία και ότι η επάρκεια δανειακών κεφαλαίων ήταν ανεξάντλητη.

Τα κεφάλαια που εισέρευσαν στις ΗΠΑ και δεν τοποθετήθηκαν ως τραπεζικές καταθέσεις επενδύθηκαν κυρίως σε ομόλογα του Αμερικανικού Δημοσίου, αυξάνοντας τις τιμές τους και μειώνοντας ταυτοχρόνως τις αποδόσεις τους, καθιστώντας τα έτσι λιγότερο ελκυστικά ως επενδυτικές επιλογές. Η διαρκώς όμως αυξανόμενη ζήτηση για επενδύσεις χαμηλού κινδύνου και υψηλών αποδόσεων έδωσε το κίνητρο στις τράπεζες να σχεδιάσουν σύνθετα προϊόντα όπως Mortgage Backed Securities (MBS) και Collateralised Debt/Loan Obligations (CDOs/CLOs), τα οποία ήταν συνήθως τιτλοποιήσεις δανειακών απαιτήσεων.

Η διαδικασία της τιτλοποίησης επέτρεπε στις τράπεζες να φέρουν μαζί στο ίδιο προϊόν στεγαστικά δάνεια μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας (subprime loans) με εισπρακτέα υπόλοιπα πιστωτικών καρτών, καθώς και άλλων δανείων, να τα κατανείμουν σε ξεχωριστά «πακέτα» με διαφορετική πιστοληπτική αξιολόγηση το κάθε ένα και να τα διαθέσουν στους επενδυτές. Η ανώτερη πιστοληπτική αξιολόγηση που λάμβαναν αυτά τα προϊόντα ήταν AAA, η οποία είναι ίδια με την αξιολόγηση που λαμβάνει το χρέος των ισχυρότερων εταιρειών και εθνικών οικονομιών παγκοσμίως, δίνοντας την εντύπωση στους επενδυτές ότι πρόκειται για επενδύσεις χαμηλού κινδύνου. Όπως αποδείχτηκε εκ των υστέρων, τα προϊόντα αυτά ήταν ιδιαίτερα περίπλοκα και εμπεριείχαν κινδύνους που δεν είχαν εκτιμηθεί σωστά τόσο από τις τράπεζες όσο και από τους επενδυτές, αλλά και τους οίκους αξιολόγησης.

Στις αρχές του 2007 έκαναν την εμφάνισή τους τα πρώτα προβλήματα των στεγαστικών δανείων μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας και οι τιμές των κατοικιών άρχισαν να εμφανίζουν πτώση σε ορισμένες πολιτείες της Αμερικής. Οι καθυστερήσεις, καθώς και οι αδυναμίες πληρωμής των δανείων αυξήθηκαν σε σύντομο χρονικό διάστημα και η πτώση των τιμών των κατοικιών εντάθηκε. Οι επενδυτές προσπάθησαν να μειώσουν την έκθεσή τους σε σύνθετα και τιτλοποιημένα προϊόντα με έκθεση σε στεγαστικά δάνεια, ενώ το αγοραστικό ενδιαφέρον εξανεμίστηκε με αποτέλεσμα ελάχιστες αγοραπωλησίες σε τιμές πολύ χαμηλότερες των τιμών πριν από το ξέσπασμα της κρίσης. Οι οίκοι αξιολόγησης υποβάθμισαν πολλά από αυτά τα προϊόντα κατά τέσσερις βαθμίδες από AAA σε A+, καθώς προέβησαν σε επανεξετάσεις των αρχικών τους αξιολογήσεων. Οι τράπεζες οι οποίες είχαν επενδύσει σε αυτά τα προϊόντα κατέγραψαν σημαντικές ζημίες οι οποίες αναγνωρίστηκαν αμέσως στους ισολογισμούς τους, καθώς η εύλογη αξία απαιτεί τη χρήση τιμών αγοράς για την επιμέτρηση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Η πτώση των τιμών και οι υποβαθμίσεις των αξιολογήσεων οδήγησαν πολλές τράπεζες να προβούν σε πωλήσεις χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, έτσι ώστε να μειώσουν τη μόχλευση και τον κίνδυνο στους ισολογισμούς τους πιέζοντας τις τιμές τους ακόμη χαμηλότερα. Το αποτέλεσμα ήταν η περαιτέρω μείωση της αποτίμησης του ενεργητικού και των ιδίων κεφαλαίων τους, αναγκάζοντάς τες να αναζητήσουν νέα κεφάλαια από τις αγορές. Αυτό οδήγησε πολλούς τραπεζίτες αλλά και πολιτικούς, κυρίως στις ΗΠΑ, να κατηγορήσουν τα λογιστικά πρότυπα και κυρίως την εφαρμογή της εύλογης αξίας ότι συνέτειναν αποφασιστικά στην προ-κυκλική μείωση της αξίας των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και κατά επέκταση των ισολογισμών τους, συμβάλλοντας στην κάθετη πτώση των τιμών των τραπεζικών μετοχών εκείνη την περίοδο και επιτείνοντας τη χρηματοοικονομική κρίση.

Η κρίση έφθασε στο αποκορύφωμά της τον Σεπτέμβριο του 2008 όταν κατέρρευσε η επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers, δύο ακόμη αμερικανικές επενδυτικές τράπεζες, η Bear Sterns και η Merrill Lynch, έφθασαν στα όρια της χρεοκοπίας και διασώθηκαν την τελευταία στιγμή μέσω εξαγοράς από τη JP Morgan και τη Bank of America, αντίστοιχα, ενώ ο ασφαλιστικός κολοσσός AIG διασώθηκε χάρη στην παρέμβαση της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ. Όμως και στην Ευρώπη είχαμε «παραλίγο» χρεοκοπίες, όπως για παράδειγμα η Royal Bank of Scotland και η HBOS στη Μεγάλη Βρετανία.

Οι χρεοκοπίες αυτές οδήγησαν σε μια κρίση εμπιστοσύνης μεταξύ των τραπεζών με αποτέλεσμα να σταματήσει ο δανεισμός στη διατραπεζική αγορά, ενώ η αβεβαιότητα για την πραγματική οικονομία μείωσε κατακόρυφα τον δανεισμό προς τις επιχειρήσεις. Οι τιμές των μετοχών όλων των κλάδων και κυρίως του τραπεζικού κατέγραψαν σημαντικότατη πτώση, ενώ η παγκόσμια οικονομία εισήλθε σε βαθιά ύφεση με πρωτόγνωρα γρήγορους ρυθμούς.

3. Η εφαρμογή της εύλογης αξίας (fair value) και ο αντίκτυπός της στις οικονομικές καταστάσεις

Οι εταιρείες που οι μετοχές τους είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο σε χώρα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, καθώς και επιχειρήσεις δημόσιου ενδιαφέροντος, όπως είναι οι τράπεζες, είναι υποχρεωμένες να δημοσιεύουν οικονομικές καταστάσεις βάσει των ΔΠΧΑ[1]. Αντίστοιχα, οι εταιρείες που οι μετοχές τους είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο των ΗΠΑ είναι υποχρεωμένες να δημοσιεύουν οικονομικές καταστάσεις βάσει των Αμερικανικών Λογιστικών Προτύπων (US GAAP). Σταδιακά, ολοένα και περισσότερες χώρες εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης υιοθετούν, είτε προαιρετικά είτε υποχρεωτικά, τα ΔΠΧΑ, όπως η Ιαπωνία, η Ρωσία, η Βραζιλία, ο Καναδάς, η Κίνα, η Τουρκία κ.ά. Επίσης, επιτρέπεται η χρήση των ΔΠΧΑ για εταιρείες εισηγμένες σε χρηματιστήριο των ΗΠΑ με έδρα εκτός ΗΠΑ, ενώ είναι σε εξέλιξη η διαδικασία σύγκλισης των ΔΠΧΑ με τα US GAAP, σύμφωνα με σχετικό μνημόνιο που έχει συμφωνηθεί μεταξύ του IASB και του FASB (του αντίστοιχου Σώματος για τα Αμερικανικά Λογιστικά Πρότυπα).

Τόσο τα ΔΠΧΑ όσο και τα US GAAP απαιτούν ή επιτρέπουν, μεταξύ άλλων, τη χρήση της εύλογης αξίας για την επιμέτρηση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων. Καθώς τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις αποτελούν το σημαντικότερο μέρος του ενεργητικού και του παθητικού των τραπεζικών οργανισμών, η χρήση της εύλογης αξίας έχει άμεσο αντίκτυπο στην κατάρτιση των οικονομικών τους καταστάσεων.

3.1 Τι είναι οι οικονομικές καταστάσεις και ποιος είναι ο σκοπός τους;

Το ΔΛΠ 1 αναφέρει:

«Οι οικονομικές καταστάσεις είναι μια δομημένη απεικόνιση της οικονομικής θέσης και επίδοσης μιας οικονομικής οντότητας. Επιδίωξη των [...] οικονομικών καταστάσεων είναι να παρέχουν πληροφορίες σχετικά με την οικονομική θέση, την επίδοση και τις ταμειακές ροές της οικονομικής οντότητας, που είναι χρήσιμες για τις οικονομικές αποφάσεις ενός ευρέος κύκλου χρηστών. Οι οικονομικές καταστάσεις παρουσιάζουν επίσης τα αποτελέσματα της διαχείρισης, από τη διοίκηση, των πόρων που της εμπιστεύθηκαν. Για να επιτύχουν αυτό τον σκοπό, οι οικονομικές καταστάσεις παρέχουν πληροφορίες σχετικές με τα ακόλουθα στοιχεία της οικονομικής οντότητας:

(α) τα περιουσιακά στοιχεία,
(β) τις υποχρεώσεις,
(γ) τα ίδια κεφάλαια,
(δ) τα έσοδα και τις δαπάνες, συμπεριλαμβανομένων των κερδών και ζημιών,
(ε) άλλες μεταβολές των ιδίων κεφαλαίων, και
(στ) τις ταμειακές ροές.

Αυτές οι πληροφορίες, παράλληλα με άλλες πληροφορίες στις σημειώσεις, *βοηθούν τους χρήστες να προεκτιμήσουν τις μελλοντικές ταμειακές ροές της οικονομικής οντότητας και ειδικότερα τον χρόνο και τη βεβαιότητα αυτών.*»[2]

Επίσης, η Εισαγωγή των ΔΠΧΑ αναφέρει τα εξής:

«Οι οικονομικές καταστάσεις [...] απευθύνονται στις κοινές ανάγκες πληροφόρησης ενός ευρέος κύκλου χρηστών, για παράδειγμα κατόχους μετοχών, πιστωτές, εργαζομένους και το κοινό γενικότερα. *Επιδίωξη των*

[1] Για την ακρίβεια είναι υποχρεωμένες να δημοσιεύουν οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με τα ΔΠΧΑ, όπως αυτά έχουν υιοθετηθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, τα οποία μπορεί να διαφέρουν από τα ΔΠΧΑ όπως έχουν εκδοθεί από το IASB σε περίπτωση που η Επιτροπή τροποποιήσει κάποιο Πρότυπο (π.χ. ΔΛΠ 39) ή καθυστερήσει να υιοθετήσει κάποιο Πρότυπο (π.χ. ΔΠΧΑ 9).

[2] ΔΛΠ 1, παρ. 7.

οικονομικών καταστάσεων είναι να παρέχουν πληροφορίες σχετικά με την οικονομική θέση, την επίδοση και τις ταμειακές ροές μιας οντότητας, που χρησιμεύουν για τις οικονομικές αποφάσεις των χρηστών εκείνων.»[3]

3.2 Πώς η χρήση της εύλογης αξίας συνεισφέρει στην εκπλήρωση του σκοπού των οικονομικών καταστάσεων;

Τα ίδια τα ΔΠΧΑ ορίζουν τη χρήση τους:

> «Τα ΔΠΧΑ θέτουν τις απαιτήσεις αναγνώρισης, επιμέτρησης, παρουσίασης και γνωστοποίησης των ουσιαστικών συναλλαγών και γεγονότων στις [...] οικονομικές καταστάσεις.»[4]

Τα ΔΠΧΑ απαιτούν ή επιτρέπουν τη χρήση της εύλογης αξίας σε διάφορες περιπτώσεις. Εδώ θα εστιάσουμε στον ορισμό και την εφαρμογή της εύλογης αξίας σχετικά με τα χρηματοοικονομικά μέσα, καθώς και στον αντίκτυπο που έχει στις οικονομικές καταστάσεις. Η ανάλυση βασίζεται στα ΔΠΧΑ, ενώ στο Παράρτημα παρουσιάζεται μια συνοπτική συγκριτική ανάλυση μεταξύ των ΔΠΧΑ και των US GAAP.

Πώς, λοιπόν, η χρήση της εύλογης αξίας για την επιμέτρηση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων ή ως επιπλέον πληροφορία συνεισφέρει στην εκπλήρωση του σκοπού των οικονομικών καταστάσεων; Δηλαδή, πώς βοηθά στην εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών και στην παροχή πληροφοριών που χρησιμεύουν για τη λήψη οικονομικών αποφάσεων;

3.3 Πώς χρησιμοποιείται η εύλογη αξία;

Ένα χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο ή υποχρέωση καταχωρείται αρχικά στην εύλογη αξία (σε κάποιες περιπτώσεις περιλαμβάνονται και τυχόν έξοδα συναλλαγής). Γενικά, η αρχική εύλογη αξία μπορεί να προσδιοριστεί σχετικά εύκολα και αξιόπιστα, αφού συνήθως είναι η τιμή της συναλλαγής (δε θα επεκταθούμε εδώ σε περιπτώσεις που αυτός ο κανόνας μπορεί να μην ισχύει).

Σύμφωνα με τα Πρότυπα, μετά την αρχική αναγνώριση, η επιμέτρηση γίνεται είτε στην εύλογη αξία είτε στο αποσβεσμένο κόστος, ανάλογα με τα χαρακτηριστικά του και την πρόθεση της οντότητας που το κατέχει.

Η εύλογη αξία χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων ορίζεται στο ΔΛΠ 39 ως το ποσό με το οποίο ένα περιουσιακό στοιχείο θα μπορούσε να ανταλλαγεί ή μια υποχρέωση να διακανονισθεί μεταξύ δύο μερών που ενεργούν με τη θέλησή τους και με πλήρη γνώση των συνθηκών της αγοράς, στο πλαίσιο μιας συναλλαγής που διεξάγεται σε καθαρά εμπορική βάση[5]. Συνεπώς, η εύλογη αξία λαμβάνει υπόψη τις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς, καθώς και εκτιμήσεις για τις μελλοντικές εξελίξεις. Αντίθετα, το αποσβεσμένο κόστος βασίζεται στο ιστορικό κόστος.

Τα Διαγράμματα που ακολουθούν συνοψίζουν τις βασικές αρχές του μοντέλου επιμέτρησης του ΔΛΠ 39, παρουσιάζοντας τις κατηγορίες του ΔΛΠ 39, τη μέθοδο επιμέτρησης και τον τρόπο αναγνώρισης κερδών ή ζημιών για κάθε μία κατηγορία, και πώς χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις ταξινομούνται σε κάθε μία κατηγορία[6].

---

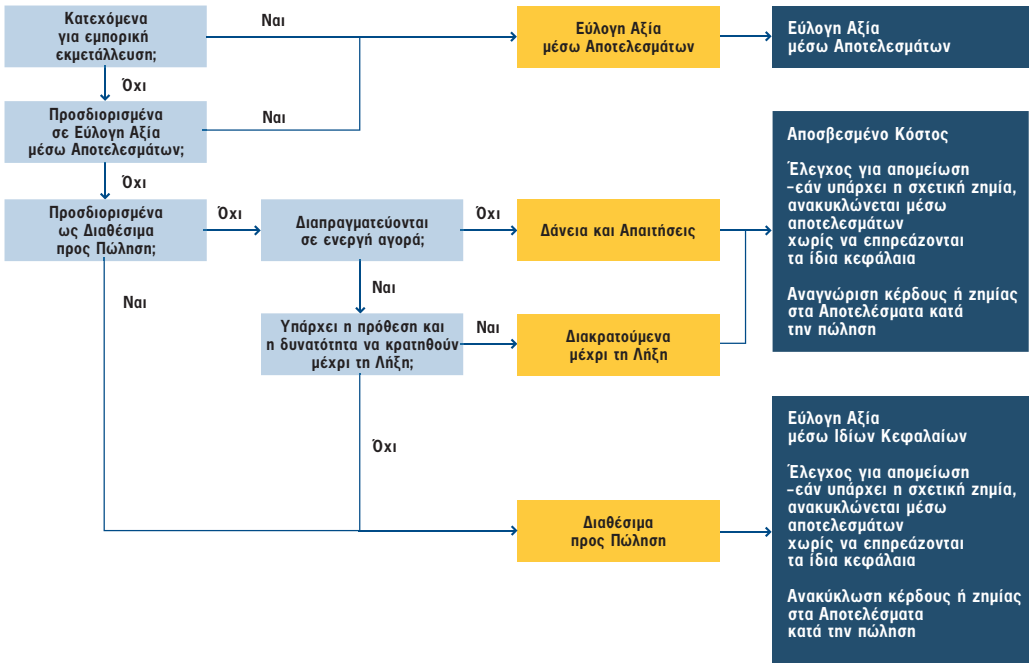
[3] Εισαγωγή των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Αναφοράς, παρ. 10.

[4] Εισαγωγή των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Αναφοράς, παρ. 8.

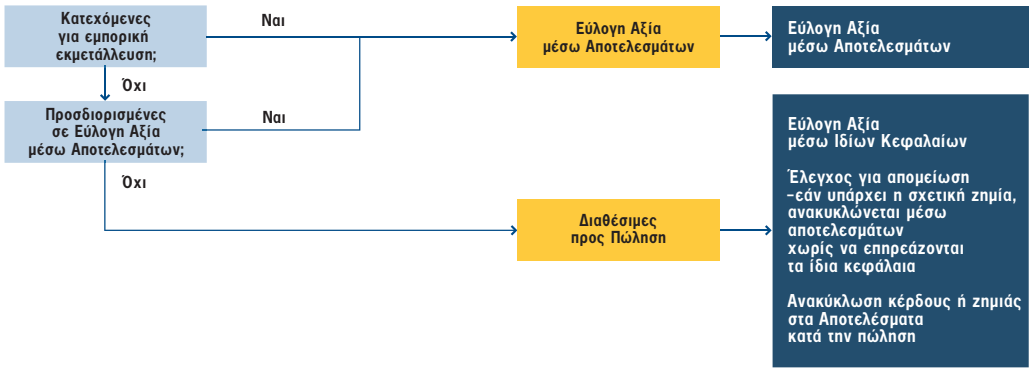
[5] ΔΛΠ 39, παρ. 9.

[6] Στα Διαγράμματα δεν εξετάζονται η ύπαρξη ενσωματωμένων παραγώγων, λογιστικής αντιστάθμισης, επενδύσεις σε μετοχές που δεν είναι εισηγμένες και καταχωρούνται στο κόστος, υποχρεώσεις που προκύπτουν από τη μερική διαγραφή ενός χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου που έχει μεταβιβαστεί, συμβόλαια χρηματοοικονομικής εγγύησης και δεσμεύσεις παροχής δανείου με επιτόκια χαμηλότερα εκείνων της αγοράς.

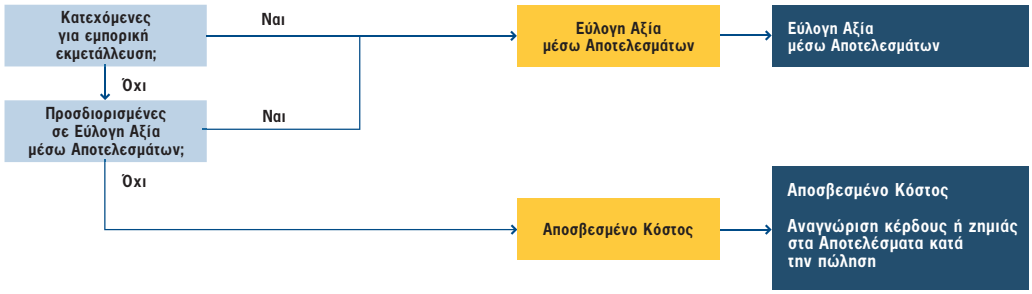
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 Δάνεια και Ομόλογα



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 Μετοχές



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 Χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις



3.4 Αντίκτυπος στις οικονομικές καταστάσεις από την εφαρμογή της εύλογης αξίας

Η επίδραση της χρήσης της εύλογης αξίας στις οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης εξαρτάται από το επιχειρηματικό της μοντέλο. Τράπεζες με κύρια ασχολία τη χορήγηση δανείων θα έχουν μικρότερο μέρος του ενεργητικού τους σε εύλογη αξία σε σχέση με επενδυτικές τράπεζες που επενδύουν κυρίως σε μετοχές, ομόλογα ή/και άλλα δομημένα και σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Το μερίδιο των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων που αποτιμώνται στον ισολογισμό στην εύλογη αξία, αν και σημαντικό, αποτελεί τη μειοψηφία. Όπως αποδεικνύει η εξέταση των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων των αμερικανικών τραπεζών, τα στοιχεία του ενεργητικού τα οποία αποτιμούνταν με βάση την εύλογη αξία πριν αλλά και κατά τη διάρκεια της κρίσης ήταν η μειοψηφία. Οι Laux και Leuz (2010) αναφέρουν ότι, κατά την περίοδο 2004 με 2006, περίπου το 50% των στοιχείων του ενεργητικού των αμερικανικών τραπεζών ήταν δάνεια, τα οποία δεν αποτιμώνται στην εύλογη αξία. Επίσης, η Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, σε έκθεσή της (SEC, 2008b), διαπιστώνει ότι, κατά το τέλος του πρώτου τριμήνου του 2008, η εύλογη αξία χρησιμοποιήθηκε από τις αμερικανικές τράπεζες για τη μέτρηση της μειοψηφίας των στοιχείων του ενεργητικού τους (45%).

Όπως γίνεται αντιληπτό, η εφαρμογή της εύλογης αξίας παρέχει στους επενδυτές πιο έγκαιρες και σχετικές πληροφορίες σε σχέση με άλλες μεθοδολογίες, όπως το αποσβεσμένο κόστος, μέσω της χρήσης χρηματιστηριακών τιμών οι οποίες αποτυπώνουν τις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς αυξάνοντας τη διαφάνεια των οικονομικών καταστάσεων. Εκτός όμως από την καλύτερη πληροφόρηση, η εφαρμογή της εύλογης αξίας δημιουργεί και μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις οικονομικές καταστάσεις, καθώς τα κέρδη ή οι ζημίες των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων αναγνωρίζονται άμεσα στα αποτελέσματα ή στα ίδια κεφάλαια. Επίσης, η ποιότητα των πληροφοριών που παρέχει η χρήση των χρηματιστηριακών τους τιμών εξαρτάται από την αποτελεσματική λειτουργία των αγορών.

3.5 Πόσο εύλογη είναι η εύλογη αξία;

Κατά τον προσδιορισμό της εύλογης αξίας ενός χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου ή μιας χρηματοοικονομικής υποχρέωσης, οι χρηματιστηριακές τιμές σε μια ενεργό αγορά είναι ο καλύτερος τρόπος προσδιορισμού της εύλογης αξίας. Αν, όμως, η αγορά για ένα χρηματοοικονομικό στοιχείο ή υποχρέωση δεν είναι ενεργός, ο καθορισμός της εύλογης αξίας γίνεται χρησιμοποιώντας μια τεχνική αποτίμησης.

Οι τεχνικές αποτίμησης περιλαμβάνουν:

(α) τη χρήση πρόσφατων συναλλαγών σε καθαρά εμπορική βάση μεταξύ δύο μερών που ενεργούν με τη θέλησή τους και με πλήρη γνώση των συνθηκών της αγοράς και, εάν υπάρχει, την αναφορά στην τρέχουσα εύλογη αξία ενός πανομοιότυπου μέσου,

(β) την ανάλυση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, και

(γ) μοντέλα αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης.

Το ΔΛΠ 39 δίνει έμφαση στο γεγονός ότι η επιλεγμένη τεχνική αποτίμησης θα πρέπει να χρησιμοποιεί στο έπακρο δεδομένα της αγοράς και να εξαρτάται όσο το δυνατό λιγότερο από δεδομένα που αφορούν ειδικά την οικονομική οντότητα. Επίσης, πρέπει να ενσωματώνει όλους τους παράγοντες που οι συμμετέχοντες στην αγορά θα λάμβαναν υπόψη για τον καθορισμό μιας τιμής και να ακολουθεί τις γενικά αποδεκτές οικονομικές μεθόδους για την τιμολόγηση χρηματοοικονομικών μέσων.

Επίσης, το FASB είχε εκδώσει από το 2006 αναλυτικές οδηγίες για τον υπολογισμό της εύλογης αξίας (SFAS 157). Τέλος, το 2008, το IASB εξέδωσε οδηγίες για την αποτίμηση σε μη ενεργές αγορές σε αντιστοιχία με τις οδηγίες που εξέδωσε το FASB.

4. Επέτειναν το μέγεθος της κρίσης τα λογιστικά πρότυπα;

Επειδή οι τράπεζες βρέθηκαν στο επίκεντρο της πρόσφατης κρίσης, η ανάλυσή μας εστιάζει στον αντίκτυπο των λογιστικών προτύπων στις οικονομικές τους καταστάσεις. Από τα λογιστικά πρότυπα που έχουν αντίκτυπο στις οικονομικές καταστάσεις των τραπεζών, ασκήθηκε ιδιαίτερα έντονη κριτική στην εφαρμογή της εύλογης αξίας, η οποία, κατά πολλούς τραπεζίτες αλλά και ακαδημαϊκούς, θεωρήθηκε ότι επέτεινε το μέγεθος της κρίσης. Κατά συνέπεια, το παρόν άρθρο εξετάζει τα επιχειρήματα υπέρ και κατά της εφαρμογής της εύλογης αξίας, καθώς και αν διαδραμάτισε κάποιον ρόλο στην εξέλιξη της πρόσφατης κρίσης.

Οι κύριοι ισχυρισμοί κατά της εφαρμογής της εύλογης αξίας για την κατάρτιση οικονομικών καταστάσεων είναι οι κάτωθι:

(i) δεν είναι το καλύτερο «μέσο» επιμέτρησης και μεταφοράς πληροφοριών χρήσιμων για τη λήψη αποφάσεων από τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων, κυρίως σε περιόδους κρίσης,

(ii) εισάγει μεταβλητότητα στις οικονομικές καταστάσεις,

(iii) εντείνει την προ-κυκλικότητα, συμβάλλοντας σε υπερβολική μόχλευση σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης και σε υπερβολικές διαγραφές και απομειώσεις σε περιόδους οικονομικής ύφεσης, και

(iv) σε περιόδους μειωμένης ή έλλειψης ρευστότητας στην αγορά, παρέχει πληροφορίες οι οποίες δεν αποτυπώνουν σωστά τα θεμελιώδη μεγέθη.

Η εύλογη αξία δεν είναι το καλύτερο «μέσο» επιμέτρησης και μεταφοράς πληροφοριών χρήσιμων για τη λήψη αποφάσεων από τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων, κυρίως σε περιόδους κρίσης

Η βασιμότητα αυτού του ισχυρισμού μπορεί να ερευνηθεί ανατρέχοντας στην ακαδημαϊκή έρευνα η οποία έχει εξετάσει εάν οι πληροφορίες που παρέχει η εύλογη αξία λαμβάνονται υπόψη από τους επενδυτές στις αποφάσεις τους για αποτιμήσεις τραπεζικών μετοχών και αν είναι αρκετά αξιόπιστες, ώστε να ενσωματώνονται στις τιμές τους. Η Barth (1994) συμπεραίνει ότι πληροφορίες για την εύλογη αξία των τραπεζικών επενδυτικών χαρτοφυλακίων εξηγούν τις αποδόσεις των τραπεζικών μετοχών καλύτερα από τις αντίστοιχες πληροφορίες που παρέχει η λογιστική μέθοδος του ιστορικού κόστους. Οι Bernard, Merton and Palepu (1995) συμπεραίνουν ότι οι τιμές των τραπεζικών μετοχών σχετίζονται καλύτερα με τη λογιστική αξία της καθαρής θέσης, όταν εφαρμόζεται η εύλογη αξία, παρά όταν εφαρμόζεται η αρχή του ιστορικού κόστους. Οι Eccher, Ramesh and Thiagarajan (1996) συμπεραίνουν ότι οι πληροφορίες για την εύλογη αξία που περιλαμβάνονται στις σημειώσεις επί των οικονομικών καταστάσεων αυξάνουν τον βαθμό εξήγησης των αποδόσεων των τραπεζικών μετοχών σε μεγαλύτερο βαθμό από τις πληροφορίες που παρέχει η εφαρμογή του ιστορικού κόστους. Ο Nelson (1996) συμπεραίνει ότι οι πληροφορίες για την εύλογη αξία των επενδυτικών χαρτοφυλακίων που περιλαμβάνονται στις σημειώσεις επί των οικονομικών καταστάσεων προσφέρουν επιπλέον στην εξήγηση των αποδόσεων των τραπεζικών μετοχών σε σχέση με την εξήγηση που παρέχει η χρήση μόνο της καθαρής θέσης η οποία υπολογίζεται με βάση το ιστορικό κόστος. Η ακαδημαϊκή έρευνα, λοιπόν, αποδεικνύει με εμφατικό τρόπο ότι η εφαρμογή της εύλογης αξίας αποτελεί ένα καλό «μέσο» επιμέτρησης και ότι οι πληροφορίες τις οποίες παρέχει λαμβάνονται υπόψη από τους επενδυτές στις αποφάσεις τους για τις αποτιμήσεις τραπεζικών μετοχών και ενσωματώνονται στις τιμές τους.

Η βασιμότητα του ισχυρισμού ότι οι πληροφορίες που παρέχει η εφαρμογή της εύλογης αξίας δεν είναι χρήσιμες για τη λήψη αποφάσεων σε περιόδους κρίσης δεν έχει προς το παρόν ερευνηθεί από την ακαδημαϊκή κοινότητα, καθώς η κρίση είναι πολύ πρόσφατη και η παγκόσμια οικονομία προσπαθεί ακόμη να εισέλθει σε τροχιά σταθερής ανάπτυξης.

Η εύλογη αξία εισάγει μεταβλητότητα στις οικονομικές καταστάσεις

Όπως αναφέραμε στο κεφάλαιο όπου αναλύουμε την εφαρμογή της εύλογης αξίας και τον αντίκτυπό της στις οικονομικές καταστάσεις, κατά την εφαρμογή της εύλογης αξίας οι όποιες μεταβολές στην αξία των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων αναγνωρίζονται άμεσα στις οικονομικές καταστάσεις. Αυτό έχει ως επακόλουθο, ισχυρίζονται όσοι εναντιώνονται στην εφαρμογή της εύλογης αξίας, η μεταβλητότητα των οικονομικών καταστάσεων να είναι μεγαλύτερη σε σχέση με την εφαρμογή του ιστορικού κόστους. Για να εξετάσουμε αν ισχύει ο παραπάνω ισχυρισμός ερευνούμε δύο υποθέσεις, πρώτον, αν η επιπλέον μεταβλητότητα είναι ενδογενής στην επιλογή των λογιστικών προτύπων και δεύτερον, αν αυτή η μεταβλητότητα παρέχει στους επενδυτές πληροφορίες χρήσιμες για τη λήψη αποφάσεων.

Η εύλογη αξία είναι απλά το «μέσο» που αποτυπώνει τον αντίκτυπο των οικονομικών αλλαγών στα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και τον μεταφέρει στους επενδυτές μέσω των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων. Κατά συνέπεια, για τις μεταβολές που παρατηρούμε στις οικονομικές καταστάσεις και οι οποίες οφείλονται σε αλλαγή της οικονομικής πραγματικότητας δε θα έπρεπε να κατηγορείται η εφαρμογή της εύλογης αξίας. Αντιθέτως, χρησιμοποιώντας λογιστικά πρότυπα τα οποία αγνοούν αυτήν την πραγματικότητα, οδηγούμαστε σε οικονομικές καταστάσεις οι οποίες παρουσιάζουν μια «εικονική πραγματικότητα» για την κατάσταση και τις δυνατότητες μιας οικονομικής οντότητας και δεν παρέχουν χρήσιμες πληροφορίες στους επενδυτές.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να επισημάνουμε ότι η μεταβλητότητα των οικονομικών καταστάσεων μπορεί να είναι αποτέλεσμα της μερικής εφαρμογής της εύλογης αξίας. Για παράδειγμα, εφαρμογή της εύλογης αξίας σε μερικά στοιχεία του ισολογισμού και εφαρμογή του ιστορικού κόστους σε άλλα, ή μεγαλύτερη εφαρμογή της εύλογης αξίας σε στοιχεία του ενεργητικού σε σχέση με στοιχεία του παθητικού.

Επίσης, ένας επιπλέον λόγος για τη μεταβλητότητα των οικονομικών καταστάσεων είναι ενδεχόμενα σφάλματα μέτρησης ή μεταβολές στις εκτιμήσεις κατά τον υπολογισμό της εύλογης αξίας. Ωστόσο, είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι η εν λόγω πηγή μεταβλητότητας υπάρχει για όλα τα λογιστικά μέτρα που εξαρτώνται από εκτιμήσεις, συμπεριλαμβανομένων εκείνων που βασίζονται στο ιστορικό κόστος (π.χ. απομειώσεις και αποσβέσεις).

Οι επενδυτές ασφαλώς και επιθυμούν λογιστικά πρότυπα που αποτυπώνουν τη μεταβλητότητα των οικονομικών αλλαγών, καθώς τους βοηθάει να αξιολογήσουν τον κίνδυνο μιας υπό εξέταση επένδυσης. Ο κίνδυνος κάθε επένδυσης είναι άμεσα συνδεδεμένος με τη μεταβλητότητα και μεγαλύτερη μεταβλητότητα συνεπάγεται και μεγαλύτερο κίνδυνο. Ο κίνδυνος αυτός συγκρίνεται στη συνέχεια με την αναμενόμενη απόδοση μιας επένδυσης πριν ληφθεί μία επενδυτική απόφαση. Τα λογιστικά πρότυπα τα οποία συγκαλύπτουν την οικονομική πραγματικότητα μειώνουν τις πληροφορίες που είναι απαραίτητες για τη λήψη σωστών επενδυτικών αποφάσεων, οδηγώντας στη μη αποδοτική κατανομή κεφαλαίων.

Όμως, ακόμη και αν δεχτούμε ότι η εύλογη αξία αντικατοπτρίζει τις οικονομικές αλλαγές, η εφαρμογή της οδήγησε σε μεταβολές τιμών μεγαλύτερες από αυτές που δικαιολογούνται από τους θεμελιώδεις οικονομικούς παράγοντες, ή από αυτές που θα είχαμε αν εφαρμόζονταν λογιστικά πρότυπα βασισμένα μόνο στο ιστορικό κόστος, συνεχίζει ο παραπάνω ισχυρισμός. Και το επιχείρημα στο οποίο βασίζεται είναι ότι μία αρχική πτώση τιμών οφειλόμενη σε οικονομικούς παράγοντες, εκτός από τις ζημίες που δημιουργεί και οι οποίες αναγνωρίζονται άμεσα στις οικονομικές καταστάσεις, θα οδηγήσει κάποιες οικονομικές οντότητες, να προβούν σε πωλήσεις χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, ωθώντας τις τιμές τους χαμηλότερα. Το αποτέλεσμα θα είναι οι εταιρείες που επέλεξαν να μην πουλήσουν χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, να αναγνωρίσουν ακόμη μεγαλύτερες ζημίες στις οικονομικές τους καταστάσεις. Προσδοκώντας, λοιπόν, μια τέτοια εξέλιξη, οι εταιρείες που σε διαφορετική περίπτωση δε θα προέβαιναν σε κάποιες ενέργειες μετά από μια αρχική πτώση τιμών, με την εφαρμογή της εύλογης αξίας θα προβούν σε πωλήσεις χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, ώστε να ελαχιστοποιήσουν την πιθανότητα να αναγνωρίσουν μεγάλες ζημίες στις οικονομικές τους καταστάσεις, εντείνοντας όμως με αυτό τον τρόπο την πτώση των τιμών.

Πριν ληφθεί το παραπάνω επιχείρημα ως κριτική κατά της εφαρμογής της εύλογης αξίας, θα πρέπει να εξετάσουμε τα πραγματικά κίνητρα που ωθούν οικονομικές οντότητες να προβούν σε πωλήσεις χρηματοοικονομικών

περιουσιακών στοιχείων μετά από μια αρχική πτώση τιμών. Οι ζημίες που αναγνωρίζονται στα αποτελέσματα από την πτώση των τιμών έχουν ισχυρό και άμεσο αντίκτυπο σε οικονομικές οντότητες, οι οποίες δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στα βραχυπρόθεσμα λογιστικά αποτελέσματα από ό,τι στη δημιουργία μακροπρόθεσμης υπεραξίας για τους επενδυτές. Όταν, λοιπόν, η έμφαση είναι στα βραχυπρόθεσμα κέρδη, οι οικονομικές οντότητες θα προβούν σε πωλήσεις χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων για να μειώσουν τον κίνδυνο να παρουσιάσουν αποτελέσματα χαμηλότερα των αναμενόμενων από τους αναλυτές. Εάν, όμως, η έμφαση είναι στη δημιουργία μακροπρόθεσμης υπεραξίας για τους επενδυτές, οι εταιρείες δεν έχουν ισχυρό κίνητρο να προβούν σε αντίστοιχες πωλήσεις. Σε αυτό ασφαλώς ίσως να μην ευθύνονται μόνο οι εταιρείες, αλλά και οι αγορές οι οποίες δίνουν μεγάλη βαρύτητα στις τριμηνιαίες δημοσιεύσεις οικονομικών καταστάσεων.

Ένα άλλο κίνητρο είναι ο τρόπος με τον οποίο οι οικονομικές οντότητες και οι επενδυτές έχουν χρηματοδοτήσει επενδύσεις σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Κατά τη διάρκεια της κρίσης ήρθαν στην επιφάνεια πολλές περιπτώσεις επενδυτικών εταιρειών οι οποίες επένδυσαν σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, τα οποία ήταν εξαιρετικά σύνθετα και, κατά συνέπεια, είχαν περιορισμένη ρευστότητα, χρησιμοποιώντας μεγάλα ποσοστά μόχλευσης κυρίως μέσω βραχυπρόθεσμου δανεισμού. Μια αρχική πτώση τιμών δημιουργεί την ανάγκη κατάθεσης επιπλέον κεφαλαίων από τους επενδυτές, καθώς το ποσοστό της δικής τους συμμετοχής, το οποίο λόγω της υψηλής μόχλευσης είναι μικρό, μειώνεται γρήγορα. Εάν, δε, η πτώση των τιμών συνοδευτεί και από αύξηση του κόστους δανεισμού ή μείωση των προσφερόμενων δανειακών κεφαλαίων, τότε αυτοί οι επενδυτές προβαίνουν σε μαζικές πωλήσεις με σκοπό να περιορίσουν τις ζημίες τους και την ανάγκη κατάθεσης επιπλέον ιδίων κεφαλαίων από ενδεχόμενη περαιτέρω πτώση των τιμών. Εάν, όμως, οι επενδύσεις αυτές είχαν γίνει με τη χρήση χαμηλότερου ποσοστού μόχλευσης, τότε δεν θα υπήρχε το αντίστοιχο κίνητρο για μαζικές πωλήσεις ούτε και η συνεπακόλουθη βίαιη προσαρμογή των τιμών προς τα κάτω.

Διαπιστώνουμε λοιπόν πως, όταν οι τιμές των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων οδηγούνται σε επίπεδα χαμηλότερα από αυτά που ενδεχομένως να δικαιολογούνται από τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη, δεν ευθύνεται η εφαρμογή της εύλογης αξίας, αλλά ο τρόπος με τον οποίο λειτουργούν οι συμμετέχοντες στην αγορά.

Η εύλογη αξία εντείνει την προ-κυκλικότητα συμβάλλοντας σε υπερβολική μόχλευση σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης και σε υπερβολικές διαγραφές και απομειώσεις σε περιόδους οικονομικής ύφεσης

Κατά τη διάρκεια της κρίσης οι τράπεζες αναγνώρισαν ζημίες, καθώς η αξία χρηματοοικονομικών προϊόντων στα οποία είχαν επενδύσει σημείωσε σημαντική πτώση. Οι ζημίες αυτές μείωσαν τόσο το ενεργητικό όσο και τα ίδια κεφάλαια των τραπεζών. Η δυνατότητα, όμως, των τραπεζών να δανείζουν εξαρτάται από το ύψος των ιδίων κεφαλαίων τους. Όταν αυτά μειώνονται, μειώνεται και η δυνατότητα των τραπεζών να παρέχουν νέα δάνεια, με αποτέλεσμα να επιβραδύνεται η οικονομική ανάπτυξη. Η κριτική κατά της εφαρμογής της εύλογης αξίας είναι ότι, αναγνωρίζοντας οι τράπεζες μεγάλες ζημίες, μειώθηκε η δυνατότητά τους να δώσουν νέα δάνεια, επιτείνοντας την οικονομική κρίση που ήταν ήδη σε εξέλιξη.

Η ύφεση είναι αναπόσπαστο μέρος κάθε οικονομικού κύκλου και γίνεται εντονότερα αισθητή όταν συνδυάζεται με το σπάσιμο μιας «φούσκας», όπως ήταν η αγορά κατοικίας στις ΗΠΑ. Το βασικό ερώτημα που τίθεται είναι εάν η εφαρμογή της εύλογης αξίας οδήγησε την οικονομία σε ακόμη βαθύτερη ύφεση.

Ένας από τους βασικούς ισχυρισμούς για το ότι η εφαρμογή της εύλογης αξίας επέτεινε την κρίση είναι ότι οι τράπεζες αναγνώρισαν ζημίες, κυρίως σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία συνδεδεμένα με στεγαστικά δάνεια μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας (subprime loans), πολύ μεγαλύτερες από αυτές που δικαιολογούσαν τα θεμελιώδη μεγέθη, διότι οι τιμές του δείκτη ABX[7] ήταν σε εξωπραγματικά

[7] Ο δείκτης ABX είναι ένας συνθετικός διαπραγματεύσιμος δείκτης που δημιουργήθηκε και επιβλέπεται από την εταιρεία Markit και έχει ως σημείο αναφοράς ένα χαρτοφυλάκιο 20 αξιογράφων που βασίζονται σε στεγαστικά δάνεια μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας.

χαμηλά επίπεδα και δεν αντανακλούσαν τις τιμές μιας εύρυθμης αγοράς με ικανοποιητικά επίπεδα ρευστότητας. Ενώ, ο ισχυρισμός συνεχίζει, αν υπήρχε η δυνατότητα να χρησιμοποιηθούν αποτιμήσεις βασισμένες σε μοντέλα προεξόφλησης ταμειακών ροών, οι ζημίες δεν θα ήταν τόσο μεγάλες και το μέγεθος της κρίσης θα περιοριζόταν.

Εξετάζοντας την πορεία των τιμών του δείκτη ABX (γίνεται εκτενέστερη αναφορά σε αυτήν αμέσως παρακάτω), ο οποίος αποτέλεσε και αποτελεί σημείο αναφοράς για την αποτίμηση στην εύλογη αξία δανείων μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας, διαπιστώνουμε ότι κατά την περίοδο της κρίσης μάλλον οδήγησε σε αποτιμήσεις μεγαλύτερες από αυτές που δικαιολογούσαν τα θεμελιώδη μεγέθη.

Ο παραπάνω ισχυρισμός, όμως, είναι βάσιμος μόνο για στοιχεία του ενεργητικού τα οποία είτε αποτιμώνται με βάση την εύλογη αξία είτε η βάση για τον υπολογισμό της απομείωσής τους είναι η εύλογη αξία. Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, από την εξέταση των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων των αμερικανικών τραπεζών, τα στοιχεία του ενεργητικού τα οποία αποτιμούνταν με βάση την εύλογη αξία πριν αλλά και κατά τη διάρκεια της κρίσης ήταν η μειοψηφία.

Ένας επιπλέον λόγος για τον οποίο ο ανωτέρω ισχυρισμός δεν είναι ιδιαίτερα ισχυρός είναι ότι οι εποπτικές αρχές, στις περισσότερες χώρες, λαμβάνουν υπόψη συγκεκριμένες μόνο ζημίες που προκύπτουν από την εφαρμογή της εύλογης αξίας στον υπολογισμό των ιδίων κεφαλαίων. Έτσι, ενώ οι εποπτικές αρχές προσμετρούν στον υπολογισμό των ιδίων κεφαλαίων τις ζημίες που προκύπτουν από χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία στην εύλογη αξία μέσω των αποτελεσμάτων, λαμβάνουν υπόψη στους υπολογισμούς τους μόνο τις απομειώσεις και όχι τις ζημίες από την εφαρμογή της εύλογης αξίας στα διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, καθώς επίσης και τις απομειώσεις στις διακρατούμενες μέχρι τη λήξη επενδύσεις. Ο Shaffer (2010) εξέτασε ένα δείγμα αποτελούμενο από τις 14 μεγαλύτερες τράπεζες των ΗΠΑ και διαπίστωσε ότι, κατά τη διάρκεια της κρίσης, οι απομειώσεις στα διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και στις διακρατούμενες μέχρι τη λήξη επενδύσεις ως ποσοστό επί των ιδίων κεφαλαίων ήταν κατά μέσο όρο 2,1%, ενώ για το ίδιο δείγμα τραπεζών και κατά την ίδια περίοδο οι απομειώσεις των δανείων ως ποσοστό επί των ιδίων κεφαλαίων ήταν κατά μέσο όρο 15,6%. Διαπιστώνουμε, λοιπόν, ότι οι αρχές υπολογισμού ιδίων κεφαλαίων, όπως εφαρμόζονται από τις εποπτικές αρχές, ελαχιστοποιούν τον αντίκτυπο από την εφαρμογή της εύλογης αξίας, ενώ η μεγαλύτερη μείωση των ιδίων κεφαλαίων κατά τη διάρκεια της κρίσης προήλθε από τις απομειώσεις των δανείων στα οποία δε βρίσκει εφαρμογή η εύλογη αξία.

Η ακαδημαϊκή έρευνα παρουσιάζει αντικρουόμενα αποτελέσματα σχετικά με τον ισχυρισμό ότι η εφαρμογή της εύλογης αξίας οδηγεί σε υπερβολική μόχλευση σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης. Οι Adrian και Shin (2009) συμπεραίνουν ότι η εφαρμογή της εύλογης αξίας αυξάνει τη μόχλευση σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης στις επενδυτικές τράπεζες, ενώ δεν οδηγεί σε αντίστοιχες αυξήσεις στις εμπορικές τράπεζες. Οι Amel-Zadeh και Meeks (2009) επαναλαμβάνουν την ανάλυση των Adrian και Shin (2009) για μεγαλύτερη, όμως, χρονική περίοδο, αλλά δε βρίσκουν ενδείξεις ότι η σχέση μεταξύ της αύξησης του ενεργητικού και της αύξησης της μόχλευσης έγινε εντονότερη μετά την εισαγωγή της εύλογης αξίας στις ΗΠΑ στα μέσα της δεκαετίας του 1990.

Χρησιμοποιείται από τις τράπεζες για την εκτίμηση της εύλογης αξίας των δανείων μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας στα χαρτοφυλάκιά τους.

Η εύλογη αξία παρέχει πληροφορίες οι οποίες δεν αποτυπώνουν σωστά τα θεμελιώδη μεγέθη σε περιόδους μειωμένης ή έλλειψης ρευστότητας στην αγορά

Σε επιστολή που έστειλε η Αμερικανική Ένωση Τραπεζιτών προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς[8] (SEC) τον Σεπτέμβριο του 2008, εξέφραζε την ανησυχία της πως η σημαντική μείωση ρευστότητας στην αγορά και οι ελάχιστες συναλλαγές οδηγούν στη διαμόρφωση τιμών που δεν είναι «αξιόπιστες» και, κατά συνέπεια, δεν μπορούν να αποτελέσουν σημείο αναφοράς για τον υπολογισμό της εύλογης αξίας. Η διαμόρφωση των τιμών κατά τη διάρκεια της κρίσης και η χρήση τους για την εκτίμηση της εύλογης αξίας αποτέλεσε αντικείμενο έντονων συζητήσεων και είναι ένας ακόμη ισχυρισμός κατά της εφαρμογής της εύλογης αξίας.

Τον Απρίλιο του 2008, η Τράπεζα της Αγγλίας δημοσίευσε μία έκθεση για τη χρηματοοικονομική σταθερότητα[9] στην οποία ανέφερε, μεταξύ άλλων, ότι οι τιμές του δείκτη ABX υπερεκτιμούσαν τις πιθανές ζημίες κατά 20% σε σχέση με εκτιμήσεις για ζημίες βασισμένες σε προβλέψεις για καθυστερήσεις πληρωμών δανείων και αδυναμίες πληρωμής δανείων. Παρά τα σχόλια της Τράπεζας της Αγγλίας, όμως, οι τιμές του δείκτη ABX συνέχισαν την πτώση τους και τον Οκτώβριο του 2009, όταν οι περισσότεροι αναλυτές πίστευαν ότι η παγκόσμια οικονομία είχε σταθεροποιηθεί και τα χρηματιστήρια βρίσκονταν σε ανοδική πορεία, ήταν σε ακόμη χαμηλότερα επίπεδα από τον Απρίλιο του 2008. Οι Fender και Scheicher (2008) εξέτασαν τα αίτια που οδήγησαν τον δείκτη ABX σε πτώση κατά την περίοδο της κρίσης και συμπέραναν ότι η αυξανόμενη αποστροφή του κινδύνου από τους επενδυτές και η έλλειψη ρευστότητας στην αγορά συνέβαλαν σε αυτή. Αυτοί όμως είναι οι παράγοντες που επηρεάζουν τις αποτιμήσεις που βασίζονται σε θεμελιώδη μεγέθη και οι οποίες με τη σειρά τους διαμορφώνουν τις τιμές ενός δείκτη.

Η μέχρι σήμερα ακαδημαϊκή έρευνα σε αυτό το θέμα, αν και δεν είναι ακόμη εκτενής, αντικρούει τον παραπάνω ισχυρισμό. Οι Coval, Jurek και Stafford (2009) εξετάζουν την τιμολόγηση εταιρικών αξιογράφων επενδυτικής πιστοληπτικής αξιολόγησης (BBB ή ανώτερη), τα οποία περιλαμβάνουν και σύνθετα αξιόγραφα που έχουν ως σημείο αναφοράς δάνεια μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας κατά τη διάρκεια της κρίσης, για να διερευνήσουν αν η πτώση των τιμών στην αγορά των αξιογράφων οφείλεται στην αλλαγή των θεμελιωδών μεγεθών ή είναι αποτέλεσμα μαζικών και βεβιασμένων πωλήσεων. Συμπεραίνουν ότι η απότομη προσαρμογή των τιμών προς τα κάτω στην αγορά των ομολόγων οφείλεται στην αλλαγή των θεμελιωδών μεγεθών, την καλύτερη κατανόηση και τιμολόγηση του συστημικού κινδύνου που ενείχαν τα σύνθετα και δομημένα αξιόγραφα, ενώ δε βρίσκουν ισχυρές ενδείξεις για τον ρόλο των πωλήσεων από τράπεζες και επενδυτές.

Σε παρόμοια συμπεράσματα καταλήγουν και οι Longstaff και Myers (2009), αν και χρησιμοποιούν διαφορετική μεθοδολογία και δείγμα. Συγκρίνουν την αποτίμηση τραπεζικών μετοχών με τα «πακέτα» δομημένων αξιογράφων που έχουν χαρακτηριστικά κοινών μετοχών για την περίοδο μεταξύ Ιανουαρίου 2004 και Φεβρουαρίου 2009. Συμπεραίνουν ότι η αγορά αποτιμά και τις δύο αυτές κατηγορίες χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων με τον ίδιο τρόπο, καθώς τα προεξοφλητικά επιτόκια που χρησιμοποιεί είναι παρεμφερή.

Η ακαδημαϊκή έρευνα, λοιπόν, δε βρίσκει ενδείξεις ότι σε περιόδους σημαντικής μείωσης της ρευστότητας στην αγορά οι διαμορφούμενες τιμές δεν είναι αξιόπιστες και, κατά συνέπεια, δεν μπορούν να αποτελέσουν σημείο αναφοράς για τον υπολογισμό της εύλογης αξίας. Αντιθέτως, διαπιστώνει ότι η απότομη προσαρμογή των τιμών προς τα κάτω εξηγείται από την αλλαγή των θεμελιωδών μεγεθών και την καλύτερη κατανόηση και τιμολόγηση του συστημικού κινδύνου.

---

[8] American Bankers Association Letter to SEC, 2008, http://www.aba.com/aba/documents/press/ABAletterfairvalueacctgstandards.pdf.

[9] Bank of England Financial Stability Report, Issue No. 23, April 2008, http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2008/fsrfull0804.pdf.

5. Επηρέασε η κρίση τα λογιστικά πρότυπα;

Αδιαμφισβήτητα, η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση επηρέασε τα Λογιστικά Πρότυπα σε σημαντικό βαθμό. Το μέγεθος της κρίσης και οι συνέπειές της στις οικονομικές καταστάσεις τραπεζικών, κυρίως, οργανισμών προκάλεσε την αντίδραση πολλών κυβερνήσεων και διακυβερνητικών οργανισμών, όπως η Ευρωπαϊκή Ένωση, η κυβέρνηση των ΗΠΑ, το φόρουμ των G-20 κ.ά.

Κοινή συνισταμένη των αντιδράσεων ήταν η ανάγκη για:

- βελτίωση και απλούστευση των λογιστικών κανόνων σε ό,τι αφορά στα χρηματοοικονομικά μέσα,
- παροχή επιπλέον διευκρινίσεων σχετικά με τον υπολογισμό της εύλογης αξίας,
- παροχή επιπλέον γνωστοποιήσεων σχετικά με χρηματοοικονομικά μέσα και στοιχεία εκτός ισολογισμού,
- σύγκλιση των ΔΠΧΑ με τα US GAAP.

Τόσο το IASB όσο και το FASB, δεσμεύθηκαν και εφαρμόζουν μια σειρά από ενέργειες, ώστε να ανταποκριθούν στις νέες απαιτήσεις που δημιουργήθηκαν.

5.1 Πώς το IASB ανταποκρίθηκε στην κρίση

Το IASB ανταποκρίθηκε αρχικά στην παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση εκδίδοντας τον Οκτώβριο του 2008:

- τροποποίηση στο ΔΛΠ 39 με την οποία επιτρέπεται πλέον, υπό προϋποθέσεις, η αλλαγή στον τρόπο καταχώρισης χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού από την εύλογη αξία στο αποσβεσμένο κόστος. Με την τροποποίηση αυτή, οι τράπεζες μπόρεσαν να μειώσουν τα στοιχεία που καταχωρούνται στην εύλογη αξία και να μειώσουν σημαντικά την επίδραση στα αποτελέσματα ή/και στην καθαρή θέση από τη μείωση στην εύλογη αξία των στοιχείων αυτών. Με την τροποποίηση αυτή το ΔΛΠ 39 συνέκλινε προς τους αντίστοιχους κανόνες των US GAAP,
- οδηγίες για την αποτίμηση σε μη ενεργές αγορές σε αντιστοιχία με τις οδηγίες που εξέδωσε το FASB.

Επίσης, από κοινού με το FASB, αποφάσισε να αντιμετωπίσει τα θέματα που ανέδειξε η κρίση ως εξής:

- ιδρύοντας μία συμβουλευτική ομάδα (Financial Crisis Advisory Group), η οποία εξετάζει θέματα που προκαλεί η κρίση και αφορούν στη χρηματοοικονομική πληροφόρηση,
- πραγματοποιώντας δημόσιες συζητήσεις (Public Round Tables), με σκοπό τον εντοπισμό θεμάτων που ανέδειξε η κρίση και αφορούν στη χρηματοοικονομική πληροφόρηση,
- αξιοποιώντας τα αποτελέσματα των προηγούμενων ενεργειών και τις προτάσεις ή/και παραινέσεις άλλων ενδιαφερόμενων φορέων, προχώρησε ή προχωράει στην τροποποίηση λογιστικών προτύπων που αφορούν σε θέματα που επηρεάστηκαν από την κρίση, όπως περιγράφεται στη συνέχεια.

5.2 Λογιστικά πρότυπα που επηρέασε η κρίση

Τα τελευταία τρία έτη, το IASB προχώρησε στην αλλαγή ή σε πρόταση για αλλαγή λογιστικών προτύπων. Οι αλλαγές ή προτάσεις αυτές είτε προέκυψαν είτε επιταχύνθηκαν από την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση. Στη συνέχεια, περιγράφονται συνοπτικά οι κυριότερες αλλαγές ή προτάσεις που αφορούν στα χρηματοοικονομικά μέσα.

Εκτιμώμενο χρονοδιάγραμμα αλλαγών σε ΔΛΠ/ΔΠΧΑ

Θέμα	Προσχέδιο	Πρότυπο	Ισχύς
Χρηματοοικονομικά μέσα ΔΠΧΑ 9 (Αντικατάσταση ΔΛΠ 39)			
Ταξινόμηση και επιμέτρηση χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού	Ιούλιος 2009	Νοέμβριος 2009	1 Ιανουαρίου 2013
Ταξινόμηση και επιμέτρηση χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων	Μάιος 2010	Οκτώβριος 2010	1 Ιανουαρίου 2013
Απομείωση και αποσβεσμένο κόστος	Οκτώβριος 2009	4ο Τρίμηνο 2010 (αναμένεται)	Όχι πριν την 1 Ιανουαρίου 2013
Λογιστική αντιστάθμισης	4ο Τρίμηνο 2010 (αναμένεται)	2ο Τρίμηνο 2011 (αναμένεται)	Όχι πριν την 1 Ιανουαρίου 2013
Στοιχεία εκτός ισολογισμού			
Ενοποίηση	Δεκέμβριος 2008	4ο Τρίμηνο 2010 (αναμένεται)	Προς επιβεβαίωση
Διαγραφή στοιχείων ενεργητικού – Γνωστοποιήσεις	Μάρτιος 2009	Σεπτέμβριος 2010 (Τροποποιήσεις στο ΔΠΧΑ 7)	1 Ιουλίου 2011
Εύλογη αξία			
Αποτίμηση	Μάιος 2009	1ο Τρίμηνο 2011 (αναμένεται)	Προς επιβεβαίωση
Γνωστοποιήσεις	Ιούνιος 2010	1ο Τρίμηνο 2011 (αναμένεται)	Προς επιβεβαίωση

ΠΗΓΗ: PriceWaterhouseCoopers, *IFRS News*, Οκτώβριος 2010, www.iasb.org

5.3 Χρηματοοικονομικά μέσα: ΔΠΧΑ 9

Ταξινόμηση και επιμέτρηση χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού

Κάποιες από τις βασικές αλλαγές έχουν ως εξής:

- σημαντική τροποποίηση των κανόνων ταξινόμησης, η οποία πλέον θα εξαρτάται από το επιχειρηματικό μοντέλο και τα χαρακτηριστικά του προϊόντος,
- καταργείται ο διαχωρισμός ενσωματωμένων παραγώγων,
- όλες οι μετοχές θα καταχωρούνται στην εύλογη αξία (ακόμα και οι μη εισηγμένες), αλλά θα υπάρχει η επιλογή η μεταβολή να καταχωρείται στα Λοιπά συνολικά έσοδα χωρίς να απαιτείται έλεγχος για απομείωση.

Οι νέοι κανόνες ταξινόμησης του ΔΠΧΑ 9 διαφέρουν σημαντικά από τους υφιστάμενους κανόνες του ΔΛΠ 39 και αναμένεται να επηρεάσουν σημαντικά τον τρόπο με τον οποίο ταξινομούνται και παρουσιάζονται τα χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού, κυρίως από τις τράπεζες.

Ταξινόμηση και επιμέτρηση χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων

Η βασικότερη μεταβολή αφορά στις χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις που η επιχείρηση έχει επιλέξει να καταχωρεί στην εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων (Fair Value Option). Τα κέρδη/ζημίες που οφείλονται στη μεταβολή πιστωτικού κινδύνου της ίδιας της επιχείρησης θα παρουσιάζονται στα Λοιπά συνολικά έσοδα και δε θα μεταφέρονται ποτέ στην Κατάσταση αποτελεσμάτων.

Κατ' εξαίρεση, το σύνολο των κερδών/ζημιών θα καταχωρείται στην Κατάσταση αποτελεσμάτων εάν ο ανωτέρω χειρισμός δημιουργεί αναντιστοιχία στην Κατάσταση αποτελεσμάτων (accounting mismatch), π.χ. επειδή κάποιο χρηματοοικονομικό στοιχείο ενεργητικού επηρεάζεται με ανάλογο τρόπο.

Για χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις που καταχωρούνται στην εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων αναγκαστικά, το σύνολο των κερδών/ζημιών θα καταχωρείται στην Κατάσταση αποτελεσμάτων.

Απομείωση και αποσβεσμένο κόστος

Η απομείωση θα βασίζεται σε εκτιμήσεις για την αναμενόμενη ζημία αντί για πραγματοποιημένη ζημία (expected loss instead of incurred loss).

Σημαντική μεταβολή στον υπολογισμό και παρουσίαση της ζημίας απομείωσης, αλλά και της παρουσίασης του εσόδου από τόκους.

Θα πρέπει να διαχωρίζεται από το επιτόκιο ενός δανείου το μέρος που αφορά στην αναμενόμενη ζημία.

Οι τροποποιήσεις αυτές επηρεάζουν σημαντικά τα λειτουργικά συστήματα των τραπεζών.

Λογιστική αντιστάθμισης

Αν και δεν έχει εκδοθεί ακόμα το σχετικό προσχέδιο, οι αλλαγές που αναμένονται θα χαλαρώνουν τα κριτήρια για την εφαρμογή λογιστικής αντιστάθμισης, με στόχο να αντιστοιχίζεται η λογιστική απεικόνιση με το επιχειρηματικό μοντέλο και τις πολιτικές διαχείρισης κινδύνων της επιχείρησης.

Παράλληλα, θα απαιτούνται αυξημένες γνωστοποιήσεις σχετικά με τις δραστηριότητες αντιστάθμισης μιας επιχείρησης και την αποτελεσματικότητα αυτών.

5.4 Στοιχεία εκτός ισολογισμού

Ενοποίηση

Διευκρινίζεται ο ορισμός του «ελέγχου», ώστε να ενοποιούνται όλες οι επιχειρήσεις που ελέγχονται, ακόμα και εάν πρόκειται για εταιρείες ειδικού σκοπού (Special Purpose Entities, SPEs).

Βελτίωση των γνωστοποιήσεων σχετικά με επιχειρήσεις που θα συνεχίζουν να μην ενοποιούνται.

Διαγραφή στοιχείων ενεργητικού – γνωστοποιήσεις

Αυξάνονται οι απαιτούμενες γνωστοποιήσεις σχετικά με χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού που διαγράφονται, αλλά η επιχείρηση διατηρεί κάποια σχέση με αυτά.

5.5 Εύλογη αξία

Αποτίμηση

Το προτεινόμενο πρότυπο σκοπεύει να:

- καθιερώσει ενιαίους κανόνες αποτίμησης,
- παράσχει διευκρινίσεις σχετικά με τον ορισμό της εύλογης αξίας και τις οδηγίες εκτίμησής της,
- αυξήσει τις γνωστοποιήσεις που απαιτούνται σχετικά με τις αποτιμήσεις,
- συγκλίνει περαιτέρω με τα US GAAP.

Σημαντικό θέμα προς επίλυση παραμένει η μεθοδολογία με την οποία θα αποτιμώνται σε εύλογη αξία οι χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις, και ειδικότερα, πώς θα περιλαμβάνεται ο πιστωτικός κίνδυνος της ίδιας της επιχείρησης (own credit risk).

Γνωστοποιήσεις

Αύξηση των γνωστοποιήσεων σχετικά με τις αποτιμήσεις που βασίζονται σε μη παρατηρήσιμα δεδομένα (level 3).

5.6 Σύγκλιση ΔΠΧΑ και US GAAP

Τα δύο συμβούλια συνεργάζονται από το 2002 για να επιτύχουν σύγκλιση των ΔΠΧΑ και των US GAAP. Η δέσμευση των δύο συμβουλίων ενισχύθηκε το 2006 θέτοντας συγκεκριμένους στόχους έως το 2008. Αναγνωρίζοντας την πρόοδο που έχει επιτευχθεί και συνεκτιμώντας και άλλους παράγοντες, η Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) αποφάσισε το 2007 να επιτρέψει σε εκδότες που δεν έχουν έδρα τις ΗΠΑ να δημοσιεύουν στις ΗΠΑ οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με τα ΔΠΧΑ, χωρίς την υποχρέωση να παρουσιάζουν και τη συμφωνία αυτών με τα US GAAP. Επίσης, αποφάσισε να εξετάσει το ενδεχόμενο να επιτρέψει και σε εκδότες με έδρα τις ΗΠΑ να δημοσιεύουν στις ΗΠΑ οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με τα ΔΠΧΑ. Το 2008 τα δύο συμβούλια ανανέωσαν τη συμφωνία τους και έθεσαν νέους στόχους έως το 2011.

Από το 2009, τα συμβούλια, ανταποκρινόμενα στις απαιτήσεις των G20, της Ευρωπαϊκής Ένωσης και άλλων ενδιαφερόμενων οργανισμών, εκδίδουν αναφορές προόδου όπου, ανάμεσα σε άλλα, περιγράφουν την εντατικοποίηση των εργασιών τους και τα αποτελέσματα αυτών.

Για κάποιες από τις αλλαγές που αναφέρθηκαν ανωτέρω, το IASB και το FASB προσπάθησαν και πέτυχαν σημαντική σύγκλιση μεταξύ των ΔΠΧΑ και των US GAAP, όπως για τη διαγραφή χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού.

Δυστυχώς, όμως, στο σημαντικό θέμα που αφορά στην ταξινόμηση και επιμέτρηση χρηματοοικονομικών μέσων παραμένουν σημαντικές διαφορές, αφού οι κανόνες του ΔΠΧΑ 9 διαφέρουν σημαντικά από τους αντίστοιχους προτεινόμενους κανόνες των US GAAP. Για παράδειγμα, στα US GAAP η χρήση της εύλογης αξίας είναι εκτενέστερη, ενώ υπάρχουν και άλλες επιμέρους διαφορές, όπως ο χειρισμός και η παρουσίαση του ίδιου πιστωτικού κινδύνου για χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις. Παρόλα αυτά, τα δύο συμβούλια έχουν συμφωνήσει να επανεξετάσουν το θέμα με σκοπό τη σύγκλιση.

6. Συμπέρασμα

Κατά τη διάρκεια της πρόσφατης κρίσης αναπτύχθηκε μια εκτενής συζήτηση για το ρόλο των λογιστικών προτύπων στη διαμόρφωσή της και ασκήθηκε ιδιαίτερα έντονη κριτική στην εφαρμογή της εύλογης αξίας. Το παρόν άρθρο εξετάζει τα επιχειρήματα υπέρ και κατά της εφαρμογής της εύλογης αξίας στα λογιστικά πρότυπα και κατά πόσο αυτή επέτεινε την πρόσφατη κρίση. Παραθέτοντας μια σειρά επιχειρημάτων και ευρημάτων της ακαδημαϊκής έρευνας, το άρθρο καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η εφαρμογή της εύλογης αξίας δεν επέτεινε την πρόσφατη κρίση και πιο συγκεκριμένα ότι:

(α) οι πληροφορίες που παρέχει η εφαρμογή της εύλογης αξίας λαμβάνονται υπόψη από τους επενδυτές στις αποφάσεις τους για αποτιμήσεις τραπεζικών μετοχών και ενσωματώνονται στις τιμές τους, αποτελώντας ένα αποτελεσματικό «μέσο» επιμέτρησης και μεταφοράς πληροφοριών χρήσιμων για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων,

β) η μεταβλητότητα των οικονομικών καταστάσεων δεν είναι αποτέλεσμα της επιλογής λογιστικών προτύπων, αλλά του τρόπου με τον οποίο λειτουργούν και των κινήτρων που έχουν οι συμμετέχοντες στην αγορά. Επίσης, διαπιστώνει ότι, εάν τα λογιστικά πρότυπα εισάγουν μεταβλητότητα η οποία οφείλεται σε οικονομικούς παράγοντες, τότε αυτό είναι χρήσιμο για τους επενδυτές, καθώς τους βοηθάει να αξιολογήσουν τον κίνδυνο επενδυτικών αποφάσεων,

(γ) δεν εντείνει την προ-κυκλικότητα, καθώς, κατά τη διάρκεια της κρίσης, η μεγαλύτερη μείωση των ιδίων κεφαλαίων προήλθε από τις απομειώσεις των δανείων, στα οποία δε βρίσκει εφαρμογή η εύλογη αξία, και όχι από τις απομειώσεις στα διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και στις διακρατούμενες μέχρι τη λήξη επενδύσεις,

δ) η μέχρι σήμερα ακαδημαϊκή έρευνα συμπεραίνει ότι η απότομη προσαρμογή των τιμών προς τα κάτω, κατά τη διάρκεια της κρίσης, εξηγείται από την αλλαγή των θεμελιωδών μεγεθών και την καλύτερη κατανόηση και τιμολόγηση του συστημικού κινδύνου και δεν είναι αποτέλεσμα των πωλήσεων στις οποίες προέβησαν οι επενδυτές εκείνη την περίοδο.

Βιβλιογραφία

Adrian, Tobias and Hyun Song Shin (2009), "Liquidity and Leverage," *Journal of Financial Intermediation*, forthcoming.

Amel-Zadeh, Amir and Geoff Meeks (2009), "Bank Failure, Mark-to-Market and the Financial Crisis," SSRN Working Paper Series, No. 1494452. http://ssrn.com/abstract=1494452

American Bankers Association Letter to SEC, 2008, http://www.aba.com/aba/documents/press/ABAletterfairvalueacctgstandards.pdf

Bank of England Financial Stability Report, Issue No. 23, April 2008, http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2008/fsrfull0804.pdf

Barth, M. E. (2004), "Fair values and financial statement volatility", in: *The Market Discipline Across Countries and Industries*, Edited by Claudio Borio, William Curt Hunter, George G. Kaufman, and Kostas Tsatsaronis, Cambridge, MA: MIT Press.

"Bernanke-Four Questions About the Financial Crisis". Federalreserve.gov. 2009-04-14. http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090414a.htm

Bernard, V. L., R. C. Merton and K. G. Palepu (1995), "Mark-to-market accounting for U.S. banks and thrifts: Lessons from the Danish experience", *Journal of Accounting Research* 33, pp. 1–32.

CFA Institute, July 2007, "A Comprehensive Business Reporting Model", *Financial Reporting for Investors*.

Coval, Joshua D., Jakub W. Jurek and Erik Stafford (2009), "The Pricing of Investment Grade Credit Risk During the Financial Crisis." http://www.usc.edu/schools/business/FBE/seminars/papers/F_4-2-09_COVAL-cjs.pdf

Eccher, A., K. Ramesh and S. R. Thiagarajan (1996), "Fair value disclosures bank holding companies", *Journal of Accounting and Economics* 22, pp. 79–117.

Fender, Ingo and Martin Scheicher (2008), "The ABX: How Do the Markets Price Subprime Mortgage Risk?" *BIS Quarterly Review*, September, pp. 67–81.

International Accounting Standards Board, www.iasb.org

Financial Accounting Standards Board, www.fasb.org

G-20 Forum, www.g20.org

PriceWaterhouseCoopers, *IFRS News*, October 2010.

International Monetary Fund (IMF), 2008, "Chapter 3: Fair Value Accounting and Procyclicality." *Global financial stability report*, October.

Laux, C. and Leuz, C. (2010), "Did Fair-Value Accounting Contribute to the Financial Crisis?", *Journal of Economic Perspectives*, forthcoming.

Laux, C. and Leuz, C. (2009), "The Crisis of Fair-Value Accounting: Making Sense of the Recent Debate," Chicago Booth, The Initiative on Global Markets, Accounting, Organizations and Society, forthcoming.

Longstaff, Francis A. and Brett Myers (2009), "Valuing Toxic Assets: An Analysis of CDO Equity," NBER Working Paper 14871. http://www.nber.org/papers/w14871

Nelson, K. K. (1996), Fair value accounting for commercial banks: An empirical analysis of SFAS, No. 107, *The Accounting Review* 71, pp. 161–182.

Paul Mizen. "The Credit Crunch of 2007–2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses", *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, September/October 2008, 90(5), pp. 531–567.

Plantin, Guillaume, Haresh Sapra and Hyun Song Shin (2008), "Marking-to-Market: Panacea or Pandora's Box?" *Journal of Accounting Research* 46(2), pp. 435–460.

Plantin, Guillaume, Haresh Sapra, and Hyun Song Shin (2008), "Fair Value Accounting and Financial Stability?", Banque de France, *Financial Stability Review*, No. 12 – Valuation and Financial Stability, pp. 85–94.

Pozen, Robert C. (2009), "Is it Fair to Blame Fair Value Accounting for the Financial Crisis?", *Harvard Business Review*.

Securities and Exchange Commission (SEC), 2008a, "Final Report of the Advisory Committee on Improvements to Financial Reporting to the United States Securities and Exchange Commission".

Securities and Exchange Commission (SEC), 2008b, "Report and Recommendations Pursuant to Section 133 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008: Study on Mark-to-Market Accounting".

Shaffer, S. (2010), "Fair value accounting: villain or innocent victim – exploring the links between fair value accounting, bank regulatory capital and the recent financial crisis," Working paper (Federal Reserve Bank of Boston Quantitative Analysis Unit).

Wallison, Peter J. (2008), "Fair Value Accounting: A Critique", American Enterprise for Public Policy Research.

Παράρτημα

Όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, το IASB και το FASB έχουν εντείνει τις προσπάθειες για σύγκλιση των ΔΠΧΑ και των US GAAP. Ως αποτέλεσμα, κάποιες διαφορές έχουν εξαλειφθεί, ενώ κάποιες ακόμα αναμένεται να εξαλειφθούν με προτεινόμενες αλλαγές που προωθούν τα δύο συμβούλια. Εντούτοις, παραμένουν ακόμα αρκετές διαφορές σε λεπτομερή θέματα και στην εφαρμογή των κανόνων. Στη συνέχεια παρατίθενται συνοπτικά κάποιες σημαντικές διαφορές που αφορούν σε χρηματοοικονομικά μέσα.

Θέμα	ΔΠΧΑ	US GAAP
Μη εισηγμένοι χρεωστικοί τίτλοι στο αποσβεσμένο κόστος	Τα ΔΠΧΑ έχουν δύο κατηγορίες για χρεωστικούς τίτλους που καταχωρούνται στο αποσβεσμένο κόστος: • «Δάνεια και Απαιτήσεις» για χρεόγραφα που δε διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά • «Διακρατούμενα στη Λήξη» για χρεόγραφα που δε διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά.	Τα US GAAP προβλέπουν μόνο την κατηγορία «Διακρατούμενα στη Λήξη» για χρεόγραφα, με αποτέλεσμα να αποτιμώνται στην εύλογη αξία περισσότερα χρεόγραφα σε σχέση με τα ΔΠΧΑ.
Συναλλαγματικές διαφορές σε χρεωστικούς τίτλους «Διαθέσιμοι προς Πώληση»	Τα κέρδη ή ζημίες από τη μεταβολή της εύλογης αξίας καταχωρούνται στα Λοιπά συνολικά έσοδα, εκτός από τις συναλλαγματικές διαφορές που αφορούν στο αποσβεσμένο κόστος του τίτλου, οι οποίες καταχωρούνται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων.	Το σύνολο των κερδών ή ζημιών από τη μεταβολή της εύλογης αξίας καταχωρείται στα Λοιπά συνολικά έσοδα.
Απομείωση χρεωστικών τίτλων Αναγνώριση	Απομείωση αναγνωρίζεται όταν έχει συμβεί κάποιο ζημιογόνο γεγονός, το οποίο επηρεάζει τις αναμενόμενες ταμειακές ροές.	Επιπλέον του ζημιογόνου γεγονότος, στα US GAAP αναγνωρίζεται απομείωση για έναν χρεωστικό τίτλο, εάν η εύλογη αξία είναι μικρότερη από το αποσβεσμένο κόστος και υπάρχει η πρόθεση ή η ανάγκη ο τίτλος να πουληθεί.
Ζημία	Το ποσό της ζημίας που αναγνωρίζεται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων εξαρτάται από την ταξινόμηση του τίτλου: • για «Διαθέσιμα προς Πώληση» η ζημία ισούται με τη σωρευτική ζημία που έχει αναγνωρισθεί στα Λοιπά συνολικά έσοδα • για «Δάνεια και Απαιτήσεις» και «Διακρατούμενα στη Λήξη» η ζημία ισούται με τη διαφορά μεταξύ της λογιστικής αξίας και της παρούσας αξίας των εκτιμώμενων ταμειακών ροών.	Το ποσό της ζημίας που αναγνωρίζεται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων εξαρτάται από την αιτία που την προκάλεσε: • εάν η αιτία είναι η πρόθεση ή η ανάγκη ο τίτλος να πουληθεί, τότε η ζημία ισούται με τη σωρευτική ζημία που έχει αναγνωρισθεί στα Λοιπά συνολικά έσοδα • εάν η αιτία είναι η ύπαρξη ζημιογόνου γεγονότος, τότε η ζημία ισούται με τη διαφορά μεταξύ της λογιστικής αξίας και της παρούσας αξίας των εκτιμώμενων ταμειακών ροών • εάν πρόκειται για τίτλο «Διαθέσιμο προς Πώληση», η διαφορά μεταξύ της εύλογης αξίας και του αποσβεσμένου κόστους μετά την απομείωση παραμένει στα Λοιπά συνολικά έσοδα.
Αναστροφή ζημιών απομείωσης	Εάν σε μεταγενέστερες περιόδους η ζημία μειωθεί εξαιτίας κάποιου γεγονότος που συνέβη μετά την αρχική αναγνώριση της ζημίας απομείωσης, τότε η αρχική ζημία αναστρέφεται. Η αναστροφή δε θα οδηγεί σε λογιστική αξία που υπερβαίνει το αποσβεσμένο κόστος εάν η απομείωση δεν είχε αναγνωριστεί.	Ζημίες απομείωσης δεν επιτρέπεται να αναστραφούν παρά σε συγκεκριμένες ειδικές περιπτώσεις. Εάν σε μεταγενέστερες περιόδους εκτιμάται ότι ένα μέρος της ζημίας θα ανακτηθεί, τότε προσαρμόζεται το πραγματικό επιτόκιο, δηλαδή η βελτίωση αναγνωρίζεται σταδιακά στο μέλλον.

Θέμα	ΔΠΧΑ	US GAAP
Απομείωση μετοχικών τίτλων	Τα γενικά κριτήρια αναγνώρισης απομείωσης είναι ίδια με εκείνα που ισχύουν για χρωστικούς τίτλους. Επιπλέον, ζημία απομείωσης αναγνωρίζεται όταν υπάρχουν πληροφορίες για σημαντικές μεταβολές με αρνητικό αποτέλεσμα στην τεχνολογία, την αγορά, το οικονομικό ή νομικό περιβάλλον που υποδεικνύουν ότι το κόστος της επένδυσης στον μετοχικό τίτλο μπορεί να μην ανακτηθεί ή εάν υπάρχει σημαντική ή παρατεταμένη μείωση της εύλογης αξίας μιας επένδυσης σε μετοχικό τίτλο κάτω του κόστους. Μετά την αρχική αναγνώριση ζημίας απομείωσης, περαιτέρω μειώσεις της εύλογης αξίας αναγνωρίζονται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων.	Οι οδηγίες για την αναγνώριση απομείωσης μετοχικών τίτλων στα US GAAP είναι παρόμοιες με εκείνες των ΔΠΧΑ, αλλά υπάρχει η παραδοχή ότι η μείωση στην εύλογη αξία κάτω από το κόστος προκαλεί απομείωση και όσο μεγαλύτερη σε μέγεθος και διάρκεια είναι η μείωση, τόσο δυσκολότερο είναι να μεταβληθεί αυτή η παραδοχή. Συνεπώς, είναι πιθανό να χρειαστεί να αναγνωριστεί ζημία απομείωσης ταχύτερα σε σχέση με τα ΔΠΧΑ. Η ζημία απομείωσης μεταβάλλει το κόστος. Συνεπώς, ενδέχεται περαιτέρω μειώσεις της εύλογης αξίας να μην αναγνωρίζονται άμεσα στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων.
Λογιστική αντιστάθμισης Έλεγχος αποτελεσματικότητας	Στα ΔΠΧΑ ο έλεγχος της αποτελεσματικότητας της αντιστάθμισης είναι υποχρεωτικός σε όλες τις περιπτώσεις.	Τα US GAAP επιτρέπουν την αποφυγή του ελέγχου της αποτελεσματικότητας της αντιστάθμισης όταν πληρούνται αυστηρά κριτήρια ("shortcut method", "critical terms match").
Αντιστάθμιση μέρους ενός κινδύνου	Επιτρέπεται η αντιστάθμιση μέρους ενός κινδύνου εάν η αποτελεσματικότητα της αντιστάθμισης μπορεί να εκτιμηθεί.	Δεν επιτρέπεται η αντιστάθμιση μέρους ενός κινδύνου παρά μόνο σε ειδικές περιπτώσεις.
Αντιστάθμιση χαρτοφυλακίου για τον επιτοκιακό κίνδυνο	Επιτρέπεται η αντιστάθμιση χαρτοφυλακίου που αποτελείται από διαφορετικά στοιχεία για τον επιτοκιακό κίνδυνο.	Δεν επιτρέπεται η αντιστάθμιση χαρτοφυλακίου που αποτελείται από διαφορετικά στοιχεία για τον επιτοκιακό κίνδυνο.
Αντιστάθμιση προσδοκώμενης συναλλαγής ή επένδυσης στο εξωτερικό	Το μέσο αντιστάθμισης μπορεί να κατέχεται από εταιρεία του ομίλου με διαφορετικό λειτουργικό νόμισμα από εκείνο της εταιρείας που κατέχει το αντισταθμισμένο στοιχείο. Το ίδιο ισχύει και για αντιστάθμιση επένδυσης στο εξωτερικό, δηλαδή μπορεί το μέσο αντιστάθμισης να κατέχεται από οποιαδήποτε εταιρεία του ομίλου.	Το μέσο αντιστάθμισης μπορεί να κατέχεται μόνο από εταιρεία του ομίλου με το ίδιο λειτουργικό νόμισμα με εκείνο της εταιρείας που κατέχει το αντισταθμισμένο στοιχείο και μόνο εφόσον δεν παρεμβάλλεται θυγατρική με διαφορετικό λειτουργικό νόμισμα.
Αντιστάθμιση παραπάνω από έναν κίνδυνο	Υπό προϋποθέσεις, επιτρέπεται η χρήση ενός μέσου αντιστάθμισης για την αντιστάθμιση πέραν του ενός κινδύνου σε δύο ή περισσότερα αντισταθμισμένα στοιχεία.	Δεν επιτρέπεται η χρήση ενός μέσου αντιστάθμισης για την αντιστάθμιση πέραν του ενός κινδύνου σε δύο ή περισσότερα αντισταθμισμένα στοιχεία.
Αντιστάθμιση ταμειακών ροών και προσαρμογή της αξίας ενός μη χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου ή υποχρέωσης	Επιτρέπεται η προσαρμογή της αρχικής αξίας ενός μη χρηματοοικονομικού στοιχείου με τη σωρευτική μεταβολή της εύλογης αξίας του μέσου αντιστάθμισης που είχε αναγνωριστεί στην καθαρή θέση από αντιστάθμιση ταμειακών ροών προσδοκώμενης συναλλαγής.	Τέτοιες προσαρμογές δεν επιτρέπονται.

ΠΗΓΗ: PWC *IFRS and US GAAP similarities and differences*, Σεπτέμβριος 2010, www.iasb.org, www.fasb.org

ΟΡΙΣΜΟΙ

ΔΛΠ	Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο ή Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα
ΔΠΧΑ	Διεθνές Πρότυπο Χρηματοοικονομικής Αναφοράς ή Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς. Επίσης, ο όρος ΔΠΧΑ αναφέρεται συνολικά στα ΔΛΠ, ΔΠΧΑ και Διερμηνείες που έχουν εκδοθεί από IASB
IASB	International Accounting Standards Board (Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων)
FASB	Financial Accounting Standards Board (Αμερικανικό Συμβούλιο Λογιστικών Προτύπων)
US GAAP	US Generally Accepted Accounting Principles (Αμερικανικά Λογιστικά Πρότυπα)
SFAS	Statement of Financial Accounting Standards

Διαχείριση κινδύνων
Διδάγματα από την κρίση και προοπτικές

Μιχαήλ Χαραλαμπίδης

CHIEF RISK OFFICER

ΕΠΙΚΕΦΑΛΗΣ ΤΟΜΕΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΩΝ ΟΜΙΛΟΥ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Περίληψη

Στο παρόν άρθρο επιχειρείται η συνοπτική παράθεση των βασικών αιτιών της κρίσης, καθώς επίσης και των διδαγμάτων και των προοπτικών «της επόμενης ημέρας», εστιάζοντας στη λειτουργία διαχείρισης κινδύνων. Μετά από μια σύντομη εισαγωγή αναφορικά με τον εννοιολογικό προσδιορισμό των κινδύνων και της διαχείρισής τους, στη δεύτερη ενότητα του άρθρου παρατίθενται συνοπτικά οι επιπτώσεις της κρίσης σε όρους ζημιών και απολεσθεισών θέσεων εργασίας στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Στην τρίτη ενότητα αναλύονται μερικοί από τους βασικούς παράγοντες που συνέβαλαν στην κρίση. Ειδικότερα αναλύονται:

1. *τα ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης και διακυβέρνησης της λειτουργίας διαχείρισης κινδύνων των πιστωτικών ιδρυμάτων*
2. *η υπέρμετρη χρηματοοικονομική μόχλευση που παρουσιάστηκε σε συγκεκριμένους θύλακες του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος*
3. *οι ανεπάρκειες σχετικά με την εκτίμηση και διαχείριση των κινδύνων με ιδιαίτερη έμφαση στον κίνδυνο ρευστότητας*

Επίσης, στην ίδια ενότητα παρατίθενται τα διδάγματα που μπορούν να εξαχθούν, αλλά και οι πρωτοβουλίες που πρέπει να αναληφθούν για την αντιμετώπιση των παραγόντων, από τη σκοπιά της διαχείρισης κινδύνων, που οδήγησαν στην κρίση. Τέλος, η τέταρτη ενότητα αναφέρεται στις προοπτικές της διαχείρισης κινδύνων υπό το πρίσμα των σημαντικών μεταρρυθμίσεων στο πλαίσιο προληπτικής εποπτείας των τραπεζών, γνωστού ως «Βασιλεία ΙΙΙ», ενώ η τελευταία ενότητα συνοψίζει τα συμπεράσματα.

Το παρόν άρθρο απηχεί τις προσωπικές απόψεις του συγγραφέα και σε καμία περίπτωση δεν αποτελεί επίσημη θέση του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς. Ο κ. Μ. Χαραλαμπίδης παραιτήθηκε οικειοθελώς από τη θέση του Chief Risk Officer του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς τον Ιούνιο του 2011. Ο κ. Μ. Χαραλαμπίδης είναι Επικεφαλής του Ελληνικού Παραρτήματος της Διεθνούς Ένωσης Επαγγελματιών Διαχείρισης Κινδύνων (Professional Risk Managers' International Association – PRMIA).

Ο συγγραφέας ευχαριστεί τον κ. Ηλία Λεκκό για τον εποικοδομητικό σχολιασμό του, καθώς και τη συνεργάτη του κα Παρασκευή Δήμου για την πολύτιμη υποστήριξη στη συλλογή, επεξεργασία των σχετικών πληροφοριών και τον σχολιασμό του άρθρου.

1. Εισαγωγή

Η λέξη κίνδυνος (risk) προέρχεται από τη λατινική ρίζα "risicare" η οποία σημαίνει «τολμώ», υπονοώντας ότι ο κίνδυνος είναι επιλογή παρά πεπρωμένο. Οι δράσεις που τολμούμε να αναλάβουμε, οι οποίες εξαρτώνται από την ελευθερία επιλογών που διαθέτουμε, ουσιαστικά χαρακτηρίζουν την «ιστορία» της διαχείρισης κινδύνων, αλλά και την κοινωνική εξέλιξη. Η διαχείριση κινδύνων ενσωματώνεται σε ένα απέραντο φάσμα λήψης αποφάσεων από την κατανομή περιουσιακών στοιχείων σε επίπεδο χαρτοφυλακίου μέχρι τη διασφάλιση της δημόσιας υγείας, από την εξόρυξη πετρελαίου σε μεγάλα θαλάσσια βάθη μέχρι την προστασία του περιβάλλοντος, από την πληρωμή ασφαλίστρων μέχρι τη χρήση ζώνης ασφαλείας στα αυτοκίνητα. Σε κάθε περίπτωση, κίνδυνος σημαίνει έκθεση στην αβεβαιότητα και αφορά αφενός, τις ανθρώπινες δραστηριότητες –είναι καθημερινός τρόπος ζωής και σκέψης– και αφετέρου, όλες τις επιχειρήσεις.

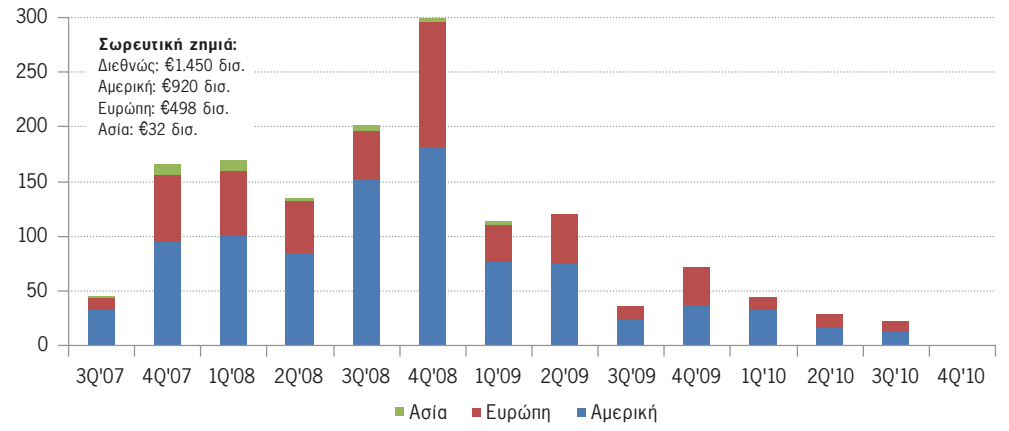
Ειδικότερα, σε επιχειρησιακό επίπεδο, κίνδυνος είναι η πιθανότητα επέλευσης δυσμενών επιπτώσεων από την έκβαση μιας ενέργειας ή ενός γεγονότος, με αποτέλεσμα την εμφάνιση μη αναμενόμενων ζημιών ή τον περιορισμό της ικανότητας της επιχείρησης να υλοποιήσει τους στόχους της. Επομένως, η λειτουργία της διαχείρισης κινδύνων περιλαμβάνει το σύνολο των στρατηγικών, πολιτικών, διαδικασιών, οργανωτικών δομών και τεχνολογικών υποδομών που μια επιχείρηση πρέπει να αναπτύξει προκειμένου να αναγνωρίζει, εκτιμά, παρακολουθεί και να ελέγχει σε συνεχή βάση την έκθεσή της στους κινδύνους που απορρέουν από τις δραστηριότητές της.

Είναι γνωστό ότι, οι κρίσεις πάντοτε επιταχύνουν τη διαδικασία της αλλαγής. Είναι φανερό ότι, δύο έτη από την πτώχευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers στις ΗΠΑ που σηματοδότησε τη χρηματοπιστωτική κρίση, είναι πλέον ορατά τα σημάδια του εν εξελίξει σημαντικού μετασχηματισμού του χρηματοπιστωτικού τοπίου. Οι βασικές κινητήριες δυνάμεις του εν λόγω μετασχηματισμού είναι: (α) η καθολικά διαφορετική αντίληψη των κινδύνων και της διαχείρισής τους, και (β) η ενίσχυση της αυστηρότητας του εποπτικού πλαισίου λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού τομέα.

2. Επιπτώσεις της κρίσης στον χρηματοπιστωτικό τομέα

Η χρηματοοικονομική κρίση με όλες τις διαδοχικές εκφάνσεις της συνεχίζει να προκαλεί ζημιές και απώλειες θέσεων εργασίας στον χρηματοπιστωτικό τομέα, όπως παρουσιάζεται στα παρακάτω Διαγράμματα. Η σχετική παράθεση δεν λαμβάνει υπόψη τις παρεπόμενες επιπτώσεις της κρίσης στην πραγματική οικονομία, οι οποίες είναι πολύ μεγαλύτερες τόσο από πλευράς ζημιών όσο και απασχόλησης.

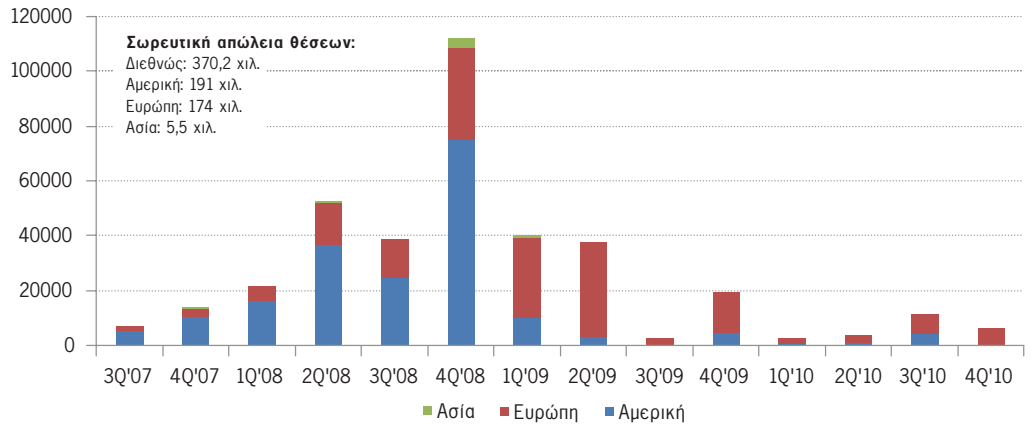
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 Διαχρονική εξέλιξη ζημιών (€ δισ.) χρηματοπιστωτικού συστήματος ανά γεωγραφική περιοχή



ΠΗΓΗ: Bloomberg - 19.01.2011

Οι συνολικές σωρευτικές ζημιές από την κρίση σε διεθνές επίπεδο ανέρχονται, μέχρι το τέλος του 2010, σε € 1,45 τρισεκ. περίπου, οι οποίες κατανέμονται κατά 63% και 34% στην Αμερική και Ευρώπη αντίστοιχα. Οι ζημιές κορυφώθηκαν το τελευταίο τρίμηνο του 2008 και έκτοτε ακολουθούν φθίνουσα πορεία.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 Διαχρονική εξέλιξη απωλεσθεισών θέσεων εργασίας χρηματοπιστωτικού συστήματος ανά γεωγραφική περιοχή



ΠΗΓΗ: Bloomberg - 19.01.2011

Σε αντίθεση με την κατανομή των ζημιών, η κατανομή των απολεσθεισών θέσεων εργασίας στον χρηματοπιστωτικό τομέα διεθνώς κατανέμεται κατά 52% και 47% στην Αμερική και Ευρώπη, αντίστοιχα. Από τις συνολικά 370,2 χιλιάδες χαμένες θέσεις εργασίας, η Ευρώπη «πληρώνει» βαρύτερο τίμημα συγκριτικά με τις υφιστάμενες ζημιές σε σχέση με την Αμερική.

Στο Διάγραμμα 3 παρουσιάζεται η κατανομή, ανά κατηγορία δραστηριότητας, των συνολικών σωρευτικών ζημιών ύψους €1,45 τρισεκατ. περίπου σε διεθνές επίπεδο κατά την 31.12.2010. Οι ζημιές από δάνεια ανέρχονται στο 47% επί του συνόλου, ενώ οι ζημιές από πάσης φύσης τιτλοποιήσεις ανέρχονται σε 31% επί του συνόλου.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 Κατανομή σωρευτικών ζημιών ανά κατηγορία δραστηριότητας

ΠΗΓΗ: Bloomberg

Αξίζει να σημειωθεί ότι, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα βρέθηκε στη δίνη της χρηματοοικονομικής κρίσης, κυρίως λόγω δευτερογενών επιπτώσεών της (κρίση ρευστότητας) και των δημοσιονομικών ανισορροπιών της χώρας. Οι ελληνικές τράπεζες δεν επένδυσαν σε υψηλού κινδύνου τιτλοποιημένα προϊόντα και δεν εκτέθηκαν σε υπέρμετρη χρηματοοικονομική μόχλευση, όπως συνέβη σε άλλα ανεπτυγμένα τραπεζικά συστήματα (π.χ. ΗΠΑ, Βρετανία, Γερμανία, Ολλανδία).

3. Παράγοντες που οδήγησαν στην κρίση και διδάγματα

Οι παράγοντες που συνέβαλαν στη χρηματοοικονομική κρίση είναι πολλαπλοί. Αν και η εκτεταμένη χρήση πολύπλοκων προϊόντων τιτλοποίησης θεωρήθηκε ως η κύρια αιτία, η ιστορία αποδεικνύει ότι δεν υπάρχει μόνο μία αιτία που προκαλεί τις κρίσεις. Οι περισσότερες κρίσεις έχουν πολλές φορές τη ρίζα τους στην ανεπάρκεια, για διάφορους λόγους, της λειτουργίας διαχείρισης κινδύνων.

Είναι γεγονός ότι η κρίση δημιουργήθηκε από έναν συνδυασμό:

- μακροοικονομικών συνθηκών και συνθηκών στις διεθνείς αγορές (π.χ. υψηλός ρυθμός αύξησης του Α.Ε.Π. σε διεθνές επίπεδο, χαμηλό επίπεδο επιτοκίων, υψηλή ρευστότητα, σημαντική πιστωτική επέκταση, ραγδαία ανάπτυξη της χρηματοοικονομικής καινοτομίας μέσω της τιτλοποίησης και των πιστωτικών παραγώγων, σημαντική χρηματοοικονομική μόχλευση σε συγκεκριμένους «θύλακες» του χρηματοπιστωτικού τομέα),
- «χαλαρών» ή εσφαλμένων κριτηρίων πιστοδότησης, κυρίως στη στεγαστική πίστη στις ΗΠΑ,
- αναποτελεσματικής εταιρικής διακυβέρνησης, ιδιαίτερα σε θέματα διαχείρισης των κινδύνων, και ανεπαρκούς εποπτείας από τα Διοικητικά Συμβούλια (ΔΣ),
- ανεπαρκούς ελέγχου από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές.

3.1 Εταιρική διακυβέρνηση και διακυβέρνηση της λειτουργίας διαχείρισης κινδύνων

Κατά την περίοδο πριν την κρίση εμφανίστηκαν αδυναμίες στην οργάνωση και εταιρική διακυβέρνηση σε σημαντικό αριθμό πιστωτικών ιδρυμάτων, ιδιαίτερα σε θέματα που άπτονται της λειτουργίας διαχείρισης κινδύνων. Ειδικότερα, η ανεπαρκής γνώση και εμπλοκή των ΔΣ και των ανώτατων διοικήσεων για τον καθορισμό της διάθεσης ανάληψης κινδύνων (risk apettite), αλλά και η αδυναμία τους να κατανοήσουν, να διατυπώσουν με σαφήνεια, να μετρήσουν και να τηρήσουν ένα αποδεκτό επίπεδο (προφίλ) κινδύνων, οδήγησε σε μια ιδιότυπη στρέβλωση μεταξύ των κινδύνων που οι τράπεζες πραγματικά αναλάμβαναν και στους κινδύνους που τα μέλη των ΔΣ εκτιμούσαν ότι έχουν αναληφθεί.

Επιπρόσθετα, είναι αξιοσημείωτη η σημαντικά υψηλότερη επιρροή, ιεραρχική θέση, καθώς και αμοιβές και ανταμοιβές των στελεχών που διαμόρφωναν το επίπεδο των πωλήσεων και των εσόδων σε σχέση με τις αντίστοιχες των στελεχών διαχείρισης και ελέγχου των κινδύνων. Παρατηρήθηκε ότι, όχι μόνο δεν υπήρχε η απαιτούμενη ισορροπία μεταξύ αφενός, των στόχων επίτευξης πωλήσεων και εσόδων και αφετέρου, της ανάληψης των κινδύνων για την επίτευξή τους, αλλά μια σαφής μονομέρεια υπέρ των πωλήσεων και των εσόδων. Επίσης, το γεγονός ότι, υπήρξε σημαντική διάσταση μεταξύ συχνότητας πληρωμής ανταμοιβών (1 έτος) και του διαστήματος που απαιτείται (τουλάχιστον 3 έτη) για να αποκρυσταλλωθούν οι δυσμενείς συνέπειες πολιτικών ανάληψης υψηλού κινδύνου, ενθάρρυνε την περαιτέρω ανάληψη υψηλού κινδύνου ενεργειών με στόχο την επίτευξη υψηλών αποδόσεων. Συγκεκριμένα, οι πολιτικές αμοιβών και ανταμοιβών των στελεχών βασίστηκαν στην επίτευξη όγκων πωλήσεων ή κερδοφορίας σε ονομαστικούς όρους, καθώς τα συστήματα μέτρησης ατομικής ή συλλογικής επίδοσης απέτυχαν να ενσωματώσουν την «οικονομική» αντί της λογιστικής κερδοφορίας. Τα εν λόγω συστήματα δεν συνεκτιμούσαν το ύψος των αναμενόμενων (κατά μέσον όρο) ζημιών και το κόστος του απαιτούμενου κεφαλαίου για την κάλυψη μη αναμενόμενων ζημιών από πιστωτικό, λειτουργικό και κινδύνους αγοράς, καθώς και το κόστος του κινδύνου ρευστότητας.

Είναι φανερό ότι, θα πρέπει να αναληφθούν πρωτοβουλίες με στόχο την άμβλυνση των αδυναμιών και την ενίσχυση της εταιρικής διακυβέρνησης, ιδιαίτερα σε θέματα διαχείρισης κινδύνων. Κατ' αρχήν, η λειτουργία της διαχείρισης κινδύνων θα πρέπει να καταστεί σαφές και κύριο καθήκον των ΔΣ. Τουλάχιστον

κάποια μέλη των ΔΣ θα πρέπει να κατανοούν πλήρως τους αναλαμβανόμενους κινδύνους για την επίτευξη της επιθυμητής κερδοφορίας, των μεθοδολογιών εκτίμησης και αντιστάθμισης κινδύνων, τους μηχανισμούς καθορισμού και παρακολούθησης ορίων ανάληψης κινδύνων, το επίπεδο του απαιτούμενου κεφαλαίου (εποπτικού και οικονομικού) για την απορρόφηση ενδεχόμενων ζημιών υπό διαφορετικά σενάρια, καθώς και τις απαιτούμενες ενέργειες για την αποκατάσταση της κεφαλαιακής βάσης μετά την επέλευση ενδεχόμενων ακραίων ζημιών. Τα μέλη των ΔΣ θα πρέπει να καθορίζουν και να αξιολογούν σε τακτική βάση τη διάθεση ανάληψης κινδύνων, την οποία θα πρέπει να παρακολουθούν σε σχέση με το τρέχον επίπεδο και την εξέλιξη του προφίλ των κινδύνων. Η υλοποίηση των προαναφερθέντων προϋποθέτει τη σημαντική αύξηση του χρόνου ενασχόλησης των ΔΣ με θέματα διαχείρισης κινδύνων και κεφαλαίου.

Δεύτερον, η ενίσχυση της κουλτούρας διαχείρισης κινδύνων (risk culture) θα πρέπει να διαχυθεί σε όλα τα ιεραρχικά επίπεδα του οργανισμού. Η κουλτούρα διαχείρισης κινδύνων ορίζεται ως το σύνολο των προτύπων, κανόνων και παραδοσιακών πρακτικών αναφορικά με τη συμπεριφορά ατόμων ή ομάδων που καθορίζει τον τρόπο με τον οποίο αναγνωρίζουν, κατανοούν, επικοινωνούν και ενεργούν για την αντιμετώπιση των κινδύνων που αναλαμβάνει ο οργανισμός. Η εμπέδωση της κουλτούρας διαχείρισης κινδύνων θα επιταχυνθεί όταν τα ΔΣ και οι διοικήσεις των τραπεζών αντιληφθούν ότι η αποφυγή μιας ζημιάς ενός εκατομμυρίου ευρώ είναι εξίσου πολύτιμη με την πραγματοποίηση ενός ισόποσου κέρδους. Μια αποτελεσματική και ολοκληρωμένη νοοτροπία-κουλτούρα διαχείρισης κινδύνων προϋποθέτει κατ' ελάχιστον την ύπαρξη των παρακάτω στοιχείων:

- Ενεργή και συνεχή καθοδήγηση από το ΔΣ και την ανώτατη διοίκηση. Η στάση και η συμπεριφορά που επικοινωνείται από το ΔΣ και την ανώτατη διοίκηση καθίσταται κρίσιμη, καθώς υιοθετείται διαχρονικά από τον υπόλοιπο οργανισμό.
- Διαφάνεια και επικοινωνία πληροφοριών διαχείρισης κινδύνων. Η εν λόγω επικοινωνία ενδέχεται να πραγματοποιείται μέσω επίσημων καναλιών (επιτροπές, ομάδες εργασίας) ή ανεπίσημων καναλιών, όπου το προσωπικό θα μπορεί να επικοινωνήσει άμεσα με τα στελέχη της Μονάδας Διαχείρισης Κινδύνων, συζητώντας για ενδεχόμενες ανησυχίες τους σχετικά με την αποτελεσματικότερη διαχείριση των κινδύνων.
- Ενίσχυση της υπευθυνότητας του προσωπικού σε θέματα διαχείρισης κινδύνων. Είναι σαφές ότι, απαιτούνται αλλαγές στις περιγραφές θέσεων ευθύνης και στις αρμοδιότητες σε όλα τα ιεραρχικά επίπεδα, καθώς και στις πολιτικές και στις διαδικασίες λήψης αποφάσεων με την εισαγωγή ή/και ενίσχυση των κριτηρίων/παραμέτρων κινδύνων (π.χ. σχετικά με τις πιστοδοτήσεις ή τη διαπραγμάτευση περιουσιακών στοιχείων). Η ευθύνη για τη διαχείριση των κινδύνων θα πρέπει να ενσωματωθεί με σαφήνεια στην περιγραφή εργασίας του προσωπικού και να αξιολογείται ως τμήμα των τακτικών αξιολογήσεων επίδοσής του.
- Βελτίωση της διακυβέρνησης των κινδύνων μέσω:
  - (α) άμεσης πρόσβασης και γραμμής αναφοράς της μονάδας διαχείρισης κινδύνων προς το ΔΣ και την ανώτατη διοίκηση,
  - (β) ενίσχυσης της ιεραρχικής θέσης και επιρροής του επικεφαλής της μονάδας διαχείρισης κινδύνων (Chief Risk Officer),
  - (γ) επικοινωνίας της διάθεσης ανάληψης κινδύνων (risk apettite) εντός και εκτός του οργανισμού,
  - (δ) αποδεδειγμένης διασύνδεσης των επιχειρηματικών στόχων με αυτούς της διαχείρισης κινδύνων.
- Βελτίωση των κινήτρων του συστήματος αμοιβών και ανταμοιβών ενσωματώνοντας την παράμετρο της ευαισθησίας στους κινδύνους, καθώς και τη συμμόρφωση με τα όρια κινδύνων και τις εποπτικές απαιτήσεις.
- Βελτίωση της επικοινωνίας μεταξύ διαχειριστών και αναδόχων κινδύνων (επιχειρηματικές μονάδες) με ενδυνάμωση της «εποικοδομητικής κριτικής», από τους διαχειριστές κινδύνων, των πληροφοριών ή παραδοχών που χρησιμοποιούνται στη λήψη αποφάσεων.

Τρίτον, θα πρέπει να δοθεί μεγαλύτερη έμφαση στη σύνδεση της κερδοφορίας με τους αναλαμβανόμενους κινδύνους που είναι άρρηκτα συνδεδεμένοι με την επίτευξή της. Τα συστήματα αξιολόγησης της ατομικής και συλλογικής επίδοσης, βάσει των οποίων παρέχονται οι αμοιβές και ανταμοιβές των στελεχών, θα πρέπει να ενσωματώσουν άμεσα το κόστος κεφαλαίου έναντι των αναλαμβανόμενων κινδύνων και το κόστος

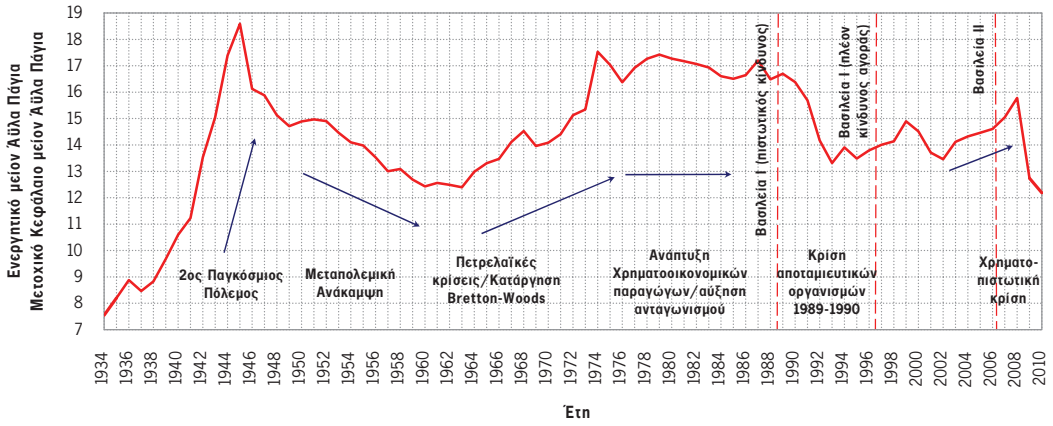
του κινδύνου ρευστότητας, καλύπτοντας μεσο-μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Η διεθνής τάση που ήδη διαμορφώνεται αποσκοπεί στη χρήση μεθοδολογιών προσαρμοσμένης έναντι των κινδύνων αποδοτικότητας ως βασικού εργαλείου της Διοίκησης για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας και τον καθορισμό αμοιβών και ανταμοιβών, καθώς και της ευθυγράμμισης των κινήτρων ανάληψης κινδύνων των επιχειρηματικών μονάδων με τους κινδύνους που δημιουργούν οι δραστηριότητές τους.

Τέλος, ο έλεγχος και η διαχείριση κινδύνων και κεφαλαίου (π.χ. καθορισμός και παρακολούθηση ορίων ανάληψης κινδύνων, ανάπτυξη/έλεγχος συστημάτων/υποδειγμάτων, υπολογισμός προβλέψεων, έλεγχος διαδικασιών αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων, αναφορές ποιότητας χαρτοφυλακίων) θα πρέπει να είναι ανεξάρτητες από τις μονάδες που αναλαμβάνουν κινδύνους (π.χ. έγκριση δανείων, δραστηριότητες διαπραγμάτευσης, πωλήσεις προϊόντων και υπηρεσιών). Οι διαχειριστές κινδύνων θα πρέπει να διαθέτουν επαρκή ιεραρχική ισχύ και θέση στον οργανισμό και θα πρέπει να διασφαλιστεί ότι η γνώμη τους λαμβάνεται υπόψη στη λήψη των αποφάσεων.

3.2 Χρηματοοικονομική μόχλευση

Η οικονομική αναταραχή που άρχισε το καλοκαίρι του 2007, αποτέλεσε το αποκορύφωμα μιας ιδιαίτερα σημαντικής πιστωτικής ανάπτυξης και μόχλευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος κυρίως στις ΗΠΑ και τη δυτική Ευρώπη. Το επιχειρηματικό πρότυπο λειτουργίας σημαντικού αριθμού τραπεζών βασίστηκε στην υπερβολική χρηματοοικονομική μόχλευση, γεγονός που οφείλεται σε έναν συνδυασμό παραγόντων που έχουν ήδη αναφερθεί στην ενότητα 3, οι οποίοι επηρέασαν επενδυτικές και στεγαστικές τράπεζες στις ΗΠΑ και τη Μ. Βρετανία, περιφερειακές (Landesbanks) τράπεζες στη Γερμανία και εμπορικές τράπεζες στη δυτική Ευρώπη. Ενδεικτικά, στο Διάγραμμα 4 παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη (1934-2009) της χρηματοοικονομικής μόχλευσης προσαρμοσμένης για τα άυλα πάγια στοιχεία ενεργητικού[1] (Tangible Assets/Tangible Equity), των εμπορικών τραπεζών στις ΗΠΑ.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4 Δείκτης Μόχλευσης Αμερικανικών Εμπορικών Τραπεζών (1934–2010)



ΠΗΓΗ: U.S. Federal Deposit Insurance Corporation

Παρατηρείται αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης κατά την περίοδο 2002-2008 κατά 17,2%, ενώ κατά τη διετία 2009-2010 παρατηρείται απότομη απομόχλευση (-22,8%) συγκριτικά με την κορύφωση του 2008, λόγω της ενίσχυσης της κεφαλαιακής βάσης και την ταυτόχρονη μείωση του ενεργητικού των τραπεζών. Ωστόσο, ο μέσος όρος του δείκτη μόχλευσης (14,5) της περιόδου 2002-2008 παραμένει στα ίδια περίπου επίπεδα με τον μακροχρόνιο μέσο όρο (14,3) της περιόδου 1934-2010 και στα ίδια ή χαμηλότερα επίπεδα

[1] Ο εν λόγω δείκτης ορίζεται ως (Σύνολο ενεργητικού – άυλα πάγια)/(Μετοχικό κεφάλαιο – άυλα πάγια – προνομιούχες μετοχές).

σε σύγκριση με άλλες ιστορικές περιόδους υψηλής μόχλευσης (π.χ. 1963-1974:14,3, 1975-1990:16,9). Παρά τη σφοδρότητα της υπό εξέλιξη κρίσης, οι εμπορικές τράπεζες των ΗΠΑ δεν παρουσιάζουν υπέρμετρη, όπως θα αναμενόταν, χρηματοοικονομική μόχλευση. Το γεγονός αυτό οφείλεται σε δύο κυρίως λόγους:

- στη μείωση του ενεργητικού των τραπεζών μέσω της σημαντικής μεγέθυνσης της αγοράς τιτλοποιημένων περιουσιακών στοιχείων και πιστωτικών παραγώγων που επέτρεψε στις τράπεζες να μεταφέρουν δάνεια ή άλλα στοιχεία εκτός των ισολογισμών τους,
- στη σημαντική αύξηση των κερδών (μέση ετήσια αύξηση 1991-2006: 15%) και, συνεπώς, των μη διανεμόμενων κερδών κατά τα έτη πριν την κρίση που ενίσχυσαν την κεφαλαιακή τους βάση.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Δείκτης μόχλευσης προσαρμοσμένος για τα άυλα πάγια (Tangible assets/Tangible common equity)

	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	Μ.Ο. (2002-2008)
Goldman Sachs	14,0	14,3	20,6	32,2	30,8	33,3	26,1	24,0	24,8	27,4
Morgan Stanley	22,0	30,5	23,0	39,9	36,3	33,6	28,7	25,7	25,8	30,4
Lehman Brothers	–	–	–	39,8	33,9	32,7	34,4	36,0	32,4	34,9
Bear Sterns	–	–	–	34,6	29,8	27,6	30,0	30,6	31,9	30,7
Merrill Lynch	–	–	75,7	45,2	25,1	25,1	25,3	21,9	24,6	34,7
Bank of America	17,1	22,2	35,3	29,8	24,1	23,6	20,9	20,4	17,2	24,5
Citigroup	14,5	15,4	63,9	32,2	26,4	21,4	22,2	22,1	21,3	29,9
JP Morgan Chase	17,9	19,0	26,1	21,0	20,5	20,7	19,7	21,8	23,7	21,9
Barclays	35,1	35,6	77,9	81,3	79,2	90,5	47,6	36,4	35,4	64,0
RBS	23,7	28,0	61,3	573,6	40,0	48,8	38,8	43,9	36,8	120,5
Lloyds TSB	24,3	27,5	62,5	36,4	39,5	39,5	33,0	35,1	47,1	41,9
HSBC	21,3	24,4	37,7	26,2	25,7	24,8	24,4	21,9	21,4	26,0

ΠΗΓΗ: Bloomberg

Ωστόσο, η παραπάνω εικόνα μεταβάλλεται σημαντικά αν εστιάσουμε στους αντίστοιχους δείκτες μόχλευσης των επενδυτικών τραπεζών στις ΗΠΑ και επιλεγμένων βρετανικών πιστωτικών ιδρυμάτων. Από τα

στοιχεία του Πίνακα 1 συνάγεται το συμπέρασμα των «θυλάκων» υπέρμετρης μόχλευσης στα τραπεζικά συστήματα συγκεκριμένων χωρών (π.χ. ΗΠΑ και Ηνωμένο Βασίλειο).

Είναι αξιοσημείωτο ότι, ο μέσος δείκτης μόχλευσης κάθε επενδυτικής τράπεζας είναι σχεδόν υπερδιπλάσιος του αντίστοιχου μέσου όρου (14,5) των εμπορικών τραπεζών στις ΗΠΑ για την περίοδο 2002-2008, με τον δείκτη της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers να υπερβαίνει την τιμή 30 για όλη τη διάρκεια της περιόδου.

Επίσης, ιδιαίτερη εντύπωση προκαλούν οι υψηλότεροι δείκτες μόχλευσης των βρετανικών τραπεζών, συγκριτικά με τους αντίστοιχους των αμερικανικών εμπορικών τραπεζών (Bank of America, Citigroup, JP Morgan Chase). Σημειώνεται ότι, ο δείκτης μόχλευσης της βρετανικής τράπεζας Royal Bank of Scotland (RBS) παρουσίασε εξαιρετικά υψηλή τιμή το 2007 λόγω της εξαγοράς της ολλανδικής τράπεζας ABN-AMRO.

Η υπερβολική εντός και εκτός ισολογισμού μόχλευση που παρουσιάστηκε σε κάποιους σημαντικούς θύλακες του διεθνούς τραπεζικού συστήματος, σε συνδυασμό με τη σταδιακή μείωση της ποσότητας και ποιότητας της κεφαλαιακής βάσης, καθώς και των ανεπαρκών αποθεμάτων ρευστότητας που διατηρούσαν οι τράπεζες, οδήγησαν στον μετασχηματισμό της πιστωτικής κρίσης των τιτλοποιημένων ενυπόθηκων δανείων σε κρίση εμπιστοσύνης και, συνεπώς, κρίση ρευστότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος. Είναι φανερό ότι, καθίσταται αναγκαία η αύξηση τόσο της ποσότητας όσο και της ποιότητας του κεφαλαίου, αλλά και η λήψη μέτρων για τον περιορισμό της υπέρμετρης μόχλευσης του τραπεζικού συστήματος ιδιαίτερα κατά τη διάρκεια ανοδικών οικονομικών κύκλων.

3.3 Διαχείριση κινδύνων

Η έλλειψη ρευστότητας στις χρηματαγορές αποτέλεσε κεντρικό πρόβλημα της κρίσης ήδη από τον Μάρτιο του 2008 με την «παρολίγο» πτώχευση της επενδυτικής τράπεζας Bear Sterns και κορυφώθηκε το φθινόπωρο του 2008 με την πτώχευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers. Οι εν λόγω πτυχές της κρίσης ανέδειξαν τις αδυναμίες τραπεζών οι οποίες στήριξαν την ανάπτυξη του δανειακού τους χαρτοφυλακίου ή την επένδυση σε πολύπλοκα δομημένα περιουσιακά στοιχεία (π.χ. τιτλοποιήσεις, CDOs, CLOs) στη χρηματοδότηση, σε μεγάλο βαθμό, από βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Συγκεκριμένα, πιο ευάλωτες υπήρξαν οι τράπεζες των οποίων το επιχειρηματικό πρότυπο στηριζόταν σε μεγάλο βαθμό στην αντίληψη περί αδιάκοπης πρόσβασης σε εξασφαλισμένη χονδρική χρηματοδότηση (π.χ. αγορά repo). Ενδεικτικό είναι το παράδειγμα της βρετανικής τράπεζας Northern Rock, η οποία λίγα χρόνια πριν την κρίση παρουσίαζε μέση ετήσια αύξηση 25% των στεγαστικών δανείων τα οποία χρηματοδοτούσε με βραχυπρόθεσμη χονδρική χρηματοδότηση.

Ο κίνδυνος φήμης έπαιξε σημαντικό ρόλο στη ραγδαία μετάδοση της κρίσης ρευστότητας η οποία εξαπλωνόταν από τις χρηματαγορές προς την καταθετική βάση των εμπορικών τραπεζών. Υπήρξαν παραδείγματα τραπεζών, κυρίως στις ΗΠΑ, οι οποίες απώλεσαν σημαντικά τμήματα της καταθέσεων λιανικής εντός λίγων εβδομάδων από την πτώχευση της Lehman Brothers. Ο ανταγωνισμός για άντληση καταθέσεων οξύνθηκε και η επιθετική τιμολόγηση διευρύνθηκε περαιτέρω. Ωστόσο, σε κάποιες περιπτώσεις, το παραπάνω γεγονός σηματοδότησε στην αγορά ότι οι τράπεζες που τιμολογούσαν επιθετικά τις καταθέσεις «έκρυβαν» κάποιο πρόβλημα. Για παράδειγμα, υπήρχαν περιπτώσεις όπου οι τράπεζες που πρόσφεραν χαμηλότερα επιτόκια καταθέσεων από τον ανταγωνισμό δέχτηκαν «εισροές» καταθέσεων, καθώς οι καταθέτες πίστεψαν ότι οι εν λόγω τράπεζες δεν αντιμετώπιζαν προβλήματα ρευστότητας και φερεγγυότητας.

Επιπλέον, αναδείχθηκε η ανεπαρκής διαχείριση και μέτρηση του κινδύνου ρευστότητας. Οι αναφορές για το επίπεδο ρευστότητας δεν απεικόνιζαν επαρκώς τους κινδύνους σε τομείς όπως η βραχυπρόθεσμη εξασφαλισμένη διατραπεζική χρηματοδότηση (αγορά repo), ασυμφωνία ληκτότητας στοιχείων ενεργητικού και παθητικού, ενδεχόμενες εκροές λόγω υποβάθμισης της πιστοληπτικής αξιολόγησης της τράπεζας, μεταβολές στην αγοραία αξία παραγώγων και εξασφαλίσεων, ανάγκες για ρευστότητα που προέρχονται από εκτός ισολογισμού στοιχεία (π.χ. οχήματα ειδικού σκοπού), καθώς και ο βαθμός ρευστότητας στην αγορά χρέους και τιτλοποιήσεων.

Επιπρόσθετα, η μέτρηση και η διαχείριση κινδύνων, συμπεριλαμβανομένης και της διεξαγωγής σεναρίων προσομοίωσης καταστάσεων κρίσης, πραγματοποιούνταν μεμονωμένα τόσο σε επίπεδο κινδύνων όσο και σε επίπεδο εταιρείας, κυρίως λόγω ανεπαρκών πληροφοριακών συστημάτων και της μη ύπαρξης ενοποιημένης βάσης δεδομένων. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα, την αδυναμία των πιστωτικών ιδρυμάτων να συνεκτιμήσουν αλληλοεπιδράσεις και τη συσχέτιση μεταξύ κινδύνων (π.χ. πιστωτικού, ρευστότητας και αγοράς ή λειτουργικού και πιστωτικού), αλλά και να μετρήσουν τον συνολικό κίνδυνο τόσο σε επίπεδο ομίλου, όσο σε επίπεδο εταιρείας, συνεκτιμώντας τις δυσκολίες για μεταφορά κεφαλαίων μεταξύ των εταιρειών του ομίλου.

Η υπερβολική και χωρίς κριτική προσέγγιση αποδοχή των αποτελεσμάτων πολύπλοκων υποδειγμάτων και μεθοδολογιών εκτίμησης κινδύνων και αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων είχαν ως αποτέλεσμα τη μη ορθή εκτίμηση των κινδύνων και της αξίας των σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Για παράδειγμα, πριν την κρίση πολλά υποδείγματα εκτίμησης κινδύνων υπέθεταν εσφαλμένα ότι, οι θέσεις σε δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα θα ήταν εύκολο να αντισταθμιστούν πλήρως, αδυνατώντας να προβλέψουν ότι η στενότητα της ρευστότητας της αγοράς θα καθιστούσε προβληματική τη δυνατότητα εφαρμογής αποτελεσματικών αντισταθμίσεων κινδύνου. Ωστόσο, το πρόβλημα δεν εντοπίζεται μόνο στα υποδείγματα ή σε αυτούς που τα αναπτύσσουν, αλλά και στα μέλη των ΔΣ και των ανώτατων διοικήσεων που δεν είχαν τη γνώση ή τη διάθεση να «αμφισβητήσουν» τις παραδοχές και συνεπώς τα αποτελέσματα των εν λόγω υποδειγμάτων.

Η διαχείριση του λειτουργικού κινδύνου, συμπεριλαμβανόμενου του νομικού κινδύνου, αναφορικά με τις διαδικασίες και τα κριτήρια πιστοδότησης, τις διαδικασίες επίσχεσης των εξασφαλίσεων από τις τράπεζες, την αντιμετώπιση της απάτης, καθώς και τη χρήση υποδειγμάτων τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων υπήρξε αναποτελεσματική και ελλιπής. Για παράδειγμα, κατά τη διάρκεια της «έκρηξης» των τιμών των κατοικιών, που προηγήθηκε της κρίσης στις ΗΠΑ, οι τράπεζες παρείχαν «κατά συρροή» στεγαστικά δάνεια, πολλά εκ των οποίων, αποδείχτηκε εκ των υστέρων ότι, είχαν εγκριθεί με ελλιπείς διαδικασίες και ανεπαρκή αξιολόγηση του κινδύνου. Στη συνέχεια, τα εν λόγω δάνεια «τιτλοποιήθηκαν» σε ομόλογα και πουλήθηκαν σε επενδυτές. Ωστόσο, μέσω των αλλεπάλληλων αγοραπωλησιών των ομολόγων και συνεπώς των υποκείμενων δανείων, σημαντικά νομικά και άλλα έγγραφα (π.χ. εγγραφή υποθήκης) απωλέσθηκαν ή δεν είχαν επαρκή τεκμηρίωση.

Ακολούθως, οι τράπεζες προέβησαν σε πλειστηριασμούς των εν λόγω ακινήτων χωρίς να έχουν επαρκείς αποδείξεις για την ιδιοκτησία τους επί αυτών. Αυτό το γεγονός είχε σαν αποτέλεσμα την έναρξη εισαγγελικών ερευνών το φθινόπωρο του 2010 σε όλες τις πολιτείες των ΗΠΑ για να διερευνηθεί το ζήτημα. Σημειώνεται ότι, οι αναλυτές της τράπεζας Royal Bank of Scotland εκτιμούν ότι η «κρίση των πλειστηριασμών» θα κοστίσει στις τράπεζες των ΗΠΑ περίπου $ 4,3 δισ. για την πληρωμή προστίμων και $ 38 δισ. για την επαναγορά μη εξυπηρετούμενων στεγαστικών δανείων από ιδιώτες επενδυτές και κρατικές εταιρείες χρηματοδότησης στεγαστικών δανείων (Fannie Mae & Freddie Mac)[2].

Είναι φανερό ότι, η υπερβολική εμπιστοσύνη στις αξιολογήσεις των εξωτερικών οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας αντί της εσωτερικής αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών, με ιδιαίτερη έμφαση στα δομημένα πιστωτικά προϊόντα και τις τιτλοποιήσεις, ενέτεινε τη σφοδρότητα της κρίσης. Οι τράπεζες είχαν αναθέσει ένα σημαντικό τμήμα της αξιολόγησης και της διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου των περιουσιακών τους στοιχείων σε εξωτερικούς οίκους αξιολόγησης. Επισημαίνεται ότι, πριν αλλά και κατά τη διάρκεια της κρίσης οι αξιολογήσεις των εξωτερικών οίκων που αφορούσαν χρέος επιχειρήσεων παρουσίαζαν σχετική σταθερότητα. Αντίθετα, οι αξιολογήσεις που αφορούσαν δομημένα ή τιτλοποιημένα πιστωτικά προϊόντα (π.χ. Collateralised Debt Obligations–CDO, Asset Backed Securities–ABS, Commercial & Residential Mortgage Backed Securities–CMBS & RMBS) παρουσίασαν σημαντική αστάθεια από το 2007, ενώ η κορύφωση της μεταβλητότητας των αξιολογήσεών τους, κυρίως από υποβαθμίσεις, πραγματοποιήθηκε το 2009.

[2] "Room to improve" by Suzanne Kapner, Financial Times, November 2, 2010, p. 9.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Ετήσια ποσοστά μετακίνησης αξιολογήσεων δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων*

	1991-2006		2007		2008		2009		2010	
	ΥΠΟΒΑΘΜΙΣΗ (Υ)	ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΗ (Α)	ΥΠΟΒΑΘΜΙΣΗ (Υ)	ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΗ (Α)	ΥΠΟΒΑΘΜΙΣΗ (Υ)	ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΗ (Α)	ΥΠΟΒΑΘΜΙΣΗ (Υ)	ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΗ (Α)	ΥΠΟΒΑΘΜΙΣΗ (Υ)	ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΗ (Α)
AAA	0,5	–	1,0	–	20,5	–	31,3	–	10,5	–
AA	1,7	7,9	4,4	3,5	36,9	1,2	50,8	0,7	21,1	2,1
A	2,6	7,2	11,3	4,2	38,5	1,3	56,2	1,4	26,6	3,1
BBB	3,8	6,3	20,2	2,9	42,0	1,0	59,5	0,9	34,9	2,3
BB	5,4	7,6	21,0	2,3	46,9	0,7	70,0	0,9	46,8	2,0
B	7,7	6,4	11,1	1,8	54,5	0,4	76,3	0,3	49,4	1,3
CCC	38,4	0,5	34,9	0,7	70,1	0,1	81,8	0,1	48,5	0,8

* Μέσοι όροι από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης Moody's, Fitch & Standard & Poors.

ΠΗΓΗ: Τα στοιχεία για την περίοδο 1991-2006 και 2007 από *Financial Services Authority's Discussion Paper* "A regulatory response to the global banking crisis", March 2009. Τα υπόλοιπα στοιχεία από υπολογισμούς του συγγραφέα βασισμένους στις μελέτες αθετήσεων και μετακινήσεων αξιολογήσεων αναφορικά με τα δομημένα προϊόντα από τους 3 μεγαλύτερους οίκους αξιολόγησης.

Ο Πίνακας 2 παρουσιάζει την εξέλιξη των αξιολογήσεων των εν λόγω προϊόντων, από τους τρεις μεγαλύτερους οίκους αξιολόγησης (μέσα ποσοστά υποβάθμισης ή αναβάθμισης ανά βαθμολόγηση) για διαφορετικές χρονικές περιόδους σε διεθνές επίπεδο. Είναι αξιοσημείωτο το γεγονός ότι, τη διετία 2008-2009 παρατηρήθηκε μια δραματική αύξηση των υποβαθμίσεων των δομημένων ή τιτλοποιημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων, τα οποία είχαν αξιολογηθεί ως επενδυτικής διαβάθμισης, δηλ. αξιολόγηση BBB ή ανώτερη. Είναι εντυπωσιακό ότι, το 2008 και το 2009 υποβαθμίστηκε το 20,5% και το 31,3% αντίστοιχα των δομημένων προϊόντων που είχαν λάβει την ανώτατη αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας AAA έναντι μόλις 1% το 2007 και 0,5% της περιόδου 1991-2006. Σημειώνεται ότι, παρά την αποκλιμάκωση των μέσων ποσοστών υποβαθμίσεων το 2010, η μεταβλητότητα των αξιολογήσεων των εν λόγω προϊόντων παραμένει σε αισθητά υψηλότερα επίπεδα τόσο συγκριτικά με το 2007 όσο και με τη χρονική περίοδο 1991-2006.

Η εμφανής αποτυχία στις αξιολογήσεις των εν λόγω προϊόντων οφείλεται κυρίως:

- στην περιορισμένη ιστορική εμπειρία αναφορικά με τη συμπεριφορά τους και στη σημαντική πολυπλοκότητά τους,
- στην εμπιστοσύνη στην ικανότητα των στατιστικών υποδειγμάτων να εκτιμήσουν αποτελεσματικά τους κινδύνους τους,
- στην εταιρική διακυβέρνηση των οίκων αξιολόγησης η οποία δεν αντιμετώπισε αποτελεσματικά ζητήματα σύγκρουσης συμφερόντων και ανεξαρτησίας των αναλύσεων και αξιολογήσεων.

Το γεγονός ότι, οι οίκοι αξιολόγησης αμείβονται από τους εκδότες χρέους ή τιτλοποιημένων προϊόντων, δηλαδή τους αξιολογούμενους, παρά από τους επενδυτές που θα αγοράσουν τα εν λόγω προϊόντα, ενδέχεται να οδήγησε σε ζητήματα ηθικού κινδύνου (moral hazard) και σύγκρουσης συμφερόντων.

Από τα διδάγματα που αντλούνται από την κρίση αναφορικά με την ανεπάρκεια της λειτουργίας της διαχείρισης των κινδύνων εξάγονται οι προτεινόμενες δράσεις για την αντιμετώπισή της.

Κατ' αρχήν, απαιτείται αποσαφήνιση και τεκμηρίωση της έννοιας της διάθεσης ανάληψης κινδύνων (risk appetite), καθώς και των ενεργειών του ΔΣ και της Διοίκησης σε ενδεχόμενες ζημιές ή παραβιάσεις των ορίων ανάληψης κινδύνων. Από επιχειρησιακή άποψη, η διάθεση ανάληψης κινδύνων ορίζεται ως ο τύπος και το ύψος των κινδύνων (δηλ. των ενδεχόμενων ζημιών) με δεδομένη πιθανότητα πραγματοποίησης εντός συγκεκριμένου χρονικού ορίζοντα που το πιστωτικό ίδρυμα είναι διατεθειμένο να αποδεχθεί, λαμβάνοντας υπόψη το προϊοντικό μίγμα, τη στρατηγική, τα αναμενόμενα κέρδη, την κουλτούρα, τους εποπτικούς περιορισμούς και την ανταγωνιστική του θέση. Ουσιαστικά, η διάθεση ανάληψης κινδύνων αφορά στη φιλοσοφία της επιχείρησης σχετικά με τον τρόπο που η ανάληψη κινδύνων σε στρατηγικό επίπεδο συμβάλλει στην επίτευξη των επιχειρηματικών στόχων, αξιοποιώντας επενδυτικές ευκαιρίες με ελεγχόμενο τρόπο, με δεδομένους τους εσωτερικούς και εξωτερικούς περιορισμούς στους οποίους υπόκειται η επιχείρηση. Η διάθεση ανάληψης κινδύνων περιορίζεται από την ικανότητα ανάληψης κινδύνων (risk bearing capacity), η οποία υποδεικνύει το μέγιστο ύψος κινδύνου που μπορεί να αναληφθεί από την επιχείρηση με βάση τα υφιστάμενα ίδια κεφάλαια και τους λοιπούς χρηματοοικονομικούς πόρους (π.χ. προβλέψεις έναντι επισφαλών απαιτήσεων), την επάρκεια ρευστότητας, την ικανότητα δανεισμού και τους εποπτικούς περιορισμούς.

Ωστόσο είναι φανερό ότι, ο στόχος του καθορισμού της διάθεσης ανάληψης κινδύνων δεν αποσκοπεί στην εξάντληση της ικανότητας ανάληψης κινδύνων. Αντιθέτως, ένα από τα διδάγματα από την πρόσφατη κρίση είναι ότι σε κάθε περίπτωση θα πρέπει να υφίσταται απόθεμα διαθέσιμης ικανότητας ανάληψης κινδύνων για την αντιμετώπιση απρόσμενων δυσμενών συνθηκών. Ο καθορισμός της διάθεσης ανάληψης κινδύνων αποτελεί το θεμέλιο για τη θέσπιση όλων των επιμέρους ορίων ανάληψης κινδύνων. Τα επιμέρους όρια θα πρέπει να αναλύονται από το επίπεδο της επιχείρησης στο επίπεδο των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, μονάδων και γεωγραφικών περιοχών. Ο καθορισμός της διάθεσης ανάληψης κινδύνων επιτυγχάνεται μέσω ποσοτικών και ποιοτικών διατυπώσεων οι οποίες θα πρέπει να διαμορφωθούν για τουλάχιστον δύο υποθέσεις επιχειρηματικών συνθηκών, δηλαδή κανονικές και δυσμενείς.

Επίσης, απαιτείται η αποτελεσματικότερη ενσωμάτωση του κινδύνου ρευστότητας στην επιχειρηματική στρατηγική και η ενδεχόμενη αναθεώρηση του προτύπου λειτουργίας των πιστωτικών ιδρυμάτων. Για παράδειγμα, η βαθμιαία μείωση της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης τόσο από τις χρηματαγορές (εξασφαλισμένη ή μη εξασφαλισμένη χρηματοδότηση), όσο και από τις κεντρικές τράπεζες, και η αποτελεσματικότερη διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης μέσω έκδοσης μεσο-μακροχρόνιου χρέους και ενίσχυσης των καταθέσεων λιανικής από φυσικά πρόσωπα και μικρές επιχειρήσεις με έμφαση στις καταθέσεις ταμιευτηρίου και τρεχούμενου. Ο κίνδυνος συγκέντρωσης ρευστότητας τόσο σε επίπεδο αντισυμβαλλομένου-καταθέτη, όσο και σε επίπεδο προϊόντος-τύπου χρηματοδότησης αποτελεί κρίσιμο παράγοντα στη διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας. Επιπλέον, υφίσταται η ανάγκη διακράτησης μεγαλύτερων αποθεμάτων άμεσα ρευστοποιήσιμων στοιχείων ενεργητικού, τα οποία θα μπορούν να μετατραπούν άμεσα σε μετρητά για να αντιμετωπιστούν ενδεχόμενες υποχρεώσεις σε περιόδους κρίσης.

Είναι αναγκαία η ενδελεχής ανάλυση της συμπεριφοράς των καταθέσεων, ιδιαίτερα αυτών χωρίς συμβατική ημερομηνία λήξης, κυρίως σε περιόδους κρίσης ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του καταθέτη ή της κατάθεσης (π.χ. τύπο κατάθεσης/καταθέτη, ποσοστό κάλυψής τους από το Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων, ιστορικό συνεργασίας με την τράπεζα, δημογραφικά στοιχεία καταθέτη). Οι καταθέτες/καταθέσεις θα πρέπει να παρακολουθούνται σχεδόν όπως οι δανειολήπτες/δάνεια. Η πιθανότητα «απώλειας» καταθέσεων/καταθετών αποκτά σχεδόν αντίστοιχη σημασία με την πιθανότητα αθέτησης υποχρέωσης των δανειοληπτών. Επομένως, η δυνατότητα ομαδοποίησης και παρακολούθησης των καταθέσεων ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους αποτελεί ζήτημα καίριας σημασίας.

Επίσης, απαιτείται αποτελεσματικότερη διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας σε συνολικό επίπεδο με την εφαρμογή αυστηρότερων ορίων και τακτική υλοποίηση σεναρίων προσομοίωσης καταστάσεων κρίσης. Η πρόσφατη κρίση έδωσε το έναυσμα στις τράπεζες να αναθεωρήσουν και να βελτιώσουν τα σχέδια χρηματοδότησής τους σε καταστάσεις κρίσης. Τα εν λόγω σενάρια θα πρέπει να συμπεριλαμβάνουν υποθέσεις που αφορούν τόσο «συστημικούς» παράγοντες (market specific), που απεικονίζουν δυσμενείς συνθήκες αγορών, όσο και «μη συστημικούς» (idiosyncratic/bank specific) παράγοντες, που αφορούν αποκλειστικά το πιστωτικό ίδρυμα και να εξετάζουν την επίπτωση του συνδυασμού των εν λόγω υποθέσεων στις ταμειακές ροές του πιστωτικού ιδρύματος για ένα ή περισσότερα χρονικά διαστήματα (π.χ. 2 εβδομάδες, 1 μήνα,

3 μήνες). Οι τράπεζες θα πρέπει να αναθεωρήσουν και να βελτιώσουν τα Σχέδια Αντιμετώπισης Καταστάσεων Κρίσης (Contingency Funding Plan), τα οποία θα πρέπει να αποτυπώνουν με σαφήνεια τις πολιτικές που θα υιοθετηθούν για την άντληση ρευστότητας σε περιόδους κρίσης και θα περιλαμβάνουν αναλυτική περιγραφή:

- των γεγονότων που ενεργοποιούν το Σχέδιο (π.χ. σημαντική υποβάθμιση αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας κράτους ή/και τράπεζας/τραπεζικού κλάδου, ανακοίνωση μη αναμενόμενων ζημιών ή απότομης μείωσης κερδοφορίας, ακραία γεγονότα λειτουργικού κινδύνου όπως τρομοκρατική ενέργεια, ασφάλεια πληροφοριακών συστημάτων και προσωπικών δεδομένων, απάτη, σημαντικά αρνητικά δημοσιεύματα, απότομη μείωση καταθέσεων),
- των πηγών άντλησης χρηματοδότησης ανάλογα με τα εναλλακτικά σενάρια κρίσης,
- των αρμοδιοτήτων των εμπλεκομένων για την ενεργοποίηση και εκτέλεση του Σχεδίου, με ενδεχόμενη δημιουργία «ομάδας διαχείρισης κρίσεων» για τη διευκόλυνση του εσωτερικού συντονισμού και λήψης αποφάσεων.

Η κρίση κατέδειξε ότι, η διάθεση και ικανότητα για καινοτομία δεν πρέπει να υπερβαίνει την ικανότητα διαχείρισης των καταστάσεων και των ενεχόμενων κινδύνων. Η ανάπτυξη νέων τραπεζικών προϊόντων και υπηρεσιών δεν πρέπει να ξεπερνά τη λειτουργική ικανότητα διαχείρισής τους. Ειδικότερα, θα πρέπει να βελτιωθούν, αξιοποιώντας την εμπειρία από τα γεγονότα πιστωτικού και λειτουργικού κινδύνου που συνέβησαν στη πρόσφατη κρίση:

- οι διαδικασίες έγκρισης και τα κριτήρια πιστοδοτήσεων, καθώς και ο ανεξάρτητος και αυστηρός έλεγχος τήρησής τους,
- η αξιολόγηση και η συνεχής παρακολούθηση του πιστωτικού κινδύνου, ενσωματώνοντας σε μεγαλύτερο βαθμό τις παραμέτρους κινδύνου (π.χ. εσωτερική αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας, εκτίμηση πιθανότητας αθέτησης αντισυμβαλλομένου, εκτίμηση ζημιάς σε περίπτωση αθέτησης αντισυμβαλλομένου, εκτίμηση αναμενόμενης και μη αναμενόμενης ζημιάς, κλαδική συσχέτιση πιστωτικού κινδύνου σε επίπεδο χαρτοφυλακίου, τακτική αξιολόγηση οικονομικών και ποιοτικών στοιχείων αντισυμβαλλομένων με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα),
- οι διαδικασίες μέτρησης και παρακολούθησης των τεχνικών μείωσης πιστωτικού κινδύνου (π.χ. εξασφαλίσεις, εγγυήσεις) με ιδιαίτερη έμφαση στην τακτική επανεκτίμηση της αξίας των εξασφαλίσεων και τον έμμεσο κίνδυνο συγκέντρωσης σε συγκεκριμένους τύπους εξασφαλίσεων ή εγγυητών,
- η τεκμηρίωση των διαδικασιών και των απαραίτητων εγγράφων σχετικά με τη δυνατότητα ενεργοποίησης των τεχνικών μείωσης πιστωτικού κινδύνου (π.χ. επίσχεση και ρευστοποίηση των εξασφαλίσεων, ιδιαίτερα στα θέματα πλειστηριασμών ακινήτων).

Τα υποδείγματα αποτίμησης «πολύπλοκων» περιουσιακών στοιχείων και εκτίμησης κινδύνων δεν αποτελούν πανάκεια. Σε κάποιες επιστήμες (π.χ. μετεωρολογία, αστρονομία, φυσική), όπως και στη χρηματοοικονομική επιστήμη, οι δυσκολίες που σχετίζονται με τη συλλογή και την ακρίβεια των πληροφοριών, καθώς και η πολυπλοκότητα των συσχετίσεων μεταξύ πολλαπλών παραγόντων περιορίζουν την ακρίβεια των στατιστικών εκτιμήσεων. Για αυτό τον λόγο είναι γενικά αποδεκτό ότι, οι στατιστικές εκτιμήσεις κινδύνων παρέχουν στα πιστωτικά ιδρύματα την εκτίμηση της πιθανότητας επέλευσης ζημιάς μεγαλύτερης από ένα συγκεκριμένο ύψος για δεδομένο χρονικό ορίζοντα. Η κοινή λογική και η εμπειρία, σε συνδυασμό με την ενίσχυση της κουλτούρας διαχείρισης κινδύνων και τη συνεχή βελτίωση των υποδειγμάτων θα πρέπει να αποτελούν τους καθοριστικούς παράγοντες της κατάλληλης χρήσης των στατιστικών υποδειγμάτων εκτίμησης κινδύνων σε όλα τα ιεραρχικά επίπεδα του οργανισμού. Το ΔΣ και η ανώτατη διοίκηση θα πρέπει να διασφαλίσουν ότι τα υποδείγματα διαχείρισης κινδύνων, αποτίμησης και τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων χρησιμοποιούνται αποτελεσματικά από τις επιχειρηματικές μονάδες, αλλά σε καμία περίπτωση δεν υποκαθιστούν την απαιτούμενη διαδικασία «εποικοδομητικής κριτικής και αμφισβήτησης». Επιπρόσθετα, είναι κρίσιμο όλες οι μεθοδολογικές προσεγγίσεις και διαδικασίες λειτουργίας των εν λόγω υποδειγμάτων να είναι σαφώς τεκμηριωμένες, κατανοητές σε όρους σημαντικότητας και να υποβάλλονται σε τακτική αναθεώρηση και έγκριση από τα αρμόδια όργανα διαχείρισης των κινδύνων.

Τέλος, η τιμολόγηση προϊόντων και υπηρεσιών (με έμφαση στα δάνεια) θα πρέπει να βελτιωθεί σημαντικά ενσωματώνοντας αποτελεσματικότερα τις παραμέτρους κινδύνου (risk adjusted pricing). Η προσαρμοσμένη έναντι των κινδύνων (τουλάχιστον πιστωτικού και ρευστότητας) τιμολόγηση αποτελεί βασικό εργαλείο τόσο στη διαδικασία λήψης αποφάσεων, όσο και στη δημιουργία προστιθέμενης αξίας για τους μετόχους οδηγώντας σε συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι του ανταγωνισμού. Η παραδοσιακή έννοια της ονομαστικής κερδοφορίας δεν συνεκτιμά την παράμετρο του κινδύνου που ενσωματώνεται σε κάθε προϊόν/υπηρεσία. Με την εφαρμογή της εν λόγω τιμολόγησης, οι κίνδυνοι που ενσωματώνονται σε κάθε προϊόν/υπηρεσία είναι δυνατόν να ποσοτικοποιηθούν στις έννοιες της αναμενόμενης ζημιάς και της μη αναμενόμενης ζημιάς (η οποία μπορεί να προσεγγιστεί από το ύψος του απασχολούμενου εποπτικού ή οικονομικού κεφαλαίου), καθώς και του ασφαλίστρου έναντι του κινδύνου ρευστότητας. Ειδικότερα, η εισαγωγή του ασφαλίστρου ρευστότητας ως «κόστους» χρήσης ρευστότητας στα στοιχεία ενεργητικού (π.χ. δάνεια) μέσω της τιμολόγησής τους, θα πρέπει να συνδυαστεί με την παράλληλη «πριμοδότηση» των στοιχείων παθητικού (π.χ. καταθέσεις) με το έσοδο παροχής ρευστότητας για τη συνεισφορά τους στην επάρκεια ρευστότητας των τραπεζών.

4. Νέο εποπτικό πλαίσιο «Βασιλεία III»

Τον Δεκέμβριο του 2010, η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία[3] (εφεξής η Επιτροπή) δημοσίευσε τις τελικές προτάσεις για την τροποποίηση του πλαισίου προληπτικής εποπτείας των τραπεζών ευρύτερα γνωστού ως «Βασιλεία III». Οι εν λόγω προτάσεις εντάσσονται στις διεθνείς πρωτοβουλίες ενδυνάμωσης της εποπτείας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος υπό την αιγίδα του Συμβουλίου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Financial Stability Board) και των αρχηγών των κρατών του G20. Το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο προληπτικής εποπτείας αποσκοπεί στη βελτίωση της ικανότητας του τραπεζικού κλάδου στην απορρόφηση κραδασμών που ενδέχεται να δημιουργηθούν από δυσμενείς χρηματοοικονομικές ή/και οικονομικές συνθήκες, καθώς και στην ενίσχυση της λειτουργίας διαχείρισης κινδύνων, των δομών εταιρικής διακυβέρνησης, της διαφάνειας και των δημοσιοποιήσεων των τραπεζών. Το νέο εποπτικό πλαίσιο «Βασιλεία III», το οποίο αναμένεται να εφαρμοστεί σταδιακά από το 2013 έως το 2019, εστιάζει κυρίως σε θέματα:

- εισαγωγής αναλυτικών δεικτών επάρκειας ρευστότητας με τη μορφή ελάχιστων ορίων, καθώς και επιπρόσθετων στοιχείων παρακολούθησης του κινδύνου ρευστότητας,
- αυστηρότερου ορισμού και κανόνων διαφάνειας των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων με ιδιαίτερη έμφαση σε υψηλότερης ποιότητας μορφών κεφαλαίου (π.χ. μετοχικό κεφάλαιο και αποθεματικά) που θα επιτρέπουν στις τράπεζες να απορροφούν ενδεχόμενες ζημιές σε συνεχή βάση,
- εισαγωγής του δείκτη μόχλευσης (leverage ratio) ως επιπρόσθετου δείκτη ελέγχου της επικινδυνότητας των τραπεζών,
- εισαγωγής μέτρων για την προώθηση ενός πλαισίου κεφαλαιακής επάρκειας που θα εξομαλύνει τις μεταβολές του οικονομικού κύκλου (αντι-κυκλικό), όπου οι τράπεζες θα διατηρούν αυξημένα κεφαλαιακά αποθέματα κατά τους ανοδικούς οικονομικούς κύκλους, τα οποία θα είναι διαθέσιμα για την απορρόφηση ενδεχόμενων αυξημένων ζημιών κατά τη διάρκεια οικονομικών υφέσεων ή κρίσεων,
- αυστηρότερου πλαισίου υπολογισμού κεφαλαιακών απαιτήσεων έναντι του πιστωτικού κινδύνου αντισυμβαλλομένου σε συναλλαγές εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων και συμφωνιών επαναγοράς.

[3] Η Επιτροπή ιδρύθηκε το 1974 από τους Διοικητές των Κεντρικών Τραπεζών των χωρών της Ομάδας των 10 (G10) και σήμερα απαρτίζεται από ανώτατους εκπροσώπους από τις τραπεζικές εποπτικές αρχές των χωρών: Αργεντινή, Αυστραλία, Βέλγιο, Βραζιλία, Καναδάς, Κίνα, Γαλλία, Γερμανία, Χονγκ Κονγκ, Ινδία, Ινδονησία, Ιταλία, Ιαπωνία, Κορέα, Λουξεμβούργο, Μεξικό, Ολλανδία, Ρωσία, Σαουδική Αραβία, Σινγκαπούρη, Ν. Αφρική, Ισπανία, Σουηδία, Ελβετία, Τουρκία, Μ. Βρετανία, ΗΠΑ.

Συνοπτικά, η υλοποίηση του εποπτικού πλαισίου «Βασιλεία ΙΙΙ» εκτιμάται ότι θα επιφέρει σημαντικές επιπτώσεις στο διεθνές τραπεζικό σύστημα και ενδεχομένως να οδηγήσει σε:

- περιορισμό της κερδοφορίας και της αποδοτικότητας του κεφαλαίου λόγω:
  - της ποσοτικής αύξησης και ποιοτικής βελτίωσης (η σημαντικότητα του κοινού μετοχικού κεφαλαίου, που αποτελεί την «ακριβότερη» μορφή κεφαλαίου, αυξάνεται δραματικά) των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων,
  - της αύξησης των άμεσων ρευστοποιήσιμων στοιχείων ως ποσοστό του ενεργητικού, τα οποία είναι συνήθως υψηλής πιστωτικής ποιότητας και επομένως αποφέρουν χαμηλότερες αποδόσεις,
  - της αύξησης του επιπέδου των προβλέψεων έναντι επισφαλών απαιτήσεων μέσω της σταδιακής εναρμόνισής τους με την έννοια της αναμενόμενης ζημιάς,
  - αύξηση των άμεσα ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού με στόχο τη διατήρηση της επάρκειας ρευστότητας με βάση τα αυστηρότερα κριτήρια μέτρησης,
  - μείωση του μεσο-μακροπρόθεσμου δανεισμού (κυρίως προς επιχειρήσεις), είτε σε αύξηση του κόστους του εν λόγω δανεισμού, είτε σε συνδυασμό των δύο, καθώς η εποπτική απαίτηση για μεγαλύτερη εναρμόνιση των ληκτοτήτων των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού εκτιμάται ότι θα επηρεάσει τη βασική λειτουργία διαμεσολάβησης των εμπορικών τραπεζών,
  - σημαντική ενίσχυση των σταθερότερων και μακροπρόθεσμων πηγών χρηματοδότησης (π.χ. μακροχρόνιο χρέος, μετοχικό κεφάλαιο, καταθέσεις από φυσικά πρόσωπα και μικρές επιχειρήσεις) σε σχέση με τις βραχυπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης (π.χ. εξασφαλισμένη και μη εξασφαλισμένη διατραπεζική χρηματοδότηση) για την ανάπτυξη του δανειακού χαρτοφυλακίου,
  - περαιτέρω αύξηση του κόστους σε επενδύσεις υλοποίησης αξιόπιστων πληροφοριακών συστημάτων και δεδομένων για την υλοποίηση του νέου πλαισίου ρευστότητας,
  - ενίσχυση της λειτουργίας διαχείρισης κινδύνων και κεφαλαίου, η οποία θα πρέπει να διενεργείται σε ολοκληρωμένο πλαίσιο σε επίπεδο Ομίλου (enterprise-wide risk & capital management) αναφορικά με την ανάλυση και αναφορά στοιχείων και πληροφοριακών συστημάτων.

Επιπρόσθετα, τον Δεκέμβριο του 2010 η Επιτροπή δημοσίευσε τα αποτελέσματα της ποσοτικής μελέτης των επιπτώσεων του νέου πλαισίου «Βασιλεία ΙΙΙ», στην οποία συμμετείχαν 263 τράπεζες από τις 23 χώρες μέλη της Επιτροπής. Τα κυριότερα αποτελέσματα της ανάλυσης οδηγούν στο συμπέρασμα ότι, αν οι νέες προτάσεις εφαρμόζονταν την 31.12.2009, τότε οι τράπεζες θα εμφάνιζαν έλλειμμα κεφαλαίου ύψους € 173 δισεκ. και € 602 δισεκ. για διατήρηση του Δείκτη Επάρκειας Μετοχικού Κεφαλαίου (Equity Tier I) στο 4,5% και 7% αντίστοιχα. Επιπλέον, θα απαιτούνταν επιπρόσθετα άμεσα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία ύψους € 1,73 τρισεκ. και επιπρόσθετη σταθερή χρηματοδότηση ύψους € 2,89 τρισεκ. για να διατηρηθούν αμφότεροι οι δείκτες ρευστότητας στο εποπτικό όριο του 100%. Τέλος, η μελέτη απέδειξε ότι οι μεγαλύτερες τράπεζες παρουσιάζουν υψηλότερη μόχλευση συγκριτικά με τις μικρότερες, ενώ ο μέσος δείκτης μόχλευσής[4] τους διαμορφώνεται στο 2,8%, ήτοι χαμηλότερα του ελάχιστου εποπτικού ορίου του 3%.

[4] Σύμφωνα με το νέο εποπτικό πλαίσιο «Βασιλεία ΙΙΙ» ο δείκτης μόχλευσης ορίζεται ως ο λόγος των Βασικών Εποπτικών Ιδίων Κεφαλαίων (Tier I Capital) προς το σύνολο των εντός και εκτός ισολογισμού στοιχείων ενεργητικού. Ως εκ τούτου ο εν λόγω δείκτης είναι τελείως διαφορετικός από τον δείκτη μόχλευσης που παρατίθεται στο κεφάλαιο 3.2.

5. Επίλογος – συμπεράσματα

Τα πιστωτικά ιδρύματα σε πολλές χώρες, και ιδιαίτερα στην Ελλάδα, βρίσκονται ήδη ή θα βρεθούν σύντομα αντιμέτωπα με τις αλληλοεξαρτώμενες επιπτώσεις τριών σημαντικών παραγόντων:

- της χρηματοοικονομικής κρίσης που ξεκίνησε το 2007 από την αγορά τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ, η οποία οδήγησε τη διεθνή οικονομία σε ύφεση,
- της δυσμενούς δημοσιονομικής κατάστασης και των προγραμμάτων λιτότητας σε πολλές χώρες, που επηρεάζουν τόσο την ποιότητα των δανειακών χαρτοφυλακίων (λόγω κυρίως της μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και των εσόδων των εταιρειών), όσο και την αποτίμηση των αξιογράφων,
- της ενίσχυσης, ως αποτέλεσμα της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης, της αυστηρότητας του ρυθμιστικού πλαισίου προληπτικής εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Είναι φανερό ότι, οι εκτιμώμενες επιπτώσεις των τριών προαναφερθέντων παραγόντων έχουν ήδη μεταβάλει ή είναι πολύ πιθανό να μεταβάλουν τη συμπεριφορά των δανειοληπτών, των καταθετών, των τραπεζών και των εποπτικών αρχών, καθώς αποκρυσταλλώνονται οι επιπτώσεις από την κρίση. Ειδικότερα, το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο «Βασιλεία ΙΙΙ» αναμένεται ότι θα επηρεάσει σημαντικά τη λειτουργία και τους δείκτες κερδοφορίας των τραπεζών. Οι τράπεζες δεν θα πρέπει να εφησυχάσουν από τη σχετικά μακρά μεταβατική περίοδο εφαρμογής της «Βασιλείας ΙΙΙ», αλλά να μετασχηματίσουν την εποπτική συμμόρφωση σε απτό επιχειρηματικό όφελος, να αποκαταστήσουν την ικανότητα παραγωγής κερδών και την εσωτερική συσσώρευση κεφαλαίου και ενδεχομένως να αναθεωρήσουν το επιχειρηματικό πρότυπο λειτουργίας τους.

Η αναβάθμιση του ρόλου της λειτουργίας της διαχείρισης κινδύνων θα αποτελέσει αφενός, εχέγγυο για την ασφαλή λειτουργία και διατήρηση της κερδοφορίας και αφετέρου, θα ενισχύσει οργανωτικές δομές, πολιτικές, διαδικασίες και πληροφοριακά συστήματα, επηρεάζοντας καταλυτικά το επιχειρησιακό πρότυπο λειτουργίας των τραπεζών διεθνώς. Η ενίσχυση της λειτουργίας διαχείρισης κινδύνων, καθώς και των δομών διακυβέρνησής της θα αποτελέσει έναν από τους βασικούς παράγοντες της διεθνούς χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Εν κατακλείδι, η κρίση που βρίσκεται ήδη σε εξέλιξη είναι πολύ πιθανό να οδηγήσει σε ένα συντηρητικότερο και με μικρότερη διάθεση ανάληψης κινδύνων διεθνές τραπεζικό σύστημα, το οποίο θα χαρακτηρίζεται από τη σημαντική ενίσχυση του συστήματος εσωτερικού ελέγχου, με ιδιαίτερη έμφαση στην προληπτική λειτουργία διαχείρισης κινδύνων και κεφαλαίου.

Βιβλιογραφία

Basel Committee on Banking Supervision, December 2010, "Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks & banking systems".

Basel Committee on Banking Supervision, December 2010, "Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards & monitoring".

Basel Committee on Banking Supervision, December 2010, "Results of the comprehensive quantitative impact study".

Committee of European Banking Supervisors (CEBS), October 13, 2010, "Consultation paper on the Guide book on Internal Governance".

Committee of European Banking Supervisors (CEBS), December 10, 2010, "Guidelines on remuneration policies and practices".

David Walker, (The Walker Review), July 16, 2009, "A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities".

Financial Services Authority, March 2009, "The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis".

Institute of International Finance, December 2009, "Reform in the financial services industry: Strengthening practices for a more stable system".

Institute of International Finance, July 2009, "Restoring Confidence, creating resilience: An Industry Perspective on the Future of International Financial Regulation and the Search for Stability".

Institute of International Finance, July 2008, "Final Report of the IIF Committee on the Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations. Financial Services Industry response to the Market Turmoil of 2007-2008".

McKinsey Global Institute, January 2010, "Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences".

McKinsey & Company, November 2010, "Basel III and European Banking: Its impact, how banks might respond, and the challenges of implementation".

Senior Supervisory Group, October 2009, "Risk management lessons from the Global Banking Crisis of 2008".

Ο ρόλος των προθεσμιακών συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου στην κρίση του 2008 στις ΗΠΑ και την ελληνική δημοσιονομική κρίση του 2010

Δρ Θεόδωρος Σταματίου

ΟΙΚΟΝΟΜΟΛΟΓΟΣ
ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ
EUROBANK EFG

Περίληψη

Τα προθεσμιακά συμβόλαια ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου (ΠΣΑΠΚ, credit default swaps) έχουν βρεθεί στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος των κυβερνήσεων και των εποπτικών αρχών των ΗΠΑ και της ΕΕ μετά τις συνέπειες της κατάρρευσης της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers το φθινόπωρο του 2008, όπως και μετά την ελληνική δημοσιονομική κρίση της άνοιξης του 2010. Και στις δύο περιπτώσεις τα ΠΣΑΠΚ θεωρήθηκε ότι συνέβαλαν σημαντικά στη δημιουργία των κρίσεων. Πολλοί έσπευσαν να προτείνουν μέτρα για αλλαγή λειτουργίας της συγκεκριμένης αγοράς ή ακόμη και για την πλήρη απαγόρευση των ΠΣΑΠΚ. Μια προσεκτικότερη ανάλυση δείχνει όμως ότι παρ' όλες τις εγγενείς αδυναμίες τους τα συγκεκριμένα συμβόλαια δεν μπορούν να θεωρηθούν ως οι βασικές αιτίες της κρίσης. Οι συστημικές επιδράσεις που δημιούργησε η κατάρρευση χρηματοπιστωτικών οργανισμών στις ΗΠΑ δεν προκλήθηκαν μόνο από τα ΠΣΑΠΚ. Η εξέλιξη των περιθωρίων των ΠΣΑΠΚ κατά τη διάρκεια της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης του 2010 είναι δυνατόν να εξηγηθεί σε μεγάλο βαθμό από τις μεταβολές στα θεμελιώδη μεγέθη της ελληνικής οικονομίας. Η άσκηση κερδοσκοπικών επιθέσεων με τη χρήση των ΠΣΑΠΚ δεν είχε σημαντικές επιδράσεις στην εξέλιξη της ελληνικής κρίσης.

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τους κ.κ. Γκίκα Χαρδούβελη, Δημήτριο Μαλλιαρόπουλο, Γεώργιο Σκιαδόπουλο, Αναστάσιο Αναστασάτο, Στέλλα Κανελοπούλου, Αντώνιο Αντύπα και Θεοδόσιο Σαμπανιώτη για τα χρήσιμα σχόλιά τους.

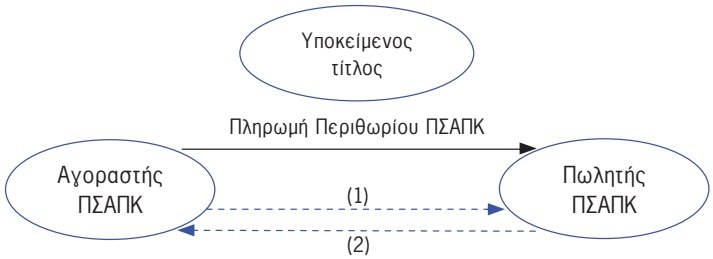
1. Εισαγωγή

Τα προθεσμιακά συμβόλαια ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου (ΠΣΑΠΚ, credit default swaps) έχουν βρεθεί στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος των κυβερνήσεων και των εποπτικών αρχών των ΗΠΑ και της Ευρωπαϊκής Ένωσης μετά την κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers το φθινόπωρο του 2008, καθώς και μετά την ελληνική δημοσιονομική κρίση της άνοιξης του 2010. Πολλοί έσπευσαν να προτείνουν μέτρα για αλλαγή λειτουργίας της συγκεκριμένης αγοράς ή ακόμη και για την πλήρη απαγόρευση των ΠΣΑΠΚ [Portes (2010)].

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να δείξει πως τα ΠΣΑΠΚ αποτέλεσαν έναν μηχανισμό που σε ορισμένες μόνο περιπτώσεις λειτούργησε ενισχυτικά στην εξέλιξη των κρίσεων. Για την κρίση του 2008 στις ΗΠΑ ευθύνονται οι εξελίξεις στην αγορά στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ και ιδιαίτερα στο πιο επικίνδυνο μέρος της, αυτό των δανείων χαμηλής εξασφάλισης (subprime). Αντίστοιχα, η ανοδική πορεία του περιθωρίου βάσης, της διαφοράς ανάμεσα στο περιθώριο των ΠΣΑΠΚ (CDS spread) και το περιθώριο των 5-ετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου έναντι των αντίστοιχων ομολόγων του Γερμανικού Δημοσίου, [αυτή η διαφορά από εδώ και πέρα θα ονομάζεται περιθώριο αποδόσεων (bond spread)], κατά τη διάρκεια της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης εξηγείται από μια σειρά από μακροοικονομικούς παράγοντες. Ο ρόλος των κερδοσκοπικών πιέσεων στη συγκεκριμένη κρίση είναι μάλλον περιθωριακός.

Στο δεύτερο μέρος της παρούσας εργασίας παρουσιάζεται συνοπτικά ο τρόπος λειτουργίας των ΠΣΑΠΚ. Στο τρίτο μέρος της εργασίας, θα εξεταστεί συνοπτικά ο ρόλος των ΠΣΑΠΚ στην κρίση του 2008 στις ΗΠΑ. Στο τέταρτο μέρος το ενδιαφέρον θα επικεντρωθεί στο ρόλο των ΠΣΑΠΚ στην ελληνική δημοσιονομική κρίση του 2010. Τέλος, στο πέμπτο μέρος παρουσιάζονται τα βασικά συμπεράσματα της παρούσας μελέτης.

ΣΧΗΜΑ 1 Ο τρόπος λειτουργίας των ΠΣΑΠΚ



Σε περίπτωση εκδήλωσης πιστωτικού γεγονότος:

(1) Ο αγοραστής ΠΣΑΠΚ επιστρέφει τον υποκείμενο τίτλο στον πωλητή

(2) Ο πωλητής ΠΣΑΠΚ καταβάλλει στον αγοραστή την ονομαστική αξία του υποκείμενου τίτλου

2. Η έννοια των προθεσμιακών συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου

2.1 Ορισμός των προθεσμιακών συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικού Κκινδύνου

Ως προθεσμιακό συμβόλαιο ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου (ΠΣΑΠΚ,) ενός υποκείμενου τίτλου[1] (single name) ορίζεται το συμβόλαιο που επιτρέπει τη μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου του υποκείμενου τίτλου από τον αγοραστή του ΠΣΑΠΚ στον πωλητή του. Ο αγοραστής του ΠΣΑΠΚ καταβάλλει στον πωλητή ένα χρηματικό ποσό μέχρι ένα –εκ των προτέρων καθορισμένο– πιστωτικό γεγονός[2] να συμβεί ή μέχρι το τέλος της χρονικής περιόδου ισχύος του ΠΣΑΠΚ. Ο πωλητής του ΠΣΑΠΚ είναι υποχρεωμένος σε περίπτωση εκδήλωσης ενός πιστωτικού γεγονότος στον υποκείμενο τίτλο να αποζημιώσει τον αγοραστή του ΠΣΑΠΚ[3]. Ο τελευταίος δικαιούται προστασίας επί ενός προκαθορισμένου ποσού της ονομαστικής αξίας του υποκείμενου τίτλου (notional value of reference entity debt). Η τιμή του ΠΣΑΠΚ καθορίζεται ελεύθερα στην αγορά[4] μεταξύ των αγοραστών και των πωλητών. Είναι ευρέως γνωστή ως περιθώριο των ΠΣΑΠΚ (CDS spread).

---

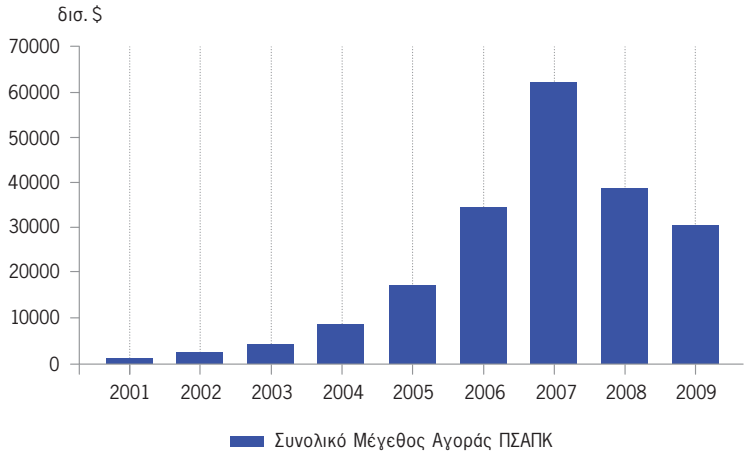
[1] Αντίστοιχα υπάρχουν και Δείκτες ΠΣΑΠΚ. Η βασική τους διαφορά με τα ΠΣΑΠΚ ενός υποκείμενου τίτλου είναι ότι διαπραγματεύονται σε επίσημες – κεντρικές αγορές και όχι εξωχρηματιστηριακά.

[2] Ως πιστωτικά γεγονότα [Deutsche Bank (2009)] ορίζονται: α) η πτώχευση του εκδότη του ομολόγου (bankruptcy), β) η επιτάχυνση των πληρωμών (obligation acceleration), όταν οι οφειλές καταβάλλονται πριν από τον προγραμματισμένο χρόνο τους, γ) η αποτυχία εξόφλησης προγραμματισμένων πληρωμών (failure to pay), δ) η αδυναμία αναγνώρισης οφειλής εκ μέρους του εκδότη του υποκείμενου τίτλου ή η διακοπή πληρωμών (repudiation/moratorium), και ε) η αναδιάρθρωση χρέους (restructuring).
Η λίστα των ενδεχόμενων περιπτώσεων που μπορούν να χαρακτηρισθούν ως πιστωτικά γεγονότα δυνατά να ενεργοποιήσουν ένα ΠΣΑΠΚ περιλαμβάνει και υποπεριπτώσεις των παραπάνω κατηγοριών. Χαρακτηριστική εδώ είναι η περίπτωση της αναδιάρθρωσης χρέους. Η εθελοντική αναδιάρθρωση χρέους, δηλαδή η από κοινού συμφωνία με τους δανειστές για αναδιάρθρωση του χρέους, δεν θεωρείται πιστωτικό γεγονός. Από την άλλη, μια αποτυχημένη εθελοντική αναδιάρθρωση χρέους αποτελεί πιστωτικό γεγονός. Το ζήτημα της εθελοντικής αναδιάρθρωσης χρέους επανήλθε στην επικαιρότητα τον Μάιο του 2011 [FT(2011), Καθημερινή (2011)]. Βασικό επιχείρημα των συγκεκριμένων άρθρων ήταν οι πιθανές απώλειες των αγοραστών των ΠΣΑΠΚ εξαιτίας μιας εθελοντικής αναδιάρθρωσης χρέους από πλευράς Ελληνικού Δημοσίου.

[3] Ο διακανονισμός του μεγαλύτερου μέρους των ΠΣΑΠΚ γίνεται με τη χρήση του φυσικού διακανονισμού (physical settlement) και όχι με τη χρήση του διακανονισμού σε μετρητά. Με άλλα λόγια, ο αγοραστής του ΠΣΑΠΚ στην περίπτωση εκδήλωσης του πιστωτικού γεγονότος παραδίδει στον πωλητή τον υποκείμενο τίτλο και λαμβάνει ως αμοιβή την ονομαστική αξία του.

[4] Στο Παράρτημα 1 παρουσιάζεται συνοπτικά η διαδικασία υπολογισμού των πιθανοτήτων εκδήλωσης πιστωτικού γεγονότος και δίνονται οι σχετικές πιθανότητες με βάση τα ΠΣΑΠΚ με υποκείμενο τίτλο τα 5-ετή ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου. Για τη σχετική βιβλιογραφία μπορείτε να αναφερθείτε –μεταξύ άλλων– στους Duffie & Singleton (1999), Duffie (1999), JPMorgan (2000), Berd, Mashal & Wang (2003).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 Η εξέλιξη της αγοράς των ΠΣΑΠΚ την περίοδο 2001-2009



ΠΗΓΗ: ISDA Market Surveys

Ο εκδότης του υποκείμενου τίτλου δεν συμμετέχει στο ΠΣΑΠΚ ή στις διαπραγματεύσεις για τον καθορισμό του. Επίσης, κανένας από τους συμμετέχοντες δεν υποχρεούται να ζητήσει την άδεια του εκδότη του υποκείμενου τίτλου για να συμμετάσχει σε ένα ΠΣΑΠΚ. Το Σχήμα 1 παρουσιάζει και διαγραμματικά το πλαίσιο λειτουργίας ενός ΠΣΑΠΚ.

Τέλος, στην αγορά των ΠΣΑΠΚ οι ρόλοι του πωλητή και του αγοραστή δεν είναι μονοδιάστατοι. Ένας αγοραστής ΠΣΑΠΚ μπορεί αν το αποφασίσει να γίνει πωλητής ΠΣΑΠΚ και το αντίστροφο. Ο συγκεκριμένος συνδυασμός αγοράς – πώλησης ΠΣΑΠΚ με τον ίδιο υποκείμενο τίτλο είναι συνηθισμένη πρακτική για το κλείσιμο ή την ακύρωση μιας ανοικτής θέσης στην αγορά των ΠΣΑΠΚ.

2.2 Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της χρήσης ΠΣΑΠΚ

Το Διάγραμμα 1 δείχνει την εξέλιξη της συνολικής αξίας των ΠΣΑΠΚ (outstanding notional amounts) για την περίοδο 2000-2009. Το μέγεθος της αγοράς των ΠΣΑΠΚ πολλαπλασιάστηκε τα τελευταία χρόνια εξαιτίας των σημαντικών πλεονεκτημάτων που προσφέρει η χρήση των συγκεκριμένων συμβολαίων.

Το πρώτο πλεονέκτημα της χρήσης των ΠΣΑΠΚ αφορά τη μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου. Η χρήση των ΠΣΑΠΚ επιτρέπει τη μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου, που συνεπάγεται η αγορά ενός υποκείμενου τίτλου, σε εκείνους τους φορείς που είναι διατεθειμένοι να τον αναλάβουν [Stulz (2010)]. Στην αντίθετη περίπτωση (μη ύπαρξης των ΠΣΑΠΚ), ο πιστωτικός κίνδυνος δε θα μπορούσε να μεταφερθεί. Η αδυναμία μεταφοράς του πιστωτικού κινδύνου θα μπορούσε να οδηγήσει στην αδυναμία εξασφάλισης των απαραίτητων κεφαλαίων από την αγορά. Για παράδειγμα, χωρίς την ύπαρξη ΠΣΑΠΚ, οι φορείς που επιθυμούν να χρηματοδοτήσουν ένα επενδυτικό πρόγραμμα μέσω δανεισμού πέρα από τον θεμελιώδη κίνδυνο της επένδυσής τους θα αναλάβουν και τον πιστωτικό της κίνδυνο. Συνεπώς, η χρήση των ΠΣΑΠΚ οδηγεί σε μια αποτελεσματικότερη κατανομή του πιστωτικού κινδύνου στην αγορά. Ταυτόχρονα, επιτρέπει μεγαλύτερη διαφάνεια μέσω της ευκολότερης παρακολούθησης του πιστωτικού κινδύνου.

Το δεύτερο πλεονέκτημα της χρήσης των ΠΣΑΠΚ σχετίζεται με την αυξημένη ρευστότητά τους (liquidity), συγκριτικά με την αντίστοιχη του υποκείμενου τίτλου ΠΣΑΠΚ και είναι ιδιαίτερα εμφανές στην αγορά των εταιρικών ομολόγων. Η αυξημένη ρευστότητα οφείλεται κυρίως στο χαμηλότερο κόστος πραγματοποίησης

συναλλαγών στην αγορά των ΠΣΑΠΚ σε σχέση με την αγορά των υποκείμενων τίτλων. Η αυξημένη ρευστότητα επιτρέπει την ευκολότερη διάχυση της πληροφόρησης σχετικά με τον υποκείμενο τίτλο στην αγορά και συνεπώς την αποτελεσματικότερη τιμολόγηση του πιστωτικού κινδύνου. Τα ΠΣΑΠΚ με υποκείμενο τίτλο εταιρικά ομόλογα, διαπραγματεύονται ευκολότερα και συνεπώς αποτελούν το βασικό όχημα για την τιμολόγηση του πιστωτικού κινδύνου στην αγορά. Το χαρακτηριστικό της αυξημένης ρευστότητας των ΠΣΑΠΚ με υποκείμενο τίτλο εταιρικά ομόλογα δεν επιβεβαιώνεται πάντα στην αγορά κρατικών ομολόγων [Zhu (2006)].

Η αυξημένη ρευστότητα της αγοράς των ΠΣΑΠΚ ενισχύεται σημαντικά και από τη δυνατότητα ενός επενδυτή να τοποθετηθεί στην αγορά των ΠΣΑΠΚ χωρίς να έχει υπό την ιδιοκτησία του τον υποκείμενο τίτλο. Τα συμβόλαια αυτής της μορφής ονομάζονται Χωρίς Ιδιοκτησία Υποκείμενου Τίτλου ΠΣΑΠΚ (ΧΙΥΠΣΑΠΚ – naked cds). Χρησιμοποιούνται για την εκμετάλλευση διαφορών στην τιμολόγηση του πιστωτικού κινδύνου μεταξύ συγκεκριμένων αγορών, κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων κ.λπ[5].

Η χρήση των ΠΣΑΠΚ, όμως, έχει κατηγορηθεί για πολλές από τις δυσλειτουργίες που παρουσιάστηκαν στην αγορά τα τελευταία χρόνια. Το πρώτο σημείο προβληματισμού αναφορικά με τη χρήση των ΠΣΑΠΚ είναι αυτό του «χρηματοδότη χωρίς ενδιαφέρον για την εξέλιξη του πιστωτικού κινδύνου του υποκείμενου τίτλου» (empty creditor). Χωρίς την ύπαρξη των ΠΣΑΠΚ ο δανειστής μιας επιχείρησης ενδιαφέρεται πάντα για τον κίνδυνο και την κερδοφορία της. Αντίθετα, η χρήση των ΠΣΑΠΚ επιτρέπει στον δανειστή να μην παρακολουθεί – ελέγχει τον δανειζόμενο. Η χρήση των ΠΣΑΠΚ εξασφαλίζει τον επενδυτή έναντι του πιστωτικού κινδύνου. Πολλές φορές μάλιστα ο δανειστής μπορεί να έχει και συμφέρον από την εκδήλωση ενός πιστωτικού γεγονότος [Bolton & Oehmke (2010)]. Η συγκεκριμένη πρακτική είναι δυνατόν να προκαλέσει συστημικά προβλήματα. Η μη παρακολούθηση του κινδύνου είναι πιθανό να προκαλέσει και την υιοθέτηση επικίνδυνων επιχειρηματικών πρακτικών από τους εκδότες του υποκείμενου τίτλου. Στη συνέχεια, η σωρευτική επίδραση του πιστωτικού κινδύνου μπορεί να δημιουργήσει σημαντικά προβλήματα στους φορείς του συστήματος που έχουν συγκεντρώσει μεγάλο μέρος του πιστωτικού κινδύνου μέσω της αγοράς των ΠΣΑΠΚ.

Το δεύτερο βασικό επιχείρημα εναντίον της χρήσης των ΠΣΑΠΚ –άμεσα συσχετιζόμενο με το παραπάνω– είναι αυτό του κινδύνου των αντισυμβαλλόμενων μερών (counterparty risk). Ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένων αφορά τόσο τους αγοραστές όσο και τους πωλητές ΠΣΑΠΚ. Οι επιπτώσεις του συγκεκριμένου κινδύνου όμως δεν είναι κατανεμημένες με τον ίδιο τρόπο[6].

Το ενδιαφέρον της ανάλυσης παρακάτω επικεντρώνεται στον κίνδυνο αθέτησης πληρωμών από την πλευρά των πωλητών ΠΣΑΠΚ. Σε αυτή την περίπτωση, ο πωλητής ΠΣΑΠΚ δεν μπορεί να καλύψει τις απώλειες του αγοραστή όταν ενεργοποιείται το ΠΣΑΠΚ εξαιτίας της εκδήλωσης ενός πιστωτικού γεγονότος. Πλέον η χρήση των ΠΣΑΠΚ παύει να είναι ένα παίγνιο μηδενικού αθροίσματος (zero sum game), όπου οι απώλειες του ενός μέρους αντισταθμίζονται επακριβώς από τα κέρδη του άλλου. Οι απώλειες δεν μπορούν να αντισταθμιστούν από την άλλη πλευρά της συναλλαγής. Επιπλέον, είναι δυνατόν να προκληθούν δευτερογενείς επιδράσεις σε φορείς εκτός των δύο μερών του ΠΣΑΠΚ από τη μεταφορά του κόστους του ακάλυπτου πιστωτικού γεγονότος σε αυτά[7].

Επειδή τα ΠΣΑΠΚ δεν διαπραγματεύονται σε μια κεντρική χρηματιστηριακή αγορά αλλά εξωχρηματιστηριακά (over the counter, OTC), δεν υπάρχουν εκείνοι οι μηχανισμοί [π.χ. περιθώρια ασφαλείας (margin requirements)] που θα εξασφαλίσουν το ένα μέρος της συναλλαγής από πιθανή αθέτηση υποχρεώσεων εκ

[5] Ο ρόλος των ΧΙΥΠΣΑΠΚ θα αναλυθεί παρακάτω.

[6] Η αθέτηση πληρωμών από την πλευρά των αγοραστών συνεπάγεται την απώλεια των πληρωμών των περιθωρίων των ΠΣΑΠΚ στους πωλητές του. Κάτι τέτοιο αν και μπορεί να προκαλέσει σημαντικές απώλειες στους πωλητές των συγκεκριμένων συμβολαίων, δεν μπορεί να λειτουργήσει αποσταθεροποιητικά για την αγορά.

[7] Σημειώστε εδώ ότι ο αρχικός πωλητής του ΠΣΑΠΚ μπορεί με τη χρήση ενός νέου ΠΣΑΠΚ να μεταβιβάσει τον πιστωτικό κίνδυνο που αυτό συνεπάγεται σε κάποιον τρίτο κ.ο.κ. Η πρακτική αυτή μπορεί να θεωρηθεί ως αντιστάθμιση θέσης για τον αρχικό πωλητή. Δημιουργείται συνεπώς μια αλυσίδα πιστωτικού κινδύνου. Με αυτό τον τρόπο αυξάνεται ο κίνδυνος των αντισυμβαλλόμενων μερών. Πιθανή δυσχέρεια του τελικού πωλητή πιστωτικού κινδύνου να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του θα προκαλέσει προβλήματα στο σύνολο της αλυσίδας.

μέρους του αντισυμβαλλομένου. Ακόμη και στην περίπτωση που υπάρχουν τέτοιοι μηχανισμοί, η λειτουργία τους δεν είναι η ενδεδειγμένη[8].

Για την αντιμετώπιση του κινδύνου των αντισυμβαλλόμενων μερών έχουν προταθεί ως λύσεις τόσο η κεντρική διαπραγμάτευση των ΠΣΑΠΚ όσο και η αναδιάρθρωση του πλαισίου που διέπει τις ενυπόθηκες εγγυήσεις στην περίπτωση των ΠΣΑΠΚ [ECB (2009), Borio (2010), Jarrow (2010)]. Για παράδειγμα, η διακράτηση ενυπόθηκης εγγύησης από μια κεντρική αρχή ίσης με το 100% της αξίας του υποκείμενου τίτλου εξασφαλίζει τον αγοραστή ΠΣΑΠΚ έναντι αθέτησης πληρωμής από την πλευρά του αντίστοιχου πωλητή. Υπό τις παρούσες συνθήκες η διακράτηση ενυπόθηκης εγγύησης εξαρτάται άμεσα με την αξιολόγηση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του εκδότη του ΠΣΑΠΚ.

Η επόμενη αρνητική όψη των ΠΣΑΠΚ σχετίζεται με τη χρήση των ΧΙΥΠΣΑΠΚ. Ο αγοραστής ΧΙΥΠΣΑΠΚ δεν έχει στην κατοχή του τον υποκείμενο τίτλο. Στην περίπτωση εκδήλωσης ενός πιστωτικού γεγονότος ο αγοραστής ΧΙΥΠΣΑΠΚ θα αποκομίσει έσοδα. Η συγκεκριμένη πρακτική αποτελεί τη βασική διαφορά μεταξύ ασφαλιστηρίων συμβολαίων και ΠΣΑΠΚ[9]. Ο κάτοχος ενός ασφαλιστικού συμβολαίου πυρός θα πρέπει να αποδείξει ότι έχει υποστεί ζημιά η ιδιοκτησία του για να λάβει την αποζημίωση από την ασφαλιστική εταιρεία.

Η χρησιμότητα των ΧΙΥΠΣΑΠΚ είναι διφορούμενη. Μια σειρά από μελέτες και άρθρα στον οικονομικό τύπο προτείνουν την πλήρη απαγόρευσή[10] τους [Soros (2009), Buiter (2009), Munchau (2010), Portes (2010)]. Το βασικό τους επιχείρημα είναι ότι τα ΧΙΥΠΣΑΠΚ αυξάνουν τη μεταβλητότητα (volatility) στην αγορά, προκαλούν υποτιμητικές κερδοσκοπικές επιθέσεις, ενώ μπορεί ακόμη και να δημιουργήσουν αυτοεκπληρούμενες προσδοκίες εκδήλωσης πιστωτικών γεγονότων, χωρίς αυτό να δικαιολογείται από τα θεμελιώδη μεγέθη του υποκείμενου τίτλου. Βέβαια υπάρχει και ο αντίλογος. Οι Carney (2009), Jones (2010), Salmon (2010), Duffie (2010) υποστηρίζουν ότι η χρήση των ΧΙΥΠΣΑΠΚ οδηγεί σε πλήρεις αγορές, καλύτερη διάχυση της πληροφόρησης και των προσδοκιών, καθώς και σε αύξηση της ρευστότητας στην αγορά των υποκείμενων τίτλων. Ο Duffie (2010) υποστηρίζει πως πιθανή απαγόρευση διαπραγμάτευσης των ΧΙΥΠΣΑΠΚ θα οδηγήσει σε μείωση της ρευστότητας στην αγορά, με άμεση συνέπεια την αύξηση του κόστους συναλλαγής για όλους τους συμμετέχοντες.

Οι Che & Sethi (2010) ξέφυγαν από το περιγραφικό πλαίσιο και χρησιμοποιώντας ένα θεωρητικό οικονομικό υπόδειγμα δείχνουν ότι η χρήση των ΧΙΥΠΣΑΠΚ έχει αρνητικές επιπτώσεις, τουλάχιστον για τον εκδότη του υποκείμενου τίτλου. Υποστηρίζουν ότι οι επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να εκδώσουν ΧΙΥΠΣΑΠΚ είναι αισιόδοξοι ως προς την προοπτική μη εμφάνισης ενός πιστωτικού γεγονότος. Η απουσία των ΧΙΥΣΠΑΠΚ από την αγορά θα τους επέτρεπε να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους απευθείας στον υποκείμενο τίτλο αντί να τα διακρατούν ως ενέχυρο για την έκδοση των ΧΙΥΠΣΑΠΚ.

---

[8] Η περίπτωση της ασφαλιστικής εταιρείας AIG, που αναλύεται παρακάτω, αποτελεί ένα τέτοιο παράδειγμα αποτυχίας των συγκεκριμένων μηχανισμών ελέγχου του κινδύνου των αντισυμβαλλόμενων μερών.

[9] Η διαφορά μεταξύ ΠΣΑΠΚ και ασφαλιστηρίου συμβολαίου δεν είναι ένα παιχνίδι λέξεων. Η NAIC (National Association of Insurance Commissioners) των ΗΠΑ τονίζει με κάθε ευκαιρία πως τα ΠΣΑΠΚ δεν θα πρέπει να αναφέρονται ως ασφάλιστρα πιστωτικού κινδύνου. Στην αντίθετη περίπτωση, η πώλησή τους θα πρέπει να γίνεται από εξειδικευμένους ασφαλιστικούς συμβούλους και μόνο [Weithers (2007)].

[10] Η μερική απαγόρευση της διαπραγμάτευσης των ΧΙΥΠΣΑΠΚ είναι ήδη πραγματικότητα. Στις 18 Μαΐου 2010, η εποπτική αρχή της γερμανικής κεφαλαιαγοράς (BaFin) ανακοίνωσε την προσωρινή απαγόρευση των ανοικτών πωλήσεων (short selling) και τη διαπραγμάτευση των ΧΙΥΠΣΑΠΚ για τα κρατικά ομόλογα των χωρών της ευρωζώνης, καθώς και στις μετοχές 10 γερμανικών τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών. Η απαγόρευση έχει ισχύ μέχρι την 31η Μαρτίου 2011.

3. Οι συστημικές συνέπειες του κινδύνου αντισυμβαλλομένων στην κρίση του 2008 στις ΗΠΑ

Η χρήση των ΠΣΑΠΚ αν και ευρέως διαδεδομένη στην αγορά των ΗΠΑ δεν ήταν το κύριο αίτιο για την εκδήλωση της κρίσης την περίοδο 2007-2008[11]. Τα βασικά αίτια της κρίσης σύμφωνα με τον Bordo (2008) ήταν τα παρακάτω:

1. Βασικές αλλαγές στο κανονιστικό πλαίσιο της αγοράς.
2. Χαλάρωση των κριτηρίων χορήγησης δανεισμού.
3. Εκτεταμένη περίοδος χαμηλών επιτοκίων που τερματίστηκε το 2005.

Όλα αυτά οδήγησαν σε μια περίοδο με υπερβολική αύξηση του στεγαστικού δανεισμού ακόμα και σε εκείνα τα τμήματα της αγοράς (subprime) που σε προηγούμενες περιόδους κάτι τέτοιο θα ήταν αδύνατο. Οι τράπεζες, στη συνέχεια, χρησιμοποίησαν την τεχνική των τιτλοποιήσεων (securitization) και μεταβίβασαν τον πιστωτικό κίνδυνο των στεγαστικών δανείων σε άλλους φορείς του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι τιτλοποιήσεις έφεραν συγκεκριμένη διαβάθμιση πιστωτικού κινδύνου και ανάλογη κατάταξη από τις εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης (credit rating agencies). Οι νέοι ιδιοκτήτες των τιτλοποιημένων προϊόντων αγόρασαν ΠΣΑΠΚ. Οι πωλητές των ΠΣΑΠΚ εξασφάλισαν έσοδα όσο η αγορά των στεγαστικών δανείων ακολουθούσε ανοδική πορεία.

Η ανοδική πορεία των επιτοκίων έβαλε τέλος στην ανάπτυξη της στεγαστικής αγοράς. Επιπλέον, άρχισαν να αυξάνονται οι εμφανίσεις πιστωτικών γεγονότων στα τμήματα των τιτλοποιήσεων που ήταν περισσότερο ευάλωτα στην αύξηση των επιτοκίων. Οι πωλητές των ΠΣΑΠΚ άρχισαν να καταβάλλουν ολοένα και περισσότερα κεφάλαια στους αγοραστές. Τα τιτλοποιημένα προϊόντα άρχισαν να χάνουν την αξιοπιστία τους στη διατραπεζική αγορά. Ολοένα και μεγαλύτερες εκπτώσεις (haircuts) απαιτούνταν για τη χρήση τέτοιων προϊόντων ως ενέχυρου για βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Η αυξανόμενη αβεβαιότητα σχετικά με την ποιότητα των ενεχύρων οδήγησε στην εξαφάνιση της ρευστότητας από την αγορά [Gorton (2008)]. Χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί με μεγάλη έκθεση στη διατραπεζική αγορά δεν είχαν πρόσβαση στα απαραίτητα[12] κεφάλαια για τη συνέχιση της ομαλής δραστηριότητάς τους.

Σε αυτό το πλαίσιο, τον Μάρτιο του 2008 η επενδυτική τράπεζα Bear Sterns διασώζεται από την επερχόμενη πτώχευση μόνο με τη χρήση κεφαλαίων του Ομοσπονδιακού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών των ΗΠΑ (US Federal Reserve System) και τη συμβολή της JPMorgan. Σύμφωνα με τους Bordo (2008) και Brunnermeier (2009) η επιλογή διάσωσης της Bear Sterns έγινε με βάση τη θέση της στην αγορά των ΠΣΑΠΚ και τις πιθανές απώλειες που θα προκαλούσε ο κίνδυνος των αντισυμβαλλόμενων μερών στην περίπτωση πτώχευσής της.

Το παράθυρο χορήγησης ρευστότητας (liquidity window) που έγινε διαθέσιμο στη συνέχεια αποτέλεσε μόνο προσωρινή λύση. Τον Ιούλιο του 2008, οι εταιρείες παροχής ρευστότητας στη δευτερογενή αγορά των στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ Fanny Mae και Freddy Mac εθνικοποιήθηκαν εξαιτίας της δυσχερούς θέσης στην οποία είχαν οδηγηθεί εξαιτίας των στεγαστικών χαρτοφυλακίων τους.

Μέχρι αυτό το σημείο τα ΠΣΑΠΚ είχαν περιθωριακό ρόλο στην εξέλιξη της κρίσης. Τόσο η επενδυτική τράπεζα Bear Sterns όσο και οι οργανισμοί Fanny Mae και Freddy Mac δεν οδηγήθηκαν κοντά στην πτώχευση ή στην εθνικοποίηση εξαιτίας των ΠΣΑΠΚ, αλλά εξαιτίας της κρίσης στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης.

---

[11] Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με την κρίση του 2008 στις ΗΠΑ πέρα από τις έρευνες που αναφέρονται παρακάτω μπορείτε να αναφερθείτε και στη μελέτη της Επιτροπής της Κυβέρνησης των ΗΠΑ για τη Διερεύνηση της Κρίσης [The Financial Crisis Inquiry Commission (2011)].

[12] Ο κίνδυνος της ρευστότητας αναχρηματοδότησης [funding liquidity, Brunnermeier & Pedersen (2008)] εμφανίζεται σε αυτό το σημείο δυσκολεύοντας ακόμη περισσότερο την πρόσβαση σε κεφάλαια. Υπενθυμίζουμε εδώ ότι ως κίνδυνο αναχρηματοδότησης ορίζουμε τον κίνδυνο από πιθανή αδυναμία εξυπηρέτησης των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος μέσω (συνήθως) βραχυπρόθεσμων τίτλων.

Η εξέλιξη της κρίσης δεν ήταν δυνατόν να ανακοπεί. Η επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers, ένας από τους βασικούς παίκτες στην παγκόσμια αγορά των επενδυτικών τραπεζών, οδηγήθηκε σε πτώχευση στις 15 Σεπτεμβρίου 2010. Η τράπεζα αντιμετώπιζε σημαντικά προβλήματα εξαιτίας της έκθεσης στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης, της υπερβολικής χρήσης της μόχλευσης (leverage) και των τιτλοποιήσεων, καθώς και της υπερβολικής στήριξης της αναχρηματοδότησης των υποχρεώσεών της σε βραχυπρόθεσμους τίτλους [Zingales (2008)].

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αποφάσισε να μη διασώσει την επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers. Έδειξε στις αγορές ότι δεν ήταν διατεθειμένη να αναλάβει το κόστος διάσωσης του συνόλου των χρηματοπιστωτικών οργανισμών που αντιμετώπιζαν δυσχέρειες. Η πτώχευση της Lehman Brothers αποτέλεσε πρακτική αντιμετώπισης του ηθικού κινδύνου (moral hazard) που είχε δημιουργήσει η διάσωση των προηγούμενων χρηματοπιστωτικών οργανισμών [Bordo (2008), Stulz (2010)]. Ο κίνδυνος των αντισυμβαλλόμενων μερών εξαιτίας των ΠΣΑΠΚ, που προκάλεσε η πτώχευση της Lehman Brothers, ήταν πολύ μικρότερος από τον αντίστοιχο της Bear Sterns. Το χαρτοφυλάκιο ΠΣΑΠΚ της Lehman Brothers ήταν σε γενικές γραμμές αντισταθμισμένο, με συνέπεια μικρή επιβάρυνση της αγοράς από τις θέσεις της σε ΠΣΑΠΚ [Stulz (2010), Reuters (2010)]. Και σε αυτή την περίπτωση δεν προκύπτουν άμεσες ενδείξεις σχετικά με τον αρνητικό ρόλο των ΠΣΑΠΚ στην πτώχευση της Lehman Brothers.

Η κρίση δεν τερματίστηκε. Μερικές ημέρες μετά την πτώχευση της Lehman Brothers –στις 18 Σεπτεμβρίου 2010– η ασφαλιστική εταιρεία AIG βρέθηκε σε οριακό σημείο όσον αφορά τη βιωσιμότητά της. Η αξιολόγηση της μακροπρόθεσμης πιστοληπτικής της ικανότητας υποβιβάστηκε από AAA σε AA, με αποτέλεσμα οι εποπτικές αρχές να ζητούν ενυπόθηκες εγγυήσεις ανάλογες με το ύψος των εκδόσεων ΠΣΑΠΚ της ασφαλιστικής εταιρείας. Η πιστοληπτική αξιολόγηση AAA εξασφάλιζε μέχρι τότε στην AIG μηδενική υποχρέωση ενυπόθηκων εγγυήσεων[13]. Η κατάρρευση της διατραπεζικής αγοράς μετά την πτώχευση της Lehman Brothers καθιστούσε απαγορευτική όποια προσπάθεια για την ικανοποίηση των νέων κεφαλαιακών υποχρεώσεων που δημιούργησε η πιστοληπτική υποβάθμιση. Με δεδομένη τη θέση της AIG ως τελικού εκδότη ΠΣΑΠΚ, πιθανή κατάρρευσή της θα προκαλούσε ανάλογη κατάρρευση σε όλους τους αγοραστές των ΠΣΑΠΚ της. Ο κίνδυνος των αντισυμβαλλόμενων μερών δεν έθεσε σε κίνδυνο μόνο την ίδια την AIG, αλλά και το σύνολο του χρηματοοικονομικού συστήματος εξαιτίας των αλυσιδωτών αντιδράσεων που θα μπορούσε να προκαλέσει[14].

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, αναγνωρίζοντας τον παραπάνω κίνδυνο, καθώς και την ευαισθησία του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος μετά τις εξελίξεις με τις Bear Sterns, Fanny Mae, Freddy Mac και Lehman Brothers, επέλεξε να διασώσει την ασφαλιστική εταιρεία AIG. Η κρίση παγιώθηκε στη διατραπεζική αγορά ακόμη και εκτός των ΗΠΑ. Οι κεντρικές τράπεζες σε διεθνές επίπεδο δημιούργησαν μηχανισμούς ρευστότητας στα πλαίσια της προσπάθειας αντιμετώπισης της (ανύπαρκτης πλέον) ρευστότητας αναχρηματοδότησης.

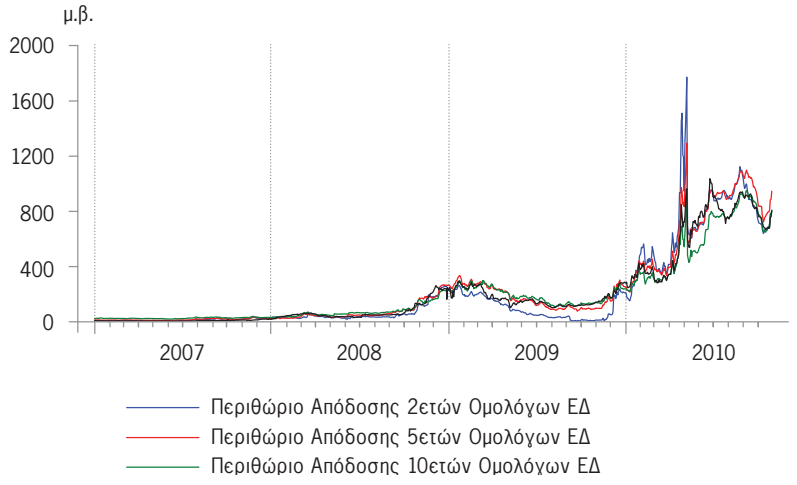
Συνοψίζοντας, τα ΠΣΑΠΚ με την εξαίρεση της AIG δεν αποτέλεσαν βασικό παράγοντα για την εκδήλωση της κρίσης, αλλά ενίσχυσαν τις συνέπειές της στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Πιο σημαντικό ρόλο για την εκδήλωση της κρίσης κατέχουν οι αλόγιστες τιτλοποιήσεις, οι υπεραισιόδοξες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, καθώς και η έλλειψη σαφούς κανονιστικού πλαισίου για τη διατραπεζική αγορά που έδωσε το έναυσμα για την εξαφάνιση της ρευστότητας αναχρηματοδότησης [Gorton (2008), Borio (2010), Brunnermeier (2009)].

---

[13] Η μηδενική υποχρέωση διατήρησης ενυπόθηκων εγγυήσεων για εκδότες ΠΣΑΠΚ με πιστοληπτική ικανότητα AAA αποτελεί μία από τις βασικότερες αποτυχίες του κανονιστικού πλαισίου της συγκεκριμένης αγοράς.

[14] Ο Sjostrom (2009) εξετάζει αναλυτικά τη διαδικασία διάσωσης της ασφαλιστικής εταιρείας AIG, καθώς και τα βασικά αίτια τόσο της κρίσης όσο και της διάσωσής της. Αναγνωρίζει τον βασικό ρόλο των ΠΣΑΠΚ σε όλη αυτή τη διαδικασία. Τονίζει όμως ότι δεν ήταν τα ίδια τα ΠΣΑΠΚ που οδήγησαν την ασφαλιστική εταιρεία στη συγκεκριμένη θέση, αλλά ο λάθος υπολογισμός του κινδύνου που η AIG ήταν διατεθειμένη να αναλάβει για την επίτευξη των επιχειρηματικών της στόχων.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 Περιθώρια αποδόσεων 2-ετών, 5-ετών, 10-ετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου και περιθώριο ΠΣΑΠΚ 5-ετών ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου



ΠΗΓΗ: Bloomberg

4. Ο ρόλος των ΠΣΑΠΚ στην εξέλιξη της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης του 2010

4.1 Το υπόβαθρο της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης του 2010

Η περίοδος της άνοιξης του 2010 χαρακτηρίζεται ως η κεντρική σκηνή στην οποία διαδραματίστηκε η ελληνική δημοσιονομική κρίση. Ξεκίνησε με τις προσπάθειες της ελληνικής κυβέρνησης να εφαρμόσει το δανειακό πρόγραμμα του Ελληνικού Δημοσίου για το 2010 και κορυφώθηκε με τη δημιουργία του μηχανισμού στήριξης της ελληνικής οικονομίας από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο στις αρχές Μαΐου του 2010. Χαρακτηρίζεται από μια έντονη αυξητική πορεία των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου και των αντίστοιχων ΠΣΑΠΚ με υποκείμενο τίτλο τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου. Το Διάγραμμα 2 παρουσιάζει την εξέλιξη του περιθωρίου των αποδόσεων των 2-ετών, 5-ετών, 10-ετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, καθώς και το περιθώριο των ΠΣΑΠΚ με υποκείμενο τίτλο τα 5-ετή ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου.

Η αύξηση των περιθωρίων των ΠΣΑΠΚ την άνοιξη του 2010 προκάλεσε δύο προβληματισμούς στους υπεύθυνους άσκησης οικονομικής πολιτικής τόσο σε εγχώριο όσο και σε διεθνές επίπεδο [Fitch (2010)]. Ο πρώτος προβληματισμός αφορά το αν τα ΠΣΑΠΚ χρησιμοποιήθηκαν για τη χειραγώγηση των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου. Ο δεύτερος προβληματισμός έχει να κάνει με το αν τα ελληνικά ΠΣΑΠΚ μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν όχι μόνο για να ασκηθεί πίεση στα ελληνικά ομόλογα, αλλά και στο κόστος αναχρηματοδότησης του χρέους των υπόλοιπων μελών της ευρωζώνης (με ιδιαίτερη έμφαση όμως στην Ιρλανδία, την Ισπανία και την Πορτογαλία), καθώς και τις επιπτώσεις στην αξία του ευρώ. Με άλλα λόγια, τα ΠΣΑΠΚ δεν θεωρήθηκαν ως ένας δείκτης του πιστωτικού κινδύνου του Ελληνικού Δημοσίου, αλλά αντίθετα θεωρήθηκαν ως βασικός παράγοντας αύξησης του συγκεκριμένου κινδύνου.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Αξιολόγηση Πιστοληπτικής Ικανότητας Μακροπρόθεσμου Δανεισμού Ελληνικού Δημοσίου

Αξιολόγηση Πιστοληπτικής Ικανότητας Μακροπρόθεσμου Δανεισμού Ελληνικού Δημοσίου			
Φορέας αξιολόγησης Πιστοληπτικής Αξιολόγησης	**S&P**	**Moodys**	**Fitch**
Παρούσα Θέση	BB+ (27/04/2010)	Ba1 (14/06/2010)	BB+ (14/01/2011)
Υψηλότερη Θέση	A (13/03/2001)	A1 (04/11/2002)	A (16/12/2004)
Χαμηλότερη Θέση	BB+ (27/04/2010)	Ba1 (14/06/2010)	BB+ (14/01/2011)
Περίοδος Υποβάθμισης	14 μήνες (09/01/2009-27/04/2010)	8 μήνες (29/10/2009-14/06/2010)	15 μήνες (22/10/2009-14/01/2001)

Παρ' όλη όμως τη συζήτηση σχετικά με τον αρνητικό ρόλο των ΠΣΑΠΚ τα βασικά αίτια της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης[15] πρέπει να αναζητηθούν στις εγγενείς αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας, όπως:

1. Η προβληματική δημοσιονομική διαχείριση.
2. Η χρόνια έλλειψη ανταγωνιστικότητας και η περαιτέρω επιδείνωσή της μετά την είσοδο της χώρας στην ΟΝΕ.
3. Η προσήλωση της οικονομίας σε ένα καταναλωτικό υπόδειγμα ανάπτυξης που δεν μπορούσε να υποστηριχθεί από τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας και οδηγούσε σε συνεχή αύξηση του δημόσιου χρέους.
4. Το υψηλό επίπεδο δημόσιου χρέους και η μη διαφαινόμενη προοπτική μείωσής του.

Ήδη από το καλοκαίρι του 2009 αναλυτές [Χαρδούβελης (2008)] προειδοποιούσαν για τις αρνητικές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας. Τα επιχειρήματά τους στηρίζονταν κυρίως στο υψηλό (αναμενόμενο) δημοσιονομικό έλλειμμα, στο υψηλό δημόσιο χρέος και στις αρνητικές προβλέψεις για την εξέλιξή του, καθώς και στο χρόνιο πρόβλημα της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας.

Στην επιδείνωση του οικονομικού κλίματος συνέβαλαν δύο ακόμη παράγοντες. Ο πρώτος σχετίζεται με την κρίση αξιοπιστίας που δημιουργήθηκε μετά την αποκάλυψη παρεμβάσεων της (τότε) ελληνικής πολιτικής ηγεσίας στην Εθνική Στατιστική Υπηρεσία, σχετικά με τα στοιχεία του ελλείμματος του 2009.

Ο δεύτερος παράγοντας αφορά την κρίση χρέους της κρατικής εταιρείας διαχείρισης ακινήτων του Ντουμπάι (Dubai World) που στα τέλη Νοεμβρίου κήρυξε στάση πληρωμών και κάλεσε τους δανειστές σε διαπραγματεύσεις για την αναδιάρθρωση του χρέους της. Η συγκεκριμένη κίνηση έκανε τις διεθνείς αγορές πολύ ευαίσθητες ως προς τη διάθεση δανειακών κεφαλαίων. Άλλωστε, η ευαισθησία των διεθνών αγορών ήταν ιδιαίτερα αυξημένη μετά την κρίση στις ΗΠΑ.

Το ενδιαφέρον των αγορών επικεντρώθηκε στην Ελλάδα γιατί διέθετε εκείνο το μίγμα αρνητικών παραγόντων που θα μπορούσαν να οδηγήσουν στην επόμενη συστημική κρίση. Οι υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης του Ελληνικού Δημοσίου ακολούθησαν. Ο Πίνακας 1 παρουσιάζει την εξέλιξη των πιστοληπτικών αξιολογήσεων εξυπηρέτησης του μακροπρόθεσμου χρέους του Ελληνικού Δημοσίου.

Η άνοδος των περιθωρίων των ΠΣΑΠΚ έγινε εντονότερη τους πρώτους μήνες του 2010. Οι αγορές άρχισαν να προεξοφλούν την αδυναμία του Ελληνικού Δημοσίου να ικανοποιήσει το δανειακό του πρόγραμμα για το 2010.

[15] Οι Azariadis et al. (2010), Malliaropulos (2010) και Argirou & Kontonikas (2010), μεταξύ άλλων, αναλύουν τα δομικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας και δείχνουν τις προοπτικές επίλυσής τους.

Η προσπάθεια της ελληνικής κυβέρνησης να διαχειριστεί την κρίση μέσω της λήψης των κατάλληλων μέτρων δεν απέδωσε τα προσδοκώμενα αποτελέσματα. Η κυβέρνηση παρουσίασε το ελληνικό Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης 2010-2013 στα μέσα Ιανουαρίου 2010. Αυτό περιελάμβανε δέσμη μέτρων για τον έλεγχο των δαπανών και την αύξηση της φορολογίας. Οι αγορές θεώρησαν ότι το συγκεκριμένο πακέτο μέτρων δεν ήταν αρκετό για να επιλύσει τα χρόνια προβλήματα της ελληνικής οικονομίας. Τα περιθώρια των ΠΣΑΠΚ ακολούθησαν ανοδική πορεία. Χαρακτηριστικό εδώ είναι ότι τα περιθώρια των ΠΣΑΠΚ με υποκείμενο τίτλο τα 5-ετή ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου αυξήθηκαν κατά 41,2% σε διάστημα ενός μηνός (τα περιθώρια των ΠΣΑΠΚ ήταν στις 281,1 μονάδες βάσης στις 31.12.2009 ενώ στις 29.01.2009 ήταν στις 398,1 μονάδες βάσης).

Για να αντιστρέψει το αρνητικό κλίμα η ελληνική κυβέρνηση ανακοίνωσε δύο επιπλέον δέσμες μέτρων αύξησης των εσόδων και περιορισμού των δαπανών του Ελληνικού Δημοσίου, στις αρχές Φεβρουαρίου και στις αρχές Μαρτίου 2010. Η πορεία των περιθωρίων των ΠΣΑΠΚ ανακόπηκε προσωρινά κατά τη διάρκεια του Μαρτίου του 2010. Βασική αιτία της σταθεροποίησης ήταν οι συζητήσεις σε επίπεδο ευρωζώνης σχετικά με την κατάσταση της ελληνικής οικονομίας και τους εναλλακτικούς τρόπους ενίσχυσής της. Στις 26 Μαρτίου η –ρηματική έστω– υποστήριξη των προσπαθειών της ελληνικής Κυβέρνησης για την έξοδο από την κρίση δεν ικανοποίησε τις αγορές.

Στη συνέχεια, οι συνεχείς ανακοινώσεις για τα αναθεωρημένα στοιχεία του ΑΕΠ αλλά κυρίως του δημόσιου χρέους και του δημοσιονομικού ελλείμματος επιδείνωσαν την κρίση εμπιστοσύνης των αγορών σχετικά με τη δυνατότητα του Ελληνικού Δημοσίου να εκπληρώσει τις δανειακές του υποχρεώσεις. Σε αυτό συνέβαλαν και παράγοντες όπως α) η απειρία της Ευρωπαϊκής Ένωσης στη διαχείριση μιας τέτοιας κρίσης, β) η ανυπαρξία επίσημου μηχανισμού αντιμετώπισης ενός τέτοιου κινδύνου, και γ) η διστακτικότητα της κυβέρνησης της Γερμανίας να ανοίξει τον διάλογο για την αντιμετώπιση της κρίσης. Τα περιθώρια των ΠΣΑΠΚ αυξήθηκαν κατά 103% μέσα σε διάστημα δύο εβδομάδων τον Απρίλιο του 2010 (από τις 386 μονάδες βάσης τη Δευτέρα 12 Απριλίου στις 846 μονάδες βάσης την Τρίτη 27 Απριλίου).

Στις αρχές Μαΐου 2010, η εντεινόμενη ελληνική δημοσιονομική κρίση σε συνδυασμό με την προσπάθεια αποφυγής μετάδοσής της σε οικονομίες της ευρωζώνης που παρουσίαζαν ανάλογα δομικά προβλήματα οδήγησε στην κοινή παρέμβαση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου με τη μορφή του προγράμματος σταθερότητας. Το τελευταίο περιελάμβανε ένα μείγμα δανεισμού, δημοσιονομικών και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων η εφαρμογή του οποίου βρίσκεται σε εξέλιξη.

Η πορεία των ΠΣΑΠΚ ακολούθησε έντονα ανοδική πορεία, ακόμη και μετά την ενεργοποίηση του κοινού προγράμματος σταθερότητας. Χαρακτηριστικό είναι εδώ το γεγονός ότι στις 24.06.2010 το περιθώριο των ΠΣΑΠΚ έφτασε τις 1.037 μονάδες βάσης – υψηλότερα και από τις αρχές Μαΐου. Κάτι τέτοιο αποδίδεται:

1. Στη συνεχιζόμενη υποβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του μακροπρόθεσμου χρέους του Ελληνικού Δημοσίου.
2. Στις προσδοκίες σχετικά με τη μη-εκπλήρωση των όρων του προγράμματος σταθερότητας ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ.
3. Στο γεγονός ότι το δάνειο από το πρόγραμμα ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ εξοφλείται κατά προτεραιότητα σε σχέση με το υπόλοιπο δημόσιο χρέος.
4. Στην πιθανή αδυναμία εξυπηρέτησης του δανειακού προγράμματος για την περίοδο 2014-2015.

Το καλοκαίρι του 2010 τα περιθώρια των ΠΣΑΠΚ σταθεροποιήθηκαν σε υψηλά επίπεδα. Σε αυτό συνέβαλαν α) οι αβεβαιότητες σχετικά με την εφαρμογή του προγράμματος από την ελληνική κυβέρνηση, καθώς και τις συνέπειες που είχε κάτι τέτοιο στην ελληνική οικονομία, και β) οι εντεινόμενες συζητήσεις σχετικά με τη δημιουργία ενός προσωρινού (ή και μόνιμου) μηχανισμού διάσωσης των οικονομιών που αντιμετώπιζαν δημοσιονομικές ή άλλες σχετικές δυσκολίες και που πιθανό να δημιουργούσαν συστημικές δυσχέρειες στη συνοχή των χωρών της ευρωζώνης και στη βιωσιμότητα του κοινού νομίσματος.

Από τον Ιούλιο του 2010 η κρίση έπαψε να είναι ελληνική και έγινε πλέον ευρωπαϊκή. Το ενδιαφέρον των αγορών στράφηκε στην Ισπανία, την Πορτογαλία και την Ιρλανδία[16]. Η κρίση εξαπλώθηκε και σε αυτό δεν συνέβαλε η αυξητική πορεία του περιθωρίου των ελληνικών ΠΣΑΠΚ. Αντίθετα, οι μακροοικονομικές και άλλες δομικές αδυναμίες των χωρών που προαναφέρθηκαν προκάλεσαν έναν νέο κύκλο αυξήσεων στα περιθώρια των ΠΣΑΠΚ των συγκεκριμένων χωρών.

4.2 Η άσκηση κερδοσκοπικών πιέσεων μέσω των ΠΣΑΠΚ στα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου

Όπως έχει ήδη αναφερθεί και παραπάνω, μια από τις βασικές ανησυχίες τόσο των πολιτικών όσο και των εποπτικών αρχών κατά τη διάρκεια της κρίσης σχετιζόταν με τη δυνατότητα χρήσης των ΠΣΑΠΚ για την άσκηση κερδοσκοπικών πιέσεων στις τιμές των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου.

Μέχρι στιγμής δεν υπάρχουν επαρκή στοιχεία που να τεκμηριώνουν τη χρήση του περιθωρίου των ΠΣΑΠΚ για κερδοσκοπικούς λόγους. Ο Duffie (2010) απορρίπτει τη δυνατότητα αποτελεσματικής (κερδοφόρας) χρήσης τέτοιων πρακτικών κατά τη διάρκεια της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη ανάλυση οι υποψήφιοι κερδοσκόποι δε θα μπορούσαν να αποκομίσουν κέρδη από τα περιθώρια των ΠΣΑΠΚ, αφού α) ο όγκος συναλλαγών τους δεν είναι σημαντικός ώστε να επηρεάσουν το περιθώριο των ΠΣΑΠΚ (price impact), β) μπορούν να αυξήσουν το περιθώριο των ΠΣΑΠΚ μέσω διασποράς ψευδών ειδήσεων για τα θεμελιώδη μεγέθη του υποκείμενου τίτλου. Προβλήματα συνεργασίας δεν επιτρέπουν την επιτυχία αυτής της στρατηγικής. Τέλος και η χρήση των ΧΙΥΠΣΑΠΚ δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την επιτυχία μιας κερδοσκοπικής στρατηγικής, αφού οι ιδιοκτήτες τους δεν μπορούν να επηρεάσουν την τιμή του υποκείμενου τίτλου.

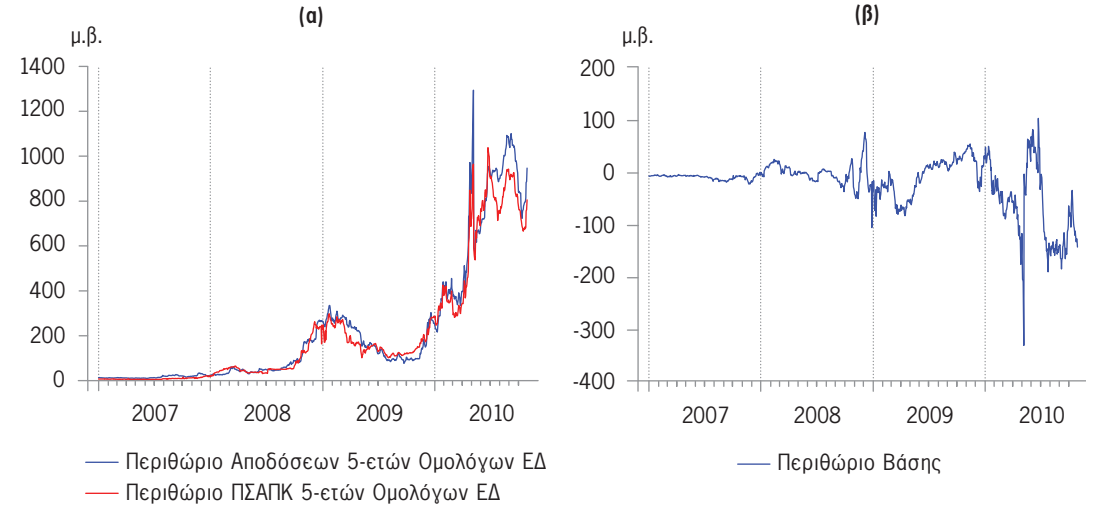
Σύμφωνα με τους Duffie (2010), European Commission (2010) και Fitch (2010), η επισήμανση του αυξανόμενου πιστωτικού κινδύνου των ΠΣΑΠΚ εξαιτίας των χρόνιων προβλημάτων της ελληνικής οικονομίας εκλήφθηκε από πολλούς συμμετέχοντες στην αγορά ως κερδοσκοπική πίεση στις αποδόσεις των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου και ως προσπάθεια μεταβίβασης της κρίσης στις ευάλωτες χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Συνοπτική Στατιστική Περιγραφή των Περιθωρίων Αποδόσεων και των Περιθωρίων των ΠΣΑΠΚ των χωρών του Δείγματος

Συνοπτική Στατιστική Περιγραφή											
Χώρα	**Μέσος**		**Διάμεσος**		**Διακύμανση**		**Αριθμός Παρατηρήσεων**		**Δείκτης Πιστοληπτικής Ικανότητας**		
	Περιθώριο 5-ετούς Ομολόγου	**Περιθώριο ΠΣΑΠΚ**	**Περιθώριο 5-ετούς Ομολόγου**	**Περιθώριο ΠΣΑΠΚ**	**Περιθώριο 5-ετούς Ομολόγου**	**Περιθώριο ΠΣΑΠΚ**	**Περιθώριο 5-ετούς Ομολόγου**	**Περιθώριο ΠΣΑΠΚ**	**S&P**	**Moodys**	**Fitch**
Ελλάδα	2,22	2,04	0,93	1,14	8,45	6,82	1000	1000	BB+	Ba1	BBB-
Ιρλανδία	0,99	1,29	0,95	1,39	0,47	1,50	796	796	BBB-	AA2	A+
Πορτογαλία	0,81	0,90	0,41	0,53	0,85	1,04	1000	1000	A-	A1	AA1
Ισπανία	0,52	0,77	0,37	0,67	0,30	0,50	1000	1000	AA	Aa1	AA+
Γερμανία	3.06	0,23	2,78	0,22	1,01	0,03	1000	1000	AAA	Aaa	AAA

[16] Η Ιρλανδία προκάλεσε το ενδιαφέρον των αγορών εξαιτίας του προβληματικού τραπεζικού της συστήματος.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 Μακροχρόνια Σχέση Περιθωρίων Αποδόσεων–Περιθωρίων ΠΣΑΠΚ και το Περιθώριο Βάσης



4.3 Η σχέση μακροοικονομικής ισορροπίας ΠΣΑΠΚ – υποκείμενου τίτλου

Η εξέταση της μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ των περιθωρίων των αποδόσεων των 5-ετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου και των περιθωρίων των ΠΣΑΠΚ με υποκείμενο τίτλο τα συγκεκριμένα ομόλογα θα αναλυθεί στη συνέχεια. Κάτι τέτοιο θα επιτρέψει στη συνέχεια τη διερεύνηση της σχέσης αλληλεπίδρασης μεταξύ των δύο περιθωρίων, καθώς και τον προσδιορισμό εκείνων των παραγόντων που την επηρεάζουν βραχυχρόνια.

Αποδεικνύεται ότι μακροχρόνια το περιθώριο των ΠΣΑΠΚ θα πρέπει να είναι ίσο ή τουλάχιστον να μην απέχει πολύ από το περιθώριο των αποδόσεων. Για παράδειγμα, έστω ένας επενδυτής που αγοράζει ένα 5-ετές ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου με απόδοση $r_{5ΕΔ}$. Ταυτόχρονα αγοράζει ΠΣΑΠΚ πληρώνοντας ένα συγκεκριμένο περιθώριο ($p_{ΠΣΑΠΚ}$) ώστε να εξασφαλιστεί έναντι του πιστωτικού κινδύνου. Με δεδομένο ότι το περιθώριο των ΠΣΑΠΚ εκφράζεται σε ετήσια βάση, μπορεί εύκολα να αποδειχθεί, με τη χρήση της τεχνικής της εξισορροπητικής κερδοσκοπίας (arbitrage), ότι η διαφορά $r_{5ΕΔ} - p_{ΠΣΑΠΚ}$ δεν μπορεί να διαφέρει σημαντικά από την απόδοση του τίτλου αναφοράς. Στην περίπτωση που $r_{5ΕΔ} - p_{ΠΣΑΠΚ} < r_{5ΓΔ}$ ο κάτοχος του ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου θα μπορούσε να λάβει θέση πώλησης (short) στο συγκεκριμένο ομόλογο, να εκδώσει ΠΣΑΠΚ με υποκείμενο τίτλο το 5-ετές ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου και να αγοράσει το 5-ετές ομόλογο του Γερμανικού Δημοσίου. Ανάλογα αποδεικνύεται και η στρατηγική εξισορροπητικής κερδοσκοπίας για την περίπτωση όπου $r_{5ΕΔ} - p_{ΠΣΑΠΚ} > r_{5ΓΔ}$. Η διαφορά $r_{5ΕΔ} - p_{ΠΣΑΠΚ}$ δεν μπορεί να είναι σημαντικά διαφορετική από την απόδοση του 5-ετούς ομολόγου του Γερμανικού Δημοσίου ($r_{5ΓΔ}$).

Η εξασφάλιση της σχέσης μακροχρόνιας ισορροπίας είναι σημαντική, όχι μόνο γιατί θα επιβεβαιώσει για άλλη μια φορά το θεωρητικό και εμπειρικό επιχείρημα που αναπτύχθηκε παραπάνω, αλλά κυρίως γιατί θα επιτρέψει την εξέταση των βραχυχρόνιων παραγόντων που επηρεάζουν τη συγκεκριμένη ισορροπία, καθώς και την εξέταση του τρόπου με τον οποίο η αγορά των ΠΣΑΠΚ επηρεάζει την αγορά των ομολόγων ή το αντίστροφο. Είναι προφανές ότι η αδυναμία εξασφάλισης της μακροχρόνιας σχέσης ισορροπίας μεταξύ των δύο αγορών θα καθιστούσε απαγορευμένη οποιαδήποτε περαιτέρω ανάλυση.

Μια σειρά από μελέτες έχουν τεκμηριώσει τόσο θεωρητικά [Duffie (1999) και Hull & White (2000a)] όσο και εμπειρικά [Blanco, Brenan, Marsh (2005), Zhu (2005)] τη μακροχρόνια σχέση ισορροπίας μεταξύ των περιθωρίων των ΠΣΑΠΚ και της διαφοράς της απόδοσης του υποκείμενου τίτλου και του αντίστοιχου τίτλου αναφοράς. Σημειώνεται ότι στις συγκεκριμένες μελέτες έχουν καταγραφεί και οι παράγοντες που σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα οδηγούν σε αποκλίσεις από την πλήρη ισότητα.

Ο Πίνακας 2 παρουσιάζει τη συνοπτική στατιστική περιγραφή των περιθωρίων των αποδόσεων των 5-ετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου και των περιθωρίων των ΠΣΑΠΚ. Για λόγους σύγκρισης παρουσιάζονται και οι αντίστοιχες στατιστικές για τα περιθώρια των 5-ετών τίτλων του Ιρλανδικού, Πορτογαλικού, Ισπανικού Δημοσίου και τα περιθώρια των ΠΣΑΠΚ των συγκεκριμένων τίτλων. Η δειγματική περίοδος είναι η 1.1.2007-30.10.2010 και χρησιμοποιούνται ημερήσια στοιχεία από τη βάση δεδομένων Bloomberg. Η συγκεκριμένη δειγματική περίοδος επιλέχθηκε γιατί περιλαμβάνει το μεγαλύτερο μέρος της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης[17]. Από τα τέλη Νοεμβρίου 2010 και με την ένταξη της Ιρλανδίας στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοοικονομικής Σταθεροποίησης (European Financial Stability Facility, EFSF) το δημοσιονομικό πρόβλημα έπαψε να είναι μόνο ελληνικό και έγινε ευρωπαϊκό.

Τόσο ο μέσος όσο και η διακύμανση των αποδόσεων των ομολόγων είναι μικρότερος από τον αντίστοιχο μέσο των ΠΣΑΠΚ για την Ιρλανδία, την Πορτογαλία και την Ισπανία. Κάτι τέτοιο δεν ισχύει για την Ελλάδα. Ο μέσος των αποδόσεων είναι μεγαλύτερος από τον αντίστοιχο μέσο των ΠΣΑΠΚ και το ίδιο ισχύει για τη διακύμανση. Η διαφορά μεταξύ μέσου και διάμεσου δείχνει την έντονα αυξητική πορεία των περιθωρίων των αποδόσεων των 5-ετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου όσο και των αντίστοιχων ΠΣΑΠΚ κατά τη διάρκεια του 2010. Η συγκεκριμένη διαφορά μέσου διακύμανσης δεν παρουσιάζεται σε καμία από τις υπόλοιπες χώρες του Πίνακα 2. Χαρακτηριστική της διαφορετικής συμπεριφοράς των ελληνικών τίτλων είναι και η μεγάλη, σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες, διακύμανσή τους, αλλά και η χαμηλότερη αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του μακροπρόθεσμου ελληνικού χρέους, όπως αυτή διαμορφώθηκε από τα τέλη του 2009 (βλέπε και Πίνακα 1 παραπάνω).

Το Διάγραμμα 3(α) παρουσιάζει την εξέλιξη των περιθωρίων των αποδόσεων των 5-ετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, καθώς και των περιθωρίων των αντίστοιχων ΠΣΑΠΚ[18]. Η σχέση περιθωρίων ομολόγων – ΠΣΑΠΚ παραβιάζεται σύντομα μόνο στην περίοδο 22.04.2010–07.05.2010. Τα περιθώρια αποδόσεων των ομολόγων υπερβαίνουν κατά πολύ τα αντίστοιχα περιθώρια των ΠΣΑΠΚ. Υπενθυμίζουμε εδώ ότι τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο ήταν υπό εξέλιξη οι συζητήσεις για τη δημιουργία του μηχανισμού στήριξης της ελληνικής οικονομίας από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Η τελική συμφωνία επετεύχθη στις 05.05.2010.

Το Διάγραμμα 3(β) δείχνει την εξέλιξη του περιθωρίου βάσης. Το περιθώριο βάσης κινείται γύρω από ένα σταθερό μέσο, αλλά η διακύμανσή του δεν είναι σταθερή για όλη τη διάρκεια του δείγματος. Επίσης, το περιθώριο βάσης είναι αρνητικό. Με άλλα λόγια, τα περιθώρια των ομολόγων υπερβαίνουν τα αντίστοιχα των ΠΣΑΠΚ για το μεγαλύτερο μέρος της υπό εξέταση περιόδου. Αυτό φαίνεται και στον Πίνακα 3 που παρουσιάζει το μέσο περιθώριο βάσης, αλλά και το απόλυτο περιθώριο βάσης. Σύμφωνα με τη μακροπρόθεσμη σχέση ισορροπίας των περιθωρίων των αποδόσεων των ομολόγων – ΠΣΑΠΚ κάποιος θα μπορούσε να αποκομίσει σημαντικά κέρδη από την κατά μέσο όρο αρνητική τιμή του περιθωρίου βάσης. Για να το επιτύχει αυτό θα αρκούσε η αγορά του ομολόγου στη δευτερογενή αγορά και η ταυτόχρονη αγορά ΠΣΑΠΚ με υποκείμενο τίτλο το συγκεκριμένο ομόλογο. Βέβαια, για να επιτευχθεί κάτι τέτοιο απαιτείται η αγορά του ομολόγου. Σε περίοδο κρίσης, όπως αυτή της άνοιξης του 2010, η εύρεση των κεφαλαίων δε θα ήταν εύκολη υπόθεση.

Πέρα από την περιγραφική ανάλυση παραπάνω, η χρήση της τεχνικής της συνολοκλήρωσης (cointegration) επιβεβαιώνει τη μακροχρόνια σχέση των περιθωρίων των αποδόσεων των ομολόγων και των περιθωρίων των ΠΣΑΠΚ. Με τη χρήση των κατάλληλων τεχνικών [Υπόδειγμα Διόρθωσης Σφαλμάτων (Error Corection Model)] είναι δυνατόν να δειχθεί ότι τα περιθώρια των ΠΣΑΠΚ εξασφαλίζουν τη βραχυχρόνια δυναμική διόρθωσης αποκλίσεων από τη μακροχρόνια ισορροπία[19].

---

[17] Από τα τέλη Νοεμβρίου 2010 και με την ένταξη της Ιρλανδίας στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοοικονομικής Σταθεροποίησης (European Financial Stability Facility, EFSF), το δημοσιονομικό πρόβλημα έπαψε να είναι μόνο ελληνικό και έγινε ευρωπαϊκό.

[18] Η ανάλυση στη συνέχεια θα περιοριστεί στο ελληνικό περιθώριο βάσης. Ο Stamatiou (2011) παρουσιάζει την πλήρη ανάλυση του περιθωρίου βάσης της Ισπανίας, της Πορτογαλίας και της Ιρλανδίας.

[19] Η σχετική ανάλυση παρουσιάζεται στο Παράρτημα 2. Βλέπε επίσης Σταματίου (2011).

ΠΙΝΑΚΑΣ 3 Μέσο και Απόλυτο Μέσο Περιθώριο Βάσης

Περιθώριο Βάσης		
Χώρα	**Μέσο Περιθώριο Βάσης**	**Απόλυτο Μέσο Περιθώριο Βάσης**
Ελλάδα	-17,97	31,61

ΠΙΝΑΚΑΣ 4 Βραχυπρόθεσμοι Παράγοντες εξήγησης του Περιθωρίου Βάσης

Μεταβλητές Σχέσεις 4.1		
Μεταβλητή	**Περιγραφή Μεταβλητής**	**Πηγή**
$basis_t$	Το περιθώριο βάσης, δηλαδή η διαφορά των περιθωρίων των αποδόσεων των 5-ετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου με τα αντίστοιχα ομόλογα του Γερμανικού Δημοσίου και των περιθωρίων των αντιστοίχων ΠΣΑΠΚ.	Bloomberg
($DESFB_t$, $DESFA_t$) ($DESMB_t$, $DESMA_t$) ($DESSPB_t$, $DESSPA_t$)	Ψευδομεταβλητές που μελετούν την επίδραση της υποβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας των μακροπρόθεσμων τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου. Χρησιμοποιούνται δύο μεταβλητές για κάθε οργανισμό πιστοληπτικής αξιολόγησης (F: Fitch, M: Moody's, SP: S&P). Η πρώτη μεταβλητή δείχνει την επίδραση στο περιθώριο βάσης στην περίοδο 30 ημερών πριν από την υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας, ενώ η δεύτερη μεταβλητή δείχνει την επίδραση στο περιθώριο βάσης την περίοδο των 30 ημερών μετά την υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας.	Bloomberg
$DNEWS_t$	Ψευδομεταβλητή που δείχνει την επίδραση των ανακοινώσεων-νέων της ελληνικής κυβέρνησης, διεθνών οργανισμών και άλλων αναγνωρισμένων φορέων σχετικά με τις εξελίξεις τις ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης. Περιλαμβάνονται όλα τα βασικά νέα, ανακοινώσεις κ.λπ. εκτός από τις υποβαθμίσεις πιστοληπτικής ικανότητας και τις αναθεωρήσεις του δημόσιου χρέους που περιλαμβάνονται στις αντίστοιχες ψευδομεταβλητές παραπάνω.	Υπολογισμοί συγγραφέα
RAT_t	Ψευδομεταβλητή που δείχνει τη μείωση της πιστοληπτικής ικανότητας των μακροπρόθεσμων τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου με βάση την αξιολόγηση της S&P	Bloomberg
$DUMDR_t$	Ψευδομεταβλητή που δείχνει την επίδραση των αλλεπάλληλων αναθεωρήσεων του δημόσιου χρέους του Ελληνικού Δημοσίου.	Eurostat
$MTDF_t$	Διαφορά μεταξύ περιθωρίου της απόδοσης του 2-ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου και του περιθωρίου απόδοσης 10-ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου. Η συγκεκριμένη μεταβλητή δείχνει πώς επιδρά στο περιθώριο βάσης ο κίνδυνος εμφάνισης πιστωτικού γεγονότος μεσοπρόθεσμα. Η διαφορά των περιθωρίων των αποδόσεων των 2-ετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου από τα αντίστοιχα 10-ετή είναι θετική για όλη σχεδόν τη διάρκεια της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης. Κάτι τέτοιο δείχνει πως οι επενδυτές προεξοφλούν την εκδήλωση ενός πιστωτικού γεγονότος (π.χ. αναδιάρθρωση χρέους) μεσοπρόθεσμα.	Bloomberg
$DEBT_t$	Χρέος του Ελληνικού Δημοσίου ως ποσοστό του ΑΕΠ.	Eurostat, AMECO
RPERCt:	Η συγκεκριμένη μεταβλητή μετρά την αποστροφή προς τον κίνδυνο (risk aversion). Έχει εκτιμηθεί ως η δεσμευμένη διακύμανση ενός γενικευμένου αυτοπαλίνδρομου υποδείγματος (1,1) [GARCH (1,1)] με εξαρτημένη μεταβλητή τον δείκτη VIX. Υπενθυμίζουμε εδώ ότι ο δείκτης VIX αποτελεί ένα μέτρο της τεκμαρτής μεταβλητότητας (implied volatility) των προθεσμιακών συμβολαίων με υποκείμενο τίτλο τον δείκτη S&P500. Οι Fontana & Scheicher (2010) χρησιμοποιούν το συγκεκριμένο μέτρο αποστροφής κινδύνου στους βραχυπρόθεσμους παράγοντες που εξηγούν τόσο το περιθώριο αποδόσεων όσο και το περιθώριο των ΠΣΑΠΚ.	Bloomberg, Υπολογισμοί συγγραφέα
$SOVXWEP_t$	Δείκτης ΠΣΑΠΚ με υποκείμενο τίτλο ομόλογα των χωρών της ευρωζώνης, της Δανίας, της Νορβηγίας, της Σουηδίας και του Ηνωμένου Βασιλείου. Ο συγκεκριμένος δείκτης κατασκευάζεται από την εταιρεία Markit. Η δειγματική του περίοδος ξεκινά στις 02.10.2009. Ο συγκεκριμένος δείκτης συνδέεται θετικά με το περιθώριο των ΠΣΑΠΚ με υποκείμενο τίτλο τα 5-ετή ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου. Αύξηση του γενικού πιστωτικού κινδύνου στην αγορά συνεπάγεται και ύξηση του πιστωτικού κινδύνου των ΠΣΑΠΚ με υποκείμενο τίτλο τα 5-ετή ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου	Bloomberg

ΠΙΝΑΚΑΣ 5 Αποτελέσματα Εκτίμησης Σχέσης 4.1

Βραχυπρόθεσμοι Παράγοντες Περιθωρίου Βάσης			
Μεταβλητή	**Συντελεστής**	**t-Statistic**	**Prob.**
DESFA	0.110508	1.688	0.093
DESFB	0.070646	1.108	0.269
DESMA	0.051377	1.053	0.293
DESMB	-0.164162	-2.565	0.011
DESSPA	0.107896	1.728	0.085
DESSPB	-0.005699	-0.104	0.917
DNEWS	0.039176	0.886	0.376
RAT	-0.436274	-3.909	0.000
DUMDR	-0.27207	-2.870	0.004
AVELIQF(-1)	-0.288757	-9.336	0.000
MTDF(-1)	-0.088929	-3.352	0.001
DEBT	-0.026078	-1.829	0.069
RPERC(-1)	0.000012	2.361	0.019
SOVXWEP(-1)	0.411864	1.185	0.237
SPRGERM	0.487925	1.622	0.106
Adj. R-squared	0.58		

4.4 Βραχυπρόθεσμοι παράγοντες εξάρτησης του περιθωρίου βάσης

Παραπάνω εξετάστηκε ο τρόπος με τον οποίο επιτυγχάνεται η βραχυχρόνια ισορροπία στην αγορά. Διαπιστώθηκε ότι το περιθώριο των ΠΣΑΠΚ εξασφαλίζει τη διόρθωση αποκλίσεων από τη μακροχρόνια ισορροπία. Στη συνέχεια θα εξετάσουμε και μια σειρά από επιπλέον παράγοντες που επηρεάζουν το περιθώριο βάσης.

Για την εξέταση των παραγόντων που επηρεάζουν το περιθώριο βάσης στη βραχυχρόνια περίοδο θα χρησιμοποιηθεί η ακόλουθη εξίσωση παλινδρόμησης:

$$basis_t=\alpha+\beta_1 DESFB_t+\beta_2 DESFA_t+ \beta_3 DESMB_t+\beta_4 DESMA_t+$$

$$+\beta_5 DESSPB_t+\beta_6 DESSPA_t+\beta_7 DNEWS_t+\beta_8 RAT_t+$$

$$+\beta_9 DUMDR_t+\beta_{10} AVELIQF(-1)_t+\beta_{11} MTDF(-1)_t+$$

$$+\beta_{12} DEBT_t+\beta_{13} RPERCt+\beta_{14} SOVXWEP_t +\beta_{15} SPRGERM_t+\epsilon_t \text{ (Σχέση 4.1)}$$

Οι συντελεστές β_2,...β_{15} δείχνουν τη σχετική αντίδραση του περιθωρίου βάσης σε μεταβολή της κάθε μιας μεταβλητής. Με άλλα λόγια, θετική τιμή του συντελεστή δείχνει ότι το περιθώριο βάσης αντιδρά στη μεταβολή του περιθωρίου των ΠΣΑΠΚ. Αρνητική τιμή του συντελεστή δείχνει ότι το περιθώριο βάσης αντιδρά στη μεταβολή του περιθωρίου των αποδόσεων των ομολόγων [Zhu (2006)].

Ο Πίνακας 5 δείχνει τα αποτελέσματα της εκτίμησης της Σχέσης 4.1. Το πρόβλημα γραμμικής συσχέτισης που παρουσίαζε η αρχική εκτίμηση της Σχέσης 4.1 έχει διορθωθεί με τη μέθοδο των Cochraine – Orkut. Συνεπώς ο συντελεστής προσδιορισμού δεν είναι πληθωρισμένος εξαιτίας του προβλήματος της γραμμικής συσχέτισης.

Ξεκινώντας από τις ψευδομεταβλητές που εξετάζουν την επίδραση της υποβάθμισης πιστοληπτικής ικανότητας στο περιθώριο βάσης για την περίοδο των 30 ημερών πριν από την υποβάθμιση, παρατηρούμε ότι τα περιθώρια των ομολόγων αυξάνονται ταχύτερα από τα περιθώρια των ΠΣΑΠΚ για την Moody's. Για την S&P και την Fitch ο συγκεκριμένος συντελεστής δεν είναι στατιστικά σημαντικός. Οι συντελεστές των ψευδομεταβλητών που εξετάζουν την επίδραση στο περιθώριο βάσης την περίοδο των 30 ημερών μετά την υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας, δείχνουν ότι τα περιθώρια των ΠΣΑΠΚ αυξάνονται ταχύτερα από τα αντίστοιχα περιθώρια των ομολόγων μόνο για την S&P. Ο συγκεκριμένος συντελεστής δεν είναι στατιστικά σημαντικός για τη Moody's και τη Fitch. Σε γενικές γραμμές προκύπτει ότι τα περιθώρια ομολόγων ενσωματώνουν γρηγορότερα την πληροφόρηση σχετικά με τη μελλοντική υποβάθμιση πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Ο συντελεστής της ψευδομεταβλητής $DNEWS_t$ είναι θετικός, αλλά όχι στατιστικά σημαντικός. Το συγκεκριμένο συμπέρασμα δεν επιβεβαιώνει την αρνητική σχέση περιθωρίων ΠΣΑΠΚ και ανακοινώσεων–νέων των Carmassi και Micossi (2010). Ο συντελεστής της ψευδομεταβλητής RAT_t είναι στατιστικά σημαντικός και αρνητικός. Δείχνει ότι το περιθώριο ΠΣΑΠΚ αντιδρά ταχύτερα από το περιθώριο των ομολόγων. Ο συντελεστής της μεταβλητής $DUMDR_t$ είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός. Δείχνει ότι τα περιθώρια των ομολόγων αυξάνονται. Ο συντελεστής της μεταβλητής $AVELIQF_t$ είναι στατιστικά σημαντικός και αρνητικός. Η στατιστική σημαντικότητα δείχνει ότι το περιθώριο βάσης επηρεάζεται διαφορετικά από τη ρευστότητα της κάθε αγοράς (ΠΣΑΠΚ και ομολόγων). Η αρνητική τιμή του συντελεστή δείχνει ότι το περιθώριο βάσης αντιδρά στη χαμηλότερη ρευστότητα της αγοράς των ομολόγων. Το συγκεκριμένο αποτέλεσμα δεν επιβεβαιώνει την ανάλυση των Zhu (2006) και Portes (2010) σχετικά με τη μεγαλύτερη ρευστότητα της αγοράς κρατικών ομολόγων. Δεν καταρρίπτεται συνεπώς το βασικό πλεονέκτημα της αγοράς των ΠΣΑΠΚ, της ύπαρξης υψηλότερης ρευστότητας από την αντίστοιχη του υποκείμενου τίτλου [Jarrow (2010), Stulz (2010)]. Η τιμή του συντελεστή της ψευδομεταβλητής πάντως δείχνει ότι η επίδραση της ρευστότητας στο περιθώριο βάσης είναι σχετικά περιορισμένη. Ο συντελεστής της μεταβλητής $MTDF_t$ είναι στατιστικά σημαντικός και αρνητικός. Δείχνει ότι ο κίνδυνος εκδήλωσης ενός πιστωτικού γεγονότος μεσοπρόθεσμα αυξάνει τα περιθώρια των ομολόγων. Ο συντελεστής της μεταβλητής $DEBT_t$ είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός. Δείχνει ότι η αύξηση του χρέους του Ελληνικού Δημοσίου ως ποσοστού του ΑΕΠ επηρεάζει τα περιθώρια των ομολόγων. Ο συντελεστής της μεταβλητής $RPERC_t$ είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός. Με άλλα λόγια, η αύξηση της αποστροφής κινδύνου επηρεάζει τα περιθώρια των ΠΣΑΠΚ. Βέβαια, η τιμή του συντελεστή δείχνει πως η επίδραση του στο περιθώριο των ΠΣΑΠΚ είναι περιορισμένη. Τέλος, οι μεταβλητές $SOVXWEP_t$ και $SPRGERM_t$ είναι θετικές, αλλά στατιστικά μη σημαντικές.

Ένα ακόμη ενδιαφέρον από την παραπάνω ανάλυση είναι ότι ο συντελεστής προσδιορισμού R-squared δείχνει ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές εξηγούν 58% μεταβλητότητας της ανεξάρτητης μεταβλητής. Με δεδομένο αυτό το ποσοστό φαίνεται ότι η επίδραση των κερδοσκοπικών πιέσεων στο περιθώριο των ΠΣΑΠΚ είναι σχετικά περιορισμένη.

5. Συμπεράσματα

Η ανοδική πορεία των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου και των αποδόσεων των αντίστοιχων ΠΣΑΠΚ μπορεί να αποδοθεί σε μια σειρά από βραχυχρόνιους μακροοικονομικούς παράγοντες, όπως α) οι συνεχείς υποβαθμίσεις πιστοληπτικής αξιολόγησης, β) ο κίνδυνος εκδήλωσης πιστωτικού γεγονότος μεσοπρόθεσμα, γ) οι αλλεπάλληλες αναθεωρήσεις του δημόσιου χρέους. Σε γενικές γραμμές, η αύξηση του περιθωρίου βάσης κατά την εξέλιξη της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης μπορεί να αποδοθεί στην αντίδραση των αγορών σχετικά με την προηγούμενη (πριν από το φθινόπωρο του 2009) υποεκτίμηση του πραγματικού κινδύνου των μακροπρόθεσμων τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου [European Commission (2010)].

Η άσκηση κερδοσκοπικών πιέσεων στα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου με τη χρήση ΠΣΑΠΚ αποτέλεσε ένα από τα βασικά επιχειρήματα των υπεύθυνων πολιτικών και εποπτικών φορέων σχετικά με την αλλαγή του κανονιστικού πλαισίου των συγκεκριμένων συμβολαίων. Πρόσφατες εμπειρικές έρευνες [Fitch (2009), Duffie (2010)] δείχνουν ότι οι κερδοσκοπικές πιέσεις με τη χρήση των ΠΣΑΠΚ δεν είχαν σημαντική επίδραση[20] στην ανοδική εξέλιξη των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου την άνοιξη του 2010.

Η ανάλυση της κρίσης στις ΗΠΑ το 2008 δείχνει ότι ο κίνδυνος των αντισυμβαλλόμενων μερών (counterparty risk) που προκλήθηκε από τη χρήση των ΠΣΑΠΚ ήταν το βασικό χαρακτηριστικό που προκάλεσε τις αντιδράσεις των πολιτικών και εποπτικών αρχών. Η διάσωση της ασφαλιστικής εταιρείας AIG επιβεβαίωσε τη σημασία του κινδύνου αντισυμβαλλομένων (counterparty risk), καθώς και της επιτακτικής ανάγκης λήψης μέτρων για την αντιμετώπισή του [Borio (2010), Squam Lake Report (2009)]. Η βασική αιτία της δυσχερούς θέσης της AIG όμως, μπορεί να αναζητηθεί κυρίως στον λανθασμένο υπολογισμό του πιστωτικού κινδύνου που είχε αναλάβει.

[20] Το επιχείρημα της χρήσης των ΠΣΑΠΚ για την άσκηση κερδοσκοπικών πιέσεων στις αποδόσεις των ομολόγων δεν μπορεί να αποκλεισθεί ολοκληρωτικά. Ήδη μελέτες εξετάζουν αν οι αγοραστές ΠΣΑΠΚ κατάφεραν να επωφεληθούν από την κρίση εξασφαλίζοντας κέρδη [Fitch (2009), Duffie (2010), Stamatiou (2011)]. Σε κάθε περίπτωση όμως, δεν διαφαίνεται οι στρατηγικές που ακολουθήθηκαν να είχαν κάποια σημαντική επίπτωση στο περιθώριο βάσης.

Βιβλιογραφία

Ελληνόγλωσση

Καθημερινή (2011),«Το 'πάρτι' με τα ελληνικά CDS ξεκίνησε το καλοκαίρι του 2009», (άρθρο του Π. Γαλατσιάτου), Οικονομική Καθημερινή, 22 Μαΐου 2011, (διαθέσιμο http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economy_100019_22/05/2011_442996).

Σταματίου, Θ. (2011), «Ο Ρόλος των Προθεσμιακών Συμβολαίων Ανταλλαγής Πιστωτικού Κινδύνου στην Κρίση του 2008 στις ΗΠΑ και την Ελληνική Δημοσιονομική Κρίση του 2010,», *Οικονομία & Αγορές*, Eurobank EFG Research, Τόμος 6, 1, (διαθέσιμο http://www.eurobank.gr/online/home/AnalysingDetails.aspx?CategID=38&lang=gr).

Χαρδούβελης, Γκ. Α. (2008), «Η Ελλάδα εν μέσω Διεθνούς Κρίσης», Ομιλία στο ετήσιο συνέδριο του Ελληνο-Αμερικανικού Επιμελητηρίου: Η Ώρα της Ελληνικής Οικονομίας, Νοέμβριος 2008 (διαθέσιμο http://www.hardouvelis.gr/GET.asp?id=SPEE).

Ξενόγλωσση

Azariadis, C., Ioannides, Y. M. & C. A. Pissarides (2010), "Development is the Only Solution – Seventeen Proposals for a New Development Strategy", (available at http://greekeconomistsforreform.com).

Arghyrou, M. G. & A. Kontonikas (2010), "The EMU sovereign-debt crisis: Fundamentals, expectations and contagion", Cardiff Economics Working Paper No. E2010/9, Cardiff University.

Aubrey, T. & D. Brigo (2010), "Fitch Solutions: Greece, Sovereign CDS – A History of Myth and Reality", Special Report, Fitch Solutions Quantitative Analysis.

Berd, M. A., Mashal, R. & P. Wang (2003), "Estimating Implied Default Probabilities from Credit Bond Prices", *Fixed Income Quantitative Credit Research*, Lehman Brothers.

Blanco, R., Brennan, S. & I. W. March (2005), "An Empirical Analysis of The Dynamic Relationship Between Investment-Grade Bonds and Credit Default Swaps", *Journal of Finance*, Vol. 60, pp. 2255–2281.

Bolton, P. & M. Oehmke (2010), "Credit Default Swaps and the Empty Creditor Problem", AFA 2011 *Denver Meetings Paper*. (available at http://ssrn.com/abstract=1570165).

Bordo, M. D. (2008), "An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008", NBER Working Paper, No. 14569.

Borio, C. (2010), "Ten propositions about liquidity crises", *CESifo Economic Studies*, Vol. 56, 1/2010, pp. 70–95.

Brunnermeier, M. K. (2009), "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, 1, pp. 77-100.

Brunnermeier, M. K. & L. Pedersen (2007), "Market Liquidity and Funding Liquidity," NBER Working Paper, No. 12939, February.

Buiter, W. (2009), "Useless Finance, Harmful Finance, And Useful Finance", ft.com/maverecon, April 12, 2009.

Carmassi, J. & S. Micossi (2010), "How Politicians Excited Financial Markets' Attack On The Eurozone", A VoXeu.org Publication, June 24, 2010.

Carney, J. (2009), "How Banning `Naked' Credit Default Swaps Would Crush Credit Markets", *Business Insider*, July 24, 2009.

Che, Y-K. & R. Sethi (2010), "Economic Consequences of Speculative Side Bets: The Case of Naked Credit Default Swaps", Working Paper (available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1654222).

Deutsche Bank Research (2009), "Credit Default Swaps – Heading Towards a More Stable System", Deutsche Bank Research, Frankfurt, Germany.

Duffie D. & K. J. Singleton (1999), "Modeling Term Structures of Defaultable Bonds", *Review of Financial Studies*, Vol. 12, pp. 687–720.

Duffie D. (1999), "Credit Swap Valuation", *Financial Analyst Journal*, Vol. 55, pp. 73–87.

Duffie, D. (2010), "Is There a Case for Banning Short Speculation in Sovereign Bond Markets?", Derivatives–Financial Innovation and Stability, *Financial Stability Review*, Banque de France, No 14, pp. 55–59.

Engle, R., F. & C. W. J. Granger (1987), "Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing", *Econometrica*, Vol. 55-2, pp. 251–276.

European Central Bank (2009), "Credit Default Swaps and Counterpart Risk", European Central Bank, Frankfurt, Germany.

European Commission (2010), "Report on Sovereign CDS", European Commission, Brussels, Belgium.

Fontana, A. & M., Scheicher (2010), "An Analysis of Euro Area Sovereign CDS and their Relation with Government Bonds", Working Paper No. 1271, European Central Bank.

FT(2011), "Greek Debt Talks Cast Doubt over Sovereign CDS", (article by Oakley, D & T. Alloway), FT.com, May 18, 2011 (available at http:ft.com/cms/s0/9f8f0276-8177-11e0-9c83-00144feabdc0.html#axzz1NDY5kpqF).

Geanakoplos, J. (2010), "Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle", *Cowles Foundation Discussion Paper*, No. 1751.

Gonzalo, J. & C., Granger (1995), "Estimation Of Common Long-Memory Components In Cointegrated Systems", *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 13, pp. 27–35.

Gorton, G. B. (2008), "The Subprime Panic," NBER Working Paper Series, No. w14398.

Hardouvelis, G. A. (2010), "Actions for a Less Procyclical Financial System", *Economy and Markets*, Eurobank EFG Research, (available at http://www.eurobank.gr/online/home/AnalysingDetails.aspx?CategID=38&lang=en).

Hull J. & A. White (2000), "Valuing Credit Default Swaps I: No Counterparty Default Risk", *Journal of Derivatives*, Vol. 8-1, pp. 29–40.

Jarrow, R. A. (2010), "The Economics of Credit Default Swaps (CDS)", *Johnson School Research Paper Series*, No. 31, Cornell University.

Jones, S. (2010), "The Benefits of Naked CDS", ft.com/alphaville

Malliaropoulos, D. (2010), "How much did competitiveness of the Greek economy declined since EMU entry", *Economy & Markets*, Eurobank EFG Research, Vol. 5, 4 (available at http://www.eurobank.gr/online/home/AnalysingDetails.aspx?CategID=38&lang=en).

Morgan J. P. (2000), "Introducing the J. P. Morgan Implied Default Probability Model: A Powerful Tool for Bond Valuation", J. P. Morgan Securities Inc, New York (available at http://www.faculty.virginia.edu/wei_li/em/jpm-default-prob.pdf).

Munchau, W. (2009), "Time to Outlaw Naked Credit Default Swaps", *Financial Times*, February 28, 2010.

Portes, R. (2010), "Ban naked CDS", eurointelligence.com, March 18.

Salmon, F. (2010), "Greece Reaps the Benefit of its CDS Market", Reuters, March 4, 2010.

Sjostrom, W. K. (2009), "The AIG Bailout", *Washington and Lee Law Review*, Vol. 66, pp. 943-991.

Soros, G. (2009), "The Game Changer", *Financial Times*, January 28, 2009.

Squam Lake Working Group on Financial Regulation (2009), "Credit Default Swaps, Clearinghouses, and Exchanges", Working Paper, Council on Foreign Relations.

Stamatiou, T. (2011), "CDS Liquidity during the Greek Debt Crisis", Working Paper, Eurobank EFG Research.

Stulz, R. M. (2010), "Credit Default Swaps and the Credit Crisis", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24-1, pp. 73-92.

The Financial Crisis Inquiry Commission, (2011), The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, Official Government Edition (available at: http://c0182732.cdn1.cloudfiles.rackspacecloud.com/fcic_final_report_full.pdf).

Weithers, T. (2007), "Credit Derivatives, Macro Risks, and Systemic Risks", *Economic Review*, Federal Bank of Atlanta, Fourth quarter, pp. 43-69.

Zhu, H., (2006), "An Empirical Comparison of Credit Spreads between the Bond Market and the Credit Default Swap Market", *Journal of Financial Services Research*, Vol. 29, pp. 211-235.

Zingales, L. (2008), "Causes and Effects of the Lehman Brothers Bankruptcy", Testimony before the Committee on Oversight and Government Reform, United States House of Representatives, October 6, 2008.

Παράρτημα 1

Πιθανότητα εκδήλωσης πιστωτικού γεγονότος (default probability)

Ως περιθώριο του ΠΣΑΠΚ ορίζεται το ασφάλιστρο (πιστωτικού) κινδύνου που είναι υποχρεωμένος να καταβάλει ο αγοραστής του ΠΣΑΠΚ στον πωλητή του. Κρίσιμο ρόλο στον υπολογισμό του συγκεκριμένου ασφαλίστρου κατέχουν οι παρακάτω έννοιες:

α) Η περιθωριακή πιθανότητα εκδήλωσης πιστωτικού γεγονότος (default probability) και η συμπληρωματική της, η περιθωριακή πιθανότητα επιβίωσης (survival probability).

β) Η περιθωριακή πιθανότητα εκδήλωσης πιστωτικού γεγονότος (marginal default probability) και η συμπληρωματική της, η περιθωριακή πιθανότητα επιβίωσης (marginal survival probability).

γ) Η δεσμευμένη πιθανότητα εκδήλωσης ενός πιστωτικού γεγονότος (conditional probability of default), δηλαδή η πιθανότητα εκδήλωσης ενός πιστωτικού γεγονότος με δεδομένο ότι δεν έχει εκδηλωθεί πιστωτικό γεγονός σε μια από τις προηγούμενες περιόδους. Είναι προφανές εδώ ότι, η δεσμευμένη πιθανότητα εκδήλωσης ενός πιστωτικού γεγονότος στην πρώτη περίοδο είναι ίση με την αντίστοιχη περιθωριακή πιθανότητα.

δ) Η σωρευτική πιθανότητα εκδήλωσης ενός πιστωτικού γεγονότος (cumulative probability of default) που δείχνει την πιθανότητα εκδήλωσης ενός πιστωτικού γεγονότος οποιαδήποτε στιγμή κατά τη διάρκεια της περιόδου ληκτότητας του υποκείμενου τίτλου.

ε) Το ποσοστό απομείωσης (haircut) επί της ονομαστικής αξίας του υποκείμενου τίτλου. Η πιθανότητα εκδήλωσης ενός πιστωτικού γεγονότος υπολογίζεται για διαφορετικές τιμές (ποσοστά) απομείωσης.

Μπορεί να αποδειχθεί ότι το περιθώριο του ΠΣΑΠΚ είναι ίσο με το άθροισμα των σταθμισμένων προεξοφλημένων χρηματορροών που καταβάλλει ο αγοραστής του ΠΣΑΠΚ στον αντίστοιχο πωλητή. Ως συντελεστής στάθμισης χρησιμοποιείται η πιθανότητα επιβίωσης (survival probability) του υποκείμενου τίτλου μέχρι τη στιγμή καταβολής της κάθε πληρωμής από τον αγοραστή του ΠΣΑΠΚ στον πωλητή του. Στον υπολογισμό της πιθανότητας επιβίωσης χρησιμοποιούνται οι δεσμευμένες και σωρευτικές πιθανότητες εκδήλωσης πιστωτικού γεγονότος.

Η περίοδος προεξόφλησης ορίζεται από τη ληκτότητα του υποκείμενου τίτλου. Η προεξόφληση γίνεται με τη χρήση του ακίνδυνου επιτοκίου σε κάθε περίπτωση. Για παράδειγμα, για την προεξόφληση ενός 5-ετούς εταιρικού ομολόγου που εκδίδεται στις ΗΠΑ χρησιμοποιούνται τα επιτόκια των 1-ετών, 2-ετών, 3-ετών, 4-ετών, 5-ετών ομολόγων της Ομοσπονδιακής Κυβέρνησης των ΗΠΑ. Για ένα 5ετές εταιρικό ομόλογο που εκδίδεται στην Ευρωπαϊκή Ένωση χρησιμοποιούνται τα επιτόκια των 1-ετών, 2-ετών, 3-ετών, 4-ετών, 5-ετών ομολόγων του Γερμανικού Δημοσίου.

Για παράδειγμα, στις 31 Ιανουαρίου 2011 το περιθώριο του ΠΣΑΠΚ με υποκείμενο τίτλο το 5-ετές ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου ήταν 869,4 μονάδες βάσης (Πηγή: Bloomberg). Με άλλα λόγια, ο αγοραστής του ΠΣΑΠΚ πληρώνει 8,694% των 10.000.000$ για την εξασφάλιση έναντι του πιστωτικού κινδύνου ή 869,400$ σε ετήσια βάση ή 217,350$ σε τριμηνιαίες δόσεις.

Ο Πίνακας Π.1-1 δείχνει τις αντίστοιχες περιθωριακές και σωρευτικές πιθανότητες που υποδηλώνει το συγκεκριμένο περιθώριο ΠΣΑΠΚ.

ΠΙΝΑΚΑΣ Π.1-1 Πιθανότητα Εκδήλωσης Πιστωτικού Γεγονότος 31.01.2011

Πιθανότητα Εκδήλωσης Πιστωτικού Γεγονότος		
Απομείωση	**Περιθωριακή Πιθανότητα**	**Σωρευτική Πιθανότητα**
0%	**8,6%**	**34,2%**
10%	**9,6%**	**37,2%**
20%	**10,8%**	**40,8%**
30%	**12,3%**	**45,2%**
40%	**14,4%**	**50,5%**
50%	**17,3%**	**57,2%**
60%	**21,6%**	**65,8%**
70%	**28,8%**	**76,7%**
80%	**43,1%**	**90,1%**
90%	**78,4%**	**99,7%**

ΠΗΓΗ: Bloomberg, Eurobank EFG Research

Παράρτημα 2

Ανάλυση συνολοκλήρωσης του περιθωρίου βάσης των ΠΣΑΠΚ με υποκείμενο τίτλο τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου

Η εξέταση της μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ των περιθωρίων των αποδόσεων των 5-ετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου και των περιθωρίων των ΠΣΑΠΚ με υποκείμενο τίτλο τα συγκεκριμένα ομόλογα θα αναλυθεί στη συνέχεια. Η συγκεκριμένη μακροχρόνια σχέση είναι σημαντική γιατί επιτρέπει τη διερεύνηση της σχέσης αλληλεπίδρασης μεταξύ των δύο περιθωρίων, καθώς και τον προσδιορισμό εκείνων των παραγόντων που την επηρεάζουν βραχυχρόνια.

Μακροχρόνια, το περιθώριο των ΠΣΑΠΚ αποδεικνύεται ότι θα πρέπει να είναι ίσο ή τουλάχιστον να μην απέχει πολύ από το περιθώριο των αποδόσεων. Για να γίνει ευκολότερα κατανοητή η συγκεκριμένη σχέση θα χρησιμοποιήσουμε ένα παράδειγμα. Ας υποθέσουμε λοιπόν ότι έχουμε έναν επενδυτή ο οποίος αγοράζει ένα 5ετές ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου με απόδοση $r_{5ΕΔ}$ και ταυτόχρονα αγοράζει ΠΣΑΠΚ πληρώνοντας ένα συγκεκριμένο περιθώριο ($p_{ΠΣΑΠΚ}$), ώστε να εξασφαλιστεί έναντι του πιστωτικού κινδύνου. Με δεδομένο ότι το περιθώριο των ΠΣΑΠΚ εκφράζεται σε ετήσια βάση, μπορεί εύκολα να αποδειχθεί, με τη χρήση της τεχνικής της εξισορροπητικής κερδοσκοπίας (arbitrage), ότι η διαφορά $r_{5ΕΔ} - p_{ΠΣΑΠΚ}$ δεν μπορεί να διαφέρει σημαντικά από την απόδοση του τίτλου αναφοράς. Στην περίπτωση που $r_{5ΕΔ} - p_{ΠΣΑΠΚ} < r_{5ΓΔ}$ ο κάτοχος του ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου θα μπορούσε να λάβει θέση πώλησης (short) στο συγκεκριμένο ομόλογο, να εκδώσει ΠΣΑΠΚ με υποκείμενο τίτλο το 5-ετές ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου και να αγοράσει το 5ετές ομόλογο του Γερμανικού Δημοσίου. Ανάλογα αποδεικνύεται και η στρατηγική εξισορροπητικής κερδοσκοπίας για την περίπτωση όπου $r_{5ΕΔ} - p_{ΠΣΑΠΚ} > r_{5ΓΔ}$. Η διαφορά $r_{5ΕΔ} - p_{ΠΣΑΠΚ}$ δεν μπορεί να είναι σημαντικά διαφορετική από την απόδοση του 5-ετούς ομολόγου του Γερμανικού Δημοσίου ($r_{5ΓΔ}$).

ΠΙΝΑΚΑΣ Π.2-1 Έλεγχοι Στασιμότητας και Συνολοκλήρωσης

Έλεγχοι Στασιμότητας και Συνολοκλήρωσης				
Χώρα	**Περιθώριο 5-ετούς Ομολόγου**	**Περιθώριο ΠΣΑΠΚ**	**Περιθώριο Βάσης**	**Συνολοκλήρωση**
Ελλάδα	I(1)	I(1)	I(0)	ΝΑΙ

Για τον έλεγχο ύπαρξης μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ του περιθωρίου των ΠΣΑΠΚ και των περιθωρίων των ομολόγων, θα χρησιμοποιηθεί η τεχνική της συνολοκλήρωσης [cointegration, Engle & Granger (1987)]. Σε αυτή την περίπτωση, μια μακροχρόνια σχέση ισορροπίας μεταξύ δύο μη-στάσιμων (non-stationary) χρονοσειρών δεν μπορεί να απορριφθεί αν –και μόνο αν– ένας γραμμικός συνδυασμός των (μη στάσιμων) χρονοσειρών είναι στάσιμος (stationary).

Η εξασφάλιση της μακροχρόνιας ισορροπίας επιτρέπει ταυτόχρονα και τη διερεύνηση της βραχυχρόνιας δυναμικής της αγοράς. Ως βραχυχρόνια δυναμική ορίζουμε τη σειρά των μεταβολών στις βασικές μεταβλητές του συστήματος, που θα επιτρέψουν τη διόρθωση μιας βραχυχρόνιας απόκλισης από την ισορροπία. Για την εξέταση της συγκεκριμένης βραχυχρόνιας δυναμικής θα χρησιμοποιηθεί ένα υπόδειγμα διόρθωσης σφαλμάτων (error correction model) με την ακόλουθη μορφή:

$$\begin{bmatrix} \Delta bond_t \\ \Delta cds_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} c_1 \\ c_2 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \lambda_1 \\ \lambda_2 \end{bmatrix} (cds_{t-1} - a_i - bond_{t-1}) + \begin{bmatrix} \sum_{j=1}^{p} \gamma_{1,j}\, cds_{t-j} \\ \sum_{j=1}^{p} \gamma_{2,j}\, cds_{t-j} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \sum_{j=1}^{p} \varphi_{1,j}\, bond_{t-j} \\ \sum_{j=1}^{p} \varphi_{2,j}\, bond_{t-j} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1,t} \\ \varepsilon_{2,t} \end{bmatrix} \quad \text{(Σχέση Π. 2-1)}$$

όπου $bond_t$ και cds_t είναι το περιθώριο αποδόσεων και το περιθώριο του ΠΣΑΠΚ, αντίστοιχα. Η βραχυχρόνια δυναμική διόρθωσης της απόκλισης από τη μακροχρόνια ισορροπία εξασφαλίζεται από τη μεταβολή του δεύτερου όρου της Σχέσης Π.2-1. Οι συντελεστές λ_1 και λ_2 δείχνουν ποια από τις δύο χρονοσειρές μεταβάλλεται για να εξασφαλιστεί η ισορροπία στη Σχέση Π.2-1. Πιο αναλυτικά, αν ο συντελεστής λ_1 είναι στατιστικά σημαντικός και αρνητικός, η διόρθωση της απόκλισης από τη μακροχρόνια ισορροπία εξασφαλίζεται από τα περιθώρια των αποδόσεων. Αντίθετα, αν ο συντελεστής λ_2 είναι στατιστικά σημαντικός και θετικός, η διόρθωση εξασφαλίζεται από τα περιθώρια των ΠΣΑΠΚ.

Η μέθοδος της συνολοκλήρωσης χρησιμοποιείται παρακάτω για τον έλεγχο της ύπαρξης μακροχρόνιας ισορροπίας μεταξύ των περιθωρίων των αποδόσεων και των περιθωρίων των ΠΣΑΠΚ. Υπενθυμίζουμε ότι, για να θεωρηθούν δύο μη στάσιμες χρονοσειρές ως συνολοκληρωμένες αρκεί ένας γραμμικός συνδυασμός τους να είναι στάσιμος. Στην περίπτωσή μας αρκεί τα περιθώρια των ΠΣΑΠΚ και τα περιθώρια των αποδόσεων να είναι μη στάσιμες πρώτου βαθμού [I(1)] και το περιθώριο βάσης (ο γραμμικός συνδυασμός τους) να είναι στάσιμο [I(0)]. Ο Πίνακας Π.2-1 παρουσιάζει τα αποτελέσματα του ελέγχου στασιμότητας και συνολοκλήρωσης.

ΠΙΝΑΚΑΣ Π.2-2 Συντελεστές Υποδείγματος Διόρθωσης Σφαλμάτων

	Συντελεστές Διόρθωσης Σφαλμάτων		
Χώρα	**λ1**	**λ2**	**λ1/(λ1-λ2)**
Ελλάδα	0,08	0,01	1
t-Statistic	3,213	0,708	

Οι χρονοσειρές των περιθωρίων των αποδόσεων και των περιθωρίων των ΠΣΑΠΚ είναι μη στάσιμες. Το περιθώριο βάσης όμως –ο γραμμικός συνδυασμός των περιθωρίων αποδόσεων και των περιθωρίων των ΠΣΑΠΚ– είναι στάσιμο. Σημειώνεται εδώ ότι για τον έλεγχο ύπαρξης συνολοκλήρωσης πέρα από τον έλεγχο ύπαρξης στασιμότητας χρησιμοποιήθηκε και ο έλεγχος του Johansen. Η ύπαρξη ή όχι συνολοκλήρωσης παρουσιάζεται στην τελευταία στήλη του Πίνακα 5.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η εξασφάλιση της μακροχρόνιας σχέσης για τις χρονοσειρές των τριών χωρών του δείγματος επιτρέπει και τη διερεύνηση του τρόπου με τον οποίο βραχυπρόθεσμα διορθώνονται αποκλίσεις από τη μακροχρόνια ισορροπία. Ο Πίνακας Π.2-2 παρακάτω παρουσιάζει τους συντελεστές λ_1 και λ_2 της Σχέσης 4.1 για τα περιθώρια των αποδόσεων και τα περιθώρια των ΠΣΑΠΚ των τριών χωρών του δείγματος. Ο λόγος

$$\frac{\lambda_1}{\lambda_1-\lambda_2}$$

σύμφωνα με τους Gonzalo & Grainger (1995) δείχνει τη βραχυχρόνια συνεισφορά των περιθωρίων αποδόσεων και των περιθωρίων των ΠΣΑΠΚ. Όταν ο συγκεκριμένος λόγος είναι ίσος με 1 τότε τα περιθώρια των ΠΣΑΠΚ αντιδρούν πιο γρήγορα στις μεταβολές των θεμελιωδών μεγεθών της οικονομίας, ενώ τα περιθώρια των αποδόσεων ακολουθούν. Όταν ο λόγος είναι ίσος με το μηδέν, τα περιθώρια των αποδόσεων αντιδρούν πιο γρήγορα από τα αντίστοιχα περιθώρια των αποδόσεων.

Ο συντελεστής λ_1 είναι στατιστικά σημαντικός και θετικός. Η θετική τιμή του συντελεστή λ_1 δείχνει ότι το περιθώριο των ΠΣΑΠΚ μεταβάλλεται για να διορθώσει αποκλίσεις από τη μακροχρόνια ισορροπία, ενώ το περιθώριο των αποδόσεων προσαρμόζεται στη μεταβολή του περιθωρίου των ΠΣΑΠΚ. Με άλλα λόγια, το περιθώριο των ΠΣΑΠΚ ενσωματώνει πιο γρήγορα τη νέα πληροφόρηση από την αγορά πιστωτικού κινδύνου, ενώ το περιθώριο των αποδόσεων ακολουθεί. Με το αποτέλεσμα αυτό συμφωνούν και οι τιμές του δείκτη:

$$\frac{\lambda_1}{\lambda_1-\lambda_2}$$

Συνοψίζοντας λοιπόν, η παραπάνω ανάλυση δείχνει ότι υπάρχει μακροχρόνια σχέση ισορροπίας μεταξύ των περιθωρίων των ΠΣΑΠΚ και των περιθωρίων των αποδόσεων. Ταυτόχρονα, το υπόδειγμα διόρθωσης σφαλμάτων δείχνει ότι βραχυχρόνιες διορθώσεις αποκλίσεων από τη μακροχρόνια ισορροπία εξασφαλίζονται από τα αντίστοιχων περιθωρίων των ΠΣΑΠΚ.

Οι απόψεις των οίκων αξιολόγησης και οι αγορές

Κατερίνα Πανοπούλου
ΕΠΙΚΟΥΡΗ ΚΑΘΗΓΗΤΡΙΑ
ΤΜΗΜΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Δρ Χρήστος Τσούμας
ΔΙΔΑΚΤΩΡ ΕΡΕΥΝΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Περίληψη

Ο δομικός μετασχηματισμός του χρηματοπιστωτικού συστήματος, διεθνώς, τις τελευταίες δεκαετίες οδήγησε μεταξύ άλλων στη μεγαλύτερη διασύνδεση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με τις αγορές και στην αύξηση του ανταγωνισμού μεταξύ τους, προσδίνοντας βαρύνουσα σημασία στις κινήσεις των αγορών και στην –εξωτερική– σωστή και αντικειμενική αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου. Ενισχύθηκε έτσι σημαντικά ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης ως διαμεσολαβητών πληροφόρησης, που είναι όμως εκτεθειμένοι σε συγκρούσεις συμφερόντων και ηθικό κίνδυνο. Στην παρούσα μελέτη διερευνάται η σχέση μεταξύ των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας και των αποδόσεων της αγοράς κρατικών ομολόγων για το διάστημα 1998-2009 για 27 ανεπτυγμένες και 39 αναπτυσσόμενες χώρες. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η προσοχή των επενδυτών στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις για την τιμολόγηση των κρατικών ομολόγων ήταν σημαντικά μειούμενη στο διάστημα αυτό. Οι επενδυτές επέδειξαν αγελαία συμπεριφορά δίνοντας μικρότερη σημασία στον πιστωτικό κίνδυνο. Τέτοιες επενδυτικές συμπεριφορές, σε συνδυασμό με τις κακές πρακτικές των οίκων αξιολόγησης στην περίπτωση των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων στις ΗΠΑ συνετέλεσαν στην εμφάνιση της πρόσφατης –συστημικής– κρίσης.

Ευχαριστούμε θερμά τον Δημήτρη Κυριαζή για τα σχόλια και τις επισημάνσεις του. Η ευθύνη για τυχόν λάθη ανήκει στους συγγραφείς.

1. Εισαγωγή

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να διερευνηθεί η σχέση μεταξύ των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας και των αποδόσεων της αγοράς κρατικών ομολόγων, σε ένα πάνελ ανεπτυγμένων και αναπτυσσόμενων χωρών. Η ανάλυση γίνεται για τη χρονική περίοδο 1998-2009, έτσι ώστε να έχουμε εικόνα της συμπεριφοράς των οίκων αξολόγησης ως διαμεσολαβητών πληροφόρησης και των αντιδράσεων των επενδυτών στο διάστημα πριν και κατά τη διάρκεια της πρόσφατης χρηματοοικονομικής κρίσης.

Το χρονικό και οι αιτίες της κρίσης έχουν αναλυθεί εκτενώς στη βιβλιογραφία. Συνοπτικά, σε περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων στις ΗΠΑ και σε άλλες χώρες για μεγάλο χρονικό διάστημα κατά τη δεκαετία του 2000, ολοένα και μεγαλύτερος όγκος κεφαλαίων κατευθύνθηκε στην αγορά ακινήτων σε αναζήτηση υψηλών αποδόσεων. Ειδικότερα στις ΗΠΑ, η ποιότητα των δανειοληπτών στεγαστικών δανείων σταδιακά χειροτέρευσε, καλυμμένη από τη χρήση περισσότερο καινοτόμων χρηματοπιστωτικών προϊόντων της αγοράς παραγώγων (Diamond και Rajan, 2009). Τα προϊόντα αυτά βρέθηκαν στο ενεργητικό εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών, χρηματοδοτούμενα κυρίως από βραχυπρόθεσμα κεφάλαια, καθώς και άλλων θεσμικών επενδυτών. Η σταδιακή περιστολή της νομισματικής πολιτικής για την αντιμετώπιση των πληθωριστικών πιέσεων ανέκοψε την άνοδο των τιμών των ακινήτων το 2006, επαναφέροντας στο προσκήνιο τον πιστωτικό κίνδυνο των εν λόγω προϊόντων, ο οποίος στη διάρκεια της ευφορίας είχε αμεληθεί (Hellwig, 2009). Η ασύμμετρη πληροφόρηση, που υποβαθμίζεται κατά τον ανοδικό κύκλο της οικονομίας αλλά εντείνεται στη διάρκεια υφέσεων και κρίσεων (Mishkin, 1997), μετέτρεψε μέσω της διεθνούς αγοράς χρήματος την πιστωτική κρίση σε κρίση ρευστότητας και τελικά σε παγκόσμιας έκτασης χρηματοπιστωτική κρίση. Ο συνεπακόλουθος περιορισμός των πιστώσεων στην οικονομία και η πτώση των τιμών των αξιογράφων μετασχημάτισε την κρίση αυτή σε βαθιά παγκόσμια οικονομική ύφεση.

Η αιτιώδης αυτή εξέλιξη των γεγονότων φαίνεται αυτονόητη εκ των υστέρων. Το ερώτημα που τίθεται είναι γιατί η εκτίμηση των κινδύνων που υπέβοσκαν δεν πραγματοποιήθηκε εγκαίρως. Η απάντηση μπορεί να δοθεί από την εξέταση της θεσμικής εξέλιξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος τις τελευταίες δεκαετίες (Bordo, 2008· Eichengreen, 2008). Η χρηματοοικονομική απελευθέρωση το διάστημα 1970-1980 έλαβε διεθνείς διαστάσεις, προκαλώντας τον δομικό μετασχηματισμό του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ο ανταγωνισμός των τραπεζών αυξήθηκε μειώνοντας τα περιθώρια κέρδους τους, η διασύνδεσή τους με τις αγορές έγινε μεγαλύτερη και η ελεύθερη διακίνηση διεθνών κεφαλαίων σταδιακά γιγαντώθηκε, επιτρέποντας τη μεγέθυνση μακροοικονομικών ανισορροπιών. Η κατάργηση το 1999 στις ΗΠΑ του διαχωρισμού μεταξύ εμπορικής και επενδυτικής τραπεζικής επέφερε τη μίξη των δραστηριοτήτων τους, αυξάνοντας σημαντικά την έκθεση των πρώτων στο ενεργητικό των δεύτερων και αντίστροφα. Η χρηματοοικονομική καινοτομία, κυρίως στη διαχείριση κινδύνου, συνέβαλε τα μέγιστα σε αυτές τις εξελίξεις, καθώς και στην προσπάθεια παράκαμψης θεσμικών περιορισμών και εποπτείας (Bordo, 2008). Ενώ όμως το τραπεζικό σύστημα σταδιακά έγινε έντονα διασυνδεδεμένο, η εποπτεία αφορούσε μόνο στις εμπορικές τράπεζες, αφήνοντας τις επενδυτικές εκτός του πλαισίου της.

Η αυτορρύθμιση της αγοράς ήταν ο κύριος πυλώνας στον οποίον στηριζόταν η εύρυθμη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ο μηχανισμός αποτίμησης στην αγοραία αξία (mark-to-market) και οι οίκοι αξιολόγησης αποτέλεσαν τα κύρια εργαλεία για την επίτευξη του σκοπού αυτού (De Grauwe, 2008). Ως εκ τούτου, οι κινήσεις των αγορών και η –εξωτερική– σωστή και αντικειμενική αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου απέκτησαν ιδιαίτερα βαρύνουσα σημασία. Έτσι, οι οίκοι αξιολόγησης, ως διαμεσολαβητές πληροφόρησης, που είναι όμως εκτεθειμένοι σε συγκρούσεις συμφερόντων και ηθικό κίνδυνο, αναδείχθηκαν σε ρυθμιστικούς παράγοντες της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε παγκόσμιο επίπεδο.

Οι συγκρούσεις συμφερόντων και η έλλειψη αμεροληψίας των οίκων αξιολόγησης δεν θα είχαν σημαντική επίδραση, ακόμα και εντός ενός πλαισίου αυτορρύθμισης της αγοράς, εάν οι επενδυτές δεν ήταν ευεπίφοροι στις πρακτικές αυτές. Πρόσφορο έδαφος για την ανάπτυξη τέτοιων πρακτικών αποτελεί η αναζήτηση υψηλών αποδόσεων χωρίς την εκτίμηση των κινδύνων που τις συνοδεύουν είτε λόγω έλλειψης

πληροφόρησης των επενδυτών, είτε λόγω εκχώρησης της πληροφόρησης –και χωρίς να διεξάγεται ιδιωτική έρευνα και αναζήτηση πληροφοριών– σε διαμεσολαβητές που φροντίζουν για το δικό τους συμφέρον. Τα φαινόμενα αυτά οδηγούν σε αγελαία συμπεριφορά (herding) των επενδυτών που διογκώνει τη σημασία των κακών εκτιμήσεων του κινδύνου και των εσφαλμένων επενδυτικών επιλογών, και ισχυροποιεί τη σημασία των οίκων αξιολόγησης.

Η υπόλοιπη μελέτη είναι οργανωμένη ως εξής: το δεύτερο μέρος εξετάζει τον ρόλο των οίκων αξιολόγησης στην επίλυση του προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης, ενώ το τρίτο περιγράφει τα δεδομένα και παρουσιάζει τα εμπειρικά αποτελέσματα. Τέλος, το τέταρτο μέρος παρουσιάζει τα συμπεράσματα.

2. Οι οίκοι αξιολόγησης και το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης

Οι οίκοι αξιολόγησης λειτουργούν ως διαμεσολαβητές με σκοπό την επίλυση του προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης, εκτιμώντας τον πιστωτικό κίνδυνο των δανειοληπτών. Όμως, συγκρούσεις συμφερόντων, ηθικός κίνδυνος, μεροληψία και συστηματικά σφάλματα θέτουν ερωτήματα ως προς την αντικειμενικότητα των εκτιμήσεων αυτών.

Η σημασία των οίκων αξιολόγησης αυξήθηκε τα τελευταία χρόνια, καθώς οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις, εκτός από την πληροφορία που περιέχουν, σχετίζονται άμεσα τόσο με την προληπτική εποπτεία των τραπεζών για τον καθορισμό των απαιτούμενων ιδίων κεφαλαίων τους, όσο και με την επενδυτική συμπεριφορά ασφαλιστικών ταμείων και άλλων θεσμικών επενδυτών. Αυτό όμως μπορεί να αλλοιώσει τα κίνητρα των οίκων αξιολόγησης και να επιτρέψει την εμπλοκή τους σε πρακτικές θεσμικού arbitrage. Με άλλα λόγια, ο οίκος αξιολόγησης μπορεί δυνητικά να θυσιάσει την αντικειμενικότητα της αξιολόγησής του προκειμένου να προσφέρει στην επιχείρηση από την οποία πληρώνεται την ευνοϊκότερη αξιολόγηση που εκείνη επιθυμεί. Οι Blume et al. (1998) τεκμηριώνουν εμπειρικά τη σταδιακή εμφάνιση υψηλότερων αξιολογήσεων με την πάροδο των ετών. Το φαινόμενο αυτό, γνωστό ήδη από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 με τον όρο πληθωρισμός αξιολογήσεων (ratings inflation) ήταν, σύμφωνα με όλους τους μελετητές, ένα από τα προβλήματα που οδήγησαν στην πρόσφατη κρίση.

Ένα δεύτερο πρόβλημα, η χαμηλή ποιότητα των αξιολογήσεων, αναδείχθηκε μόνο πρόσφατα εξαιτίας της κρίσης. Σύμφωνα με τους Calomiris and Mason (2009) οφείλεται στη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των θεσμικών επενδυτών και των πελατών τους. Οι θεσμικοί επενδυτές δεν έχουν τα κίνητρα να απαιτήσουν και να επιβάλουν υψηλής ποιότητας αξιολογήσεις. Αυτό θα μπορούσε να επιτευχθεί είτε μη αγοράζοντας χρεόγραφα με χαμηλής ποιότητας αξιολόγηση, είτε ζητώντας σημαντική έκπτωση στην τιμή τους (Calomiris and Mason, 2009· Pagano and Volpin, 2010). Η αιτία της μείωσης της ποιότητας των αξιολογήσεων σύμφωνα με τους Becker and Milbourn (2008) είναι ο αυξημένος ανταγωνισμός μεταξύ των οίκων αξιολόγησης για τη διατήρηση ή αύξηση των μεριδίων αγοράς τους για ένα προϊόν –την πιστοληπτική αξιολόγηση– η ποιότητα του οποίου κρίνεται μετά την αγορά του και –κυρίως– σε βάθος χρόνου. Έχουν έτσι κίνητρο να μειώσουν την ποιότητα του προϊόντος, δηλαδή να παρέχουν πιο ευνοϊκές αξιολογήσεις ευχαριστώντας τον πελάτη – αξιολογούμενο. Οι Becker and Milbourn (2008) τεκμηριώνουν εμπειρικά τη σταδιακή μείωση της ποιότητας των αξιολογήσεων τα τελευταία χρόνια με την αύξηση του ανταγωνισμού, καθώς και τη μείωση της συσχέτισης μεταξύ των αποδόσεων (εταιρικών) ομολόγων και του βαθμού αξιολόγησής τους. Το τελευταίο έχει ιδιαίτερη σημασία, καθώς αφορά στην επίδραση των αξιολογήσεων στη συμπεριφορά των επενδυτών.

Τα ανωτέρω αφορούν κυρίως τις αξιολογήσεις που παρέχονται έναντι αμοιβής. Στην περίπτωση των αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας χωρών οι οίκοι αξιολόγησης παρέχουν αυτόκλητα τις υπηρεσίες τους (unsolicited ratings). Το πρόβλημα του πληθωρισμού αξιολογήσεων δεν παρατηρείται σε αυτές καθώς είναι χαμηλότερες έναντι των αξιολογήσεων επ' αμοιβή (Bannier et al., 2010· Poon, 2003). Αυτό αποδίδεται

από τους Bannier et al. (2010) στον συντηρητισμό των αξιολογήσεων αυτών (ratings conservatism). Παρόλα αυτά, η επίδοση των οίκων αξιολόγησης ως προβλεπτών επερχόμενων κρίσεων διεθνώς είναι πολύ φτωχή, θέτοντας σε αμφισβήτηση την ποιότητά τους. Σύμφωνα με την Reinhart (2002), δεν σημειώθηκε υποβάθμιση χώρας πριν την εμφάνιση κρίσης σε καμία από τις –αρκετές– περιπτώσεις κρίσεων που ξέσπασαν διεθνώς τα τελευταία χρόνια.

Όσον αφορά στην επίδραση των αυτόκλητων αξιολογήσεων χωρών στη συμπεριφορά των επενδυτών, οι Cantor and Packer (1996) ερευνώντας τους παράγοντες που καθορίζουν τις αξιολογήσεις χωρών και τις αντιδράσεις των επενδυτών σε αυτές στα μέσα της δεκαετίας του 1990, βρίσκουν, μεταξύ άλλων, ότι οι επενδυτές τιμολογούν τα κρατικά ομόλογα με τρόπο ανάλογο των σχετικών κατατάξεών τους στην κλίμακα πιστοληπτικής αξιολόγησης των οίκων αξιολόγησης Standard & Poor's (S&P) και Moody's.

3. Εμπειρική ανάλυση

3.1 Περιγραφή δεδομένων

Χρησιμοποιούμε δεδομένα από το Bloomberg για την πιστοληπτική αξιολόγηση του μακροπρόθεσμου χρέους σε εγχώριο νόμισμα των χωρών από τους οίκους S&P, Moody's και Fitch Ratings στο τέλος κάθε έτους. Μετατρέπουμε τις ποιοτικές αξιολογήσεις κάθε οίκου σε αριθμητικές με την εξής αντιστοίχιση: AAA (S&P και Fitch) και Aaa (Moody's) = 1· AA (S&P και Fitch) και Aa (Moody's) = 2· ...· CC (S&P), Ca (Moody's) και RD (Fitch) = 20. Έτσι, μεγαλύτερος πιστωτικός κίνδυνος αντιστοιχεί σε μεγαλύτερο αριθμό. Αξιολογήσεις με χαμηλότερο αριθμό από το 20 αντιστοιχούν σε χώρες που βρίσκονται σε καθεστώς πτώχευσης και δεν περιλαμβάνονται στο δείγμα. Ο Πίνακας 1 παρουσιάζει αναλυτικά τις αντιστοιχίες για τους τρεις αξιολογικούς οίκους.

Υπολογίζουμε τη μεταβλητή CR_{it} ως το μέσο όρο των αξιολογήσεων των τριών οίκων για κάθε χώρα *i* και κάθε έτος *t* για το χρονικό διάστημα 1998-2009. Από την Datastream χρησιμοποιούμε δεδομένα για την απόδοση στη λήξη, YTM_{it}, για κάθε χώρα *i* στο τέλος κάθε έτους *t* του δείκτη ομολόγων GBI της JP Morgan για τα ομόλογα όλων των διαρκειών των ανεπτυγμένων χωρών και, αντίστοιχα, του δείκτη EMBI Global για τα ομόλογα όλων των διαρκειών των αναπτυσσόμενων χωρών.

Σχηματίζουμε 11 διαστρωματικά δείγματα, ένα για κάθε έτος, για το διάστημα 1998-2009 με τις μεταβλητές CR_{it} και YTM_{it}, χωριστά για τις ανεπτυγμένες και τις αναπτυσσόμενες χώρες λόγω των διαφορετικών δεικτών ομολόγων της JP Morgan για τις χώρες αυτές. Οι ανεπτυγμένες χώρες είναι 27: Αυστραλία, Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Δανία, Ελλάδα, Ηνωμένο Βασίλειο, ΗΠΑ, Ιαπωνία, Ιρλανδία, Ισπανία, Ιταλία, Καναδάς, Μεξικό, Νέα Ζηλανδία, Νότια Αφρική, Νότια Κορέα, Ολλανδία, Ουγγαρία, Πολωνία, Πορτογαλία, Σιγκαπούρη, Σουηδία, Τσεχία, Φινλανδία και Χονγκ-Κονγκ. Αντίστοιχα, οι αναπτυσσόμενες χώρες είναι 39: Αίγυπτος, Αργεντινή, Βενεζουέλα, Βιετνάμ, Βραζιλία, Βουλγαρία, Γεωργία, Γκαμπόν, Γκάνα, Δομινικανή Δημοκρατία, Ελ Σαλβαντόρ, Ινδονησία, Ισημερινός, Καζακστάν, Κίνα, Κολομβία, Κροατία, Λίβανος, Λιθουανία, Μαλαισία, Μεξικό, Μπελίζ, Νότια Αφρική, Ουγγαρία, Ουκρανία, Ουρουγουάη, Πακιστάν, Παναμάς, Περού, Πολωνία, Τζαμάικα, Ρωσία, Σερβία, Σρι Λάνκα, Τουρκία, Τρινιντάντ και Τομπάγκο, Τυνησία, Φιλιππίνες και Χιλή.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Αντιστοίχιση Ποιοτικών Πιστοληπτικών Αξιολογήσεων σε Αριθμητική Κλίμακα

Ποιοτική Κλίμακα Αξιολόγησης			Αριθμητική Κλίμακα
S&P	**Moody's**	**Fitch Ratings**	
AAA	Aaa	AAA	1
AA+	Aa1	AA+	2
AA	Aa2	AA	3
AA-	Aa3	AA-	4
A+	A1	A+	5
A	A2	A	6
A-	A3	A-	7
BBB+	Baa1	BBB+	8
BBB	Baa2	BBB	9
BBB-	Baa3	BBB-	10
BB+	Ba1	BB+	11
BB	Ba2	BB	12
BB-	Ba3	BB-	13
B+	B1	B+	14
B	B2	B	15
B-	B3	B-	16
CCC+	Caa1	CCC	17
CCC	Caa2	CC	18
CCC-	Caa3	C	19
CC	Ca	RD	20

Σημειώσεις: Κλίμακες πιστοληπτικής αξιολόγησης του μακροπρόθεσμου χρέους χωρών σε εγχώριο νόμισμα των οίκων S&P, Moody's και Fitch Ratings.

ΠΗΓΗ: Bloomberg

3.2 Εμπειρικά αποτελέσματα

Ο Πίνακας 2 περιέχει περιγραφικά στατιστικά στοιχεία των μεταβλητών που χρησιμοποιούμε. Οι στήλες αντιστοιχούν στις μεταβλητές ενδιαφέροντος, δηλαδή την απόδοση στη λήξη του δείκτη ομολόγων όλων των διαρκειών, YTM_t, και τη μέση αξιολόγηση, CR_t, στο τέλος κάθε έτους, ενώ οι σειρές στα εξετάζόμενα έτη. Στο τμήμα Α του Πίνακα παρουσιάζονται τα περιγραφικά στοιχεία (διαστρωματικά) για τις ανεπτυγμένες χώρες και την Ελλάδα, και στο τμήμα Β για τις αναπτυσσόμενες χώρες.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Περιγραφικά Στατιστικά – Αποδόσεις στη Λήξη Δεικτών Ομολόγων JP Morgan και Αξιολογήσεις Πιστοληπτικής Ικανότητας

	Τμήμα Α. Ανεπτυγμένες Χώρες						**Τμήμα Β. Αναπτυσσόμενες Χώρες**			
	YTM (%)			*CR*			*YTM* (%)		*CR*	
	Μέσος	**Τυπική απόκλιση**	**Ελλάδα**	**Μέσος**	**Τυπική απόκλιση**	**Ελλάδα**	**Μέσος**	**Τυπική απόκλιση**	**Μέσος**	**Τυπική απόκλιση**
1998	5,16	1,74	7,01	2,57	1,55	6,50	12,83	3,20	10,03	2,02
1999	6,18	1,59	6,53	2,39	1,51	6,67	12,64	2,85	10,54	2,02
2000	5,92	1,61	5,47	2,87	1,56	6,67	11,02	1,94	10,50	1,93
2001	5,47	1,38	5,14	2,81	1,54	6,00	10,96	2,73	10,79	2,05
2002	4,50	1,30	4,26	2,71	1,52	5,67	9,81	2,88	11,04	2,05
2003	4,65	1,27	4,20	2,63	1,49	5,00	8,19	2,69	11,07	2,00
2004	4,09	1,21	3,56	2,66	1,52	5,67	7,51	2,40	10,95	1,93
2005	3,96	1,15	3,47	2,63	1,49	5,67	6,44	1,19	10,68	1,89
2006	4,43	1,12	4,20	2,67	1,51	5,67	6,59	1,28	10,76	1,90
2007	4,82	1,27	4,64	2,79	1,53	5,67	6,68	1,25	10,72	1,85
2008	3,93	1,35	5,27	2,78	1,54	5,67	11,11	2,49	10,72	1,89
2009	4,24	1,33	5,55	2,99	1,60	7,33	6,90	1,74	11,09	1,91

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

1. Ορισμοί μεταβλητών:
   - YTM είναι η απόδοση στη λήξη στο τέλος κάθε έτους του δείκτη ομολόγων GBI της JP Morgan για τα ομόλογα όλων των διαρκειών για τις ανεπτυγμένες χώρες και του δείκτη EMBI Global για τα ομόλογα όλων των διαρκειών για τις αναπτυσσόμενες χώρες.
   - CR είναι ο μέσος όρος των αξιολογήσεων του μακροπρόθεσμου χρέους σε εγχώριο νόμισμα των οίκων S&P, Moody's και Fitch Ratings για κάθε χώρα.
2. Χώρες του δείγματος:
   - Ανεπτυγμένες (27 χώρες): Αυστραλία, Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Δανία, Ελλάδα, Ηνωμένο Βασίλειο, ΗΠΑ, Ιαπωνία, Ιρλανδία, Ισπανία, Ιταλία, Καναδάς, Μεξικό, Νέα Ζηλανδία, Νότια Αφρική, Νότια Κορέα, Ολλανδία, Ουγγαρία, Πολωνία, Πορτογαλία, Σιγκαπούρη, Σουηδία, Τσεχία, Φινλανδία και Χονγκ-Κονγκ.
   - Αναπτυσσόμενες (39 χώρες): Αίγυπτος, Αργεντινή, Βενεζουέλα, Βιετνάμ, Βραζιλία, Βουλγαρία, Γεωργία, Γκαμπόν, Γκάνα, Δομινικανή Δημοκρατία, Ελ Σαλβαντόρ, Ινδονησία, Ισημερινός, Καζακστάν, Κίνα, Κολομβία, Κροατία, Λίβανος, Λιθουανία, Μαλαισία, Μεξικό, Μπελίζ, Νότια Αφρική, Ουγγαρία, Ουκρανία, Ουρουγουάη, Πακιστάν, Παναμάς, Περού, Πολωνία, Τζαμάικα, Ρωσία, Σερβία, Σρι Λάνκα, Τουρκία, Τρινιντάντ και Τομπάγκο, Τυνησία, Φιλιππίνες και Χιλή.

ΠΗΓΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ: Bloomberg, Datastream και υπολογισμοί των συγγραφέων.

Συνοπτικά, τα στοιχεία του Πίνακα δείχνουν ότι υπήρξε σταθερότητα των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των χωρών κατά το εξετazόμενο διάστημα. Συγκεκριμένα, η μέση πιστοληπτική αξιολόγηση καθώς και η διαστρωματική τυπική της απόκλιση δεν παρουσιάζουν αξιόλογες μεταβολές στο διάστημα 1998-2009 που εξετάζουμε, τόσο για τις ανεπτυγμένες όσο και για τις αναπτυσσόμενες χώρες. Όμως, η μέση απόδοση στη λήξη των ομολόγων όλων των διαρκειών εμφανίζει μείωση στο εξετazόμενο διάστημα τόσο για τις ανεπτυγμένες, όσο και για τις αναπτυσσόμενες χώρες. Περισσότερα κεφάλαια κατευθύνθηκαν στην αγορά ομολόγων, μειώνοντας σημαντικά τις αποδόσεις τους, φαινόμενο που παρουσιάστηκε συστηματικά για τις ανεπτυγμένες χώρες, αλλά με μεγαλύτερη ένταση και λιγότερο συστηματικό τρόπο για τις αναπτυσσόμενες.

Πιο αναλυτικά, η μέση απόδοση στη λήξη του δείκτη ομολόγων όλων των διαρκειών για τις ανεπτυγμένες χώρες μειώνεται σχεδόν σταθερά τη δεκαετία του 2000, από το 6,18% το 1999 στο 3,96% το 2005 και στο 3,93% το 2008. Για την Ελλάδα η απόδοση πέφτει από το 7,01% το 1998 στο 3,47% το 2005, ακολουθώντας κατόπιν ανοδική πορεία μέχρι το 5,55% στο τέλος του 2009 λόγω της κρίσης χρέους της χώρας. Για τις αναπτυσσόμενες χώρες, ξεκινά από το 12,83% το 1998, υψηλότερα από ότι στις ανεπτυγμένες αφού η πιστοληπτική τους αξιολόγηση είναι χαμηλότερη, και μειώνεται μονότονα μέχρι το επίπεδο του 6,5% το διάστημα 2005-2009. Εξαίρεση αποτελεί το 2008 που ανέρχεται στο 11,11% ως απόρροια της αποστροφής των επενδυτών στα θεωρούμενα ως πιο επικίνδυνα ομόλογα κατά τη διάρκεια της κρίσης. Παρόμοια πτωτική εικόνα εμφανίζει η διαστρωματική τυπική απόκλιση της απόδοσης στη λήξη για τα ομόλογα των ανεπτυγμένων χωρών, ενώ οι αυξομειώσεις της τυπικής απόκλισης από έτος σε έτος είναι έντονες στην περίπτωση των αναπτυσσόμενων χωρών.

Σχετικά με τη μέση πιστοληπτική αξιολόγηση, οι ανεπτυγμένες χώρες παρουσιάζουν μέση αξιολόγηση που κυμαίνεται ανάμεσα σε AA+ και AA στην αρχή του δείγματος και ελαφρώς επιδεινώνεται σε AA το 2009.[1] Η τυπική απόκλιση μένει διαχρονικά σταθερή και περίπου ίση με 1,5, το οποίο πρακτικά αντιστοιχεί σε γειτονικές πιστοληπτικές διαβαθμίσεις για την πλειοψηφία των υπό εξέταση χωρών. Η μέση πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδας κυμαίνεται από A+ (2003) σε A- (2009). Όπως είναι αναμενόμενο, η μέση αξιολόγηση των αναπτυσσόμενων χώρων είναι αρκετά χαμηλότερη από τις ανεπτυγμένες και κυμαίνεται από σε BBB- στην αρχή του δείγματος σε BB+ το 2009. Επιπλέον, η ετερογένεια των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των αναπτυσσόμενων χώρων είναι μεγαλύτερη από αυτή των ανεπτυγμένων, όπως αυτό υποδηλώνεται από την τυπική απόκλιση που κυμαίνεται σε δύο βαθμίδες πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Για να εξετάσουμε εμπειρικά την επεξηγηματική ικανότητα της πιστοληπτικής αξιολόγησης για την απόδοση στη λήξη των ομολόγων εκτιμούμε τις παρακάτω διαστρωματικές παλινδρομήσεις για κάθε έτος από το 1998 έως το 2009 χωριστά για τις ανεπτυγμένες και τις αναπτυσσόμενες χώρες:

$$YTM_{it} = \alpha + \beta\, CR_{it} + e_{it} \qquad (1)$$

όπου η μεταβλητή CR_{it} είναι ο μέσος όρος των αξιολογήσεων των οίκων S&P, Moody's και Fitch και η μεταβλητή YTM_{it} είναι η απόδοση στη λήξη του δείκτη ομολόγων όλων των διαρκειών για κάθε χώρα i και κάθε έτος t, αντίστοιχα. Η πιθανή ύπαρξη σφάλματος παράλειψης άλλων ερμηνευτικών μεταβλητών (omitted variable bias) στο υπόδειγμα (1) δεν μας απασχολεί, καθώς η έμφαση δίνεται όχι στην καθ' αυτή εκτιμημένη τιμή του συντελεστή β, αλλά στη διαχρονική εξέλιξή της όπως προκύπτει από τις κατ' έτος διαστρωματικές παλινδρομήσεις.

Η μέθοδος εκτίμησης που ακολουθούμε είναι αυτή των σταθμισμένων ελαχίστων τετραγώνων (Weighted Least Squares) ώστε να απαλλαγούμε από την ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας λόγω ετερογένειας των χωρών που μετέχουν στη διαστρωματική εκτίμηση.[2] Τα αποτελέσματά μας παρουσιάζονται στον Πίνακα 3. Η πρώτη στήλη του Πίνακα δίνει τα έτη, η δεύτερη την εκτίμηση του συντελεστή β από την εξίσωση (1), καθώς και τη στατιστική t (t-stat) που υποδεικνύει τη στατιστική σημαντικότητά του. Στις δύο τελευταίες στήλες

[1] Η παρουσίαση ακολουθεί τον συμβολισμό του οίκου S&P.

[2] Οι σταθμίσεις (βάρη) που χρησιμοποιούμε είναι ίσες με την αντίστροφη τυπική απόκλιση των αποδόσεων.

δίνεται ο βαθμός προσαρμογής του μοντέλου (R^2), καθώς και ο αριθμός των παρατηρήσεων, δηλαδή των διαστρωματικών μονάδων (χωρών) που μετέχουν στην παλινδρόμηση. Ο Πίνακας 3 χωρίζεται σε δύο τμήματα, το τμήμα Α που αφορά στις ανεπτυγμένες χώρες και το τμήμα Β που αφορά στις αναπτυσσόμενες χώρες.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3 Εμπειρικά Αποτελέσματα – Αποδόσεις στη Λήξη Δεικτών Ομολόγων JP Morgan και Αξιολογήσεις Πιστοληπτικής Ικανότητας

$$YTM_{it} = a + \beta\, CR_{it} + e_{it}$$

	Τμήμα Α. Ανεπτυγμένες Χώρες			Τμήμα Β. Αναπτυσσόμενες Χώρες		
	β (t-stat)	R^2	Αριθμός Παρατηρήσεων	β (t-stat)	R^2	Αριθμός Παρατηρήσεων
1998	1,38*** (11,81)	0,87	21	3,58*** (9,65)	0,84	18
1999	0,99*** (9,89)	0,82	22	2,49*** (5,48)	0,62	19
2000	1,03*** (6,28)	0,62	25	1,02*** (7,80)	0,72	24
2001	0,72*** (6,93)	0,66	25	3,19*** (8,36)	0,73	27
2002	0,68*** (6,46)	0,63	25	3,65*** (8,75)	0,74	27
2003	0,60*** (5,47)	0,55	25	3,78*** (5,08)	0,48	28
2004	0,44*** (4,27)	0,42	25	3,08*** (4,53)	0,40	30
2005	0,40*** (4,22)	0,41	25	0,41*** (7,58)	0,66	30
2006	0,34*** (3,62)	0,33	25	0,50*** (5,90)	0,49	36
2007	0,45*** (5,20)	0,50	27	0,41*** (8,00)	0,63	38
2008	0,69*** (11,09)	0,82	27	1,67*** (5,60)	0,45	38
2009	0,54*** (7,10)	0,66	27	0,53*** (3,77)	0,26	39

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

1. Ορισμοί μεταβλητών:
   - YTM είναι η απόδοση στη λήξη στο τέλος κάθε έτους του δείκτη ομολόγων GBI της JP Morgan για τα ομόλογα όλων των διαρκειών για τις ανεπτυγμένες χώρες και του δείκτη EMBI Global για τα ομόλογα όλων των διαρκειών για τις αναπτυσσόμενες χώρες.
   - CR είναι ο μέσος όρος των αξιολογήσεων του μακροπρόθεσμου χρέους σε εγχώριο νόμισμα των οίκων S&P, Moody's και Fitch Ratings για κάθε χώρα.
2. Χώρες του δείγματος:
   - Ανεπτυγμένες (27 χώρες): Αυστραλία, Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Δανία, Ελλάδα, Ηνωμένο Βασίλειο, ΗΠΑ, Ιαπωνία, Ιρλανδία, Ισπανία, Ιταλία, Καναδάς, Μεξικό, Νέα Ζηλανδία, Νότια Αφρική, Νότια Κορέα, Ολλανδία, Ουγγαρία, Πολωνία, Πορτογαλία, Σιγκαπούρη, Σουηδία, Τσεχία, Φινλανδία και Χονγκ-Κονγκ.
   - Αναπτυσσόμενες (39 χώρες): Αίγυπτος, Αργεντινή, Βενεζουέλα, Βιετνάμ, Βραζιλία, Βουλγαρία, Γεωργία, Γκαμπόν, Γκάνα, Δομινικανή Δημοκρατία, Ελ Σαλβαντόρ, Ινδονησία, Ισημερινός, Καζακστάν, Κίνα, Κολομβία, Κροατία, Λίβανος, Λιθουανία, Μαλαισία, Μεξικό, Μπελίζ, Νότια Αφρική, Ουγγαρία, Ουκρανία, Ουρουγουάη, Πακιστάν, Παναμάς, Περού, Πολωνία, Τζαμάικα, Ρωσία, Σερβία, Σρι Λάνκα, Τουρκία, Τρινιντάντ και Τομπάγκο, Τυνησία, Φιλιππίνες και Χιλή.
3. Μέθοδος εκτίμησης: Σταθμισμένων ελαχίστων τετραγώνων (Weighted Least Squares).
4. Τα στατιστικά t (t-stat) αναφέρονται σε παρένθεση.
5. Ένας (*), δύο (**) και τρεις (***) αστερίσκοι υποδηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%, 5% και 1% αντίστοιχα.

ΠΗΓΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ: Bloomberg, Datastream και υπολογισμοί των συγγραφέων.

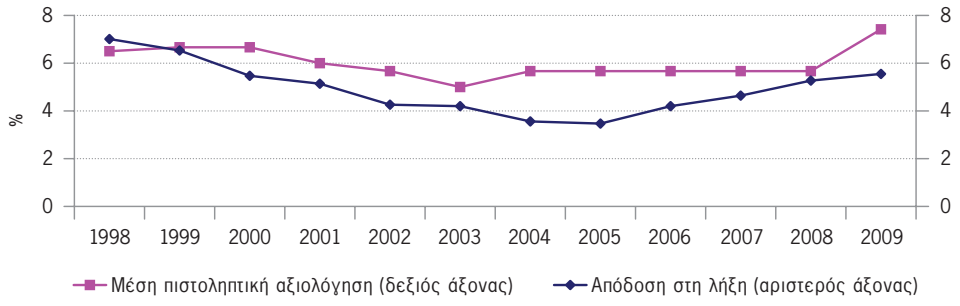
Η στατιστική σημαντικότητα του συντελεστή β τόσο στις ανεπτυγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες χώρες καταδεικνύει ότι οι αξιολογήσεις των χωρών αποτελούν σημαντικό ερμηνευτικό παράγοντα των αποδόσεων των ομολόγων. Η σχέση, όπως ήταν αναμενόμενο, είναι θετική, δηλαδή άνοδος στον βαθμό αξιολόγησης (μείωση πιστοληπτικής ικανότητας) συνδέεται με άνοδο στην απόδοση των ομολόγων.

Το σημαντικότερο όμως είναι ότι ο συντελεστής β εμφανίζει μεγάλη και μονότονη μείωση για τις ανεπτυγμένες χώρες στο διάστημα 1998-2006, δηλαδή μέχρι και ένα έτος πριν την εμφάνιση της κρίσης Συγκεκριμένα, όπως φαίνεται στο Τμήμα Α του Πίνακα 3, η τιμή του συντελεστή β μειώνεται από 1,38 το 1998 σε 0,34 το 2006. Όσον αφορά στις αναπτυσσόμενες χώρες, παρατηρείται μια ακόμη μεγαλύτερη, αν και όχι μονότονη, μείωση του συντελεστή β, ειδικά στο διάστημα 2005-2007 σε σχέση με τα προηγούμενα έτη. Ενδεικτικά, όπως φαίνεται στο Τμήμα Β του Πίνακα 3, από το 3,78 το 2003 προσγειώνεται στο 0,41 το 2005 και το 2007.

Παρόμοια μεγάλη μείωση εμφανίζει και η επεξηγηματική ικανότητα του υποδείγματος για τις ανεπτυγμένες χώρες που μειώνεται από 87% το 1998 σε 33% το 2006. Ανάλογη είναι η εικόνα και για το δείγμα των αναπτυσσόμενων χωρών.

Με δεδομένη τη σταθερότητα των αξιολογήσεων, όπως αποτυπώθηκε στα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία στην ενότητα 3.1, αυτά τα εμπειρικά αποτελέσματα δείχνουν ότι οι επενδυτές αναζήτησαν αποδόσεις στην αγορά ομολόγων στο διάστημα αυτό δίνοντας όλο και μικρότερο βάρος στον πιστωτικό κίνδυνο, όπως αυτός αποτυπώνεται στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις. Επιπλέον, οι διαφορές των πιστοληπτικών αξιολογήσεων μεταξύ χωρών είχαν σημαντικά μειούμενη επίδραση στις διαφορές των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων. Φαίνεται πως οι επενδυτές αγνόησαν τις αξιολογήσεις των χωρών ή λόγω απληστίας και αγελαίας συμπεριφοράς ή επειδή θεωρούσαν ότι οι αξιολογήσεις αυτές ήταν χαμηλής ποιότητας ή λόγω συνδυασμού των δύο. Το φαινόμενο αυτό εμφανίστηκε, αν και με μικρή ένταση, και στην περίπτωση της Ελλάδας αλλά μόνο για το διάστημα 2004-2005. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1, σημειώθηκε μείωση της απόδοσης στη λήξη κατά περίπου 0,5% στο διάστημα αυτό, ενώ η μέση πιστοληπτική αξιολόγηση της χώρας παρέμεινε σταθερή.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 Ελλάδα



ΠΗΓΗ: Bloomberg και Datastream

4. Συμπεράσματα

Οι οίκοι αξιολόγησης, ως διαμεσολαβητές πληροφόρησης, παίζουν σημαντικό ρόλο στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Η θεσμική κατοχύρωσή τους σε συνδυασμό με την έκθεσή τους σε συγκρούσεις συμφερόντων και ηθικό κίνδυνο έπαιξε σημαντικό ρόλο στην εμφάνιση της κρίσης. Όπως δείξαμε στην παρούσα μελέτη, στη διάρκεια της δεκαετίας του 2000 η προσοχή των επενδυτών στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις χωρών για την τιμολόγηση των κρατικών ομολόγων ήταν σημαντικά μειούμενη. Οι επενδυτές επέδειξαν αγελαία συμπεριφορά δίνοντας μικρότερη σημασία στον πιστωτικό κίνδυνο.

Τέτοιες επενδυτικές συμπεριφορές, σε συνδυασμό με τις κακές πρακτικές των οίκων αξιολόγησης στην περίπτωση των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων στις ΗΠΑ οδήγησαν στην πρόσφατη –συστημική– κρίση. Η διαφύλαξη της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος από τέτοια φαινόμενα μέσω ενός αναμορφωμένου κανονισμού εποπτείας είναι αναγκαία προϋπόθεση για την αποτροπή εμφάνισης ανάλογων κρίσεων στο μέλλον. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα πρέπει να θωρακιστεί από τις επιπτώσεις της ανθρώπινης αδυναμίας χωρίς να στερηθεί την ευελιξία που είναι απαραίτητη για να αποτελεί μοχλό υγιούς ανάπτυξης και καινοτομίας.

Βιβλιογραφία

Bannier, Christina E., Patrick Behr and Andre Güttler (2010), Rating Opaque Borrowers: Why are Unsolicited Ratings Lower?, *Review of Finance* 14, pp. 263-294.

Becker, Bo and Todd Milbourn (2009), Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry, Harvard Business School Working Paper pp. 09-051.

Blume, Marshall E., Felix Lim and A. Craig MacKinlay (1998), The Declining Credit Quality of US Corporate Debt: Myth or Reality?, *Journal of Finance* 4, pp. 1389-1413.

Bordo, Michael D. (2008), An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008, NBER Working Paper, No. 14569.

Calomiris, Charles W. and Joseph R. Mason (2009), Conflicts of Interest, Low-Quality Ratings, and Meaningful Reform of Credit and Corporate Governance Ratings, unpublished manuscript.

Cantor, Richard, and Frank Packer (1996), Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings, *Economic Policy Review* 2, pp. 37-53.

De Grauwe, Paul (2008), The Banking Crisis: Causes, Consequences and Remedies, Centre for European Policy Studies, *Policy Brief*, No. 178, (Brussels: CEPS).

Diamond, Douglas W. and Raghuram Rajan (2009), The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies, NBER Working Paper No. 14739.

Eichengreen, Barry (2008), Origins and Responses to the Crisis, unpublished manuscript, University of California, Berkeley.

Hellwig, Martin F. (2009), Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis, *De Economist* 157, No. 2.

Mishkin, Frederic (1997), The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policy Makers' in Maintaining Financial Stability in a Global Economy. Federal Reserve Bank of Kansas City. Jackson Hole Symposium, pp. 55-96.

Pagano, Marco and Paolo Volpin (2010), Credit Ratings Failures and Policy Options, *Economic Policy* 25, pp. 401-431.

Poon, Winnie P. H. (2003), Are Unsolicited Credit Ratings Biased Downward?, *Journal of Banking and Finance* 27, pp. 593-614.

Reinhart, Carmen M. (2002), Sovereign Credit Ratings Before and After Financial Crises, in R. Levich, Giovanni Majnoni (eds) and C. M. Reinhart (ed.), Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System. Boston: Kluwer Academic Press.

Οι καινοτομίες στη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη από το 2007 έως σήμερα

Παναγιώτης Αλεξάκης
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΕΘΝΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΠΟΔΙΣΤΡΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Περίληψη

Το άρθρο αναφέρεται στη νομισματική πολιτική που ασκήθηκε στην ευρωζώνη από την έναρξη της τελευταίας κρίσης έως σήμερα. Στην αρχή παρουσιάζει τον μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στην οικονομική δραστηριότητα περιγράφοντας τα βασικά κανάλια μέσω των οποίων μεταδίδεται, όπως αυτά προσδιορίζονται στο υπόβαθρο τόσο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων όσο και της αγοράς κεφαλαίου. Με τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές καινοτομίες, τη διογκούμενη αγορά κεφαλαίου, τα πιστωτικά πρότυπα και το κανονιστικό πλαίσιο, διαμορφώθηκε το τραπεζικό πλαίσιο ανάληψης κινδύνων και ακολούθησε η χρηματοπιστωτική κρίση. Αυτό με τη σειρά του επέδρασε στην αλυσίδα μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής η οποία κατακερματίστηκε. Κάτω από αυτές τις συνθήκες οι νομισματικές αρχές ανέλαβαν δράση με συμβατικά και μη συμβατικά μέτρα άσκησης νομισματικής πολιτικής για τη διασφάλιση του μηχανισμού μετάδοσης. Η ανάλυση δείχνει ότι τα συνολικά μέτρα ανέκοψαν τον δυσμενή αντίκτυπο της κρίσης. Έχουν, ωστόσο, περιορισμούς, αφού δεν προσφέρουν μάλλον λύση για τη μακροπρόθεσμη σταθερότητα και τα διαρθρωτικά θέματα του χρηματοπιστωτικού τομέα, καθώς μάλιστα ο αντίκτυπος της κρίσης επιμηκύνεται, ενώ η κατάσταση της νομισματικής πολιτικής παραμένει διευκολυντική. Η ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής συνεπάγεται την εξάλειψη των μη συμβατικών μέτρων, αλλά και διαρθρωτικές αλλαγές και μεταρρυθμίσεις.

Επιθυμώ να ευχαριστήσω θερμά τον Δρ Νικόλαο Μαγγίνα, Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, για τις δημιουργικές παρατηρήσεις του κατά τη συγγραφή αυτής της εργασίας. Ευχαριστώ επίσης τη Δρ Άννα Βασίλα, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, για τα χρήσιμα σχόλιά της.

1. Εισαγωγή

Η παγκόσμια οικονομία βρίσκεται αντιμέτωπη με σφοδρή ένταση στις χρηματοπιστωτικές αγορές για περισσότερο από τρία χρόνια. Απαντώντας σε αυτές τις εξελίξεις οι κυβερνήσεις και οι κεντρικές τράπεζες έχουν αναλάβει αποφασιστική δράση. Υπό το πλαίσιο αυτό, το άρθρο εξετάζει τον τρόπο με τον οποίο η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) έχει αξιολογήσει, σηματοδοτήσει και υλοποιήσει τη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη για τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών κατά την τελευταία χρηματοπιστωτική κρίση.

Η ένταση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, η διάχυσή της στην πραγματική οικονομία και η συνεπαγόμενη υψηλή αβεβαιότητα έχουν καταστήσει σύνθετη την αξιολόγηση των κανόνων σε ό,τι αφορά τη σταθερότητα των τιμών και τον τρόπο με τον οποίο η νομισματική πολιτική είναι ικανή να επιδράσει στην οικονομία της ευρωζώνης. Το τμήμα 2 αναφέρεται στον μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Το τμήμα 3 περιγράφει την αξιολόγηση της κατάστασης της νομισματικής πολιτικής σε κανονικές συνθήκες, αλλά και πώς η χρηματοπιστωτική κρίση έχει δυσκολέψει την αποτελεσματική άσκησή της. Το τμήμα 4 εστιάζεται σε βελτιώσεις του χρηματοπιστωτικού κανονιστικού πλαισίου ικανές να επιδράσουν στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής. Το τμήμα 5 περιλαμβάνει τα συμπεράσματα.

2. Η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής

Οι αποφάσεις πολιτικής των κεντρικών τραπεζών βασίζονται στην αξιολόγηση της κατάστασης της νομισματικής πολιτικής. Η νομισματική πολιτική επιδρά στη διαμόρφωση των επιτοκίων και των τιμών στην οικονομία, μέσα από διάφορα κανάλια, και έτσι επηρεάζει την οικονομική δραστηριότητα και τον πληθωρισμό (ECB, 2000, 2001, 2010α). *Λειτουργεί δηλαδή ένας μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής* στις αγορές χρήματος, στα επιτόκια καταθέσεων και δανεισμού. Οι μεταβολές στα επιτόκια επιδρούν στις αποφάσεις για κατανάλωση και επενδύσεις, οι οποίες στη συνέχεια προσδιορίζουν το επίπεδο των τιμών. Αυτό το κανάλι μετάδοσης είναι γνωστό ως *το κανάλι των επιτοκίων.* Επιπροσθέτως, οι μεταβολές των επιτοκίων επηρεάζουν έμμεσα την πραγματική οικονομία επιδρώντας στο κόστος εξωτερικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων όσο και στην ικανότητα των τραπεζών να δανείζουν. Η επίδραση των μεταβολών της νομισματικής πολιτικής στην προσφορά τραπεζικών δανείων είναι γνωστή ως *το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού.*

Στη βιβλιογραφία, το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού αποτελεί την *πρώτη διάσταση* αυτού που γενικά αποκαλείται ως *πιστωτικό κανάλι* και βασίζεται στη διπλή φύση των τραπεζών ως κατόχων καταθέσεων, υποστηριζόμενων από αποθεματικά, και ως δημιουργών δανείων. Υπονοεί, επιπροσθέτως, ότι οι επιχειρήσεις, μετά από μια περιοριστική μεταβολή στη νομισματική πολιτική και μείωση της προσφοράς πιστώσεων, δεν μπορούν, χωρίς κόστος, να αντικαταστήσουν την απώλεια των τραπεζικών πιστώσεων με άλλες μορφές χρηματοδότησης και μάλλον πρέπει να περιορίσουν τις επενδυτικές τους δαπάνες. Ωστόσο, *η δεύτερη διάσταση* υποστηρίζει την ισχύ *του ευρύτερου πιστωτικού καναλιού* για τη νομισματική πολιτική (Gertler and Gilchrist, 1993, Oliver and Rudebusch, 1996, Bernanke and Gertler, 1989, Stiglitz, 1992). Αυτό το κανάλι εστιάζει στην προσφορά κεφαλαίων τόσο από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όσο και από τις αγορές κεφαλαίου. Σημειώνει ότι όλα τα είδη της εξωτερικής χρηματοδότησης είναι ατελή υποκατάστατα των εσωτερικών κεφαλαίων μιας επιχείρησης. Επικρατεί ασύμμετρη πληροφόρηση που αυξάνει το κόστος, δημιουργώντας ένα ασφάλιστρο κόστους (cost premium) για τα εξωτερικά κεφάλαια ως αποζημίωση προς τους δανειστές για το αναμενόμενο κόστος διαχείρισης και αποτιμήσεων. Το μέγεθος αυτού του ασφαλίστρου εξαρτάται από την κατάσταση της νομισματικής πολιτικής. Ένας περιορισμός της μπορεί να αυξήσει το ασφάλιστρο για όλα τα είδη εξωτερικών κεφαλαίων, καθώς χειροτερεύουν οι ισολογισμοί των επιχειρήσεων, μειώνονται οι παρεχόμενες εγγυήσεις και καταλήγει στη μείωση της δαπάνης. Αντιθέτως, σε περιόδους νομισματικής χαλάρωσης δεν παρατηρείται σημαντική μεταβολή στη σχέση μεταξύ ρευστότητας και επενδύσεων από την επικρατούσα σε άλλες περιόδους. Διαμορφώνεται έτσι και μια ασυμμετρία αποτελεσμάτων μεταξύ των δύο θέσεων νομισματικής πολιτικής.

Συνδυάζοντας λοιπόν τα δύο κανάλια, υποστηρίζεται ότι η νομισματική πολιτική ασκεί άμεσες επιδράσεις στη συνολική δαπάνη οι οποίες δεν λειτουργούν μόνο μέσω παραδοσιακών διαύλων επιτοκίων. Ενώ οι χρηματοπιστωτικές αγορές διαδραματίζουν βασικό ρόλο στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής και στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητάς της, η νομισματική πολιτική μεταβάλλει τις συνθήκες της αγοράς πιστώσεων και αυτές ενισχύουν και διασπείρουν τις επιδράσεις των αρχικών νομισματικών διαταραχών, λειτουργώντας τόσο μέσω ενός καναλιού τραπεζικού δανεισμού όσο και μέσω ενός ευρύτερου πιστωτικού καναλιού. Έτσι οι άμεσες επιδράσεις της νομισματικής πολιτικής στα επιτόκια ενισχύονται από τις ενδογενείς μεταβολές στο ασφάλιστρο της εξωτερικής χρηματοδότησης.

Τέσσερις σημαντικές εξελίξεις έχουν λάβει χώρα στην οικονομία της ευρωζώνης από τις αρχές του 2000, οι οποίες είναι πιθανό να επιδρούν στον μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής (ECB, 2009a): *Πρώτον*, η συνεχής διαδικασία *διαρθρωτικής μεταρρύθμισης*, ιδιαίτερα στις αγορές εργασίας και προϊόντων (McCallum and Smets, 2007). *Δεύτερον*, η είσοδος του *ευρώ*, η οποία έχει εξαλείψει κινδύνους συναλλαγματικών ισοτιμιών μεταξύ των μελών της ευρωζώνης (Smets and Peersman, 2001, Boivin et al., 2008). *Τρίτον*, ο ταχύς ρυθμός *χρηματοπιστωτικών καινοτομιών* και νέων χρηματοπιστωτικών εργαλείων για τη διαχείριση κινδύνων, καθώς και οι σημαντικές μεταβολές στο *κανονιστικό πλαίσιο διακυβέρνησης των τραπεζών*. Τέλος, αναφέρεται η τελευταία *χρηματοπιστωτική κρίση* που δημιούργησε απειλή στην ορθή λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης.

Επιπροσθέτως, *η συγκεντροποίηση των αποφάσεων νομισματικής πολιτικής* στην ευρωζώνη επέφερε ένα νομισματικό καθεστώς υψηλού βαθμού αξιοπιστίας και καθαρής εστίασης στη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Μια άμεση επίδραση αυτού είναι οι καλύτερες και πιο στέρεα αγκυροβολημένες προσδοκίες για τον πληθωρισμό. Περαιτέρω, υπάρχει *μαρτυρία για μετατροπή της καμπύλης Phillips σε πιο επίπεδη*, δηλαδή, για την ύπαρξη μιας ασθενέστερης σχέσης μεταξύ «κενού προϊόντος» και πληθωρισμού (Calza, 2008). Μια πιθανή εξήγηση αυτού είναι ότι η νομισματική πολιτική έχει καταστεί περισσότερο αξιόπιστη από την εισαγωγή του ευρώ. Σαν αποτέλεσμα, μια άνοδος στην οικονομική δραστηριότητα είναι λιγότερο πιθανό να οδηγήσει σε αύξηση στον προσδοκώμενο πληθωρισμό.

Σχετικά με το κανάλι μετάδοσης του τραπεζικού δανεισμού, νέες διαστάσεις εμπλουτίζουν την αντίληψη για τον τρόπο επίδρασης της νομισματικής πολιτικής στη χορήγηση δανείων και στην ανάληψη κινδύνων από τις τράπεζες, όταν αναλυθούν οι συνέπειες και των *χρηματοπιστωτικών καινοτομιών*, της *χρηματοδότησης από την αγορά,* καθώς και η επίδραση των εποπτικών κανονισμών *σχετικά με την επάρκεια κεφαλαίων* των τραπεζών. Η ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών καινοτομιών ήταν ραγδαία και ευνοήθηκε από το ευρώ και τη χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση. Περιέλαβε τη δραματική επέκταση των δραστηριοτήτων τιτλοποίησης και την αυξημένη εξάρτηση των πηγών χρηματοδότησης από την αγορά, όπως είναι τα ομόλογα και οι καλυμμένες ομολογίες, σε αντίθεση με τις καταθετικές πηγές, σε συνδυασμό με τη θεαματική αύξηση σε μέγεθος των θεσμικών επενδυτών. Συμπληρώθηκε με τη δυνατότητα μετακύλισης του κινδύνου εκτός ισολογισμού μέσω παράγωγων προϊόντων, όπως είναι οι ανταλλαγές πιστωτικής αθέτησης (credit default swaps), γεγονός που διευκολύνει την περαιτέρω παροχή πιστώσεων βοηθώντας έτσι στην ανακούφιση κεφαλαιακών περιορισμών. *Σαν αποτέλεσμα, οι χρηματοπιστωτικές καινοτομίες τείνουν να καθιστούν το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού λιγότερο αποτελεσματικό* υπό κανονικές συνθήκες, κάτι που υποστηρίζει και η μαρτυρία για την ευρωζώνη πριν το 2007 (Altunbas et al., 2009, Loutskina and Strahan, 2006).

Ωστόσο, ενώ *η χαμηλότερη εξάρτηση από τις τραπεζικές καταθέσεις* μπορεί να προστατεύσει τις τράπεζες από τυχόν χρηματοδοτικούς περιορισμούς, *αυξάνει την επίδραση των συνθηκών των χρηματοπιστωτικών αγορών* πάνω *στην ικανότητα των τραπεζών να αποκτήσουν κεφάλαια*. Υπάρχει κίνδυνος *να αντιστραφεί ο ρόλος της τιτλοποίησης* ως απορροφούσας τις διαταραχές για τον τραπεζικό δανεισμό *όταν οι χρηματοπιστωτικές αγορές αντιμετωπίζουν δυσκολίες*. Μάλιστα, οι σχετικοί χρηματοδοτικοί περιορισμοί που προέκυψαν εντατικοποίησαν την ορμή της χρηματοπιστωτικής κρίσης (Hempell and Sorensen, 2009).

Το επίπεδο των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών έχει επίσης ταυτοποιηθεί ως *παράγοντας επίδρασης στην προσφορά τραπεζικών δανείων*. Αυτός ο μηχανισμός, ο οποίος ισχυροποιεί το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού, αναφέρεται ως *το κανάλι τραπεζικών κεφαλαίων* της νομισματικής πολιτικής. Είναι ιδιαίτερα σημαντικός

σε δύσκολες περιόδους όταν τα κεφάλαια σπανίζουν, οι τράπεζες δυσκολεύονται να αντλήσουν κεφάλαια και χορηγούν λιγότερα δάνεια (Altunbas et al., 2004).

Περαιτέρω, η νομισματική πολιτική επιδρά στο τραπεζικό κίνητρο ανάληψης κινδύνων κατά τη χορήγηση δανείων. Αυτός ο μηχανισμός που αναφέρεται ως *το κανάλι ανάληψης κινδύνων* της νομισματικής πολιτικής, συμπληρώνει την αντίληψη για το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού (Maddaloni and Peydro, 2010). Ενώ το τελευταίο εστιάζει στην ποσότητα δανείων που προσφέρεται, το πρώτο δίνει έμφαση στην επίδραση της νομισματικής πολιτικής στους κινδύνους που δέχονται να αναλάβουν οι τράπεζες. *Λειτουργεί μέσω δύο μηχανισμών*: *πρώτον*, τα χαμηλά επιτόκια οδηγούν σε άνοδο των αξιών των περιουσιακών στοιχείων και των ενεχύρων και ωθούν τους δανειζόμενους και τις τράπεζες να αναλάβουν υψηλότερους κινδύνους. *Δεύτερον*, τα χαμηλά επιτόκια καθιστούν ελκυστικότερα τα πιο επικίνδυνα περιουσιακά στοιχεία, καθώς οι φορείς διερευνούν για υψηλότερες αποδόσεις. Όλα αυτά *χαλαρώνουν τα πιστωτικά πρότυπα (moral hazard)* και οδηγούν σε προβλήματα στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής, η οποία πρέπει να εστιαστεί πρωταρχικά στη σταθερότητα των τιμών. Χαμηλά βραχυπρόθεσμα επιτόκια «ανοίγουν την όρεξη» των τραπεζών, σε όρους τόσο ποσότητας όσο και τιμών παρεχόμενων δανείων. Αυτή η επίδραση και η ανάληψη υψηλότερου κινδύνου είναι ισχυρότερη σε υψηλότερα επίπεδα δραστηριοτήτων τιτλοποίησης μαζί με *τη δυνατότητα μετακύλισης του πιστωτικού κινδύνου και την ανεπαρκή παρακολούθηση*.

Η εξάπλωση σύνθετων χρηματοπιστωτικών δομών, οι οποίες δεν υπόκεινται σε υγιή κανονιστική εποπτεία και έχουν ροπή σε υψηλά επίπεδα μόχλευσης, ήταν ένας από τους παράγοντες που αποτέλεσε το έναυσμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Γενικότερα, παρατηρήθηκαν η συχνά υπερβολική διάθεση ανάληψης κινδύνου από μέρους των τραπεζών με επενδύσεις εκ μέρους τους σε πιο επικίνδυνες περιοχές, καθώς και οι ακραίες χρηματοοικονομικές καινοτομίες στις διογκούμενες αγορές παροχής χρηματοδότησης (funding markets). Αυτές κατέστησαν τις *τράπεζες αυξητικά εξαρτώμενες από τις κεφαλαιαγορές* και τις εκεί επικρατούσες συνθήκες, επιδρώντας στη διαμεσολαβητική τους λειτουργία αλλά και επηρεάζοντας την ασκούμενη νομισματική πολιτική. Η αλλαγή των επιχειρηματικών μοντέλων που ακολούθησαν οι τράπεζες με έμφαση στην τιτλοποίηση, η συσσώρευση ανισορροπιών και η χαλάρωση των πιστοδοτικών κανόνων αποτέλεσαν το υπόβαθρο για την κατανόηση της πρώτης φάσης της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης έως και ένα εξάμηνο μετά την κατάρρευση της τράπεζας Lehman Brothers. Με την έναρξη της κρίσης αυτό το επιχειρηματικό μοντέλο των τραπεζών διεκόπη, καθώς οι τράπεζες δεν δύναντο να αντλήσουν κεφάλαια. Η διατραπεζική αγορά πρακτικά σταμάτησε, όπως και το ευρύτερο πιστωτικό κανάλι της εξωτερικής χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις αλλά και για τις τράπεζες. Η διάλυση της αγοράς τιτλοποίησης αποτέλεσε μια κύρια δύναμη περιορισμού των χρηματοπιστωτικών προϊόντων από την αρχή της χρηματοπιστωτικής αναστάτωσης (Maddaloni and Peydro, forthcoming).

Οι πιο πάνω εξελίξεις είναι πιθανό να έχουν η κάθε μία οδηγήσει σε μεταβολές στον μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Ωστόσο, η επίδραση των μεταβολών των επιτοκίων στο προϊόν και στις τιμές ασκείται κατά διαφορετικούς και συχνά αντιμαχόμενους τρόπους. Η εμπειρική ανάλυση εισηγείται ότι *η μεταβολή στον συνολικό μηχανισμό μετάδοσης είναι αμφιλεγόμενη*. Συγκρίνοντας τις επιδράσεις της νομισματικής πολιτικής στο πραγματικό ΑΕΠ και στον πληθωρισμό πριν και μετά το ευρώ, εξάγεται ότι οι διαφορές μεταξύ των δύο περιόδων δεν είναι στατιστικά σημαντικές (Gerke et al., 2009, Cecioni and Neri, 2010). *Είναι* ως εκ τούτου *δύσκολο να συμπεράνει κανείς ότι η συνολική επίδραση της νομισματικής πολιτικής* στο προϊόν και στον πληθωρισμό *έχει μεταβληθεί κατά την περασμένη δεκαετία*.

3. Αξιολόγηση της κατάστασης της νομισματικής πολιτικής και ενέργειες της κεντρικής τράπεζας

3.1 Αξιολόγηση σε κανονικές συνθήκες

Η κατάσταση (stance) της νομισματικής πολιτικής ορίζεται ως η συνεισφορά της νομισματικής πολιτικής στις οικονομικές, χρηματοπιστωτικές και νομισματικές εξελίξεις. Η αξιολόγησή της προσδιορίζει *κατά πόσο* αυτή η συνεισφορά *είναι σύμφωνη με τον πρωταρχικό στόχο της ΕΚΤ που είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών* (ECB, 2010a) και περιέχει δύο στοιχεία: i) τον σχηματισμό άποψης για την προοπτική του πληθωρισμού μεσοπρόθεσμα και για τους κινδύνους που συνδέονται με τη σταθερότητα των τιμών, και ii) τον προσδιορισμό της συνεισφοράς της νομισματικής πολιτικής στην οικονομία της ευρωζώνης και στη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών.

Αυτή η αξιολόγηση αποτελεί μια δύσκολη εργασία, με δεδομένη την αβεβαιότητα που περιβάλλει τις οικονομικές συνθήκες, τη λειτουργία της οικονομίας και τον ίδιο τον μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. *Έχει ως υποδομή δύο πυλώνες, την οικονομική ανάλυση και τη νομισματική ανάλυση*, που παρέχουν συμπληρωματικές εκτιμήσεις για τις προοπτικές στις εξελίξεις στις τιμές.

Επιτυγχάνοντας την κατάλληλη μεσοπρόθεσμη στάση νομισματικής πολιτικής, *η Εκτελεστική Επιτροπή της ΕΚΤ πρωταρχικώς καθορίζει τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ.* Αυτά αποτελούν το *ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς (bid rate)* στις κύριες λειτουργίες αναχρηματοδότησης και τα επιτόκια στις οριακές πιστωτικές διευκολύνσεις και στις καταθετικές διευκολύνσεις, τα οποία αποτελούν έναν «διάδρομο» γύρω από το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς (ECB, 2010a). Στη συνέχεια, το Ευρωσύστημα «αναδεύει» τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αγοράς εντός αυτού του διαδρόμου, πλησιέστερα προς το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς, μέσω λειτουργιών νομισματικής πολιτικής[1, 2]. Οι μεταβολές σε αυτά τα επιτόκια μεταδίδονται στα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων, επηρεάζοντας μεταβλητές όπως το χρήμα, την ανάπτυξη της πίστης και τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Αυτά με τη σειρά τους, μαζί με εξωγενείς παράγοντες, οδηγούν σε μεταβολές στη μακροοικονομική ζήτηση και προσφορά, και τελικά στον πληθωρισμό.

3.2 Αξιολόγηση σε ανώμαλες περιόδους

3.2.1 Σύντομη παρουσίαση της εκδήλωσης της κρίσης και της λογικής του πακέτου μέτρων

Η χρηματοπιστωτική αναστάτωση εκδηλώθηκε τον Αύγουστο του 2007, καθώς τα *ασφάλιστρα κινδύνου* στα διατραπεζικά δάνεια *εξακοντίστηκαν* και οι συναλλαγές μειώθηκαν ταχέως. Η *αβεβαιότητα* μεταξύ των τραπεζών *για την πιστοληπτική ικανότητα των αντισυμβαλλομένων* κατέστη ευρύτατη. Τον Σεπτέμβριο του 2008, όταν με την κατάρρευση της Lehman Brothers αναδύθηκε η δυνατότητα αποτυχίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, γενικά, *τα επιτοκιακά περιθώρια* (spreads) *έφθασαν σε ιστορικά υψηλά επίπεδα.* Η συνεχής χειροτέρευση των συνθηκών στην αγορά χρήματος *αύξησε τη μεταβλητότητα των επιτοκίων.* Κατέστη εμφανής η δυσλειτουργία του πρώτου σταδίου του μηχανισμού μετάδοσης από τα ελεγχόμενα από την κεντρική τράπεζα επιτόκια προς τα αγοραία επιτόκια. Η έντονη αποστροφή προς τον κίνδυνο και η αδυναμία αγοραίας

---

[1] Το Ευρωσύστημα αποτελείται από την ΕΚΤ και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών που έχουν υιοθετήσει τα ευρώ. Διοικείται από το Διοικητικό Συμβούλιο και την Εκτελεστική Επιτροπή της ΕΚΤ.

[2] Οι λειτουργίες της νομισματικής πολιτικής σηματοδοτούν την έναρξη της μετάδοσης της κατάστασης της νομισματικής πολιτικής με τη μεταβολή του οριακού κόστους αναχρηματοδότησης των τραπεζών, μέσω της κατανομής ενός ποσού ρευστότητας που επιτρέπει στα πιστωτικά ιδρύματα της ευρωζώνης να εκπληρώσουν τις ανάγκες τους σε ρευστότητα, σε τιμή που βρίσκεται σε συμφωνία με τα βασικά επιτόκια τα οποία θέτουν οι νομισματικές αρχές. Πιο συγκεκριμένα, η ΕΚΤ συνήθως ασκεί τις κύριες λειτουργίες αναχρηματοδότησης με τη διαδικασία των προσφορών *με μεταβαλλόμενα επιτόκια* στα οποία ισχύει το ελάχιστο βασικό επιτόκιο.

αποτίμησης των σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων, όξυναν τον εκλαμβανόμενο κίνδυνο των αντισυμβαλλομένων, οδηγώντας σε δυσλειτουργία της διατραπεζικής αγοράς και συνεπώς σε αδυναμία ελέγχου των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων με τις συμβατικές μεθόδους από την κεντρική τράπεζα.

Έτσι, *η πρώτη διασύνδεση στην αλυσίδα μετάδοσης, ανάμεσα στην κεντρική τράπεζα και στα πιστωτικά ιδρύματα, κινδύνευσε να ανακοπεί* ή να αδυνατίσει σημαντικά (ECB, 2009β, 2009γ, Cassola et al., 2008, Holthausen and Pill, 2010). Η διεύρυνση των επιτοκιακών περιθωρίων είχε άμεση *επίδραση στα επιτόκια δανεισμού* και στο *αυξημένο κόστος άντλησης χρηματοδότησης από την αγορά*. Η πτώση της ικανότητας των τραπεζών να αντλήσουν κεφάλαια, *αύξησε σημαντικά τα πιστωτικά πρότυπα* που καθορίστηκαν *για την έγκριση χορηγήσεων* και πιστωτικών γραμμών *σε επιχειρήσεις*. Περαιτέρω, κατέστη δύσκολο να εκτιμηθεί η φύση και η έκταση των χρηματοπιστωτικών εξελίξεων και η διάχυσή τους στην πραγματική οικονομία.

Με την εξάλειψη της εμπιστοσύνης στη διατραπεζική αγορά και την περιέλευση σε μη λειτουργική της αγοράς χρήματος, *ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής κατακερματίστηκε*. Πράγματι, η πρώτη φάση της διαδικασίας μετάδοσης στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό στη διαμεσολάβηση εντός του τραπεζικού τομέα. Σαν αποτέλεσμα, *κατέστη πιο δύσκολο* να *εκτιμηθούν* δύο κεντρικά στοιχεία: i) *η προοπτική της σταθερότητας των τιμών* μεσοπρόθεσμα, που στη συγκεκριμένη περίοδο αφορούσε και θέματα αποπληθωρισμού, και ii) *η συνεισφορά της νομισματικής πολιτικής* σε αυτή την προοπτική. *Μόνη η τυπική αντίδραση* της νομισματικής πολιτικής, δηλαδή, *να μειωθούν τα βασικά επιτόκια* της ΕΚΤ, ίσως *ήταν ανεπαρκής* για τη διασφάλιση της διατήρησης της σταθερότητας των τιμών. *Τρία κύρια ζητήματα έπρεπε να αντιμετωπισθούν άμεσα* (ECB, 2010β). *Πρώτον*, να μειωθούν *οι εντάσεις στην αγορά χρήματος* (η πρώτη διασύνδεση στην αλυσίδα μετάδοσης). *Δεύτερον*, να προσαρμοσθούν γρήγορα *τα επιτόκια πολιτικής* σε χαμηλά επίπεδα. *Τρίτον*, *η κατάσταση στο τραπεζικό σύστημα* απαιτούσε, επιπρόσθετα, μη συμβατικά μέτρα, συμπεριλαμβανομένων και των περιορισμών στα πιστωτικά πρότυπα από τις τράπεζες, για να παραμείνουν πλήρως λειτουργικές οι περαιτέρω διασυνδέσεις στην αλυσίδα μετάδοσης, από τις τράπεζες προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις.

Η *εικόνα* των *ασυνήθιστων περιστάσεων κατέστησε περισσότερο σύνθετη την αξιολόγηση της νομισματικής πολιτικής* από την κεντρική τράπεζα, αλλά και την άσκησή της σε ένα περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας. Η αντίληψη των στρεβλώσεων που επιδρούσαν στον μηχανισμό μετάδοσης και διάχυσης της χρηματοπιστωτικής αναστάτωσης στην πραγματική οικονομία οδήγησαν σε έναν σχεδιασμό ενεργειών νομισματικής πολιτικής, ώστε να σταματήσει αυτή η διάχυση και οι συνδεόμενοι κίνδυνοι στη σταθερότητα των τιμών, μεσοπρόθεσμα.

Στην αρχή της χρηματοπιστωτικής αναστάτωσης, όταν εμποδίστηκε σφοδρά η πρόσβαση σε ρευστότητα στις αγορές χρήματος, *το Ευρωσύστημα* επεδίωξε να διασφαλίσει την αποφυγή μείζονος συστημικής χρηματοπιστωτικής κρίσης. Αντέδρασε *με την προσαρμογή του χρόνου και της περιόδου λήξης των μηχανισμών της παροχής ρευστότητας*, ώστε να ικανοποιήσει τις χρηματοδοτικές ανάγκες των τραπεζών. Βασίστηκε στο υπάρχον λειτουργικό πλαίσιο για την απορρόφηση των διαταραχών στην αγορά χρήματος – σε λειτουργίες αναχρηματοδότησης, συμμετοχή όλων των πιστωτικών ιδρυμάτων της ευρωζώνης, ευρεία αποδοχή περιουσιακών στοιχείων ως ενεχύρων. *Τα μέτρα* που ελήφθησαν *κατά την πρώτη φάση δεν ήταν μάλλον πολύ σημαντικά*. Ωστόσο, η ΕΚΤ υιοθέτησε και ένα μη συμβατικό μέτρο: τη λειτουργία παροχής ρευστότητας σε δολάρια ΗΠΑ από τις κεντρικές τράπεζες[3].

Κατά τη δεύτερη φάση από το φθινόπωρο 2008, η αναστάτωση εξελίχθηκε σε παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και προξένησε σφοδρή πτώση στην οικονομία της ευρωζώνης. Δημιουργήθηκε *η ανάγκη για σημαντικότερα μέτρα διασφάλισης του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής*, καθώς η στενή σχέση μεταξύ βασικών επιτοκίων και επιτοκίων αγοράς χρήματος είχε λάβει μια διαφορετική και πιο περίπλοκη μορφή (Stark, 2009, Trichet, 2009, Tumpel-Gugerell, 2010). Με δεδομένη τη μεταβολή στην αξιολόγηση των κινδύνων σε ό,τι αφορά τη σταθερότητα των τιμών, τα επιπρόσθετα μέτρα χρειάζονταν ώστε να διαφυλάξουν περισσότερο ενάντια σε μια συστημική κρίση ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της ευρωζώνης, να υποστηρίξουν τη μετάδοση των επιτοκιακών αποφάσεων της ΕΚΤ και να επαυξήσουν τη ροή πιστώσεων.

[3] Η πιο ενδελεχής ανάλυση των μέτρων που αναφέρονται στη συνέχεια παρουσιάζεται στα μηνιαία δελτία της ΕΚΤ, Monthly Bulletin, January 2010, σελ. 67-71 και Monthly Bulletin, May 2010, σελ. 94-96.

3.2.2 Τα μέτρα που υιοθετήθηκαν

3.2.2.1 Προσαρμογή επιτοκίων

Κατά τους τελευταίους μήνες του 2008 και τους πρώτους μήνες του 2009, η κρίση στην αγορά χρήματος επεκτάθηκε στην πραγματική οικονομία και σε άλλα τμήματα της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Σαν αποτέλεσμα, *η ΕΚΤ μείωσε σταδιακά το επιτόκιο πολιτικής* από 4,25% τον Σεπτέμβριο του 2008, στο 1,00% τον Μάιο του 2009 (325 μονάδες βάσης), σε επίπεδα που δεν έχουν λάβει χώρα τουλάχιστον από τον Β΄ παγκόσμιο πόλεμο και μετά.

Τη μείωση των βασικών επιτοκίων ΕΚΤ ακολούθησε η μείωση των βασικών επιτοκίων αγοράς τα οποία επηρεάζονται και καθοδηγούνται από τη διαμόρφωση του ελάχιστου επιτοκίου προσφοράς της ΕΚΤ. Το EURIBOR τριών μηνών μειώθηκε κατά περίπου 436 μονάδες βάσης μεταξύ Σεπτεμβρίου 2008 και Φεβρουαρίου 2010[4, 5].

Τα τραπεζικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια χορηγήσεων, που γενικά επηρεάζονται από τις κινήσεις του EURIBOR τριών μηνών, μειώθηκαν κατά 341 μονάδες βάσης. *Τα μακροχρόνια τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων μειώθηκαν* κατά την ίδια χρονική περίοδο κατά 151 μονάδες βάσης, ενώ οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων επταετούς διάρκειας μειώθηκαν κατά 121 μονάδες βάσης. Ωστόσο, *οι μειώσεις στα επιτόκια της αγοράς χρήματος*, σε συνέχεια των μειώσεων των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, *μεταβιβάστηκαν στα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων με σημαντική υστέρηση*, σε συνδυασμό με τις ισχύουσες ρυθμίσεις. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα *τη διεύρυνση του ανοίγματος* ανάμεσα στα επιτόκια της αγοράς χρήματος και στα επιτόκια χορηγήσεων των τραπεζών.

Πέρα από τα πιο πάνω, *η προσαρμογή των τραπεζικών επιτοκίων παρέμεινε αποτελεσματική κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής αναστάτωσης* και η φύση της μετάδοσης δεν διέφερε πολύ από την ισχύουσα κατά τη διάρκεια των περιόδων οικονομικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (Sorensen and Werner, 2009).

3.2.2.2 Μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής

Καθώς οι εντάσεις στις αγορές χρήματος εμπόδισαν την ικανότητα των τραπεζών παροχής χρηματοδότησης στην οικονομία, *η μείωση των βασικών επιτοκίων* πολιτικής θα ήταν *λιγότερο αποτελεσματική στην απουσία επιπρόσθετων πολιτικών* χρηματοπιστωτικής υποστήριξης. Έτσι αποφασίστηκε και η *επαυξημένη πιστωτική υποστήριξη* (ΕΠΥ) που αποτελείται από *μη-συμβατικά μέτρα υποστήριξης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και της ροής πιστώσεων*. Αυτά τα μέτρα προωθήθηκαν από την ανάγκη να διασφαλιστεί η συνεχής αποτελεσματικότητα της μετάδοσης της συμβατικής νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία και τελικά στην εξέλιξη στις τιμές, σε ένα περιβάλλον όπου το χρηματοπιστωτικό σύστημα βρισκόταν κάτω από σημαντική πίεση. *Ήλθαν* ως εκ τούτου *να συμπληρώσουν τις συμβατικές αποφάσεις για τα επιτόκια*, παρά να τα υποκαταστήσουν. Το διοικητικό συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε για το επίπεδο των επιτοκίων που ήταν κατάλληλο για να εκπληρώσει την εντολή της σταθερότητας των τιμών και στη συνέχεια υλοποίησε μια σειρά μη συμβατικών μερών που επέβλεπαν στη διασφάλιση ότι αυτή η κατάσταση της νομισματικής πολιτικής μεταδίδεται με επιτυχία στην οικονομία ως σύνολο. Η ΕΠΥ είχε άμεση επίδραση στα επιτόκια και στην προσφορά πιστώσεων, επιδιώκοντας κυρίως να αντιμετωπίσει τους κινδύνους ρευστότητας των τραπεζών και πρόσβασής τους σε ξένο νόμισμα. Ειδικότερα, η ΕΠΥ αποτελείται από *σειρά πέντε μέτρων*:

---

[4] EURIBOR, το επιτόκιο με το οποίο μια τράπεζα είναι διατεθειμένη να δανείσει κεφάλαια σε ευρώ σε άλλη τράπεζα. Υπολογίζεται καθημερινά για τις διατραπεζικές καταθέσεις, για διάφορες διάρκειες έως 12 μηνών.

[5] Οι λειτουργίες της νομισματικής πολιτικής διατηρούν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς χρήματος κοντά στο επίπεδο που προσδιορίζεται από αυτές τις αποφάσεις. Σε κανονικές συνθήκες το EONIA (επιτόκιο τοποθετήσεων διάρκειας μιας ημέρας της διατραπεζικής αγοράς) βρίσκεται πολύ πλησίον του βασικού επιτοκίου πολιτικής. Σε ακραίες συνθήκες, όταν τα ανοίγματα στην αγορά χρήματος (δηλαδή μεταξύ του EURIBOR και του επιτοκίου στα OIS (Overnight Index Swaps) ήταν ασυνήθιστα υψηλά, η ΕΚΤ υιοθέτησε απεριόριστη χορήγηση ρευστότητας (full allotment) σε *σταθερά επιτόκια* στις λειτουργίες αναχρηματοδότησης, ώστε να αντισταθμιστούν οι ανωμαλίες στα ανοίγματα των επιτοκίων της αγοράς χρήματος και να φθάσει το EONIA να κυμαίνεται σε επίπεδο πλησιέστερα στο επιτόκιο καταθέσεων.

i. Η ΕΚΤ υιοθέτησε τη *διαδικασία προσφορών σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή –απεριόριστη χορήγηση ρευστότητας – στο επιτόκιο πολιτικής* της, σε όλες τις λειτουργίες αναχρηματοδότησης. Οι τράπεζες δανείζονται όση ρευστότητα επιθυμούν από το Ευρωσύστημα, εφόσον μπορούν να την αντιστοιχίσουν με ενέχυρο. Επεδίωξε να ενισχύσει τη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση των τραπεζών μετριάζοντας τον δυνητικό αρνητικό αντίκτυπο στη διαθεσιμότητα πιστώσεων προς την οικονομία (Οκτώβριος 2008).

ii. *Η ΕΚΤ επεξέτεινε* την ήδη ευρεία *λίστα αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων ως ενεχύρων* στις λειτουργίες αναχρηματοδότησης, επαυξάνοντας την πρόσβαση των τραπεζών σε ρευστότητα κατά τη διάρκεια της κρίσης (Οκτώβριος 2008).

iii. Πέραν των εξαμηνιαίων μη κανονικών λειτουργιών που ίσχυαν ήδη, η ΕΚΤ αποφάσισε την ανάληψη τριών λειτουργιών αναχρηματοδότησης υπό σταθερό επιτόκιο με δωδεκάμηνη περίοδο λήξης. *Η επιμήκυνση της μέγιστης περιόδου λήξης των λειτουργιών αναχρηματοδότησης* από τρεις μήνες πριν την κρίση σε ένα έτος, οδήγησε σε μείωση των απαιτήσεων αναχρηματοδότησης των τραπεζών, βραχυπροθέσμως (δεύτερο ήμισυ 2009).

iv. *Η ΕΚΤ επαύξησε την παροχή αναχρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ*, προσφέροντας απεριόριστη παροχή έναντι αποδεκτού ενέχυρου σε ευρώ. Επίσης, αύξησε τον ορίζοντα λήξης των λειτουργιών σε δολάρια που προσέφερε (μέχρι τρεις μήνες), ενώ *εισήγαγε και λειτουργίες παροχής ρευστότητας σε ελβετικά φράγκα*. Έτσι επιδιώχθηκε να αντιμετωπιστούν οι ανάγκες χρηματοδότησης περιουσιακών στοιχείων σε ξένο νόμισμα των τραπεζών της ευρωζώνης (πρώτο ήμισυ 2008).

v. *Η ΕΚΤ ενεργοποίησε την αγορά καλυμμένων ομολόγων που εκδίδονται στην ευρωζώνη* (Ιούνιος του 2009). Η αγορά καλυμμένων ομολόγων αντιπροσωπεύει μια μείζονα πηγή χρηματοδότησης των τραπεζών. Αυτό το μέτρο προήγαγε τις πρωτογενείς εκδόσεις και μείωσε τα ιδιαίτερα αυξημένα ανοίγματα αυτής της αγοράς, βοηθώντας στην αναγέννηση της πληγείσας αγοράς.

Όλα *τα μέτρα διαμορφώθηκαν στη συγκεκριμένη χρηματοπιστωτική δομή της ευρωζώνης*, όπου οι τράπεζες αποτελούν την πρωταρχική πηγή παροχής πιστώσεων στην οικονομία, αντίθετα με την οικονομία των ΗΠΑ, στην οποία το μέγιστο μέρος της χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις βασίζεται στις αγορές. *Αποδείχτηκαν καθοριστικά για την υποστήριξη του τραπεζικού συστήματος* και έμμεσα των χρηματοπιστωτικών αγορών, βελτιώνοντας σημαντικά τη ρευστότητα της αγοράς και μειώνοντας τους κινδύνους χρηματοδότησης των τραπεζών. Αν και δεν εμπόδισαν μια σημαντική πτώση στις δανειοδοτήσεις του ιδιωτικού τομέα, χωρίς αυτά η μείωση θα ήταν πολύ ισχυρότερη, καθώς σχεδιάστηκαν ώστε να διατηρούν τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες και τις πιστωτικές ροές σε επίπεδα υψηλότερα από εκείνα που θα επιτυγχάνονταν μόνον μέσω μείωσης των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ.

Μάλιστα, η *εμπειρική ανάλυση* πάνω στην αποτίμηση *της αποτελεσματικότητας των μη συμβατικών μέτρων* της ΕΚΤ (Giannone et al., 2011) εστιάζεται στο κατά πόσο, στο πλαίσιο της χρηματοπιστωτικής κρίσης, έχει διατηρηθεί η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στην ευρωζώνη. Δηλαδή, κατά πόσο τα μη συμβατικά μέτρα έχουν αντισταθμίσει τον αντίκτυπο της χρηματοπιστωτικής κρίσης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, έτσι ώστε να διατηρηθεί το κανονικό πρότυπο της μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στο μακροοικονομικό επίπεδο. Η ανάλυση δείχνει ότι τόσο οι *βραχυπρόθεσμες τραπεζικές πιστώσεις* σε μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις όσο *και η στενά οριζόμενη προσφορά χρήματος Μ1* συμπεριφέρθηκαν *όπως την περίοδο προ της κρίσης*. Έτσι αυτά τα μέτρα ήταν αποτελεσματικά στη συγκράτηση του άμεσου αντίκτυπου της χρηματοοικονομικής κρίσης, *προστατεύοντας*, τουλάχιστον μερικώς, *τον μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής* από την κρίση κατά την κρίσιμη περίοδο μετά τη στιγμή της πτώχευσης της Lehman. Με την έννοια αυτή υποστηρίχτηκαν η χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση, η πιστωτική επέκταση και η οικονομική δραστηριότητα στην ευρωζώνη. Υπήρξε επιτυχία με αυτή την έννοια.

Ωστόσο, η ανάλυση διακρίνει και τους *περιορισμούς των μη συμβατικών μέτρων* της ΕΚΤ, σημειώνοντας ότι δεν μπορούν να προσφέρουν μόνιμες λύσεις σε σημαντικά διαρθρωτικά θέματα του χρηματοπιστωτικού τομέα τα οποία πρέπει να αντιμετωπιστούν άμεσα. Συγκεκριμένα, τα μέτρα αυτά *δεν φαίνεται να επέδρασαν*, όχι αναλογικά αλλά καθόλου, *στην ευρύτερη προσφορά χρήματος Μ3*. Αυτό δείχνει την αδυναμία του υποδείγματος του πολλαπλασιαστή χρήματος και την ανάγκη περαιτέρω εργασίας ώστε να γίνει αντιληπτή η συμπεριφορά του τραπεζικού συστήματος και η διάδρασή του με την πραγματική οικονομία. Τα μέτρα δεν υποστηρίζουν μάλλον

τη δυναμική του οιονεί χρήματος το οποίο θεωρείται ότι έχει σχέση με τη μακροοικονομική σταθερότητα, σε μακρύτερο ορίζοντα. Στον βαθμό που ο αντίκτυπος της κρίσης επιμηκύνεται και ο ευρύς ορισμός του χρήματος παρουσιάζει μια διαρκή μη κανονική αδυναμία, *αυτό θα πρέπει μάλλον να αποτελέσει αιτία ανησυχιών.* Ωστόσο, η αδυναμία αυτή ίσως είναι σύμπτωμα των διαρθρωτικών αδυναμιών του χρηματοπιστωτικού τομέα, όπως είναι τα σημαντικά προβλήματα φερεγγυότητας και τα θέματα διακυβέρνησης και αναποτελεσματικότητας για τα οποία τα μη συμβατικά μέτρα είχαν περιορισμένο μάλλον σκοπό να τα διαχειριστούν. Μια *χρηματοπιστωτική μεταρρύθμιση* που θα περιλάμβανε τραπεζικές κεφαλαιοποιήσεις, αναδιαρθρώσεις του τομέα και *βελτιωμένο κανονιστικό και ελεγκτικό πλαίσιο*, θα ήταν ο πιο σχετικός μηχανισμός για να αντιμετωπίσει αυτή την αδυναμία. Γενικά, λοιπόν, αναγνωρίζονται οι σταθεροποιητικές επιδράσεις των μη συμβατικών μέτρων της νομισματικής πολιτικής, ενώ ταυτόχρονα αναγνωρίζονται και γίνονται σεβαστοί οι περιορισμοί αυτών των μέτρων.

Περί το τέλος του 2009, η παρατηρούμενη βελτίωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών στην ευρωζώνη οδήγησε σε μια *σταδιακή απόσυρση της πολιτικής ΕΠΥ.* Οι λειτουργίες ανοιχτής αγοράς σε ελβετικά φράγκα και σε δολάρια ΗΠΑ σταμάτησαν στο τέλος Ιανουαρίου 2010. Καθώς η ζήτηση για τη μακροπρόθεσμη λειτουργία αναχρηματοδότησης μειώθηκε, σταμάτησαν οι εξαμηνιαίες και ετήσιες λειτουργίες σε ευρώ, ενώ εφαρμόστηκαν οι προσφορές κυμαινόμενου επιτοκίου στις τριμηνιαίες λειτουργίες αναχρηματοδότησης σε ευρώ, τον Απρίλιο. Όλες οι υπόλοιπες λειτουργίες αναχρηματοδότησης συνεχίστηκαν σε διαδικασίες προσφορών σταθερού επιτοκίου.

Η απόσυρση *αντανακλά την ανάγκη να αποφευχθεί ο κίνδυνος δυσμενών παράπλευρων επιδράσεων και στρεβλώσεων* από τα μη συμβατικά μέτρα. Αναφέρονται η υπερβολική εξάρτηση σε μη κανονική ρευστότητα κεντρικής τράπεζας, η υπερβολική ανάληψη κινδύνου, προβλήματα σχετικά με τη συμμόρφωση σε χρηστά χρηματοπιστωτικά πρότυπα αδύναμα χρηματοπιστωτικά κίνητρα αναδιάρθρωσης των ισολογισμών των τραπεζών και καθυστερήσεις στις αναγκαίες προσαρμογές που χρειάζονται για την οικονομική ανάπτυξη και τη σταθερή εξέλιξη των τιμών, μακροπρόθεσμα. Η βελτίωση των συνθηκών επιτρέπει *στις τράπεζες να αρχίσουν να επιτελούν τμήμα του κανονικού τους ρόλου* στην αγορά χρήματος, *μειώνοντας* έτσι *τον διαμεσολαβητικό ρόλο του Ευρωσυστήματος*. Επιτρέπει μια σταδιακή *επιστροφή* στην *κανονική εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής* και σε μια *καθαρή διάκριση ανάμεσα στις αποφάσεις νομισματικής πολιτικής και στην εφαρμογή τους*, αντιμετωπίζοντας επίσης αποτελεσματικά κάθε κίνδυνο σχετικό με τη σταθερότητα των τιμών. Ο συνεχιζόμενος *υψηλός βαθμός αβεβαιότητας*, ωστόσο, *συνηγορεί υπέρ της σταδιακής απόσυρσης των έκτακτων μέτρων ρευστότητας*, χωρίς να υπονοεί περιοριστική μεταβολή της νομισματικής πολιτικής, παρέχοντας ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα σε ευνοϊκούς όρους. Ταυτόχρονα, η οικονομία συνεχίζει να επωφελείται από τις περασμένες μειώσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ.

Ωστόσο, *τον Μάιο του 2010, η διαδικασία απόσυρσης ανεστάλη λόγω* της επανάκαμψης *σοβαρών εντάσεων στις αγορές χρήματος* που επιδρούσαν στα ανοίγματα αποδόσεων οργάνων χρέους μεταξύ των δημόσιων και ιδιωτικών ιδρυμάτων, που υποβάθμιζαν τις συνθήκες ομαλής μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Η μείωση στις τιμές ορισμένων περιουσιακών στοιχείων έθεσε σε κίνηση δυναμικές χρηματοπιστωτικής αγοράς όμοιες με εκείνες που παρατηρήθηκαν μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers: ένα φαύλο κύκλο «πωλήσεων-φωτιά» με στόχο να σταματήσουν οι απώλειες, πτώση σε άλλα περιουσιακά στοιχεία, επίδραση στη ρευστότητα της αγοράς και αύξηση καταθέσεων περιθωρίου, μεταξύ άλλων. Έτσι, *η ΕΚΤ εισήγαγε, προσωρινά, το* επονομαζόμενο *Πρόγραμμα για τις Αγορές Ομολόγων (ΠΑΟ)* στις 10 Μαΐου, παρεμβαίνοντας στις αγορές δημόσιων και ιδιωτικών ομολόγων, ώστε να διασφαλίσει το βάθος και τη ρευστότητα της αγοράς και να επαναφέρει έναν κατάλληλο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής[6].

Ταυτόχρονα, επιδιώκοντας να εμποδίσει τυχόν πτωτική μετάδοση (contagion) στην αγορά χρήματος, η ΕΚΤ *επανεισήγαγε προσωρινά μερικές από τις μη συμβατικές λειτουργίες αναχρηματοδότησης* και, συγκεκριμένα, τη διαδικασία πλήρους κατανομής σε σταθερό επιτόκιο για τις λειτουργίες αναχρηματοδότησης τρίμηνης διάρκειας, μια επιπρόσθετη λειτουργία αναχρηματοδότησης εξαμηνιαίας διάρκειας, και τη λειτουργία παροχής ρευστότητας σε δολάρια ΗΠΑ.

[6] Αυτή η απόφαση έλαβε υπόψη της τις δεσμεύσεις που αναλήφθησαν από ορισμένες κυβερνήσεις της ευρωζώνης δημοσιονομικής εξυγίανσης (Papademos, 2010). Δεν επιδρά στην κατάσταση της νομισματικής πολιτικής, καθώς η ΕΚΤ απορροφά την παροχή ρευστότητας (sterilization) αποφεύγοντας οποιαδήποτε επίδραση στις συνθήκες ρευστότητας και στο επίπεδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων.

Ακόμη και σήμερα, *η κατάσταση της νομισματικής πολιτικής είναι διευκολυντική* (accomodative) και παρέμενε ως τέτοια κατά την επανεξέτασή της στις αρχές του 2011. Έως και τις αρχές του νέου έτους συνεχιζόταν η ένταση στις αγορές κρατικού χρέους της ευρωζώνης, καθώς τα δημοσιονομικά προβλήματα διαχύθηκαν σε αρκετά κράτη-μέλη, κατά τη διάρκεια του 2010. Ακολούθησαν χρηματοπιστωτικές διευκολύνσεις[7] (facilities) και πακέτα βοήθειας σε χώρες, ενώ ανακοινώθηκε και η ίδρυση ενός μόνιμου Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας, τον Νοέμβριο 2010. Η ΕΚΤ επισημαίνει στα δελτία τύπου ότι προσαρμόζει καταλλήλως τη νομισματική πολιτική, τη συνολική παροχή ρευστότητας και τους τρόπους κατανομής, λαμβάνοντας υπόψη ότι όλα τα μη συμβατικά μέτρα που ελήφθησαν κατά τις περιόδους έντονων χρηματοπιστωτικών πιέσεων είναι εκ της κατασκευής τους προσωρινής φύσεως. Θα επιτελέσει οτιδήποτε χρειάζεται προς αυτές τις κατευθύνσεις, ώστε να διατηρηθεί η σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα, γεγονός απαραίτητο για την οικονομική ανάπτυξη, τη δημιουργία θέσεων εργασίας και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Το διοικητικό συμβούλιο της ΕΚΤ θα συνεχίσει να παρακολουθεί πολύ στενά τις εξελίξεις κατά την προσεχή περίοδο[8].

4. Ο μηχανισμός μετάδοσης και το κανονιστικό πλαίσιο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων

Σύμφωνα με την ΕΚΤ, ίσως είναι ακόμα νωρίς να αξιολογηθεί σε ποιον βαθμό ο μηχανισμός μετάδοσης έχει επηρεαστεί πιο μόνιμα από τις συνέπειες της κρίσης (ECB, 2010β). Στο πλαίσιο αυτό, *οι τρέχουσες προσπάθειες να διαμορφωθεί ένα περισσότερο* περιεκτικό, αυστηρότερο *κανονιστικό πλαίσιο*, που θα ενδυναμώσει την αντοχή του τραπεζικού τομέα, *ίσως συνεισφέρει στο να διαδραματίσουν οι τράπεζες έναν πιο σταθερό ρόλο στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής*. Μια σειρά λόγων συνηγορεί προς αυτή την κατεύθυνση.

Πρώτον, πιο *αυστηρές κεφαλαιουχικές απαιτήσεις* ενδυναμώνουν το τραπεζικό κανάλι μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, καθώς τράπεζες με λιγότερο καλή κεφαλαιακή διάρθρωση αντιδρούν ισχυρότερα στις αλλαγές των επιτοκίων πολιτικής, προσαρμόζοντας την προσφορά δανείων (Altunbas et al., 2004). Ωστόσο, οι τράπεζες θα μπορούσαν να αντιδράσουν αυξάνοντας τα κεφάλαιά τους, μειώνοντας την προσαρμογή της προσφοράς δανείων σε απάντηση των αλλαγών της νομισματικής πολιτικής.

Δεύτερον, η *εισαγωγή υψηλότερων απαιτήσεων σε σχέση με την τιτλοποίηση* θα περιόριζε τη δυνατότητα άντλησης χρηματοδότησης, ως εκ τούτου ενισχύοντας την ισχύ του παραδοσιακού καναλιού των τραπεζικών πιστώσεων (Estrella, 2002). Το κανάλι των επιτοκίων θα μπορούσε επίσης να επηρεαστεί, καθώς η τιτλοποίηση επιταχύνει το πέρασμα των βασικών επιτοκίων πολιτικής στα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων. Μία βελτίωση της ποιότητας της τιτλοποίησης των τραπεζών, θα μπορούσε να ενισχύσει την καθαρή επίδραση της νομισματικής πολιτικής στις τραπεζικές χορηγήσεις.

Τρίτον, η *πιο σωστή τραπεζική διαχείριση στα κεφάλαια και στη ρευστότητα* θα μείωνε την τάση ανάληψης κινδύνου κατά τη διάρκεια του κύκλου και, επομένως, η συμβολή του καναλιού ανάληψης κινδύνου των τραπεζών ίσως μειωθεί ως ένα βαθμό.

---

[7] Αναφέρονται οι δύο διευκολύνσεις που αυξάνουν τα ποσά του δανεισμού και επεκτείνουν την κάλυψη στις χώρες της ευρωζώνης: ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSM) και η Ευρωπαϊκή Διευκόλυνση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF). Και οι δύο προβλέπουν τη συμμετοχή του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου σε κάθε πρόγραμμα. Ας σημειωθεί ότι πριν την κρίση, για τα κράτη-μέλη που είχαν προβλήματα εξωτερικού ισοζυγίου, προβλεπόταν στήριξη μέσω της διευκόλυνσης της μεσοπρόθεσμης χρηματοδοτικής βοήθειας.

[8] Σχετικά, οι αρχές της ΕΚΤ τονίζουν την ανάγκη των ελλειμματικών κρατών μελών να προβούν σε ό,τι είναι αναγκαίο, ώστε να επιτύχουν τους στόχους τους σε ό,τι αφορά το δημοσιονομικό έλλειμμα και να θέσουν σε σταθερή πτωτική τροχιά τους λόγους χρέους προς ΑΕΠ. Ακόμα, υπογραμμίζουν τη συμπλήρωση των δημοσιονομικών μέτρων με την προώθηση ουσιαστικών διαρθρωτικών μεταβολών. Τέλος, για το σύνολο της ευρωζώνης αναφέρουν ότι τα κράτη-μέλη θα πρέπει να αναλάβουν φιλόδοξες και αξιόπιστες στρατηγικές ενοποίησης και συνένωσης που θα ενισχύσουν την εμπιστοσύνη στη διατήρηση των δημοσιονομικών, θα μειώσουν τα ασφάλιστρα κινδύνου στα επιτόκια και θα βελτιώσουν τις συνθήκες για καλή και αειφόρο ανάπτυξη.

Τέταρτον, η εισαγωγή πιο αυστηρών απαιτήσεων στη διαχείριση της τραπεζικής ρευστότητας υπονοεί ότι οι τράπεζες λειτουργούν με υψηλότερα επίπεδα ρευστότητας και καθίστανται ικανότερες να αντιμετωπίσουν τους δανειολήπτες τους από τυχόν αλλαγές νομισματικής πολιτικής (Kashyap and Stein, 2000). Ωστόσο, οι πιο αυστηρές απαιτήσεις ίσως καταστήσουν τη ρευστότητα πιο σπάνια, επιδρώντας, όπως στην περίπτωση μιας αύξησης των επιτοκίων, με περιοριστικές συνέπειες στην οικονομία.

Πέμπτον, η προσαρμογή των εσωτερικών υποδειγμάτων πιστωτικού κινδύνου των τραπεζών στις κανονιστικές απαιτήσεις θα καθιστούσε την τιμολόγηση των τραπεζικών πιστώσεων να αντανακλά καλύτερα τους πραγματικούς υποκείμενους κινδύνους που επικρατούν για τον κάθε ιδιώτη.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι οι αρχές, επιδιώκοντας τη βελτίωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καλούνται να συνδυάσουν την αντοχή και τη σταθερότητά του με την αποτελεσματική του λειτουργία για την οικονομία.

5. Συμπεράσματα

Ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στην ευρωζώνη έχει επηρεαστεί από μια σειρά εξελίξεων, από την εισαγωγή του ευρώ. Αυτές έχουν επεκτείνει τον ορίζοντα των δυνατοτήτων χρηματοδότησης των τραπεζών και έχουν αυξήσει τις επιλογές τους για την ανάληψη κινδύνων, ενισχύοντας τον δυνητικό επεκτατικό ρόλο του καναλιού ανάληψης κινδύνων της νομισματικής πολιτικής. *Ωστόσο, η χρηματοπιστωτική αναστάτωση κατέδειξε ότι η κατάσταση μπορεί να αντιστραφεί* σε περιόδους χρηματοπιστωτικής καχεξίας, όταν οι επιλογές άντλησης χρηματοδότησης που βασίζονται στην αγορά συμπιέζονται με την έλευση των υπερβολικών κινδύνων.

Η ΕΚΤ αξιολογεί την κατάσταση της νομισματικής πολιτικής, αλλά και τις υποκείμενες εξελίξεις και τους συνδεόμενους κινδύνους στη σταθερότητα των τιμών, σε ένα περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από υψηλό βαθμό αβεβαιότητας. *Η προοπτική για τη σταθερότητα των τιμών μεταβλήθηκε θεμελιωδώς κατά τη διάρκεια της κρίσης. Η ΕΚΤ αντέδρασε μέσω της δραστικής μείωσης των βασικών επιτοκίων.* Οι ανεπαρκώς λειτουργούσες αγορές χρήματος αποδυνάμωσαν την ικανότητα της νομισματικής πολιτικής να επιδράσει σε αυτή την προοπτική με μόνο μέσο τις αποφάσεις για τα επιτόκια. *Η διασύνδεση ανάμεσα στα επιτόκια πολιτικής της ΕΚΤ και στα διατραπεζικά επιτόκια, αδυνάτισε σημαντικά.* Με στόχο την υποστήριξη της αποτελεσματικής μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, την πρόσβαση του τραπεζικού τομέα στη ρευστότητα και αμβλύνοντας τον αντίκτυπο στην πραγματική οικονομία και στη μεσοπρόθεσμη προοπτική για τον πληθωρισμό, *η ΕΚΤ υιοθέτησε έναν αριθμό μη συμβατικών μέτρων,* τα οποία συμπληρώνουν τα κανονικά, τα οποία βασίζονται στις αποφάσεις της ΕΚΤ για τα επιτόκια.

Τα μέτρα που υιοθετήθηκαν έχουν συνεισφέρει στην ομαλοποίηση των οικονομικών και χρηματοοικονομικών συνθηκών και στη ροή πιστώσεων στην οικονομία μέσω, τόσο παραγόντων προσφοράς, ιδιαίτερα μειώνοντας τις πιέσεις άντλησης χρηματοδότησης στον τραπεζικό τομέα, όσο και παραγόντων ζήτησης λόγω του πολύ χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων. Έχουν, ωστόσο, περιορισμούς σε ό,τι αφορά τις επιζητούμενες μεταρρυθμίσεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και τη μακροπρόθεσμη σταθερότητα.

Ο πρωταρχικός στόχος της σταθερότητας των τιμών που *έχει οδηγήσει στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής τόσο με συμβατικά όσο και με μη συμβατικά μέτρα* σε απάντηση των πιέσεων που παρατηρήθηκαν κατά τη διάρκεια της κρίσης, επίσης σημαίνει ότι *η επιστροφή σε ένα πλαίσιο ομαλότερης νομισματικής πολιτικής αποτελεί τον φυσικό σκοπό.* Λόγω της έκτακτης φύσης τους, *τα μη συμβατικά μέτρα θα πρέπει να αποσυρθούν σταδιακά* όταν ομαλοποιηθεί η κατάσταση στις χρηματοπιστωτικές αγορές και η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής αρχίσει να λειτουργεί ομαλά ξανά.

Βιβλιογραφία

Altunbas Y., de Bondt, G. and Marquez-Ibanez, D. (2004): "Bank Capital, bank lending and monetary policy in the euro area", *Kredit und Kapital*.

Altunbas Y., Gambacorta, L. and Marquez-Ibanez, D. (2009): "Securitization and the bank lending channel", *European Economic Review*, 53(8) November, pp. 996-1009.

Bernanke B. S. and Gertler, M. (1989): "Agency Cost, New Worth and Business Fluctuations", *American Economic Review* 79, pp. 14-131.

Boivin J., M. P. Giannoni and Mojon, B. (2008): "How has the euro changed the monetary transmission?", NBER Working Paper series, No. 14190.

Calza A. (2008): "Globalization, domestic inflation and global out in gaps", Working Paper Series No. 899, ECB.

Cassola, N., Drehmann, M., Hartmann, P., Lo Duca, M. and Scheicher, M. (2008): "A research perspective on the preparation of the credit market turmoil", *ECB Research Bulletin*, No. 7, June.

Cecioni M. and Neri S. (2010): "The monetary transmission mechanism in the euro area: has it changed and why?", ECB Seminar, March 31.

ECB (2000): "Monetary policy transmission in the euro area", *Monthly Bulletin*, July, pp. 43.

ECB (2001): "Monetary policy-making under uncertainty", *Monthly Bulletin*, January, pp. 43-55.

ECB (2009α): "The implementation of monetary policy since August 2007", *Monthly Bulletin*, July, pp. 75-89.

ECB (2009β): "Recent developments in the balance sheets of the Eurosystem, the Federal Reserve system and the Bank of Japan", *Monthly Bulletin*, October, pp. 81-94.

ECB (2009γ): "Monetary analysis in an environment of financial turmoil", *Monthly Bulletin*, November, pp. 81-96.

ECB (2010α): "Monetary policy transmission in the euro Area, a decade after the introduction of the euro", *Monthly Bulletin*, May, pp. 85-97.

ECB (2010β): "The ECB's monetary policy during the financial crisis", *Monthly Bulletin*, January, pp. 63-71.

Estrella A. (2002): "Securitization and the efficiency of monetary policy", *Economic Policy Review*, 8(1), FRBNY, May, pp. 243-255.

Gerke R., Weber A. and Worms A. (2009): "Has the monetary transmission process in the euro area changed? Evidence based on VAR estimates", BIS Working Papers, No. 276, BIS.

Gertler M. and Gilchrist S. (1993): " The Vole of Credit Market Imperfection in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence", *Scandinavian Journal of Economics*, 95, pp. 43-64.

Giannone D., Lenza, M., Pill, H. and L. Reichlin (2011): "Non Standard Monetary Policy Measures and Monetary Developments", ECB, Working Paper Series No. 1290, January.

Hempell H. S. and Sorensen Kok C. (2009): "The impact of constraints on bank lending in the euro area crisis – induced crunching" Παρουσίαση στο συνέδριο, «Challenges to monetary policy implementation beyond the financial market turbulences", Frankfurt am Main, November 30.

Holthausen C. and Pill H. (2010): "The forgotten markets: how understanding money markets helped us to understand the financial crisis", *ECB Research Bulletin* No. 9, March.

Kashyap A. K. and Stein, J. C. (2000): "What do a million observations say about the transmission of monetary policy?", *The American Economic Review,* No. 90 (3).

Loutskina E. and Strahan P. E. (2006): "Securitization and the declining impact of bank finance on loan supply: evidence from a mortgage acceptance rates", NBER Working Papers series, No. 11983.

Maddaloni A. and Peydro J. L. (2010): "Bank lending standards and the origin and implications of the current banking crisis", *ECB Research Bulletin*, No. 9, March.

Maddaloni A. and Peydro J. L. (forthcoming): "Bank risk-taking securitization, supervision and low interest rates: evidence from lending standards", Working Paper series, ECB.

McCallum A. and Smets F. (2007): "Real wages and monetary policy transmission in the euro area", Kiel Working Papers, No. 1360.

Oliver S. D. and Rudebusch G. D. (1996): "Is there a Broad Credit Channel for Monetary Policy?" *Economic Review, FRB of San Francisco*, pp. 3-13.

Papademos L. (2010): "Opening remarks at the press briefing on the occasion of the publication of the June 2010 ECB Financial Stability Review", *ECB*, Frankfurt, May 31.

Smets F. and Peersman G. (2001): "The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis", Working Paper series, No. 091, ECB.

Sorensen Kok C. and Werner T. (2009): "Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross country comparison", στο ECB Workshop, "The monetary policy transmission in the euro area in the first ten years", Frankfurt am Main, September 28.

Stark J. (2009): "Conventional and unconventional monetary policy", International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, April 28.

Stiglitz J. (1992): "Capital Markets and Economic Fluctuations in Capitalist Economies", *European Economic Review* 36, pp. 269-306.

Trichet J. C. (2009): "The ECB's enhanced credit support", University of Munich, Munich, July 13.

Tumpel–Gugerell G. (2010): "Policy challenges facing the euro-area", European Economic and Financial Centre, London, July 23.

Γ.
Οι ελληνικές τράπεζες πριν και μετά την κρίση

Τραπεζική – τάσεις (πριν) και προοπτικές (μετά την κρίση)

Άγγελος Αντζουλάτος
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Περίληψη

Το άρθρο συγκρίνει τις τάσεις στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα την 20-ετία πριν την κρίση με τις αντίστοιχες στην ευρωζώνη και τις ΗΠΑ, και διερευνά τις προοπτικές του για μετά την κρίση.

Αναφορικά με τις τάσεις, ο ρόλος των ελληνικών τραπεζών στην κινητοποίηση των αποταμιεύσεων και στη χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα αυξήθηκε, όπως και στην ευρωζώνη. Επίσης, οι συντελεσθείσες αλλαγές στην πλευρά του παθητικού των τραπεζικών ισολογισμών ήταν παρόμοιες με αυτές στην ευρωζώνη και τις ΗΠΑ, με προεξάρχουσες τη μείωση των καταθέσεων και την αύξηση της χρηματοδοτήσεως από τις αγορές ως ποσοστού του συνολικού παθητικού. Αντιθέτως, οι αλλαγές στην πλευρά του ενεργητικού, όπως και στα αποτελέσματα χρήσεως, διαφέρουν: Χαρακτηριστικά, τα δάνεια ως ποσοστό του ενεργητικού και το επιτοκιακό εισόδημα ως ποσοστό του συνολικού λειτουργικού εισοδήματος αυξήθηκαν στην Ελλάδα και μειώθηκαν στην ευρωζώνη και τις ΗΠΑ, ενώ τα αξιόγραφα ακολούθησαν την αντίθετη πορεία.

Αναφορικά με τις προοπτικές, οι κυοφορούμενες αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο προς μεγαλύτερο παρεμβατισμό, η τάση για λιγότερες υπερβολές στις διεθνείς χρηματαγορές, και οι ανάγκες της ελληνικής οικονομίας για μείωση των ελλειμμάτων και αύξηση των αποταμιεύσεων προοιωνίζονται μερική αντιστροφή των προαναφερθεισών αλλαγών και συρρίκνωση των τραπεζικών ισολογισμών. Προοιωνίζονται, όμως, και περισσότερο αποτελεσματικές τράπεζες με μεγαλύτερη συνεισφορά στην οικονομική ανάπτυξη.

Θερμές ευχαριστίες στους Νικόλαο Απέργη, Γεώργιο Κόντο, Δημήτριο Κυριαζή, Θωμά Σύρμο και, ιδιαιτέρως, στους Χρήστο Τσούμα και Γεώργιο Χορταρέα (κριτή), τα εύστοχα σχόλια των οποίων συνέβαλαν τα μέγιστα στη βελτίωση της δομής, του ύφους και του περιεχομένου του παρόντος άρθρου.

1. Εισαγωγή

Οι προβλέψεις είναι πάντα παρακινδυνευμένες. Αυτό ισχύει πολύ περισσότερο για τον τραπεζικό τομέα στον οποίο, όπως παρατηρούν δύο έμπειροι μελετητές, "...intermediation is in such a constant state of flux that it is not much of an exaggeration to say that many researchers in financial intermediation do not realize that they are engaged in economic history. It is a challenge to determine whether there are important features of intermediation that remain constant across time, or whether intermediation is being fundamentally altered by securitization, loan sales, credit derivatives, and other recent innovations." (Gorton and Winton, 2003, σελ. 436).

Στην παρούσα συγκυρία, τη δυσκολία επιτείνει τα μέγιστα το γεγονός ότι το θεσμικό εκκρεμές αλλάζει κατεύθυνση, από τον άκρατο φιλελευθερισμό προς μεγαλύτερο παρεμβατισμό. Την προηγούμενη φορά που άλλαξε κατεύθυνση, στα τέλη της δεκαετίας του '70, δόθηκε μεγάλη ώθηση στο χρηματοοικονομικό σύστημα –συμβάλλοντας στην τιθάσευση του οικονομικού κύκλου, αλλά, από την αρνητική πλευρά, αυξήθηκε η συχνότητα, η ένταση και το κόστος των χρηματοοικονομικών κρίσεων, καθώς και των ανισορροπιών– μικροοικονομικών και μακροοικονομικών. Σε τι βαθμό παρεμβατισμού θα καταλήξει το θεσμικό εκκρεμές, στον απόηχο της μεγάλης εν εξελίξει κρίσεως, δεν το γνωρίζουμε ακόμη.

Παρά ταύτα, με οδηγό τις εξελίξεις στο χρηματοοικονομικό σύστημα των χωρών μελών της ευρωζώνης τις τρεις τελευταίες δεκαετίες, καθώς επίσης και τη χρηματοοικονομική θεωρία και λογική, αξίζει τον κόπο να κάνουμε μερικές προβλέψεις για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Οι προβλέψεις αυτές αναφέρονται στη «μεγάλη εικόνα», και όχι στις πιθανές στρατηγικές επιλογές μεμονωμένων τραπεζών ή στην ανάπτυξη συγκεκριμένων προϊόντων. Λαμβάνουν δε υπ' όψιν τη δυναμική αλληλεπίδραση του μεταβαλλόμενου θεσμικού πλαισίου, των διεθνών αγορών χρήματος και κεφαλαίων και της πραγματικής οικονομίας.

2. Οι δυνάμεις της αλλαγής και οι επιπτώσεις τους

Από τα τέλη της δεκαετίας του '70, το μεγάλο διεθνές «κύμα» της χρηματοοικονομικής απελευθερώσεως και αποκανονικοποιήσεως (deregulation), μαζί με τις ταχύτατες τεχνολογικές εξελίξεις στη διαχείριση και την ανάλυση πληροφοριών, την πρόοδο στη χρηματοοικονομική θεωρία, τη χρηματοοικονομική καινοτομία, την παγκοσμιοποίηση και τον εκ του αποτελέσματος εντονότατο ανταγωνισμό, επηρέασαν πάρα πολύ και μετασχημάτισαν τα χρηματοοικονομικά συστήματα σε όλο τον κόσμο. Στον τραπεζικό τομέα ιδιαίτερα, η στρατηγική απάντηση των τραπεζών στους κινδύνους και τις ευκαιρίες που δημιουργήθηκαν στο νέο και ταχύτατα μεταβαλλόμενο χρηματοοικονομικό περιβάλλον αντικατοπτρίζεται στη μεγάλη μετατόπιση από παραδοσιακές δραστηριότητες διαμεσολαβήσεως, οι οποίες κερδίζουν επιτοκιακό εισόδημα (interest income), προς δραστηριότητες οι οποίες κερδίζουν μη-επιτοκιακό (non-interest income) εισόδημα [DeYoung and Rice (2004a,b,c), Goddard et al. (2007)]. Ως αποτέλεσμα, η συμβολή του μη-επιτοκιακού εισοδήματος, το οποίο αποτελεί μέτρο της λειτουργικής διαφοροποιήσεως των τραπεζών, στο συνολικό εισόδημα των τραπεζών αυξήθηκε το 2003 σε σχεδόν 50% στις ΗΠΑ, περίπου διπλάσιο από ό,τι ήταν είκοσι χρόνια πριν (DeYoung and Rice, 2004a). Στην Ευρώπη αυξήθηκε από 26% το 1981 σε περίπου 41% το 1998 (Lepetit et al. 2008a).

Αναλυτικότερα, στην πλευρά των κινδύνων, αυξήθηκε ο ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών, των αγορών χρήματος και κεφαλαίων, και των άλλων διαμεσολαβητών (όπως αμοιβαία κεφάλαια). Οι τράπεζες αντιμετώπισαν ισχυρότερο ανταγωνισμό για τη χρηματοδότηση των μεγάλων και περισσότερο αξιόπιστων δανειζομένων (πλευρά ενεργητικού του ισολογισμού), καθώς επίσης και για τις καταθέσεις των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων (πλευρά παθητικού): Οι πλέον αξιόπιστοι δανειζόμενοι μπορούσαν να αντλήσουν κεφάλαια φθηνότερα στις αγορές, ενώ οι έχοντες πλεόνασμα κεφαλαίων είχαν περισσότερο επικερδείς επενδυτικές επιλογές συγκριτικά με τις καταθέσεις.

Στην πλευρά των ευκαιριών, οι τράπεζες μπορούσαν να επεκταθούν σε κερδοσκοπικές επενδύσεις (trading), καθώς και σε δραστηριότητες οι οποίες κέρδιζαν προμήθειες, όπως, επενδυτική τραπεζική και ασφάλειες, τις οποίες το περιοριστικό ως τα τέλη της δεκαετίας του '80 θεσμικό πλαίσιο σε μεγάλο βαθμό απαγόρευε. Επιπροσθέτως, μπορούσαν να κερδίσουν περισσότερες προμήθειες από παραδοσιακές δραστηριότητες διαμεσολαβήσεως χρησιμοποιώντας νέα προϊόντα, όπως, τιτλοποιήσεις των απαιτήσεων από πιστωτικές κάρτες και στεγαστικά δάνεια, καθώς επίσης προσφέροντας νέες υπηρεσίες σχετιζόμενες με παραδοσιακές δραστηριότητες, όπως ATMs και υπηρεσίες ηλεκτρονικών πληρωμών.

Οι δυνάμεις της αλλαγής, όμως, όπως και οι επιπτώσεις τους, δεν ήταν ομοιόμορφες σε όλες τις χώρες. Οι προαναφερθείσες κοινές διεθνείς δυνάμεις (global factors), οι οποίες σχετίζονται με αλλαγές κοινές για όλες τις τράπεζες σε όλες τις χώρες, λειτούργησαν από κοινού με δύο άλλες κατηγορίες δυνάμεων: Δυνάμεις οι οποίες επενεργούν σε επίπεδο χώρας (country-specific factors), και σχετίζονται με αλλαγές κοινές για τις τράπεζες μιας χώρας, και δυνάμεις οι οποίες επηρεάζουν κάθε τράπεζα ξεχωριστά (bank-specific factors), και διαφοροποιούν ακόμη και τις τράπεζες μίας χώρας. Για την πρώτη κατηγορία, ιδιαιτέρως, μία πληθώρα άρθρων έχει προσδιορίσει, ανάμεσα σε άλλες δυνάμεις, το νομικό και θεσμικό πλαίσιο (legal infrastructure and institutional framework), τη νοοτροπία (culture), την πολιτική παράδοση και την οικονομική ιστορία [Acemoglu et al. (2001), Allen and Gale (2001), Allen et al. (2004), Bae and Goyal (2009), Beck et al. (2003a,b), Djankov et al. (2007), Guiso et al. (2004), Houston et al. (2010), La Porta et al. (1997, 2000, 2008), Qi et al. (2010), Qian and Strahan (2007), Rajan and Zingales (2003), Stulz and Williamson (2003)]. Σε αυτές πρέπει να προστεθούν η δομή της οικονομίας και οι γενικότερες μακροοικονομικές και μικροοικονομικές συνθήκες κάθε χώρας.

Το παρόν άρθρο χρησιμοποιεί στοιχεία σε επίπεδο χώρας για να συγκρίνει την ελληνική εμπειρία με αυτήν των άλλων χωρών μελών της ευρωζώνης, με τις οποίες η Ελλάδα έχει το ίδιο θεσμικό πλαίσιο και το ίδιο νόμισμα, καθώς επίσης και με την εμπειρία των ΗΠΑ. Τοιουτοτρόπως, συγκρίνει την επίδραση των κοινών σε όλες τις χώρες δυνάμεων και των κοινών σε επίπεδο χώρας. Οι πρώτες ασκούν πίεση προς παρόμοιες αλλαγές στις χώρες του δείγματος, οι δεύτερες προς διαφορετικές. Τα πρωτογενή στοιχεία προέρχονται από τις βάσεις δεδομένων *World Bank Financial Development and Structure Database* και *OECD Bank Profitability Database*. Τα στοιχεία της πρώτης βάσεως επιτρέπουν την εξέταση του ρόλου των τραπεζών στην οικονομία διαχρονικά, ενώ της δεύτερης την ανάλυση των μεταβολών του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσεως των τραπεζών σε επίπεδο χώρας.

Εστιάζοντας στην Ελλάδα, ο ρόλος των τραπεζών στην κινητοποίηση των αποταμιεύσεων και στη χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα όχι μόνο δεν μειώθηκε, διαψεύδοντας τους προ εικοσαετίας φόβους περί αποδιαμεσολαβήσεως και του επερχόμενου τέλους των τραπεζών (Boyd and Gertler, 1994), αλλά αυξήθηκε, ακολουθώντας τις τάσεις στις υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης. Αντιθέτως, στις ΗΠΑ οι τράπεζες έχασαν έδαφος στον ανταγωνισμό με άλλους διαμεσολαβητές.

Οι αλλαγές, όμως, στη σύνθεση του ισολογισμού των τραπεζών της Ελλάδας ήταν συνθετότερες από τις αντίστοιχες των τραπεζών της ευρωζώνης. Στην πλευρά του παθητικού, οι συντελεσθείσες την περίοδο 1985–2006 αλλαγές ήταν παρόμοιες με αυτές των υπολοίπων χωρών μελών της ευρωζώνης, αλλά και των ΗΠΑ, με χαρακτηριστικό παράδειγμα τη μείωση των καταθέσεων ως ποσοστού του συνολικού παθητικού. Αποτελεί ισχυρή ένδειξη ότι οι δυνάμεις σε επίπεδο χώρας είχαν μικρή επίδραση συγκριτικά με τις κοινές διεθνείς δυνάμεις. Αντιθέτως, οι αλλαγές στην πλευρά του ενεργητικού διαφέρουν: Τα δάνεια ως ποσοστό του ενεργητικού αυξήθηκαν στην Ελλάδα και μειώθηκαν στην ευρωζώνη, ενώ τα αξιόγραφα ακολούθησαν την αντίθετη πορεία. Αποτελεί ισχυρή ένδειξη ότι στην Ελλάδα οι δυνάμεις σε επίπεδο χώρας είχαν ισχυρότερη επίδραση από τις διεθνείς.

Η διαφορετική εμπειρία της Ελλάδας αντανακλάται και στα αποτελέσματα χρήσεως. Στην μεν Ελλάδα το επιτοκιακό εισόδημα ως ποσοστό του συνολικού λειτουργικού εισοδήματος αυξήθηκε, ενώ στην ευρωζώνη και τις ΗΠΑ μειώθηκε.

Η διαφορετική συμπεριφορά του ενεργητικού και του παθητικού, και κατ' επέκταση των αποτελεσμάτων χρήσεως, είναι λογική και μάλλον αναμενόμενη, καθότι η επίδραση των δυνάμεων της αλλαγής σε επίπεδο χώ-

ρας είναι ισχυρότερη στην πλευρά του ενεργητικού από ό,τι στην πλευρά του παθητικού. Συγκεκριμένα, η δομή των τραπεζικών ισολογισμών αντανακλά τις ανταγωνιστικές πιέσεις, καθώς επίσης και τους κινδύνους και τις ευκαιρίες που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες. Οι εν λόγω πιέσεις, κίνδυνοι και ευκαιρίες διαφέρουν από χώρα σε χώρα περισσότερο στην πλευρά του ενεργητικού από την πλευρά του παθητικού. Στην πλευρά του ενεργητικού, οι τράπεζες δανείζουν κυρίως εγχώριες εταιρείες και νοικοκυριά. Ως εκ τούτου, οι προαναφερθείσες δυνάμεις σε επίπεδο χώρας επηρεάζουν περισσότερο τις αποφάσεις τους. Προεξάρχουσες δυνάμεις για την Ελλάδα την περίοδο της αναλύσεως ήταν η απελευθέρωση της καταναλωτικής και της στεγαστικής πίστεως, η αυξανόμενη χρηματοδότηση της κυβερνήσεως από τις αγορές και τα χαμηλά επιτόκια από της εντάξεως στην ευρωζώνη. Στην πλευρά του παθητικού, το οριακό κόστος κεφαλαίων, μία σημαντική μεταβλητή στις αποφάσεις των τραπεζών, επηρεάζεται κυρίως από τις συνθήκες στις διεθνείς χρηματαγορές στις οποίες οι κοινές διεθνείς δυνάμεις ήταν κατά τη διάρκεια του διαστήματος της αναλύσεως ισχυρότερες από τις εγχώριες.

Οι προαναφερθείσες μεταβολές τεκμηριώνονται στη μεθεπόμενη ενότητα. Η ανάλυση είναι ποιοτική, στο πνεύμα των Allen and Santomero (2001), Bianco et al. (1997) και Schmidt et al. (1999, 2001). Βασίζεται σε Διαγράμματα τα οποία παρουσιάζουν τη διαχρονική εξέλιξη επιλεγμένων δεικτών.

Στην τελευταία ενότητα παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις του γράφοντος για τη μετά την κρίση εξέλιξη των εξετασμένων δεικτών. Για ένα τόσο σύνθετο αντικείμενο, όπως είναι η τραπεζική, η ανάλυση δεν μπορεί ποτέ να είναι εξαντλητική. Συνδυάζει, πάντως, τις μέχρι τώρα υπάρχουσες πληροφορίες για τις κυοφορούμενες αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο – μία από τις σημαντικότερες διεθνείς δυνάμεις αλλαγής, με τις εκτιμήσεις του γράφοντος για τις δυνάμεις της αλλαγής στην Ελλάδα. Τοιουτοτρόπως, συνδέει τις προβλεπόμενες εξελίξεις με τις ανάγκες της πραγματικής οικονομίας και τις εξελίξεις στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων.

Οι εκτιμήσεις αναφέρονται στο διάστημα μετά τη λήξη της εν εξελίξει διεθνούς κρίσεως και προϋποθέτουν ότι η Ελλάδα θα καταφέρει να θέσει υπό έλεγχο τα προβλήματα από τα υψηλά ελλείμματα, του προϋπολογισμού και του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, και από τα υψηλά χρέη, του Δημοσίου και το εξωτερικό χρέος της χώρας. Γι' αυτό είναι αρκετά αισιόδοξες.

3. Δεδομένα

Η βάση δεδομένων της Παγκόσμιας Τράπεζας *Financial Development and Structure Database* [Beck et al. (2000)] παρέχει στοιχεία για το μέγεθος, τη δραστηριότητα και την αποτελεσματικότητα των τεσσάρων κυρίων τμημάτων του χρηματοοικονομικού συστήματος: των τραπεζών και άλλων διαμεσολαβητών, των ασφαλιστικών εταιρειών, του χρηματιστηρίου και της αγοράς ομολόγων. Με τα στοιχεία αυτά, τα οποία είναι συγκρίσιμα και διαχρονικά και μεταξύ των διαφόρων χωρών, μπορεί να εκτιμηθεί κατά πόσο ο ρόλος των τραπεζών στην οικονομία έχει συρρικνωθεί ή όχι.

Οι δύο χρησιμοποιούμενες μεταβλητές, καταθέσεις σε τράπεζες και δάνεια από τράπεζες στον ιδιωτικό τομέα, ως ποσοστά του ΑΕΠ, σχετίζονται με τον ρόλο των τραπεζών στην κινητοποίηση των αποταμιεύσεων και τη χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα. Υψηλότερες τιμές κατά κανόνα θεωρούνται ως ένδειξη σημαντικότερου ρόλου. Η δεύτερη μεταβλητή αντιπαραβάλλεται με τα δάνεια στον ιδιωτικό τομέα από τράπεζες *και* άλλους διαμεσολαβητές, για να εκτιμηθεί εάν οι τράπεζες έχουν χάσει έδαφος στον ανταγωνισμό με τους άλλους διαμεσολαβητές.

Η δε βάση δεδομένων *OECD Bank Profitability Database* [OECD (2007)] παρέχει, σε επίπεδο χώρας πάλι, στοιχεία για τον ισολογισμό και τα αποτελέσματα χρήσεως των τραπεζών. Από αυτά υπολογίζονται δείκτες διαρθρώσεως των ισολογισμών και των εισοδημάτων.

Από τους χρησιμοποιούμενους δείκτες, τα δάνεια και τα αξιόγραφα ως προς το συνολικό ενεργητικό σχετίζονται με τη δομή του ενεργητικού των τραπεζών, ενώ οι καταθέσεις και ο απλός δείκτης μοχλεύσεως ίδια κεφάλαια ως προς το συνολικό παθητικό σχετίζονται με τη δομή του παθητικού. Τέλος το επιτοκιακό

εισόδημα ως προς το συνολικό εισόδημα (net interest income/total operating income) σχετίζεται με τα αποτελέσματα χρήσεως και αποτελεί μέτρο της λειτουργικής διαφοροποιήσεως των τραπεζών: Υψηλότερος δείκτης θεωρείται συνήθως ως ένδειξη μικρότερης διαφοροποιήσεως, καθότι μεγαλύτερο μέρος του εισοδήματος των τραπεζών προέρχεται από παραδοσιακές δραστηριότητες διαμεσολαβήσεως.

Η ανάλυση περιορίζεται στις χώρες μέλη της ευρωζώνης οι οποίες, πέραν του κοινού θεσμικού πλαισίου, έχουν και κοινό νόμισμα. Χάριν δε της συγκρίσεως, αναλύονται και τα αντίστοιχα μεγέθη για τις ΗΠΑ.

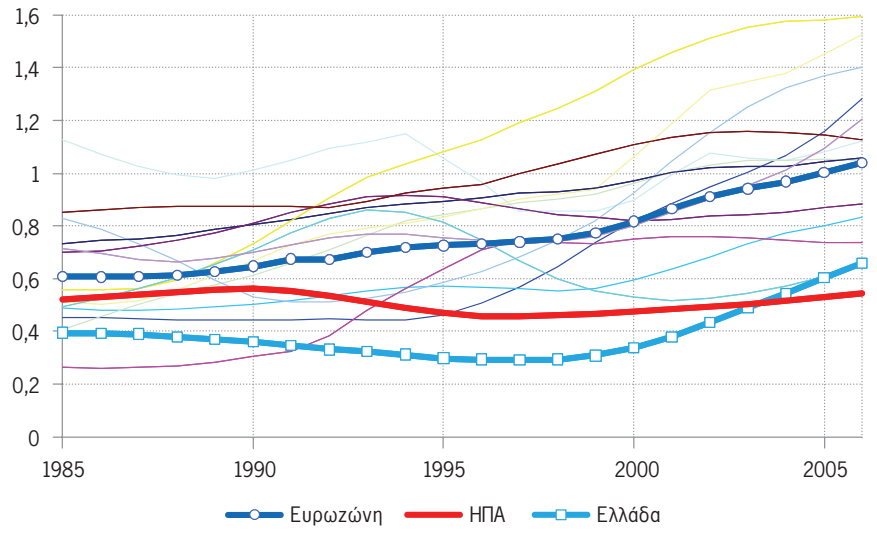
Το χρονικό εύρος της αναλύσεως προσδιορίζεται από τη διαθεσιμότητα των στοιχείων και τις συνθήκες στο διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα. Με τις περισσότερες μεταβλητές στη βάση δεδομένων του ΟΟΣΑ να ξεκινούν στα μέσα της δεκαετίας του '80, ενώ στη βάση της Διεθνούς Τραπέζης στη δεκαετία του '60, η ανάλυση αρχίζει το 1985 – όταν είχε αρχίσει να διογκούται παγκοσμίως το κύμα της χρηματοοικονομικής απελευθερώσεως. Η ανάλυση τελειώνει το 2006, για να αποφευχθεί η παραμορφωτική επίδραση της κρίσεως στους ισολογισμούς και τα αποτελέσματα χρήσεως των τραπεζών. Όλα τα στοιχεία είναι ετήσια.

Χάριν της ευκρίνειας, στην ποιοτική ανάλυση χρησιμοποιείται ο κινητός μέσος πέντε ετών των υπό εξέταση δεικτών. Επιπλέον, επισημαίνονται η Ελλάδα (γαλάζια γραμμή), η ευρωζώνη (μπλέ γραμμή) και οι ΗΠΑ (κόκκινη γραμμή). Οι δείκτες για την ευρωζώνη είναι ο μέσος όρος των δεικτών για τις χώρες μέλη της. Οι δείκτες για κάθε χώρα μέλος παρουσιάζονται με λεπτότερες γραμμές. Από τη σύγκρισή τους με τους αντίστοιχους της ευρωζώνης προκύπτει ότι η εμπειρία τους ήταν κατά κανόνα κοινή. Για σχετικές ποσοτικές μελέτες και τεχνικές, βλέπετε Antzoulatos et al. (2010).

4. Οι τάσεις πριν από την κρίση

Η ανάλυση των στοιχείων από τη Διεθνή Τράπεζα αναδεικνύει ότι, παρά τους αρχικούς φόβους περί αποδιαμεσολαβήσεως, ο ρόλος των τραπεζών στην οικονομία της Ελλάδας και της ευρωζώνης ενισχύθηκε. Τόσο οι καταθέσεις όσο και οι πιστώσεις στον ιδιωτικό τομέα από τις τράπεζες (σχήμα 1) αυξήθηκαν ως ποσοστά του ΑΕΠ. Ενδεικτικά, το 2006, οι καταθέσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν 110% στην ευρωζώνη και 79% στην Ελλάδα, από 67% και 52% αντιστοίχως το 1985. Για τις πιστώσεις τα αντίστοιχα ποσοστά ήταν 115% και 77% για το 2006, από 60% και 39% το 1985. Για την Ελλάδα, σημειωτέον, η παροδική μείωση των πιστώσεων, στο πρώτο μισό της δεκαετίας του '90, παρατηρείται και στις καταθέσεις, καθώς και στους κατωτέρω αναλυόμενους δείκτες διαρθρώσεως των ισολογισμών των τραπεζών.

ΣΧΗΜΑ 1 Τραπεζικές Πιστώσεις στον Ιδιωτικό Τομέα (% ΑΕΠ)



Για τις ΗΠΑ, όπου είχαν πρωτοεμφανιστεί οι φόβοι για αποδιαμεσολάβηση και όπου οι συντελεσθείσες αλλαγές στον ρόλο των τραπεζών ήταν εντονότερες [Allen and Santomero (2001)], οι τράπεζες έχασαν έδαφος στον ανταγωνισμό από άλλους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές: Το ποσοστό των πιστώσεων από τράπεζες προς τις συνολικές πιστώσεις στον ιδιωτικό τομέα από τράπεζες και άλλους διαμεσολαβητές από περίπου 60% στις αρχές της δεκαετίας του 1980 σταθεροποιήθηκε δύο δεκαετίες αργότερα στο μισό. Στην ευρωζώνη, συμπεριλαμβανομένης της Ελλάδας, το σχετικό ποσοστό ήταν σταθερό, σχεδόν στο 100%. Την ίδια περίοδο, πάντως, στις ΗΠΑ, τόσο οι καταθέσεις όσο και οι πιστώσεις των τραπεζών στον ιδιωτικό τομέα παρέμειναν σχετικά σταθερές, γύρω στο 70% και 58% του ΑΕΠ αντιστοίχως.

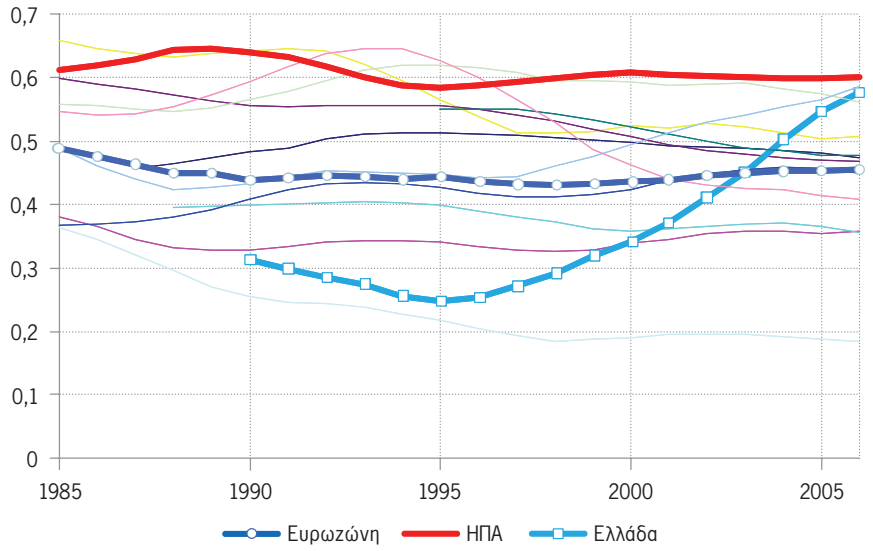
Στην Ελλάδα, η ταχύτερη άνοδος των πιστώσεων από τις καταθέσεις συμβάδισε με μείωση της εθνικής αποταμιεύσεως και διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ως ποσοστά του ΑΕΠ).[1] Επιπλέον, η ταχύτατη αύξηση των πιστώσεων προς τα νοικοκυριά δημιούργησε μία επίπλαστη εικόνα ευημερίας η οποία δεν συμβάδιζε με την πραγματική κατάσταση της οικονομίας. Παρείχε, μάλιστα, όπως και σε πολλές άλλες χώρες, άλλοθι στις κυβερνήσεις να αναβάλουν τη λήψη των αναγκαίων διαρθρωτικών μέτρων.

Η ανάλυση των στοιχείων από τον ΟΟΣΑ αναδεικνύει ότι οι δυνάμεις σε επίπεδο χώρας άσκησαν μεγαλύτερη επιρροή στην πλευρά του ενεργητικού από την πλευρά του παθητικού. Οι τάσεις στη σύνθεση του ενεργητικού ήταν αντίθετες από τις αντίστοιχες των χωρών μελών της ευρωζώνης, ενώ οι τάσεις στην πλευρά του παθητικού παρόμοιες. Οι διαφορετικές τάσεις από την πλευρά του ενεργητικού επιβεβαιώνονται και από τις τάσεις στη σύνθεση του λειτουργικού εισοδήματος των τραπεζών.

Αναλυτικότερα, στην πλευρά του ενεργητικού, παρότι η Ελλάδα ξεκίνησε με χαμηλότερο δείκτη δανείων προς το συνολικό ενεργητικό, και παρά την παροδική μείωση μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990, ο ταχύτερος ρυθμός πιστωτικής επεκτάσεως έκτοτε έφερε τον υπό εξέταση δείκτη υψηλότερα από τον αντίστοιχο της ευρωζώνης, όπου είχε μία πολύ μικρή πτωτική τάση, και σε επίπεδο αντίστοιχο των ΗΠΑ, όπου ήταν σχετικά σταθερός (σχήμα 2).

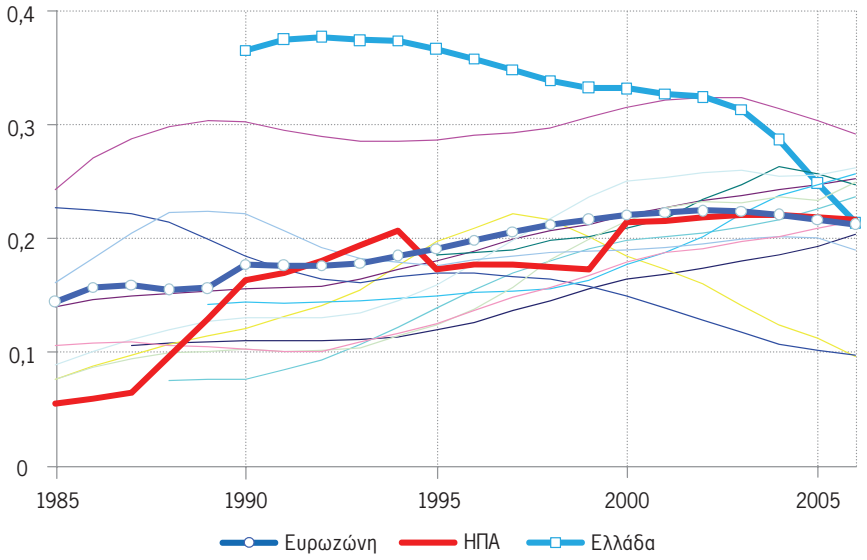
[1] Συνδέονται μέσω της ταυτότητας αποταμιεύσεων-επενδύσεων, *Εθνική Αποταμίευση = Επενδύσεις + Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών.* Για μία ευρύτερη θεώρηση, βλέπετε Blanchard and Giavazzi (2002).

ΣΧΗΜΑ 2 Δάνεια προς Συνολικό Ενεργητικό



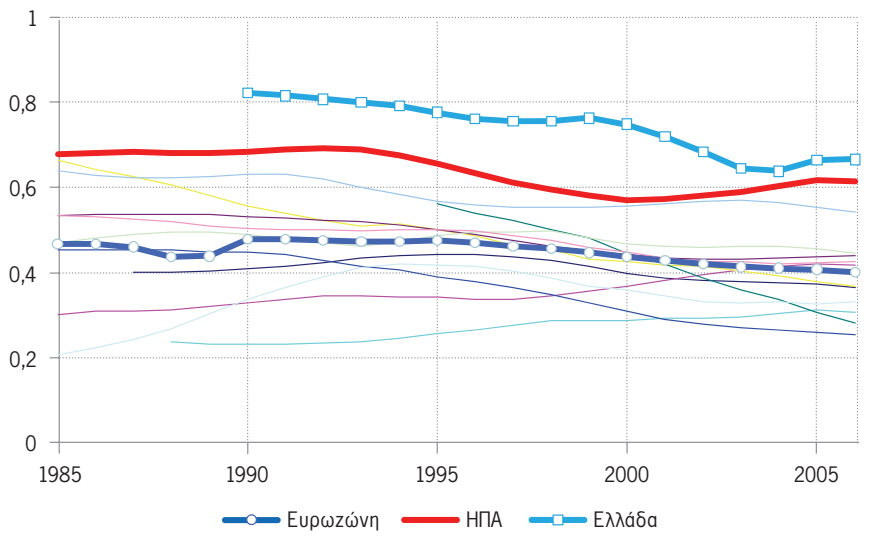
Όσον αφορά στα αξιόγραφα ως προς το συνολικό ενεργητικό, οι τάσεις στις εξετασμένες χώρες ήταν αντίθετες, με τον σχετικό δείκτη της Ελλάδας να συγκλίνει από πάνω προς αυτόν της ευρωζώνης και των ΗΠΑ (σχήμα 3).

ΣΧΗΜΑ 3 Αξιόγραφα προς Συνολικό Ενεργητικό



Στην πλευρά του παθητικού, οι καταθέσεις ως προς το συνολικό παθητικό είχαν αρνητική τάση, όπως και στην ευρωζώνη και τις ΗΠΑ (σχήμα 4). Πάντως, μέχρι το 2006 οι καταθέσεις παρέμειναν υψηλότερες στην Ελλάδα από τις άλλες χώρες της ευρωζώνης.

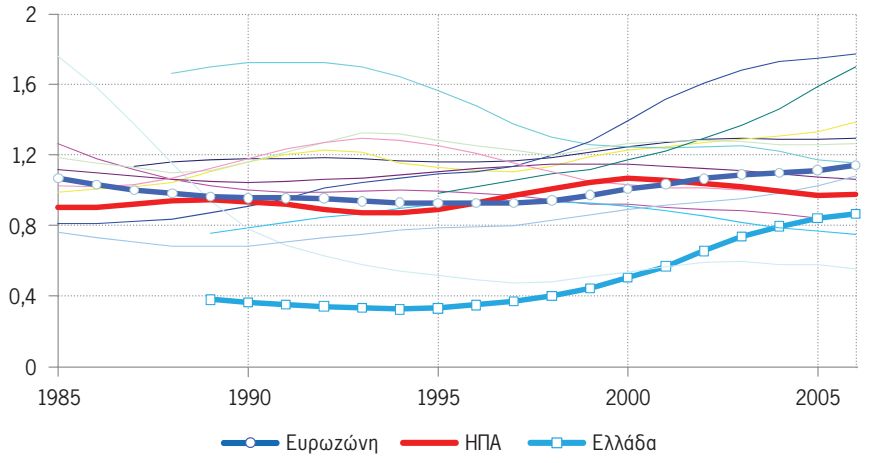
ΣΧΗΜΑ 4 Καταθέσεις προς Συνολικό Παθητικό



Αντισταθμίζοντας τη μείωση των καταθέσεων, αυξήθηκε η χρηματοδότηση των τραπεζών από τις αγορές, γεγονός το οποίο αύξησε τον κίνδυνο ρευστότητας – όπως η εν εξελίξει κρίση ανέδειξε.

Πάντως, παρά τη διαφορετική πορεία των δεικτών του ενεργητικού και του παθητικού, ο λόγος των δανείων ως προς τις καταθέσεις της Ελλάδας αυξήθηκε και συνέκλινε προς αυτόν της ευρωζώνης (σχήμα 5).

ΣΧΗΜΑ 5 Δάνεια προς Καταθέσεις

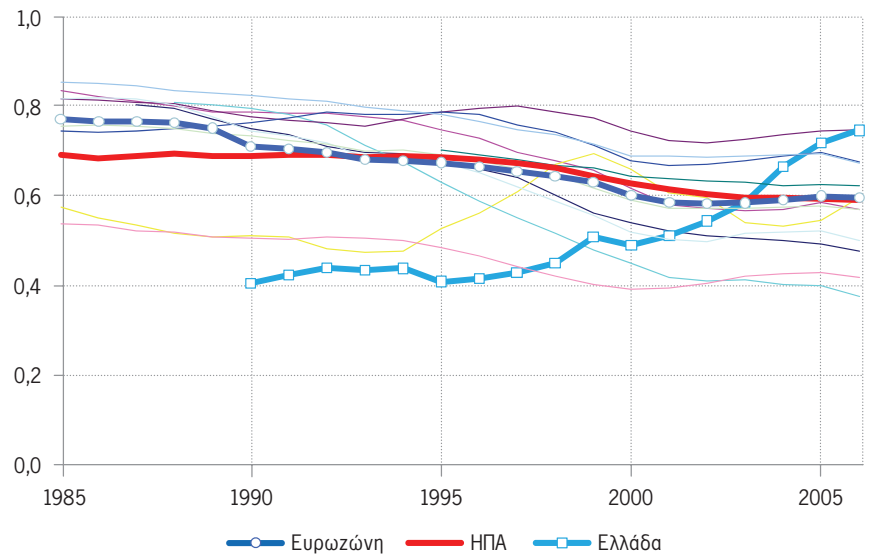


Οι μεταβολές των δεικτών διαρθρώσεως των τραπεζικών ισολογισμών αντανακλούν μία αύξηση των τραπεζικών κινδύνων. Χωρίς άλλο, στην ανάληψη των υψηλότερων κινδύνων συνέβαλε και η ψευδής, όπως εκ των πραγμάτων αποδείχθηκε, αίσθηση ασφαλείας την οποία δημιούργησαν –σε τράπεζες, εποπτικές και ρυθμιστικές αρχές, αγορές– τα πολύπλοκα στατιστικά υποδείγματα διαχειρίσεως κινδύνων. Ψευδής αίσθηση στην οποία συνέβαλε και το θεσμικό πλαίσιο, με χαρακτηριστικά παραδείγματα τις προχωρημένες μεθόδους της Βασιλείας ΙΙ για τη μέτρηση του πιστωτικού και του λειτουργικού κινδύνου.

Η εν λόγω ψευδής αίσθηση ήταν ένα από τα συμπτώματα μιας μεγάλης μεταβολής η οποία συνετελέσθη κατά την περίοδο της αναλύσεως: Της μετατροπής της τραπεζικής σε «ποσοτική» επιστήμη. Τα πάντα –θεωρήθηκε– μπορούσαν να μετρηθούν επακριβώς, ακόμη και οι τραπεζικοί κίνδυνοι, αυξάνοντας τον ρόλο των Η/Υ και των στατιστικών τεχνικών εις βάρος της ανθρώπινης κρίσεως. Η αποτυχία των πολύπλοκων στατιστικών συστημάτων ελέγχου των κινδύνων υπενθύμισε ότι η τραπεζική είναι μία κατ' εξοχήν κοινωνική επιστήμη, είναι τέχνη (art) και επιστήμη, με τα στοιχεία της τέχνης να υπερτερούν. Αναντικατάστατο στοιχείο της τέχνης είναι η ανθρώπινη κρίση, εργαλεία της επιστήμης οι Η/Υ και οι ποσοτικές μέθοδοι.

Τέλος, οι μεταβολές του καθαρού επιτοκιακού εισοδήματος ως προς το συνολικό λειτουργικό εισόδημα των τραπεζών της Ελλάδας αντανακλούν τις αντίστοιχες των δανείων ως προς το συνολικό ενεργητικό: Σε αντίθεση με τις υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης και τις ΗΠΑ, είχε αυξητική τάση (σχήμα 6).

ΣΧΗΜΑ 6 Καθαρό Επιτοκιακό Εισόδημα προς Συνολικό Λειτουργικό Εισόδημα



Σημειωτέον, η αύξηση του μη-επιτοκιακού εισοδήματος οδήγησε σε αύξηση του κινδύνου, συστηματικού και μη, και σε χειροτέρευση της σταθμισμένης ως προς τον κίνδυνο κερδοφορίας των τραπεζών, παρά τις περί του αντιθέτου αρχικές προσδοκίες. Από την πληθώρα των σχετικών μελετών, βλέπετε σχετικά DeYoung and Rice (2004c), Lepetit et al. (2008) και Laeven and Levin (2007). Εκ του αποτελέσματος κρίνοντας, τα κέρδη από τη μεγαλύτερη λειτουργική διαφοροποίηση των τραπεζών ήταν μικρότερα από τα κόστη. Τα κέρδη προέρχονται από τη διαφοροποίηση των πηγών εισοδήματος των τραπεζών – εν είδει χαρτοφυλακίου εισοδημάτων, και από τις οικονομίες φάσματος. Τα δε κόστη από τις αρνητικές οικονομίες κλίμακος και φάσματος των συνθετότερων τραπεζικών οργανισμών, από τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα του εισοδήματος από κερδοσκοπικές επενδύσεις (trading), αλλά και από το ότι τα οφέλη της διαφοροποιήσεως ήταν μικρότερα των αναμενόμενων.

5. Προοπτικές

Οι αναμενόμενες μεταβολές στις διεθνείς και στις εγχώριες δυνάμεις αλλαγής εισηγούνται ότι ο ρόλος των τραπεζών στην ελληνική οικονομία θα αυξηθεί, ενώ η λειτουργία τους θα βελτιωθεί. Ανάμεσα στις πρώτες δυνάμεις ξεχωρίζουν οι κυοφορούμενες αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο και οι εξελίξεις στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων. Κυρίαρχες ανάμεσα στις δεύτερες είναι οι οικονομικές συνθήκες στη χώρα και δη η ανάγκη να μειωθούν τα ελλείμματα και τα χρέη, καθώς και να τεθούν οι βάσεις για διατηρήσιμη (sustainable) ανάπτυξη.

Συγκεκριμένα, έχοντας ως στόχο την αποφυγή μιας νέας μεγάλης κρίσεως, το θεσμικό εκκρεμές άλλαξε πάλι κατεύθυνση, από τον άκρατο φιλελευθερισμό προς μεγαλύτερο παρεμβατισμό. Οι κυοφορούμενες αλλαγές κινούνται προς δύο κατευθύνσεις: α) μείωση της μοχλεύσεως και αύξηση της ρευστότητας, και β) περιορισμό των δραστηριοτήτων υψηλού κινδύνου των τραπεζών, όπως, κερδοσκοπικές επενδύσεις (trading) και συμμετοχές σε κερδοσκοπικά επενδυτικά σχήματα (hedge funds).

Η λογική προσδοκία είναι ότι το θεσμικό εκκρεμές δεν θα καταλήξει στο άλλο άκρο, του άκρατου παρεμβατισμού, όπως αυτό το οποίο θεσμοθετήθηκε στον απόηχο της μεγάλης κρίσεως της δεκαετίας του '30 και υπήρχε μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1970. Το σύστημα αυτό δεν μπόρεσε να ανταποκριθεί στις σύγχρονες οικονομικές συνθήκες, γι' αυτό άλλωστε αντικαταστάθηκε από το υπάρχον.

Παρότι, όπως διδάσκει η χρηματοοικονομική ιστορία, οι όποιοι περιορισμοί επιβληθούν θα μπορούν να ξεπεραστούν σχετικά εύκολα, άλλωστε οι θεσμικοί περιορισμοί έχουν αποτελέσει διαχρονικά έναν από τους ισχυρότερους καταλύτες χρηματοοικονομικής καινοτομίας [Tufano (2003)], θα υπάρξει πίεση για μικρότερη μόχλευση, αυξημένη ρευστότητα και απλούστερα προϊόντα. Με όρους των αναλυόμενων δεικτών, ο λόγος των καταθέσεων προς το συνολικό ενεργητικό θα τείνει να αυξηθεί, όπως και ο λόγος των ιδίων κεφαλαίων, ενώ ο λόγος των δανείων προς καταθέσεις να μειωθεί.

Ακόμη και αν δεν άλλαζε το θεσμικό πλαίσιο, οι ίδιες οι τράπεζες θα ελάμβαναν παρόμοια μέτρα, υπό την πίεση των πελατών τους και από τις δύο πλευρές του ισολογισμού – καταθετών και άλλων χρηματοδοτών από την πλευρά του παθητικού, δανειζομένων και άλλων συναλλασσόμενων από την πλευρά του ενεργητικού. Μέτρα τα οποία θα οδηγούσαν σε παρόμοιες με τις προλεχθείσες αλλαγές στη δομή των τραπεζικών ισολογισμών: μικρότερη χρηματοδότηση από τις αγορές και μεγαλύτερη από τις (θεωρούμενες ως) σταθερότερες καταθέσεις, περισσότερα ίδια κεφάλαια, απλούστερη διάρθρωση των εποπτικών κεφαλαίων, καλύτερη ποιότητα των στοιχείων του ενεργητικού, λιγότερο αδιαφανείς (opaque) ισολογισμοί, μικρότερη έμφαση στις ποσοτικές τεχνικές για την εκτίμηση των κινδύνων ...

Υπάρχει, επίσης, αναφορικά με το θεσμικό πλαίσιο, ένας ευρύς προβληματισμός διεθνώς για το αν οι μεγάλες τράπεζες πρέπει να συρρικνωθούν ώστε να μειωθεί το "too big to fail" πρόβλημα και τα συν αυτώ στρεβλά κίνητρα των τραπεζών και οι κίνδυνοι για την οικονομία. Η δυνατότητα των τραπεζών να επηρεάζουν τις αποφάσεις της πολιτικής ηγεσίας εισηγείται ότι αυτός ο προβληματισμός κατά πάσα πιθανότητα δεν θα οδηγήσει σε μέτρα.

Αναφορικά με τις εξελίξεις στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων, η υπόθεση εργασίας είναι ότι θα επικρατήσει η κοινή λογική: Δεν θα επέλθει δραματική συρρίκνωση, όπως αυτή η οποία ακολούθησε την κρίση της δεκαετίας του 1930 και διήρκεσε μέχρι το τέλος της δεκαετίας του 1970, αλλά ούτε και θα επιστρέψει η προ της κρίσεως ευφορία, όπως συνέβη μετά την κρίση του Μεξικού το 1994, της Ν.Α. Ασίας το 1997 και σε πλείστες όσες άλλες περιπτώσεις.

Η δραματική συρρίκνωση, εάν επέλθει, θα είναι αποτέλεσμα ενός πολύ αυστηρού θεσμικού πλαισίου, ανάλογου με το αναποτελεσματικό πλαίσιο το οποίο υπήρχε μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του '70. Σε αυτή την περίπτωση δεν θα μιλάμε για τράπεζες οι οποίες λειτουργούν με χρηματοοικονομικά κριτήρια, όπως αυτά τα οποία διέπουν την παρούσα ανάλυση, αλλά για τράπεζες οι οποίες κινούνται με βάση ένα ογκώδες βιβλίο κανονισμών: Ποιος θα πάρει πίστωση και με ποιους όρους, ποιο θα είναι το επιτόκιο καταθέσεων, ποιος θα δικαιούται να εξάγει κεφάλαια και με ποιους όρους ... Μάλλον απίθανο να συμβεί.

Αλλά και η ευφορία είναι μάλλον απίθανο να επιστρέψει, τουλάχιστον σύντομα. Οι κυοφορούμενες αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο δεν είναι ευνοϊκές. Ούτε και οι οικονομικές συνθήκες: Για αρκετά χρόνια μετά το ξέσπασμα μιας χρηματοοικονομικής κρίσεως, οι τιμές των ακινήτων και των μετοχών, και ο ρυθμός αυξήσεως του ΑΕΠ παραμένουν χαμηλότερα από τα προ της κρίσεως επίπεδα, ενώ η ανεργία υψηλότερα [Rreinhart and Rogoff (2009)]. Εάν, παρά ταύτα, επιστρέψει η ευφορία, σύντομα θα μιλάμε για την επόμενη κρίση, οπότε το παρόν κείμενο θα έχει εφαρμογή τότε.

Η αναμενόμενη μείωση της προσφοράς δανείων, λόγω των πιέσεων από τις διεθνείς δυνάμεις, θα συνοδευθεί και από μείωση της ζητήσεως, λόγω κυρίως των δυνάμεων χώρας. Λεπτομέρειες, με επίκεντρο την Ελλάδα, παρέχονται κατωτέρω.

Στο νέο περιβάλλον, η λειτουργία των τραπεζών θα βελτιωθεί και ο ρόλος τους στην οικονομία θα αναβαθμιστεί ποιοτικά. Τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη των αιτουμένων χρηματοδότηση θα έχουν μεγαλύτερη βαρύτητα στις σχετικές αποφάσεις, αυξάνοντας τον ρόλο των τραπεζών ως παραγόντων οι οποίοι επιλύουν τα προβλήματα της ασύμμετρης πληροφορήσεως τα οποία υπάρχουν στις σχέσεις χρηματοδοτών και χρηματοδοτουμένων. Στην αναβάθμιση του ρόλου των τραπεζών θα συμβάλει και η τρωθείσα αξιοπιστία των οίκων αξιολογήσεως πιστωτικού κινδύνου (credit rating agencies), των «παικτών» οι οποίοι μετριάζουν τα εν λόγω προβλήματα για τους επενδυτές οι οποίοι δεν έχουν τον χρόνο, τα μέσα και την τεχνογνωσία να κάνουν τις σχετικές αναλύσεις.

Τα αυστηρότερα κριτήρια και η μειωμένη διαθεσιμότητα χρηματοδοτήσεων θα ασκήσουν πίεση για μείωση των ελλειμμάτων και των χρεών, κυβερνήσεων, χωρών, επιχειρήσεων και νοικοκυριών, και για αύξηση των αποταμιεύσεων. Ένεκα αυτής, ίσως μειωθεί ο λόγος των πιστώσεων ως προς το ΑΕΠ. Παρά ταύτα, ο ρόλος των τραπεζών θα ενισχυθεί ποιοτικά, καθότι θα έχουν μεγαλύτερο ποσοστό στη χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα από ό,τι πριν την κρίση, ενώ οι αγορές θα έχουν μικρότερο.

Στην Ελλάδα, ειδικότερα, οι ανωτέρω διεθνείς δυνάμεις θα ενισχυθούν από την ανάγκη των νοικοκυριών να αποταμιεύουν περισσότερο, λόγω και της συρρικνώσεως του κράτους προνοίας, και από την ανάγκη για παραγωγικές επενδύσεις οι οποίες δημιουργούν θέσεις εργασίας και οδηγούν στην άνοδο του ΑΕΠ και των εισοδημάτων. Το τελευταίο θα συμβάλει στη μείωση του φορτίου των συσσωρευμένων χρεών του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα, ενώ, όπως προκύπτει από την ταυτότητα αποταμιεύσεων-επενδύσεων, η αύξηση των αποταμιεύσεων μπορεί να συμβάλει στην αναγκαία μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Επίσης, τα αυστηρότερα χρηματοδοτικά κριτήρια στις διεθνείς αγορές θα μεταφερθούν και στην εγχώρια οικονομία: Εάν οι εγχώριες τράπεζες χορηγούν παρακινδυνευμένα δάνεια, ο αυξημένος κίνδυνος των στοιχείων του ενεργητικού θα προκαλέσει προβλήματα στη χρηματοδότησή τους από τις διεθνείς αγορές.

Περαιτέρω, η αύξηση των αποταμιεύσεων θα συμβάλει και στην αύξηση των καταθέσεων και στην περαιτέρω ενίσχυση του ρόλου των τραπεζών στην ελληνική οικονομία. Με την αποστροφή προς τον κίνδυνο των νοικοκυριών να έχει αυξηθεί, συνεπεία των διαδοχικών κρίσεων των τελευταίων ετών, στις επενδυτικές αποφάσεις τους θα έχει μεγαλύτερη βαρύτητα η ασφάλεια, την οποία παρέχουν οι καταθέσεις, έναντι των αποδόσεων, τις οποίες παρέχουν οι επενδύσεις στις αγορές. Αυτό θα δώσει ώθηση στη δημιουργία σύνθετων καταθετικών προϊόντων, τα οποία επιτρέπουν ικανοποιητικές αποδόσεις, ενώ ταυτόχρονα προστατεύουν το κεφάλαιο, όπως, μακροπρόθεσμες καταθέσεις με εγγυημένο πραγματικό επιτόκιο – για προστασία από τον κίνδυνο του πληθωρισμού.

Αναζητώντας επιπλέον πηγές κερδοφορίας, οι ελληνικές τράπεζες θα αυξήσουν τη λειτουργική διαφοροποίησή τους, με αποτέλεσμα την αύξηση του μη-επιτοκιακού εισοδήματος ως ποσοστού του λειτουργικού εισοδήματος. Η διαφοροποίηση μάλλον δεν θα προέλθει από κερδοσκοπικές τοποθετήσεις, αλλά από αύξηση των προμηθειών τόσο από παραδοσιακές δραστηριότητες διαμεσολαβήσεως όσο και από μη παραδοσιακές δραστηριότητες, όπως ασφάλειες και προϊόντα περιβαλλοντικής χρηματοοικονομικής. Η αλλαγή του ασφαλιστικού συστήματος και τα εντεινόμενα περιβαλλοντικά προβλήματα θα συμβάλουν προς αυτή την κατεύθυνση. Όπως και το περισσότερο ευμετάβλητο μακροοικονομικό περιβάλλον.

Εν ολίγοις, η εκτίμηση του γράφοντος είναι ότι τόσο οι κυοφορούμενες αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο και οι αναμενόμενες μεταβολές στις διεθνείς χρηματαγορές, όσο και οι ανάγκες της ελληνικής οικονομίας, θα οδηγήσουν σε αύξηση του ρόλου των τραπεζών και σε βελτίωση της λειτουργίας τους – προς όφελος της πραγματικής οικονομίας. Ο χρόνος θα δείξει εάν αυτή η αισιόδοξη εκτίμηση επαληθευθεί.

Απαραίτητη προϋπόθεση προς τούτο είναι οι αρχές της χώρας να λάβουν τα κατάλληλα μέτρα. Η μεν Τράπεζα της Ελλάδος, στον βαθμό που της επιτρέπει το θεσμικό πλαίσιο της ευρωζώνης, να δώσει κίνητρα στις τράπεζες για χρηματοδότηση παραγωγικών επενδύσεων. Η δε κυβέρνηση να μειώσει τα αντικίνητρα για δημιουργικές δραστηριότητες και αποταμίευση, και να θεσπίσει κίνητρα για μακροπρόθεσμες αποταμιεύσεις τις οποίες καθιστά αναγκαίες η συρρίκνωση του κράτους πρόνοιας. Επιπλέον, η κυβέρνηση θα πρέπει να μην παρεμβαίνει στις χρηματοδοτικές αποφάσεις των τραπεζών με κριτήρια μη χρηματοοικονομικά.

Και μία σχετική με το θεσμικό πλαίσιο παρατήρηση. Η διαφορετική εμπειρία της Ελλάδας, αλλά και οι διαφορετικές ανάγκες της οικονομίας της, εισηγούνται ότι οι όποιες αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο και αν προκριθούν, θα πρέπει να υπάρχει περιθώριο προσαρμογής στις ιδιαίτερες συνθήκες της χώρας. Ένας κώδικας οδικής κυκλοφορίας – γιατί το θεσμικό πλαίσιο είναι ο κ.ο.κ. του χρηματοοικονομικού συστήματος, όσο καλός και αν είναι, δεν μπορεί να είναι εξ ίσου κατάλληλος για όλες τις χώρες.

Βιβλιογραφία

Antzoulatos, Angelos A., Ekaterini Panopoulou and Chris Tsoumas. "Do Financial Systems Converge?", forthcoming (2011), *Review of International Economics.*

Acemoglu, Daron, Johnson, Simon and James A. Robinson (2001), "The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation", *American Economic Review* 91, pp. 1369–1401.

Allen, Franklin and Douglas Gale (2001), Comparing Financial Systems, MIT Press, Cambridge, MA.

Allen, Franklin, Chui, Michael K. F. and Angela Maddaloni (2004), "Financial Systems in Europe, the USA and Asia", *Oxford Review of Economic Policy* 20(4), pp. 490–508.

Allen, Franklin and Anthony M. Santomero (2001), "What Do Financial Intermediaries Do?", *Journal of Banking and Finance* 25, pp. 271–294.

Bae, Kee-Hong and Vidhan K. Goyal (2009), "Creditor Rights, Enforcement and Bank Loans", *The Journal of Finance*, Vol. LXIV, No. 24, pp. 823–860 (April).

Beck, Thorsten, Demirguc-Kunt, Asli and Ross Levine (2000), "A New Database on Financial Development and Structure", *World Bank Economic Review* 14, pp. 597-605.

—— (2003a), "Law, Endowments, and Finance", *Journal of Financial Economics* 70, pp. 137–181.

—— (2003b), "Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?", *Journal of Comparative Economics* 31, pp. 653–675.

Bianco, Magda, Gerali, Andrea and Riccardo Massaro (1997), "Financial Systems Across 'Developed Economies': Convergence or Path Dependence?", *Research in Economics* 51, pp. 303–331.

Blanchard, O. and F. Giavazzi (2002), "Current Account Deficits in the Euro-area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2002/2, pp. 147-209.

Boyd, John H. and Mark Gertler (1994), "Are Banks Dead? Or, Are the Reports Greatly Exaggerated?", in The Declining Role of Banking, Federal Reserve Bank of Chicago, May, pp. 85–117.

DeYoung, Robert and Tara Rice (2004a), "How Do Banks Make Money? The Fallacies of Fee Income", Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives*, Fourth Quarter, pp. 34–51.

—— (2004b), "How Do Banks Make Money? A Variety of Business Strategies", Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives*, Fourth Quarter, pp. 52–67.

—— (2004c), "Non-Interest Income and Financial Performance at U.S. Commercial Banks", *The Financial Review* 39, pp. 101–127.

Djankov, Simeon, McLiesh, Caralee and Andrei Shleifer (2007), "Private Credit in 129 Countries", *Journal of Financial Economics* 84, pp. 299–329.

Goddard, John, Philip Molyneux, John O. S. Wilson and Manouche Tavakoli (2007), "European Banking: An Overview", *Journal of Banking and Finance* 31, pp. 1911–1935.

Gorton, Gary and Andrew Winston (2003), "Financial Intermediation", chapter 8 in *Handbook of the Economics of Finance*, edited by G. M. Constantinides, M. Harris and R. M. Stulz, North-Holland, pp. 431–552.

Guiso, Luigi, Sapienza, Paola and Luigi Zingales, "The Role of Social Capital in Financial Development", *American Economic Review* 94(3) (2004), pp. 526-56.

Houston, Joel F., Chen Lin, Ping Lin and Yue Ma (2010), "Creditor Rights, Information Sharing, and Bank Risk Taking", *Journal of Financial Economics*, Vol. 96, pp. 485–512.

Laeven, Luc and Ross Levine (2007), "Is There a Diversification Discount in Financial Conglomerates?", *Journal of Financial Economics* (85), pp. 331–367.

La Porta, Rafael, Lopez de Silanes, Florencio and Andrei Shleifer (2008), "The Economic Consequences of Legal Origins", *Journal of Economic Literature* 46(2), pp. 285–332.

La Porta, Rafael, Lopez de Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei and Robert Vishny (2007), "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance* 52(3), pp. 1131–1150.

—— (2000), "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics* (58), pp. 3–27.

Lepetit, Laetitia, Emmanuelle Nys, Philippe Rous and Amine Tarazi (2008), "Bank Income Structure and Risk: An Empirical Analysis of European Banks", *Journal of Banking and Finance* 32, pp. 1452–1467.

OECD (2007), Bank Profitability – Methodological Country Notes.

Qi, Yaxuan, Lucas Roth and John K. Wald (2010), "Political Rights and the Cost of Debt", *Journal of Financial Economics*, Vol. 95, pp. 202–226.

Qian, Jun and Philip E. Strahan (2007), "How Laws and Institutions Shape Financial Contracts: The Case of Bank Loans", *Journal of Finance*, Vol. LXII, No. 6, pp. 2803–2834 (December).

Rajan, Raghuram and Luigi Zingales (2003), "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century", *Journal of Financial Economics* 69(1), pp. 5–50.

Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2009), This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly, Princeton University Press, Princeton.

Schmidt, Reinhard H., Hackethal, Andreas and Marcell Tyrell (1999), "Disintermediation and the Role of Banks in Europe: An International Comparison", *Journal of Financial Intermediation* 8, pp. 36-67.

Stulz, Rene M. and Rohan Williamson (2003), "Culture, Openness and Finance", *Journal of Financial Economics* 70(3), pp. 313–349.

Tufano, Peter (2003), "Financial Innovation", chapter 6 in *Handbook of the Economics of Finance*, edited by G. M. Constantinides, M. Harris and R. M. Stulz, North-Holland, pp. 308–335.

Συγκέντρωση και ανταγωνιστικότητα στον τραπεζικό τομέα

Εμμανουήλ Τσιριτάκης
ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Ηλίας Τσιριγωτάκης
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΑΝΑΛΥΤΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΥ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Περίληψη

Ο στόχος της παρούσας μελέτης είναι να προσεγγίσει πιθανές απαντήσεις σε δύο ερωτήματα με βάση την εμπειρική οικονομική ανάλυση. Πρώτον, ποιο είναι το επίπεδο ανταγωνιστικότητας του τραπεζικού κλάδου στην Ελλάδα και σε άλλες χώρες αναφοράς και δεύτερον, πόσο επιδρά η συγκέντρωση του τραπεζικού τομέα στο επίπεδο ανταγωνιστικότητάς του. Όσον αφορά το πρώτο ερώτημα, η εμπειρική ανάλυση βασιζόμενη στη μεθοδολογία εκτίμησης του «Η» των Panzar–Rosse συντείνει προς μια ανταγωνιστική τραπεζική αγορά στην Ελλάδα. Παράλληλα, ο μονοπωλιακός ανταγωνισμός φαίνεται να αποτελεί την κυριαρχούσα δομή στην Ευρωπαϊκή Ένωση, συμπέρασμα στο οποίο συγκλίνουν άλλωστε και οι περισσότερες προηγούμενες μελέτες. Τέλος, η εμπειρική διερεύνηση της επίδρασης της περαιτέρω συγκέντρωσης του τραπεζικού κλάδου σε δείγμα 20 χωρών, που περιλαμβάνει τις μεγαλύτερες τράπεζες της κάθε τοπικής αγοράς, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η συγκέντρωση δεν μειώνει την αποτελεσματικότητα του τραπεζικού τομέα.

Οι συγγραφείς θα ήθελαν να ευχαριστήσουν τον Μάνθο Ντελή για την εποικοδομητική κριτική και τα οξυδερκή του σχόλια, τον Εμμανουήλ Ματζάκη όσον αφορά τη συνδρομή του στα οικονομετρικά προβλήματα, καθώς και τους Αντώνη Αντύπα και Κώστα Λαμπρινουδάκη για τη σημαντική τους βοήθεια. Οι συγγραφείς βεβαιώνουν πως όλες οι απόψεις που αναφέρονται στο παρόν άρθρο είναι αποκλειστικά και μόνο προσωπικές και ότι ευθύνονται για λάθη και παραλήψεις που παραμένουν.

1. Εισαγωγή

Η ανταγωνιστικότητα των επιχειρηματικών κλάδων μιας οικονομίας έχει αναχθεί με τη συνδρομή των οικονομολόγων σε μείζονα στόχο της οικονομικής πολιτικής των δημοκρατικών κυβερνήσεων και έχει πλήρως υιοθετηθεί από την κοινωνία σαν επιθυμητή τάξη πραγμάτων στην οικονομική ζωή. Η ανταγωνιστικότητα του κλάδου όταν στη μακροχρόνια ισορροπία οδηγεί στην αποτελεσματική οργάνωση της αγοράς, θεωρητικά έχει αποδειχθεί, ότι μεγιστοποιεί την κοινωνική ευημερία. Από πρακτικής άποψης, ποιος καταναλωτής δεν θα προτιμούσε να απολαμβάνει προϊόντα και υπηρεσίες στην καλύτερη δυνατή ποιότητα και στη χαμηλότερη δυνατή τιμή; Δεν είναι τυχαίο ότι, οι επιχειρηματικοί κλάδοι που καθορίζονται ως φυσικά μονοπώλια γίνονται αντικείμενο κρατικής παρέμβασης και, σε ορισμένες περιπτώσεις, κρίνεται πολιτικά και οικονομικά αναγκαίο να γίνεται η παραγωγή από κρατικές εταιρείες. Τα φυσικά ολιγοπώλια επιτηρούνται στενά για να αποτραπεί ο σχηματισμός καρτέλ. Οι κλάδοι μεταφορών, ενέργειας και τηλεπικοινωνιών έχουν δώσει κατά καιρούς αρκετά τέτοια παραδείγματα σε χώρες του κόσμου, ακόμη και στις προηγμένες. Συνακόλουθα, οι όροι μονοπώλιο και καρτέλ έχουν αποκτήσει αρνητική σημασιολογία σε παγκόσμιο επίπεδο. Στο σημείο αυτό αξίζει να επισημανθεί ότι η τεχνολογία παραγωγής δεδομένης της ζήτησης παίζει αποφασιστικό ρόλο στη διαμόρφωση της δομής του επιχειρηματικού κλάδου.

Το ενδιαφέρον των ειδικών και μη, για το επίπεδο ανταγωνιστικότητας και αποτελεσματικότητας του τραπεζικού συστήματος έγκειται στον κεφαλαιώδη ρόλο της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης στη λειτουργία της υπόλοιπης οικονομίας. Ήδη από την αρχή της προηγούμενης δεκαετίας εξελίσσεται μια παγκόσμια τάση συγκέντρωσης του τραπεζικού κλάδου, η οποία είχε σαν αντίκτυπο την εγρήγορση της πολιτείας και της σχετικής ακαδημαϊκής αρθρογραφίας για τις επιπτώσεις της τάσης της στην ανταγωνιστικότητα και την αποτελεσματικότητα του συστήματος. Υπήρξε και διατηρείται έντονο και δικαιολογημένο ενδιαφέρον για τα εξής δύο ερωτήματα που αφορούν τον κλάδο. Πρώτον, είναι το τραπεζικό σύστημα αποτελεσματικό; Δηλαδή είναι οι υπηρεσίες διαμεσολάβησης με την παρούσα τεχνολογία παραγωγής όσο το δυνατόν φθηνές και καλής ποιότητας; Κατά δεύτερον, πώς επιδρά η συγκέντρωση του κλάδου στην ανταγωνιστικότητα; Δηλαδή θα μπορούσαμε να έχουμε έναν τραπεζικό κλάδο με λιγότερες και μεγαλύτερες επιχειρήσεις χωρίς να μειωθεί η ανταγωνιστικότητα του κλάδου; Τελικά, δηλαδή, η διαδικασία συγκέντρωσης του κλάδου θα είχε σαν όφελος μεγαλύτερη ασφάλεια και σταθερότητα στο σύστημα χωρίς κόστος για την κοινωνία;

Τα ερωτήματα αυτά από επίκαιρα έγιναν καυτά από τον Σεπτέμβριο του 2008, όταν η χρεοκοπία της Lehman Brothers σηματοδότησε την παγκόσμια οικονομική κρίση που ανακάλεσε στη μνήμη το τέλος εποχής της δεκαετίας του '30. Πράγματι, το εκκρεμές των ρυθμίσεων της ελεύθερης αγοράς όσον αφορά τον χρηματοπιστωτικό κλάδο διέγραψε το πλήρες τόξο του από την υπερ-θεσμοθετημένη αγορά του 1940, απόρροια της κρίσης του 1930 (Banking Act 1933), η ταλάντωση προσπέρασε την αρχή της απελευθέρωσης του συστήματος στη δεκαετία του '70, και έφτασε μέχρι την παρούσα κρίση που βρήκε το σύστημα στο πλέον ελεύθερο περιβάλλον τα τελευταία 70 χρόνια.

Σε σχέση με τα ερωτήματα που τέθηκαν ανωτέρω και τους λόγους για τους οποίους απέκτησαν επείγουσα υπόσταση τελευταίως, αξίζει να επισημανθούν ορισμένες ιδιαιτερότητες του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η χρηματοοικονομική διαμεσολάβηση αποτελεί προσπάθεια επίλυσης του προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης στην οικονομία. Οι τράπεζες αντιμετωπίζουν το πρόβλημα της αντίθετης επιλογής και του ηθικού κινδύνου όταν συναλλάσσονται με δανειολήπτες. Οι τριβές που δημιουργούνται είναι ίσως ο καθοριστικός παράγων στη διαμόρφωση της δομής του συστήματος. Τράπεζες με κάποιον βαθμό μονοπωλιακής δύναμης είναι πιθανόν αναπόφευκτο φαινόμενο λόγω της ανάγκης για δημιουργία φήμης, δικτύου και αποκλειστικών σχέσεων με τους πελάτες (switching costs of banking). Η κοινωνία πρέπει να σταθμίσει τα οφέλη από τα μεγαλύτερα κίνητρα που έχουν οι ολιγοπωλιακές τράπεζες να μειώσουν τις επιπτώσεις της ασύμμετρης πληροφόρησης με το κόστος που προκύπτει. Επιπροσθέτως, οι κυβερνήσεις στην προσπάθειά τους να μειώσουν την ευθραυστότητα (fragility) του συστήματος (bank runs) δημιουργούν ένα ρυθμιστικό πλαίσιο με πρόνοιες υπέρ των καταθετών (εγγυήσεις των καταθέσεων) αλλά και των τραπεζών (διάσωση), που επιτείνει το πρόβλημα (της ύπαρξης τραπεζών με μονοπωλιακή δύναμη) εισάγοντας το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου, αυτή τη φορά, από την πλευρά των τραπεζών. Αν οι ρυθμιστικές αρχές επιχειρούν να λύσουν με κανονισμούς

(Βασιλεία ΙΙ) την αντιστάθμιση μεταξύ ανταγωνιστικότητας και συγκέντρωσης με γνώμονα τη σταθερότητα του συστήματος, δεν έχουν μεγάλη επιτυχία.

Η σχέση μεταξύ συγκέντρωσης και ανταγωνιστικότητας (ή αποτελεσματικότητας) του κλάδου συσσωρεύει την προσοχή ακαδημαϊκών, τραπεζικών στελεχών και κανονιστικών μηχανισμών, λόγω της ύπαρξης αντικρουόμενων απόψεων αναφορικά με την αιτιότητα της σχέσης. Μια συνηθισμένη άποψη αναφέρεται στην ολιγοπωλιακή δύναμη των μεγάλων τραπεζών, οι οποίες συνεπικουρούμενες από κανονιστικά εμπόδια αποτρέπουν τον δυνητικό ανταγωνισμό και μειώνουν την αποτελεσματικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στην περίπτωση αυτή, η υψηλή συγκέντρωση συνεπάγεται τόσο χαμηλή ανταγωνιστικότητα, όσο και χαμηλή αποτελεσματικότητα. Η αντίθετη άποψη πρεσβεύει ότι οι ανταγωνιστικότερες τράπεζες έχουν μεγάλα μερίδια αγοράς και χαμηλά κόστη, με αποτέλεσμα η υψηλή συγκέντρωση να είναι απόρροια της επιβίωσης των πιο ανταγωνιστικών – αποτελεσματικών τραπεζών.

Η παρούσα μελέτη επιχειρεί μια προσέγγιση στα ανωτέρω ερωτήματα που να εμπεριέχει και τη δυνατότητα κάποιων απαντήσεων συγκρίσιμων με τη διεθνή βιβλιογραφία. Επιπροσθέτως, θα επεξεργαστούν καινούργια δεδομένα, ώστε να δοθούν πιο επίκαιρες απαντήσεις.

2. Αναδρομή στην εξέλιξη του ευρωπαϊκού τραπεζικού κλάδου

Στις αρχές της δεκαετίας του '90, έλαβαν χώρα μία σειρά από νομοθετικές τομές όπως η Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη (Single European Act) και η Δεύτερη Τραπεζική Οδηγία (Second Banking Directive) που οδήγησαν στη δημιουργία της Ενιαίας Αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (Single Market). Ακολούθησαν το Σχέδιο Δράσης για τις Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες (FSAP), η Λευκή Βίβλος για την πολιτική χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών 2005-2010 και η διαδικασία Lamfalussy, όλες με στόχο να συμβάλλουν στην υλοποίηση του οράματος της ενσωμάτωσης (integration) και της ενοποίησης (consolidation) των προσφερόμενων χρηματοοικονομικών και τραπεζικών υπηρεσιών στην Ευρωπαϊκή Ένωση διαμέσου της εναρμόνισης και σύγκλισης του νομοθετικού και εποπτικού πλαισίου. Αξίζει να σημειώσουμε στο σημείο αυτό, πως η διαδικασία τόσο της εναρμόνισης του νομικού πλαισίου όσο και της ενσωμάτωσης των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών per se, ενώ έχει κάνει σημαντικά βήματα προόδου, απέχει κριτικά από το να θεωρηθεί ολοκληρωμένη. Καθώς λοιπόν πρόκειται για μία δυναμική διαδικασία, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρότεινε κατά τη διάρκεια του 2009 τη δημιουργία δύο νέων πυλώνων εποπτικού πλαισίου, του Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (EFSF) και του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου (ESRB) με στόχο, μεταξύ άλλων, την επιτάχυνση της διαδικασίας ενσωμάτωσης (i) άμεσα, μέσω της προώθησης ενός σετ κοινών κανόνων τους οποίους θα εφαρμόζουν απαρεγκλίτως όλα τα κράτη μέλη και (ii) έμμεσα, μέσω της επιδιωκόμενης χρηματοπιστωτικής σταθερότητας η οποία θα επιτρέψει στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να εκμεταλλευτούν σε μεγαλύτερο βαθμό τα οφέλη (τα οποία συνοδεύονται φυσικά από τον αντίστοιχο κίνδυνο) που προκύπτουν μέσω των διασυνοριακών δραστηριοτήτων.

Η διαδικασία ενοποίησης του ευρωπαϊκού τραπεζικού τομέα συνεχίστηκε δυναμικά και κατά την περίοδο εξέτασης του δείγματός μας, με τον συνολικό αριθμό των τραπεζικών ιδρυμάτων στην ευρωζώνη να παρουσιάζει πτώση της τάξης του 10,5%, ενώ στην Ευρωπαϊκή Ένωση ο συνολικός αριθμός των τραπεζικών ιδρυμάτων μειώθηκε σε 8.358 το 2009, από 9.363 το 2001, ήτοι παρουσίασε κάμψη ίση με 10,7% (Πίνακας 1). Η μείωση αυτή των τραπεζικών ιδρυμάτων αποδίδεται κατά κύριο λόγο στις συγχωνεύσεις και εξαγορές (Σ&Ε) στον τραπεζικό τομέα, τόσο εγχώριες όσο και διασυνοριακές, ως μέρος της ευρύτερης προσπάθειας ενοποίησης και ενσωμάτωσης των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Σύμφωνα με στοιχεία της ΕΚΤ[1], η αξία των τραπεζικών συγχωνεύσεων και εξαγορών στην ΕΕ για την περίοδο 2001-2009 ανήλθε σε περίπου €600 δισ., με τις εγχώριες Σ&Ε να κατέχουν τη μερίδα του λέοντος.

[1] EU Banking Structures, September 2010.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Αριθμός Πιστωτικών Ιδρυμάτων									
Ελλάδα	61	61	59	62	62	62	63	66	65
Ευρωζώνη	7.213	6.899	6.672	6.848	6.704	6.535	6.391	6.175	6.458
Ευρωπαϊκή Ένωση	9.363	8.944	8.613	8.374	8.683	8.507	8.354	8.090	8.358
Αριθμός Καταστημάτων των Πιστωτικών Ιδρυμάτων									
Ελλάδα	3.134	3.263	3.300	3.403	3.543	3.699	3.850	4.098	4.078
Ευρωζώνη	175.191	171.652	168.005	169.552	171.846	183.772	186.252	187.679	179.916
Ευρωπαϊκή Ένωση	206.724	202.809	199.647	211.442	214.925	228.648	233.800	238.021	229.532
Αναλογία Κατοίκων ανά Τραπεζικό Κατάστημα									
Ελλάδα	3.493	3.367	3.340	3.252	3.135	3.015	2.908	2.743	2.762
Ευρωζώνη	1.796	1.844	1.895	1.890	1.876	1.764	1.750	1.747	1.830
Ευρωπαϊκή Ένωση	2.342	2.394	2.442	2.316	2.289	2.160	2.123	2.095	2.181
Σύνολο Προσωπικού Πιστωτικών Ιδρυμάτων									
Ελλάδα	59.624	60.495	61.074	59.337	61.295	62.171	64.713	66.163	65.673
Ευρωζώνη	2.271.452	2.244.845	2.198.376	2.211.100	2.246.394	2.293.600	2.329.450	2.324.411	μ/δ
Ευρωπαϊκή Ένωση	3.180.163	3.138.985	3.067.499	3.129.775	3.206.229	3.257.921	3.315.549	3.331.329	μ/δ

ΠΗΓΗ: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Στοιχεία Ευρετηρίου HEBIC

Παράλληλα με τη διαδικασία συγκέντρωσης, το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα αναπτύχθηκε ταχύτατα κατά την περίοδο που εξετάζουμε, όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε στον Πίνακα 2. Συγκεκριμένα, το σύνολο του ενεργητικού των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκε σε 347% το 2009, από 257% το 2001, με την πιστωτική επέκταση να ακολουθεί παράλληλη πορεία και να διαμορφώνεται στο 131%, από 104% του ΑΕΠ τα αντίστοιχα χρονικά διαστήματα. Όσον αφορά τον ελληνικό τραπεζικό τομέα, τα στοιχεία του συνολικού ενεργητικού των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Ελλάδα, διαμορφώθηκαν σε 207% του ΑΕΠ, από 145% για το ίδιο χρονικό διάστημα αντανακλώντας τη δυναμική ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας και τη στρατηγική επέκτασης των δραστηριοτήτων τους στο εξωτερικό, και κυρίως στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης[2] με σκοπό να διασφαλίσουν και να διαφοροποιήσουν τη θέση τους στον ευρωπαϊκό τραπεζικό τομέα.

[2] Σύμφωνα με την έκθεση της Moody's, Banking System Outlook: Greece, Ιούνιος 2010, το μερίδιο των ελληνικών τραπεζών στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης διαμορφώθηκε για το 2008 ως εξής: Αλβανία (27,1%), Βουλγαρία (28,7%), FYROM (24,6%), Ρουμανία (16,2%), Σερβία (15,8%), Τουρκία (4,4%).

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 (ποσά σε δισ. ευρώ)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Σύνολο Ενεργητικού [% του ΑΕΠ]									
Ελλάδα	213	212	229	246	286	321	391	465	492
Ευρωζώνη	18.166	18.811	19.802	21.355	22.804	25.099	28.534	30.633	29.921
Ελλάδα	145	136	133	132	146	152	173	194	207
Ευρωζώνη	257	257	262	272	290	303	328	344	347
Σύνολο Καταθέσεων (μη ΧΠΙ σε ΧΠΙ) [% του ΑΕΠ]									
Ελλάδα	136	134	140	160	188	211	249	280	279
Ευρωζώνη	5.867	6.061	6.412	6.779	7.387	8.037	9.054	9.881	10.179
Ελλάδα	93	85	81	86	96	100	110	117	117
Ευρωζώνη	83	83	85	86	91	94	101	107	113
Σύνολο Δανείων (από ΧΠΙ σε μη ΧΠΙ) [% του ΑΕΠ]									
Ελλάδα	120	132	141	158	188	215	247	281	295
Ευρωζώνη	7.341	7.594	7.922	8.368	9.095	9.944	11.099	11.741	11.783
Ελλάδα	82	85	82	85	96	102	109	118	124
Ευρωζώνη	104	104	105	107	112	116	123	127	131
Λόγος Δανείων προς Καταθέσεις (%)									
Ελλάδα	88,8	98,9	100,6	99,0	100,0	101,8	99,2	100,3	105,7
Ευρωζώνη	125,1	125,3	123,5	123,4	123,1	123,7	122,6	118,8	115,8

ΠΗΓΗ: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Τράπεζα της Ελλάδος

Η συγκέντρωση του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος με δείκτη αναφοράς τα συνολικά στοιχεία ενεργητικού κατά τη δεκαετία που εξετάζουμε, αυξήθηκε σημαντικά ως αποτέλεσμα των Σ&Ε που αναφέραμε προηγουμένως, εκφραζόμενη μέσα από τη μέτρηση διαφόρων δεικτών συγκέντρωσης που χρησιμοποιούνται ευρύτατα στον τραπεζικό κλάδο. Ο δείκτης Herfindahl-Hirschmann[3] (HH, Πίνακας 3) αυξήθηκε σημαντικά σε 663 μονάδες το 2009, από 543 μονάδες το 2001, ενώ στην Ευρωπαϊκή Ένωση σημείωσε άνοδο στις 632 μονάδες, από 504 μονάδες το 2001. Η συγκέντρωση του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος, με βάση το μερίδιο αγοράς των πέντε μεγαλύτερων τραπεζών (CR-5) διαμορφώθηκε στο 44,6% και 44,3% για τη ζώνη του ευρώ και της Ευρωπαϊκής Ένωσης το 2009, από 39,1% και 37,8% αντίστοιχα το 2001. Από την άλλη πλευρά, η συγκέντρωση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος εμφανίζεται σημαντικά υψηλότερη του ευρωπαϊκού. Ο δείκτης CR-5 διαμορφώθηκε στο 69,2% για το 2009, ελάχιστα μεταβαλλόμενος από το 67% στο οποίο βρισκόταν το 2001.

[3] Ο Δείκτης HH ισούται με το άθροισμα των τετραγώνων των μεριδίων αγοράς (στη συγκεκριμένη περίπτωση βάσει του ενεργητικού) των τραπεζικών ιδρυμάτων. Τιμές του δείκτη μεταξύ 1.000-1.800 απεικονίζουν μέτρια συγκέντρωση της αγοράς, ενώ τιμές του δείκτη πάνω από 1.800 απεικονίζουν υψηλή συγκέντρωση.

Η χαμηλών διακυμάνσεων, για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, εικόνα αλλάζει όταν κατασκευάζουμε τους δείκτες συγκέντρωσης –των πέντε (CR-5) και των τριών (CR-3)– μεγαλύτερων ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων, χρησιμοποιώντας αυτή τη φορά δύο στοιχεία πέρα του ενεργητικού και συγκεκριμένα τις συνολικές καταθέσεις και τα συνολικά δάνεια των τραπεζικών ιδρυμάτων. Το μερίδιο αγοράς των πέντε μεγαλύτερων ελληνικών τραπεζών βάσει των χορηγηθέντων δανείων αυξήθηκε σε 73,7% το 2008, έναντι 50,2% το 2001, με τις τρεις μεγαλύτερες τράπεζες να καρπώνονται το μεγαλύτερο μέρος της αύξησης αυτής[4]. Ταυτόχρονα, ο δείκτης συγκέντρωσης CR-5 βάσει των καταθέσεων αυξήθηκε σε 80,1% το 2008, από 67,9% το 2001, αντανακλώντας κυρίως την εμπιστοσύνη των καταθετών προς τις μεγαλύτερες τράπεζες μέσα σε ένα περιβάλλον αβεβαιότητας, συνεπικουρούμενο εκείνη την περίοδο από την κατάρρευση της Lehman Brothers και της ανησυχίας που αυτή μετακύλισε στο παγκόσμιο, αλλά και στο ελληνικό, χρηματοπιστωτικό σύστημα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3 Δείκτες Συγκέντρωσης

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Δείκτης Herfindahl-Hirschmann (HH)									
Ελλάδα	1.113	1.164	1.130	1.070	1.096	1.101	1.096	1.172	1.184
Ευρωζώνη	543	552	580	600	640	634	659	687	663
Ευρωπαϊκή Ένωση	504	520	547	567	614	592	596	665	632
Δείκτης Συγκέντρωσης (CRS) βάσει μεριδίου αγοράς (Ενεργητικό, %)									
Ελλάδα	67,0	67,4	66,9	65,0	65,6	66,3	67,7	69,5	69,2
Ευρωζώνη	39,1	39,3	40,5	41,7	42,8	43,1	44,4	44,7	44,6
Ευρωπαϊκή Ένωση	37,8	38,3	39,7	40,9	42,6	41,5	41,5	45,2	44,3
Δείκτης Συγκέντρωσης βάσει μεριδίου αγοράς (Δάνεια, %)									
Ελλάδα									
CR5	50,2	54,0	56,6	56,5	57,2	60,5	67,2	73,7	–
CR3	34,5	38,2	39,9	40,3	41,6	44,2	48,9	53,9	–
Δείκτης Συγκέντρωσης βάσει μεριδίου αγοράς (Καταθέσεις, %)									
CR5	67,9	74,5	76,2	73,2	73,0	71,3	68,7	80,1	–
CR3	50,6	55,8	56,3	53,3	55,4	53,5	48,1	57,1	–

ΠΗΓΗ: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Τράπεζα της Ελλάδος, BankScope Database

[4] Ο δείκτης CR-3 αυξήθηκε κατά περίπου 20%, σε 53,9% το 2008, από 34,5% το 2001.

3. Θεωρητικές και εμπειρικές προσεγγίσεις της σχέσης ανταγωνιστικότητας και συγκέντρωσης του τραπεζικού κλάδου

Η διερεύνηση της σχέσης ανταγωνιστικότητας και συγκέντρωσης του τραπεζικού συστήματος μιας χώρας έχει τη βάση της στη παραδοσιακή προσέγγιση της μεθοδολογίας «Διάρθρωση – Στρατηγική – Αποδοτικότητα» (Structure Contact Performance ή SCP). Η παραδοσιακή προσέγγιση περιλαμβάνει επίσης τα υποδείγματα της αποτελεσματικότητας της παραγωγικής διαδικασίας ή αποτελεσματικότητας κόστους (δυικό πρόβλημα) (productive and cost efficiency) με τον υπολογισμό των οικονομιών κλίμακας και φάσματος και τον προσδιορισμό του άριστου μεγέθους της επιχείρησης ή της παραγωγικής μονάδας. Τα αντικρουόμενα συμπεράσματα των προσεγγίσεων αυτών έδωσαν το έναυσμα για τη δημιουργία νέων υποδειγμάτων με έμφαση στο τραπεζικό σύστημα, τα οποία ενσωματώνουν περισσότερες οπτικές γωνίες του προβλήματος και οδηγούν σε καταλληλότερα συμπεράσματα.

Η προσέγγιση της μεθοδολογίας SCP θεωρεί ότι με δεδομένη (εξωγενή) τη δομή του τραπεζικού συστήματος ως προς τη σχέση συγκέντρωσης-κερδοφορίας, η συγκέντρωση του κλάδου οδηγεί σε υψηλότερα επιτόκια χορηγήσεων, χαμηλότερα επιτόκια καταθέσεων και αυξημένη κερδοφορία. Η υπόθεση αυτή έχει υποβληθεί σε εμπειρικό έλεγχο από ικανό αριθμό ερευνητών. Η εμπειρική της μεθοδολογία απαιτεί την εκτίμηση μιας γραμμικής συνάρτησης ανηγμένης μορφής (reduced form) στην οποία η εξηρτημένη μεταβλητή αποτελεί μια προσέγγιση της κερδοφορίας της τράπεζας i στην αγορά j την περίοδο t. Εναλλακτικά, ως εξηρτημένη μεταβλητή έχει χρησιμοποιηθεί το επιτόκιο καταθέσεων (Berger and Hannan, 1989). Οι επεξηγηματικές μεταβλητές συνήθως περιλαμβάνουν εναλλακτικές μετρήσεις της συγκέντρωσης της αγοράς, καθώς και χαρακτηριστικές μεταβλητές ή μεταβλητές ελέγχου (control variables) που αναμένεται να επηρεάζουν την κερδοφορία. Τέτοιες μεταβλητές όσον αφορά τη συγκέντρωση, είναι ο δείκτης Herfindahl-Hirschmann (HH) και οι δείκτες συγκέντρωσης των 3 ή 5 μεγαλύτερων τραπεζών CR-3 και CR-5, αντίστοιχα. Άλλες μεταβλητές (μεταβλητές ελέγχου) που αναμένεται να επηρεάζουν την κερδοφορία αντιστοιχούν κυρίως στο προφίλ κινδύνου της τράπεζας, στη δομή του ενεργητικού και των υποχρεώσεών της, το μέγεθός της, την κεφαλαιακή της επάρκεια κ.λπ. Οι πρώτες ενδείξεις (δεκαετία του '90) από την προσέγγιση αυτή απέτυχαν να απορρίψουν την υπόθεση SCP. Οι μελέτες των Berger and Hannan, (1989) και Hannan and Berger, (1991), χρησιμοποιώντας αμερικανικά δεδομένα, βρήκαν ότι στις αγορές με μεγαλύτερη συγκέντρωση, οι τράπεζες τείνουν (i) να πληρώνουν χαμηλότερα επιτόκια στις καταθέσεις, τα οποία επίσης δεν προσαρμόζουν άμεσα στις αλλαγές των επιτοκίων της διατραπεζικής αγοράς και (ii) να χρεώνουν υψηλότερα επιτόκια στις χορηγήσεις.

Οι μεθοδολογίες της αποτελεσματικότητας της παραγωγής ή του κόστους προτείνουν μια διαφορετική υπόθεση σχετικά με τη σχέση κερδοφορίας και συγκέντρωσης. Η αποτελεσματικότητα της παραγωγικής διαδικασίας καθορίζει ενδογενώς τη δομή της αγοράς (συγκέντρωση) και την κερδοφορία του τραπεζικού κλάδου (αποδοτικότητα). Τράπεζες οι οποίες λειτουργούν με την πιο προηγμένη τεχνολογία, με την πλέον κατάλληλη στελέχωση και με την ιδανικότερη κλίμακα παραγωγής, έχουν πλεονέκτημα αποδοτικότητας το οποίο μεταφράζεται σε μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς. Αν το σύνολο της τραπεζικής αγοράς μιας χώρας δεν χωράει πολλές τέτοιου μεγέθους τράπεζες, τότε αναπόφευκτα το τραπεζικό σύστημα της χώρας θα είναι πολύ συγκεντρωμένο. Εμπειρικά η υπόθεση αυτή ελέγχεται (Berger, 1995) με την προσθήκη της επεξηγηματικής μεταβλητής του μεριδίου της αγοράς της τράπεζας i στην αγορά j την περίοδο t σε μια εξίσωση παλινδρόμησης παρόμοια με αυτήν που χρησιμοποιήθηκε στον έλεγχο του υποδείγματος SCP. Όταν στο εμπειρικό υπόδειγμα συμπεριληφθούν και ανεξάρτητες μεταβλητές ελέγχου που μετρούν την αποτελεσματικότητα της διοίκησης (X-efficiency) και το άριστο μέγεθος (scale efficiency), το μερίδιο αγοράς διατηρεί μια σχετικά μικρή θετική επίδραση στην αποδοτικότητα, προερχόμενη πιθανώς από τα πλεονεκτήματα που έχουν οι τράπεζες με μεγαλύτερο μερίδιο ως προς τη διαφήμιση, το δίκτυο καταστημάτων και τις σχέσεις που αναπτύσσουν με τους σημαντικούς πελάτες. Τα αποτελέσματα της ανωτέρω μελέτης του Berger αφορούν 4.800 αμερικανικές τράπεζες. Με παρόμοια μεθοδολογία (translog-cost function), οι Allen και Rai (1996) χρησιμοποιούν δεδομένα από 24 χώρες για να υπολογίσουν τις οικονομίες κλίμακας και φάσματος στην τραπεζική. Κοντρολάρουν για την αποτελεσματικότητα της διοίκησης

(X-efficiency) και, όπως αναμένεται, βρίσκουν ότι οι μικρές τράπεζες του δείγματος έχουν μικρότερο μέγεθος από το αποτελεσματικό. Αντίθετα, για τις μεγάλες τράπεζες που λειτουργούν σε καθεστώς διαχωρισμένων υπηρεσιών λιανικής και επενδυτικής τραπεζικής, βρίσκουν αρνητικές οικονομίες κλίμακας.

Όπως αναφέρθηκε νωρίτερα, η μεθοδολογία SCP παρότι αποτελεί σημείο εκκίνησης της έρευνας για την αποτελεσματικότητα του τραπεζικού συστήματος, εγκαταλείφθηκε σταδιακά την τελευταία δεκαετία, διότι τείνει να αγνοεί την πιθανή ενδογένεια που υφίσταται μεταξύ της δομής της αγοράς και της αποδοτικότητας των τραπεζών. Η σύγχρονη έρευνα στράφηκε τόσο στην αλληλεξάρτηση ανταγωνιστικότητας και συγκέντρωσης, όσο και σε άλλους παράγοντες που καθορίζουν την αποδοτικότητα του τραπεζικού συστήματος, όπως η κερδοφορία και ο προσπορισμός υπερ-κανονικών κερδών (rents). Οι παράγοντες αυτοί προσδιορίζονται από τη σύγχρονη θεωρία διαμεσολάβησης και αφορούν κυρίως το κανονιστικό πλαίσιο των τραπεζών, την ασυμμετρική πληροφόρηση στις σχέσεις τράπεζας-δανειοληπτών, τα κόστη διαμεσολάβησης (switching costs), τη γεωγραφική θέση (σύνορα, απόσταση) (spatial competition) κ.ά. Παράλληλα, εκπορευόμενα από την πολύπλευρη αυτή θεώρηση, έχουν αναπτυχθεί επιχειρήματα σχετικά με τη σχέση συγκέντρωσης και σταθερότητας (stability) ή ευθραυστότητας (fragility) του τραπεζικού συστήματος. Το ενδιαφέρον εδώ έγκειται σε πιθανώς αντικρουόμενα συμπεράσματα που εξάγονται από τη θεωρία ασυμμετρικής πληροφόρησης. Αν η συγκέντρωση του τραπεζικού συστήματος συντείνει στην αύξηση της αποδοτικότητας των τραπεζών, θα τείνει να τις καταστήσει λιγότερο ευάλωτες στον πειρασμό για επενδύσεις σε επικίνδυνα χαρτοφυλάκια (μεγαλύτερη συγκέντρωση, μεγαλύτερη σταθερότητα). Από την άλλη πλευρά, αν η αυξημένη συγκέντρωση και αποδοτικότητα συνάδει με αυξημένα επιτόκια χορηγήσεων, τότε η δύναμη της αντίθετης επιλογής θα τείνει να καταστήσει τα επενδυτικά χαρτοφυλάκια των τραπεζών πιο επικίνδυνα, καθώς οι δανειζόμενες επιχειρήσεις θα τείνουν να αναλαμβάνουν περισσότερο κίνδυνο.

Από την ευρύχωρη παλέτα των θεωρητικών και εμπειρικών προσεγγίσεων του προβλήματος της διάρθρωσης και ανταγωνιστικότητας του τραπεζικού συστήματος επιλέγουμε δύο υποδείγματα που αποτελούν πεδίο σύγκρισης αποτελεσμάτων στη διεθνή βιβλιογραφία και είναι προσιτά σε εμπειρική ανάλυση, δυστυχώς όχι άμοιρης προβλημάτων. Οι μεθοδολογίες των Panzar και Rosse (1977, 1982, 1987) και των Bresnahan (1982,1989) και Lau (1982) βασίζονται σε υποδείγματα μικροοικονομικής ισορροπίας και καταλήγουν σε παραπλήσια μέτρα του επιπέδου ανταγωνιστικότητας της τραπεζικής αγοράς. Για λόγους συγκρισιμότητας με τη διεθνή βιβλιογραφία αλλά και ευκολίας πρόσβασης στα σχετικά δεδομένα, η εμπειρική μας προσέγγιση όσον αφορά το πρώτο υπόδειγμα θα ακολουθήσει τη μεθοδολογία των Panzar και Rosse. Οι Panzar και Rosse εξάγουν συμπεράσματα σχετικά με την ανταγωνιστικότητα του τραπεζικού συστήματος από τη συμπεριφορά των συνολικών μικτών εσόδων των επιμέρους τραπεζών ως προς τις μεταβολές των τιμών των κύριων εισροών τους. Με την εκτίμηση μιας γραμμικής σχέσης ανηγμένης μορφής σε λογάριθμους των μεταβλητών, υπολογίζονται οι ελαστικότητες των συνολικών εσόδων ή των επιτοκιακών εσόδων (εξηρτημένη μεταβλητή) ως προς τις τιμές τριών κύριων εισροών οι οποίες αποτελούν τις ανεξάρτητες μεταβλητές μαζί με τις μεταβλητές ελέγχου. Οι τρεις κύριες εισροές είναι οι καταθέσεις, η εργασία και το φυσικό κεφάλαιο. Οι Panzar και Rosse έδειξαν ότι το άθροισμα των ελαστικοτήτων των τριών αυτών εισροών, δηλαδή η μεταβλητή «Η», είναι αρνητική για το μονοπώλιο και το οργανωμένο ολιγοπώλιο, μεταξύ του μηδενός και της μονάδας για τον μονοπωλιακό ανταγωνισμό και ίση με τη μονάδα για τις τράπεζες που λειτουργούν σε καθεστώς μακροχρόνιας ανταγωνιστικής ισορροπίας. Το αποτέλεσμα αυτό βασίζεται στις μορφές της ελαστικότητας ζήτησης του τελικού προϊόντος (το υπόδειγμα υποθέτει συνάρτηση παραγωγής και κόστους ενός προϊόντος). Οι επιχειρήσεις (τράπεζες) σε περιβάλλον τέλειου ανταγωνισμού αντιμετωπίζουν μια πλήρως ελαστική ζήτηση και σε (μακροχρόνια) ισορροπία τιμολογούν το προϊόν τους στο οριακό κόστος του. Μια ισοποσοστιαία αύξηση του κόστους παραγωγής θα τείνει να αυξήσει την τιμή του προϊόντος και τα έσοδα κατά το ίδιο ποσοστό (Η = 1). Αντίθετα, οι τράπεζες που ασκούν μονοπωλιακή δύναμη ή λειτουργούν ως οργανωμένοι ολιγοπωλητές τιμολογούν στο ελαστικό μέρος μιας σχετικά ανελαστικής καμπύλης ζήτησης και η αύξηση του κόστους αυξάνει την τιμή ισορροπίας αλλά μειώνει τα έσοδα (Η < 0). Στην ενδιάμεση περίπτωση, μια μονοπωλιακά ανταγωνιστική τράπεζα ή αυτή που λειτουργεί σε αγορά υπό την πίεση δυνητικού ανταγωνισμού (contestable market) αντιμετωπίζει ανελαστική καμπύλη ζήτησης, αλλά η κάθε τράπεζα τείνει να αυξήσει το παραγόμενο προϊόν της, οπότε και η αύξηση του κόστους οδηγεί σε αύξηση των εσόδων μικρότερη από αναλογική

(H < 1). Τα δεδομένα που απαιτούνται για την εκτίμηση του στατιστικού «H» προέρχονται από πληθυσμούς που σπάνια ικανοποιούν τις προϋποθέσεις του υποδείγματος. Ο Shaffer (1982, 1983, 1993, 2004) και οι Bikker, Shaffer και Spierdijk (2009) έδειξαν ότι στο εμπειρικό υπόδειγμα με αστάθμιστη (χωρίς κλίμακα – unscaled) εξηρτημένη μεταβλητή, αν η υπόθεση H > 0 δεν μπορεί να απορριφθεί, τότε, χωρίς πρόσθετη πληροφόρηση για το κόστος παραγωγής και τη ζήτηση, συμπεραίνουμε ότι οι τράπεζες στο δείγμα μας δεν ασκούν καμιάς μορφής μονοπωλιακή πολιτική (π.χ. οργανωμένο ολιγοπώλιο). Αν δε, η υπόθεση για μοναδιαία τιμή του «H» δεν απορριφθεί, τότε οι τράπεζες στη συγκεκριμένη αγορά συμπεριφέρονται ως πλήρως ανταγωνιστικές επιχειρήσεις ή ως αγορές με διεκδικούμενα κέρδη (contestable). Όταν, αντίθετα, η υπόθεση για αρνητικό «H» δεν απορρίπτεται, τότε δεν είναι ξεκάθαρο το επίπεδο του ανταγωνισμού στην αγορά. Το αρνητικό «H» αντιστοιχεί σε ατελή ανταγωνισμό, δηλαδή μονοπωλιακή συμπεριφορά, αλλά και σε ανταγωνιστικό περιβάλλον αν η αγορά δεν βρίσκεται σε ισορροπία ή αν το μέσο μακροχρόνιο κόστος παραγωγής είναι σταθερό (μικρές και μεγάλες τράπεζες παράγουν σε αποτελεσματικό επίπεδο). Στην περίπτωση αυτή είναι αναγκαίο να διερευνηθεί αν το δείγμα μας αντλήθηκε από αγορές σε ισορροπία, όπως και να εκτιμηθεί η συνάρτηση κόστους. Ο σχετικός έλεγχος απαιτεί η ROA των τραπεζών του δείγματος να μην επηρεάζεται από τα κόστη παραγωγής. Πράγματι, αν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι ομοιογενή (όπως υποθέσαμε εξαρχής) και βρίσκονται σε μακροχρόνια ισορροπία θα έχουν ίδια ROA και η οποία θα παραμένει σταθερή σε μεταβολές των ανεξάρτητων μεταβλητών (κόστη και μεταβλητές ελέγχου).

3.1 Προσδιοριστικοί παράγοντες της ανταγωνιστικότητας – συγκέντρωση και ανταγωνιστικότητα

Η θεωρητική σχέση μεταξύ του βαθμού συγκέντρωσης μιας τραπεζικής αγοράς και της ανταγωνιστικότητας και αποτελεσματικότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που την απαρτίζουν δεν είναι ξεκάθαρη, συνεπώς απαιτείται περαιτέρω εμπειρική διερεύνηση. Η τάση συγκέντρωσης στις τραπεζικές αγορές παγκοσμίως, όπως και στη δική μας αγορά, μας οδηγεί να εξετάσουμε στη συνέχεια, με το δεύτερο υπόδειγμα, την επίδραση που ενδέχεται να ασκεί η συγκέντρωση στο καθαρό άνοιγμα των επιτοκίων χορηγήσεων και τραπεζικής χρηματοδότησης (Net Interest Margin – NIM). Η μεταβλητή αυτή αναμένεται να αποτελεί σαφέστερη μέτρηση της αποτελεσματικότητας και της ανταγωνιστικότητας του τραπεζικού συστήματος στις πιο παραδοσιακές τραπεζικές δραστηριότητες από το στατιστικό «H». Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η πληροφορία που περιέχεται στην εκτίμηση του «H» είναι λιγότερο έγκυρη από ό,τι απαιτείται για να αποτελεί το μόνο σημείο αναφοράς. Η σχέση συγκέντρωσης ανταγωνιστικότητας-αποτελεσματικότητας, όπως αντανακλάται στο μέγεθος του NIM, ενδέχεται να επηρεάζεται σημαντικά από το επίπεδο της κανονικοποίησης του ρυθμιστικού περιβάλλοντος (regulation) της αγοράς, τη σχέση ανταγωνιστικότητας-αποτελεσματικότητας, καθώς και άλλους θεσμικούς ή ειδικούς παράγοντες. Για να απομονωθεί η επίδραση που πιθανόν ασκεί ο βαθμός συγκέντρωσης στην ανταγωνιστικότητα, εκτιμούμε γραμμικές παλινδρομήσεις με εξαρτημένη μεταβλητή το NIM της τράπεζας i και χώρας k και ανεξάρτητες μεταβλητές εκτός της μεταβλητής που προσεγγίζει τη συγκέντρωση για τη χώρα k (HHI, CR-3, CR-5) μια σειρά από μεταβλητές ελέγχου, οι οποίες χαρακτηρίζουν τις τράπεζες του δείγματος. Η επίδραση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος και του χρηματοπιστωτικού συστήματος απομονώνεται με τη χρήση μεταβλητών ελέγχου. Το επίπεδο πληθωρισμού π.χ. ενοχοποιείται για τη θετική επίδραση που ασκεί στο NIM προξενώντας μεγαλύτερη ασυμμετρία στην πληροφόρηση. Η δυνατότητα χρηματοδότησης των επιχειρήσεων από την κεφαλαιαγορά πιθανόν εξασκεί πιέσεις στο NIM, όπως επίσης ενδέχεται ο οικονομικός κύκλος να επιδρά στο ύψος των επιτοκίων χορηγήσεων και καταθέσεων. Η ομοιομορφία του ρυθμιστικού πλαισίου του τραπεζικού συστήματος της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της ζώνης του ευρώ, αποτελεί το άλλοθι της ανυπαρξίας των σχετικών μεταβλητών ελέγχου.

4. Δείγμα και μεθοδολογία

Το εμπειρικό κομμάτι της παρούσας μελέτης χρησιμοποιεί ένα αρχικό δείγμα (unbalanced set) 210 χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων από 20 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, με τα στοιχεία σε εταιρική βάση να προέρχονται από τη βάση δεδομένων BankScope, ενώ για τις μακροοικονομικές μεταβλητές χρησιμοποιούμε ως πηγή την Eurostat. Η επιλογή του δείγματος επικεντρώθηκε στην προσπάθεια κάλυψης ενός σημαντικού ποσοστού του ενεργητικού του ευρωπαϊκού τραπεζικού τομέα. Για τον λόγο αυτό, η κατασκευή του δείγματος ξεκίνησε στο μοτίβο των ευρωπαϊκών τραπεζών που έλαβαν μέρος στις ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress tests), οι οποίες διεξήχθησαν τον Ιούλιο του 2010 υπό τον συντονισμό της Επιτροπής Ευρωπαϊκών Αρχών Τραπεζικής Εποπτείας (CEBS), σε συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ). Οι 91 αυτές ευρωπαϊκές τράπεζες αθροιστικά αντιπροσωπεύουν το 65% του συνολικού του ενεργητικού του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος, ενώ με την επιλογή μας να συμπεριλάβουμε επιπλέον 119 τράπεζες, το δείγμα μας αντιπροσωπεύει πλέον περίπου το 85%. Τα στοιχεία που χρησιμοποιούμε είναι σε ενοποιημένη βάση για την περίοδο 2000-2009, με τον αριθμό των παρατηρήσεων ανά χρονιά να ανέρχεται, κατά μέσο όρο, σε 2.300.

Για να υπολογίσουμε το H-Statistic, χρησιμοποιούμε τον ακόλουθο προσδιορισμό μιας γραμμικής συνάρτησης ανηγμένης μορφής (reduced form) για ένα πάνελ στοιχείων (panel data set):

$$\log II=\alpha+\beta_1 \log w_{Fit}+\beta_2 \log w_{Lit}+\beta_3 \log w_{Cit}+\sum_{i=1}^{n}\gamma_i \log BSV_{it}+error$$

όπου it είναι η υπόστιξη η οποία καταδεικνύει την τράπεζα i του δείγματός μας τη χρονική στιγμή t, II είναι η επεξηγηματική μας μεταβλητή, η οποία αλλάζει ανάλογα με την εκδοχή του μοντέλου –συγκεκριμένα, χρησιμοποιούμε τις μεταβλητές (i) Έσοδα από Τόκους (Interest Income), (ii) Συνολικά Έσοδα (Total Revenue), (iii) Έσοδα από Τόκους ως προς το Σύνολο Ενεργητικού (Interest Income to Total Assets) και (iv) Συνολικά Έσοδα ως προς το Σύνολο Ενεργητικού (Total Income to Total Assets)– W_F είναι ο λόγος των εξόδων τόκων ως προς τη συνολική χρηματοδότηση, W_L είναι ο λόγος των εξόδων μισθοδοσίας ως προς τα συνολικά στοιχεία ενεργητικού και W_C είναι ο λόγος των μη-επιτοκιακών εξόδων ως προς τα ενσώματα στοιχεία ενεργητικού. Επίσης, χρησιμοποιούμε χαρακτηριστικές μεταβλητές (BSV) που αναμένεται να επηρεάζουν την κερδοφορία, όπως τον λόγο των συνολικών δανείων ως προς το σύνολο ενεργητικού σαν μία προσέγγιση για τον πιστωτικό κίνδυνο (LNS/TA), τον λόγο των λοιπών στοιχείων ενεργητικού ως προς το σύνολο ενεργητικού για να ελέγξουμε τη σύνθεση του ενεργητικού (ONA/TA), τον λόγο των καταθέσεων ως προς το σύνολο καταθέσεων και βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης για να ελέγξουμε τη σύνθεση της χρηματοδότησης (DPS/F), και τέλος τον λόγο των ιδίων κεφαλαίων ως προς το σύνολο ενεργητικού για να προσεγγίσουμε τη μόχλευση (EQ/TA).

Για να εξακριβώσουμε την επίδραση που πιθανόν να έχει η συγκέντρωση ενός τραπεζικού συστήματος στην ανταγωνιστικότητα (δεύτερο υπόδειγμα), ελέγχοντας ταυτόχρονα για συγκεκριμένα εταιρικά χαρακτηριστικά, καθώς και για το μακροοικονομικό περιβάλλον στο οποίο λειτουργούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, χρησιμοποιούμε τον ακόλουθο προσδιορισμό μιας γραμμικής συνάρτησης ανηγμένης μορφής (reduced form) για ένα πάνελ στοιχείων (panel data set):

$$NIM_{k,i}=\alpha+\beta_1 CR_k+\beta_2 \sum_{i=1}^{n} BSV_{k,i}+\beta_3 \sum MAV_k+error$$

όπου k,i είναι η υπόστιξη η οποία καταδεικνύει τη χώρα (k) και την τράπεζα (i) του δείγματός μας, NIM είναι το Καθαρό Επιτοκιακό Περιθώριο, CR-5 είναι ο δείκτης συγκέντρωσης εκτιμώμενος ως προς το μερίδιο αγοράς των πέντε μεγαλύτερων τραπεζών κάθε χώρας βάσει στοιχείων ενεργητικού, BSV είναι ένα διάνυσμα χαρακτηριστικών τραπεζικών μεταβλητών που αναμένεται να επηρεάζουν την κερδοφορία, όπως το μέγεθος, εκφραζόμενο από τα συνολικά στοιχεία ενεργητικού (TA), η ρευστότητα, για την οποία χρησιμοποιούμε τον λόγο καταθέσεων και βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης ως προς τα συνολικά στοιχεία ενεργητικού (LIQ), ο λόγος της καθαρής θέσης ως προς το σύνολο του ενεργητικού (EQ/TA) και τέλος, ο λόγος μη επιτοκιακού εισοδήματος ως προς τα συνολικά στοιχεία ενεργητικού (FEE). Όσον αφορά τις μακροοικονομικές μεταβλητές που

χρησιμοποιούμε στο μοντέλο μας, αυτές είναι ο πληθωρισμός (INF), το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (GDP) και τέλος ο λόγος της χρηματιστηριακής αξίας της αγοράς της κάθε εξετασμένης χώρας ως προς το ΑΕΠ (MVR)[5].

5. Εμπειρικά αποτελέσματα

Τα αποτελέσματα της πρόσφατης εμπειρικής βιβλιογραφίας παρουσιάζονται στον πίνακα 4. Ένα χαρακτηριστικό των εμπειρικών υποδειγμάτων που προβληματίζει είναι η χρησιμοποίηση της σταθμισμένης (υπό κλίμακα – scaled) εξηρτημένης μεταβλητής των επιτοκιακών ή συνολικών εσόδων. Η πιο πρόσφατη μελέτη των Bikker, Shaffer και Spierdijk (2009) δείχνει ότι η συγκεκριμένη μεταβλητή πρέπει να είναι αστάθμιστη (χωρίς κλίμακα – unscaled) για να υπάρχει αξιοπιστία στην εκτίμηση του επιπέδου ανταγωνιστικότητας με το «Η», ειδικά όταν το «Η» λαμβάνει αρνητική τιμή. Ένα δεύτερο χαρακτηριστικό αφορά την έμφαση στο «Η» των επί μέρους τραπεζικών αγορών, όπου το στατιστικό υπολογίζεται για κάθε χώρα ξεχωριστά, όπως στους DeBandt και Davies (2000), Bikker και Haaf (2002), Claessens και Laeven (2004), Bikker, Shaffer και Spierdijk (2009) και στο «Η» ενός δείγματος τραπεζών που ανήκουν σε διάφορες χώρες οι οποίες αποτελούν διακριτές τραπεζικές αγορές (Mamatzakis et al. 2005, Staikouras and Fillipaki, 2006). Οι περισσότερες μελέτες υπολογίζουν το «Η» διακρίνοντας τις μεγάλες από τις μικρές τράπεζες. Τα κυριότερα συμπεράσματα που συνθέτουν μια χωρίς έντονες αντιφάσεις εικόνα είναι τα εξής: (i) Η ευρωπαϊκή αγορά είναι λιγότερο ανταγωνιστική από αυτήν των ΗΠΑ (DeBandt και Davies, 2000), (ii) οι μεγάλες τράπεζες οι οποίες λειτουργούν στις διεθνείς αγορές είναι περισσότερο ανταγωνιστικές από τις μικρές, και (iii) υπάρχει διεθνής τάση για αύξηση της ανταγωνιστικότητας του τραπεζικού συστήματος, ιδίως στις αγορές με ευκολία εισόδου νέων τραπεζών ή ανοικτών σε διεθνή ανταγωνισμό.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4 Το μοντέλο Panzar-Rosse σε προηγούμενες μελέτες

Συγγραφείς	Περίοδος	Δείγμα	Αποτελέσματα
De Bandt and Davis (2000)	1992-1996	Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία	Μονοπωλιακός ανταγωνισμός σε όλες τις χώρες για τις μεγάλες τράπεζες Οι μικρές τράπεζες μη ανταγωνιστικές στην Ιταλία Οι μικρές τράπεζες μονοπώλιο στη Γερμανία
Bikker and Haaf (2002)	1988-1998	23 χώρες	Ελλάδα Τέλειος ανταγωνισμός για τις μεγάλες τράπεζες Μονοπωλιακός ανταγωνισμός για τις μικρές και μεσαίες τράπεζες
Claessens and Laeven (2003)	1994-2001	50 χώρες	Μονοπωλιακός ανταγωνισμός σε όλες τις χώρες (συμπεριλαμβανομένης της Ελλάδας, όπου Η=0.76)
Mamatzakis et al. (2005)	1998-2002	SEE (Αλβανία, Βοσνία, Βουλγαρία, Κροατία, FYROM, Ρουμανία, Σερβία)	Μονοπωλιακός ανταγωνισμός
Staikouras and Fillipaki (2006)	1998-2002	ΕΕ-15 έναντι ΕΕ-10 (Τσεχία, Κύπρος, Εσθονία, Ουγγαρία, Λετονία, Λιθουανία, Μάλτα, Πολωνία, Σλοβακία, Σλοβενία)	Μονοπωλιακός ανταγωνισμός στην ΕΕ-15 (Η=0.54) Μονοπωλιακός ανταγωνισμός στην ΕΕ-10 (Η=0.78)
Bikker, Shaffer and Spierdijk (2009)	1986-2004	67 χώρες	Μονοπωλιακός ανταγωνισμός σε 40 χώρες

[5] Οι μεταβλητές προκύπτουν ως ο αριθμητικός μέσος όρος υπό την εξετασμένη περίοδο, 2000–2009. Η χρησιμοποίηση των τιμών του άνω χρονικού διαστήματος (2009) των χαρακτηριστικών τραπεζικών μεταβλητών (BSV), όπως ακολουθείται σαν εναλλακτική προσέγγιση στη βιβλιογραφία, δεν επέφερε σημαντικές αλλαγές στα αποτελέσματά μας.

Η δομή αγοράς που εκτιμάται ότι ισχύει στις περισσότερες αγορές είναι ο μονοπωλιακός ανταγωνισμός (Bikker και Haaf, 2002, Claessens και Laeven, 2004, Mamatzakis et al. 2005, Staikouras και Fillipaki, 2006). Αντίθετα, η επίδραση της συγκέντρωσης του τραπεζικού συστήματος στην ανταγωνιστικότητα δεν βρίσκει ομοφωνία. Οι Bikker και Haaf (2002) βρίσκουν αρνητική επίδραση της συγκέντρωσης στην ανταγωνιστικότητα, ενώ οι Claessens και Laeven (2004) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η ευκολία διεκδίκησης των κερδών καθορίζει την ανταγωνιστικότητα και όχι η συγκέντρωση του κλάδου. Η μόνη μελέτη που χρησιμοποιεί μεταβλητές χωρίς κλίμακα είναι των Bikker, Shaffer και Spierdijk (2009) και οι εκτιμήσεις τους για το «Η» διαφέρουν αρκετά από τις υπόλοιπες μελέτες, αφού βρίσκουν αρκετές αγορές να λειτουργούν υπό ενδεχόμενη μονοπωλιακή δύναμη, συμπεριλαμβανόμενης και της ελληνικής αγοράς.

Ο πίνακας 5 παρουσιάζει την εκτίμηση του «Η» για το συνολικό δείγμα μας. Η τιμή του στατιστικού είναι θετική και μικρότερη της μονάδας, ακόμη και στις παλινδρομήσεις με τα αστάθμιστα έσοδα (unscaled) ως εξαρτημένη μεταβλητή, σύμφωνα δηλαδή με τη μεθοδολογία που ακολούθησαν οι Bikker, Shaffer και Spierdijk (2009). Τα αποτελέσματα σχετικά με τις ανεξάρτητες μεταβλητές και το στατιστικό «Η», όσον αφορά το πρόσημο και τη στατιστική σημαντικότητα είναι τα αναμενόμενα και συγκλίνουν με αυτά της βιβλιογραφίας (DeBandt και Davies 2000, Bikker και Haaf 2002, Claessens και Laeven 2004, Mamatzakis et al. 2005, Staikouras και Fillipaki, 2006). Ο απαραίτητος για την εκτίμηση του «Η» έλεγχος για αγορά σε ισορροπία απέτυχε να απορρίψει τη μηδενική υπόθεση της αγοράς σε ισορροπία. Το στατιστικό F που προκύπτει από το τεστ του Wald είναι μόλις 0,03.

Οι πίνακες 6-10 αφορούν την εκτίμηση του «Η» για συγκεκριμένες χώρες του δείγματος που χρησιμοποιήσαμε με βάση το ίδιο υπόδειγμα που μας έδωσε τα αποτελέσματα του προηγούμενου πίνακα. Με βάση το σταθμισμένο (scaled) υπόδειγμα το ελληνικό τραπεζικό σύστημα (Πίνακας 6) έχει δομή μονοπωλιακού ανταγωνισμού. Το συμπέρασμα αυτό ισχύει στις περισσότερες μελέτες και για τις περισσότερες χώρες. Ανταποκρινόμενοι στην κριτική που άσκησαν οι Bikker, Shaffer και Spierdijk (2009), εκτιμήσαμε και το αστάθμιστο υπόδειγμα εκ του οποίου προκύπτει ότι το «Η» είναι στατιστικά μηδέν. Σύμφωνα με την ανωτέρω κριτική, μηδενικό «Η» αντιστοιχεί σε ανταγωνιστική δομή όταν το μακροχρόνιο μέσο κόστος παραγωγής ενδέχεται να είναι σταθερό. Για την Ελλάδα, η ένδειξη από την εκτίμηση του ROA είναι πως το ελληνικό τραπεζικό σύστημα βρίσκεται σε μακροχρόνια ισορροπία στην οποία μικρές και μεγάλες τράπεζες είναι οικονομικά βιώσιμες. Η ένδειξη αυτή ενισχύει το συμπέρασμα περί μιας ανταγωνιστικής τραπεζικής δομής.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5 Δείγμα 20 ευρωπαϊκών χωρών

Στον πίνακα παρατίθενται τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την εκτίμηση διαφόρων εκδοχών του μοντέλου Panzar-Rosse:

Wf είναι ο λόγος των εξόδων τόκων ως προς τη συνολική χρηματοδότηση, WI είναι ο λόγος των εξόδων μισθοδοσίας ως προς το σύνολο του Ενεργητικού, Wc είναι ο λόγος των μη- επιτοκιακών εξόδων ως προς τα ενσώματα πάγια, LNS/TA είναι ο λόγος των δανείων προς το σύνολο του Ενεργητικού, ONA/TA είναι ο λόγος των λοιπών στοιχείων ενεργητικού προς το σύνολο του ενεργητικού, DPS/F είναι ο λόγος των καταθέσεων ως προς το σύνολο καταθέσεων και βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης και EQ/TA είναι ο λόγος των ίδιων κεφαλαίων ως προς το σύνολο του ενεργητικού.

Η εκτίμηση του μοντέλου πραγματοποιείται με τη μέθοδο ελάχιστων τετραγώνων OLS σε ένα πάνελ 20 χωρών και 210 τραπεζών για την περίοδο 2000-2009 (panel data), διορθώνοντας για ετεροσκεδαστικότητα με τον εκτιμητή του White (1980).

Το στατιστικό μέτρο H (H-statistic) ισούται με το άθροισμα των ελαστικοτήτων (bi) των μεταβλητών Wf, WI και Wc και επομένως H = b1(of Wf) + b2(of WI) + b3(of Wc).

Το τεστ βάσει του κριτηρίου Wald χρησιμοποιείται για να ελέγξουμε τις υποθέσεις H=0 και H=1 και ακολουθεί μία F-κατανομή.

Οι τιμές στις παρενθέσεις όσον αφορά το Wald τεστ είναι p-values.

Ο έλεγχος της μακροχρόνιας ισορροπίας (long-run equilibrium) για τη στατιστική H πραγματοποιείται με το ίδιο μοντέλο, χρησιμοποιώντας την απόδοση του ενεργητικού (ROA) ως την εξαρτημένη μεταβλητή, με τη μη απόρριψη της υπόθεσης H (ROA)=0 να υποδηλώνει πως το υπό εξέταση τραπεζικό σύστημα βρίσκεται σε ισορροπία.

	P-R Model I			P-R Model II			P-R Model III (Unscaled)			P-R Model IV (Unscaled)		
Εξαρτημένη μεταβλητή	**(Έσοδα από Τόκους/ Ενεργητικό)**			**(Σύνολο Εσόδων/ Ενεργητικό)**			**Έσοδα από Τόκους**			**Σύνολο Εσόδων**		
Επεξηγηματικές Μεταβλητές	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**
Wf	0,646	0,013	50,12	0,518	0,020	25,77	0,440	0,095	4,63	0,318	0,098	3,23
WI	0,098	0,018	5,45	0,098	0,017	5,90	-0,355	0,087	-4,09	-0,352	0,088	-4,02
Wc	-0,014	0,008	-1,85	0,046	0,008	5,38	0,246	0,042	5,88	0,308	0,050	6,21
LNS/TA	0,227	0,017	13,52	0,171	0,039	4,33	-0,315	0,093	-3,39	-0,375	0,073	-5,17
ONA/TA	-0,012	0,010	-1,25	-0,013	0,017	-0,74	0,743	0,078	9,51	0,734	0,075	9,85
DPS/F	0,019	0,010	1,93	-0,101	0,017	-6,04	0,352	0,070	5,01	0,228	0,067	3,41
EQ/TA	0,035	0,014	2,47	0,289	0,036	7,93	-1,523	0,175	-8,70	-1,261	0,144	-8,73
Intercept	-0,07	0,04	-1,68	0,092	0,055	1,68	5,462	0,292	18,73	5,645	0,282	20,03
Adj. R^2	0,81			0,38			0,40			0,36		
Αριθμός παρατηρήσεων	1.727			1.705			1.727			1.705		
H-statistic	**0,73**	0,025	28,94	**0,66**	0,025	26,81	**0,33**	0,103	3,21	**0,27**	0,099	2,76
Wald test for H=0	F(1,1710)= 837.51 (0.000)			F(1,1688)= 718.81 (0.000)			F(1,1710)= 10.29 (0.001)			F(1,1688)= 7.63 (0.005)		
Wald test for H=1	F(1,1710)= 114.39 (0.000)			F(1,1688)= 188.17 (0.000)			F(1,1710)= 41.90 (0.000)			F(1,1688)= 53.69 (0.000)		
Έλεγχος Μακροχρόνιας Ισορροπίας (Long-run Equilibrium)												
H (ROA)-statistic	**0,01**	0,056	0,19									
Wald test for H(ROA)=0	F(1,1613)= 0.03 (0.845)											
	H_0: H(ROA) = 0 ΔΕΝ ΑΠΟΡΡΙΠΤΕΤΑΙ											

ΠΙΝΑΚΑΣ 6 Ελλάδα

Στον πίνακα παρατίθενται τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την εκτίμηση διαφόρων εκδοχών του μοντέλου Panzar-Rosse:

Wf είναι ο λόγος των εξόδων τόκων ως προς τη συνολική χρηματοδότηση, WI είναι ο λόγος των εξόδων μισθοδοσίας ως προς το σύνολο του Ενεργητικού, Wc είναι ο λόγος των μη- επιτοκιακών εξόδων ως προς τα ενσώματα πάγια, LNS/TA είναι ο λόγος των δανείων προς το σύνολο του Ενεργητικού, ONA/TA είναι ο λόγος των λοιπών στοιχείων ενεργητικού προς το σύνολο του ενεργητικού, DPS/F είναι ο λόγος των καταθέσεων ως προς το σύνολο καταθέσεων και βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης και EQ/TA είναι ο λόγος των ίδιων κεφαλαίων ως προς το σύνολο του ενεργητικού.

Η εκτίμηση του μοντέλου πραγματοποιείται με τη μέθοδο ελάχιστων τετραγώνων OLS σε ένα πάνελ 17 τραπεζών για την περίοδο 2000-2009 (panel data), διορθώνοντας για ετεροσκεδαστικότητα με τον εκτιμητή του White (1980).

Το στατιστικό μέτρο H (H-statistic) ισούται με το άθροισμα των ελαστικοτήτων (bi) των μεταβλητών Wf, WI και Wc και επομένως H = b1(of Wf) + b2(of WI) + b3(of Wc).

Το τεστ βάσει του κριτηρίου Wald χρησιμοποιείται για να ελέγξουμε τις υποθέσεις H=0 και H=1 και ακολουθεί μία F-κατανομή.

Οι τιμές στις παρενθέσεις όσον αφορά το Wald τεστ είναι p-values.

Ο έλεγχος της μακροχρόνιας ισορροπίας (long-run equilibrium) για τη στατιστική H πραγματοποιείται με το ίδιο μοντέλο, χρησιμοποιώντας την απόδοση του ενεργητικού (ROA) ως την εξαρτημένη μεταβλητή, με τη μη απόρριψη της υπόθεσης H (ROA)=0 να υποδηλώνει πως το υπό εξέταση τραπεζικό σύστημα βρίσκεται σε ισορροπία.

	P-R Model I			P-R Model II			P-R Model III (Unscaled)			P-R Model IV (Unscaled)		
Εξαρτημένη μεταβλητή	**(Έσοδα από Τόκους/ Ενεργητικό)**			**(Σύνολο Εσόδων/ Ενεργητικό)**			**Έσοδα από Τόκους**			**Σύνολο Εσόδων**		
Επεξηγηματικές Μεταβλητές	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**
Wf	0,541	0,100	5,39	0,165	0,062	2,67	1,487	0,336	4,42	1,102	0,298	3,70
WI	0,003	0,052	0,06	0,238	0,078	3,05	-1,160	0,239	-4,85	-0,941	0,260	-3,62
Wc	0,035	0,046	0,75	0,117	0,028	4,14	-1,027	0,309	-3,33	-0,960	0,286	-3,35
LNS/TA	0,200	0,091	2,19	-0,646	0,090	-7,21	0,727	0,280	2,60	-0,089	0,242	-0,37
ONA/TA	-0,019	0,040	-0,49	-0,007	0,059	-0,12	0,284	0,417	0,68	0,284	0,371	0,76
DPS/F	0,122	0,057	2,14	-0,399	0,132	-3,01	-0,440	0,403	-1,09	-0,931	0,353	2,64
EQ/TA	-0,189	0,076	-2,48	-0,088	0,065	-1,36	-2,339	0,235	-9,97	-2,240	0,203	-11,01
Intercept	-0,68	0,25	-2,75	-0,724	0,184	-3,93	4,250	0,654	6,50	4,163	0,519	8,01
Adj. R^2	0,72			0,33			0,62			0,60		
Αριθμός παρατηρήσεων	142			141			142			141		
H-statistic	**0,58**	0,161	3,60	**0,52**	0,121	4,31	**-0,70**	0,648	-1,08	**-0,80**	0,515	-1,55
Wald test for H=0	F(1,125)= 12.96 (0.000)			F(1,124)= 18.53 (0.000)			F(1,125)= 1.169 (0.281)			F(1,124)= 2.397 (0.124)		
Wald test for H=1	F(1,125)= 6.83 (0.000)			F(1,124)= 15.81 (0.000)			F(1,125)= 6.892 (0.009)			F(1,124)= 12.16 (0.000)		
Έλεγχος Μακροχρόνιας Ισορροπίας (Long-run Equilibrium)												
H (ROA)-statistic	**0,27**	0,484	0,57									
Wald test for H(ROA)=0	F(1,99)= 0.325 (0.571)											
	H_0: H(ROA) = 0 ΔΕΝ ΑΠΟΡΡΙΠΤΕΤΑΙ											

ΠΙΝΑΚΑΣ 7 Γερμανία

Στον πίνακα παρατίθενται τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την εκτίμηση διαφόρων εκδοχών του μοντέλου Panzar-Rosse:

Wf είναι ο λόγος των εξόδων τόκων ως προς τη συνολική χρηματοδότηση, WI είναι ο λόγος των εξόδων μισθοδοσίας ως προς το σύνολο του Ενεργητικού, Wc είναι ο λόγος των μη- επιτοκιακών εξόδων ως προς τα ενσώματα πάγια, LNS/TA είναι ο λόγος των δανείων προς το σύνολο του Ενεργητικού, ONA/TA είναι ο λόγος των λοιπών στοιχείων ενεργητικού προς το σύνολο του ενεργητικού, DPS/F είναι ο λόγος των καταθέσεων ως προς το σύνολο καταθέσεων και βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης και EQ/TA είναι ο λόγος των ίδιων κεφαλαίων ως προς το σύνολο του ενεργητικού.

Η εκτίμηση του μοντέλου πραγματοποιείται με τη μέθοδο ελάχιστων τετραγώνων OLS σε ένα πάνελ 15 τραπεζών για την περίοδο 2000-2009 (panel data), διορθώνοντας για ετεροσκεδαστικότητα με τον εκτιμητή του White (1980).

Το στατιστικό μέτρο H (H-statistic) ισούται με το άθροισμα των ελαστικοτήτων (bi) των μεταβλητών Wf, WI και Wc και επομένως H = b1(of Wf) + b2(of WI) + b3(of Wc).

Το τεστ βάσει του κριτηρίου Wald χρησιμοποιείται για να ελέγξουμε τις υποθέσεις H=0 και H=1 και ακολουθεί μία F-κατανομή.

Οι τιμές στις παρενθέσεις όσον αφορά το Wald τεστ είναι p-values.

Ο έλεγχος της μακροχρόνιας ισορροπίας (long-run equilibrium) για τη στατιστική H πραγματοποιείται με το ίδιο μοντέλο, χρησιμοποιώντας την απόδοση του ενεργητικού (ROA) ως την εξαρτημένη μεταβλητή, με τη μη απόρριψη της υπόθεσης H (ROA)=0 να υποδηλώνει πως το υπό εξέταση τραπεζικό σύστημα βρίσκεται σε ισορροπία.

	P-R Model I			P-R Model II			P-R Model III (Unscaled)			P-R Model IV (Unscaled)		
Εξαρτημένη μεταβλητή	**(Έσοδα από Τόκους/ Ενεργητικό)**			**(Σύνολο Εσόδων/ Ενεργητικό)**			**Έσοδα από Τόκους**			**Σύνολο Εσόδων**		
Επεξηγηματικές Μεταβλητές	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**
Wf	0,828	0,008	102,78	0,404	0,035	11,39	0,331	0,077	4,28	-0,067	0,069	-0,98
WI	0,101	0,046	2,21	-0,053	0,088	-0,61	0,063	0,067	0,94	-0,103	0,058	-1,77
Wc	0,002	0,014	0,11	0,067	0,042	1,60	0,024	0,054	0,44	0,058	0,034	1,57
LNS/TA	0,131	0,026	5,12	0,251	0,058	4,32	0,223	0,105	2,13	0,287	0,103	2,80
ONA/TA	-0,105	0,034	-3,06	-0,087	0,072	-1,22	0,570	0,053	10,68	0,619	0,034	18,03
DPS/F	0,015	0,026	0,55	0,250	0,066	3,78	0,106	0,151	0,70	0,402	0,074	5,45
EQ/TA	0,023	0,025	0,94	-0,124	0,084	-1,48	0,441	0,087	5,08	0,374	0,077	4,88
Intercept	-0,01	0,05	-0,22	-1,144	0,175	-6,54	9,526	0,359	26,52	8,541	0,211	40,48
Adj. R^2	0,95			0,59			0,62			0,65		
Αριθμός παρατηρήσεων	113			112			113			112		
H-statistic	**0,93**	0,062	14,90	**0,42**	0,113	3,69	**0,42**	0,100	4,16	**-0,12**	0,104	-1,12
Wald test for H=0	F(1,96)= 221.90 (0.000)			F(1,95)= 13.63 (0.000)			F(1,96)= 17.33 (0.000)			F(1,95)= 1.261 (0.264)		
Wald test for H=1	F(1,96)= 1.23 (0.269)			F(1,95)= 24.41 (0.000)			F(1,96)= 33.79 (0.000)			F(1,95)= 114.92 (0.000)		
Έλεγχος Μακροχρόνιας Ισορροπίας (Long-run Equilibrium)												
H (ROA)-statistic	**0,32**	0,361	0,88									
Wald test for H(ROA)=0	F(1,81)= 0.781 (0.379)											
	H_0: H(ROA) = 0 ΔΕΝ ΑΠΟΡΡΙΠΤΕΤΑΙ											

ΠΙΝΑΚΑΣ 8 Γαλλία

Στον πίνακα παρατίθενται τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την εκτίμηση διαφόρων εκδοχών του μοντέλου Panzar-Rosse:

Wf είναι ο λόγος των εξόδων τόκων ως προς τη συνολική χρηματοδότηση, WI είναι ο λόγος των εξόδων μισθοδοσίας ως προς το σύνολο του Ενεργητικού, Wc είναι ο λόγος των μη- επιτοκιακών εξόδων ως προς τα ενσώματα πάγια, LNS/TA είναι ο λόγος των δανείων προς το σύνολο του Ενεργητικού, ONA/TA είναι ο λόγος των λοιπών στοιχείων ενεργητικού προς το σύνολο του ενεργητικού, DPS/F είναι ο λόγος των καταθέσεων ως προς το σύνολο καταθέσεων και βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης και EQ/TA είναι ο λόγος των ίδιων κεφαλαίων ως προς το σύνολο του ενεργητικού.

Η εκτίμηση του μοντέλου πραγματοποιείται με τη μέθοδο ελάχιστων τετραγώνων OLS σε ένα πάνελ 15 τραπεζών για την περίοδο 2000-2009 (panel data), διορθώνοντας για ετεροσκεδαστικότητα με τον εκτιμητή του White (1980).

Το στατιστικό μέτρο H (H-statistic) ισούται με το άθροισμα των ελαστικοτήτων (bi) των μεταβλητών Wf, WI και Wc και επομένως H = b1(of Wf) + b2(of WI) + b3(of Wc).

Το τεστ βάσει του κριτηρίου Wald χρησιμοποιείται για να ελέγξουμε τις υποθέσεις H=0 και H=1 και ακολουθεί μία F-κατανομή.

Οι τιμές στις παρενθέσεις όσον αφορά το Wald τεστ είναι p-values.

Ο έλεγχος της μακροχρόνιας ισορροπίας (long-run equilibrium) για τη στατιστική H πραγματοποιείται με το ίδιο μοντέλο, χρησιμοποιώντας την απόδοση του ενεργητικού (ROA) ως την εξαρτημένη μεταβλητή, με τη μη απόρριψη της υπόθεσης H (ROA)=0 να υποδηλώνει πως το υπό εξέταση τραπεζικό σύστημα βρίσκεται σε ισορροπία.

	P-R Model I			P-R Model II			P-R Model III (Unscaled)			P-R Model IV (Unscaled)		
Εξαρτημένη μεταβλητή	**(Έσοδα από Τόκους/ Ενεργητικό)**			**(Σύνολο Εσόδων/ Ενεργητικό)**			**Έσοδα από Τόκους**			**Σύνολο Εσόδων**		
Επεξηγηματικές Μεταβλητές	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**
Wf	0,673	0,051	13,09	0,462	0,066	6,99	-0,023	0,290	-0,08	-0,227	0,296	-0,77
WI	-0,054	0,011	-4,84	-0,050	0,014	-3,59	0,211	0,154	1,37	0,214	0,163	1,31
Wc	0,112	0,018	6,25	0,160	0,022	7,23	-0,346	0,079	-4,38	-0,285	0,082	-3,49
LNS/TA	0,171	0,023	7,38	0,168	0,032	5,24	0,233	0,078	2,98	0,221	0,066	3,34
ONA/TA	-0,094	0,031	-3,03	-0,097	0,077	-1,25	0,737	0,155	4,75	0,709	0,136	5,21
DPS/F	0,087	0,015	5,90	0,067	0,020	3,34	0,270	0,279	0,97	0,247	0,281	0,88
EQ/TA	-0,005	0,043	-0,11	0,148	0,036	4,11	-0,320	0,295	-1,08	-0,172	0,327	-0,53
Intercept	-0,574	0,113	-5,10	-0,626	0,131	-4,77	8,778	0,671	13,08	8,692	0,693	12,54
Adj. R^2	0,89			0,57			0,49			0,47		
Αριθμός παρατηρήσεων	91			87			91			87		
H-statistic	**0,73**	0,048	15,28	**0,57**	0,074	7,71	**-0,16**	0,198	-0,80	**-0,30**	0,174	-1,71
Wald test for H=0	F(1,74)= 233.63 (0.000)			F(1,70)= 59.48 (0.000)			F(1,74)= 0.638 (0.426)			F(1,70)= 2.935 (0.091)		
Wald test for H=1	F(1,74)= 31.55 (0.000)			F(1,95)= 32.24 (0.000)			F(1,74)= 34.34 (0.000)			F(1,70)= 55.61 (0.000)		
Έλεγχος Μακροχρόνιας Ισορροπίας (Long-run Equilibrium)												
H (ROA)-statistic	**-0,49**	0,436	-1,12									
Wald test for H(ROA)=0	F(1,70)= 1.246 (0.267)											
	H_0: H(ROA) = 0 ΔΕΝ ΑΠΟΡΡΙΠΤΕΤΑΙ											

ΠΙΝΑΚΑΣ 9 Ιταλία

Στον πίνακα παρατίθενται τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την εκτίμηση διαφόρων εκδοχών του μοντέλου Panzar-Rosse:

Wf είναι ο λόγος των εξόδων τόκων ως προς τη συνολική χρηματοδότηση, WI είναι ο λόγος των εξόδων μισθοδοσίας ως προς το σύνολο του Ενεργητικού, Wc είναι ο λόγος των μη- επιτοκιακών εξόδων ως προς τα ενσώματα πάγια, LNS/TA είναι ο λόγος των δανείων προς το σύνολο του Ενεργητικού, ONA/TA είναι ο λόγος των λοιπών στοιχείων ενεργητικού προς το σύνολο του ενεργητικού, DPS/F είναι ο λόγος των καταθέσεων ως προς το σύνολο καταθέσεων και βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης και EQ/TA είναι ο λόγος των ίδιων κεφαλαίων ως προς το σύνολο του ενεργητικού.

Η εκτίμηση του μοντέλου πραγματοποιείται με τη μέθοδο ελάχιστων τετραγώνων OLS σε ένα πάνελ 17 τραπεζών για την περίοδο 2000-2009 (panel data), διορθώνοντας για ετεροσκεδαστικότητα με τον εκτιμητή του White (1980).

Το στατιστικό μέτρο H (H-statistic) ισούται με το άθροισμα των ελαστικοτήτων (bi) των μεταβλητών Wf, WI και Wc και επομένως H = b1(of Wf) + b2(of WI) + b3(of Wc).

Το τεστ βάσει του κριτηρίου Wald χρησιμοποιείται για να ελέγξουμε τις υποθέσεις H=0 και H=1 και ακολουθεί μία F-κατανομή.

Οι τιμές στις παρενθέσεις όσον αφορά το Wald τεστ είναι p-values.

Ο έλεγχος της μακροχρόνιας ισορροπίας (long-run equilibrium) για τη στατιστική H πραγματοποιείται με το ίδιο μοντέλο, χρησιμοποιώντας την απόδοση του ενεργητικού (ROA) ως την εξαρτημένη μεταβλητή, με τη μη απόρριψη της υπόθεσης H (ROA)=0 να υποδηλώνει πως το υπό εξέταση τραπεζικό σύστημα βρίσκεται σε ισορροπία.

	P-R Model I			P-R Model II			P-R Model III (Unscaled)			P-R Model IV (Unscaled)		
Εξαρτημένη μεταβλητή	**(Έσοδα από Τόκους/ Ενεργητικό)**			**(Σύνολο Εσόδων/ Ενεργητικό)**			**Έσοδα από Τόκους**			**Σύνολο Εσόδων**		
Επεξηγηματικές Μεταβλητές	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**
Funding rate	0,631	0,062	10,12	0,463	0,067	6,91	0,681	0,705	0,97	0,472	0,697	0,68
Wage rate	0,036	0,024	1,55	0,138	0,022	6,16	0,395	0,123	3,20	0,503	0,127	3,97
Capital price	0,025	0,016	1,50	0,022	0,019	1,11	0,344	0,068	5,02	0,365	0,081	4,53
Loans ratio	0,269	0,091	2,94	0,436	0,229	1,90	-2,699	0,765	-3,53	-2,697	0,841	-3,21
Other assets ratio	0,012	0,015	0,78	0,073	0,031	2,37	0,868	0,108	8,01	0,953	0,115	8,28
Funding mix	0,197	0,050	3,97	-0,173	0,073	-2,39	-1,463	0,549	-2,66	-1,985	0,583	-3,40
Leverage	0,011	0,030	0,36	-0,023	0,035	-0,66	-1,448	0,088	-16,44	-1,504	0,091	-16,52
Intercept	-0,206	0,110	-1,88	-0,145	0,166	-0,87	7,582	1,199	6,32	7,538	1,234	6,11
Adj. R^2	0,81			0,62			0,63			0,65		
Αριθμός παρατηρήσεων	131			126			131			126		
H-statistic	**0,69**	0,052	13,19	**0,62**	0,064	9,78	**1,42**	0,673	2,11	**1,34**	0,656	2,04
Wald test for H=0	F(1,74)= 174.10 (0.000)			F(1,109)= 95.63 (0.000)			F(1,114)= 4.444 (0.037)			F(1,109)= 4.174 (0.043)		
Wald test for H=1	F(1,74)= 34.59 (0.000)			F(1,109)= 34.94 (0.000)			F(1,114)= 0.387 (0.535)			F(1,109)= 0.268 (0.605)		
Έλεγχος Μακροχρόνιας Ισορροπίας (Long-run Equilibrium)												
H (ROA)-statistic	**-0,85**	0,477	-1,78									
Wald test for H(ROA)=0	F(1,106)= 3.164 (0.078)											
	H_0: H(ROA) = 0 ΔΕΝ ΑΠΟΡΡΙΠΤΕΤΑΙ*											

*Σε επίπεδο σημαντικότητας 1%

ΠΙΝΑΚΑΣ 10 Πορτογαλία

Στον πίνακα παρατίθενται τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την εκτίμηση διαφόρων εκδοχών του μοντέλου Panzar-Rosse:

Wf είναι ο λόγος των εξόδων τόκων ως προς τη συνολική χρηματοδότηση, WI είναι ο λόγος των εξόδων μισθοδοσίας ως προς το σύνολο του Ενεργητικού, Wc είναι ο λόγος των μη- επιτοκιακών εξόδων ως προς τα ενσώματα πάγια, LNS/TA είναι ο λόγος των δανείων προς το σύνολο του Ενεργητικού, ONA/TA είναι ο λόγος των λοιπών στοιχείων ενεργητικού προς το σύνολο του ενεργητικού, DPS/F είναι ο λόγος των καταθέσεων ως προς το σύνολο καταθέσεων και βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης και EQ/TA είναι ο λόγος των ίδιων κεφαλαίων ως προς το σύνολο του ενεργητικού.

Η εκτίμηση του μοντέλου πραγματοποιείται με τη μέθοδο ελάχιστων τετραγώνων OLS σε ένα πάνελ 10 τραπεζών για την περίοδο 2000-2009 (panel data), διορθώνοντας για ετεροσκεδαστικότητα με τον εκτιμητή του White (1980).

Το στατιστικό μέτρο H (H-statistic) ισούται με το άθροισμα των ελαστικοτήτων (bi) των μεταβλητών Wf, WI και Wc και επομένως H = b1(of Wf) + b2(of WI) + b3(of Wc).

Το τεστ βάσει του κριτηρίου Wald χρησιμοποιείται για να ελέγξουμε τις υποθέσεις H=0 και H=1 και ακολουθεί μία F-κατανομή.

Οι τιμές στις παρενθέσεις όσον αφορά το Wald τεστ είναι p-values.

Ο έλεγχος της μακροχρόνιας ισορροπίας (long-run equilibrium) για τη στατιστική H πραγματοποιείται με το ίδιο μοντέλο, χρησιμοποιώντας την απόδοση του ενεργητικού (ROA) ως την εξαρτημένη μεταβλητή, με τη μη απόρριψη της υπόθεσης H (ROA)=0 να υποδηλώνει πως το υπό εξέταση τραπεζικό σύστημα βρίσκεται σε ισορροπία.

	P-R Model I			P-R Model II			P-R Model III (Unscaled)			P-R Model IV (Unscaled)		
Εξαρτημένη μεταβλητή	**(Έσοδα από Τόκους/ Ενεργητικό)**			**(Σύνολο Εσόδων/ Ενεργητικό)**			**Έσοδα από Τόκους**			**Σύνολο Εσόδων**		
Επεξηγηματικές Μεταβλητές	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**
Wf	0,656	0,015	43,24	0,579	0,103	5,64	1,599	0,338	4,73	1,523	0,396	3,84
WI	0,035	0,024	1,44	0,588	0,101	5,80	-0,511	0,375	-1,36	0,042	0,336	0,12
Wc	0,004	0,017	0,23	-0,478	0,038	-12,71	-0,184	0,220	-0,84	-0,666	0,215	-3,10
LNS/TA	0,338	0,074	4,59	0,564	0,171	3,29	-1,827	0,578	-3,16	-1,601	0,565	-2,83
ONA/TA	0,006	0,018	0,34	0,088	0,059	1,48	1,036	0,310	3,34	1,118	0,329	3,39
DPS/F	-0,004	0,009	-0,44	-0,072	0,044	-1,65	0,408	0,064	6,37	0,340	0,077	4,44
EQ/TA	0,084	0,043	1,98	0,934	0,138	6,79	-1,347	0,291	-4,63	-0,496	0,376	-1,32
Intercept	-0,157	0,071	-2,20	2,279	0,314	7,25	7,560	0,966	7,82	9,997	1,083	9,23
Adj. R^2	0,94			0,55			0,65			0,68		
Αριθμός παρατηρήσεων	99			99			99			99		
H-statistic	**0,69**	0,032	21,38	**0,69**	0,163	4,24	**0,90**	0,698	1,29	**0,90**	0,716	1,26
Wald test for H=0	F(1,82)= 457.12 (0.000)			F(1,82)= 17.95 (0.000)			F(1,82)= 1.674 (0.199)			F(1,82)= 1.576 (0.213)		
Wald test for H=1	F(1,82)= 85.56 (0.000)			F(1,82)= 3.648 (0.000)			F(1,82)= 0.018 (0.890)			F(1,124)= 0.002 (0.887)		
Έλεγχος Μακροχρόνιας Ισορροπίας (Long-run Equilibrium)												
H (ROA)-statistic	**0,60**	0,227	2,64									
Wald test for H(ROA)=0	F(1,81)= 0.325 (0.013)											
	H_0: H(ROA) = 0 ΔΕΝ ΑΠΟΡΡΙΠΤΕΤΑΙ											

ΠΙΝΑΚΑΣ 11 Συνοπτικά αποτελέσματα για 13 από τις 20 χώρες του δείγματος

Στον πίνακα παρατίθενται τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την εκτίμηση διαφόρων εκδοχών του μοντέλου Panzar-Rosse:

Η εκτίμηση του μοντέλου πραγματοποιείται με τη μέθοδο ελάχιστων τετραγώνων OLS σε ένα πάνελ 20 χωρών (με την εδώ παράθεση 13) και 210 τραπεζών για την περίοδο 2000-2009 (panel data), διορθώνοντας για ετεροσκεδαστικότητα με τον εκτιμητή του White (1980).

Το στατιστικό μέτρο H (H-statistic) ισούται με το άθροισμα των ελαστικοτήτων (bi) των μεταβλητών Wf, WI και Wc και επομένως H = b1(of Wf) + b2(of WI) + b3(of Wc).

Το τεστ βάσει του κριτηρίου Wald χρησιμοποιείται για να ελέγξουμε τις υποθέσεις H=0 και H=1 και ακολουθεί μία F-κατανομή. Οι τιμές στις παρενθέσεις όσον αφορά το Wald τεστ είναι p-values.

Ο έλεγχος τις μακροχρόνιας ισορροπίας (long-run equilibrium) για τη στατιστική H πραγματοποιείται με το ίδιο μοντέλο, χρησιμοποιώντας την απόδοση του ενεργητικού (ROA) ως την εξαρτημένη μεταβλητή, με τη μη απόρριψη της υπόθεσης H (ROA)=0 να υποδηλώνει πως το υπό εξέταση τραπεζικό σύστημα βρίσκεται σε ισορροπία.

	P-R Model I			P-R Model II			P-R Model III (Unscaled)			P-R Model IV (Unscaled)			Έλεγχος Μακροχρόνιας Ισορροπίας (Long-run Equilibrium)		
Εξαρτημένη μεταβλητή	**(Έσοδα από Τόκους/ Ενεργητικό)**			**(Σύνολο Εσόδων/ Ενεργητικό)**			**Έσοδα από Τόκους**			**Σύνολο Εσόδων**			**H_0: H(ROA) = 0**		
Χώρα	**H-statistic**	**Std. Error**	**t-values**	**H-statistic**	**Std. Error**	**t-values**	**H-statistic**	**Std. Error**	**t-values**	**H-statistic**	**Std. Error**	**t-values**	**(ROA)**	**Std. Error**	**t-values***
Αυστρία	**0,85**	0,043	19,68	**1,08**	0,210	5,17	**0,14**	0,395	0,37	**0,43**	0,177	2,44	**0,49**	0,213	2,13 *RR*
Γαλλία	**0,73**	0,048	15,28	**0,57**	0,074	7,71	**-0,16**	0,198	-0,80	**-0,30**	0,174	-1,71	**-0,49**	0,436	-1,11
Γερμανία	**0,93**	0,062	14,90	**0,42**	0,113	3,69	**0,42**	0,100	4,16	**-0,12**	0,104	-1,12	**0,32**	0,361	0,88
Ελλάδα	**0,58**	0,161	3,60	**0,52**	0,121	4,31	**-0,70**	0,648	-1,08	**-0,80**	0,515	-1,55	**0,27**	0,484	0,57
Ουγγαρία	**0,98**	0,050	19,70	**0,70**	0,142	4,95	**0,57**	0,199	2,86	**0,60**	0,199	3,04	**0,41**	0,262	1,55
Ιρλανδία	**0,72**	0,086	8,32	**1,23**	0,198	6,22	**-0,86**	0,465	-1,84	**-0,34**	0,246	-1,38	**0,96**	0,445	2,16 *RR*
Ιταλία	**0,69**	0,052	13,19	**0,62**	0,064	9,78	**1,42**	0,673	2,11	**1,34**	0,656	2,04	**-0,85**	0,477	-1,78 *R*
Ολλανδία	**0,77**	0,044	17,29	**0,21**	0,263	0,80	**-0,13**	1,003	-0,13	**-0,69**	1,155	-0,59	**-0,51**	0,537	-0,95
Πολωνία	**0,75**	0,096	7,78	**1,21**	0,216	5,58	**-0,67**	0,407	-1,63	**-0,21**	0,350	-0,59	**0,17**	0,954	0,18
Πορτογαλία	**0,69**	0,051	13,70	**0,69**	0,163	4,24	**0,90**	0,698	1,29	**0,90**	0,716	1,26	**0,60**	0,227	2,63 *RR*
Σλοβενία	**0,80**	0,057	14,13	**0,54**	0,253	2,14	**0,02**	0,228	0,10	**-0,24**	0,329	-0,74	**0,00**	0,567	0,00
Ισπανία	**0,77**	0,089	8,57	**0,57**	0,083	6,82	**0,18**	0,114	1,60	**-0,02**	0,104	-0,16	**-0,17**	0,314	-0,55
Ηνωμένο Βασίλειο	**0,70**	0,064	10,98	**0,65**	0,095	6,89	**0,67**	0,175	3,83	**0,39**	0,227	1,74	**0,14**	0,121	1,14

* Το R υποδηλώνει πως η μηδενική υπόθεση H(ROA)=0 απορρίπτεται σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, ενώ το RR πως απορρίπτεται σε επίπεδο σημαντικότητας 1%

Ο πίνακας 11 παρουσιάζει τις εκτιμήσεις για το «H» για 13 χώρες της ΕΕ[6], 10 από τις οποίες είναι και μέλη της ευρωζώνης. Η Ουγγαρία, η Πολωνία και το ΗΒ είναι οι τρεις εκτός της ζώνης του ευρώ χώρες. Τέλος, ο πίνακας 12 παρουσιάζει την εκτίμηση για την επίδραση της συγκέντρωσης στην ανταγωνιστικότητα με βάση το μοντέλο για το NIM. Αντίθετα από τα αποτελέσματα της μελέτης των Demirguz-Kunt, Laeven και Levine (2004), δεν βρίσκουμε θετική σχέση ανάμεσα στη συγκέντρωση και το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο (NIM) και τα αποτελέσματά μας είναι συμβατά με τους Smirlock (1985), Burger (1995) και Prager και Hannah (1999). Από τις μεταβλητές ελέγχου οι στατιστικά σημαντικές του υποδείγματός μας είναι ο πληθωρισμός με

[6] Από το σύνολο των 20 χωρών που είχαμε χρησιμοποιήσει στο αρχικό δείγμα μας.

το αναμενόμενο θετικό πρόσημο, η κεφαλαιοποίηση των τραπεζικών ιδρυμάτων με το αναμενόμενο θετικό πρόσημο, και τέλος, η ρευστότητα των ιδρυμάτων που παρουσιάζεται με στατιστικά σημαντική επίδραση. Είναι πιθανόν, οι τράπεζες με μεγαλύτερη ρευστότητα, δηλαδή μεγαλύτερο χαρτοφυλάκιο κρατικών ομολόγων (υψηλής διαβάθμισης) στο ενεργητικό τους, να τείνουν να χρεώνουν υψηλότερα επιτόκια στους πελάτες τους ή να πληρώνουν χαμηλότερα επιτόκια στις καταθέσεις τους. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα αυτά, η περαιτέρω συγκέντρωση στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα δεν αναμένεται να επηρεάσει αρνητικά την ανταγωνιστικότητα. Το συμπέρασμα αυτό δεν συγκλίνει προς τα αποτελέσματα των Delis & Tsionas (2009), με βάση τα οποία η συγκέντρωση και αποτελεσματικότητα έχουν αρνητική σχέση. Η περαιτέρω συγκέντρωση όμως θα επιδράσει θετικά στο πρόβλημα της ευθραυστότητας (fragility) του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Σε περιόδους κρίσης, όταν η ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος είναι στο ναδίρ, κυρίως λόγω της υποβάθμισης των κρατικών ομολόγων, η συγκέντρωση θα τείνει να αποτελέσει μία ασπίδα χωρίς αρνητικές επιδράσεις στην ανταγωνιστικότητα. Πράγματι, οι καταθέτες, πέρα από την εγγύηση ενός μέρους των καταθέσεών τους, θα αντιμετωπίζουν με περισσότερη εμπιστοσύνη τραπεζικά ιδρύματα μεγαλύτερου μεγέθους.

ΠΙΝΑΚΑΣ 12 Μοντέλο Καθαρού Επιτοκιακού Περιθωρίου

Εξαρτημένη μεταβλητή είναι το Καθαρό Επιτοκιακό Περιθώριο. Όλες οι μεταβλητές προκύπτουν ως αριθμητικοί μέσοι της περιόδου 2000-2009. Οι επεξηγηματικές μεταβλητές είναι:

Ο δείκτης συγκέντωσης βασισμένος στο σύνολο του ενεργητικού των πέντε μεγαλύτερων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων κάθε χώρας (CR5), το σύνολο του ενεργητικού (TA), ο λόγος των καταθέσεων και της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης ως προς το σύνολο του ενεργητικού (LIQ), ο λόγος του μη-επιτοκιακού εισοδήματος ως προς το σύνολο του ενεργητικού (FEE), ο πληθωρισμός (INF), ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ (GDP) και ο λόγος της χρηματιστηριακής αξίας ως προς το ΑΕΠ (MVR).

Η εκτίμηση του μοντέλου (Μοντέλο NIMα) πραγματοποιείται με τη μέθοδο γενικευμένων ελάχιστων τετραγώνων (GLS) με τυχαίες επιδράσεις χώρας (Random country effects) όπως και με τη μέθοδο ελάχιστων τετραγώνων (OLS) διορθώνοντας για ετεροσκεδαστικότητα με τον εκτιμητή του White (1980) [Μοντέλο NIMβ].

Εξαρτημένη μεταβλητή	NIMα			NIMβ		
Επεξηγηματικές Μεταβλητές	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-values**
CR5	-0,004	0,006	-0,66	-0,006	0,005	-1,21
TA	0,000	0,001	-0,27	-0,001	0,001	-0,74
LIQ	0,010	0,004	2,40	0,010	0,005	2,15
EQTA	0,075	0,020	3,60	0,082	0,022	3,65
FEE	0,186	0,111	1,66	0,199	0,116	1,72
INF	0,354	0,132	2,68	0,337	0,099	3,41
GDP	-0,008	0,126	-0,07	-0,002	0,091	-0,03
MVR	-0,002	0,005	-0,47	-0,002	0,004	-0,44
R^2-within	0,21		Adj. R^2	0,44		
R^2-between	0,76					
Αριθμός παρατηρήσεων	210			210		
Αριθμός χωρών	20			20		

6. Συμπεράσματα

Χρησιμοποιήσαμε το πιο πρόσφατο δείγμα στη σχετική βιβλιογραφία και πιθανώς αποφύγαμε τις πιο σεσημασμένες παγίδες στη διεθνή βιβλιογραφία για την εκτίμηση του επιπέδου ανταγωνιστικότητας του τραπεζικού κλάδου με τη μεθοδολογία των Panzar-Rosse. Στη συνέχεια εκτιμήσαμε την επίδραση της συγκέντρωσης της τραπεζικής αγοράς στην ανταγωνιστικότητα, χρησιμοποιώντας ως μεταβλητές ελέγχου χαρακτηριστικές μεταβλητές που περιγράφουν τη διαφορετικότητα των τραπεζών του δείγματος. Οι εκτιμήσεις δεν διαφέρουν σημαντικά από την υπάρχουσα βιβλιογραφία, εκτός από την εκτίμηση της επίδρασης της συγκέντρωσης στην ανταγωνιστικότητα, για την οποία εμπειρικά υπήρχε διάσταση συμπερασμάτων. Η δική μας ψήφος είναι υπέρ της στατιστικής ανυπαρξίας της σχέσης. Για μια τελεσίδικη στατιστική εκτίμηση της ανταγωνιστικότητας στην ελληνική αγορά με τη χρήση του «Η» απαιτείται ο εμπειρικός προσδιορισμός της συνάρτησης μακροχρόνιου κόστους για να υπολογιστεί το εύρος των αποτελεσματικών μεγεθών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Συμπερασματικά, ο μονοπωλιακός ανταγωνισμός αποτελεί την κυριαρχούσα δομή στον ευρωπαϊκό τραπεζικό τομέα, καθώς και στην Ελλάδα. Επιπλέον η περαιτέρω συγκέντρωση δεν επηρεάζει την ανταγωνιστικότητα του τραπεζικού κλάδου σε δείγμα 20 χωρών. Αυτό το αποτέλεσμα εκ πρώτης όψεως θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για να ενισχύσει επιχειρήματα περί της άμεσης ανάγκης συγχωνεύσεων και εξαγορών στον ελληνικό τραπεζικό τομέα, έχοντας σαν επακόλουθο μεγαλύτερη ασφάλεια και σταθερότητα στο τραπεζικό σύστημα.

Βιβλιογραφία

Allen, F. and D. Gale (2004), "Competition and Financial Stability", *Journal of Money credit and Banking*, 36, pp. 453-480.

Allen, L. and A. Rai (1996), "Operational Efficiency in Banking: An International Comparison", *Journal of Banking and Finance* 20, pp. 655-672.

Berger, A. N. (1995), "The Profit-Structure Relationship in Banking", Tests of Market-Power and Efficient-Structure Hypotheses, *Journal of Money, Credit and Banking* 27, pp. 404-431.

Berger, A. N. (2003), "The Economic Effects of Technological Progress: Evidence from the Banking Industry", *Journal of Money, Credit and Banking* 35, pp. 141-176.

Berger, A. N. and T. H. Hannan (1989), "The Price-Concentration Relationship in Banking", *Review of Economics and Statistics* 71, pp. 291-299.

Berger, A. N. and G. F. Udell (1998), "The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle", *Journal of Banking and Finance* 22, pp. 613-673.

Berger, A. N., Demirguz-Kunt, R. Levine and J. G. Haubrich (2004), "Bank Concentration and Competition: An Evolution in the Making", *Journal of Money, Credit and Banking* 36, pp. 433-451.

Bikker, J. A. and K. Haaf (2002), Competition, "Concentration and Their Relationship: An Empirical Analysis of the Banking Industry", *Journal of Banking and Finance* 26, pp. 2191-2214.

Bikker, J. A., S. Shaffer and L. Spierdijk (2009), Assessing Competition with the Panzar-Rosse Model: The Role of Scale, Costs, and Equilibrium, DNB Working Papers 225, Netherlands Central Bank.

Boon, J. (2008), "A new way to measure competition", *The Economic Journal*, 118, pp. 1245-1261.

Bresnahan, T. (2002), "The Oligopoly Solution is Identified", *Economics Letters* 10, pp. 87-92.

Brissimis, S. N. & M. D. Delis (2008), "Bank level estimates of market power". Bank of Greece Working Papers.

Carletti, E. (2008), "Competition and Regulation in Banking", in A. V. Thakor and A. W. A. Boot (eds), *Handbook of Financial Intermediation and Banking*, North-Holland, Amsterdam, Chapter 14.

Claessens, S. and L. Laeven (2004), "What Drives Bank Competition? Some International Evidence", *Journal of Money, Credit and Banking* 36, pp. 563-583.

Delis, M. and E. G. Tsionas (2009), "The joint estimation of bank- level market power and efficiency", *Journal of Banking & Finance*, 33, pp. 1842-1850.

Demirguz-Kunt, A. L. Laeven and R. Levine (2004), "Regulations, Market Structure, Institutions, and the Cost of Financial Intermediation", *Journal of Money, Credit and Banking* 36, pp. 593-622.

Freixas, X. and J. C. Rochet (1997), "Microeconomics of Banking". MIT Press, Cambridge, MA.

Hannan, T. H. and A. N. Berger, 1991, "The Rigidity of Prices: Evidence from the Banking Industry", *The American Economic Review*, 81, pp. 938-935.

Lau, L. J. (1982), "On Identifying the Degree of Competitiveness from Industry Price and Output Data", *Economic Letters* 10, pp. 93-99.

Mamatzakis, E., C. Staikouras and N. Koutsomanoli-Fillipaki (2006), "Competition and Concentration in the Banking Sector of the South Eastern European Region", *Emerging Markets Review* 6, pp. 192-209.

Panzar, J. C. and J. N. Rosse (1987), "Testing for Monopoly Equilibrium", *Journal of Industrial Economics* 35, pp. 443-456.

Shaffer, S. (1989), "Competition in the U.S. Banking Industry", *Economic Letters* 29, pp. 321-323.

Shaffer, S. (1993), "A Test of Competition in Canadian Banking Industry", *Journal of Money, Credit and Banking* 25, pp. 49-61.

Shaffer, S. (2004), "Patterns of Competition in Banking", *Journal of Economics and Business* 56, pp. 287-313.

Staikouras, C. and N. Koutsomanoli-Fillipaki (2006), "Competition and Concentration in the New European Banking" Landscape 12, pp. 443-482.

Vives, X. (2008), Competition and regulation in Banking, "*Handbook of Financial Intermediation and Banking*", Elsevier.

Χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών στη διάρκεια της κρίσης

Γιώργος Μιχαλόπουλος
ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ
ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΥ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΕΩΣ
ALPHA BANK

Περίληψη

Η χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών έχει ομολογουμένως υποστεί σοβαρό πλήγμα, καθώς η μετεξέλιξη της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης σε κρίση χρέους έχει ακυρώσει κάθε δυνατό μέσο κάλυψης των χρηματοδοτικών τους αναγκών, οδηγώντας τη δυναμική του εξωτερικού τους δανεισμού από το ζενίθ στο ναδίρ.

Παρότι οι ελληνικές τράπεζες πραγματοποιούν καίριες τομές στη λειτουργία, τον ισολογισμό και τα σχέδια τους, η αδυναμία εξασφάλισης πόρων τις φέρνει σε κομβικό σημείο. Επιπροσθέτως, η ελληνική δημοσιονομική κρίση που βρίσκεται σε εξέλιξη αποτελεί πλέον τη βασική αιτία για το γεγονός ότι οι ελληνικές τράπεζες βιώνουν την αποσάθρωση της χρηματοδοτικής τους βάσης από ζωτικές πηγές όπως οι πελατειακές καταθέσεις και κλιμακώνουν την εξάρτηση τους από την ΕΚΤ και το πρόγραμμα στήριξης του Ελληνικού Δημοσίου.

Μάλιστα, έχοντας ήδη προβεί σε τιτλοποιήσεις για την αυτοχρηματοδότηση του ενεργητικού τους και επιδιώξει τη συγκράτηση του ρυθμού επεκτάσεως και επενδύσεων, φλερτάρουν πλέον με την απομόχλευση και την επιλεκτική εκποίηση στοιχείων του ενεργητικού, ελπίζοντας σε έμμεση αναπλήρωση της απολεσθείσας δανειοδότησης.

Ωστόσο, πέραν την πλήρους εναρμόνισής τους με τα νέα πρότυπα τραπεζικής που προέκυψαν από την παγκόσμια κρίση, το κλειδί για την επανένταξή τους στις αγορές συναρτάται με την εξυγίανση και την αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας, καθώς και τη διευθέτηση των ευρωπαϊκών ανισορροπιών που ταλανίζουν τη διεθνή επενδυτική κοινότητα.

Θα ήθελα να ευχαριστήσω ιδιαιτέρως το σχολιαστή του κειμένου κύριο Φωκίωνα Καραβία, Γενικό Διευθυντή Treasury της Eurobank, που χάρις στην πολυετή εμπειρία και τη βαθιά γνώση του συγκεκριμένου θέματος συνέβαλε μέσω των εύστοχων παρατηρήσεων και προτάσεών του στην τελική μορφή του κειμένου.
Ευχαριστώ επίσης τον κύριο Μιχάλη Μασουράκη, Διευθυντή της Διευθύνσεως Οικονομικών Μελετών της Alpha Bank για τη συνδρομή του στη δομή και σύνταξη του κειμένου.

1. Εισαγωγή

Η πρωτοφανής παγκόσμια οικονομική κρίση, που δημιούργησε συνθήκες πιστωτικής ασφυξίας στο χρηματοοικονομικό σύστημα από το 2007 έως και το 2009, επηρέασε σε μεγάλο βαθμό τη λειτουργία των πιστωτικών ιδρυμάτων διεθνώς. Η αποσταθεροποίηση του παραδοσιακού πρότυπου δανεισμού των τραπεζών από τις αγορές είχε ως αποτέλεσμα να πληγεί η αξιοπιστία και η φερεγγυότητά τους.

Η κρίση ανέδειξε μεταξύ άλλων τις πλημμελείς αρχές και διαδικασίες διαχείρισης της ρευστότητας και των χρηματοδοτικών ανοιγμάτων των τραπεζών σε παγκόσμιο επίπεδο. Ο κίνδυνος ρευστότητας διέφευγε του κανονιστικού πλαισίου διεθνώς, σε αντίθεση με τον κίνδυνο αγοράς και τον πιστωτικό κίνδυνο που τύγχαναν αυστηρής εποπτείας. Είναι ενδεικτικό ότι δείκτες λειτουργικής και δυνητικής ρευστότητας, καθώς και μεσοπρόθεσμης χρηματοδότησης προς ενεργητικό, σπάνια ανακοινώνονταν και αναλύονταν με τη δέουσα λεπτομέρεια από τράπεζες αφού, ούτως ή άλλως, θεωρούσαν ότι η διατήρηση πλεονάσματος ρευστότητας συνιστά ασφάλιστρο που επιβαρύνει σημαντικά το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο.

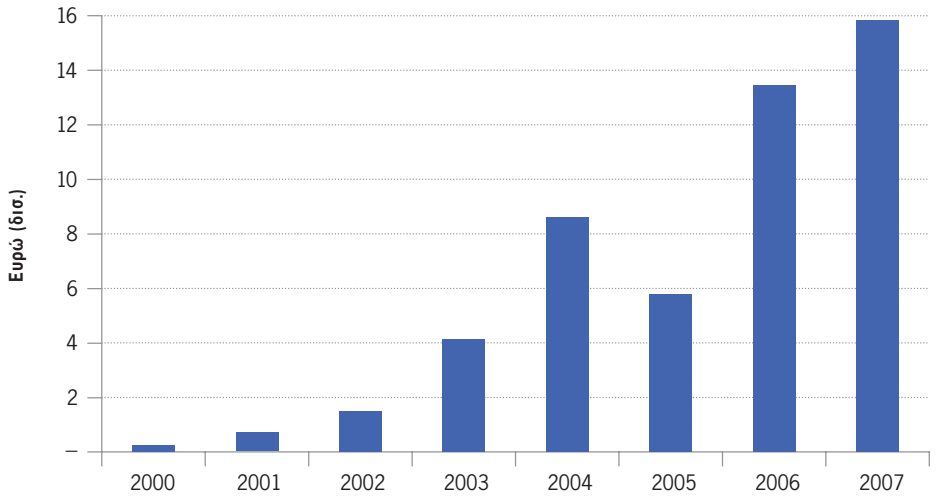
Παράλληλα, οι κανονιστικές αρχές διεθνώς παρείχαν ιδιαίτερη ευελιξία στα πιστωτικά ιδρύματα ως προς τη διάρθρωση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού. Αυτό ενίοτε οδηγούσε σε αδόκιμες συμπεριφορές ως προς τη διαχείριση των κινδύνων χρηματοδότησης, καθώς ήταν παγιωμένη η αντίληψη ότι οι μεγάλες τράπεζες ήταν αρκετά ώριμες, ώστε να προστατεύουν εαυτούς από τον κίνδυνο κατάρρευσης. Εδώ έγκειται μια θεμελιώδης αποτυχία του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο να ανιχνεύσει, να επεξεργαστεί, να μετρήσει και να αντιμετωπίσει τις εκφάνσεις των κινδύνων ρευστότητας και χρηματοδότησης. Μάλιστα, η κρίση δίδαξε με τον πιο εμφατικό τρόπο ότι το φάσμα των κινδύνων στη χρηματοδότηση των τραπεζών, που μπορεί να προκύψει από συνδυασμούς γεγονότων και εξελίξεων, είχε υποεκτιμηθεί σε μεγάλο βαθμό.

2. Χρηματοδότηση ελληνικών τραπεζών προ της κρίσης

Οι ελληνικές τράπεζες, παρότι έδειχναν ανεπηρέαστες στα αρχικά στάδια της κρίσης, αφενός λόγω της αμελητέας έκθεσής τους σε τοξικά προϊόντα και αφετέρου λόγω του συγκριτικά μικρότερου χρηματοδοτικού ανοίγματος έναντι του ευρωπαϊκού μέσου όρου ως απόρροια του μικρότερου λόγου δανείων προς καταθέσεις (loan-to-deposit ratio), εν τέλει εισήλθαν σε μια μακρά περίοδο αποκλεισμού τους από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Αυτή η πρωτόγνωρη εξέλιξη είχε οδυνηρά επακόλουθα στη λειτουργία τους και απείλησε ακόμα και την ίδια την επιβίωσή τους, ύστερα από μια πενταετία (2002-2007) όπου οι ελληνικές τράπεζες αναπτύσσονταν ραγδαία τόσο σε γεωγραφικό επίπεδο με την εξάπλωσή τους κατά κύριο λόγο στη Νοτιοανατολική Ευρώπη, όσο και σε προϊοντικό επίπεδο με την είσοδό τους σε νέες αναπτυσσόμενες αλλά και εξελιγμένες αγορές χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Μία από τις σημαντικές παραμέτρους επιτυχίας τους ήταν η εξέλιξη της χονδρικής χρηματοδότησης. Είναι γεγονός, ότι τα μεγέθη χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών από τις αγορές ακολούθησαν μια αξιοζήλευτη πορεία, όπου με αφετηρία το 1999 –χρονιά κατά την οποία συστήθηκε από την Alpha Bank το πρώτο πρόγραμμα έκδοσης μεσοπρόθεσμων ομολογιών στην ευρωαγορά (EMTN) από ελληνική τράπεζα– διέγραφαν τροχιά σύγκλισης με τον μέσο όρο των μεγεθών των ευρωπαϊκών τραπεζών. Οι δυνατότητες άντλησης μεσοπρόθεσμης ρευστότητας ενισχύονταν χρόνο με τον χρόνο, καθώς οι αγορές γίνονταν πιο οικείες με τον ελληνικό πιστωτικό κίνδυνο. Η ανακύκλωση χρέους στις αγορές για το σύνολο του ελληνικού τραπεζικού συστήματος άγγιξε περίπου τα ευρώ 16 δισ. ή οριακά το 5% του παθητικού τους σε ετήσια βάση, στο απόγειο μιας περιόδου που συνοδεύτηκε από διαρκώς μειούμενα πιστωτικά περιθώρια (Γράφημα 1).

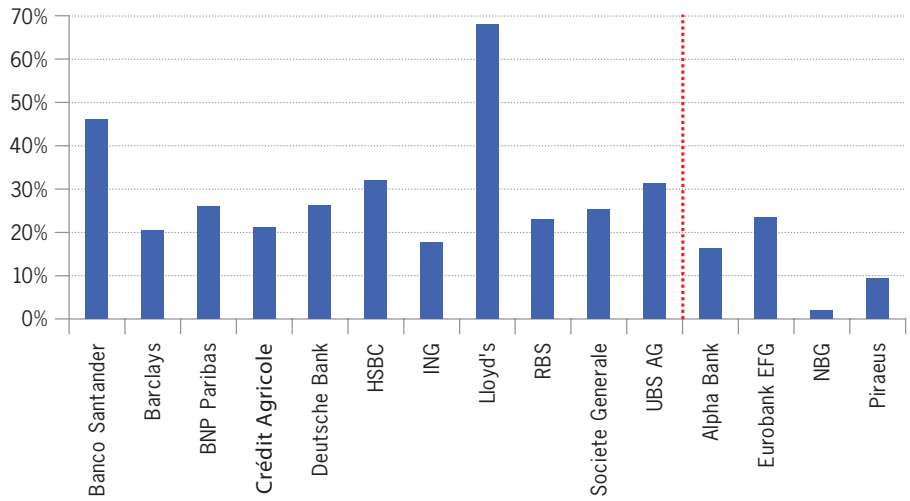
ΓΡΑΦΗΜΑ 1 Ομολογιακές Εκδόσεις Ελληνικών Τραπεζών



ΠΗΓΗ: Dealogic, Bloomberg, Alpha Bank

Ειδικά το πρώτο εξάμηνο του 2007 σημειώθηκε μεγάλη κινητικότητα με ισχυρό υπόβαθρο μια κεφαλαιαγορά διψασμένη για νέους εκδότες με πλούσια περιθώρια στην Ευρώπη και με αφορμή τις θετικές εκθέσεις για τη δυναμική και τα επιτεύγματα των ελληνικών τραπεζών. Επισημαίνεται ότι η χονδρική χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών εκείνη την εποχή συνιστούσε κατά μέσο όρο το 12% του παθητικού τους, όταν στις λοιπές ανεπτυγμένες αγορές της Ευρώπης ξεπερνούσε το 28% κατά μέσο όρο (Γράφημα 2), γεγονός που υπογραμμίζει τη συγκρατημένη εξάρτηση των ελληνικών τραπεζών σε χρηματοδότηση από το εξωτερικό. Βέβαια η ψαλίδα αυτή έκλεινε σταδιακά, καθώς με τη διοχέτευση των ρευστών διαθεσίμων τους σε προσοδοφόρα πελατειακά δάνεια, οι ελληνικές τράπεζες ήταν υποχρεωμένες να συμπληρώσουν την παραδοσιακή βραχυχρόνια ρευστότητα λιανικής μορφής με μακροχρόνιο δανεισμό χονδρικής μορφής. Στο πλαίσιο αυτό, αξιοποίησαν κατά τον καλύτερο τρόπο τις επικρατούσες συνθήκες, ώστε να εξυπηρετήσουν τα αυξανόμενα μεγέθη του ενεργητικού τους σε Ελλάδα και εξωτερικό.

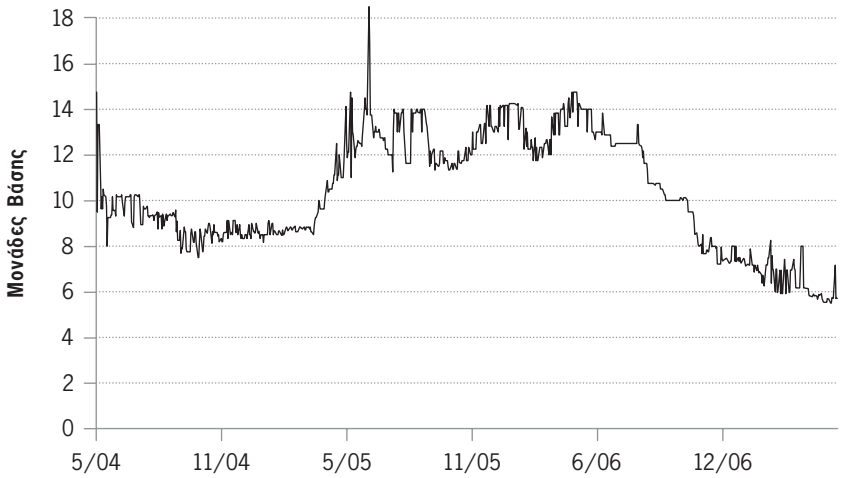
ΓΡΑΦΗΜΑ 2 Χρηματοδότηση προς Σύνολο Ενεργητικού – Ευρωπαϊκές Τράπεζες (30.6.2007)



ΠΗΓΗ: Ισολογισμός Τραπεζών, Alpha Bank

Είναι χαρακτηριστικό, ότι στις αρχές του 2007 τα ελληνικά πιστωτικά περιθώρια συρρικνώθηκαν σε ιστορικά επίπεδα, προσεγγίζοντας τα επιτόκια αναφοράς Euribor πλέον 10-30 μονάδες βάσης για διαστήματα 2-5 έτη (Γράφημα 3, Πίνακας 1). Ουσιαστικά, το ασφάλιστρο που απαιτούνταν να καταβληθεί για την επιμήκυνση της χρηματοδότησης άνω του έτους ήταν αμελητέο.

ΓΡΑΦΗΜΑ 3 Πιστωτικά Περιθώρια Ελληνικού Δημοσίου (CDS 5 ετών)



ΠΗΓΗ: Bloomberg, Alpha Bank

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Μέσα Πιστωτικά Περιθώρια Ελληνικών Τραπεζών (σε μονάδες βάσης)

	1 έτος	2 έτη	3 έτη	5 έτη	7 έτη	8-10 έτη
2000	45	60	65	80		
2001	30	45	50	75		
2002	30	40	40	90		
2003	10	25	35	65		
2004	10	30	45	60		
2005	10	15	25	35		
2006	15	18	21	27	30	32
2007	8	12	15	25	30	32

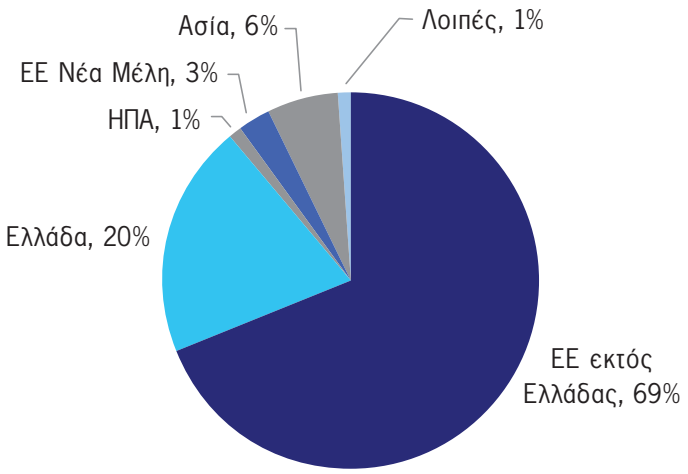
ΠΗΓΗ: Alpha Bank

Καθώς ωρίμαζαν οι εκδόσεις χρέους των ελληνικών τραπεζών στις αγορές, διευρυνόταν η αναγνωρισιμότητά τους και σταθεροποιούνταν οι καμπύλες περιθωρίων τους στη δευτερογενή αγορά. Εν μέσω μιας εκρηκτικής ανάπτυξης των διεθνών κεφαλαιαγορών, οι ελληνικές τράπεζες ήταν έτοιμες να ενδυναμώσουν την παρουσία τους μέσω πιο μακροπρόθεσμων εκδόσεων και εναλλακτικών χαρακτηριστικών στις εκδόσεις τους (ποσά, επιτόκια, δομή) σε μια προσπάθεια προσέγγισης τελικών επενδυτών, όπως αμοιβαία κεφάλαια, ασφαλιστικές εταιρείες, ταμεία και πελάτες private banking.

Αναπόφευκτα, οι κυοφορούμενες προσδοκίες για αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης των ελληνικών τραπεζών, σε συνδυασμό με τον ανταγωνισμό τους για πιο αποτελεσματική διαχείριση του κόστους δανεισμού, τις ωθούσε στην επιλογή κυρίως βραχυπρόθεσμων διαρκειών δανεισμού που περιόριζαν το περιθώριο κοντά σε μονοψήφιο αριθμό. Άλλωστε, η δυνατότητα των ελληνικών τραπεζών για μακροπρόθεσμο δανεισμό (άνω των 5 ετών) ήταν διαχρονικά περιορισμένη ακόμα και στις εποχές που το κόστος ήταν χαμηλό με κυριότερες αιτίες τη χώρα προέλευσης, το μέγεθός τους και το βάθος της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Οι λόγοι αυτοί εξηγούν γιατί οι κλασικές εκδόσεις ομολόγων αναφοράς (benchmark bonds) εκτοπίζονταν διαρκώς προς όφελος των ιδιωτικών τοποθετήσεων (private placements). Η προτίμηση στις ιδιωτικές τοποθετήσεις ενισχυόταν περαιτέρω λόγω της αυξημένης διαπραγματευτικής ισχύος του εκδότη στον καθορισμό του περιθωρίου και των σημαντικά χαμηλότερων προμηθειών των εκδόσεων. Εξίσου ενθαρρυντικό στοιχείο ήταν ότι η υπερτίμηση των περιθωρίων των νέων εκδόσεων (new issue premium) σπάνια κινούνταν υψηλότερα των αντίστοιχων περιθωρίων συγκρίσιμων εκδόσεων στη δευτερογενή αγορά (comparable notes), ενώ οι προμήθειες αναδοχής εξαλείφονταν λόγω αποφυγής ανοίγματος βιβλίου προσφορών (book building process). Εάν στα ανωτέρω προστεθεί και ο περιορισμός του χρονικού διαστήματος μεταξύ συμφωνίας και εκταμίευσης (time to market), είναι ηλίου φαεινότερο ότι η τακτική αυτή, που οι ελληνικές τράπεζες υιοθέτησαν επιτυχώς από τις διεθνείς αγορές, ήταν η πλέον αποτελεσματική. Μοναδικά μειονεκτήματα ήταν το σχετικά μικρό μέγεθος των εκδόσεων ιδιωτικής τοποθέτησης και η σωρευτικά υπερβολική προσφορά χρεογράφων στην αγορά, που με την πάροδο του χρόνου θα είχαν έμμεσο αντίκτυπο στη ζήτηση, εάν επικρατούσαν συνθήκες συσταλτικής πιστωτικής εξέλιξης.

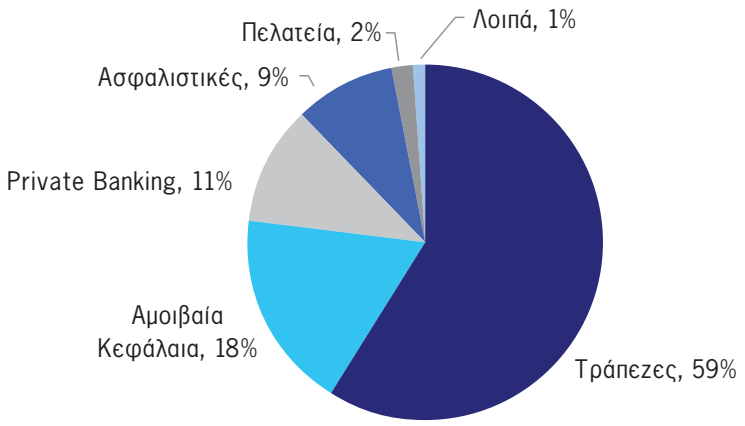
Ένα επιπλέον ποιοτικό γνώρισμα της μορφής της χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών ήταν η παγιωμένη πρόσβασή τους σε εύκολο, γρήγορο και φθηνό δανεισμό από άλλες τράπεζες σε ποσοστό 60% και από επενδυτές στην Κεντρική και Βόρεια Ευρώπη σε ποσοστό 70% της χονδρικής χρηματοδότησής τους. Η επαναλαμβανόμενη επιτυχία τους στο συγκεκριμένο επενδυτικό κοινό τις ωθούσε να βολιδοσκοπούν σχεδόν αποκλειστικά επενδυτές με αυτά τα χαρακτηριστικά (Γραφήματα 4, 5).

ΓΡΑΦΗΜΑ 4 Γεωγραφική Κατανομή Εκδόσεων EMTN Ελληνικών Τραπεζών



ΠΗΓΗ: Alpha Bank

ΓΡΑΦΗΜΑ 5 Επενδυτές Εκδόσεων EMTN Ελληνικών Τραπεζών



ΠΗΓΗ: Alpha Bank

Η συγκέντρωση αυτή εξηγείται από το γεγονός ότι, ειδικά οι μονάδες διαχείρισης διαθεσίμων (bank treasuries) έδειχναν προτίμηση σε επενδύσεις περιορισμένων κεφαλαιακών απαιτήσεων και χαμηλού πιστωτικού κινδύνου σε τράπεζες της Νότιας Ευρώπης και δη της Ελλάδας (οι επενδύσεις σε τραπεζικά ομόλογα επιβαρύνονταν κεφαλαιακά με μόλις ένα πέμπτο (1/5) αντίστοιχων επενδύσεων σε εταιρικά ομόλογα ακόμα και υψηλότερης πιστοληπτικής αξιολόγησης). Εναλλακτικά, οι επενδυτές είχαν την ευκαιρία, μέσω των επενδύσεων σε ελληνικά τραπεζικά ομόλογα με ταυτόχρονη αγορά πιστωτικής προστασίας, να καρπωθούν τη δελεαστική διαφορά στην απόδοση (negative basis) μεταξύ ομολόγων και συμβολαίων πιστωτικής προστασίας (credit default swaps), χωρίς ουσιαστικά να επωμίζονται τον πιστωτικό κίνδυνο του εκδότη. Σε αυτό συνηγορούσαν η γεωγραφική εγγύτητα που ενίσχυε την οικειότητα επενδυτών με εκδότες και η ταυτόσημη και συγχρόνως άνευρη επενδυτική φιλοσοφία των θεσμικών επενδυτών της Ευρώπης που αρκούνταν σε εκδόσεις σειρών από τυποποιημένα EMTN ομόλογα με ικανοποιητικές αποδόσεις.

3. Πρώτη φάση της κρίσης (Αυγ. 2007 – Αυγ. 2008): Η χρηματοδότηση υφίσταται απρόβλεπτη πίεση

Με σχετική καθυστέρηση όλες οι μεγάλες ελληνικές τράπεζες έλαβαν πρωτοβουλίες για τη διαφοροποίηση της επενδυτικής τους βάσης προς νέες αγορές και νέα προϊόντα. Πιο συγκεκριμένα, ξεκίνησαν την επεξεργασία προτάσεων διεθνών οίκων για την είσοδό τους στην αγορά της Αμερικής, προκειμένου για την προσέλκυση πιστοποιημένων επενδυτών (QIB's – Qualified Investment Buyers). Η προσπάθεια προσέγγισης επενδυτών από νέες χώρες ήταν το ενδεδειγμένο αντίβαρο στην υπεραλίευση επενδυτών από την Ευρώπη. Ο αρχικός δισταγμός των τραπεζών για τη δραστηριοποίησή τους ως ξένοι εκδότες σε κατά τεκμήριο πιο αυστηρές, ελεγχόμενες και ακριβές αγορές δανεισμού εκτός Ευρώπης, κάμφθηκε όταν οι ευρωπαϊκές αγορές εμφάνισαν σημάδια κορεσμού οριοθετώντας τη δυνατότητα απορρόφησης ελληνικών κρατικών και τραπεζικών ομολόγων και διευρύνοντας τα πιστωτικά περιθώριά τους το δεύτερο εξάμηνο του 2007.

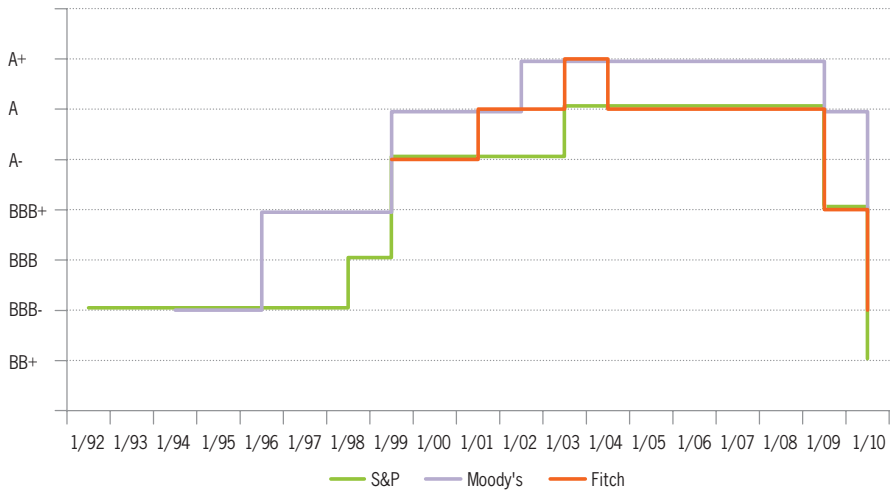
Ωστόσο, το φθινόπωρο του 2007 με τη διάχυση των προβλημάτων της αγοράς των στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ στις κεφαλαιαγορές, οι αγορές χαρακτηρίστηκαν από εσωστρέφεια, καθώς επλήγη η εμπιστοσύνη των επενδυτών στα οικονομικά στοιχεία των τραπεζών διεθνώς, με αποτέλεσμα να αποφεύγουν την ανάληψη

πιστωτικού κινδύνου εκτός των συνόρων των χωρών τους. Συνέπεια της κατάρρευσης της αγοράς των δομημένων χρηματοδοτήσεων (structured finance), ιδιαίτερα για τις ελληνικές τράπεζες, ήταν η αναβολή όλων των τιτλοποιήσεων, με αποτέλεσμα την αποθάρρυνση της αυτοχρηματοδότησης των στοιχείων του ενεργητικού. Αυτή η εξέλιξη μεταφράστηκε άμεσα σε συγκράτηση της πιστωτικής επέκτασής τους κατά περίπου 5% σε ετήσια βάση.

Στις αρχές του 2008, στην προσπάθειά τους για επιστροφή στις παραδοσιακές αγορές χρηματοδότησης, οι ελληνικές τράπεζες βρέθηκαν προ νέων δεδομένων. Η εμπιστοσύνη μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων βρισκόταν στο ναδίρ, λόγω της αβεβαιότητας για την ευρωστία τους μετά τα απόνερα των τοξικών προϊόντων. Η διατραπεζική αγορά ήταν σχεδόν ανύπαρκτη και οι μόνες ζωντανές βραχυχρόνιες πηγές χρηματοδότησης ήταν ο δανεισμός τίτλων επί ενεχύρω (repos) και τα εμπορικά γραμμάτια (commercial paper). Τα repos παρείχαν ρευστότητα με περιθώρια περίπου 25 μ.β. άνω του Euribor για διαστήματα έως 1 έτος, ενώ τα εμπορικά γραμμάτια απευθύνονταν σε θεσμικούς επενδυτές που είχαν ως αποκλειστικό κριτήριο επένδυσης την τήρηση επενδυτικής διαβάθμισης (investment grade) στην πιστοληπτική αξιολόγηση. Σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, οι ιδιωτικές τοποθετήσεις δεν είχαν τη δυναμική να αναπληρώσουν το χρηματοδοτικό κενό, με τις τράπεζες να στρέφονται σε εκδόσεις χρέους με τη μορφή δανείων (συνήθως κατά τα πρότυπα του γερμανικού 'Schuldschein'). Αυτός ο νεωτερισμός επικράτησε χάρις στο ότι οι επενδυτές τα κατέτασσαν λογιστικά στην κατηγορία «δάνεια και απαιτήσεις» ('loans and receivables') και, συνεπώς, απέφευγαν την αποτίμησή τους σε μια εποχή με αυξημένη μεταβλητότητα τιμών στα χρεόγραφα.

Εν μέσω αυτών των εξελίξεων, είναι αξιοσημείωτο ότι, η Ελλάδα και ειδικότερα οι ελληνικές τράπεζες συνέχιζαν να απολαμβάνουν τη στήριξη των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης που ανανέωναν τις θετικές εκθέσεις τους και μάλιστα αναβάθμιζαν τις προοπτικές τους το πρώτο τρίμηνο του 2008 (Γράφημα 6).

ΓΡΑΦΗΜΑ 6 Εξέλιξη της Πιστοληπτικής Διαβάθμισης του Ελληνικού Δημοσίου

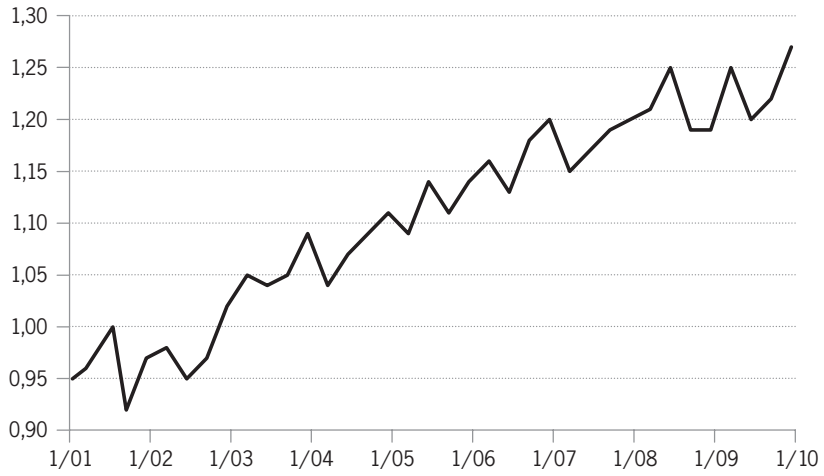


ΠΗΓΗ: Bloomberg, Alpha Bank

Αυτή η σταθερότητα διατηρούσε ζωντανό το ενδιαφέρον των επενδυτών για τα ελληνικά τραπεζικά ομόλογα, αλλά οι ελληνικές τράπεζες απέφυγαν την έκδοση μεσοπρόθεσμων ομολογιών λόγω του ιστορικά υψηλού τιμήματος σε όρους περιθωρίου (κατ' ελάχιστο 100 μ.β. για διαστήματα έως 3 έτη) και στηρίχθηκαν στα αποθέματα ρευστότητάς τους από το προηγούμενο διάστημα, προσφεύγοντας όλο και περισσότερο σε βραχυπρόθεσμες λύσεις, όπως τα εμπορικά γραμμάτια και τα repos. Αναμφίβολα, σε πρώτη ανάγνωση αποδείχθηκε λανθασμένη επιλογή η μη προσφυγή στις αγορές εκείνο το διάστημα, αν και η συνολική βελτίωση των μεγεθών θα ήταν οριακή σε σχέση με τις μετέπειτα εξελίξεις. Σε κάθε περίπτωση, οι ελληνικές τράπεζες διατηρούσαν την αισιοδοξία ότι οι αγορές θα ανακτούσαν την ηρεμία τους και θα επέτρεπαν καλύτερους όρους δανεισμού, ειδικά για τράπεζες που δεν είχαν πληγεί από απομειώσεις και ζημίες εξαιτίας

τοξικών προϊόντων. Η προσδοκία περί θετικών εκθέσεων και αναβαθμίσεων για τις ελληνικές τράπεζες θα εξαργυρωνόταν με μειωμένο κόστος πρόσβασης στις κεφαλαιαγορές, τη στιγμή που ο λόγος δανείων προς καταθέσεις συνέχιζε να καθιστά επιτακτική την ανάγκη προσφυγής σε χονδρική χρηματοδότηση (Γράφημα 7).

ΓΡΑΦΗΜΑ 7 Εξέλιξη Λόγου Δανείων προς Καταθέσεις Ελληνικών Τραπεζών



ΠΗΓΗ: ΤτΕ, Alpha Bank

Η επεκτατική πολιτική των ελληνικών τραπεζών στη Νοτιοανατολική Ευρώπη συνεχιζόταν με αμείωτη ένταση και απορροφούσε ένα μεγάλο μέρος του αποθέματος ρευστών διαθεσίμων τους για την εξυπηρέτηση αναγκών όπως:

- η ανοικτή γραμμή χρηματοδότησης ενεργητικού των θυγατρικών τραπεζών και εκχώρησης υποχρεωτικών διαθεσίμων (minimum reserve requirements) στις τοπικές κεντρικές τράπεζες,
- η τακτική κεφαλαιακή ενίσχυση διαφόρων μορφών (πρωτογενή και δευτερογενή κεφάλαια), και
- η διαρκής κάλυψη λειτουργικών δαπανών.

Το τρίπτυχο αυτό ενίοτε συνοδευόταν από αναγκαστική μετατροπή ευρώ στο τοπικό νόμισμα της κάθε χώρας, με αποτέλεσμα τον εγκλωβισμό ρευστότητας σε χώρες με αρκετές αγκυλώσεις και προβλήματα στη λειτουργία των χρηματαγορών, αλλά και με σχεδόν ανύπαρκτες κεφαλαιαγορές. Ως εκ τούτου, το 65% των στοιχείων του ενεργητικού τους κατά μέσο όρο χρηματοδοτούνταν από τη μητρική τράπεζα στην Ελλάδα μέσω μιας πλήρως κεντροποιημένης διαδικασίας που εστίαζε στις παραδοσιακές δεξαμενές επενδυτών στην Ευρώπη.

Στο πλαίσιο μιας πιο αποτελεσματικής προσπάθειας αντιμετώπισης των προκλήσεων, οι ελληνικές τράπεζες προέβησαν σταδιακά εντός του έτους στις ακόλουθες ενέργειες:

α. προώθηση νέων καταθετικών προϊόντων που επιβράβευαν την εμπιστοσύνη και σταθερότητα της καταθετικής τους βάσης,

β. εξατομικευμένη διαχείριση των «ευαίσθητων», ευμετάβλητων και ευμεγεθών καταθέσεων χονδρικής φύσης,

γ. υιοθέτηση πληρέστερων εσωτερικών δεικτών υπολογισμού ρευστότητας και πρόβλεψης χρηματοδοτικών ανοιγμάτων,

δ. αναδόμηση των στοιχείων ενεργητικού (εκχώρηση συμβάσεων δανείων, τιτλοποίηση) για την αυτοχρηματοδότησή τους μέσω των πράξεων νομισματικής πολιτικής των κεντρικών τραπεζών.

Παρόλα αυτά, ήταν αναμενόμενο ο μέσος ορίζοντας δανεισμού τους να εγκλωβίζεται σε διαστήματα 6-9 μηνών έναντι 2-3 ετών προ της κρίσης, διογκώνοντας τις ανάγκες αναχρηματοδότησης προς το τέλος του 2008 και τις αρχές του 2009. Στο ζήτημα του κόστους, η αναπλήρωση ληξιπρόθεσμων ομολόγων υψηλού περιθωρίου που προέρχονταν από παλαιότερες μακροπρόθεσμες εκδόσεις (2003-2005) μέσω βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης, άμβλυνε παροδικά τις επιπτώσεις από τα νέα «ακριβά» περιθώρια. Επιπροσθέτως, με την έλευση του νόμου για τις καλυμμένες ομολογίες, οι ελληνικές τράπεζες έσπευσαν να δημιουργήσουν σχετικά προγράμματα έκδοσης τέτοιων ομολόγων, καθώς οι επενδυτές τα προτιμούσαν για την όσο το δυνατό μεγαλύτερη εξασφάλιση των χρημάτων τους.

Αναμφισβήτητα προοιωνίζονταν σημαντικά οφέλη για τις τράπεζες-εκδότες όπως:

α. σημαντική μείωση κόστους συγκριτικά με ισοδύναμες μορφές δανεισμού, με τις καλυμμένες ομολογίες να τιμολογούνται στο ήμισυ των περιθωρίων των κλασικών ομολόγων κύριας εξασφάλισης χωρίς εγγυήσεις (ΕΜΤΝ),

β. αισθητά μεγαλύτερα δυνητικά ποσά έκδοσης (άνω του ευρώ 1 δισ. σε κάθε έκδοση) σε σχέση με άλλες μορφές έκδοσης χρέους και σε πιο μακροπρόθεσμα χρονικά διαστήματα (πέραν των 5 ετών συνήθως),

γ. εναλλακτική μορφή δανεισμού με καλύτερη πιστοληπτική διαβάθμιση για την προσέλκυση διαφοροποιημένης επενδυτικής βάσης και με μικρότερη διακύμανση στις τιμές,

δ. δυνατότητα αναγνώρισης των καλυμμένων ομολογιών ως ενέχυρο στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) για τη συμμετοχή σε μεσοπρόθεσμες πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του τραπεζικού συστήματος.

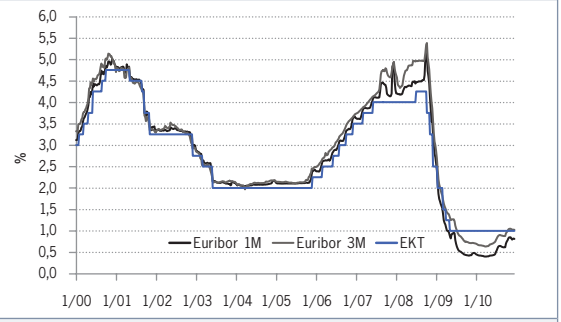
Έτσι, το οπλοστάσιο των ελληνικών τραπεζών ενισχύθηκε με ένα ευρύ φάσμα χρηματοδοτικών εργαλείων σε μια φάση κορύφωσης των δυνατοτήτων τους στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Πλην όμως, οι διατηρούμενες δυσμενείς συνθήκες στις αγορές, που περιόρισαν τη συναλλακτική δραστηριότητα και εν τέλει κατέστησαν ρηχή τη δευτερογενή αγορά ομολόγων, σε συνδυασμό με την αύξηση της πιθανότητας ζημίας λόγω πιστωτικών γεγονότων, δεν μετουσίωσαν την προσπάθεια προώθησης ομολόγων σε τελικούς επενδυτές. Μόνο τα ομόλογα που παρείχαν στους επενδυτές το δικαίωμα ρευστοποίησής τους (put option) σε τακτά χρονικά διαστήματα τριμήνου ή εξαμήνου επιβίωσαν το συγκεκριμένο διάστημα. Όμως, ο κίνδυνος απρόβλεπτης αφαίμαξης ρευστότητας από τις τράπεζες σε περίπτωση μαζικής εξόδου από τέτοια ομόλογα λόγω επιδείνωσης των δεδομένων στις αγορές ήταν έκδηλος.

Διάχυτη ήταν η εκτίμηση ότι οι μικρότερες, αδύναμες και περιφερειακές αγορές θα πληγούν τελικά περισσότερο από την πιστωτική ασφυξία, καθώς επενδυτές έσπευδαν να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους σε τίτλους με υψηλή πιστοληπτική διαβάθμιση ('ΑΑΑ' ή 'ΑΑ'). Με την Ελλάδα να μην πληροί αυτές τις απαιτήσεις, καμία προσπάθεια έκδοσης ομολόγου δεν τελεσφόρησε, παρά την άμεση ανταπόκριση των ελληνικών τραπεζών στις αυξανόμενες απαιτήσεις των ενδιαφερομένων (επενδυτές, αναλυτές, οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης και εποπτικές αρχές) για απόδειξη της βιωσιμότητας και των προοπτικών τους.

4. Δεύτερη φάση της κρίσης (Σεπ. 2008 – Ιαν. 2010): Η χρηματοδότηση καθίσταται ανέφικτη

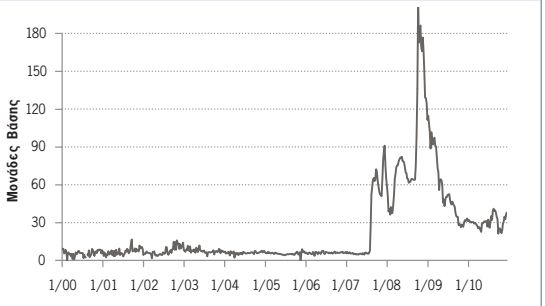
Σε μια κρίσιμη καμπή για την παγκόσμια οικονομία επέρχεται η πτώχευση της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008, ανατρέποντας όλα τα δεδομένα στις αγορές. Το δυσάρεστο αυτό γεγονός επιταχύνει τη λήψη μέτρων από τις εποπτικές αρχές, που έως το σημείο αυτό έδειχναν να πιστεύουν στη διαδικασία της αυτορρύθμισης και απέφευγαν ευθεία παρέμβαση στις κεφαλαιαγορές. Τα επιτόκια στις διατραπεζικές αγορές ενσωματώνουν τον πιστωτικό κίνδυνο του αντισυμβαλλομένου ακαριαία, αποκλίνοντας από το επιτόκιο αναφοράς της ΕΚΤ (Γραφήματα 8α, 8β). Σταδιακά η διατραπεζική αγορά καθίσταται ανενεργή, ενώ οι εκδόσεις ομολόγων αναβάλλονται επ' αόριστον.

ΓΡΑΦΗΜΑ 8α Εξέλιξη Επιτοκίων ευρώ



ΠΗΓΗ: Bloomberg

ΓΡΑΦΗΜΑ 8β Διαφορά 3μηνιαίου Euribor από το O/N Επιτόκιο Swap του ευρώ (OIS)

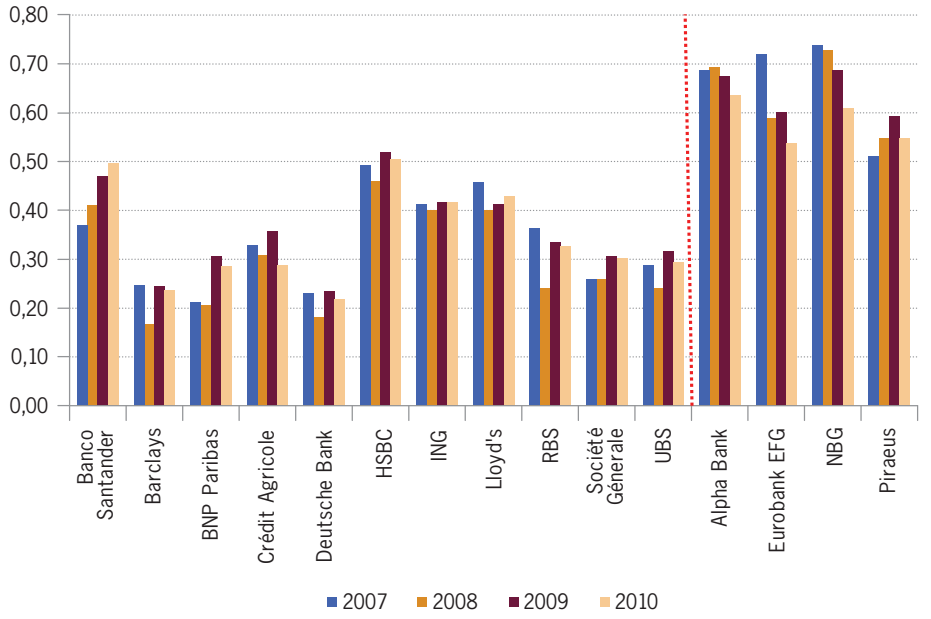


ΠΗΓΗ: Bloomberg

Οι ελληνικές τράπεζες αντιλαμβάνονται ότι απαιτείται ολική επαναφορά τους στο παραδοσιακό μοντέλο τραπεζικής, όπου η ραχοκοκαλιά της χρηματοδότησης είναι οι πελατειακές καταθέσεις και η χονδρική χρηματοδότηση θεωρείται είδος πολυτελείας. Η χρηματοδότηση του ενεργητικού τους κατά 68% από καταθέσεις πρέπει να προσεγγίσει το 100%, δηλαδή ζητείται η επιστροφή τους σε ισορροπίες του 2003 (Γράφημα 9).

Παράλληλα, οι εποπτικές αρχές επικροτούν τη διατήρηση μιας ευρείας δανειακής βάσης και απαιτούν ασκήσεις προσομοίωσης με ζητούμενα την ενίσχυση του δείκτη ρευστότητας και τον απογαλακτισμό του παθητικού των τραπεζών από τη χονδρική χρηματοδότηση. Οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης σπεύδουν να υποβαθμίσουν τις τράπεζες εκτιμώντας ότι –χωρίς κεφαλαιαγορές– η διάρκεια ζωής τους προτού προκύψει ζήτημα εξυπηρέτησης ληξιπρόθεσμου δανεισμού περιορίζεται σε 4-6 μήνες κατά μέσο όρο.

ΓΡΑΦΗΜΑ 9 Πελατειακές Καταθέσεις προς Συνολικές Υποχρεώσεις – Ευρωπαϊκές Τράπεζες



ΠΗΓΗ: Alpha Bank

Εν μέσω αυτών των εξελίξεων οι συνήθως αδρανείς καταθέτες-επενδυτές χάνουν κάθε εμπιστοσύνη στο τραπεζικό σύστημα. Οι τράπεζες υπεραμύνονται των καταθέσεων με σημαντική αύξηση των περιθωρίων τους εν μέσω επαναλαμβανόμενων μειώσεων του βασικού επιτοκίου της ΕΚΤ (από 4,25% τον Οκτώβριο

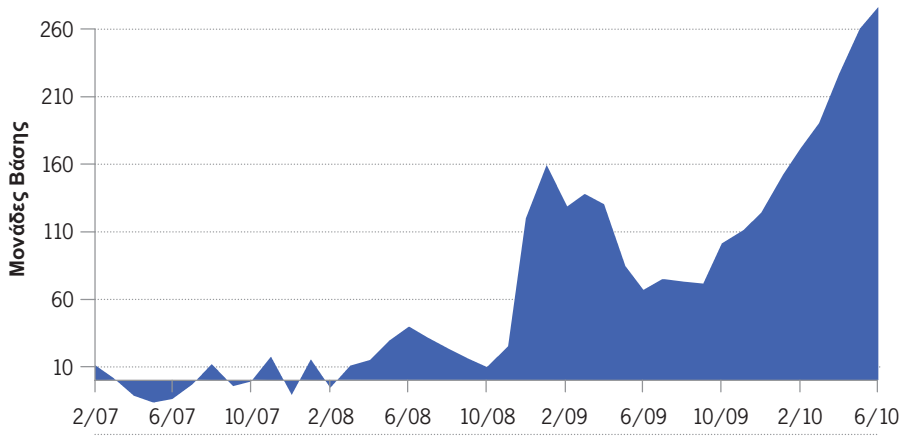
2008 σε 1% τον Μάιο 2009), που στοχεύει στην ελάφρυνση των δανειζομένων από το βασικό κόστος χρηματοδότησης. Σε όλη την Ευρώπη αναζητούνται τρόποι για τη διασφάλιση των πελατειακών καταθέσεων λιανικής φύσης.

Αρχικά το πρόβλημα αντιμετωπίζεται με κρατικές εγγυήσεις ορισμένου ποσού ανά πελάτη-καταθέτη, προκειμένου να αποφευχθεί μαζική φυγή καταθέσεων από το τραπεζικό σύστημα. Τελικά το αντίδοτο είναι η θέσπιση προγραμμάτων στήριξης των οικονομιών και ενίσχυσης της ρευστότητας των τραπεζών από τις κυβερνήσεις όλων σχεδόν των ανεπτυγμένων χωρών, που λαμβάνουν τη μορφή κρατικών εγγυήσεων προς τις τράπεζες, τόσο σε επίπεδο κεφαλαίων όσο και χρηματοδότησης.

Οι τράπεζες σπεύδουν να ενσωματώσουν τις εγγυήσεις στις νέες εκδόσεις, προκειμένου να άρουν τις αμφιβολίες των επενδυτών και να μειώσουν το κόστος δανεισμού, χωρίς να είναι σε θέση να αναχαιτίσουν την άναρχη ανατιμολόγηση του πιστωτικού κινδύνου. Ως συνέπεια, οι αγορές δομημένων ομολόγων (τιτλοποιήσεις και καλυμμένες ομολογίες), οι αγορές ομολόγων χωρίς εγγύηση και οι αγορές ομολόγων υψηλού κινδύνου (δευτερογενή κεφάλαια μειωμένης εξασφάλισης) παραμένουν ερμητικά κλειστές έως το τέλος του πρώτου τριμήνου του 2009. Κατόπιν, με την επιτυχή έκβαση του κύκλου ανακοίνωσης των αποτελεσμάτων από τις τράπεζες σε παγκόσμιο επίπεδο, οι προσδοκίες για άρση της αβεβαιότητας και εξομάλυνση των συνθηκών αναπτερώνονται.

Οι ελληνικές τράπεζες εντείνουν ξανά τις προσπάθειές τους για την προσέλκυση καταθέσεων ως τη μοναδική αξιόπιστη πηγή χρηματοδότησης των εργασιών τους. Τα περιθώρια νέων καταθέσεων κυμαίνονται για πρώτη φορά σε επίπεδα άνω του 1,50% κατά μέσο όρο (Γράφημα 10). Συγχρόνως, επιταχύνουν και διευρύνουν τις τιτλοποιήσεις στοιχείων του ενεργητικού τους προκειμένου να τις προσκομίσουν ως ενέχυρα στην ΕΚΤ και παγώνουν οποιαδήποτε αναπτυξιακά και επενδυτικά πλάνα. Στον τομέα της χονδρικής χρηματοδότησης, σε μια επανάληψη του παρελθόντος, οι αγορές γίνονται αφιλόξενες για τις ελληνικές τράπεζες παρά τις εγγυήσεις του κράτους, εξαιτίας της χαμηλής πιστωτικής διαβάθμισης. Το σκηνικό των προηγούμενων ετών ανατρέπεται πλήρως, καθώς το κίνητρο υψηλότερων αποδόσεων που οδηγούσε επενδυτές στην Ελλάδα υπονομεύεται από τη δυσανάλογη αύξηση του πιστωτικού κινδύνου.

ΓΡΑΦΗΜΑ 10 Εξέλιξη Περιθωρίων Νέων Προθεσμιακών Καταθέσεων

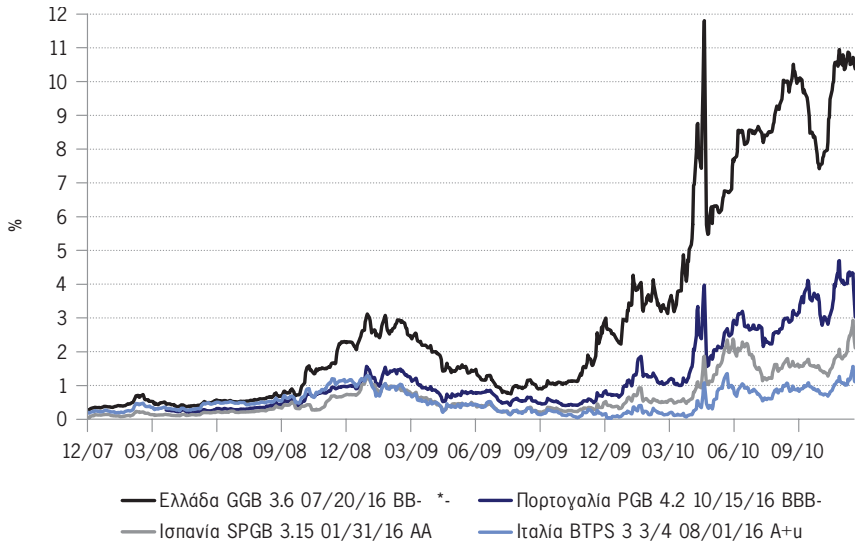


ΠΗΓΗ: Alpha Bank

Πράγματι, τα περιθώρια χρηματοδότησης του Ελληνικού Δημοσίου και κατ' επέκταση των ελληνικών τραπεζών εκτοξεύονται στα επίπεδα των 300 μ.β. το πρώτο τρίμηνο του 2009 (Γράφημα 11). Μάλιστα, το εμπροσθοβαρές και ογκώδες πρόγραμμα δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου δεν επιτρέπει στις τράπεζες να αναζητήσουν χονδρική χρηματοδότηση από το εξωτερικό το πρώτο εξάμηνο του 2009. Κατά συνέπεια, μοναδική πηγή χρηματοδότησης είναι η ΕΚΤ, που ούτως ή άλλως προσφέρει άφθονη και φθηνή, πλην όμως βραχυπρόθεσμη, ρευστότητα. Αυτή

αποτελεί προσωρινή πανάκεια στα συρρικνούμενα περιθώρια εσόδου τόκων που οφείλονται στην ασύγχρονη ανατιμολόγηση ενεργητικού και παθητικού. Η ΕΚΤ είναι ο μοναδικός πάροχος ρευστότητας με ενιαίο επιτόκιο για όλα ανεξαιρέτως τα πιστωτικά ιδρύματα του ευρωσυστήματος ανεξαρτήτως πιστοληπτικής διαβάθμισης. Είναι συνεπώς αντιληπτό, ότι οι ελληνικές τράπεζες, που φέρουν εκ των πραγμάτων τη χαμηλότερη διαβάθμιση στην ευρωζώνη, ωφελούνται τα μέγιστα από αυτή την ισορροπία που ενίοτε ενεργεί και ως αντικίνητρο αναζήτησης εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης.

ΓΡΑΦΗΜΑ 11 Πιστωτικά Περιθώρια Ομολόγων Αναφοράς Ευρωπαϊκών Χωρών



ΠΗΓΗ: Bloomberg

Εντούτοις, οι ελληνικές τράπεζες, αφενός γνωρίζοντας τις επιπτώσεις της μακροχρόνιας αποχής από τις κεφαλαιαγορές (παύση πιστωτικών γραμμών, διαγραφή τους από το «ραντάρ» των επενδυτών, απαξίωση των ομολόγων τους στη δευτερογενή αγορά, εκπνοή των προγραμμάτων χρηματοδότησης και αδυναμία απόσβεσης των βασικών εξόδων διατήρησης των πιστοληπτικών διαβαθμίσεων), και αφετέρου με αφορμή τη βελτίωση των συνθηκών στις αγορές που οφείλονται σε μεγάλο βαθμό στις επαναγορές ομολόγων είτε από κεντρικές τράπεζες και κρατικά κεφάλαια είτε από εκδότες-τράπεζες, επιχειρούν σχεδόν στο σύνολό τους την έξοδο στις αγορές στο τέλος του εξαμήνου του 2009 που συμπίπτει με την ολοκλήρωση της πρώτης φάσης δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου.

Συμβιβαζόμενες με τα αυξημένα περιθώρια δανεισμού και έπειτα από σχεδόν 2 έτη απουσίας, επιτυγχάνουν να προωθήσουν ομόλογα κύριας εξασφάλισης χωρίς εγγύηση (senior unsecured) συνολικού ύψους ευρώ 4,8 δισ. Οι εκδόσεις συνοδεύονται από υψηλά ποσοστά υπερκάλυψης, καλή διασπορά επενδυτών και ικανοποιητικά περιθώρια αρχικά στην περιοχή των 300 μ.β. και μετέπειτα –τρίτο τρίμηνο 2009– στις 200 μ.β. για διάρκειες 2-3 ετών (Πίνακας 2).

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Μέσα Πιστωτικά Περιθώρια Ελληνικών Τραπεζών (σε μονάδες βάσης)

	1 έτος	2 έτη	3 έτη	5 έτη	7 έτη	8-10 έτη
2007	8	12	15	25	30	32
2008	65	100	120	95		
2009	200	220	250			

ΠΗΓΗ: Alpha Bank

Στις εν λόγω εκδόσεις επαναλαμβάνεται το πάγιο ενδιαφέρον τραπεζών για ομόλογα ελλήνων εκδοτών (περίπου 65% της κατανομής). Σημαντικό, όμως, μειονέκτημα είναι η αυξημένη συμμετοχή επενδυτών από Ελλάδα (περίπου 50% των εκδόσεων), που σημαίνει ότι η εκτός των συνόρων χρηματοδότηση γίνεται δυσεύρετη. Ενθαρρυντικό σημάδι είναι η ικανοποιητική συμπεριφορά των ομολόγων αυτών στη δευτερογενή αγορά, γεγονός που επιτρέπει τη σταδιακή αποκλιμάκωση των περιθωρίων και τη συγκράτηση του δανεισμού από την ΕΚΤ.

Εν τω μεταξύ η ΕΚΤ, στην προσπάθεια αναβίωσης της διατραπεζικής αγοράς, εγκαινιάζει μια περίοδο γενναιόδωρης παροχής ρευστότητας έως ένα έτος στα τέλη του πρώτου εξαμήνου του 2009. Παραδόξως, η εντυπωσιακή απήχησή της (συμμετοχή ύψους ευρώ 442 δισ.) επιβεβαιώνει τις απαισιόδοξες εκτιμήσεις για την προβληματική λειτουργία των χρηματαγορών και την προσδοκία ότι τα περιθώρια δε θα αποκλιμακωθούν σημαντικά περαιτέρω. Προκειμένου μάλιστα να διευκολυνθεί ο δανεισμός των τραπεζών, η ΕΚΤ προωθεί και άλλη καινοτομία: τη χαλάρωση των κριτηρίων καταλληλότητας των ενεχύρων προκειμένου να επιτρέψει ένα πλήθος από ενέχυρα χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης να γίνονται αποδεκτά στις δεξαμενές της.

Και σε αυτό τον τομέα οι ελληνικές τράπεζες ωφελούνται αρκετά, λόγω της αντικειμενικά χαμηλότερης πιστοληπτικής αξιολόγησης των στοιχείων του ενεργητικού τους σε σύγκριση με τις λοιπές ευρωπαϊκές τράπεζες. Ενδεικτικά, η μέση διαβάθμιση των ενεχύρων τους στην ΕΚΤ είναι επιπέδου 'Α' ενώ τα ενέχυρα που δε θα γίνονταν δεκτά (διαβάθμισης 'BBB') υπό το αυστηρότερο πλαίσιο εκτιμάται ότι ανέρχονται σε ευρώ 6,5 δισ. Με αυτές τις προϋποθέσεις και με δεδομένη την υποκατάσταση της χονδρικής χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών από την ΕΚΤ, η εγχώρια λειτουργία της ελληνικής αγοράς εξομαλύνεται, με τους καταθέτες (ιδιώτες και επιχειρήσεις) να αρκούνται σταδιακά σε πιο ορθολογικές αποδόσεις.

5. Τρίτη φάση της κρίσης (Φεβ. 2010 – Μαρ. 2011): Η χρηματοδότηση δέσμια των προβλημάτων ρευστότητας

Όλα τα ανωτέρω μέτρα δεν επιτρέπουν στις ελληνικές τράπεζες να ελπίζουν ότι τα χειρότερα έχουν παρέλθει, ειδικά όταν η εξάρτησή τους από την ΕΚΤ δε δύναται να μειωθεί άμεσα. Δεν είναι εφικτό για τις ελληνικές τράπεζες να στραφούν εν μέρει στις αγορές, αφού οι τελευταίες έχουν εξορθολογήσει τη διάθεσή τους για επενδύσεις υψηλού κινδύνου, με τους επενδυτές να έχουν περιστείλει τα όριά τους προς την Ελλάδα. Συνεπώς, ούτε τα ομόλογα που φέρουν την εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου δεν μπορούν να διοχετευθούν στις αγορές.

Σε αυτό το σημείο ξεκινά μια ανάδρομη πορεία για τις ελληνικές τράπεζες σε σχέση με την πλειονότητα των ευρωπαϊκών. Ο δανεισμός των τελευταίων από την ΕΚΤ βαίνει μειούμενος από το τέλος του 2009, καθώς το επιτόκιο δανεισμού της ΕΚΤ δεν είναι πλέον τόσο ελκυστικό σε σχέση με τα επιτόκια αναφοράς στη διατραπεζική αγορά, ενώ συγχρόνως, παρατηρείται ελάφρυνση των υποχρεώσεών τους λόγω της απομόχλευσης του ισολογισμού τους. Αντιθέτως, ο δανεισμός των ελληνικών τραπεζών βαίνει αυξανόμενος κυρίως λόγω ανάγκης αναχρηματοδότησης παλαιότερων σειρών ομολόγων που ωριμάζουν, καθώς και επενδυτικών επιλογών που προκύπτουν από την αυξημένη συμμετοχή τους στις εκδόσεις του Ελληνικού Δημοσίου, αλλά και μερικώς λόγω της αναχρηματοδότησης επιλεγμένων πελατών-εταιρειών.

Το γεγονός μάλιστα ότι η εξάρτηση των ελληνικών τραπεζών από την ΕΚΤ στις αρχές του 2010 υπερβαίνει τα ανεκτά όρια εν συγκρίσει με το μέγεθός τους (μέσος όρος 8,4% του ενεργητικού τους – μέσος όρος για τις ευρωπαϊκές τράπεζες 3,5%), στηλιτεύεται από αναλυτές, εποπτικές αρχές και οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης. Ταυτόχρονα, η ελληνική οικονομία εισέρχεται σε περιπέτειες με την αποκάλυψη ενός τεράστιου δημοσιονομικού προβλήματος που συμπαρασύρει τα πάντα στην απαξίωση.

Αυτή είναι η απαρχή μιας σειράς δυσμενών εξελίξεων για τις ελληνικές τράπεζες, υπαγορεύοντας καθολικό ανασχεδιασμό των προβλέψεων για την εξέλιξη της χονδρικής χρηματοδότησής τους εν όψει του νέου έτους. Η οριστική διακοπή παροχής ρευστότητας στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα ως απότοκο των κλυδωνισμών στην εμπιστοσύνη των επενδυτών, οδηγεί μοιραία για μία ακόμα φορά σε έντονο ανταγωνισμό για την προσέλκυση πελατειακών καταθέσεων. Τα περιθώριά τους εκτοξεύονται εκ νέου σε δυσθεώρητα ύψη, καταδεικνύοντας ότι το ασφάλιστρο που πρέπει να καταβάλλεται για την παραμονή των καταθέσεων στο σύστημα έχει οριστικά ανατιμολογηθεί υψηλότερα. Η πλειονότητα των προϊόντων του παθητικού των ελληνικών τραπεζών (υπόλοιπα λογαριασμών όψεως και ταμιευτηρίου, προθεσμιακές, repos και διατραπεζικός δανεισμός) επηρεάζεται δυσμενώς, αποδεικνύοντας ότι οι δεξαμενές δανεισμού είναι συγκοινωνούντα δοχεία. Οι τράπεζες του εξωτερικού κλείνουν τις γραμμές χρηματοδότησης, αλλά και τα πιστωτικά όρια για το σύνολο των χρηματοοικονομικών προϊόντων με ελληνικές τράπεζες και απαιτούν παράλογες εξασφαλίσεις-ενέχυρα για τη διατήρηση της έκθεσής τους στην Ελλάδα. Την ίδια στιγμή, τα δανειακά χαρτοφυλάκια είτε συνεχίζουν να αναπτύσσονται βραδέως λόγω κεκτημένης ταχύτητας από την εκπλήρωση δεσμεύσεων χρηματοδότησης (financing commitments) είτε εμφανίζουν αδυναμίες αποπληρωμής και επισφάλειες. Ακόμα και τα όποια αποθέματα ρευστότητας στη Νοτιοανατολική Ευρώπη δεν είναι εφικτό να επαναπατριστούν, λόγω δεσμεύσεων προς τις τοπικές κυβερνήσεις και το ΔΝΤ για μη αποεπένδυση από τις χώρες αυτές που αντιμετωπίζουν προβλήματα από το ντόμινο των εξελίξεων.

Εύλογα, η διεθνής κοινότητα ανησυχεί για τη βιωσιμότητα του τραπεζικού συστήματος στην Ελλάδα, όταν χαρακτηρίζεται από ιδιαίτερα υψηλό κόστος χρηματοδοτικής πρώτης ύλης, όπως είναι οι καταθέσεις, και εγγενή αδυναμία απομόχλευσης. Αυτό το δεδομένο, σε συνδυασμό με έναν καταιγισμό υποβαθμίσεων από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης (Γράφημα 6), τρέπει τους επενδυτές σε άτακτη φυγή από τη χώρα. Η πεποίθηση που καλλιεργείται στις αγορές ότι οι ευρωπαϊκές οικονομίες θα αντέξουν και χωρίς στήριξη από τη χαλαρή δημοσιονομική και νομισματική πολιτική είναι ανεδαφική για την Ελλάδα.

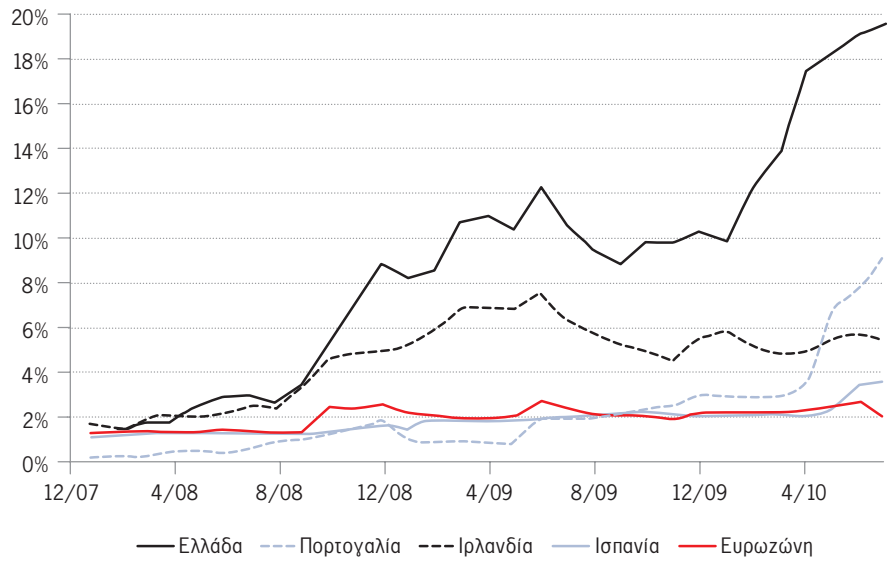
Όλα τα σχέδια των ελληνικών τραπεζών ανατρέπονται και οι εξελίξεις τις οδηγούν σε πλήρη εξάρτηση από την ΕΚΤ για το σύνολο της χρηματοδότησης με όχημα τις εγγυήσεις του Ελληνικού Δημοσίου για το οποίο υπάρχει ευνοϊκή μεταχείριση από την ΕΚΤ. Η ρευστοποίηση στοιχείων ενεργητικού είναι εφικτή μόνο σε χαρτοφυλάκια δανείων με μεγάλη διαφοροποίηση και εφόσον δεν έχουν συσχέτιση με Ελλάδα. Παραδοσιακά αυτά καταλαμβάνουν ελάχιστο χώρο στον ισολογισμό των ελληνικών τραπεζών (κάτω του 5%). Και ενώ οι στρατηγικές επιλογές είναι περιορισμένες, η κατάσταση ξεφεύγει από κάθε έλεγχο όταν τίθεται θέμα χρεοκοπίας ή αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους της χώρας, με αποτέλεσμα την οριστική φυγή διαφόρων ειδών καταθέσεων προς το εξωτερικό και την κάμψη των καταθέσεων στις θυγατρικές τράπεζες των ελληνικών ομίλων στη Νοτιοανατολική Ευρώπη. Πρόκειται για μια λαίλαπα αρνητικών εξελίξεων που δυναμιτίζει τη χρηματοδότηση των τραπεζών περαιτέρω, σε βαθμό που θέτει σε αμφιβολία τη δυνατότητα αποπληρωμής των χρεών τους. Από το σημείο αυτό και έπειτα η πορεία των ελληνικών τραπεζών είναι πλήρως συνυφασμένη με την εξέλιξη των οικονομικών και δημοσιονομικών θεμάτων που ταλανίζουν την Ελλάδα.

Μοναδικό καταφύγιο των ελληνικών τραπεζών είναι πλέον η ΕΚΤ, που επιβαρύνεται όλο και περισσότερο με τη χρηματοδότηση τραπεζών προερχόμενων από τις αδύναμες οικονομίες της Ευρώπης. Η υιοθέτηση μιας σειράς από μέτρα για τη σωτηρία των οικονομιών της Ευρώπης στα μέσα του 2010 επιβραδύνει το κύμα φυγής κεφαλαίων και ηρεμεί πρόσκαιρα τις αγορές. Ειδικά για την Ελλάδα, τα μέτρα θέτουν μεν τη χώρα σε έμμεση προστασία από τους πιστωτές, αλλά γεννούν ισχυρές αμφιβολίες για το αν η περίοδος χάριτος και τα υφεσιακά δημοσιονομικά μέτρα μπορούν να ανατάξουν την ελληνική οικονομία και να προλειάνουν την επαναφορά της στις αγορές σύντομα.

Η κλιμάκωση των ανωτέρω μέτρων μέσω της αποδοχής των ελληνικών κρατικών ομολόγων από την ΕΚΤ ανεξαρτήτως πιστοληπτικής διαβάθμισης, εξασφαλίζει την επάρκεια των ενεχύρων του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Παρόλα αυτά, η αγορά αντιλαμβάνεται ότι το ρήγμα εμπιστοσύνης στην Ελλάδα βαθαίνει, οπότε οι τριγμοί στο τραπεζικό σύστημα εξαπλώνονται. Οι ελληνικές τράπεζες αυξάνουν εκ νέου την εξάρτησή τους από την ΕΚΤ και οι αρχικά δυσοίωνες προβλέψεις των αναλυτών για «παντελή αδυναμία χρηματοδότησης εκτός ΕΚΤ για μεγάλο χρονικό διάστημα» εξελίσσονται σε αυτοεκπληρούμενη προφητεία.

Η τάση αυτή επικρατεί έως σήμερα και δεν αναμένεται να διαφοροποιηθεί άμεσα. Ενδεικτικό είναι ότι το σύνολο του δανεισμού των ελληνικών τραπεζών από την ΕΚΤ αγγίζει τα ευρώ 95 δισ. στις αρχές του 2011 έναντι ευρώ 50 δισ. στο τέλος του 2009. Η εξάρτηση από την ΕΚΤ καλύπτει πλέον το 18% των στοιχείων του ενεργητικού των ελληνικών τραπεζών έναντι 3% για το σύνολο των τραπεζών στην Ευρώπη (Γράφημα 12). Βέβαια δεν πρέπει να παραγνωρίζεται το γεγονός ότι η εικόνα της Ελλάδας είναι σαφώς καλύτερη αν η χρηματοδότηση εκφραστεί ως ποσοστό του ΑΕΠ (Ελλάδα 41%, Ιρλανδία 84%).

ΓΡΑΦΗΜΑ 12 Χρηματοδότηση από ΕΚΤ ως Ποσοστό Ενεργητικού των Τραπεζών



ΠΗΓΗ: Κεντρικές Τράπεζες Χωρών

Τη χαριστική βολή στις όποιες προσδοκίες αναβίωσης εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης δίνει η κατάταξη της Ελλάδας, και κατ' επέκταση των ελληνικών τραπεζών, στην κατηγορία μη διαβαθμισμένης επενδυτικής ικανότητας (non investment grade ή junk) από τους περισσότερους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης. Δεδομένου ότι τα μοντέλα διάρθρωσης των επενδυτικών χαρτοφυλακίων παγκοσμίως είναι άρρηκτα συνδεδεμένα με τέτοιους δείκτες, τα ομόλογα ελλήνων εκδοτών υφίστανται ισχυρές πιέσεις ρευστοποίησης. Οι υποβαθμίσεις έχουν επίπτωση και στη χρηματοδότηση μέσω της ΕΚΤ με διττή μορφή: πρώτον, η αποτίμηση των ελληνικών ενεχύρων στην ΕΚΤ χειροτερεύει και δεύτερον, οι συντελεστές περικοπής (haircuts) κλιμακώνονται. Απόδειξη ότι οι ελληνικές τράπεζες δεσμεύουν ευρώ 128 δισ. σε ονομαστική αξία καλυμμάτων για να δανειστούν ευρώ 95 δισ. σε χρηματική αξία (δηλαδή υποχρηματοδότηση ενεχύρων κατά 26%). Μοιραία αυτή η πραγματικότητα πιέζει περαιτέρω τους ισολογισμούς τους, καθότι αφενός οδηγεί σε γιγαντιαίο έλλειμμα χρηματοδότησης, και αφετέρου, οξύνει το πρόβλημα τακτικής αναπλήρωσης του ύψους των ενεχύρων που απαιτείται να είναι δεσμευμένα για την επαρκή κάλυψη του ονομαστικού ύψους δανεισμού από την ΕΚΤ.

Δυσάρεστη έκπληξη είναι ότι, τόσο το ευρωπαϊκό πρόγραμμα επαναγορών κρατικών ομολόγων από την ΕΚΤ για την απορρόφηση της υπερπροσφοράς από επενδυτές, όσο και η διενέργεια των περίφημων ασκήσεων προσημείωσης καταστάσεων κρίσης (stress tests) αδυνατούν να μεταπείσουν τις αγορές προκειμένου να δοθεί κάποια διέξοδος στο μείζον πρόβλημα έλλειψης εναλλακτικής χρηματοδότησης για τις ελληνικές τράπεζες. Αναμφίβολα, τέτοιες πρωτοβουλίες παρέχουν πίστωση χρόνου και θωρακίζουν τη ρευστότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος βραχυπρόθεσμα, αίροντας τον φόβο κατάρρευσής του, πλην όμως δεν εγγυώνται την κάλυψη των χρηματοδοτικών του αναγκών μεσοπρόθεσμα.

6. Η νέα πρόκληση στη χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών

Εναπόκειται πλέον στην ελληνική οικονομία να πείσει τη διεθνή κοινότητα για τη μεταστροφή της, ώστε να ελπίζει σε αναβάθμιση της πιστοληπτικής της ικανότητας για να προσεγγίσει τις κεφαλαιαγορές. Μια τέτοια εξέλιξη θα έχει καταλυτική επίδραση καταρχήν στο μέτωπο των καταθέσεων, με την επάνοδο καταθετών και επενδυτών στη χώρα και τη συρρίκνωση των περιθωρίων. Όσο τα περιθώρια κυμαίνονται στην περιοχή των 1.000 μ.β. το μήνυμα που λαμβάνουν οι ελληνικές τράπεζες είναι ότι δεν είναι ευπρόσδεκτες στις αγορές. Αυτή η δυστοκία προσέλκυσης επενδυτών και οι δομικές ισορροπίες των ισολογισμών των ελληνικών τραπεζών εξηγούν πλήρως τον υψηλό δανεισμό από την ΕΚΤ. Πράγματι μια απλή αναδρομή στην εξέλιξη των μεγεθών τους στην τριετία 2008-2010 αποκαλύπτει συνολική αύξηση αναγκών σε ευρώ 99 δισ. ως ακολούθως:

α. οι εκροές λόγω μεταβολής της καθαρής διατραπεζικής δραστηριότητας και της καθαρής μεταβολής των υποχρεώσεων από ομολογιακές εκδόσεις (αποπληρωμές μείον νέες εκδόσεις) προς το εξωτερικό από την αρχή της κρίσης ανέρχονται στο ύψος των ευρώ 26 δισ.,

β. η αύξηση του χαρτοφυλακίου των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου παίρνοντας τη σκυτάλη από τους ξένους επενδυτές διαμορφώνεται σε ευρώ 18 δισ.,

γ. η καθαρή μεταβολή του ενεργητικού από εμπορικές εργασίες (δάνεια και επενδύσεις μείον καταθέσεις) καταγράφει αύξηση κατά ευρώ 55 δισ.

Προκειμένου τα μεγέθη αυτά να επιστρέψουν σε βιώσιμα επίπεδα, απαιτείται δυναμική διαχείριση του παθητικού των τραπεζών, με τον άγνωστο x να είναι η χονδρική χρηματοδότηση. Έως ότου όμως οι επικρατούσες συνθήκες βελτιωθούν, οι ελληνικές τράπεζες διαθέτουν ελάχιστα εργαλεία για την κάλυψη των αναγκών με άλλους τρόπους πέραν της προσφυγής στην ΕΚΤ. Μάλιστα, η κατάσταση δυσχεραίνει σε περίπτωση που η ΕΚΤ διαφοροποιήσει τη νομισματική της πολιτική στην κατεύθυνση αυστηροποίησης των κριτηρίων καταλληλότητας ενεχύρων όπως έχει προαναγγείλει για το 2011, ή σε περίπτωση που οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης προβούν σε νέες υποβαθμίσεις της αξιολόγησης της χώρας, καθώς μετά τα τιτλοποιημένα δάνεια και τα μη κρατικά ομόλογα χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης (κάτω του «Α») και οι καλυμμένες ομολογίες δε θα γίνονται αποδεκτές με εύλογες συνέπειες για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα.

Παρόλα αυτά, οι ελληνικές τράπεζες θα πρέπει να κερδίσουν το μεγάλο στοίχημα της επιστροφής τους στις αγορές. Η ανάγκη είναι επιτακτική ακόμα και αν υποθέσουμε, πρώτον, ότι τα βασικά μεγέθη των ελληνικών τραπεζών (καταθέσεις και χορηγήσεις) δε θα αποκλίνουν σημαντικά τα επόμενα τρία έτη, ώστε οι λήξεις των χορηγήσεων να συνεισφέρουν στην ομαλή μετάβαση του δείκτη δανείων προς καταθέσεις κοντά στο 100% και δεύτερον, ότι τα ομόλογα που διατηρούν οι ελληνικές τράπεζες στα χαρτοφυλάκιά τους είτε θα λήξουν, είτε θα ρευστοποιηθούν πρόωρα, είτε θα αυτοχρηματοδοτηθούν σταδιακά στις αγορές. Και με αυτές τις παραδοχές, οι ανάγκες χρηματοδότησης σε ορίζοντα τριετίας (2011-2013) θα αυξηθούν κατά ευρώ 13 δισ. περίπου, που αφορούν συνολικές λήξεις ομολόγων χονδρικής χρηματοδότησης στο εν λόγω διάστημα.

Προφανώς, το σωρευτικό ποσό χρηματοδότησης αυξάνεται όσο καθυστερεί η επάνοδος στις αγορές, κυρίως λόγω του αρνητικού χρηματοδοτικού ανοίγματος (negative funding gap) που χαρακτηρίζει τους ισολογισμούς των τραπεζών, δηλαδή τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις έναντι των μακροπρόθεσμων απαιτήσεων. Σημαντικό ρόλο στην έγκαιρη εξισορρόπηση των αναγκών αναμένεται να διαδραματίσει αφενός η εξέλιξη των καταθέσεων στον βαθμό που σταδιακά επιστρέφει στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα (ενδεικτικά η συνολική απώλεια καταθέσεων αγγίζει τα ευρώ 35 δισ. στο διάστημα Οκτ. 2009-Φεβ. 2011), και αφετέρου η αναβάθμιση της αξιολόγησης της Ελλάδας, που μπορεί να βελτιώσει τις αποτιμήσεις των ελληνικών μεγεθών γεφυρώνοντας το χρηματοδοτικό έλλειμμα αυτών στις αγορές και στην ΕΚΤ. Διαφορετικά, μια πιο εκτενής απομόχλευση του ενεργητικού κυρίως μέσω της εκποίησης-ρευστοποίησης περιουσιακών στοιχείων θα είναι επιβεβλημένη, ενώ η έξοδος από το πρόγραμμα στήριξης της ελληνικής οικονομίας που σήμερα συνεισφέρει ευρώ 45 δισ. σε χρηματική αξία μέσω ΕΚΤ θα είναι ανέφικτη.

Αναμφίβολα, η προσπάθεια προσαρμογής πρέπει να συνοδευτεί και από την επίλυση των δομικών προβλημάτων που δημιουργεί η κρίση χρέους στην Ευρώπη, ώστε να μην αναγκαστεί ο ελληνικός τραπεζικός κλάδος να καταφύγει σε εναλλακτικές επιλογές, όπως η συρρίκνωση του ισολογισμού σε συνδυασμό με γενναίες κεφαλαιακές ενισχύσεις σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα και σε συγχωνεύσεις ή δυνητικά εξαγορές από ξένες τράπεζες σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα.

Επί του παρόντος και προκειμένου να επιτευχθεί ο απώτερος στόχος της επανόδου σε πλήρεις χρηματοδοτικές επιλογές, θα πρέπει να επιδιωχθεί η συνολική αναμόρφωση του επιχειρηματικού μοντέλου των τραπεζών με γνώμονα τις ακόλουθες πτυχές:

α. ισορροπία στην ανάπτυξη μεγεθών ενεργητικού-παθητικού με οριοθέτηση της χονδρικής χρηματοδότησης και αύξηση των ρευστών διαθεσίμων,

β. έμφαση στη διεύρυνση της καταθετικής βάσης και των σταθερών πηγών χρηματοδότησης,

γ. διατήρηση ισχυρής λειτουργικής και επαρκούς δυνητικής ρευστότητας,

δ. ανάπτυξη εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης και άντλησης κεφαλαίων,

ε. ενσωμάτωση κριτηρίων καταλληλότητας για την αυτοχρηματοδότηση-τιτλοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού,

στ. πρόβλεψη χρηματοδοτικών αναγκών και γραμμική κατανομή τους χρονικά,

z. εξωστρέφεια μέσω ενδυνάμωσης των επαφών τους με τους συμμετέχοντες στις αγορές και παροχή επαρκούς πληροφόρησης,

η. επιμήκυνση ορίζοντα χονδρικής χρηματοδότησης με μικρή συγκέντρωση υποχρεώσεων σε μικρά χρονικά διαστήματα,

θ. διενέργεια αυστηρών ασκήσεων προσημείωσης κρίσεων σε θέματα ρευστότητας.

Υπό αυτό το πρίσμα, οι ελληνικές τράπεζες θα έχουν ως παρακαταθήκη την έμπρακτη απόδειξη της βιωσιμότητάς τους υπό πολύ δυσμενείς συνθήκες που θα τους επιτρέψει να συμπληρώσουν εκ νέου το παζλ της χρηματοδότησής τους. Με αυτό τον τρόπο θα είναι σε θέση να αποκτήσουν τη δέουσα στρατηγική ευελιξία για την επαναφορά τους σε μοχλό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

Βιβλιογραφία

Ελληνόγλωσση

ΕΚΤ, Μηνιαίο Δελτίο, Σεπτέμβριος 2010.

ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση, Δεκέμβριος 2009.

ΕΚΤ, EU Banks' Funding Structures and Policies, Μάιος 2009.

Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Η Συμβολή του Τραπεζικού Συστήματος στην Ελληνική Οικονομία, Ιούλιος 2008.

ΤτΕ, Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, Ιούλιος 2010.

ΤτΕ, Νομισματική Πολιτική, Μάρτιος 2010.

ΤτΕ, Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, Ιούνιος-Ιούλιος 2010.

ΤτΕ, Έκθεση του Διοικητή, Δεκέμβριος 2009.

Ξενόγλωσση

BIS, Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision, June 2008.

CEBS, Second Part of CEBS's Technical Advise to the European Commission and on Liquidity Risk Management, June 2008.

CEBS, Guidelines on Liquidity Buffers & Survival Periods, December 2009.

Fitch Ratings, Global FIs Rating Criteria, August 2010.

Fitch Ratings, Sovereign Rating Methodology, August 2010.

Moody's, Calibrating Bank Ratings in the Context of the Global Financial Crisis, February 2009.

S&P, Liquidity Moves Up European Banks' Risk Management Agendas, June 2005.

Τιτλοποιήσεις και καλυμμένες ομολογίες ως εργαλεία ρευστότητας

Νίκος Ζαγορήσιος
ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ
ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ CAPITAL MANAGEMENT & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ
ALPHA BANK

Ιωάννης Ασημέλης
ΠΡΟΪΣΤΑΜΕΝΟΣ
ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ CAPITAL MANAGEMENT & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ
ALPHA BANK

Περίληψη

Οι τιτλοποιήσεις βοήθησαν στην ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας των τελευταίων δέκα ετών. Οι υπερβολές και οι αδυναμίες του επιχειρηματικού μοντέλου τους αποτέλεσαν μία από τις αιτίες της πρόσφατης κρίσης. Οι προγραμματιζόμενες αλλαγές του εποπτικού πλαισίου εκτιμάται ότι θα βελτιώσουν τις αδυναμίες του εν λόγω μοντέλου. Οι καλυμμένες ομολογίες, μέσω της τυποποίησής τους, των απλών και διάφανων δομών και του συγκεκριμένου και αυστηρού εποπτικού πλαισίου, είχαν καλύτερη αποδοχή από τους επενδυτές κατά την περίοδο της κρίσης.

Με την αδυναμία άντλησης ρευστότητας των ελληνικών τραπεζών από τις αγορές, οι τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα αποτελούν αναγκαία εργαλεία για τη δημιουργία ενεχύρων για νομισματικές πράξεις με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Ωστόσο, η εισαγωγή του κινδύνου χώρας στις αναλύσεις των οίκων αξιολόγησης θέτει σε κίνδυνο τη μελλοντική χρήση τους ως ενέχυρο στο ευρωσύστημα.

Με τη βελτίωση του επενδυτικού κλίματος για την Ελλάδα, εκτιμάται ότι τα καλυμμένα ομόλογα θα είναι από τα πρώτα εργαλεία που θα χρησιμοποιηθούν από τις ελληνικές τράπεζες για να επιστρέψουν στις κεφαλαιαγορές, ενώ θα αξιοποιηθούν και στη διατραπεζική αγορά ως ενέχυρο. Η μεσοπρόθεσμη επανάκαμψη των διεθνών αγορών των τιτλοποιήσεων και της ελληνικής οικονομίας θα συμβάλει στο άνοιγμα των αγορών και για τις ελληνικές τιτλοποιήσεις, όπου αναμένεται να επανακάμψουν πρώτα οι τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων και έπειτα καταναλωτικών δανείων και καρτών.

Ιδιαίτερες ευχαριστίες στον κ. Μιχαήλ Μασουράκη, Ανώτερο Διευθυντή Οικονομικών Μελετών της Alpha Bank, για τα σχόλιά του επί του άρθρου, καθώς και στα στελέχη της Alpha Bank κ.κ. Α. Κοκκωνίδη, Α. Σκουρτανιώτη και Μ. Γολεγού για τη βοήθειά τους στη συγγραφή του.

1. Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο θα γίνει μια γενική περιγραφή των συναλλαγών τιτλοποιήσεων και καλυμμένων ομολογιών (ή καλυμμένων ομολόγων).

1.1 Ορισμοί και σύντομη περιγραφή

Ως *τιτλοποίηση* γενικά ορίζεται η εκχώρηση έναντι οικονομικού τιμήματος στοιχείων ενεργητικού μιας εταιρείας προς μία εταιρεία ειδικού σκοπού (special purpose entity - SPE), η οποία εκδίδει τίτλους. Τα στοιχεία ενεργητικού που εκχωρούνται έχουν ομοειδή χαρακτηριστικά και οι χρηματορροές τους στηρίζουν την πληρωμή των τίτλων. Οι τίτλοι με βάση τον πιστωτικό τους κίνδυνο διαχωρίζονται σε τουλάχιστον δύο τμήματα (tranches). Το τμήμα με τον υψηλότερο πιστωτικό κίνδυνο συνήθως είναι αδιαβάθμητο και χαρακτηρίζεται ως «μετοχικό κεφάλαιο» (equity) ή «τμήμα της 1ης ζημίας» (first loss tranche).

Η βασική λογική της τιτλοποίησης είναι η μετατροπή μη ρευστών στοιχείων ενεργητικού σε εμπορεύσιμους τίτλους και η διάθεση των διαφορετικών τμημάτων τους σε διαφορετικές κατηγορίες επενδυτών ανάλογα με τη διάθεση ανάληψης κινδύνων. Στόχοι της τιτλοποίησης είναι η άντληση ρευστότητας, η μεταφορά πιστωτικού κινδύνου και η μείωση των κεφαλαιακών απαιτήσεων.

Πλέον της τιτλοποίησης, όπως περιγράφεται ανωτέρω (παραδοσιακή μορφή τιτλοποίησης cash securitization), υπάρχει και η συνθετική τιτλοποίηση (synthetic securitization), όπου δεν γίνεται άντληση ρευστότητας. Ο στόχος της συνθετικής τιτλοποίησης είναι η μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου δανειακών χαρτοφυλακίων μέσω πιστωτικών παραγώγων.

Με την παραδοσιακή τιτλοποίηση το πιστωτικό ίδρυμα μπορεί να επιτύχει μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου και κεφαλαιακή ελάφρυνση εάν πωληθούν και τα κατώτερα τμήματα της τιτλοποίησης σε επενδυτές. Ωστόσο, εάν ο στόχος είναι η άντληση ρευστότητας με χαμηλό επιτοκιακό κόστος, το πιστωτικό ίδρυμα μπορεί να επιλέξει να διατηρήσει τα κατώτερα ή και τα μεσαία τμήματα και να πωλήσει σε επενδυτές μόνο τα ανώτερα.

Ως *καλυμμένες ομολογίες* ορίζονται τα ομόλογα που έχουν διπλή κάλυψη:

α. Την εγγύηση του πιστωτικού ιδρύματος.

β. Χαρτοφυλάκια δανείων που έχουν διαχωριστεί από τα υπόλοιπα στοιχεία ενεργητικού (χαρτοφυλάκιο ασφαλείας). Το χαρτοφυλάκιο ασφαλείας αποτελείται συνήθως από ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια που τηρούν συγκεκριμένα κριτήρια καταλληλότητας (eligibility criteria).

Τα προγράμματα καλυμμένων ομολογιών μπορεί να προβλέπουν για έκδοση των ομολογιών από το πιστωτικό ίδρυμα (άμεση έκδοση) ή από εταιρεία ειδικού σκοπού (έμμεση έκδοση).

Τα καλυμμένα ομόλογα διακρίνονται σε αυτά όπου η έκδοσή τους καλύπτεται από το εθνικό νομικό πλαίσιο και εποπτεύονται από τις τοπικές εποπτικές αρχές (παραδοσιακά καλυμμένα ομόλογα) και σε αυτά που δεν υπόκεινται σε συγκεκριμένη νομοθεσία. Ενδεικτικά παραδοσιακά καλυμμένα ομόλογα είναι τα γερμανικά pfandbriefe, τα γαλλικά obligations foncières και τα ισπανικά cedulas. Στη δομή των συνθετικών καλυμμένων ομολογιών γίνεται συνήθως χρήση εταιρείας ειδικού σκοπού, και η διαφοροποίησή τους από τις τιτλοποιήσεις έγκειται στο επιπρόσθετο χαρακτηριστικό της εγγύησης των ομολόγων από το πιστωτικό ίδρυμα.

Σημειώνεται ότι σταδιακά όλες οι χώρες προχωρούν στη δημιουργία νομοθεσίας και εποπτικού πλαισίου για τις καλυμμένες ομολογίες. Το γερμανικό νομικό πλαίσιο για τις καλυμμένες ομολογίες, το οποίο ξεκινάει από το 1927, χρησιμοποιήθηκε ως πρότυπο και για άλλες ευρωπαϊκές χώρες.

1.2 Δομές συναλλαγών

Οι δομές της *τιτλοποίησης* αποσκοπούν στην αντιστοίχιση (matching) των χρηματορροών των τιτλοποιημένων δανείων και των τίτλων που εκδίδονται και διακρίνονται σε δύο βασικές δομές:

α. Στη δομή όπου οι αποπληρωμές των τιτλοποιημένων δανείων χρησιμοποιούνται για σταδιακή αποπληρωμή των τίτλων που εκδίδονται (δομή pass through). Η εν λόγω δομή χρησιμοποιήθηκε από τις ελληνικές τράπεζες στις τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων κυρίως λόγω της συγκριτικά μεγάλης μέσης διάρκειας ζωής τους και της αργής αποπληρωμής των τίτλων.

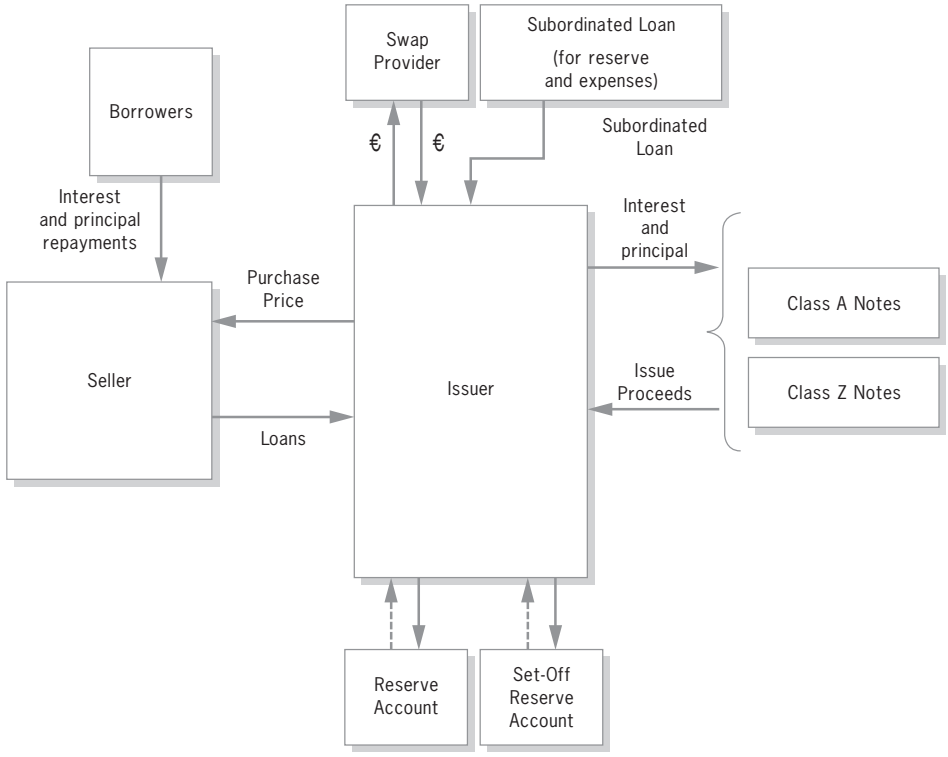
β. Στη δομή όπου αποπληρωμές των δανείων χρησιμοποιούνται για αγορά νέων δανείων για μία καθορισμένη περίοδο (δομή revolving). Η αποπληρωμή των τίτλων γίνεται μετά τη λήξη τη ανακυκλούμενης περιόδου. Έχει εφαρμοσθεί από τις ελληνικές τράπεζες σε συναλλαγές μεσοπρόθεσμων τοκοχρεωλυτικών δανείων, όπως καταναλωτικά τοκοχρεωλυτικά δάνεια, πιστωτικές κάρτες, κ.λπ.

Οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης επιβάλλουν συγκεκριμένους περιορισμούς στις ανακυκλούμενες δομές προκειμένου να διατηρηθούν όσο το δυνατόν σταθερότερα τα χαρακτηριστικά του χαρτοφυλακίου κατά τη διάρκεια της περιόδου αναπλήρωσης (revolving period). Το γεγονός αυτό πρέπει να συναξιολογηθεί στην επιλογή της δομής μιας τιτλοποίησης.

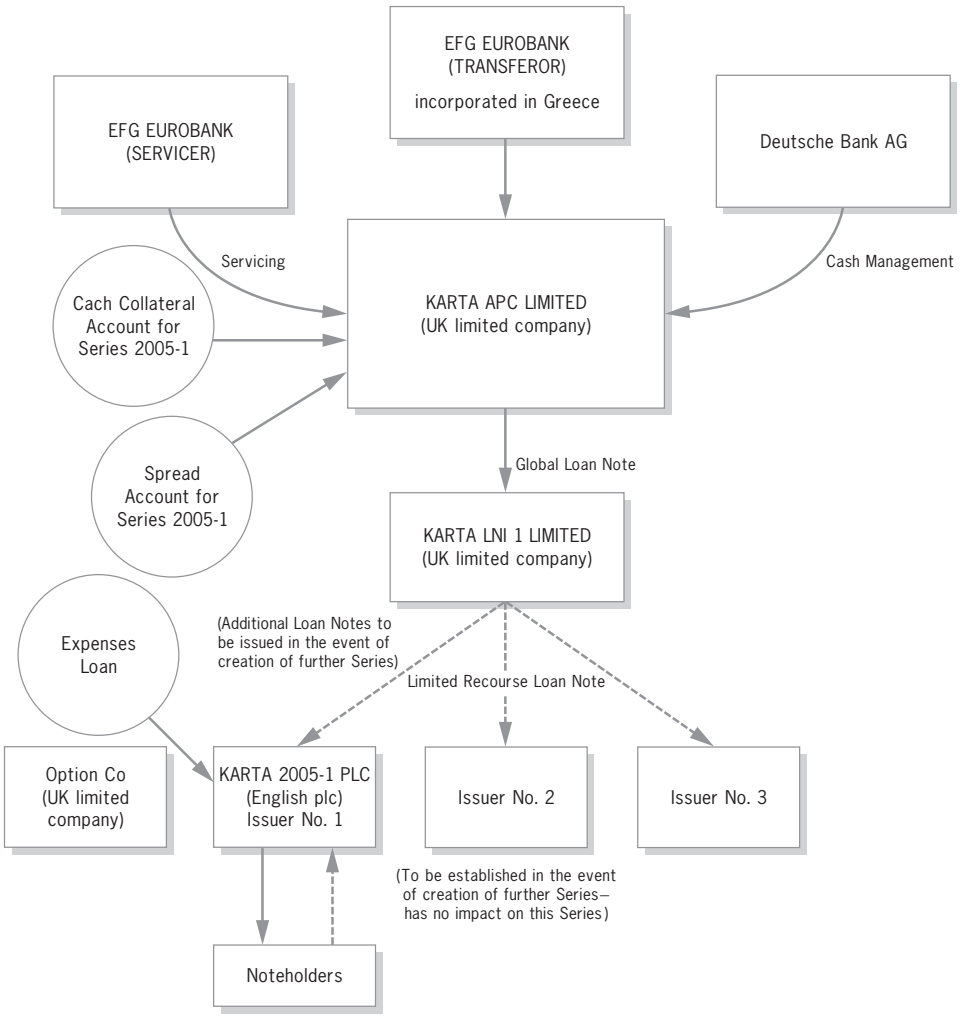
Μία ειδική μορφή της ανακυκλούμενης δομής, που αναπτύχθηκε πρώτα στην Αγγλία, είναι η δομή master trust όπου έχουμε μεταφορά χαρτοφυλακίου μεγαλύτερου ποσού από τους τίτλους που εκδίδονται. Στη δομή master trust υπάρχει η δυνατότητα έκδοσης πολλαπλών τμημάτων τίτλων με χρήση του ιδίου χαρτοφυλακίου δανείων. Η δομή αυτή χρησιμοποιήθηκε σχεδόν σε όλες τις τιτλοποιήσεις ανακυκλούμενων δανείων στην Ελλάδα, όπως καρτών, ανοικτών καταναλωτικών δανείων, επιχειρηματικών αλληλόχρεων λογαριασμών.

Παραδείγματα των δομών συναλλαγών περιλαμβάνονται στα Διαγράμματα 1 και 2.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 Τυπική δομή τιτλοποίησης που έχει προσαρμοσθεί για χρήση στο ευρωσύστημα και διαθέτει δύο μόνο τμήματα



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 Master trust δομή τιτλοποίησης καρτών

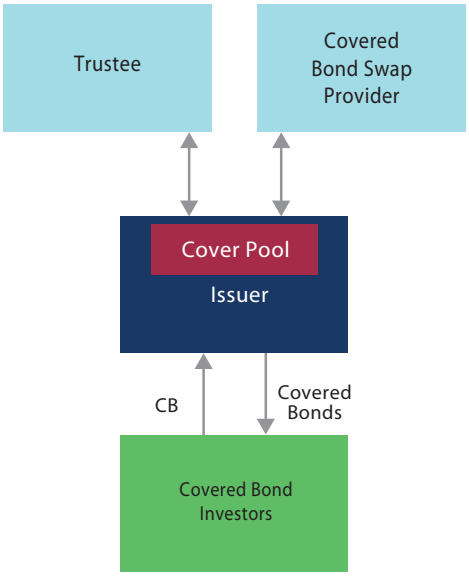


ΠΗΓΗ: δημοσιευμένα στοιχεία

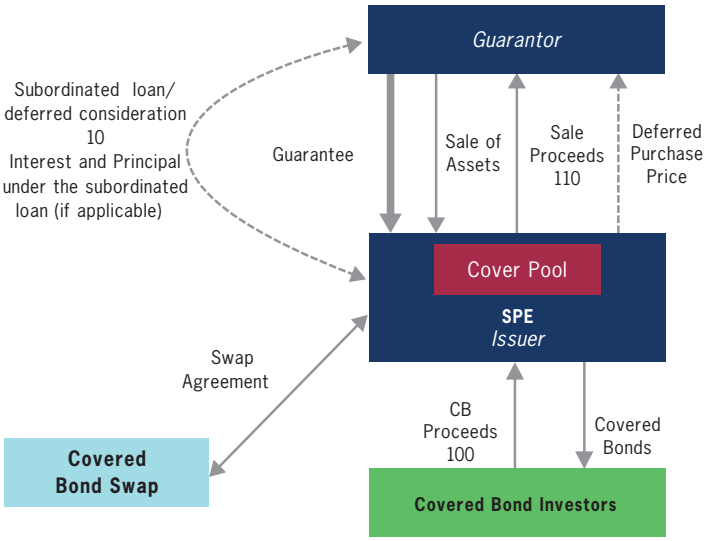
Οι δομές προγραμμάτων *καλυμμένων ομολογιών* διαχωρίζονται σε άμεσης έκδοσης και έμμεσης έκδοσης. Ωστόσο, ανεξαρτήτως της δομής, το χαρτοφυλάκιο ασφαλείας αναπληρώνεται με νέα δάνεια και ένα κοινό χαρτοφυλάκιο δανείων μπορεί να στηρίξει πολλαπλές εκδόσεις ομολόγων.

Στα Διαγράμματα 3 και 4 δίνονται ενδεικτικά δομές άμεσης και έμμεσης έκδοσης.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 Δομή απευθείας έκδοσης καλυμμένων ομολογιών



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4 Δομή έμμεσης έκδοσης καλυμμένων ομολογιών



1.3 Διαβάθμιση και χρήση συναλλαγών

Το βασικότερο κριτήριο προκειμένου να μπορούν οι τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα να διατεθούν σε επενδυτές ή να γίνουν αποδεκτά ως ενέχυρο από τις κεντρικές τράπεζες είναι η διαβάθμισή τους κυρίως από τους αναγνωρισμένους οίκους S&P, Fitch και Moody's.

Δεδομένης της διασποράς του χαρτοφυλακίου που χρησιμοποιείται ως κάλυμμα και της πιστωτικής ενίσχυσης ή υπερεξασφάλισης, είναι δυνατή η επίτευξη διαβάθμισης καλύτερης από εκείνη του πιστωτικού ιδρύματος. Για παράδειγμα, οι ελληνικές τράπεζες μέχρι και το τέλος του 2009 μπορούσαν να επιτύχουν διαβαθμίσεις ΑΑΑ στις τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα, περίοδο κατά την οποία οι διαβαθμίσεις των ιδρυμάτων ήταν Α ή ΒΒΒ.

Η χρήση των τιτλοποιήσεων ως εργαλείο άντλησης ρευστότητας και διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου οδήγησε στη σημαντική αύξηση των τιτλοποιήσεων την τελευταία δεκαετία. Οι υψηλές διαβαθμίσεις (συνήθως ΑΑΑ) των ανώτερων τμημάτων και η ευνοϊκή αντιμετώπισή τους για σκοπούς κεφαλαιακής επάρκειας τα έκαναν προϊόντα ιδιαίτερα δημοφιλή για τα πιστωτικά ιδρύματα και τους επενδυτές.

Τα καλυμμένα ομόλογα που παρέχουν υψηλή προστασία στον επενδυτή και λαμβάνουν υψηλές διαβαθμίσεις (συνήθως ΑΑΑ) χρησιμοποιήθηκαν ως ένα χαμηλού κόστους χρηματοδοτικό εργαλείο από τις ευρωπαϊκές τράπεζες. Οι επενδυτές των καλυμμένων ομολογιών προσβλέπουν σε ένα προϊόν με πιστωτικό κίνδυνο παρεμφερή αυτών των ομολόγων του Δημοσίου και αποδέχονται τις σχετικά χαμηλές αποδόσεις.

Αν και η δημιουργία της αγοράς των καλυμμένων ομολογιών δεν είναι σχετικά καινούργια, ορόσημο θεωρείται η καθιέρωση της αγοράς τυποποιημένων εκδόσεων καλυμμένων ομολογιών (jumbo). Η πρώτη έκδοση jumbo γερμανικού pfandbrief έλαβε χώρα τον Μάιο του 1995 από τη Frankfurter Hypothekenbank. Οι εκδόσεις τέτοιου τύπου καθιερώθηκε να είναι για ποσά άνω του €1 δισ. Η συγκεκριμένη αγορά αυξήθηκε με γρήγορους ρυθμούς και ανήλθε σε ποσό άνω των €800 δισ. το 2007.

1.4 Σύγκριση τιτλοποιήσεων και καλυμμένων ομολογιών

Οι τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα έχουν σημαντικές ομοιότητες, δεδομένου ότι και τα δύο χρηματοοικονομικά προϊόντα αποσκοπούν σε άντληση ρευστότητας με χρήση μη ρευστών στοιχείων ενεργητικού ως κάλυμμα. Οι βασικές διαφορές μεταξύ των καλυμμένων ομολογιών και των τιτλοποιήσεων είναι οι κάτωθι:

1. Οι καλυμμένες ομολογίες πλέον της εξασφάλισης από τις χρηματορροές του χαρτοφυλακίου ασφαλείας χαίρουν και της εγγύησης του πιστωτικού ιδρύματος. Συνεπώς, ο πιστωτικός κίνδυνος του υποκείμενου χαρτοφυλακίου παραμένει στο πιστωτικό ίδρυμα.

2. Τα καλυμμένα ομόλογα χρησιμοποιούνται μόνο ως εργαλείο άντλησης ρευστότητας και όχι ως εργαλείο διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου. Στις συναλλαγές τιτλοποίησης, όταν τα πιστωτικά ιδρύματα δεν διακρατούν τα κατώτερα τμήματα τίτλων μεταβιβάζουν τον πιστωτικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου στους επενδυτές.

3. Οι καλυμμένες ομολογίες που εκδίδονται στα πλαίσια του ίδιου προγράμματος είναι της ίδιας εξασφάλισης σε αντίθεση με τις τιτλοποιήσεις στα πλαίσια των οποίων εκδίδονται τουλάχιστον δύο τμήματα ομολόγων διαφορετικής εξασφάλισης. Στα προγράμματα καλυμμένων ομολογιών, η επίτευξη της υψηλής διαβάθμισης επιτυγχάνεται μέσω υπερκάλυψης (overcollateralization) της ονομαστικής αξίας των ομολόγων από το χαρτοφυλάκιο ασφαλείας.

4. Στις καλυμμένες ομολογίες τα στοιχεία ενεργητικού που συνθέτουν το χαρτοφυλάκιο ασφαλείας μπορούν να είναι ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια, δάνεια με υποθήκη επί εμπορικών ακινήτων ή πλοίων και

δάνεια προς ή εγγυημένα από κεντρικές κυβερνήσεις ή επιχειρήσεις του ευρύτερου δημόσιου τομέα χωρών της ΕΕ. Εν αντιθέσει, στις τιτλοποιήσεις το ενέχυρο δύναται να αποτελείται από οποιοδήποτε στοιχείο ενεργητικού.

5. Οι επιτρεπόμενες δομές συναλλαγών καλυμμένων ομολογιών είναι απλές και τυποποιημένες. Γενικότερα τα καλυμμένα ομόλογα έχουν έναν μεγάλο βαθμό τυποποίησης σε αντίθεση με τις τιτλοποιήσεις που ειδικά πριν την οικονομική κρίση εμφανίστηκαν σύνθετα προϊόντα, όπως τιτλοποιήσεις τιτλοποιημένων τμημάτων.

2. Χρήση τιτλοποιήσεων και καλυμμένων ομολογιών ως ενέχυρο για άντληση ρευστότητας από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

2.1 Πλαίσιο νομισματικής πολιτικής των χωρών του ευρώ

Η νομισματική πολιτική στις χώρες του ευρώ ασκείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των χωρών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ, ήτοι το ευρωσύστημα. Στα πλαίσια άσκησης νομισματικής πολιτικής το ευρωσύστημα προβαίνει είτε σε παροχή ρευστότητας είτε σε απορρόφηση ρευστότητας. Η παροχή ρευστότητας πραγματοποιείται είτε με πράξεις χρηματοδότησης μέσω τακτικών δημοπρασιών βραχυχρόνιας διάρκειας, όπου μετέχει ένας μεγάλος αριθμός πιστωτικών ιδρυμάτων, είτε με πράξεις οριακής χρηματοδότησης διάρκειας μιας ημέρας, στις οποίες μετέχουν συνήθως πιστωτικά ιδρύματα με προσωρινά προβλήματα ρευστότητας. Η χρήση των πράξεων οριακής χρηματοδότησης επιλέγεται από τα πιστωτικά ιδρύματα σε σπάνιες περιπτώσεις ως προσωρινή λύση και μόνο εάν προκύψουν έκτακτα προβλήματα ρευστότητας.

Για απορρόφηση ρευστότητας το ευρωσύστημα προβαίνει σε συναλλαγές αποδοχής καταθέσεων διάρκειας μιας ημέρας. Τα επιτόκια των ανωτέρω πράξεων μεταβάλλονται στα πλαίσια της άσκησης της νομισματικής πολιτικής.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Επιτόκια ευρωσυστήματος την 15.04.2011

Επιτόκιο πράξεων χρηματοδότησης	1,25% (βασικό επιτόκιο ευρωσυστήματος)
Επιτόκιο πράξεων οριακής χρηματοδότησης	2%
Επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων	0,5%

Μετά την έναρξη της οικονομικής κρίσης περιορίστηκε σημαντικά η δυνατότητα χρηματοδότησης από επενδυτές ή από τη διατραπεζική αγορά. Το ευρωσύστημα μετέβαλε τις διαδικασίες παροχής ρευστότητας προκειμένου να επιτευχθεί σταθεροποίηση του τραπεζικού συστήματος. Συγκεκριμένα εισήγαγε τους εξής μηχανισμούς:

α. Αύξηση της διάρκειας χρηματοδότησης μέχρι και ένα έτος, και

β. Αντικατάσταση της διαδικασίας της δημοπρασίας, όπου υπήρχε η πιθανότητα μερικής κάλυψης του αιτήματος ρευστότητας ενός πιστωτικού ιδρύματος, με πλήρη κάλυψη χωρίς δημοπρασία (full allotment).

Σε επόμενο στάδιο και αφού εξομαλύνθηκαν οι συνθήκες χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων του ευρωσυστήματος, με εξαίρεση την Ελλάδα, καταργήθηκε η δυνατότητα χρηματοδότησης για 1 έτος και επανήλθαν οι πιο βραχυχρόνιες διάρκειες δανεισμού. Εκτιμάται ότι στο μέλλον θα επανέλθει και η διαδικασία των δημοπρασιών ρευστότητας.

2.2 Αποδεκτά καλύμματα για τις πράξεις νομισματικής πολιτικής

Προκειμένου ένα πιστωτικό ίδρυμα να μετέχει στις πράξεις χορήγησης ρευστότητας από το ευρωσύστημα, είναι απαραίτητη η παροχή καλυμμάτων προκειμένου να μειωθεί ο πιστωτικός κίνδυνος.

Τα εν λόγω καλύμματα διακρίνονται σε μη εμπορεύσιμα, όπως επιχειρηματικά δάνεια με καλή διαβάθμιση, και σε εμπορεύσιμα, όπως ομόλογα κεντρικών κυβερνήσεων, πιστωτικών ιδρυμάτων, ειδικών εταιρειών, τα καλυμμένα ομόλογα και οι τιτλοποιήσεις. Στα πλαίσια της διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου εφαρμόζονται περιθώρια περικοπής (haircut) στην εύλογη αξία των καλυμμάτων. Η εύλογη αξία για τα εμπορεύσιμα στοιχεία προκύπτει είτε από τιμές αγοράς είτε, εάν δεν υπάρχουν τιμές αγοράς, από θεωρητικές αποτιμήσεις.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Παράδειγμα χρήσης καλυμμάτων για άντληση ρευστότητας

	Τιτλοποιήσεις δανείων	**Καλυμμένα ομόλογα**
Αρχικό ποσό χαρτοφυλακίου	1000	1000
Ποσό δανείων που τηρούν τα κριτήρια	700	700
Ποσό εκδοθέντων τίτλων αποδεκτών ως κάλυμμα από το ευρωσύστημα	400 (Διαβάθμιση ΑΑΑ)	600 (Διαβάθμιση Α)
Αποτίμηση τίτλων	240 (60 % x 400)	480 (80 % x 600)
Εφαρμογή περιθωρίου περικοπής (+ περιθωρίου περικοπής θεωρητικής αποτίμησης)	20,2 %	1,5%
Τελικό ποσό άντλησης ρευστότητας από το ευρωσύστημα	192 (240 x (1-20,2 %)	473 [480 x (1-1,5%)]

Στους παρακάτω πίνακες δίνονται οι κατηγορίες των εμπορεύσιμων στοιχείων και τα περιθώρια περικοπής του ευρωσυστήματος, όπου περιλαμβάνονται οι αλλαγές που ισχύουν από 01.01.2011.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3 Κατηγορίες εμπορεύσιμων στοιχείων

Κατηγορία I	Χρεόγραφα κεντρικής κυβέρνησης Χρεόγραφα εκδοθέντα από κεντρικές τράπεζες
Κατηγορία II	Χρεόγραφα τοπικών και περιφερειακών κυβερνήσεων Καλυμμένα τραπεζικά ομόλογα τύπου jumbo Χρεόγραφα ειδικών φορέων - εκδοτών χρεογράφων Χρεόγραφα υπερεθνικών οργανισμών
Κατηγορία III	Παραδοσιακά καλυμμένα τραπεζικά ομόλογα Δομημένα καλυμμένα τραπεζικά ομόλογα Ομόλογα τύπου multi-cédulas Χρεόγραφα εκδοθέντα από εταιρείες και άλλους εκδότες
Κατηγορία IV	Χρεόγραφα πιστωτικών ιδρυμάτων (μη καλυμμένα)
Κατηγορία V	Χρεόγραφα προερχόμενα από τιτλοποίηση απαιτήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4 Ποσοστά περικοπής για εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία

Διαβάθμιση από AAA έως A- ανά κατηγορία

Εναπομένουσα διάρκεια	Κατηγορία I		Κατηγορία II		Κατηγορία III*		Κατηγορία IV*		Κατηγορία V*
	Τοκομερίδιο								
	Σταθερό	Μηδενικό	Σταθερό	Μηδενικό	Σταθερό	Μηδενικό	Σταθερό	Μηδενικό	
0-1**	0,5	0,5	1,0	1,0	1,5	1,5	6,5	6,5	16
1-3	1,5	1,5	2,5	2,5	3,0	3,0	8,5	9,0	
3-5	2,5	3,0	3,5	4,0	5,0	5,5	11,0	11,5	
5-7	3,0	3,5	4,5	5,0	6,5	7,5	12,5	13,5	
7-10	4,0	4,5	5,5	6,5	8,5	9,5	14,0	15,5	
>10	5,5	8,5	7,5	12,0	11,0	16,5	17,0	22,5	

Διαβάθμιση από BBB+ έως BBB- ανά κατηγορία

Εναπομένουσα διάρκεια	Κατηγορία I		Κατηγορία II		Κατηγορία III*		Κατηγορία IV*		Κατηγορία V*
	Τοκομερίδιο								
	Σταθερό	Μηδενικό	Σταθερό	Μηδενικό	Σταθερό	Μηδενικό	Σταθερό	Μηδενικό	
0-1**	5,5	5,5	6,0	6,0	8,0	8,0	15,0	15,0	Μη αποδεκτό
1-3	6,5	6,5	10,5	11,5	18,0	19,5	27,5	29,5	
3-5	7,5	8,0	15,5	17,0	25,5	28,0	36,5	39,5	
5-7	8,0	8,5	18,0	20,5	28,0	31,5	38,5	43,0	
7-10	9,0	9,5	19,5	22,5	29,0	33,5	39,0	44,5	
>10	10,5	13,5	20,0	29,0	29,5	38,0	39,5	46,0	

* Επιπρόσθετη περικοπή 5% εφαρμόζεται στις τιτλοποιήσεις και στα τραπεζικά ομόλογα που αποτιμώνται θεωρητικά.

** Τα περιουσιακά στοιχεία με κυμαινόμενο επιτόκιο περιλαμβάνονται στην κατηγορία εναπομένουσας διάρκειας «0-1».

3. Εποπτικό πλαίσιο

Το εποπτικό πλαίσιο της Βασιλείας Ι αντιμετώπιζε ιδιαίτερα ευνοϊκά τις τιτλοποιήσεις από άποψη κεφαλαιακών απαιτήσεων για τα πιστωτικά ιδρύματα και δημιουργούσε δυνατότητες κεφαλαιακών ελαφρύνσεων χωρίς μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου. Η νέα συνθήκη της Βασιλείας ΙΙ, που οριστικοποιήθηκε τον Ιούνιο του 2004 και εφαρμόζεται στην Ελλάδα από το 2008, μεταβάλλει σημαντικά την εν λόγω αντιμετώπιση και αίρει αυτά τα πλεονεκτήματα. Οι συντελεστές στάθμισης για χαμηλά τμήματα τιτλοποιήσεων μπορεί να φτάσουν το 1.250%.

Η Ευρωπαϊκή Ένωση προκειμένου να αντιμετωπίσει τις αδυναμίες του μοντέλου της τιτλοποίησης που εφαρμόσθηκε πριν την κρίση, στα πλαίσια αναθεώρησης της οδηγίας για την κεφαλαιακή επάρκεια (capital requirements directive – CRD II) τον Σεπτέμβριο του 2009, καθόρισε τα κάτωθι:

α. Δεν επιτρέπεται στα πιστωτικά ιδρύματα να επενδύουν σε τιτλοποιήσεις εάν το πιστωτικό ίδρυμα που πραγματοποιεί την τιτλοποίηση (originator) δεν διατηρεί τουλάχιστον 5% του κινδύνου.

β. Αυξάνει τις απαιτήσεις για τον έλεγχο (due diligence) πριν την επένδυση.

γ. Αυξάνει τις υποχρεώσεις των αναδόχων πιστωτικών ιδρυμάτων.

Οι επόμενες αλλαγές στην οδηγία για την κεφαλαιακή επάρκεια (CRD III και CRD IV) προβλέπουν:

α. Αυξημένες κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις επενδύσεις σε τιτλοποιήσεις τίτλων από τιτλοποίηση.

β. Τα ελάχιστα στοιχεία πιστωτικού κινδύνου, (ποσοστά δανείων σε καθυστέρηση άνω των 30, 60, 90 ημερών κ.λπ.) για τα τιτλοποιημένα χαρτοφυλάκια που θα πρέπει να παρακολουθούν οι τράπεζες που επενδύουν σε τιτλοποιήσεις.

4. Μεθοδολογίες οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης

Οι οίκοι αξιολόγησης προβαίνουν σε ποσοτική και ποιοτική αξιολόγηση της συναλλαγής. Τα ποιοτικά χαρακτηριστικά που αξιολογούν είναι η εγκριτική διαδικασία των δανείων (underwriting), οι διαδικασίες ανάκτησης καθυστερημένων οφειλών, τα χαρακτηριστικά των δανείων, το νομικό και φορολογικό πλαίσιο κ.λπ.

Η ποσοτική διαδικασία στηρίζεται σε ένα μοντέλο χρηματορροών (cash flow model).

4.1 Μοντέλο χρηματορροών

Στο μοντέλο χρηματορροών εισέρχονται οι βασικές παράμετροι για την απεικόνιση των χρηματορροών που είναι ενδεικτικά:

1. Το ποσοστό αθέτησης των δανείων (default rate).
2. Το ποσοστό ανάκτησης καθυστερημένων δανείων (recovery rate).
3. Ο επιτοκιακός κίνδυνος (interest rate risk).
4. Ο κίνδυνος πρόωρης αποπληρωμής των δανείων (pre-payment risk).

Για τις ανωτέρω παραμέτρους εφαρμόζονται σενάρια προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων που είναι συνάρτηση της διαβάθμισης.

Για παράδειγμα, σε ένα χαρτοφυλάκιο καταναλωτικών δανείων και δανείων αυτοκινήτων η S&P και η Fitch εφαρμόζουν συγκεκριμένους πολλαπλασιαστές επί των ποσοστών καθυστέρησης και ποσοστά περικοπής επί του ποσοστού ανάκτησης των καθυστερημένων οφειλών (recoveries). Μεγαλύτερη διαβάθμιση συνεπάγεται υψηλότερους πολλαπλασιαστές και ποσοστά περικοπής.

Πολλαπλασιαστές επί των ποσοστών αθέτησης

Διαβάθμιση	**S&P**	**Fitch**
AAA	4.0 - 5.0x	4.0 - 6.0x
AA	3.0 - 4.0x	3.2 - 4.8x
A	2.0 - 3.0x	2.4 - 3.6x
BBB	1.75 - 2.0x	1.8 - 2.4x
BB	–	1.2 - 1.8x

ΠΗΓΗ: S&P και Fitch

Ποσοστά περικοπών επί των ποσοστών ανάκτησης

Διαβάθμιση	**S&P**	**Fitch**
AAA	40% - 60%	40% - 60%
A	30% - 40%	24% - 36%

ΠΗΓΗ: S&P και Fitch

Οι χρηματορροές του δανειακού χαρτοφυλακίου, όπως υπολογίζονται, θα πρέπει να καλύπτουν τις χρηματορροές των τίτλων που εκδίδονται. Βάσει του μοντέλου χρηματορροών καθορίζεται η πιστωτική ενίσχυση (credit enhancement) που πρέπει να έχει κάθε τμήμα της τιτλοποίησης, προκειμένου να αντιστοιχεί σε μια διαβάθμιση. Η μεθοδολογία διαφέρει ανάλογα με το είδος των τιτλοποιημένων δανείων.

4.2 Πιστωτική ενίσχυση

Οι βασικές μέθοδοι πιστωτικής ενίσχυσης είναι:

α. Τμηματοποίηση όπου τα χαμηλότερα τμήματα παρέχουν πιστωτική ενίσχυση στα υψηλότερα (τιτλοποιήσεις).

β. Υπερεξασφάλιση (overcollateralization), δηλαδή η χρήση μεγαλύτερου ποσού δανείων από το ποσό των τίτλων που θα εκδοθούν (καλυμμένες ομολογίες).

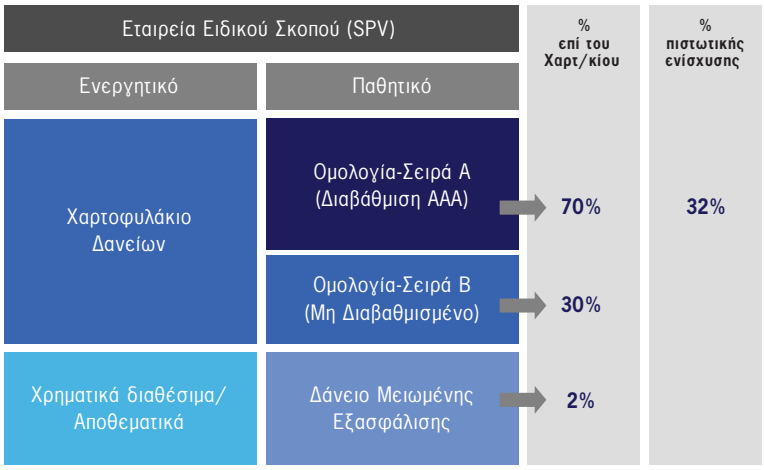
γ. Ειδικά αποθεματικά (reserves).

δ. Ενσωμάτωση γεγονότων που οδηγούν σε πρόωρη λήξη της συναλλαγής (trigger events). Τέτοια γεγονότα μπορεί να είναι η αύξηση των καθυστερήσεων του τιτλοποιημένου χαρτοφυλακίου πάνω από ένα καθορισμένο επίπεδο, η πτώχευση του πιστωτικού ιδρύματος και άλλα.

ε. Λήψη πιστωτικής εγγύησης από τρίτους έναντι αμοιβής. Για παράδειγμα, μία συναλλαγή με αρχική διαβάθμιση BBB μέσω εγγύησης από τρίτο συμβαλλόμενο μπορεί να αποκτήσει διαβάθμιση AAA. Ενδεικτικά αναφέρεται το Ευρωπαϊκό Επενδυτικό Ταμείο (European Investment Fund - EIF), που παρέχει εγγυήσεις σε συναλλαγές τιτλοποίησης μικρομεσαίων επιχειρήσεων προκειμένου να δώσει κίνητρα για αντίστοιχες χορηγήσεις.

Στο παράδειγμα που ακολουθεί η πιστωτική ενίσχυση της σειράς A (AAA) είναι 32% και προέρχεται από τη σειρά B (30%) και από τα αποθεματικά (2%).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5 Παράδειγμα πιστωτικής ενίσχυσης



5. Επιπτώσεις της κρίσης στις τιτλοποιήσεις και στα καλυμμένα ομόλογα

5.1 Επίπτωση στις αγορές

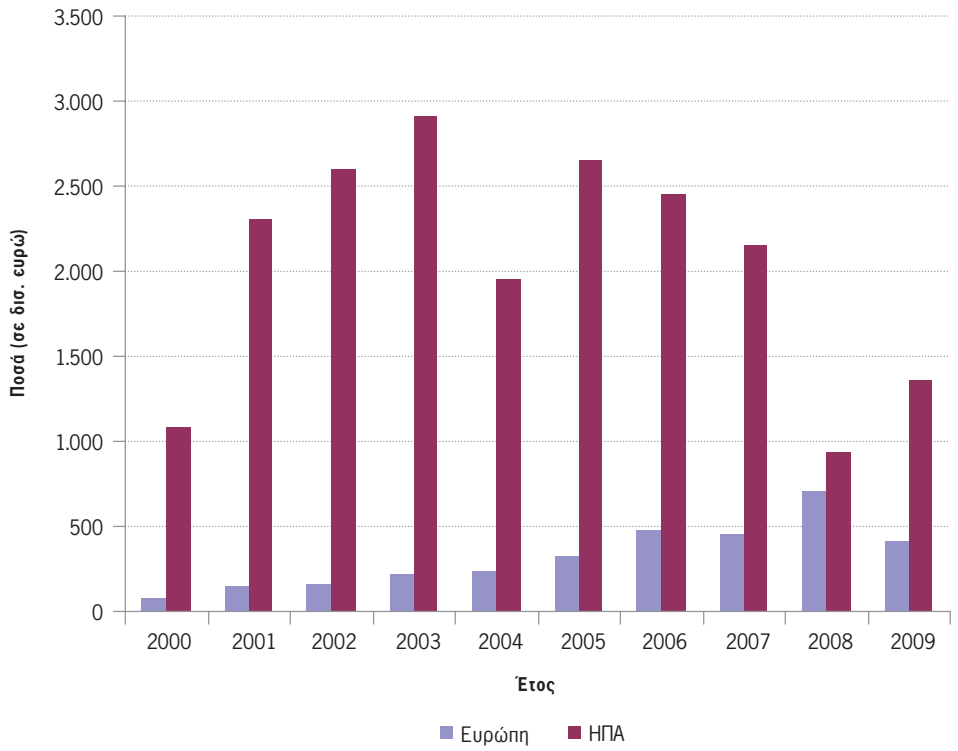
Η πρόσφατη κρίση ξεκίνησε το καλοκαίρι του 2007 από τις ΗΠΑ και τις τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων χαμηλής πιστωτικής αξιολόγησης (subprime).

Τα χαρακτηριστικά των αγορών σε αυτό το διάστημα είναι η απώλεια της επενδυτικής εμπιστοσύνης με αποτέλεσμα το κλείσιμο των αγορών, τη μεταβλητότητα και τη σημαντική αύξηση των περιθωρίων των επιτοκίων. Σε αυτή την περίοδο υπήρχαν και βελτιώσεις του οικονομικού κλίματος, όπου τα πιστωτικά ιδρύματα μπορούσαν να απευθυνθούν στις αγορές αλλά για σχετικά μικρά χρονικά διαστήματα. Για παράδειγμα, στο 2ο εξάμηνο του 2009 τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα μπόρεσαν να προβούν σε εκδόσεις κοινών ομολογιακών δανείων, καλυμμένων ομολόγων αλλά και σε αυξήσεις κεφαλαίου.

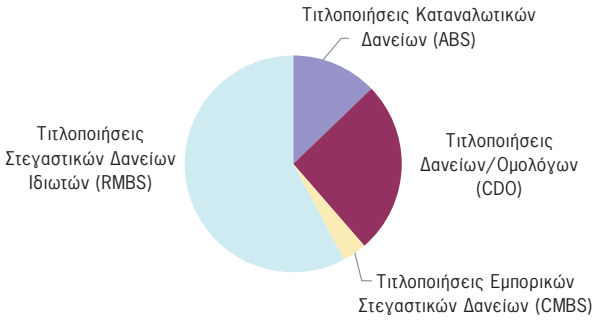
Το οικονομικό μοντέλο της τιτλοποίησης βοήθησε σημαντικά την ανάπτυξη της οικονομίας τα τελευταία δέκα έτη μέσω της ανακατανομής του πιστωτικού κινδύνου και της άντλησης ρευστότητας για νέες χορηγήσεις. Σύμφωνα με στοιχεία του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, πριν την κρίση οι τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα παρείχαν μεταξύ 20% και 60% της χρηματοδότησης των νέων στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ, Δυτική Ευρώπη, Ιαπωνία και Αυστραλία. Τον Ιούνιο του 2009 στις ΗΠΑ περίπου 19% όλων των δανείων για απόκτηση ακινήτων και των καταναλωτικών δανείων και καρτών συνολικού ύψους $ 18 τρισ. χρηματοδοτείται από τιτλοποιήσεις χωρίς να περιλαμβάνονται οι τιτλοποιήσεις των κυβερνητικών οργανισμών.

Στα Διαγράμματα 6, 7 και 8 που παρατίθενται, παρουσιάζονται οι νέες τιτλοποιήσεις που ολοκληρώθηκαν στις ΗΠΑ και την Ευρώπη από το 2000 έως και το 2009, καθώς και η σύνθεση των τιτλοποιήσεων κατά το 2009 στην Ευρώπη και τις ΗΠΑ.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6 Νέες τιτλοποιήσεις στις ΗΠΑ και την Ευρώπη ανά έτος ολοκλήρωσης



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7 Εκδόσεις του 2009 ανά τύπο ενεχύρου στην Ευρώπη



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8 Εκδόσεις του 2009 ανά τύπο ενεχύρου στις ΗΠΑ

Τα βασικά προβλήματα του πλαισίου των τιτλοποιήσεων πριν την οικονομική κρίση μπορούν να συνοψισθούν στα κάτωθι:

1. Λανθασμένη ανακατανομή, τιμολόγηση και κατανόηση του πιστωτικού κινδύνου των τιτλοποιημένων δανείων από τους επενδυτές.

2. Αναντιστοιχία υψηλών διαβαθμίσεων και επενδυτικού κινδύνου. Υπερβολική εμπιστοσύνη των επενδυτών στις διαβαθμίσεις, χωρίς να έχουν καλή κατανόηση των μεθοδολογιών των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι από τις τιτλοποιήσεις στις ΗΠΑ (collateralized debt obligations-CDOs) που διαβαθμίστηκαν ΑΑΑ από την S&P μεταξύ του 2005 και του 2007, τον Ιούνιο του 2009 μόνο το 10% παρέμεινε ΑΑΑ και περίπου 60% υποβαθμίστηκε σε διαβάθμιση μικρότερη από Β.

3. Ελλείψεις εποπτικού πλαισίου, περιορισμένη παροχή ουσιαστικής πληροφόρησης στους επενδυτές, μη τυποποίηση των προϊόντων και αδυναμίες των λογιστικών προτύπων.

4. Ύπαρξη σύνθετων προϊόντων υψηλού πιστωτικού κινδύνου, όπως οι τιτλοποιήσεις τίτλων από άλλες τιτλοποιήσεις (CDO^2).

5. Σε πολλές περιπτώσεις, ειδικά στις ΗΠΑ, πλήρης μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου από τους εκδότες στους επενδυτές, που οδήγησε στην έλλειψη κινήτρων για συνεπή διαχείριση και παρακολούθηση του πιστωτικού κινδύνου των τιτλοποιημένων δανείων από τους εκδότες.

6. Παραλείψεις των αναδόχων και συμβούλων μιας τιτλοποίησης ως προς τη γνωστοποίηση των επενδυτικών κινδύνων στους επενδυτές.

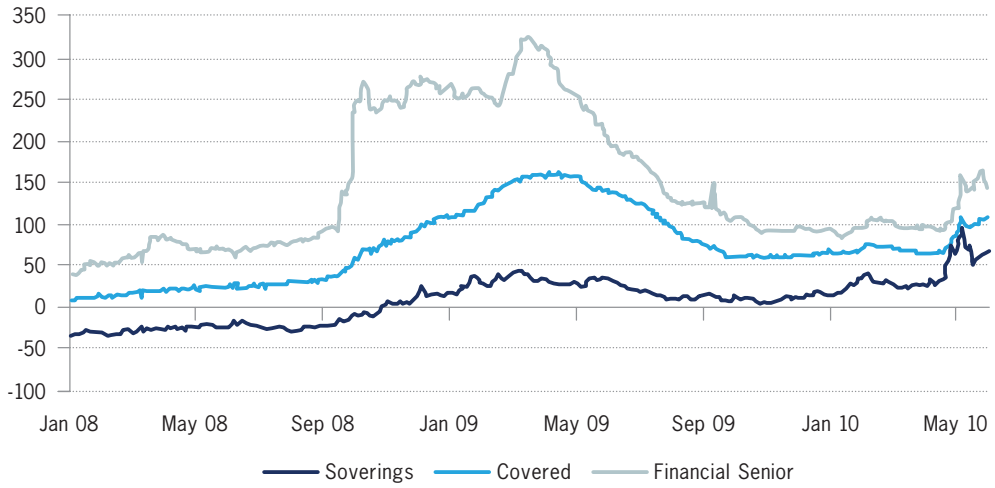
Οι αγορές των καλυμμένων ομολογιών επηρεάστηκαν σημαντικά, όχι όμως λόγω του εφαρμοζόμενου μοντέλου αλλά λόγω της γενικής κρίσης στην επενδυτική εμπιστοσύνη. Αυτό απεικονίζεται και στα επόμενα Διαγράμματα, όπου φαίνονται τα περιθώρια επιτοκίων για τις τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα και η ιδιαίτερη καλή συμπεριφορά των καλυμμένων ομολόγων. Στη διαφορετική συμπεριφορά των καλυμμένων ομολόγων βοήθησαν σημαντικά τα χαρακτηριστικά τους ήτοι:

1. Διατήρηση του πιστωτικού κινδύνου στον εκδότη, άρα και της ταύτισης συμφερόντων επενδυτών και εκδοτών.

2. Ύπαρξη αυστηρού εποπτικού πλαισίου.

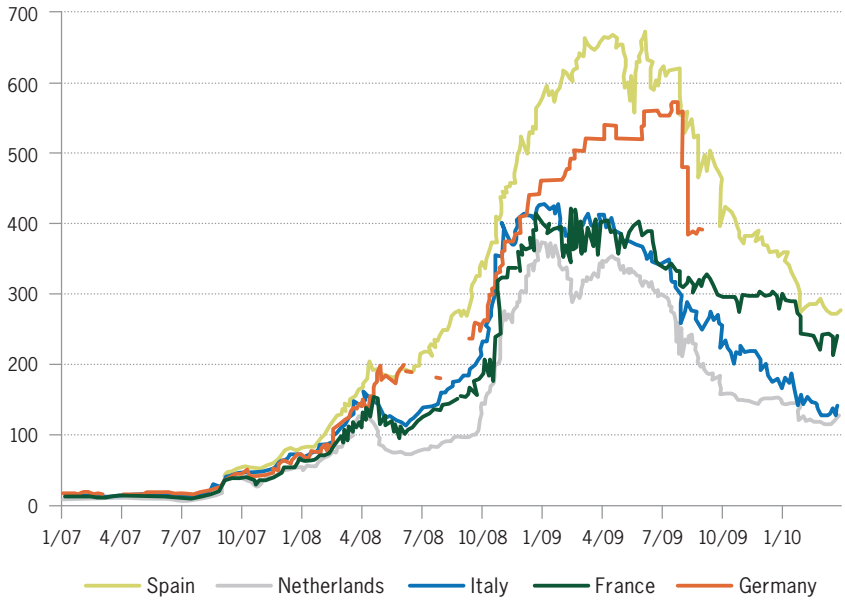
3. Τυποποιημένες συναλλαγές.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9 Εξέλιξη περιθωρίων επιτοκίου για ευρωπαϊκά καλυμμένα ομόλογα, ευρωπαϊκούς κρατικούς τίτλους και ευρωπαϊκούς τραπεζικούς τίτλους

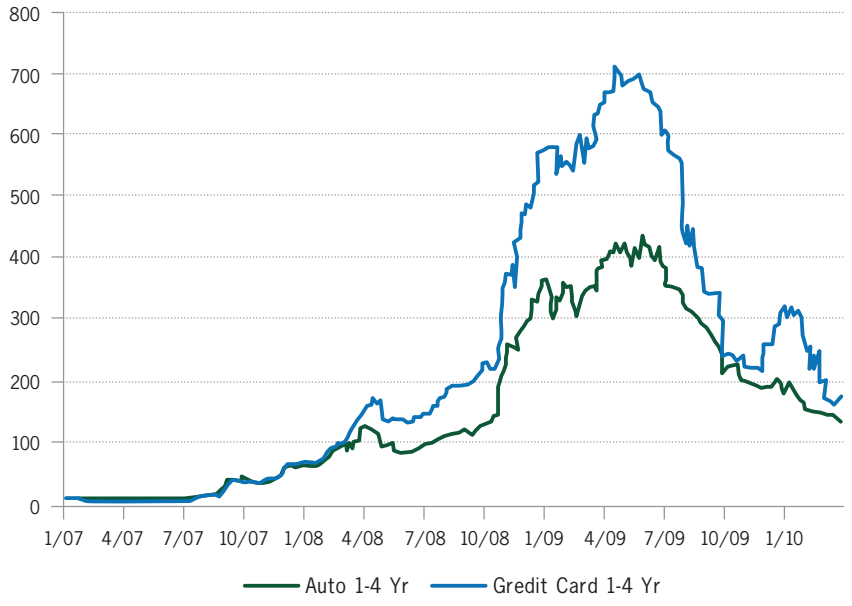


ΠΗΓΗ: iBoxx, Barclays Capital

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 10 Εξέλιξη περιθωρίων επιτοκίου για ευρωπαϊκές ΑΑΑ τιτλοποιήσεις στεγαστικών 3-5 ετών

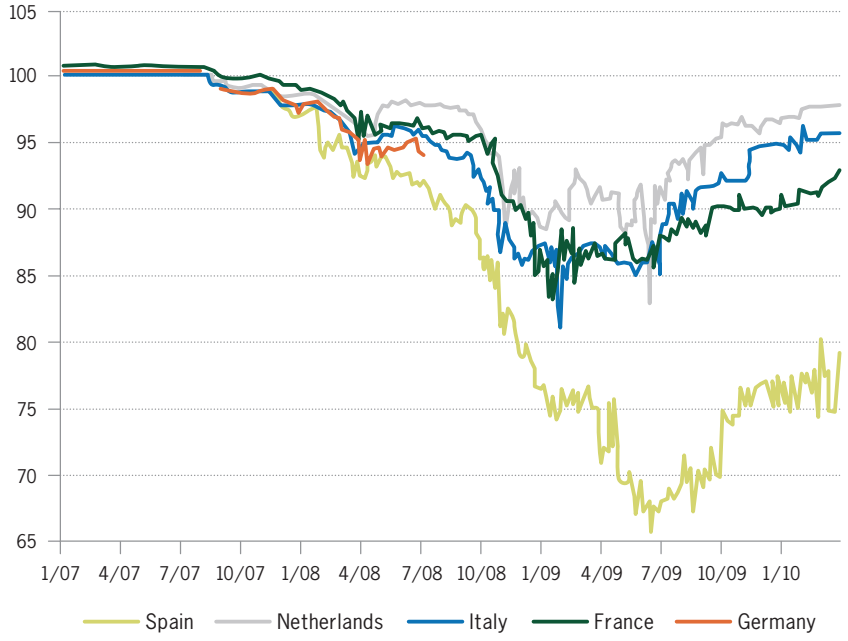


ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 11 Εξέλιξη περιθωρίων επιτοκίου για ευρωπαϊκές ΑΑΑ τιτλοποιήσεις καταναλωτικών δανείων 1-4 ετών



ΠΗΓΗ: World Bank (2009)

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 12 Εξέλιξη τιμών για ευρωπαϊκές ΑΑΑ τιτλοποιήσεις στεγαστικών 3-5 ετών



5.2 Αντίδραση κεντρικών τραπεζών

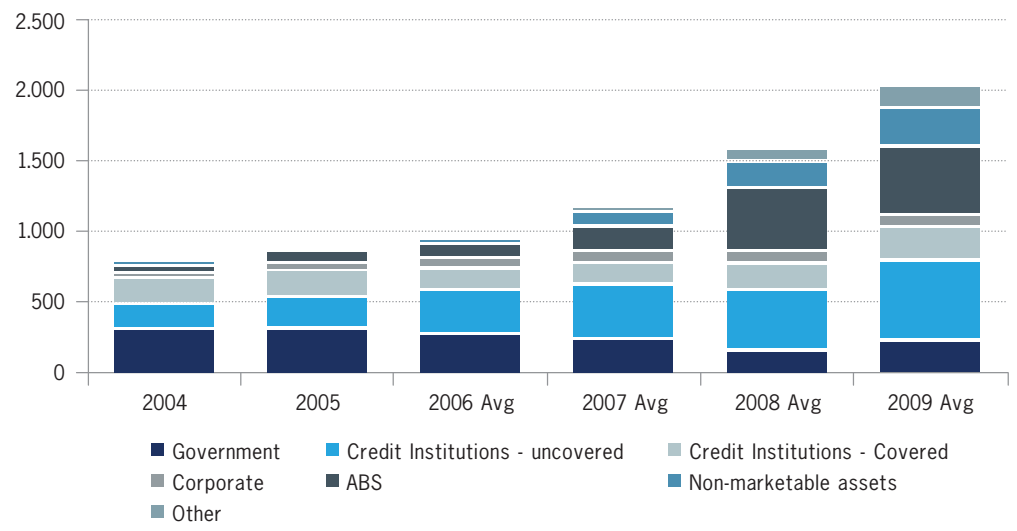
Με το κλείσιμο των αγορών και τη σοβαρή έλλειψη ρευστότητας στα πιστωτικά ιδρύματα, τον ρόλο των επενδυτών ανέλαβαν οι κεντρικές τράπεζες, οι οποίες παράλληλα προσπαθούν να δώσουν κίνητρα για ανάκαμψη των αγορών. Τα εργαλεία που χρησιμοποιήθηκαν ήταν απευθείας αγορές τίτλων ή, στα πλαίσια της νομισματικής πολιτικής, αύξηση της παροχής ρευστότητας με ενέχυρο τίτλους. Ενδεικτικά αναφέρονται το πρόγραμμα TALF (Term Asset Backed Securities Loan Facility) στις ΗΠΑ, η αποδοχή τιτλοποιήσεων ως ενέχυρο από την Κεντρική Τράπεζα της Αγγλίας και το πρόγραμμα εγγυήσεων τιτλοποιήσεων στην Αγγλία.

Το ευρωσύστημα, όπως αναφέρθηκε, μετέβαλε τις διαδικασίες διάθεσης ρευστότητας στα πλαίσια της νομισματικής πολιτικής με την αύξηση της διάρκειας των δανεισμών, καθώς και με την πλήρη κάλυψη των αιτημάτων για ρευστότητα. Στα πλαίσια των αποδεκτών ενεχύρων μετέβαλε την ελάχιστη αποδεκτή διαβάθμιση για εμπορεύσιμα και μη εμπορεύσιμα στοιχεία από A- σε BBB-, περιλαμβανομένων των καλυμμένων ομολογιών αλλά με εξαίρεση τις τιτλοποιήσεις, και με την εφαρμογή ενός επιπλέον περιθωρίου περικοπής 5% σε καλύμματα με διαβάθμιση επιπέδου BBB.

Ειδικά για τις τιτλοποιήσεις, το ευρωσύστημα ακολούθησε μια σημαντικά πιο συντηρητική πολιτική αποδοχής ενεχύρου. Συγκεκριμένα για τις νέες τιτλοποιήσεις από 01.03.2009 αύξησε το ελάχιστο όριο διαβάθμισης από A σε AAA και από 01.03.2010 τον ελάχιστο αριθμό των AAA διαβαθμίσεων από έναν οίκο αξιολόγησης σε δύο.

Δεδομένης της αδυναμίας των ευρωπαϊκών πιστωτικών ιδρυμάτων να τοποθετήσουν τις τιτλοποιήσεις σε επενδυτές, το μεγαλύτερο ποσοστό των νέων τιτλοποιήσεων μετά την κρίση χρησιμοποιήθηκε ως κάλυμμα στο ευρωσύστημα. Έτσι το ποσοστό χρήσης των τιτλοποιήσεων ως ενέχυρο αυξήθηκε από σχεδόν μηδενικά επίπεδα το 2004 σε περίπου 28% το 2008.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 13 Διαχρονική εξέλιξη των καλυμμάτων στο ευρωσύστημα



Για τις καλυμμένες ομολογίες, πλέον της αποδοχής τους ως ενέχυρο, το ευρωσύστημα ανακοίνωσε τον Μάιο του 2009 ένα πρόγραμμα αγορών καλυμμένων ομολογιών (μέχρι 10% μιας έκδοσης) εκδόσεων χωρών του ευρωσυστήματος ποσού € 60 δισ. Το συγκεκριμένο πρόγραμμα είχε ως αποτέλεσμα τη σημαντική αποκλιμάκωση των περιθωρίων επιτοκίων των καλυμμένων ομολογιών. Ενδεικτικά σημειώνεται ότι τα επιτόκια των ισπανικών καλυμμένων ομολόγων μειώθηκαν από 200 μονάδες βάσης τον Ιούνιο του 2009 σε 90 μονάδες βάσης τον Οκτώβριο του 2009.

6. Οι τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα στην Ελλάδα

6.1 Ελληνικές τιτλοποιήσεις

Το νομικό πλαίσιο για τις τιτλοποιήσεις καθορίζεται στην Ελλάδα από τον Ν. 3156/2008 που μεταξύ άλλων διευθετεί λειτουργικά θέματα, όπως γνωστοποιήσεις στους δανειολήπτες καθώς και θέματα φορολογικής αντιμετώπισης. Το εποπτικό πλαίσιο, ειδικά όσον αφορά την αντιμετώπιση των τιτλοποιήσεων για σκοπούς κεφαλαιακής επάρκειας, καλύπτεται από την εγκύκλιο 9/2003 και την ΠΔ/ΤΕ 2593/2007.

Η πρώτη συναλλαγή τιτλοποίησης έγινε τον Νοέμβριο του 2003 και αφορά τα στεγαστικά δάνεια της Aspis Bank. Είναι ενδιαφέρον ότι τις εν λόγω συναλλαγές αξιοποιούσαν και μικρότερες τράπεζες, όπως η Aspis Bank και η Millennium Bank (πρώην NovaBank), που πιθανά η πρόσβασή τους στις αγορές κεφαλαίου μέσω κοινών ομολογιών να ήταν δυσκολότερη. Οι συναλλαγές αρχικά αφορούν στεγαστικά δάνεια και σταδιακά επεκτείνονται σε καταναλωτικά δάνεια, κάρτες, καθώς και σε επιχειρηματικά δάνεια.

Οι συναλλαγές γίνονται κυρίως για σκοπούς άντλησης ρευστότητας. Στα πλαίσια της Βασιλείας Ι σε κάποιες περιπτώσεις μειώνουν και τις κεφαλαιακές απαιτήσεις αλλά όχι σημαντικά. Επιπλέον, βοηθάνε τις τράπεζες να βελτιώσουν τα συστήματά τους, καθώς και τις εσωτερικές τους διαδικασίες και πολιτικές που αφορούν τα δανειακά χαρτοφυλάκια.

Με τη διεθνή κρίση που ξεκινάει το καλοκαίρι του 2007 δεν υπάρχει πλέον η δυνατότητα τοποθέτησης των τιτλοποιήσεων στις αγορές. Με τη στροφή των ελληνικών τραπεζών στο ευρωσύστημα για χρηματοδότηση, οι τιτλοποιήσεις γίνονται ένα πολύτιμο εργαλείο για δημιουργία αποδεκτών καλυμμάτων. Από το 2008 και μετά όλες οι νέες τιτλοποιήσεις γίνονται για σκοπούς χρήσης ως ενέχυρο. Δεδομένου ότι για σκοπούς ευρωσυστήματος γίνεται αποδεκτό μόνο το ανώτερο τμήμα των τιτλοποιήσεων, η δομή των τιτλοποιήσεων αλλάζει και εκδίδονται πλέον μόνο δύο τμήματα: το ανώτερο και ένα αδιαβάθμητο τμήμα που ιδιοκατέχεται από το πιστωτικό και αποτελεί πιστωτική ενίσχυση του ανώτερου τμήματος.

6.2 Ελληνικές καλυμμένες ομολογίες

Στην Ελλάδα το νομικό πλαίσιο για τις καλυμμένες ομολογίες εισάγεται αρκετά αργότερα, το καλοκαίρι του 2007, και καθορίζεται από τον Ν. 3601/2007 (άρθρο 91). Ο νόμος, πλέον της απευθείας έκδοσης (direct issue), δίνει τη δυνατότητα και για έκδοση όπου μπορεί να χρησιμοποιηθεί εταιρεία ειδικού σκοπού. Η εν λόγω δυνατότητα κρίθηκε χρήσιμη δεδομένων νομικών περιορισμών που θα μπορούσαν να υπάρχουν στην άμεση έκδοση καλυμμένων ομολογιών από όρους προγραμμάτων εκδόσεων κοινών ομολογιών. Η ΠΔ/ΤΕ 2620/28.08.2009 καθορίζει το σχετικό εποπτικό πλαίσιο και, μεταξύ άλλων, τις προϋποθέσεις για την εποπτική αναγνώριση των καλυμμένων ομολογιών.

Η πρώτη έκδοση καλυμμένων ομολογιών με ενέχυρο στεγαστικά δάνεια γίνεται από την Alpha Bank τον Ιούλιο του 2008. Αντίστοιχα προγράμματα δημιουργούν και οι άλλες ελληνικές τράπεζες. Το σύνολο σχεδόν των εκδόσεων των ελληνικών καλυμμένων ομολογιών χρησιμοποιούνται ως κάλυμμα στο ευρωσύστημα δεδομένου ότι δεν επέτρεψαν οι συνθήκες αγοράς την τοποθέτησή τους. Με το πρόγραμμα αγορών του ευρωσυστήματος των €60 δισ. δημιουργήθηκαν οι συνθήκες για τοποθέτηση σε επενδυτές, και η Εθνική Τράπεζα στο 4ο τρίμηνο του 2010 τοποθέτησε ομόλογα €1,5 δισ. διάρκειας 7 ετών σε επενδυτές. Η εν λόγω έκδοση είναι η μόνη που διατέθηκε σε επενδυτές. Με την κρίση του ελληνικού χρέους στις αρχές του 2010 οι αγορές καλυμμένων ομολογιών έκλεισαν πάλι.

6.3 Κρίση του ελληνικού χρέους και η επίπτωση στις τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα

Στις ελληνικές συναλλαγές τιτλοποίησης, τα πιστωτικά ιδρύματα δεν μετέβαλαν τις διαδικασίες διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου και έγκρισης δανείων σε αντίθεση με τις πρακτικές που εμφανίστηκαν στις διεθνείς αγορές και ειδικά στις ΗΠΑ. Στα τιτλοποιημένα χαρτοφυλάκια ακολουθούνται οι ίδιες εγκριτικές διαδικασίες. Έτσι οι ελληνικές συναλλαγές δεν εμφάνισαν υποβαθμίσεις λόγω πιστωτικού κινδύνου.

Με την εισαγωγή πιο αυστηρών κριτηρίων από το ευρωσύστημα για τη χρήση των τιτλοποιήσεων ως ενέχυρο, απαραίτητη συνθήκη είναι η επίτευξη ΑΑΑ για τις ελληνικές συναλλαγές τιτλοποίησης. Με τη χρήση αυξημένης πιστωτικής ενίσχυσης, συνήθως με την αύξηση του ποσοστού του αδιαβάθμητου τμήματος, τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα επιτυγχάνουν διαβαθμίσεις ΑΑΑ σε συναλλαγές μέχρι και τον Δεκέμβριο του 2009.

Με την έναρξη της κρίσης του ελληνικού χρέους, στις αρχές του 2010 οι οίκοι αξιολόγησης, παράλληλα με τις υποβαθμίσεις του ελληνικού χρέους και των τραπεζών, προβαίνουν σταδιακά σε αλλαγή της μεθοδολογίας τους ειδικά για τις ελληνικές τιτλοποιήσεις και τις καλυμμένες ομολογίες. Βάσει των νέων μεθοδολογιών, όπου εισάγεται πρακτικά ο κίνδυνος χώρας, από το πρώτο τρίμηνο του 2011 η μέγιστη δυνατή διαβάθμιση για τις τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα είναι ΒΒΒ και Α αντίστοιχα.

Στο Παράρτημα 1 παρατίθεται το χρονικό της αλλαγής της μεθοδολογίας των οίκων αξιολόγησης.

Οι εν λόγω αλλαγές στις μεθοδολογίες των οίκων αξιολόγησης έχουν ως αποτέλεσμα:

1. Την υποβάθμιση όλων των υπαρχουσών συναλλαγών τιτλοποιήσεων και καλυμμένων ομολογιών στα επίπεδα του ΒΒΒ και Α.

2. Όλες οι ελληνικές τιτλοποιήσεις να μην μπορούν να γίνουν πλέον αποδεκτές από το ευρωσύστημα. Σημειώνεται ότι μόνο οι ελληνικές τράπεζες δεν μπορούν να χρησιμοποιούν τιτλοποιήσεις ως ενέχυρο.

3. Λόγω της υποβάθμισης των διαβαθμίσεων των τραπεζών, τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα δεν είναι πλέον αποδεκτοί αντισυμβαλλόμενοι για τήρηση των λογαριασμών των συναλλαγών (account bank), με αποτέλεσμα την απώλεια ρευστότητας.

Για τα καλυμμένα ομόλογα οι δυνατότητες χρήσης ως ενέχυρο στο ευρωσύστημα είναι σχετικά καλύτερες δεδομένου ότι, βάσει του πλαισίου για νέες συναλλαγές, απαιτείται ελάχιστη διαβάθμιση ΒΒΒ- και μόνο από έναν οίκο αξιολόγησης. Ωστόσο πιθανές νέες υποβαθμίσεις που αναμένεται να λάβουν χώρα εντός του 2011 μπορεί να επιφέρουν υποβαθμίσεις των ομολόγων σε μη επενδυτικό επίπεδο (κάτω από ΒΒΒ-).

Οι τιτλοποιήσεις και οι καλυμμένες ομολογίες υπό κανονικές συνθήκες θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν από τις ελληνικές τράπεζες και σε διατραπεζικές συναλλαγές δανεισμού με ενέχυρο. Δεδομένης όμως της ύφεσης της ελληνικής οικονομίας εκτιμάται ότι αυτή τη χρονική στιγμή μόνο συναλλαγές με υποκείμενα χαρτοφυλάκια που δεν συσχετίζονται με την ελληνική οικονομία, όπως π.χ. δάνεια στη ναυτιλία, θα ήταν αποδεκτές.

7. Η επόμενη ημέρα για τις τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα στην Ελλάδα

7.1 Χρήση στο ευρωσύστημα

Με το κλείσιμο των διεθνών κεφαλαιαγορών για τις ελληνικές τράπεζες και τη στροφή τους στο ευρωσύστημα για ρευστότητα, οι τιτλοποιήσεις και οι καλυμμένες ομολογίες αποτέλεσαν και αποτελούν ένα εργαλείο μετατροπής μη ρευστών στοιχείων σε τίτλους που μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως ενέχυρα.

Σε αυτή τη χρήση έχουν να αντιμετωπίσουν τις κάτωθι προκλήσεις:

α. Ειδικά για τις τιτλοποιήσεις εφόσον (α) το ευρωσύστημα διατηρήσει τα κριτήρια αξιολόγησης από δύο οίκους σε ΑΑΑ για νέες συναλλαγές και το κατώτερο Α για υπάρχουσες και (β) οι οίκοι αξιολόγησης συνεχίσουν να θέτουν, λόγω κινδύνου χώρας, μικρότερη δυνατή επιτεύξιμη διαβάθμιση, οι υπάρχουσες αλλά και οι νέες ελληνικές συναλλαγές, τουλάχιστον μεσοπρόθεσμα, δεν είναι αποδεκτές από το ευρωσύστημα. Αναφορικά με τις καλυμμένες ομολογίες, εφόσον συνεχίσουν να λαμβάνουν χώρα περαιτέρω υποβαθμίσεις της χώρας, ενδέχεται να αντιμετωπίσουν την ίδια πρόκληση και τελικώς να αποκλειστούν από τη χρήση στο ευρωσύστημα.

β. Η αύξηση των καθυστερήσεων στα υποκείμενα χαρτοφυλάκια, που αναμένεται να λάβει χώρα λόγω ύφεσης, εφόσον υπερβεί κάποια καθορισμένα όρια (triggers), μπορεί να προκαλέσει την πρόωρη αποπληρωμή των συναλλαγών.

γ. Η μείωση των χορηγήσεων λόγω της ύφεσης μπορεί να αποτελέσει πρόβλημα στην αναπλήρωση των τιτλοποιημένων χαρτοφυλακίων και των χαρτοφυλακίων ασφαλείας.

Στα πλαίσια αποδοχής διαφοροποιημένων καλυμμάτων, η ΕΚΤ θα πρέπει να διαφοροποιήσει τα κριτήρια αποδοχής των τιτλοποιήσεων και καλυμμένων ομολογιών κατά τρόπο τέτοιο που να γίνονται αποδεκτές συναλλαγές που λαμβάνουν την ανώτερη δυνατή διαβάθμιση, βάσει των περιορισμών που τίθενται από τους οίκους αξιολόγησης λόγω κινδύνου χώρας. Για παράδειγμα, μία συναλλαγή τιτλοποίησης που κατά την 15.04.2010 λαμβάνει διαβάθμιση BBB+ από τον οίκο S&P και Baa1, από τον οίκο Moody's θα μπορούσε να γίνει αποδεκτή.

7.2 Χρήση στις αγορές

Για τις βραχυπρόθεσμες και μεσοπρόθεσμες διατραπεζικές συναλλαγές με ενέχυρα (repos) εκτιμάται ότι πιθανή σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης όσον αφορά τον κίνδυνο χώρας θα επιτρέψει στις ελληνικές τράπεζες να κάνουν χρήση των συναλλαγών τιτλοποιήσεων και καλυμμένων ομολογιών ως κάλυμμα για δανεισμό.

Για τη δυνατότητα άντλησης ρευστότητας από τις κεφαλαιαγορές υπάρχει μια σημαντική διαφοροποίηση μεταξύ καλυμμένων ομολογιών και τιτλοποιήσεων. Οι καλυμμένες ομολογίες, λόγω της ιδιαίτερης ασφάλειας που προσφέρουν στους επενδυτές, θα είναι πιθανόν το πρώτο εργαλείο που θα χρησιμοποιήσουν οι ελληνικές τράπεζες για να επανέλθουν στις αγορές με την έναρξη βελτίωσης του οικονομικού κλίματος. Για τις τιτλοποιήσεις, παρόλο που οι ελληνικές συναλλαγές δεν παρουσίασαν προβλήματα πιστωτικού κινδύνου, εκτιμάται ότι θα χρειαστεί να επέλθουν αλλαγές στο μοντέλο της τιτλοποίησης για να επανέλθουν στις διεθνείς αγορές.

8. Σύνοψη και συμπεράσματα

Οι τιτλοποιήσεις βοήθησαν σημαντικά στην ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας των τελευταίων δέκα ετών. Οι υπερβολές και οι αδυναμίες του επιχειρηματικού μοντέλου τους ήταν και μία από τις αιτίες της κρίσης που οδήγησαν στην κατάρρευση της επενδυτικής εμπιστοσύνης και στο κλείσιμο των κεφαλαιαγορών.

Οι καλυμμένες ομολογίες, αν και με αρκετά κοινά χαρακτηριστικά με τις τιτλοποιήσεις, μέσω της τυποποίησής τους, των απλών και διάφανων δομών και του συγκεκριμένου και αυστηρού εποπτικού πλαισίου, είχαν πολύ καλύτερη αποδοχή από τους επενδυτές κατά την κρίση και δείχνουν τον δρόμο για τις αλλαγές και για τις τιτλοποιήσεις. Είναι σημαντική για τη διεθνή οικονομία η επαναφορά της επενδυτικής εμπιστοσύνης στις τιτλοποιήσεις και οι πρωτοβουλίες που είναι σε εξέλιξη για την εισαγωγή του ρυθμιστικού πλαισίου εκτιμάται ότι θα βοηθήσουν σημαντικά.

Με την αδυναμία άντλησης ρευστότητας από τις αγορές, οι τιτλοποιήσεις και τα καλυμμένα ομόλογα είναι αναγκαία εργαλεία για δημιουργία ενεχύρων για νομισματικές πράξεις με τις κεντρικές τράπεζες.

Οι ελληνικές συναλλαγές τιτλοποίησης και τα καλυμμένα ομόλογα είναι ένα σημαντικό εργαλείο άντλησης ρευστότητας για τις ελληνικές τράπεζες από τις αγορές, που αν και δεν εμφάνισε τα προβλήματα των διεθνών συναλλαγών, δεν είναι πλέον διαθέσιμο. Η εισαγωγή του κινδύνου χώρας στις αναλύσεις των οίκων αξιολόγησης δεν επιτρέπει τη χρήση των τιτλοποιήσεων ως ενέχυρο στο ευρωσύστημα, ενώ νέες υποβαθμίσεις απειλούν και τη χρήση των καλυμμένων ομολογιών. Μία λύση για την καλύτερη διασπορά καλυμμάτων της ΕΚΤ θα ήταν να διαφοροποιήσει τα κριτήρια αποδοχής των τιτλοποιήσεων και καλυμμένων ομολογιών, έτσι ώστε να γίνονται αποδεκτές συναλλαγές που λαμβάνουν την καλύτερη δυνατή διαβάθμιση από τους οίκους αξιολόγησης, δεδομένου του κινδύνου χώρας.

Με τη βελτίωση του επενδυτικού κλίματος για την Ελλάδα εκτιμάται ότι τα καλυμμένα ομόλογα θα είναι από τα πρώτα εργαλεία για την επιστροφή στις κεφαλαιαγορές, ενώ θα είναι χρήσιμα εργαλεία και στη διατραπεζική αγορά. Η μεσοπρόθεσμη ανάκαμψη των διεθνών αγορών των τιτλοποιήσεων και της ελληνικής οικονομίας θα συμβάλει στο άνοιγμα των αγορών και για τις ελληνικές συναλλαγές. Όπως δείχνει η διεθνής εμπειρία, πρώτα θα επανακάμψουν οι τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων και μετά των καταναλωτικών δανείων και καρτών.

Βιβλιογραφία

Ελληνόγλωσση

Γενική τεκμηρίωση για τα μέσα και τις διαδικασίες νομισματικής πολιτικής του ευρωσυστήματος – Νοέμβριος 2008 – Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

Πράξη Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής 61/6.12.2006, Τράπεζα της Ελλάδος.

Ξενόγλωσση

Basel III and IFRS 9 – A tightening of the regulations – The Royal Bank of Scotland.

Default Modelling for European Consumer ABS, S&P.

Does the world need securitization? – Citi – December 12, 2008.

EMEA Consumer ABS Rating Criteria, Fitch.

European securitization outlook 2010, sunrise or sunset – Barclays Capital.

"Financial turmoil, securitization and liquidity" – Jose Manuel Gonzalez-Paramo, Member of the Executive Board of ECB – Global ABS Conference.

Restarting securitizations markets: policy proposals and pitfalls – IMF.

Securitisation Data Report Q1 2010 – AFMS / ESF.

The AAA handbook 2010, rebuilding trust, Barclays Capital.

The lognormal method applied to ABS analysis, Moody's.

Παράρτημα 1

Στο Παράρτημα αυτό παρατίθενται κάποιες από τις ανακοινώσεις των οίκων Moody's, Fitch και S&P που επηρέασαν το μέλλον των ελληνικών τιτλοποιήσεων.

Moody's	
04/2/2010	Δεδομένης της υποβάθμισης της αξιολόγησης των κρατικών ομολόγων, η Moody's επανεξετάζει τα κριτήρια για τη διαβάθμιση AAA των ελληνικών τιτλοποιήσεων. Καμία νέα ελληνική τιτλοποίηση ή έκδοση καλυμμένης ομολογίας δεν θα διαβαθμιστεί ως AAA μέχρι την ολοκλήρωση της επανεξέτασης.
19/2/2010	Η Moody's εξετάζει όλες τις ελληνικές τιτλοποιήσεις και καλυμμένες ομολογίες με διαβάθμιση AAA για πιθανή υποβάθμιση, με εξαίρεση μία συναλλαγή.
29/3/2010	Η Moody's ανακοινώνει ότι οι ελληνικές συναλλαγές μπορούν να επιτύχουν διαβάθμιση AAA, κάτω από ορισμένες συνθήκες: (α) επαρκής πιστωτική ενίσχυση, (β) διαχείριση και επαρκής μετρίαση λειτουργικών κινδύνων, και (γ) επαρκής ρευστότητα.
31/3/2010	Η Moody's ολοκληρώνει την εξέταση των συναλλαγών σχετικά με την επίπτωση της επιδείνωσης των οικονομικών του κράτους και υποβαθμίζει 24 συναλλαγές αξίας 19,7 δισ.
27/4/2010	Μετά την υποβάθμιση του ελληνικού χρέους σε A3 (22/4/2010), η Moody's λαμβάνει αρνητική θέση έναντι 30 ελληνικών συναλλαγών. 18 συναλλαγές υποβαθμίζονται και παραμένουν σε εξέταση για πιθανή νέα υποβάθμιση, ενώ 12 εξετάζονται για πιθανή υποβάθμιση.
06/5/2010	Η Moody's εκδίδει άρθρο για το λειτουργικό κίνδυνο προς σχολιασμό. Αναφέρει τις βασικές παραμέτρους που διασφαλίζουν ότι η συναλλαγή δεν συνδέεται άμεσα με τη διαβάθμιση των άμεσα εμπλεκόμενων μερών. Οι παράμετροι είναι (α) επαρκείς όροι στις συμφωνίες εξυπηρέτησης των συναλλαγών, (β) ανεξαρτησία cash manager/calculation agent, και (γ) επαρκής ρευστότητα για διαβάθμιση AAA.
12/5/2010	Η Moody's υποβαθμίζει 36 σειρές ομολόγων (23 συναλλαγές), ενώ μία παραμένει σε εξέταση για πιθανή υποβάθμιση. Οι ενέργειες πηγάζουν από τις εκτιμήσεις για επιδείνωση της συμπεριφοράς των χαρτοφυλακίων λόγω της κρίσης της ελληνικής οικονομίας, καθώς και του αυξημένου λειτουργικού κινδύνου λόγω της οικονομικής αποδυνάμωσης των ελληνικών τραπεζών, που απεικονίζεται και στην υποβάθμισή τους (30/4).
23/6/2010	Η Moody's συνεχίζει την εξέταση των κριτηρίων, δεδομένης της περαιτέρω υποβάθμισης του ελληνικού χρέους σε Ba1 και της υποβάθμισης εννέα ελληνικών τραπεζών. Τα κριτήρια που επανεξετάζει επικεντρώνονται στη (α) διαθέσιμη πιστωτική ενίσχυση των συναλλαγών δεδομένης της αναμενόμενης επιδείνωσης της επίδοσης των χαρτοφυλακίων, και (β) την έκθεση των συναλλαγών στον υφιστάμενο λειτουργικό κίνδυνο και κίνδυνο ρευστότητας των τραπεζών. Βάσει των ανωτέρω συνεχίζει την εξέταση των ελληνικών συναλλαγών για πιθανή υποβάθμιση.
15/7/2010	Η Moody's βάσει των ανωτέρω κριτηρίων, ολοκληρώνει την εξέταση 25 συναλλαγών, που έχει ως αποτέλεσμα την υποβάθμιση 33 συναλλαγών και την επιβεβαίωση της διαβάθμισης για τρεις συναλλαγές. 12 σειρές ομολόγων παραμένουν σε εξέταση, καθώς εκκρεμεί η εφαρμογή των ενεργειών αναδόμησης που έχουν προταθεί από τις τράπεζες.
21/12/2010	Μετά τη λήψη αρνητικής θέσης επί του ελληνικού χρέους (16/12/2010), η Moody's λαμβάνει αρνητική θέση έναντι 16 ελληνικών συναλλαγών, αξίας €13 δισ.
11/3/2011	Σε συνέχεια της υποβάθμισης της χώρας από Ba1 σε B1, η Moody's ανακοινώνει ότι οι ελληνικές συναλλαγές τιτλοποίησης δεν αναμένεται να μπορούν να λάβουν διαβάθμιση ανώτερη του Baa1, ασχέτως της πιστωτικής ενίσχυσης ή άλλων δομικών χαρακτηριστικών.
14/4/2011	Η Moody's επιβεβαιώνει ότι η ανώτερη δυνατή διαβάθμιση είναι Baa1 και υποβαθμίζει 22 ομόλογα ελληνικών τιτλοποιήσεων που είχαν ήδη τεθεί υπό επιτήρηση για πιθανή υποβάθμιση.
ΠΗΓΗ: www.moodys.com	

Fitch	
09/12/2009	Η Fitch ανακοινώνει ότι εξετάζει όλες τις συναλλαγές τιτλοποιήσεων στην Ελλάδα για πιθανή υποβάθμιση μετά την υποβάθμιση της Ελλάδας σε BBB+. Η μέγιστη πιστοληπτική διαβάθμιση σε ελληνική τιτλοποίηση είναι το AA, εφόσον η διαβάθμιση της χώρας είναι BBB.
02/2/2010	Η Fitch εκδίδει ανακοίνωση σχετικά με τις επιπτώσεις του προσχεδίου νόμου περί πτωχεύσεως των νοικοκυριών. Αναφέρει ότι κατά το αισιόδοξο σενάριο δε θα έχει σημαντική επίδραση στην ελληνική αγορά. Ωστόσο, κατά το χείριστο, θα οδηγήσει στην επιδείνωση της ποιότητας των χαρτοφυλακίων, στη θέσπιση αυστηρότερων εγκριτικών κριτηρίων και, τελικά, στη μόλυνση της ελληνικής οικονομίας. Αν το προσχέδιο ψηφιστεί ως νόμος, μπορεί να προκαλέσει εκ νέου πίεση στις ελληνικές τιτλοποιήσεις και τα προγράμματα καλυμμένων ομολογιών.
13/4/2010	Σε συνέχεια της υποβάθμισης της Ελλάδος σε BBB- (9/4), η μέγιστη πιστοληπτική διαβάθμιση σε ελληνική τιτλοποίηση είναι AA-.
23/6/2010	Η Fitch ανακοινώνει τις 7 παραμέτρους που επηρεάζουν τη μέγιστη δυνατή πιστοληπτική διαβάθμιση που μπορεί να λάβει μία συναλλαγή. Μία από αυτές είναι ο κίνδυνος χώρας: Συναλλαγές με στοιχεία ενεργητικού μιας χώρας με υψηλό κίνδυνο χώρας δεν μπορούν να διαβαθμιστούν με διαβάθμιση ανώτερη από 6 βαθμίδες από αυτή της χώρας.
19/8/2010	Η Fitch εκτιμά ότι ο νέος νόμος για τα υπερχρεωμένα νοικοκυριά μπορεί να προκαλέσει πρόωρες αθετήσεις (καθυστέρηση άνω των 90 ημερών) και μειωμένες ανακτήσεις σε στεγαστικά και καταναλωτικά χαρτοφυλάκια. Οι επιπτώσεις δεν μπορούν να προβλεφθούν με ακρίβεια αλλά εκτιμάται ότι θα υποσκελίσουν τα αποτελέσματα των αναδομήσεων που έχουν ήδη προταθεί.
22/12/2010	Η Fitch θέτει υπό επιτήρηση για πιθανή διαβάθμιση 40 ομόλογα ελληνικών τιτλοποιήσεων.
19/1/2011	Μετά την υποβάθμιση του ελληνικού κράτους σε BB+ (14/1/2011), η Fitch υποβαθμίζει 29 ομόλογα ενώ σταθεροποιεί τη διαβάθμιση σε 11.
ΠΗΓΗ: www.fitchratings.com	

Standard & Poor's (S&P)	
18/12/2009	Η S&P ανακοινώνει ότι η υποβάθμιση της Ελλάδας από A- σε BBB+ από A- (16/12) δεν επηρεάζει τις διαβαθμίσεις των ελληνικών τιτλοποιήσεων.
19/2/2010	Η S&P υποβαθμίζει όλες τις ελληνικές τιτλοποιήσεις από AAA σε AA, δεδομένης της εκτίμησής της για αυξημένο κίνδυνο χώρας.
30/4/2010	Η S&P ανακοινώνει ότι εξετάζει όλες τις συναλλαγές τιτλοποιήσεων στην Ελλάδα για πιθανή υποβάθμιση μετά την υποβάθμιση της χώρας από BBB+ σε BB+ (27/04).
18/5/2010	Η S&P προχωρεί σε αναθεώρηση του τρόπου που ο κίνδυνος χώρας επηρεάζει τις ελληνικές τιτλοποιήσεις. Η μέγιστη πιστοληπτική διαβάθμιση σε ελληνική τιτλοποίηση είναι A.
8/12/2010	Σε συνέχεια της εξέτασης της χώρας για πιθανή υποβάθμιση (2/12/2010), η S&P ανακοινώνει ότι εξετάζει όλες τις συναλλαγές τιτλοποιήσεων στην Ελλάδα για πιθανή υποβάθμιση.
5/4/2011	Μετά την υποβάθμιση της χώρας από BB+ σε BB- (29/03/2011), η S&P ανακοινώνει ότι η μέγιστη δυνατή διαβάθμιση για τις ελληνικές τιτλοποιήσεις είναι BBB+. Μέσω της ανακοίνωσης, 22 ομόλογα ελληνικών τιτλοποιήσεων υποβαθμίζονται και 2 διατηρούνται υπό επιτήρηση για πιθανή υποβάθμιση.
ΠΗΓΗ: www.standardandpoors.com	

Δ.
Η κρίση στην ευρωζώνη και την Ελλάδα

Η δυναμική του χρέους στις χώρες της ΟΝΕ και οι αντιδράσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών

Νάνσυ Θεοφιλάκου
ΠΡΟΪΣΤΑΜΕΝΗ ΤΜΗΜΑΤΟΣ
ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ & ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ
ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ

Γιάννης Στουρνάρας
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ ΙΟΒΕ
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Περίληψη

Η βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών εξαρτάται άμεσα από την άσκηση κατάλληλης δημοσιονομικής πολιτικής. Επιπλέον, οι προσδοκίες των χρηματοπιστωτικών αγορών για τις δημοσιονομικές εξελίξεις αποτελούν σημαντική συνιστώσα για την απρόσκοπτη αναχρηματοδότηση του δημόσιου χρέους των χωρών.

Στην παρούσα μελέτη εξετάζεται η βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών στα κράτη μέλη της ΟΝΕ, κατά την περίοδο 1988-2009, ενσωματώνοντας στο εμπειρικό πλαίσιο τις προσδοκίες των χρηματοπιστωτικών αγορών για την εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών.

Από την εκτίμηση της δυναμικής συνάρτησης αντίδρασης της δημοσιονομικής πολιτικής (fiscal reaction function) στην ΟΝΕ προκύπτει ότι λαμβάνοντας υπόψη την αλληλεπίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής με τις προσδοκίες των αγορών και με τον οικονομικό κύκλο, ενισχύεται το συμπέρασμα για τη βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών στην ΟΝΕ κατά την εξετασμένη περίοδο. Οι κυβερνήσεις φαίνονται να λαμβάνουν μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής όταν το χρέος αυξάνει (ικανή συνθήκη δημοσιονομικής βιωσιμότητας), καθώς και όταν δυσχεραίνουν οι προσδοκίες των επενδυτών κυβερνητικών ομολόγων. Ωστόσο, η δημοσιονομική προσπάθεια σταθεροποίησης του χρέους προέρχεται από τις χώρες με μικρότερο λόγο χρέους προς ΑΕΠ, ενώ εκείνες με μεγαλύτερο λόγο χρέους φαίνεται να υιοθετούν περιοριστικά δημοσιονομικά μέτρα μικρότερης κλίμακας, αντιδρώντας μόνο στις πιέσεις των αγορών και στη συνακόλουθη αύξηση του κόστους δανεισμού. Μετά την ίδρυση της ΟΝΕ (1998-2009), η δημοσιονομική αντίδραση στην αύξηση του χρέους εξασθενεί, ενώ οι αγορές επιδρούν σημαντικά στην άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής.

Οι συγγραφείς θα ήθελαν να ευχαριστήσουν τους Roberto G. Baena, Νίκο Ζόνζηλο, Γεώργιο Κριμπά, Γιώργο Μανιάτη, Δημήτριο Μόσχο και Γιάννη Μπίλια για τα χρήσιμα σχόλια σε προγενέστερη εκδοχή της παρούσας ανάλυσης. Ευχαριστίες επίσης, προς τον σχολιαστή του άρθρου κ. Αναστασάτο. Οι απόψεις που εκφράζονται στο παρόν άρθρο είναι των συγγραφέων και δεν αντανακλούν απαραίτητα τις απόψεις των φορέων στους οποίους απασχολούνται.

1. Εισαγωγή

Η βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών, ήδη από τα μέσα της δεκαετίας του '80, βρίσκεται στο επίκεντρο του διαλόγου για την οικονομική πολιτική στην Ευρώπη. Ωστόσο, ακόμη και σήμερα, οι μακροοικονομικές εξελίξεις στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) χαρακτηρίζονται από σημαντικές δημοσιονομικές ανισορροπίες, οι οποίες συχνά εγείρουν ερωτήματα για τη βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών στις χώρες της ΟΝΕ. Αυτό αντανακλάται στην αυξημένη μεταβλητότητα στις αγορές κυβερνητικών ομολόγων και στη σημαντική διεύρυνση του περιθωρίου απόδοσης, σε όλες τις διάρκειες, των ομολόγων πολλών κρατών μελών της ΟΝΕ σε σύγκριση με τους αντίστοιχους γερμανικούς τίτλους.

Σε θεωρητικό επίπεδο, η συνθήκη για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους βασίζεται στον διαχρονικό εισοδηματικό περιορισμό της κυβέρνησης (Intertemporal Budget Constraint, IBC), ο οποίος αποκλείει τη δυνατότητα η κυβέρνηση να υιοθετήσει ως μακροπρόθεσμη πολιτική, ένα καθεστώς μερικής αναχρηματοδότησης του χρέους (Ponzi scheme) και επομένως, να μην αποπληρώσει τους δανειστές της.[1] Με άλλα λόγια, η συνθήκη αυτή στηρίζεται στην υπόθεση ότι κανείς δεν θα ήταν διατεθειμένος να δανείζει μακροπρόθεσμα μια κυβέρνηση, η οποία υιοθετεί ως πολιτική την έκδοση νέου χρέους προκειμένου να αποπληρώνει τους τόκους και όχι το κεφάλαιο του δανεισμού της. Επομένως, η βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών εξαρτάται άμεσα από την άσκηση κατάλληλης δημοσιονομικής πολιτικής, η οποία επιδρά και στις προσδοκίες των δανειστών για την εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών. Συγκεκριμένα, υπό συνθήκες αβεβαιότητας, οι κυβερνήσεις θα πρέπει να πραγματοποιούν πρωτογενή πλεονάσματα, τουλάχιστον σε κάποιες περιόδους, προκειμένου να ελέγχεται η δυναμική του χρέους (Bohn, 1995, 1998). Αυτό αποτελεί ικανή συνθήκη (sufficient condition) για τη μακροπρόθεσμη διατηρησιμότητα του δημόσιου χρέους και μπορεί να εξεταστεί εμπερικά.[2]

Επιπρόσθετα, οι προσδοκίες των δανειστών, ή αλλιώς «των αγορών», για την πορεία των δημοσίων οικονομικών αποτελούν σημαντική συνιστώσα για την απρόσκοπτη αναχρηματοδότηση του δημόσιου χρέους των χωρών. Αυτή η αλληλεπίδραση δημοσιονομικής πολιτικής και χρηματοπιστωτικών αγορών εμπεριέχεται έμμεσα στο θεωρητικό πλαίσιο για τη βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών, παρά το γεγονός ότι δεν έχει ληφθεί έως τώρα υπόψη στη σχετική εμπειρική βιβλιογραφία. Παράλληλα, αυτή η αλληλεπίδραση βρίσκεται και στο επίκεντρο των τρεχουσών οικονομικών εξελίξεων στην ΟΝΕ. Για παράδειγμα, αστάθεια και μεταβλητότητα στις αγορές κρατικών τίτλων, καθώς και σημαντική διεύρυνση των περιθωρίων απόδοσης των τίτλων αυτών ενδεχομένως να σηματοδοτεί προσδοκίες των επενδυτών για δημοσιονομικό εκτροχιασμό και επομένως, υψηλότερο επενδυτικό ρίσκο. Συνεπώς, το κόστος δανεισμού της κυβέρνησης, αλλά και σε τελική ανάλυση, η δυνατότητα δανεισμού της βρίσκονται σε άμεση συνάρτηση με τις προσδοκίες των επενδυτών για την πορεία του δημόσιου χρέους και την ουσιαστική ικανότητα των κυβερνήσεων για την αποπληρωμή του.

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι η εξέταση της βιωσιμότητας των δημοσίων οικονομικών στις χώρες της ΟΝΕ, ενσωματώνοντας στο εμπειρικό πλαίσιο τις προσδοκίες των αγορών για τις δημοσιονομικές

[1] Οι εμπειρικοί έλεγχοι για τη βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών θεμελιώνονται κυρίως στο άρθρο των Hamilton and Flavin (1986), οι οποίοι εξέτασαν κατά πόσο το συσσωρευμένο δημοσιονομικό χρέος των ΗΠΑ μπορεί να αποπληρωθεί μακροπρόθεσμα, ή αλλιώς, εάν σε όρους παρούσας αξίας, ο μακροπρόθεσμος δημοσιονομικός προϋπολογισμός είναι ισοσκελισμένος. Η σχετική εμπειρική βιβλιογραφία που αναπτύχθηκε έκτοτε είναι εκτενής και αναφέρεται σε ελέγχους στασιμότητας και συνολοκλήρωσης των χρονολογικών σειρών των δημοσιονομικών δεδομένων. Για την επισκόπηση της εν λόγω βιβλιογραφίας βλέπε, μεταξύ άλλων, Chalk and Hemming (2000), Afonso (2005α). Σημειώνεται, ωστόσο, ότι η πιο πρόσφατη βιβλιογραφία εξετάζει τις συναρτήσεις αντίδρασης (reaction function) της δημοσιονομικής πολιτικής, δηλαδή εξετάζει εάν το πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα της περιόδου t «αντιδρά» στη μεταβολή διαφόρων παραγόντων που επηρεάζουν την άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής, όπως για παράδειγμα, του δημόσιου χρέους της περιόδου t-1 (βλ. Bohn, 1998, 2005, 2007).

[2] Σύμφωνα με τον Bohn (1998, σελ. 961), η συγκεκριμένη συνθήκη βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους μπορεί να εξεταστεί εμπειρικά, χωρίς να απαιτείται να γίνουν υποθέσεις για την πορεία του επιτοκίου και του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης. Παράλληλα, υπό συνθήκες αβεβαιότητας, προκειμένου να οριστεί, και να μπορεί να εξεταστεί εμπειρικά, η ικανή και αναγκαία συνθήκη (necessary and sufficient condition) για τη βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών απαιτείται να οριστεί επακριβώς η άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής, κάτι που δεν είναι εμπειρικά εφικτό (Bohn, 2005, σελ. 21).

εξελίξεις, όπως εκείνες αντανακλώνται στο περιθώριο απόδοσης του 10ετούς κυβερνητικού ομολόγου κάθε χώρας με τον αντίστοιχο γερμανικό τίτλο. Στην ουσία, για την περίοδο 1988-2009, μελετάται κατά πόσο η δημοσιονομική πολιτική στις χώρες μέλη της ΟΝΕ αντιδρά στις εξελίξεις του δημόσιου χρέους, ελέγχοντας παράλληλα για τη σημασία και τον ρόλο των χρηματοπιστωτικών αγορών, γεγονός που δεν έχει έως τώρα εξεταστεί στη σχετική εμπειρική βιβλιογραφία. Ελέγχεται, επομένως, εάν οι χώρες μέλη της ΟΝΕ αντιδρούν στις προσδοκίες των δανειστών τους για τη μελλοντική πορεία των δημοσιονομικών μεγεθών, καθώς και εάν η όποια τέτοια αλληλεπίδραση με τις αγορές ενέχει επιπτώσεις για τη σταθεροποίηση του δημόσιου χρέους και άρα, για τη βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών στην ΟΝΕ.[3] Σημειώνεται ότι ικανή συνθήκη για τη δημοσιονομική βιωσιμότητα είναι η θετική (και τουλάχιστον γραμμική) αντίδραση των κυβερνήσεων σε μία αύξηση του δημόσιου χρέους (Bohn, 1998, 2005). Με άλλα λόγια, η αύξηση του πρωτογενούς πλεονάσματος όταν αυξάνει το χρέος αντανακλά την ύπαρξη σχέσης συνολοκλήρωσης μεταξύ των δύο μεγεθών και, επομένως, τη συγκράτηση της δυναμικής του χρέους μακροπρόθεσμα.

2. Δημοσιονομική πολιτική και ο ρόλος των αγορών

Στο πλαίσιο της βιβλιογραφίας που ερευνά τους προσδιοριστικούς παράγοντες της συμπεριφοράς των αγορών, η αλληλεπίδραση δημοσιονομικής πολιτικής και αγορών έχει αποτελέσει αντικείμενο σειράς εμπειρικών μελετών. Οι εν λόγω μελέτες εστιάζουν στους παράγοντες εκείνους που συμβάλλουν στη διαμόρφωση των προσδοκιών των αγορών και κυρίως, του περιθωρίου απόδοσης του 10ετούς κυβερνητικού ομολόγου των χωρών μελών της ΟΝΕ με τον αντίστοιχο γερμανικό τίτλο (βλέπε μεταξύ άλλων, Codogno et al., 2003). Κύριο συμπέρασμα είναι ότι οι εξελίξεις στον ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης, καθώς και οι δημοσιονομικές εξελίξεις αποτελούν βασικούς παράγοντες που επηρεάζουν τις προσδοκίες των αγορών.

Η αλληλεπίδραση, ωστόσο, χρηματοπιστωτικών αγορών και δημοσιονομικής πολιτικής μπορεί να λάβει και μια πρόσθετη, αντίθετη κατεύθυνση. Οι αγορές δύνανται να επηρεάσουν άμεσα την άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής μέσω του επιτοκίου δανεισμού του δημόσιου χρέους. Το επιτόκιο δανεισμού αποτυπώνει τον αναλαμβανόμενο επενδυτικό κίνδυνο και αντανακλά την έως τώρα πορεία των δημοσιονομικών μεγεθών, αλλά κυρίως ενσωματώνει τις προσδοκίες για την εξέλιξη των δημοσίων οικονομικών των χωρών. Επομένως, η ύπαρξη σημαντικών δημοσιονομικών ανισορροπιών θα αποτυπωθεί στα υψηλότερα επιτόκια δανεισμού, τα οποία δυσχεραίνουν την αποπληρωμή του χρέους και επηρεάζουν τελικώς τη βιωσιμότητά του.

Επιπλέον, οι αγορές δύνανται να επηρεάσουν έμμεσα την εξέλιξη του δημόσιου χρέους ως ποσοστό του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ) μέσω των επιπτώσεων των Κεϋνσιανών 'animal spirits' στην οικονομική δραστηριότητα.[4] Η έλλειψη εμπιστοσύνης στις υφιστάμενες πολιτικές μπορεί να οδηγήσει σε σημαντικές διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου, μέσω της αστάθειας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και της μεταβλητότητας στην αξία των περιουσιακών στοιχείων, δυσχεραίνοντας την υλοποίηση πολιτικών σταθεροποίησης του λόγου του χρέους ως προς το ΑΕΠ. Με άλλα λόγια, οι αντιλήψεις των χρηματοπιστωτικών αγορών για την πορεία των δημοσίων οικονομικών, αλλά και για τις υιοθετούμενες πολιτικές, είναι καίριες για τη θέληση διακράτησης κρατικών ομολογιακών τίτλων και συνεπώς, για την απρόσκοπτη αναχρηματοδότηση του δημόσιου χρέους. Είναι εύλογο, επομένως, να αναμένει κανείς αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής στις προσδοκίες των αγορών.

---

[3] Η εμπειρική διερεύνηση, η οποία στηρίζεται σε ιστορικά στοιχεία, συμβάλλει στην πληρέστερη κατανόηση της πολιτικής που έχει ασκηθεί. Ωστόσο, σε περιόδους σημαντικής οικονομικής αστάθειας, δεν μπορεί να υιοθετηθεί το σενάριο της μη αλλαγής πολιτικής (no policy change scenario) και να εξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα για το μέλλον. Για παράδειγμα, η διεθνής οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση, η οποία είχε ως αφετηρία την αγορά ενυπόθηκων δανείων των ΗΠΑ στα μέσα του 2008 και συνέτεινε στην κρίση χρέους στην ΟΝΕ στις αρχές του 2010, μπορεί να αποτελέσει σημείο καμπής για την άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής εφεξής, ιδίως στις χώρες μέλη της ΟΝΕ.

[4] Οι Akerlof και Schiller (2009) αναλύουν τις επιπτώσεις στην οικονομική δραστηριότητα των Κεϋνσιανών "animal spirits", καθώς και τη σημασία τους για τις οικονομικές διακυμάνσεις.

3. Εμπειρική ανάλυση

3.1 Το δυναμικό μοντέλο εκτίμησης

Στην παρούσα μελέτη εξετάζεται η βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών στα κράτη μέλη της ΟΝΕ κατά την περίοδο 1988-2009[5], ενσωματώνοντας τις προσδοκίες των χρηματοπιστωτικών αγορών για την εξέλιξη του δημόσιου χρέους. Για τον σκοπό αυτό, εκτιμάται η συνάρτηση αντίδρασης της δημοσιονομικής πολιτικής (fiscal reaction function), η οποία έχει ως βασικό μέσο άσκησης οικονομικής πολιτικής το πρωτογενές ισοζύγιο (primary budget balance), και εξετάζεται η ύπαρξη θετικής αντίδρασης σε αυξήσεις του δημόσιου χρέους (ικανή συνθήκη δημοσιονομικής βιωσιμότητας) (Bohn, 1998, 2005). Παράλληλα, ερευνάται η επίδραση των προσδοκιών των αγορών στις αντιδράσεις των κυβερνήσεων για τη σταθεροποίηση του χρέους και για την ικανοποίηση της ικανής συνθήκης για δημοσιονομική βιωσιμότητα στην ΟΝΕ.

Επιπρόσθετα, προκειμένου να αντιμετωπιστεί το πιθανό σφάλμα εξειδίκευσης του στατικού μοντέλου εκτίμησης, υιοθετείται η υστέρηση της εξαρτημένης μεταβλητής ως πρόσθετος ερμηνευτικός παράγοντας. Η υιοθέτηση ενός δυναμικού μοντέλου εκτίμησης αιτιολογείται από το γεγονός ότι η προσαρμογή της δημοσιονομικής συμπεριφοράς σε μεταβολές του χρέους, της οικονομικής δραστηριότητας και των προσδοκιών των αγορών δεν λαμβάνει χώρα σε μία μόνο χρονική περίοδο (Afonso, 2005b· Clayes, 2006). Η ύπαρξη υστέρησης κατά την άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής αποτελεί σημαντική παράμετρο, η παράλειψη της οποίας δύναται να οδηγήσει σε μεροληπτικές εκτιμήσεις. Επομένως, εκτιμάται η ακόλουθη γραμμική, δυναμική συνάρτηση αντίδρασης της δημοσιονομικής πολιτικής:

$$s_{it} = \beta_1 s_{it\text{-}1} + \beta_2 b_{it\text{-}1} + \beta_3 h_{it} + \beta_4 og_{it} + u_{it} \qquad (1)$$

$$u_{it} = \varepsilon_{it} + v_i$$

$$E(\varepsilon_{it}) = E(v_i) = E(v_i \varepsilon_{it}) = 0$$

όπου, u_{it} είναι ο διαταρακτικός όρος, ο οποίος ενσωματώνει τον τυχαίο (μη παρατηρούμενο) παράγοντα v_i, για κάθε χώρα $i = 1,2...N$. Η εξαρτημένη μεταβλητή, s_{it}, είναι το κυκλικά προσαρμοσμένο πρωτογενές ισοζύγιο (cyclically adjusted primary balance) ως ποσοστό του ΑΕΠ για κάθε χώρα i, το οποίο αποτελεί το μέσο άσκησης διακριτικής δημοσιονομικής πολιτικής (discretionary fiscal policy) και $s_{it\text{-}1}$ είναι η υστέρηση της εξαρτημένης μεταβλητής.[6] Οι υπόλοιπες ερμηνευτικές μεταβλητές είναι ο λόγος (στην αρχή της περιόδου) του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ ($b_{it\text{-}1}$), οι προσδοκίες των αγορών για την πορεία των δημοσιονομικών μεγεθών, όπως αυτές αντανακλώνται στο περιθώριο απόδοσης του 10ετούς χαρακτηριστικού ομολόγου των κρατών μελών της ΟΝΕ σε σύγκριση με τον αντίστοιχο γερμανικό τίτλο ($h_{it} = i_{it} - i_t^*$ όπου i^* είναι το 10ετές γερμανικό κυβερνητικό ομόλογο), και τέλος, το παραγωγικό κενό (output gap) (og_{it}), το οποίο αντανακλά τη δημοσιονομική συμπεριφορά απέναντι στις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου και υπολογίζεται μέσω του φίλτρου Hodrick-Prescott (HP).[7]

Στο πλαίσιο της ανάλυσης εκτιμώνται πρόσθετες εξειδικεύσεις του μοντέλου που αφορούν στην εξέταση των επιπτώσεων στη δημοσιονομική συμπεριφορά της δημιουργίας της ΟΝΕ και της υιοθέτησης κοινού νομίσματος, καθώς και της ύπαρξης μη γραμμικής αντίδρασης της δημοσιονομικής πολιτικής στη δυναμική του χρέους και στις προσδοκίες των αγορών.

---

[5] Οι χώρες της ΟΝΕ που περιλαμβάνονται στην ανάλυση είναι το Βέλγιο, η Ιταλία, η Ισπανία, η Γαλλία, η Ελλάδα, η Πορτογαλία, η Ιρλανδία, η Φινλανδία, η Αυστρία και η Ολλανδία.

[6] Πηγές για τα ετήσια δημοσιονομικά δεδομένα και τα στοιχεία για το ΑΕΠ είναι η βάση δεδομένων AMECO και οι εκδόσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Στοιχεία Γενικής Κυβέρνησης), ενώ τα στοιχεία για τις αποδόσεις του 10ετούς κυβερνητικού ομολόγου λαμβάνονται από τη βάση δεδομένων Datastream.

[7] Για την εξομάλυνση της σειράς των δεδομένων μέσω του φίλτρου HP υιοθετείται παράμετρος λ=100 (βλέπε επίσης, Golineli and Momigliano, 2009). Με βάση τη βιβλιογραφία για την αποδοτικότητα του φίλτρου HP (Ravn and Uhlig, 2002· Harvey and Monache, 2009), εκτιμήθηκαν εναλλακτικές εξειδικεύσεις του μοντέλου με παράμετρο εξομάλυνσης της σειράς του ΑΕΠ λ=6,25 (για ετήσια δεδομένα). Ωστόσο, τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων δεν διαφοροποιούνται σημαντικά.

3.2 Εμπειρική μεθοδολογία και αποτελέσματα εκτίμησης

Η συνάρτηση αντίδρασης της δημοσιονομικής πολιτικής των χωρών μελών της ΟΝΕ (σχέση 1) εκτιμήθηκε με τη Γενικευμένη Μέθοδο των Στιγμών (Generalized Method of Moments, GMM) σε σύστημα εξισώσεων (one step system GMM) (Arellano and Bover, 1995· Blundell and Bond, 1998), η οποία περιορίζει το πρόβλημα των ασθενών βοηθητικών μεταβλητών στην περίπτωση χρονοσειρών με σημαντική χρονική υστέρηση, όπως είναι τα δημοσιονομικά δεδομένα.[8] Παράλληλα, αυτή η μέθοδος εκτίμησης επιτρέπει να ληφθεί υπόψη η ενδογένεια του παραγωγικού κενού, επιλέγοντας τις κατάλληλες βοηθητικές μεταβλητές. Δεδομένης της μεγάλης χρονικής διάρκειας των δεδομένων (T=22), λαμβάνεται υπόψη η εγγενής αύξηση των βοηθητικών μεταβλητών μέσω του περιορισμού του συνόλου των βοηθητικών μεταβλητών που χρησιμοποιούνται, γεγονός που οδηγεί σε μικρότερη στρέβλωση των ελέγχων Sargan (1958) και Hansen (1982) (Roodman, 2009α, 2009β).[9] Στην ανάλυση περιλαμβάνονται επίσης χρονικές ψευδο-μεταβλητές προκειμένου να ελεγχθεί η ύπαρξη πιθανής εξάρτησης μεταξύ των χωρών του πάνελ (cross section dependence).[10]

Στον Πίνακα 1 παρατίθενται τα αποτελέσματα της εκτίμησης της συνάρτησης αντίδρασης της δημοσιονομικής πολιτικής (σχέση 1) μέσω του συστήματος GMM (one step system-GMM estimator), όπου τα τυπικά σφάλματα έχουν διορθωθεί για την ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης. Επίσης, με βάση τον έλεγχο Arellano και Bond (1991), δεν φαίνεται να υπάρχει πρόβλημα αυτοσυσχέτισης στα κατάλοιπα της εξίσωσης, ενώ οι έλεγχοι Sargan (1958) και Hansen (1982) δείχνουν ότι δεν υπάρχουν προβλήματα εσφαλμένης εξειδίκευσης του μοντέλου.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης (στήλες 1 και 2) του Πίνακα 1, λαμβάνοντας υπόψη την αλληλεπίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής με τις προσδοκίες των αγορών, καθώς και με τον οικονομικό κύκλο, ενισχύεται το συμπέρασμα για τη βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών στην ΟΝΕ κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Οι συντελεστές του δημόσιου χρέους και του περιθωρίου απόδοσης των ομολόγων είναι θετικοί και στατιστικά σημαντικοί. Αυτό αντανακλά τη λήψη μέτρων δημοσιονομικής προσαρμογής από τις κυβερνήσεις των χωρών στην ΟΝΕ όταν το χρέος αυξάνει, καθώς και όταν δυσχεραίνουν οι προσδοκίες των επενδυτών κυβερνητικών ομολόγων, γεγονός που δύναται να σηματοδοτεί προσδοκίες για μελλοντικό δημοσιονομικό εκτροχιασμό. Το συμπέρασμα για την ύπαρξη σημαντικής προσπάθειας σταθεροποίησης του χρέους στις χώρες μέλη της ΟΝΕ την εν λόγω περίοδο είναι συμβατό με ανάλογες μελέτες (βλέπε Afonso, 2005β). Σημαντική είναι και η ύπαρξη υστέρησης κατά την άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής, ενώ οι κυβερνήσεις στην ΟΝΕ δεν φαίνεται να αναλαμβάνουν προσπάθειες σταθεροποίησης του οικονομικού κύκλου.[11] Ακολούθως, ερευνάται η σταθερότητα

---

[8] Από τα εμπειρικά τεστ που διεξήχθησαν για τον έλεγχο μοναδιαίας ρίζας στα δημοσιονομικά δεδομένα του πάνελ (Maddala and Wu, 1998· Im, Perasan and Shin, 2003), κατά την περίοδο 1988-2009 δεν μπορεί να απορριφθεί, σε όλα τα επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας, η μηδενική υπόθεση για την ύπαρξη μοναδιαίας ρίζας στο λόγο δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ, ενώ υπάρχει ένδειξη (αν και σε μικρότερο βαθμό) για την ύπαρξη μοναδιαίας ρίζας στο πρωτογενές ισοζύγιο. Σημειώνεται ότι σύμφωνα με τον Bohn (1998, 2007), οι εν λόγω έλεγχοι υπόκεινται σε σφάλμα εξειδίκευσης (παράλειψη στατιστικά σημαντικών μεταβλητών) και, τις περισσότερες φορές, αδυνατούν να απορρίψουν τη μηδενική υπόθεση για ύπαρξη μοναδιαίας ρίζας, καταλήγοντας σε εσφαλμένα συμπεράσματα για τη σταθερότητα των μεταβλητών που εξετάζονται.

[9] Ως βοηθητικές μεταβλητές χρησιμοποιούνται οι υστερήσεις $t-2$ και $t-3$ για το χρέος, το πρωτογενές ισοζύγιο και το παραγωγικό κενό, ενώ ο αριθμός των βοηθητικών μεταβλητών δεν αυξάνει με τον αριθμό των χρονικών περιόδων της ανάλυσης. Παράλληλα, προκειμένου να περιοριστεί το φαινόμενο της μεγέθυνσης των κενών σε ένα μη ισόρροπο πάνελ (unbalanced panel), όπως είναι το παρόν, χρησιμοποιείται η μέθοδος μετασχηματισμού των ορθογώνιων αποκλίσεων (forward orthogonal deviations), η οποία περιορίζει τα κενά στο πάνελ και μπορεί να δώσει καλύτερα αποτελέσματα σε σύγκριση με τον μετασχηματισμό πρώτων διαφορών των δεδομένων στο σύστημα GMM (see Roodman, 2009α· Hayakawa, 2009).

[10] Οι χρονικές ψευδο-μεταβλητές αφορούν στις χρονικές εκείνες περιόδους όπου θα μπορούσαν να υπάρξουν επιπτώσεις στη δημοσιονομική συμπεριφορά (δηλαδή, το 1996 για την υιοθέτηση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, με το οποίο ορίζονται συγκεκριμένοι όροι δημοσιονομικής πειθαρχίας καθώς και τα έτη 2008, 2009 για τη διεθνή οικονομική κρίση, κατά την οποία οι χώρες μέλη της ΟΝΕ έλαβαν προσωρινά μέτρα δημοσιονομικού χαρακτήρα τόσο για τη εξασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος όσο και για τη στήριξη των χαμηλών εισοδηματικά κοινωνικών στρωμάτων).

[11] Η επίδραση του οικονομικού κύκλου στη δημοσιονομική πολιτική στις χώρες της ΟΝΕ αναλύεται στη μελέτη των Golinelli and Momigliano (2009), οι οποίοι αναφέρουν ότι δεν φαίνεται να υπάρχει αντίδραση της (κυκλικά προσαρμοσμένης) δημοσιονομικής πολιτικής στις μεταβολές του οικονομικού κύκλου.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Δημοσιονομική πολιτική και αγορές (1988-2009)

Εξαρτημένη μεταβλητή: Κυκλικά προσαρμοσμένο πρωτογενές ισοζύγιο ως % του ΑΕΠ

						Διάκριση αντίδρασης 2 ομάδων χωρών στο:	
Μεταβλητή	**(1)**	**(2)**	**(3)**	**(4)**	**(5)**	**(6) χρέος**	**(7) spread**
πρωτογ. ισοζύγιο (t-1)	0,653 (0,13)*	0,743 (0,077)*	0, 77 (0,067)*	0,774 (0,08)*	0,761 (0,064)*	0,803 (0,10)*	0,776 (0,072)*
χρέος/ΑΕΠ (t-1)	0,0426 (0,025)	0,031 (0,013)**	0,024 (0,0097)**	0,026 (0,013)***	0,064 (0,031)***		0,022 (0,011)***
χρέος/ΑΕΠ^2					-0,0002 (0,0002)		
χρέος/ΑΕΠ (t-1) (HDC)						0,021 (0,016)	
χρέος/ΑΕΠ(t-1) (LDC)						0,034 (0,009)*	
Spread 10-ετούς		0,00083 (0,0004)***					
Spread (μη εξωγενές)			0,00128 (0,0006)***	-0,0053 (0,0037)	0,00134 (0,0005)**	0,0013 (0,0006)***	
Spread 10ετούς (>80μ.β)				0,0071 (0,004)***			
Spread (HDC)							0,0019 (0,0002)*
Spread (LDC)							-0,00037 (0,0007)
παραγωγικό κενό		0,087 (0,31)	0,029 (0,29)	-0,06 (0,31)	0,131 (0,29)	0,042 (0,289)	0,087 (0,25)
σταθερά	-2,51 (1,77)	-1,96 (0,86)**	-1,56 (0,55)**	-1,51 (0,73)***	-2,96 (1,06)**	-1,63 (0,706)**	-1,39 (0,729)***
Sargan	0,187	0,229	0,211	0,195	0,312	0,414	0,428
Hansen	0,381	0,795	0,867	0,998	0,995	0,960	0,997
Diff in Hansen	0,217	0,872	0,466	0,426	0,530	0,958	0,988
AR(1)	0,009	0,005	0,004	0,005	0,004	0,004	0,004
AR(2)	0,354	0,260	0,265	0,212	0,251	0,257	0,301
Βοηθητικές μεταβλητές	10	14	15	17	18	18	17
Παρατηρήσεις δείγματος	203	198	198	198	198	198	198

Σημειώσεις:
Η μέθοδος εκτίμησης είναι το one-step system GMM, *, **, *** δείχνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 0,01, 0.,05, 0,10 αντίστοιχα.
Στις παρενθέσεις αναφέρονται τα τυπικά σφάλματα με έλεγχο για ετεροσκεδαστικότητα και αυτοσυσχέτιση.
Όλες οι εκτιμήσεις περιλαμβάνουν χρονικές ψευδο-μεταβλητές, οι οποίες δεν αναφέρονται. LDC και HDC αφορούν στην ομάδα χωρών με χαμηλό και υψηλό λόγο χρέους προς ΑΕΠ αντίστοιχα.
Η μη γραμμική σχέση για το περιθώριο απόδοσης του 10ετούς ομολόγου είναι της μορφής $\max(0, b-\bar{b})$ όπου $\bar{b}$ είναι οι 80 μονάδες βάσης.
Για τους ελέγχους Sargan και Hansen για το σύνολο των βοηθητικών μεταβλητών, τον έλεγχο Difference in Hansen, και τους ελέγχους Arellano και Bond για αυτοσυσχέτιση AR(1) και AR(2) αναφέρονται τα p-values.

των αποτελεσμάτων με τη χαλάρωση της υπόθεσης ότι το περιθώριο απόδοσης των κρατικών ομολόγων είναι αυστηρώς εξωγενές (στήλη 3).[12] Υιοθετώντας την υπόθεση ότι η εν λόγω ερμηνευτική μεταβλητή είναι μερικώς εξωγενής (weak exogeneity assumption), η σημαντικότητα και το πρόσημο των συντελεστών εκτίμησης δεν μεταβάλλονται σημαντικά. Συνεπώς, στην υπόλοιπη ανάλυση ακολουθείται αυτή η υπόθεση, η οποία είναι θεωρητικά περισσότερο έγκυρη, αλλά και υποστηρίζεται από τον έλεγχο διαφορών Hansen (Difference in Hansen test) για την αυστηρή εξωγένεια (strict exogeneity) της εν λόγω μεταβλητής.

Επιπρόσθετα, η ύπαρξη μη γραμμικής αντίδρασης των κυβερνήσεων στη διεύρυνση των περιθωρίων απόδοσης πάνω από τις 80 μονάδες βάσης είναι θετική και στατιστικά σημαντική (στήλη 4). Με άλλα λόγια, η δημοσιονομική πολιτική στην ΟΝΕ αντιδρά περισσότερο έντονα, λαμβάνοντας διορθωτικά δημοσιονομικά μέτρα, όταν οι προσδοκίες των αγορών για την πορεία των δημοσιονομικών μεγεθών δυσχεραίνουν σημαντικά. Από την άλλη πλευρά, δεν φαίνεται να υπάρχει μη γραμμική σχέση στη δημοσιονομική αντίδραση των χωρών μελών της ΟΝΕ στις αυξήσεις του χρέους, καθώς η οριακή αντίδραση του πρωτογενούς ισοζυγίου στην αύξηση του χρέους πάνω από ορισμένα επίπεδα (60%, 70%, 80% του ΑΕΠ) δεν είναι στατιστικά σημαντική. Το ίδιο παρατηρείται εάν ελεγχθεί η στατιστική σημαντικότητα τετραγωνικών όρων της μεταβλητής του χρέους στην εξίσωση (1) (στήλη 5).

Προκειμένου να εξεταστεί περαιτέρω το προηγούμενο αποτέλεσμα, εκτιμάται η σχέση (1) για δύο ομάδες χωρών, οι οποίες διακρίνονται ανάλογα με το ύψος του λόγου του χρέους ως προς το ΑΕΠ. Έτσι, στην ομάδα χωρών με υψηλότερο χρέος περιλαμβάνονται εκείνες, στις οποίες ο μέσος λόγος του χρέους, κατά την εξετασμένη περίοδο, υπερβαίνει το όριο του 60% του ΑΕΠ που ορίζει η Συνθήκη του Μάαστριχτ.[13] Οι χώρες αυτές είναι το Βέλγιο, η Ελλάδα, η Ιταλία, η Ιρλανδία, η Αυστρία και η Ολλανδία. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της εκτίμησης, οι χώρες με υψηλότερο χρέος δεν φαίνεται να αντιδρούν στις αυξήσεις του δημόσιου χρέους κατά την εξετασμένη περίοδο, ενώ η δημοσιονομική προσαρμογή στην ΟΝΕ προέρχεται από τις χώρες με χαμηλότερο λόγο χρέους προς ΑΕΠ (στήλη 6).[14] Αναφορικά με την αλληλεπίδραση με τις αγορές, οι χώρες με υψηλότερο χρέος φαίνεται να λαμβάνουν μέτρα δημοσιονομικής εξυγίανσης, σε μικρότερη κλίμακα, όταν οι πιέσεις από τις αγορές εντείνονται (στήλη 7).[15] Από την άλλη πλευρά, η δημοσιονομική πολιτική στις χώρες με χαμηλότερο λόγο χρέους προς ΑΕΠ δεν αντιδρά στις προσδοκίες των αγορών. Αυτό πιθανόν οφείλεται στο γεγονός ότι οι πιέσεις των αγορών για τη δημοσιονομική βιωσιμότητα των εν λόγω χωρών είναι λιγότερο έντονες και επομένως, περισσότερο βέβαιη η απρόσκοπτη ανα-χρηματοδότηση του χρέους τους.

Στον Πίνακα 2 αναλύεται η επίδραση της ίδρυσης της ΟΝΕ στη συνάρτηση αντίδρασης της δημοσιονομικής πολιτικής στις χώρες μέλη της ΟΝΕ, μέσω της χρονικής διαίρεσης του δείγματος και της εξέτασης της υπο-περιόδου 1998-2009. Όταν λάβουμε υπόψη τη μερική εξωγένεια του περιθωρίου απόδοσης του 10ετούς κυβερνητικού ομολόγου, παρατηρείται θετική και στατιστικά σημαντική αλληλεπίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής με τις αγορές (στήλη 1 και 2).[16] Οι χώρες μέλη της ΟΝΕ αντιδρούν μη γραμμικά στα αυξημένα ασφάλιστρα κινδύνου που ζητούν οι επενδυτές προκειμένου να αναλάβουν μεγαλύτερο επενδυτικό κίνδυνο

[12] Ως βοηθητική μεταβλητή χρησιμοποιείται η πρώτη υστέρηση της εν λόγω μεταβλητής.

[13] Για τη διάκριση αυτή, εισάγονται στη σχέση (1) ψευδομεταβλητές αντίστοιχα για κάθε μία ομάδα χωρών, οι οποίες αλληλεπιδρούν με τη μεταβλητή του χρέους και του περιθωρίου απόδοσης. Αυτή η πρακτική προτιμάται, ώστε να αποφευχθεί ο διαχωρισμός του δείγματος και άρα, να μην περιοριστεί σημαντικά το μέγεθός του.

[14] Σε παρόμοια αποτελέσματα καταλήγει η μελέτη των Mendoza and Ostry (2007), όπου και διαπιστώνεται ότι οι χώρες με μικρότερο δημόσιο χρέος είναι εκείνες που αντιδρούν σε αυξήσεις του λόγου του χρέους ως προς το ΑΕΠ. Επίσης, η έλλειψη περιθωρίων για την άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής (fiscal space) εξαιτίας του υψηλού δημόσιου χρέους ερευνάται επίσης για 23 ανεπτυγμένες χώρες από τους Ostry et al. (2010), όπου και διαπιστώνεται ότι αυτό ισχύει για την Ελλάδα, την Ιταλία και την Πορτογαλία, καθώς και σε μικρότερο βαθμό για την Ισπανία, το Βέλγιο και την Ιρλανδία.

[15] Από την εκτίμηση των συναρτήσεων αντίδρασης των εσόδων και των δαπανών των χωρών μελών της ΟΝΕ φαίνεται ότι η όποιας μορφής «πίεση» των αγορών για βελτίωση των δημοσίων οικονομικών καταλήγει στη λήψη περιοριστικών μέτρων από τις κυβερνήσεις από την πλευρά των εσόδων. Τα εν λόγω αποτελέσματα είναι διαθέσιμα από τους συγγραφείς κατόπιν σχετικής απαίτησης.

[16] Με βάση το τεστ διαφορών Hansen (Difference in Hansen test), η υπόθεση ότι το περιθώριο απόδοσης του 10ετούς κυβερνητικού ομολόγου είναι εξωγενές δεν μπορεί να γίνει δεκτή σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% (τιμή $p = 0.058$).

που απορρέει από το υψηλότερο χρέος κάποιων χωρών μελών. Πιο συγκεκριμένα, διαπιστώνεται ότι η θετική αντίδραση στις πιέσεις των αγορών, οι οποίες δύναται να αντανακλούν δημοσιονομικό εκτροχιασμό, είναι πιο έντονη κατά τη μετα-ΟΝΕ εποχή όπως και κατά τη συνολικά εξετάζόμενη περίοδο (1988-2009), ενώ η εν λόγω δημοσιονομική συμπεριφορά απορρέει, όπως και παραπάνω, από τις χώρες με υψηλότερο λόγο χρέους προς ΑΕΠ (στήλες 3 και 4).

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Δημοσιονομική πολιτική και αγορές – Οι επιπτώσεις της ΟΝΕ (1998-2009)

Εξαρτημένη μεταβλητή: Κυκλικά προσαρμοσμένο πρωτογενές ισοζύγιο ως % του ΑΕΠ

Μεταβλητή	**(1)**	**(2)**	**(3)**	**(4)**	**(5)**
πρωτογ. ισοζύγιο (t-1)	0,92 (0,076)*	0,925 (0,063)*	0,942 (0,048)*	0,924 (0,060)*	0,97 (0,075)*
χρέος/ΑΕΠ (t-1)	0,0107 (0,020)	0,0029 (0,020)	-0,004 (0,020)	0,0029 (0,020)	0,087 (0,053)
χρέος/ΑΕΠ^2					-0,00055 (0,00038)
Spread 10ετούς	0,0019 (0,002)				
Spread 10ετούς (μη εξωγενές)		0,0033(0,0014)***		-0,0053(0,0037)	0,0019 (0,00018)
Spread (>80 μ.β))			0,0035 (0,0016)***		
Spread (<80 μ.β))			-0,007 (0,010)		
Spread (HDC)				0,0032 (0,0016)***	
Spread (LDC)				0,0042 (0,014)	
παραγωγικό κενό	0,18 (0,55)	0,184 (0,54)	0,101 (0,54)	0,17 (0,54)	0,075 (0,54)
σταθερά	-0,98 (1,32)	-0, 48 (1,35)	0,179 (1,40)	-0,48 (1,34)	-3,36 (1,76)***
Sargan	0,271	0,323	0,179	0,411	0,699
Hansen	0,390	0,915	0,962	0,991	0,956
Diff in Hansen	0,974	0,979	0,913	0,979	0,990
AR(1)	0,007	0,006	0,006	0,006	0,006
AR(2)	0,271	0,232	0,157	0,374	0,242
Βοηθητικές μεταβλητές	13	14	16	16	17
Παρατηρήσεις δείγματος	119	119	119	119	119

Σημειώσεις:
Η μέθοδος εκτίμησης είναι το one-step system GMM, *, **, *** δείχνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 0,01, 0,05, 0,10 αντίστοιχα.Στις παρενθέσεις αναφέρονται τα τυπικά σφάλματα με έλεγχο για ετεροσκεδαστικότητα και αυτοσυσχέτιση. Όλες οι εκτιμήσεις περιλαμβάνουν χρονικές ψευδο-μεταβλητές, οι οποίες δεν αναφέρονται. LDC και HDC αφορούν στην ομάδα χωρών με χαμηλό και υψηλό λόγο χρέους προς ΑΕΠ αντίστοιχα. Για τους ελέγχους Sargan και Hansen για το σύνολο των βοηθητικών μεταβλητών, τον έλεγχο Difference in Hansen, και τους ελέγχους Arellano και Bond για αυτοσυσχέτιση AR(1) και AR(2) αναφέρονται τα p-values.

Παράλληλα, κατά την εν λόγω περίοδο, οι χώρες της ΟΝΕ δεν φαίνεται να ικανοποιούν την ικανή συνθήκη για τη βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών. Με άλλα λόγια, δεν διαπιστώνεται στατιστικά σημαντική αντίδραση των κυβερνήσεων στις αυξήσεις του δημόσιου χρέους και επομένως, δεν φαίνεται να λαμβάνονται μέτρα για τη σταθεροποίηση του δημόσιου χρέους. Το συμπέρασμα αυτό συνάδει με τα αποτελέσματα άλλων μελετών που καλύπτουν περίπου παρόμοιο δείγμα χωρών και χρονική διάρκεια ανάλυσης (βλέπε, Golinelli and Momigliano, 2009). Τέλος, είναι εύλογο ότι και η παρουσία μη γραμμικής σχέσης μεταξύ της δημοσιονομικής πολιτικής και του χρέους δεν μπορεί να επιβεβαιωθεί (στήλη 5).

Σημειώνεται ότι παρά το γεγονός ότι δεν διαπιστώνεται εμπειρικά η ικανοποίηση της ικανής συνθήκης για τη βιωσιμότητα των δημοσιονομικών στην ΟΝΕ κατά την περίοδο 1998-2009, ωστόσο οι αγορές επένδυαν σε κρατικούς ομολογιακούς τίτλους την εν λόγω περίοδο. Μια πιθανή εξήγηση είναι ότι οι ορθολογικοί επενδυτές ανέμεναν αλλαγή στην άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής, στο πλαίσιο και των δημοσιονομικών περιορισμών της Συνθήκης του Μαάστριχτ.[17] Οι υφιστάμενες δημοσιονομικές ανισορροπίες σε συνδυασμό με την αύξηση των δημοσιονομικών δαπανών λόγω της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008-2009, οδήγησαν στις υψηλότερες απαιτούμενες αποδόσεις από την πλευρά των επενδυτών και άρα, στο υψηλότερο κόστος δανεισμού για αρκετές χώρες της ΟΝΕ, καθώς και στη δημιουργία του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Στήριξης και των προγραμμάτων δημοσιονομικής εξυγίανσης σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες.

4. Συμπεράσματα

Στο παρόν άρθρο εξετάστηκε η βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών στις χώρες της ΟΝΕ την περίοδο 1988-2009, ενσωματώνοντας στο εμπειρικό πλαίσιο τις προσδοκίες των αγορών για τις δημοσιονομικές εξελίξεις, όπως εκείνες αντανακλώνται στο περιθώριο απόδοσης του 10ετούς κυβερνητικού ομολόγου κάθε χώρας με τον αντίστοιχο γερμανικό τίτλο. Από την ανάλυση προκύπτει θετική και στατιστικά σημαντική αντίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής των χωρών μελών της ΟΝΕ στις προσδοκίες των αγορών για την πορεία των δημοσιονομικών μεγεθών, καθώς και θετική και στατιστικά σημαντική προσπάθεια σταθεροποίησης του δημόσιου χρέους την εν λόγω περίοδο.

Ωστόσο, η δημοσιονομική αυτή αντίδραση στην αύξηση του δημόσιου χρέους οφείλεται στην αντίδραση των χωρών μελών με μικρότερο λόγο χρέους προς ΑΕΠ, οι οποίες φαίνεται να υιοθετούν μέτρα δημοσιονομικής πειθαρχίας όταν το χρέος αυξάνεται. Από την άλλη πλευρά, οι χώρες μέλη με μεγαλύτερο λόγο χρέους προς ΑΕΠ υιοθετούν περιοριστικά δημοσιονομικά μέτρα μικρότερης κλίμακας, προκειμένου να μειώσουν τις πιέσεις από τις αγορές, οι οποίες αυξάνουν το κόστος δανεισμού των χωρών μέσω των υψηλότερων αποδόσεων που ζητούν για την ανάληψη αυξημένου επενδυτικού κινδύνου. Οι χώρες αυτές, ωστόσο, δεν φαίνεται να ικανοποιούν την ικανή συνθήκη για τη βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών, καθώς δεν αντιδρούν στην αύξηση του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ. Σημειώνεται ότι η δημοσιονομική αντίδραση στην αύξηση του χρέους εξασθενεί μετά την ίδρυση της ΟΝΕ και την υιοθέτηση κοινού νομίσματος, ενώ την ίδια περίοδο, η αλληλεπίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής με τις αγορές γίνεται περισσότερο έντονη. Συνολικά, τα αποτελέσματα καταδεικνύουν τη σημαντικότητα του ρόλου των χρηματοπιστωτικών αγορών στο ευρύτερο μείγμα οικονομικής πολιτικής.

[17] Η έλλειψη εμπειρικής επιβεβαίωσης της βιωσιμότητας των δημοσίων οικονομικών μπορεί να σηματοδοτεί αναμενόμενη αλλαγή της δημοσιονομικής πολιτικής ή οικονομικό περιβάλλον στο οποίο οι επενδυτές έχουν βραχυπρόθεσμο ορίζοντα σχεδιασμού (Bohn, 2005).

Βιβλιογραφία

Afonso, A. (2005α), "Fiscal sustainability: the unpleasant European case", *FinanzArchiv*, 61, pp. 19-44.

Afonso, A. (2005β), "Ricardian fiscal regimes in the European Union", European Central Bank, Working Paper Series, No. 558.

Akerlof, A. G. and Schiller, J. R. (2009), "Animal Spirits: How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism", Princeton University Press.

Arellano, M. and Bond, S. (1991), "Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations", *Review of Economic Studies* 58, pp. 277-297.

Arellano, M., and Bover, O. (1995), "Another look at the instrumental variables estimation of error components models", *Journal of Econometrics* 68, pp. 29–51.

Blundell, R. W. and Bond, S. (1998), "Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models", *Journal of Econometrics* 87, pp. 115-43.

Bohn, H. (1995), "The sustainability of budget deficits in a stochastic economy", *Journal of Money, Credit, and Banking* 27, pp. 257-72

Bohn, H. (1998), "The behavior of U.S. public debt and deficits", *Quarterly Journal of Economics* 113, pp. 949-63.

Bohn, H. (2005), "The sustainability of fiscal policy in the United States", *CESifo,* Working paper, No. 1446.

Bohn, H. (2007), "Are stationarity and cointegration restrictions really necessary for intertemporal budget constraints?", *Journal of Monetary Economics* 54, pp. 1837-1847.

Chalk, N. and Hemming, R. (2000), "Assessing fiscal sustainability in theory and practice", International Monetary Fund, Working Paper WP/00/81.

Clayes, P. (2006), "Policy mix and debt sustainability: Evidence from fiscal policy rules", *Empirica* 33, pp. 89-112

Codogno, L., Favero, C. and Missale, A. (2003), "Yield spreads on EMU government bonds", *Economic Policy* 37, pp. 527-529.

Golinelli, R. and Momigliano, S. (2009), "The cyclical reaction of fiscal policies in the Euro Area: The role of modelling choices and data vintages", *Fiscal Studies* 30(1), pp. 39-72.

Hamilton, D. J. and Flavin, A. M. (1986), "On the limitations of government borrowing: A framework for empirical testing", *American Economic Review* 76(4), pp. 808-819.

Hansen, L. (1982), "Large sample properties of generalized method of moments estimators", *Econometrica* 50, pp. 1029-1054.

Harvey, C. A. and Monache, D. D. (2009), "Computing the mean square error of unobserved components extracted by mis-specified time series models", *Journal of Economic Dynamics & Control* 33, pp. 283-295.

Hayakawa, K. (2009), "First difference or forward orthogonal deviation – Which transformation should be used in dynamic panel models?: A simulation study", *Economics Bulletin* 29(3), pp. 2008-2017.

Im, K. S., Pesaran, M. H. and Shin, Y. (2003), "Testing for unit roots in heterogeneous panels", *Journal of Econometrics* 115, pp. 53-74.

Maddala, G. S. and Wu, S. (1999), "A comparative study of unit root tests with panel data and a new simple approach", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 61, pp. 631-652.

Mendoza, G. E. and Ostry, D. J. (2007), "International evidence on fiscal solvency: Is fiscal policy 'responsible'?", International Monetary Fund, Working Paper WP/07/56.

Ostry, D. J., Ghosh, R. A., Kim, I. J. and Qureshi, S. M. (2010), "Fiscal Space", International Monetary Fund Staff Position Note, SPN/10/11.

Ravn, O. M. and Uhlig, H. (2002), "Notes on adjusting the Hodrick-Prescott filter for the frequency of observations", *The Review of Economics and Statistics* 84(2), pp. 371-380

Roodman, D. (2009a), "How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata", *The Stata Journal* 9, pp. 86-136.

Roodman, D. (2009b), "A note on the theme of too many instruments", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 71, pp. 135-58.

Sargan, J. D. (1958), "The estimation of economic relationships using instrumental variables", *Econometrica*, 26, 393-415.

Συστημική κρίση και διαμάχες στην ευρωζώνη

Αρχοντής Πάντσιος
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΚΑΙ ΚΟΣΜΗΤΟΡΑΣ
ΑΚΑΔΗΜΑΪΚΩΝ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ
ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΟ ΚΟΛΕΓΙΟ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ (ACT)

Καλλίνικος Νικολακόπουλος
ΟΙΚΟΝΟΜΟΛΟΓΟΣ – ΑΝΑΛΥΤΗΣ
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ
ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ

Περίληψη

Το κλασικό υπόδειγμα που ερευνά τη σχέση ανάμεσα στο διεθνές εμπόριο και τις συγκρούσεις ανάμεσα στα κράτη, χρησιμοποιείται για να αναλύσει τον μηχανισμό των συγκρούσεων μέσα στην ευρωζώνη, κυρίως ανάμεσα στις πλεονασματικές χώρες του Βορρά (ή του Κέντρου) και τις ελλειμματικές χώρες του Νότου (ή της Περιφέρειας). Οι δυνητικές διαμάχες που πηγάζουν από μακροοικονομικές ανισορροπίες και απώλεια νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής σε εθνικό επίπεδο με τη χρήση του κοινού νομίσματος, αντιπαρατίθενται στα μικροοικονομικά οφέλη που οδηγούν σε αυξημένο ανταγωνισμό και συναλλαγές. Η συστημική κρίση και οι συγκρούσεις θα γίνουν ελέγξιμες μόνο με τη δημιουργία μηχανισμών που θα αποτρέπουν όχι μόνο τα υπερβολικά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών, αλλά και τα ανάλογα πλεονάσματα μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης.

Θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε τις υπαλλήλους της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής κυρίες Δαφνή Ανδριάνα, Σαλάππα Σωτηρία, Ράπτη Μαρία και Κουρτάκη Αργυρώ για την πολύτιμη βοήθεια και την παροχή των πρωτογενών στατιστικών στοιχείων. Ειδικές ευχαριστίες απευθύνονται στον κριτή Δρ Δημήτρη Βολιώτη για τα εποικοδομητικά του σχόλια σε ένα προσχέδιο του άρθρου. Όποια τυχόν εναπομείναντα λάθη είναι δικά μας.

1. Εισαγωγή

Ακρογωνιαίος λίθος της μερκαντιλιστικής αντίληψης στο διεθνές εμπόριο είναι η ενάρετη φύση των εμπορικών πλεονασμάτων, κάτι που κάνει επιτακτική την υιοθέτηση πολιτικών που προωθούν τις εξαγωγές σε βάρος των εισαγωγών ως τρόπο ανάπτυξης μιας χώρας. Μια τέτοια συνταγή όμως, που βασίζεται στην αντίληψη "beggar-thy-neighbor" (ή της «εξαγωγής της κρίσης στον γείτονα») με επιθετικές υποτιμήσεις των νομισμάτων και προστατευτικά εμπορικά μέτρα, αλλά και σε εγχώριες πολιτικές ελέγχου των μισθών, ώστε να κρατηθεί χαμηλά το κόστος παραγωγής, δεν μπορεί να ισχύσει ταυτόχρονα για όλες τις συναλλασσόμενες χώρες, μια και δεν είναι δυνατή η ταυτόχρονη ύπαρξη εμπορικών πλεονασμάτων. Επιπλέον, είναι γενικά αποδεκτό ότι μια πολιτική εμπορικών πλεονασμάτων δεν εγγυάται την ανάπτυξη: στη δεκαετία του 1990 π.χ., οι ΗΠΑ είχαν ισχυρούς ρυθμούς ανάπτυξης με μεγάλα εμπορικά ελλείμματα, ενώ η Γερμανία των εμπορικών πλεονασμάτων είχε μικρούς ρυθμούς ανάπτυξης. Η Γερμανία συνέχισε να έχει αναιμικούς ρυθμούς ανάπτυξης και στη διάρκεια της πρώτης δεκαετίας υιοθέτησης του ευρώ, επιδεικνύοντας ισχυρά πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.[1] Πολιτικές νεο-μερκαντιλιστικής αντίληψης δείχνουν να αντέχουν στον χρόνο, παρά τις ατέλειες στην οικονομική σκέψη και τη σύγχυση μέσων και στόχων.

Μέσα στην ευρωζώνη, η Γερμανία έχει επανειλημμένα κατηγορηθεί ότι ακολουθεί νεο-μερκαντιλιστική πολιτική. Με το ενιαίο νόμισμα να αποκλείει ανταγωνιστικές υποτιμήσεις, οι γερμανικές πολιτικές ελέγχου των μισθολογικών αυξήσεων σε σχέση με την αύξηση της παραγωγικότητας συγκράτησαν το μέσο πραγματικό εργατικό κόστος και βελτίωσαν την ανταγωνιστική θέση της γερμανικής οικονομίας, δημιουργώντας έτσι μεγάλα πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών[2]. Η αδυναμία των ελλειμματικών χωρών να υποτιμήσουν το νόμισμά τους και να κάνουν έτσι τα γερμανικά προϊόντα λιγότερο και τα δικά τους περισσότερο ελκυστικά, έκαναν αυτή την κατάσταση χρόνια. Έτσι, όταν τέτοιες μακρο-οικονομικές ανισορροπίες επιμένουν και μεγεθύνονται, και με απουσία διορθωτικών εργαλείων αυτόνομης νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής, οι μηχανισμοί προσαρμογής των μακρο-οικονομικών ανισορροπιών μπορεί να οδηγήσουν σε διαμάχες και συστημικές κρίσεις του οικοδομήματος της ευρωζώνης.

2. Το πλαίσιο δυνητικών συστημικών κρίσεων

Οι δυνητικές κρίσεις προέρχονται από τις μακρο-οικονομικές ανισορροπίες μέσα στην ευρωζώνη. Σύμφωνα με την πρωτοποριακή έρευνα του Robert Mundell (1961), τα μικρο-οικονομικά οφέλη μιας νομισματικής ένωσης αντισταθμίζονται από την απώλεια μακρο-οικονομικών εργαλείων για την αντιμετώπιση ανισορροπιών.[3] Τα οφέλη μιας νομισματικής ένωσης σε μικρο-οικονομικό επίπεδο αναφέρονται κυρίως στην αύξηση του ανταγωνισμού, στη μείωση του κόστους συναλλαγής, του συναλλαγματικού ρίσκου, της κερδοσκοπίας και της πίεσης για προστατευτικά μέτρα, με στόχο την αύξηση των εμπορικών συναλλαγών, των επενδύσεων και τη βελτίωση της παραγωγικότητας. Όλα τα παραπάνω θα οδηγήσουν σε αύξηση του εισοδήματος των χωρών-μελών και στη βελτίωση του επιπέδου ζωής των κατοίκων.

Ως αντιστάθμισμα των παραπάνω, η κάθε χώρα μέλος χάνει τη δυνατότητα άσκησης συναλλαγματικής, νομισματικής και εμπορικής πολιτικής για την αντιμετώπιση μακρο-οικονομικών ανισορροπιών, πράγμα που καθίσταται ιδιαίτερα οδυνηρό σε περιόδους οικονομικής δυσπραγίας και ύφεσης. Για παράδειγμα, είναι αδύ-

[1] Πηγές: Eurostat, IMF.

[2] Βλέπε κεφ. 3 και 4 της μελέτης *2010: Κρίση ευρωζώνης*, Κ. Λαπαβίτσας et al.

[3] Η παρούσα μελέτη δεν αναλύει εμβριθώς το ερώτημα για το αν η ευρωζώνη αποτελεί Άριστη Νομισματική Περιοχή (Optimum Currency Area), αν και πολλά από τα συμπεράσματα σε σχέση με τη συστημική κρίση στην ΟΝΕ έχουν να κάνουν με αυτό το ερώτημα. Πολλοί οικονομικοί αναλυτές έχουν εκφράσει σοβαρές επιφυλάξεις για το αν κάτι τέτοιο ίσχυε ex ante.

νατη εξ ορισμού η υποτίμηση του εγκαταλειμμένου πια εθνικού νομίσματος, αλλά και η υιοθέτηση προστατευτικών δασμών για την αντιμετώπιση χαμένης ανταγωνιστικότητας και εμπορικών ελλειμμάτων. Το δημόσιο χρέος, από την άλλη μεριά, δεν μπορεί να μειωθεί σε πραγματικούς όρους με την υιοθέτηση επεκτατικών νομισματικών πολιτικών που δημιουργούν πληθωρισμό.

Αν όμως μία οικονομία χάνει τους παραπάνω «βαθμούς ελευθερίας» στην άσκηση μακρο-οικονομικής πολιτικής, σύμφωνα με την κλασική οικονομική ανάλυση η επανάκτηση της χαμένης ανταγωνιστικότητας και η αντιμετώπιση των ανισορροπιών πρέπει να γίνει με εναλλακτικούς τρόπους οικονομικής προσαρμογής. Η ανάλυση αυτής της εναλλακτικής προσαρμογής έγινε ακόμη από την εποχή που ο χρυσός ήταν το μέσο πληρωμής στις διεθνείς συναλλαγές (gold standard) από τον φιλόσοφο David Hume στον 18ο αιώνα και η σημασία της παρέμεινε διαχρονική. Σύμφωνα με τον David Hume, όταν οι συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι σταθερές, η προσαρμογή των ανισορροπιών επιτυγχάνεται με την ύφεση και τον αποπληθωρισμό. Στο σύστημα gold standard, η εισροή χρυσού στην πλεονασματική χώρα θα αυξήσει την προσφορά χρήματος, με αποτέλεσμα την αύξηση των τιμών και την απώλεια ανταγωνιστικότητας. Αντίθετα, η εκροή χρυσού από την ελλειμματική χώρα, θα μειώσει την προσφορά χρήματος, που θα οδηγήσει στη μείωση των τιμών (ύφεση) και την επαναπόκτηση ανταγωνιστικότητας (specie-flow mechanism). Σε μια σύγχρονη οικονομία, όπως η ευρωζώνη, η προσαρμογή δεν επιτυγχάνεται με τις εκροές/εισροές χρυσού, αλλά με αλλαγές σε πραγματικά μεγέθη του ΑΕΠ μιας χώρας και της απασχόλησης που θα οδηγήσουν σε νέα επίπεδα τιμών και μισθών. Το αποτέλεσμα όμως παραμένει το ίδιο: αν δεν υπάρχει ένας μηχανισμός μεταβίβασης δημοσιονομικών πόρων από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές χώρες για την αντιμετώπιση τέτοιων ανισορροπιών και αν η μείωση του πραγματικού κόστους μέσω της αύξησης της παραγωγικότητας είναι χρονοβόρα, το βάρος της άμεσης προσαρμογής θα εξαρτάται από την κινητικότητα του εργατικού δυναμικού από τις χώρες με χαμηλούς μισθούς προς αυτές με υψηλούς μισθούς και από την ευελιξία προσαρμογής του κόστους παραγωγής (κυρίως του μισθολογικού κόστους) και των τιμών. Στον βαθμό που τα εργατικά συνδικάτα αντιμάχονται ονομαστικές μειώσεις μισθών και δεν είναι εύκολη η πραγματική μείωση των μισθών μέσω δημιουργίας πληθωρισμού, η προσαρμοστική ύφεση μπορεί να είναι επώδυνη και μακρά με απρόβλεπτες συνέπειες στον κοινωνικό ιστό μιας χώρας και στη σταθερότητα. Αν πολλές ελλειμματικές χώρες έρθουν αντιμέτωπες με τέτοιες επώδυνες υφέσεις που θα δοκιμάζουν τα όρια αντοχής του πληθυσμού, θα δημιουργηθεί το συγκρουσιακό υπόβαθρο που θα οδηγεί σε συστημικές κρίσεις και κλυδωνισμούς της ΟΝΕ.

Θα αναφερθούμε μόνο σε ένα παράδειγμα του παραπάνω προσαρμοστικού μηχανισμού όταν δημιουργούνται σοβαρές μακρο-οικονομικές ανισορροπίες από το σχετικά πρόσφατο παρελθόν. Το σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών που καθιερώθηκε στο Bretton-Woods μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο, είχε στόχο να δημιουργήσει ένα καθεστώς σταθερών, αλλά μακροχρόνια προσαρμοζόμενων ισοτιμιών. Πυλώνα του συστήματος αποτελούσε η εγγυημένη μετατρεψιμότητα του χρυσού από την κυβέρνηση των ΗΠΑ στην ισοτιμία των 35 δολαρίων ανά ουγκιά χρυσού.

Για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα και όσο οι ΗΠΑ συνέχιζαν να επιτυγχάνουν εμπορικά πλεονάσματα, το σύστημα δεν τέθηκε σε σοβαρή αμφισβήτηση, παρά την ύπαρξη ελέγξιμων ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Τα θεμέλια του συστήματος άρχισαν να τρίζουν στα τέλη της δεκαετίας του '60, όταν η διόγκωση των δαπανών και η αύξηση του πληθωρισμού υπονόμευσαν την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας των ΗΠΑ. Τα προηγούμενα χρόνια είχε προηγηθεί η σταδιακή ανατίμηση του αμερικανικού δολαρίου σε σχέση με τον χρυσό, και μέχρι το 1971 τα δολαριακά αποθεματικά εκτός ΗΠΑ υπερκάλυπταν το απόθεμα χρυσού στις ΗΠΑ κατά 300%! Ήταν φανερό ότι αργά ή γρήγορα το σύστημα θα έφτανε σε κρίσιμο σημείο και ο συμπιεσμένος ατμός θα έπρεπε να βρει κάποια οδό διαφυγής.

Το 1971 αποδείχτηκε έτος-καμπή: τότε η οικονομία των ΗΠΑ εμφάνισε το πρώτο της μεταπολεμικό εμπορικό έλλειμμα και η εμπιστοσύνη των αγορών στην ευρωστία και ανταγωνιστικότητα της οικονομίας των ΗΠΑ και του δολαρίου δέχτηκε σοβαρό πλήγμα. Για να αποφύγει τη μαζική έξοδο των αγορών από το υπερτιμημένο δολάριο, η κυβέρνηση του Προέδρου Νίξον είχε δύο επιλογές: είτε να ακολουθήσει μια επώδυνη εγχώρια περιοριστική πολιτική μείωσης των ομοσπονδιακών δαπανών και αύξησης της φορολογίας με στόχο τη μείωση των ελλειμμάτων (κάτι που ζητούσε με έμφαση ο Γάλλος Πρόεδρος De Gaulle στις αρχές της δεκαετίας του '60, αποκαλώντας «υπερβολικό προνόμιο» την ευχέρεια των ΗΠΑ να καλύπτουν τα ελλείμματά

τους τυπώνοντας χαρτονομίσματα), με ταυτόχρονο κίνδυνο περιορισμού της διεθνούς ρευστότητας επειδή τα ελλείμματα των ΗΠΑ χρηματοδοτούσαν την παγκόσμια οικονομία, ή να εγκαταλείψει τη δέσμευση μετατρεψιμότητας δολαρίων σε χρυσό και να υποτιμήσει το νόμισμά της.

Η κυβέρνηση Νίξον επέλεξε τη δεύτερη οδό και σε μία νύχτα έθεσε τέλος στο σύστημα Bretton-Woods που κυριάρχησε τα προηγούμενα 25 χρόνια. Ζήτησε από τις συμμάχους της να συμμετάσχουν στο κόστος των απαιτούμενων προσαρμοστικών μέτρων για τη μείωση του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ, προχωρώντας στην υποτίμηση του δολαρίου ως προς το γερμανικό μάρκο και το ιαπωνικό γιεν, επιβάλλοντας δασμούς σε όλα τα εισαγόμενα προϊόντα (το μέτρο αυτό ανακλήθηκε αργότερα) και εγκαταλείποντας τη δέσμευση μετατρεψιμότητας δολαρίων σε χρυσό.

Ενώ τα παραπάνω γεγονότα ήταν μια επίδειξη ισχύος των ΗΠΑ, καθώς μετέφερε ένα μεγάλο μέρος του κόστους της προσαρμογής στους οικονομικούς της εταίρους, το ηθικό δίδαγμα της κατάρρευσης του συστήματος συναλλαγματικών ισοτιμιών Bretton-Woods δείχνει πως, όταν υπάρχουν σημαντικές μακροοικονομικές ανισορροπίες, η νέα ισορροπία θα επιτευχθεί είτε με προσαρμογή των συναλλαγματικών ισοτιμιών (υποτίμηση στην ελλειμματική χώρα – ανατίμηση στην πλεονασματική), ή με προσαρμογή των τιμών (αποπληθωρισμός στην ελλειμματική χώρα – πληθωρισμός στην πλεονασματική), όταν δεν είναι δυνατή η επιβολή προστατευτικών μέτρων και η μεταβίβαση πόρων.

3. Πλεονασματικός Βορράς – ελλειμματικός Νότος

Όταν δημιουργήθηκε η ζώνη του ευρώ, οι χώρες που αποφάσισαν να υιοθετήσουν το κοινό νόμισμα είχαν ήδη μια μακρά ιστορία και καμιά δεν γεννήθηκε με παρθενογένεση. Σημαντικές διαρθρωτικές και δομικές διαφορές ανάμεσα στις χώρες του Ευρωπαϊκού Βορρά και Νότου (ο Νότος πάντα ταλανιζόταν από ένα υδροκέφαλο και δυσκίνητο κράτος, με κλειστές αγορές και χαμηλή παραγωγικότητα) έδωσαν σημαντικό πλεονέκτημα εκκίνησης στις ήδη ανεπτυγμένες χώρες του Βορρά, καταδικάζοντας τον Νότο στη συσσώρευση ελλειμμάτων και μετατρέποντας σε μεγάλο βαθμό σε διαρθρωτικά τα πλεονάσματα του Βορρά και τα ελλείμματα του Νότου. Σε μια ζώνη ελεύθερου εμπορίου και κοινού νομίσματος, οι οικονομικοί πόροι εισέρρεαν προς τον πλεονασματικό Βορρά, ενώ ο ελλειμματικός Νότος συσσώρευε χρέη.

Κάτω από άλλες συνθήκες, οι ελλειμματικές χώρες του Νότου θα υποτιμούσαν το νόμισμά τους και/ή θα επέβαλαν προστατευτικά μέτρα. Μέσα στην ΟΝΕ όμως, η μεταφορά πόρων από τον Νότο στον Βορρά θα έφερνε μια νέα ισορροπία μέσω της αύξησης των μισθών στον πλεονασματικό Βορρά και της μείωσης των μισθών στον ελλειμματικό Νότο, επαναφέροντας έτσι τη χαμένη τους ανταγωνιστικότητα. Δυστυχώς όμως, για πολλά χρόνια γινόταν ακριβώς το αντίθετο: ένας συνδυασμός κυβερνητικών πολιτικών και διαρθρωτικών χαρακτηριστικών οδήγησαν σε αυξήσεις μισθών πάνω από την παραγωγικότητα στις χώρες του Νότου (τη στιγμή που ο Νότος επιτύγχανε σημαντικές αυξήσεις στη μέση παραγωγικότητα), ενώ η Γερμανία ακολουθούσε πολιτική "wage dumping" για τη στήριξη των εξαγωγών της, με αποτέλεσμα χώρες όπως η Ισπανία, η Πορτογαλία, η Ιταλία και η Ελλάδα να απολέσουν ένα μεγάλο μέρος της ανταγωνιστικότητάς τους και να συσσωρεύουν ελλείμματα και χρέη οδηγώντας την ευρωζώνη στην πρώτη σημαντική κρίση της σύντομης ιστορίας της την Άνοιξη του 2010.

Οι διαμάχες μέσα στην ευρωζώνη είναι αποτέλεσμα της απουσίας κεντρικής οικονομικής διακυβέρνησης, με αποτέλεσμα να συγκρούονται διάφορες εθνικές οικονομικές πολιτικές και στρατηγικές. Σε μια νομισματική ένωση, όπως π.χ. των ΗΠΑ, υπάρχει κεντρική οικονομική διακυβέρνηση, αλλά και αλληλεγγύη. Στην ΟΝΕ συγκρούονται διάφορες εθνικές στρατηγικές, οι οποίες σε συνδυασμό με την έλλειψη κεντρικής διακυβέρνησης και ουσιαστικής αλληλεγγύης μετατρέπουν τα προβλήματα σε κρίσεις.[4]

[4] Τρανταχτά παραδείγματα έλλειψης αλληλεγγύης αποτελούν η αρνητική διάθεση της πλειοψηφίας του Γερμανικού λαού να συνδράμει την Ελλάδα, η κωλυσιεργία της Γερμανικής κυβέρνησης στην υιοθέτηση του πακέτου στήριξης με τελική εμπλοκή «ξένων» (ΔΝΤ), αλλά και

4. Διαμάχες και συνεργασία

Στην πρωτοποριακή μελέτη του το 1980, ο Solomon Polachek παρουσίασε ένα υπόδειγμα για να εξηγήσει πώς το εμπόριο μπορεί να οδηγήσει στη συνεργασία, να μειώσει τις διαμάχες και να προωθήσει την ειρηνική συνύπαρξη. Η ανάπτυξη εμπορικών σχέσεων ανάμεσα σε δύο χώρες δημιουργεί ένα είδος *αμοιβαίας εξάρτησης*, η οποία αυξάνει το κόστος της δυνητικής σύγκρουσης και λειτουργεί σαν κίνητρο για μεγαλύτερη συνεργασία και ειρηνική συνύπαρξη. Έτσι το υπόδειγμα αυτό προβλέπει πως η πιθανότητα διαμαχών και συγκρούσεων θα είναι μικρότερη ανάμεσα σε εμπορικούς εταίρους. Μετέπειτα έρευνες πάνω στο ίδιο θέμα κατέληξαν στις παρακάτω προτάσεις σχετικά με τη σχέση εμπορίου και διαμαχών: (i) οι δημοκρατίες συνεργάζονται περισσότερο από τα αυταρχικά καθεστώτα, (ii) η στρατηγική φύση του εμπορευόμενου αγαθού επηρεάζει τη σχέση εμπορίου και συγκρούσεων, (iii) υψηλότερα επίπεδα ξένων επενδύσεων (FDI) βοηθούν τη συνεργασία και μειώνουν τις διαμάχες, (iv) οι μεγαλύτερες χώρες έχουν μικρότερα κίνητρα για εμπόριο και συνεργασία, (v) εμπόριο με τον φίλο-του-φίλου-σου ή με τον εχθρό-του-εχθρού-σου μειώνει τις διαμάχες, ενώ το εμπόριο με τον φίλο-του-εχθρού-σου ή με τον εχθρό-του-φίλου-σου αυξάνει τις διαμάχες, (vi) χαμηλότεροι δασμοί και υψηλότερα ποσά οικονομικής βοήθειας αυξάνουν τα εμπορικά οφέλη και μειώνουν τις συγκρούσεις, και (vii) το εμπόριο μεταξύ γειτονικών χωρών ελαττώνει τη «φυσική» τάση των γειτόνων να έχουν διαμάχες.[5]

Η ευρωζώνη αποτελεί το επόμενο στάδιο της Τελωνειακής Ένωσης για τις 16 χώρες της ΕΕ που είναι σήμερα μέλη της, ενώ ένδεκα χώρες της ΕΕ είναι εκτός ζώνης του κοινού νομίσματος. Ο παρακάτω Πίνακας παρουσιάζει βασικά συγκριτικά οικονομικά μεγέθη για τις κύριες παγκόσμιες οικονομικές δυνάμεις:

Συγκριτικός Πίνακας (2006)

	Ευρωζώνη (16)	**ΕΕ-27**	**ΗΠΑ**	**ΙΑΠΩΝΙΑ**
Πληθυσμός (εκατομμύρια)	317	494	300	128
ΑΕΠ (σε € τρισ. – αξία σε PPP)	8,4	11,9	11,2	3,5
Μερίδιο παγκοσμίου ΑΕΠ (% σε PPP)	14,6	21,0	19,7	6,3
Εξαγωγές(*) (αγαθά και υπηρεσίες σε % του ΑΕΠ)	21,7	14,3	10,8	16,8
Εισαγωγές(*) (αγαθά και υπηρεσίες σε % του ΑΕΠ)	20,9	15,0	16,6	15,3

(*) Δεν περιλαμβάνει ενδο-ευρωπαϊκό εμπόριο
ΠΗΓΗ: http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/why/international/index_en.htm

Σε μία κλίμακα μέτρησης των συγκρούσεων η ΟΝΕ αποτελεί ένα από τα ανώτερα στάδια συνεργασίας (το ανώτερο στάδιο είναι η πλήρης ενοποίηση με την κατάργηση των εθνικών κυβερνήσεων και η δημιουργία των Ηνωμένων Πολιτειών της Ευρώπης). Η υιοθέτηση του κοινού νομίσματος και η επακόλουθη απάλειψη του συναλλαγματικού ρίσκου και των διακυμάνσεων στις ισοτιμίες, η μείωση του κόστους νομισματικής μετατρεψιμότητας, η μεγαλύτερη προφύλαξη από κερδοσκοπικές επιθέσεις, η δημιουργία μεγάλων κεφαλαιουχικών αγορών για την άντληση επενδυτικών κεφαλαίων και η προώθηση του ανταγωνισμού οδηγούν σε αύξηση του πλούτου μέσω της περαιτέρω αύξησης του εμπορίου και της αύξησης της παραγωγικότητας, λόγω της

η άρνηση του Κοινοβουλίου της Σλοβακίας να επικυρώσει το μερίδιο του δανείου της χώρας αυτής προς την Ελλάδα. Κάποιοι θα μπορούσαν να εγείρουν επιφυλάξεις όσον αφορά στην υποχρέωση επίδειξης ενδο-ευρωζωνικής οικονομικής και πολιτικής αλληλεγγύης. Ενώ είναι πιθανή η παρουσία άλλων θεμιτών κινήτρων, η απουσία αλληλεγγύης δυσχεραίνει την όποια προσπάθεια αποτροπής και επίλυσης κρίσεων εντός μιας οικονομικής «οικογένειας».

[5] Σε μια μελέτη το 2007 (Trade and Conflict: the dyad of Greece and Turkey), ο Α. Πάντσιος αναλύει τη σημασία αυτών των προτάσεων στις σχέσεις Ελλάδας-Τουρκίας και τις προοπτικές ένταξης της Τουρκίας στην ΕΕ.

συσσώρευσης φυσικού και ανθρώπινου κεφαλαίου. Τα οφέλη της νομισματικής ενοποίησης λειτουργούν κυρίως σε μικρο-οικονομικό επίπεδο και αντισταθμίζονται από τα μακρο-οικονομικά μειονεκτήματα που παρουσιάστηκαν νωρίτερα. Το θεωρητικό υπόδειγμα της σχέσης μεταξύ συγκρούσεων και εμπορικών συναλλαγών προβλέπει πως η αναμενόμενη περαιτέρω αύξηση των εμπορικών συναλλαγών θα έτεινε να αυξήσει τη συνεργασία ανάμεσα στις συναλλασσόμενες χώρες, αυξάνοντας τα οφέλη από τη νομισματική ένωση.[6]

5. Ευρωζώνη, εμπόριο και συγκρούσεις

Ανάμεσα στην πληθώρα των δυνητικών ωφελειών μιας νομισματικής ένωσης, η παρούσα μελέτη θα επικεντρωθεί στις εμπορικές συναλλαγές και στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Επειδή η δημιουργία της ευρωζώνης είχε ελάχιστα προηγούμενα, μέχρι πρόσφατα δεν υπήρχε εμπειρική στήριξη της άποψης πως μια νομισματική ένωση θα αυξήσει ενδογενώς τις εμπορικές συναλλαγές ανάμεσα στα κράτη μέλη, αφήνοντας να αιωρείται αυτό το σημαντικό οικονομικό όφελος ως θεωρητική πιθανότητα. Τελευταία, όμως, αρκετές εμπειρικές μελέτες έχουν αναδείξει θετικές επιδράσεις μιας νομισματικής ένωσης (και της ΟΝΕ συγκεκριμένα) στο εμπόριο, άλλες περισσότερο και άλλες λιγότερο, Rose (1999), Micco et al. (2003), Baldwin et al. (2005), Flam and Nordstrom (2003, 2006), Fernandes (2006), de Nardis et al. (2008).

Η επίδραση μιας νομισματικής ένωσης, όπως η ευρωζώνη, στην ενδογενή αύξηση των εμπορικών συναλλαγών και στην αμοιβαία εξάρτηση θα τείνουν να δημιουργήσουν τις προϋποθέσεις για μια διαδικασία οικονομικής ολοκλήρωσης και θα οδηγήσουν στη συνεννόηση, τη συνεργασία και τη μείωση των διαμαχών. Έτσι, οι ανησυχίες του Milton Friedman και άλλων ευρωσκεπτικιστών διασκεδάζονται από τη θεωρία της ενδογενούς φύσης των κριτηρίων της Άριστης Νομισματικής Περιοχής: η ΟΝΕ μπορεί να μην πληρούσε τα κριτήρια ex ante, αλλά η ΙΔΙΑ η διαδικασία της νομισματικής ένωσης θα την οδηγήσει σε μια σύγκλιση και ολοκλήρωση με τη δημιουργία, μεταξύ άλλων, και συγχρονισμένων επιχειρηματικών κύκλων.[7] Είναι σαν ένα γάμο με συνοικέσιο: ακόμη και αν δεν υπάρχει αγάπη στην αρχή, η διαδικασία της κοινής συμβίωσης και η απόκτηση παιδιών θα φέρουν την αμοιβαία εξάρτηση, τη συνεργασία και την αγάπη.

Κάθε γάμος όμως παρουσιάζει προβλήματα και για να μην καταλήξει σε διαζύγιο, οι εταίροι θα πρέπει να δημιουργήσουν εκείνες τις διαδικασίες, τους θεσμούς και τους κανόνες που θα διευκολύνουν τη συνεννόηση και τη λύση των προβλημάτων, όταν κάποιος πιστεύει ότι οι όροι συναλλαγής δεν τον συμφέρουν. Η παρούσα μελέτη εστιάζεται στη δημιουργία εκείνων των κανόνων για την αντιμετώπιση διαμαχών και συστημικών κρίσεων που απορρέουν από την ύπαρξη διαρθρωτικών πλεονασμάτων στον Βορρά και ελλειμμάτων στον Νότο στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, οι θεσμικές και οι διαρθρωτικές διαφορές μεταξύ του Κέντρου και της Περιφέρειας, συνεπικουρούμενες από νεο-μερκαντιλιστικές πολιτικές της Γερμανίας και ανάπτυξης-φούσκας πολλών χωρών του Νότου, οδήγησαν σχηματικά σε έναν πλεονασματικό Βορρά και σε έναν ελλειμματικό Νότο. Για παράδειγμα, στη διάρκεια της πρώτης δεκαετίας του 21ου αιώνα, το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της Γερμανίας ήταν κατά μέσο όρο κοντά στο 4% του ΑΕΠ της[8], ενώ χώρες όπως η Ιταλία και η Γαλλία έγιναν ελλειμματικές.[9]

---

[6] Ως αντίκρουση αυτής της θέσης, είναι ενδιαφέρον να αναφερθεί η απαισιόδοξη άποψη του Milton Friedman ο οποίος δεν έδινε ούτε μία δεκαετία ζωής στο ευρώ το 1999, και που το 2005 είχε πει σε μια συνέντευξή του στο περιοδικό New Perspectives Quarterly Magazine ότι «*το ευρώ θα αποτελέσει μια μεγάλη πηγή προβλημάτων, και όχι μια πηγή αρωγής*». Βλέπε http://forexblog.oanda.com/20090203/milton-friedman-and-the-euro/

[7] Εδώ θα πρέπει να αναφέρουμε την περίπτωση το αυξημένο εμπόριο να οδηγήσει σε περιφερειακές εξειδικεύσεις προκαλώντας ασύμμετρους οικονομικούς κραδασμούς (η επονομαζόμενη Υπόθεση Εξειδίκευσης του Krugman – KSH).

[8] Βλέπε Kai Behrens (2010).

[9] Σύμφωνα με τα τελευταία στοιχεία του Ιουλίου 2010, το ισοζύγιο πληρωμών της ευρωζώνης (εισαγωγές και εξαγωγές για αγαθά και

Στον βαθμό που το συνολικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εντός ευρωζώνης είναι σχεδόν ισοσκελισμένο, το ευρώ δεν δέχεται πιέσεις και η Γερμανία μπορεί να ακολουθεί μια πολιτική ισχυρού ευρώ που ευνοεί την αντι-πληθωριστική της πολιτική, μια και τα 2/3 των εξαγωγών της πηγαίνουν προς τις υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης. Το κοινό νόμισμα ωφέλησε τη Γερμανία που ακολούθησε πολιτικές συμπίεσης των μισθών (wage dumping) σε βάρος των συνεταίρων της του Νότου, οδηγώντας την σε μεγάλα ενδο-ευρωζωνικά πλεονάσματα έναντι των χωρών του Νότου.[10] Η ανταγωνιστικότητα όμως των χωρών του Νότου δέχθηκε σημαντικό πλήγμα από την πολιτική του ισχυρού ευρώ, που σε συνδυασμό με τα διαρθρωτικά τους προβλήματα, οδήγησε στη δημιουργία ενδημικών ελλειμμάτων.[11] Μελέτες έχουν δείξει πως, την πρώτη δεκαετία της ζωής του, το ευρώ ανατιμήθηκε, ως προς ένα αντιπροσωπευτικό καλάθι νομισμάτων, κατά 7% περίπου σε πραγματικές τιμές. Μέσα όμως στην ευρωζώνη υπήρξαν σημαντικές διαφοροποιήσεις όσον αφορά την απώλεια ανταγωνιστικότητας για επιμέρους χώρες: έτσι, ενώ η Γερμανία απολάμβανε μια πραγματική υποτίμηση ύψους 3,5% και η Φινλανδία 2%, οι χώρες της περιφέρειας είδαν την πραγματική τους συναλλαγματική ισοτιμία να κερδίζει από 5-6% (Ιταλία/Πορτογαλία), ως 10-20% (Ελλάδα, Ισπανία, Ιρλανδία).[12]

Έχουμε λοιπόν την προοπτική μιας ΟΝΕ, όπου οι εμπορικές σχέσεις εντείνονται ακόμη περισσότερο με την εμβάθυνση της ενοποίησης, αυξάνοντας τον συνολικό όγκο του εμπορίου ανάμεσα στις χώρες της ευρωζώνης και, ταυτόχρονα, και την αλληλεξάρτηση μεταξύ τους, το οποίο από μόνο του θα αυξήσει το κόστος των πιθανών συγκρούσεων και θα οδηγήσει σε μεγαλύτερη συνεργασία. Από την άλλη μεριά, η κατανομή του αυξανόμενου όγκου του εμπορίου ανάμεσα σε εξαγωγές και εισαγωγές θα καθορίσει την ελλειμματική, πλεονασματική ή ισοζυγισμένη θέση κάθε χώρας και θα δημιουργήσει αντικρουόμενες προτιμήσεις ως προς την ενδεικνυόμενη πολιτική και το ανάλογο κοινωνικό και πολιτικό της κόστος.

Με ευκαιρία την κρίση στην ευρωζώνη την περασμένη Άνοιξη, έγιναν πολλές συζητήσεις για το πώς θα μπορούσε στο εξής η ΕΕ να αντιμετωπίσει στο μέλλον παρόμοιες καταστάσεις και ακούστηκαν προτάσεις βαθιάς εμβέλειας που κυμαίνονται από τη δημιουργία ενός Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ταμείου στα πρότυπα του ΔΝΤ, την αλλαγή του καταστατικού της ΕΚΤ που θα της έδινε τη δυνατότητα να αγοράζει κρατικό χρέος, μέχρι τη δημιουργία οικονομικής διακυβέρνησης και δυνατότητα κεντρικής φορολόγησης που θα δημιουργούσε τις προϋποθέσεις για μεταβιβάσεις δημοσιονομικών πόρων από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές χώρες.

Οι παραπάνω προτάσεις μέχρι στιγμής έχουν απορριφθεί, είτε ως πρόωρες, είτε ως πρακτικά και χρονικά ανεφάρμοστες. Πρόσφατα όμως, παρατηρείται μια σύγκλιση απόψεων για τη θέσπιση στο άμεσο μέλλον ενός αυτόματου μηχανισμού κυρώσεων για χώρες με «σημαντικές υπερβάσεις στα ελλείμματα ή τα χρέη τους».[13] Κάποιο μέτρο, όμως, που θα επικεντρωνόταν μόνο στον έλεγχο των δημοσιονομικών ελλειμμάτων θα ήταν μυωπικό, καθώς θα αγνοούσε την απλή παρατήρηση ότι οι μακροχρόνιες ανισορροπίες στα ισοζύγια των τρεχουσών συναλλαγών (και κυρίως στα εμπορικά ισοζύγια) είναι αυτές που αντικατοπτρίζουν βαθιές ανταγωνιστικές και διαρθρωτικές ανισορροπίες και, άρα, η κύρια προσπάθεια θα έπρεπε να επικεντρωθεί σε έναν αμφίδρομο έλεγχο τέτοιων πλεονασμάτων και ελλειμμάτων.[14] Εξάλλου, το μεγαλύτερο ποσοστό του

υπηρεσίες) παρουσίαζε έλλειμμα ύψους 3,8 δισ. ευρώ, με τη Γερμανία πλεονασματική και ελλειμματικές τις χώρες του Νότου (http://www.enet,gr/), 17 Σεπτεμβρίου, 2010.

[10] Βλέπε συνέντευξη του Καθηγητή του Πανεπιστημίου του Λονδίνου George Irvin στην Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία, 4 Ιουλίου, 2010.

[11] Σύμφωνα με το World Economic Forum, η Γερμανία είναι 5η στην κατάταξη ανταγωνιστικότητας μεταξύ 139 χωρών, με την Ολλανδία 8η και τη Γαλλία 15η, ενώ η Ισπανία είναι 42η, η Πορτογαλία 46η, η Ιταλία 48η και η Ελλάδα 83η. (Βλέπε Steven Erlanger, "Euro Zone is Imperiled by North-South Divide", New York Times, 2 Δεκεμβρίου 2010).

[12] Η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία μετρά την ανταγωνιστικότητα και περιλαμβάνει στον υπολογισμό τις εγχώριες τιμές, τις διεθνείς τιμές και τη συναλλαγματική ισοτιμία. Βλέπε David Beckworth, *Lessons from the Eurozone Crisis*, April 28, 2010, και στατιστικά στοιχεία της BIS (Bank for International Settlements, http://www.bis.org/statistics/index.htm).

[13] Βλέπε ηλεκτρονική έκδοση enet.gr, 28 Σεπτεμβρίου, 2010 (www.enet.gr).

[14] Παρότι έχει παρατηρηθεί μια θετική μεσοπρόθεσμη σχέση ανάμεσα στα δημοσιονομικά ελλείμματα και αυτά των τρεχουσών συναλλαγών, η σχέση αυτή των δίδυμων ελλειμμάτων είναι αμφισβητήσιμη. Φαίνεται να μην ισχύει μακροπρόθεσμα και να γίνεται αρνητική για υπερβολικά ποσοστά χρέους (όταν ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ υπερβαίνει το 90%). Εξάλλου, με σταθερές ισοτιμίες, η επίδραση των επιτοκίων στις ισοτιμίες που θα επηρέαζε το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών θα ήταν απούσα.

διεθνούς εμπορίου της ευρωζώνης κατευθύνεται προς τις άλλες χώρες της ευρωζώνης, μιας και οι εισαγωγές μιας χώρας (ή υποσυνόλου χωρών) αποτελούν τις εξαγωγές μιας άλλης (ή ενός άλλου υποσυνόλου).

Μια πολιτική μέτρων και κυρώσεων που θα περιόριζε το βάρος της προσαρμογής στην ελλειμματική χώρα θα ήταν κοντόφθαλμη και αναποτελεσματική. Μερικοί ερευνητές[15] έχουν ήδη επισημάνει πως η προσαρμογή μεταξύ ελλειμματικών και πλεονασματικών χωρών δεν πρέπει να είναι μονόδρομος και ότι οι κάθε είδους κυρώσεις πρέπει να αφορούν και τα δύο μέρη που αντιμετωπίζουν ανισορροπίες. Στην περίπτωση της πλεονασματικής Γερμανίας κάτι τέτοιο θα σήμαινε πως η Γερμανία θα επέτρεπε μεγαλύτερες αυξήσεις μισθών και δαπανών και μείωση των φόρων και θα οδηγούσε στην εγκατάλειψη της αναπτυξιακής της πολιτικής με άξονα τις εξαγωγές, που ακολουθεί εδώ και μια εικοσαετία, και που καθιστά μια τέτοια προοπτική ελάχιστα ρεαλιστική.[16]

Μια θεσμική λύση που θα έδινε ταυτόχρονα και προοπτικές ανάπτυξης είναι η επαναφορά του σχεδίου του J. M. Keynes στο Bretton-Woods το 1944 και η προσαρμογή του στις σημερινές συνθήκες της ΟΝΕ. Το σχέδιο του Keynes για μια νέα παγκόσμια χρηματοοικονομική τάξη σε στέρεες νομισματικές βάσεις που προέβλεπε τη δημιουργία μιας «διεθνούς εκκαθαριστικής ένωσης» ("international clearing union") ηττήθηκε από το σχέδιο του αντιπροσώπου των ΗΠΑ (του Υπουργού Οικονομικών Harry Dexter White) που έδινε έμφαση στη σταθερότητα των τιμών. Δεν είναι ειρωνεία ότι και τώρα κυριαρχούν στην ΟΝΕ οι θέσεις της Γερμανίας, που καθοδηγούνται πρωταρχικά από τον ίδιο στόχο (και που παραμένει ο κυρίαρχος στόχος της ΕΚΤ), με το ευρώ να στηρίζεται κυρίως από το πλεονασματικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Γερμανίας.

Η ΟΝΕ έχει θεσπίσει ήδη το πρώτο σκέλος της πρότασης του Keynes και έχει δημιουργήσει μια κεντρική τράπεζα που ελέγχει τη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη (το "bancor" του Keynes είναι κάτι σαν το σημερινό ευρώ). Ως δεύτερο κανόνα, και για την αντιμετώπιση ανισορροπιών στο ισοζύγιο πληρωμών, ο Keynes πρότεινε μια αμφίδρομη προσαρμογή ελλειμματικών και πλεονασματικών χωρών (αυτό που ονόμασε "symmetric rebalancing"), ούτως ώστε οι πλεονασματικές χώρες να αυξήσουν τις εισαγωγές τους από τις ελλειμματικές χώρες διαμέσου της αυξημένης τους αγοραστικής δύναμης, με στόχο τη δημιουργία ισορροπίας. Ο ρόλος της κεντρικής τράπεζας είναι να θέτει όρια σε ελλείμματα/πλεονάσματα, να χρηματοδοτεί τις ελλειμματικές χώρες και να ελέγχει τις πλεονασματικές με ένα πολύπλοκο σύστημα κινήτρων και επιβαρύνσεων (demurrages), όπως για παράδειγμα η περιορισμένη διευκόλυνση υπερ-αναλήψεων ("overdrafting"), μέτρα στήριξης της εγχώριας ζήτησης στις πλεονασματικές χώρες, δάνεια και μεταβίβαση πόρων προς τις ελλειμματικές χώρες και πληρωμές σε ένα Αποθεματικό Ταμείο.[17] Η ανακύκλωση των εναπομεινάντων πλεονασμάτων με τη δυνατότητα δανεισμού αυτών από τις ελλειμματικές χώρες προς χρηματοδότηση του διεθνούς εμπορίου θα μπορούσε να διευκολύνει την οικονομική ανάπτυξη απαλλαγμένη από πληθωριστικές πιέσεις.[18]

Μια τέτοια ανακύκλωση εμπορικών πλεονασμάτων ελαφρύνει σε σημαντικό βαθμό το βάρος της προσαρμογής της ελλειμματικής χώρας με επώδυνα, σε χρόνο και μέγεθος, αποπληθωριστικά μέτρα ύφεσης, ενισχύοντας τις συνολικές αναπτυξιακές προοπτικές. Με ένα τέτοιο σύστημα τα ελλείμματα θα είναι πάντα κάτω από κάποιον έλεγχο, μια και θα ελέγχονται και τα αντίστοιχα πλεονάσματα. Μια τέτοια πολιτική δεν θα έχει αρνητικές επιδράσεις στην ανάπτυξη του ενδοκοινοτικού εμπορίου, αλλά το αντίθετο, μια και η προσαρμογή δεν θα γινόταν μέσω της μείωσης των εισαγωγών της ελλειμματικής χώρας, αλλά μέσω της αύξησης των εξαγωγών της προς τις πλεονασματικές χώρες. Μια τέτοια αναπτυξιακή προοπτική θα είχε επίσης ευεργετικά αποτελέσματα στα δημοσιονομικά μεγέθη των χωρών, μειώνοντας (αυξάνοντας) τα κυκλικά ελλείμματα (πλεονάσματα).

---

[15] Βλέπε Flassbeck (2010), Behrens (2010) και Μαργιόλης (2010).

[16] Βλέπε Kai Behrens, *ibid.*

[17] Μελετητές όπως ο Kai Behrens προτείνουν μια παραλλαγή του Σχεδίου Keynes με τη δημιουργία ενός αυτόματου σταθεροποιητή που θα κεφαλαιοποιείται από χρηματικές κυρώσεις και στις χώρες-δανειστές και στις χώρες-χρεώστες. Ένα τέτοιο Ταμείο θα μεταβίβαζε πόρους σε περιόδους ανάπτυξης λόγω εγχώριας ζήτησης από χώρες με εγχώριο προσανατολισμό προς χώρες με εξαγωγικό προσανατολισμό, και το αντίθετο.

[18] Βλέπε Rossi (2007) για μια ανάλυση των πιθανών πληθωριστικών αποτελεσμάτων του Σχεδίου Keynes.

Στο σύστημα Bretton-Woods επικράτησε η άποψη των ΗΠΑ (που ήταν οι ίδιες δανειστές) να μην ελεγχθούν οι δανειστές, θέτοντας ολόκληρο τον έλεγχο μόνο στους χρεώστες. Οι σημερινές προτάσεις της ΕΕ που αντικατοπτρίζουν παρόμοιες απόψεις των δανειστών Γερμανών δίνουν ολοκληρωτική έμφαση στον έλεγχο του πληθωρισμού και εξισώνουν την ανισορροπία μόνο με την ύπαρξη ελλειμμάτων. Αν η ιστορία μάς διδάσκει κάτι, αυτό είναι ότι πρέπει να μαθαίνουμε από τα λάθη μας και ότι στην περίπτωση της ΟΝΕ θα ακουσθεί, έστω και αργά, η φωνή του Keynes. Δυστυχώς, όμως, η ιστορία μάς διδάσκει επίσης πως τις αποφάσεις τις επιβάλλουν οι ισχυροί και πως η πιθανή επικράτηση των ισχυρών Γερμανών θα αποσταθεροποιήσει μεσοπρόθεσμα την ευρωζώνη, αδυνατώντας να ελέγξει το πρόβλημα των ελλειμμάτων και των χρεών με πολιτικές αποπληθωρισμού και νεο-μερκαντιλιστικής αντίληψης.

6. Βορράς – Νότος: το παράδειγμα της Ελλάδας

Η Ελλάδα βρέθηκε στο μάτι του κυκλώνα στις αρχές του 2010, όταν τα υψηλά της διπλά δημοσιονομικά και εμπορικά ελλείμματα κλόνισαν την εμπιστοσύνη των διεθνών αγορών, όσον αφορά στην ομαλή εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους της και την κατέστησαν τον αδύναμο κρίκο της ευρωζώνης. Αν η Ελλάδα ήταν εκτός ΟΝΕ, η χώρα θα μπορούσε να μετακυλίσει ένα μέρος της ανταγωνιστικής της προσαρμογής προς τους εμπορικούς της εταίρους με άμεση υποτίμηση του εθνικού της νομίσματος. Μετά όμως από μια δεκαετία στο άρμα του ευρώ και την ενσωμάτωσή της στην ΟΝΕ, η έξοδος από την ευρωζώνη (με όσα κάτι τέτοιο θα συνεπαγόταν για την αξία του χρέους της, το τραπεζικό σύστημα και τις αγορές κεφαλαίου, και την εμπιστοσύνη του κοινού) θα είχε πιθανώς μεγαλύτερο κόστος από μια εγχώρια προσαρμογή. Επιπλέον, μια τέτοια κίνηση θα δημιουργούσε φυγόκεντρες δυνάμεις και σε άλλες ελλειμματικές χώρες του Νότου, που θα έθεταν σε κίνδυνο την ίδια την ύπαρξη του ευρώ και θα έβγαζαν προφητικές τις ρήσεις του Milton Friedman.

Η Ελλάδα αποτελεί κλασικό παράδειγμα οικονομίας με βαθιές διαρθρωτικές αδυναμίες, ένα υδροκέφαλο αναποτελεσματικό κράτος, μια εγχώρια κλειστή οικονομία κι έναν ιδιωτικό τομέα εξαρτώμενο σε μεγάλο βαθμό από την κεντρική διοίκηση. Το Παράρτημα παρουσιάζει στοιχεία διμερούς εμπορίου μεταξύ της Ελλάδας και (i) των χωρών της ευρωζώνης, (ii) των χωρών της ΕΕ, (iii) της Γερμανίας, (iv) της Γαλλίας και (v) των Κάτω Χωρών, για το διάστημα 1999-2009.

Όπως αναμενόταν, ο συνολικός όγκος του εμπορίου μεταξύ της Ελλάδας και του συνόλου των χωρών της ευρωζώνης έχει αυξηθεί σημαντικά, σε ποσοστό 97,7% σωρευτικά σε σταθερές τιμές μεταξύ 1999-2009. (Στο διάστημα 1999-2008 η αύξηση ήταν 134,9%, γεγονός που καταδεικνύει τα δραματικά αποτελέσματα της οικονομικής κρίσης στο διεθνές εμπόριο). Σε όλο αυτό το διάστημα η Ελλάδα παρουσίαζε ελλείμματα, τα οποία γίνονταν ακόμη μεγαλύτερα με το πέρασμα του χρόνου, με το εμπορικό έλλειμμα να παρουσιάζει αύξηση κατά 109% σε σταθερές τιμές στο ίδιο χρονικό διάστημα, καταδεικνύοντας την απώλεια ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. (Το διάστημα 1999-2008, το εμπορικό έλλειμμα είχε παρουσιάσει σωρευτική αύξηση 153%). Τα στοιχεία του διμερούς εμπορίου με τις χώρες της ΕΕ στην περίοδο 1999-2009 δείχνουν μια παρόμοια εικόνα, με το συνολικό εμπόριο να παρουσιάζει αύξηση 86,9%, αλλά την ελληνική οικονομία να παραμένει ελλειμματική, με σωρευτική αύξηση του εμπορικού της ελλείμματος κατά 94,5% (με αντίστοιχα νούμερα στην περίοδο 1999-2008, 129,1% και 130,6%). Μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης υπήρχαν βέβαια σημαντικές διαφοροποιήσεις, με το εμπορικό έλλειμμα με τη Γαλλία να αυξάνει κατά 36,5%, ενώ με τις Κάτω Χώρες και τη Γερμανία να αυξάνει αντίστοιχα κατά 98,1% και 116,9%. (Τα αντίστοιχα νούμερα στην περίοδο 1999-2008 ήταν 61,4%, 125,8% και 172,8%).

Τα παραπάνω ενδεικτικά στοιχεία δείχνουν πολύ καθαρά, (i) το μεγάλο όφελος για τις συναλλασσόμενες χώρες στα πρώτα χρόνια υιοθέτησης του κοινού νομίσματος, (ii) τη σημαντική αύξηση του εμπορικού ελλείμματος της Ελλάδας με τους εταίρους της στο Κέντρο (και κυρίως με τη Γερμανία), που αποδεικνύει τη μεγάλη απώλεια ανταγωνιστικότητας της Ελλάδας, και (iii) τη σημαντική επίδραση ενός μόνο έτους διεθνούς ύφεσης στο εμπόριο και τα εμπορικά ελλείμματα.

7. Συμπεράσματα

Ένας αποτελεσματικός μηχανισμός τύπου Keynes θα απέτρεπε από νωρίς τη δημιουργία τέτοιων μεγάλων ανισορροπιών και θα βοηθούσε την ευρωζώνη συνολικά να κυριαρχεί στα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών με αναπτυξιακό τρόπο και χωρίς να προβαίνει σε επώδυνα αποπληθωριστικά μέτρα. Πρέπει να γίνει αντιληπτό ότι το πρόβλημα δεν είναι ελληνικό, αλλά συστημικό, και ότι η επιμονή της Γερμανίας σε μονοσήμαντες αντιπληθωριστικές πολιτικές μπορεί να εμβαθύνει την κρίση και να αυξήσει τις συγκρούσεις υπονομεύοντας τη μακροημέρευση του ευρώ.[19] Διαπρεπείς οικονομολόγοι, όπως ο Joseph Stiglitz, στηλιτεύουν τα εκκολαπτόμενα προγράμματα λιτότητας στην Ευρώπη ως επακόλουθο των επιταγών της γερμανικής εμμονής με τα ελλείμματα:

> «Ακολουθώντας τους κανόνες του παιγνιδιού, η Ισπανία θα πρέπει εφεξής να μειώσει τις δαπάνες της, πράγμα που αναμφίβολα θα προξενήσει και νέα αύξηση των ποσοστών ανεργίας της. Με την οικονομία της να επιβραδύνεται, η βελτίωση της οικονομικής της κατάστασης μπορεί να μείνει η ελάχιστη. Η Ισπανία ενδέχεται να παγιδευτεί σε εκείνον τον γύρο του θανάτου που είχε εισέλθει η Αργεντινή πριν μόλις μία δεκαετία. Και ήταν μόνον όταν η Αργεντινή κατάργησε την ισοτιμία της με το δολάριο που κατάφερε να ξαναρχίσει να αναπτύσσεται και να μειώνει το χρέος της».[20]

Αν δεν αντιδράσουν οι χώρες της ΟΝΕ δημιουργώντας ένα συμμετρικά εξισορροπητικό μηχανισμό, μπορεί οι ευρω-σκεπτικιστές να αποδειχθούν προφητικοί και το ευρώ να καταλήξει να έχει την τύχη του συστήματος του Bretton–Woods: την κατάρρευση.[21]

---

[19] Όταν γράφονταν οι γραμμές αυτές (Δεκέμβριος 2010), η Ιρλανδία είχε ακολουθήσει την Ελλάδα στον μηχανισμό στήριξης, και υπήρχε διάχυτος ο φόβος ότι οι χώρες της Ιβηρικής δεν θα αργούσαν να ακολουθήσουν τον ίδιο δρόμο. Το ίδιο χρονικό διάστημα αναπτύχθηκε διχογνωμία για την ανάγκη έκδοσης ευρω-ομολόγων (e-bonds) για τη διαχείριση του δημόσιου χρέους, με την περιφέρεια να το υποστηρίζει και το κέντρο (Γερμανία/Γαλλία) να αντιδρούν.

[20] Στίγκλιτς: «Τα μέτρα λιτότητας απειλούν το ευρώ και την Ισπανία», εδάφιο από το νέο του βιβλίο *Ο Θρίαμβος της Απληστίας*, ηλεκτρονική έκδοση enet.gr, 3 Οκτωβρίου, 2010 (www.enet.gr/)

[21] Τελευταία αυξάνονται οι αναλύσεις που αναδεικνύουν τους κινδύνους που εγκυμονούν για το ευρώ οι βαθιές διαφοροποιήσεις, ανισορροπίες και το χάσμα ανταγωνιστικότητας Βορρά-Νότου που οδηγούν σε επίπονες μακροχρόνιες αποπληθωριστικές πολιτικές στις ελλειμματικές χώρες. Βλέπε Steven Erlanger, *ibid.*

Βιβλιογραφία

Ελληνόγλωσση

Λαπαβίτσας, Κ. et al. (2010), «2010, Κρίση ευρωζώνης: Φτώχεια του Δυνατού, Πτώχευση του Αδύνατου», Αθήνα: Εκδόσεις Νόβολι.

London, F. (2010), «Δεν Είναι η Ελλάδα που Πρέπει να Αποπεμφθεί, η Γερμανία Είναι». *Le Monde Diplomatique*, Ελληνική Έκδοση, No. 635, 25 Απριλίου, Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία.

Μουζέλης, Ν. (2010), «Υπάρχει Μέλλον αν Εκμεταλλευτούμε την Κρίση», *Νέες Εποχές*, *Το Βήμα*, 16 Μαΐου.

Μαργιόλης, Κ. (2010), «Κάνε Μπίζνες, Όχι... Πόλεμο», *Ανάπτυξη*, *Το Βήμα*, 25 Ιουλίου.

Ξενόγλωσση

Baldwin, R. et al. (2005), "Trade Effects of the Euro: Evidence from Sectoral Data", ECB Working Paper, No. 446.

Behrens, K. (2010), "Greek Deficits and German Surpluses: Two Sides of the Same Euro", AICGS Advisor, February 4.

Costabile, L. (2007), "Current Global Imbalances and the Keynes Plan", Political Economy Research Institute, Working Paper Series, No. 156.

de Nardis, S. et al. (2008), "The Euro's Effects on Trade in a Dynamic Setting" *European Journal of Comparative Economics*: 5(1).

Fernandes, A. (2006), "Trade Dynamics and the Euro Effects: Sector and Country Estimates", mimeo.

Fidrmuc, J. (2004), "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, Intra-industry Trade, and EMU Enlargement", *Contemporary Economic Policy*, Western Economic Association International, vol. 22(1), pp. 1-12.

Flam, H. and H. Nordstrom (2003), "Trade Volume Effects of the Euro: Aggregate And Sector Estimates", Institute for International Economic Studies. Mimeo.

Flam, H. and H. Nordstrom (2005), "Euro Effects on the Intensive and Extensive Margins of Trade". Institute for International Economic Studies. Mimeo.

Flassbeck, H. (2010), "The Greek Tragedy and the European Crisis Made in Germany", International Development Economics Associates, March 12.

Gkagka, A. and G. Zarotiadis (2009), "Growth and EU Trade Relations: A Case Study", 19th International Conference Working Paper.

Micco, A. et al. (2003), "The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU", *Economic Policy* 18(37), pp. 317-356.

Mundell, R. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, November, pp. 509-517.

Nickel, C. and I. Vansteenkiste (2008), "Fiscal Policies, the Current Account and Ricardian Equivalence", European Central Bank, Working Paper Series, No. 935.

Pantsios, A. (2007), "Trade and Conflict: the Dyad of Greece and Turkey", *The Economics of Peace and Security Journal*, Vol. 2, No. 2, pp. 80-87.

Piffaretti, N. (2009), "Reshaping the International Monetary Architecture: Lessons from Keynes' Plan", The World Bank, Policy Research Working Paper, No. 5034.

Polachek, S. W. (1980), "Conflict and Trade", *Journal of Conflict Resolution*, Vol. 24, pp. 55-78.

Rose, A. (2000), "One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade", *Economic Policy* 15(30), pp. 7-46.

Rossi, S. (2007), "The Monetary-Policy Relevance of the International Settlement Institution: The Keynes' Plan 60 Years Later" In A. Giacomina and M. C. Marcuzzo (eds), Money and Markets: A Doctrinal Approach. London and New York: Routledge.

Παράρτημα
Στοιχεία διμερούς εμπορίου

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Διμερές εμπόριο Ελλάδας με χώρες ευρωζώνης	1999	2000	Διαφορά %	2001	Διαφορά %	2002	Διαφορά %	2003	Διαφορά %	2004	Διαφορά %
Αξία εισαγωγών σε εκ. ευρώ	16.543,5	18.775,1	13,49%	19.647,8	4,65%	20.109,5	2,35%	21.423,5	6,53%	23.721,5	10,73%
Αποπληθωρισμένη αξία εισαγωγών	13.416,8	15.577,7	16,11%	16.863,7	8,26%	17.927,6	6,31%	19.795,3	10,42%	22.606,6	14,20%
Αξία εξαγωγών σε εκ. ευρώ	4.855,2	5.168,2	6,45%	5.589,9	8,16%	5.409,3	-3,23%	6.009,9	11,10%	5.814,4	-3,25%
Αποπληθωρισμένη αξία εξαγωγών	3.937,6	4.288,0	8,90%	4.797,8	11,89%	4.822,3	0,51%	5.553,2	15,16%	5.541,1	-0,22%
Άθροισμα εισαγωγών + εξαγωγών	21.398,7	23.943,2	11,89%	25.237,7	5,41%	25.518,7	1,11%	27.433,5	7,50%	29.535,9	7,66%
Αποπληθωρισμένο άθροισμα	17.354,4	19.865,7	14,47%	21.661,5	9,04%	22.750,0	5,02%	25.348,5	11,42%	28.147,7	11,04%
Διαφορά εξαγωγών – εισαγωγών	-11.688,31	-13.606,94	16,41%	-14.057,96	3,31%	-14.700,24	4,57%	-15.413,60	4,85%	-17.907,18	16,18%
Αποπληθωρισμένη διαφορά	-9.479,22	-11.289,68	19,10%	-12.065,95	6,88%	-13.105,26	8,61%	-14.242,17	8,68%	-17.065,54	19,82%

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Διμερές εμπόριο Ελλάδας με χώρες ΕΕ	1999	2000	Διαφορά %	2001	Διαφορά %	2002	Διαφορά %	2003	Διαφορά %	2004	Διαφορά %
Αξία εισαγωγών σε εκ. ευρώ	20.052,59	23.525,8	17,32%	22.592,8	-3,97%	18.594,3	-17,70%	23.065,1	24,04%	25.517,6	10,63%
Αποπληθωρισμένη αξία εισαγωγών	16.262,65	19.519,3	20,03%	19.391,4	-0,66%	16.576,8	-14,51%	21.312,2	28,57%	24.318,2	14,10%
Αξία εξαγωγών σε εκ. ευρώ	6.905,9	7.885,5	14,18%	8.067,5	2,31%	6.698,8	-16,97%	7.679,7	14,64%	7.902,4	2,90%
Αποπληθωρισμένη αξία εξαγωγών	5.600,7	6.542,6	16,82%	6.924,4	5,84%	5.972,0	-13,75%	7.096,1	18,82%	7.531,0	6,13%
Άθροισμα εισαγωγών + εξαγωγών	26.958,5	31.411,3	16,52%	30.660,3	-2,39%	25.293,2	-17,51%	30.744,9	21,55%	33.420,0	8,70%
Αποπληθωρισμένο άθροισμα	21.863,4	26.061,9	19,20%	26.315,8	0,97%	22.548,8	-14,31%	28.408,2	25,99%	31.849,2	12,11%
Διαφορά εξαγωγών – εισαγωγών	-13.146,67	-15.640,30	18,97%	-14.525,28	-7,13%	-11.895,49	-18,10%	-15.385,43	29,34%	-17.615,13	14,49%
Αποπληθωρισμένη διαφορά	-10.661,95	-12.976,76	21,71%	-12.467,05	-3,93%	-10.604,83	-14,94%	-14.216,14	34,05%	-16.787,22	18,09%

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 (συνέχεια)

2005	Διαφορά %	2006	Διαφορά %	2007	Διαφορά %	2008	Διαφορά %	2009	Διαφορά %	Διαφορά % 2008-1999	Διαφορά % 2009-1999
22.926,5	-3,35%	25.108,8	9,52%	28.693,6	14,28%	29.732,4	3,62%	24.241,3	-18,47%	79,7%	46,5%
22.566,6	-0,18%	25.555,7	13,25%	30.099,6	17,78%	32.393,4	7,62%	27.075,1	-16,42%	141,4%	101,8%
6.191,1	6,48%	7.619,7	23,07%	7.962,7	4,50%	7.688,1	-3,45%	6.473,0	-15,80%	58,3%	33,3%
6.093,9	9,98%	7.755,3	27,26%	8.352,8	7,70%	8.376,2	0,28%	7.229,7	-13,69%	112,7%	83,6%
29.117,6	-1,42%	32.728,5	12,40%	36.656,3	12,00%	37.420,5	2,08%	30.714,4	-17,92%	74,9%	43,5%
28.660,5	1,82%	33.311,0	16,23%	38.452,5	15,43%	40.769,6	6,03%	34.304,9	-15,86%	134,9%	97,7%
-16.735,38	-6,54%	-17.489,12	4,50%	-20.730,97	18,54%	-22.044,29	6,34%	-17.768,29	-19,40%	88,6%	52,0%
-16.472,63	-3,47%	-17.800,43	8,06%	-21.746,79	22,17%	-24.017,25	10,44%	-19.845,40	-17,37%	153,4%	109,4%

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 (συνέχεια)

2005	Διαφορά %	2006	Διαφορά %	2007	Διαφορά %	2008	Διαφορά %	2009	Διαφορά %	Διαφορά % 2008-1999	Διαφορά % 2009-1999
25.484,4	-0,13%	29.014,5	13,85%	32.177,7	10,90%	34.266,3	6,49%	27.577,2	-19,52%	70,9%	37,5%
25.084,3	3,15%	29.530,9	17,73%	33.754,4	14,30%	37.333,1	10,60%	30.801,0	-17,50%	129,6%	89,4%
8.586,3	8,65%	10.558,2	22,97%	11.181,9	5,91%	11.703,0	4,66%	9.010,9	-23,00%	69,5%	30,5%
8.451,5	12,22%	10.746,1	27,15%	11.729,8	9,15%	12.750,4	8,70%	10.064,3	-21,07%	127,7%	79,7%
34.070,7	1,95%	39.572,6	16,15%	43.359,6	9,57%	45.969,3	6,02%	36.588,1	-20,41%	70,5%	35,7%
33.535,8	5,30%	40.277,0	20,10%	45.484,2	12,93%	50.083,5	10,11%	40.865,2	-18,41%	129,1%	86,9%
-16.898,13	-4,07%	-18.456,30	9,22%	-20.995,83	13,76%	-22.563,26	7,47%	-18.566,32	-17,71%	71,6%	41,2%
-16.632,83	-0,92%	-18.784,82	12,94%	-22.024,63	17,25%	-24.582,67	11,61%	-20.736,72	-15,64%	130,6%	94,5%

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Διμερές εμπόριο Ελλάδας με Γερμανία	1999	2000	Διαφορά %	2001	Διαφορά %	2002	Διαφορά %	2003	Διαφορά %	2004	Διαφορά %
Αξία εισαγωγών σε εκ. ευρώ	4.433,0	5.146,6	16,10%	4.995,3	-2,94%	4.028,6	-19,35%	4.998,8	24,08%	5.656,8	13,16%
Αποπληθωρισμένη αξία εισαγωγών	3.595,14	4.270,2	18,78%	4.287,4	0,40%	3.591,5	-16,23%	4.618,9	28,61%	5.390,9	16,72%
Αξία εξαγωγών σε εκ. ευρώ	1.716,6	1.735,5	1,10%	1.660,0	-4,35%	1.141,8	-31,22%	1.552,8	35,99%	1.610,7	3,73%
Αποπληθωρισμένη αξία εξαγωγών	1.392,2	1.440,0	3,43%	1.424,8	-1,06%	1.017,9	-28,55%	1.434,8	40,95%	1.535,0	6,99%
Άθροισμα εισαγωγών + εξαγωγών	6.149,6	6.882,2	11,91%	6.655,3	-3,30%	5.170,4	-22,31%	6.551,5	26,71%	7.267,5	10,93%
Αποπληθωρισμένο άθροισμα	4.987,3	5.710,1	14,49%	5.712,2	0,04%	4.609,4	-19,31%	6.053,6	31,33%	6.925,9	14,41%
Διαφορά εξαγωγών – εισαγωγών	-2.716,35	-3.411,11	25,58%	-3.335,30	-2,22%	-2.886,77	-13,45%	-3.445,99	19,37%	-4.046,06	17,41%
Αποπληθωρισμένη διαφορά	-2.202,96	-2.830,20	28,47%	-2.862,69	1,15%	-2.573,56	-10,10%	-3.184,09	23,72%	-3.855,90	21,10%

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Διμερές εμπόριο Ελλάδας με Γαλλία	1999	2000	Διαφορά %	2001	Διαφορά %	2002	Διαφορά %	2003	Διαφορά %	2004	Διαφορά %
Αξία εισαγωγών σε εκ. ευρώ	2.539,9	2.726,3	7,34%	2.523,9	-7,43%	1.878,7	-25,56%	2.656,2	41,39%	2.711,1	2,07%
Αποπληθωρισμένη αξία εισαγωγών	2.059,8	2.262,0	9,82%	2.166,2	-4,24%	1.674,9	-22,68%	2.454,4	46,54%	2.583,7	5,27%
Αξία εξαγωγών σε εκ. ευρώ	448,1	490,5	9,46%	499,9	1,91%	390,8	-21,81%	514,0	31,50%	519,2	1,02%
Αποπληθωρισμένη αξία εξαγωγών	363,4	407,0	11,98%	429,1	5,42%	348,4	-18,79%	474,9	36,30%	494,8	4,19%
Άθροισμα εισαγωγών + εξαγωγών	2.988,0	3.216,9	7,66%	3.023,8	-6,00%	2.269,5	-24,94%	3.170,2	39,69%	3.230,3	1,90%
Αποπληθωρισμένο άθροισμα	2.423,3	2.669,0	10,14%	2.595,3	-2,76%	2.023,3	-22,04%	2.929,3	44,78%	3.078,5	5,09%
Διαφορά εξαγωγών – εισαγωγών	-2.091,72	-2.235,80	6,89%	-2.023,98	-9,47%	-1.487,85	-26,49%	-2.142,27	43,98%	-2.191,92	2,32%
Αποπληθωρισμένη διαφορά	-1.696,38	-1.855,04	9,35%	-1.737,18	-6,35%	-1.326,42	-23,65%	-1.979,46	49,23%	-2.088,90	5,53%

ΠΙΝΑΚΑΣ 3 (συνέχεια)

2005	Διαφορά %	2006	Διαφορά %	2007	Διαφορά %	2008	Διαφορά %	2009	Διαφορά %	Διαφορά % 2008-1999	Διαφορά % 2009-1999
5.615,9	-0,72%	6.360,2	13,25%	7.146,8	12,37%	7.428,7	3,94%	5.873,7	-20,93%	67,6%	32,5%
5.527,7	2,54%	6.473,4	17,11%	7.497,0	15,81%	8.093,6	7,96%	6.560,3	-18,94%	125,1%	82,5%
1.722,6	6,95%	1.874,6	8,82%	1.984,4	5,86%	1.913,3	-3,58%	1.596,6	-16,55%	11,5%	-7,0%
1.695,6	10,46%	1.908,0	12,53%	2.081,6	9,10%	2.084,5	0,14%	1.783,2	-14,45%	49,7%	28,1%
7.338,5	0,98%	8.234,8	12,21%	9.131,2	10,89%	9.342,0	2,31%	7.470,3	-20,04%	51,9%	21,5%
7.223,3	4,29%	8.381,3	16,03%	9.578,6	14,28%	10.178,1	6,26%	8.343,5	-18,02%	104,1%	67,3%
-3.893,28	-3,78%	-4.485,58	15,21%	-5.162,42	15,09%	-5.515,44	6,84%	-4.277,11	-22,45%	103,0%	57,5%
-3.832,16	-0,62%	-4.565,42	19,13%	-5.415,38	18,62%	-6.009,07	10,96%	-4.777,10	-20,50%	172,8%	116,8%

ΠΙΝΑΚΑΣ 4 (συνέχεια)

2005	Διαφορά %	2006	Διαφορά %	2007	Διαφορά %	2008	Διαφορά %	2009	Διαφορά %	Διαφορά % 2008-1999	Διαφορά % 2009-1999
2.506,5	-7,55%	3.013,2	20,22%	3.094,4	2,70%	3.198,7	3,37%	2.611,6	-18,36%	25,9%	2,8%
2.467,1	-4,51%	3.066,9	24,31%	3.246,1	5,84%	3.485,0	7,36%	2.916,9	-16,30%	69,2%	41,6%
577,8	11,29%	721,8	24,92%	719,3	-0,35%	685,4	-4,71%	538,5	-21,44%	52,9%	20,2%
568,8	14,95%	734,7	29,17%	754,5	2,70%	746,7	-1,03%	601,4	-19,46%	105,5%	65,5%
3.084,3	-4,52%	3.735,1	21,10%	3.813,7	2,11%	3.884,1	1,84%	3.150,0	-18,90%	30,0%	5,4%
3.035,9	-1,38%	3.801,6	25,22%	4.000,6	5,24%	4.231,7	5,78%	3.518,3	-16,86%	74,6%	45,2%
-1.928,61	-12,01%	-2.291,39	18,81%	-2.375,16	3,66%	-2.513,31	5,82%	-2.073,11	-17,51%	20,2%	-0,9%
-1.898,33	-9,12%	-2.332,18	22,85%	-2.491,54	6,83%	-2.738,25	9,90%	-2.315,46	-15,44%	61,4%	36,5%

ΠΙΝΑΚΑΣ 5

Διμερές εμπόριο Ελλάδας με Κάτω Χώρες	1999	2000	Διαφορά %	2001	Διαφορά %	2002	Διαφορά %	2003	Διαφορά %	2004	Διαφορά %
Αξία εισαγωγών σε εκ. ευρώ	1.845,8	2.198,8	19,13%	2.130,4	-3,11%	1.844,4	-13,42%	2.096,9	13,69%	2.361,5	12,62%
Αποπληθωρισμένη αξία εισαγωγών	1.496,9	1.824,3	21,87%	1.828,5	0,23%	1.843,5	0,82%	1.937,5	5,10%	2.250,5	16,15%
Αξία εξαγωγών σε εκ. ευρώ	313,9	347,1	10,57%	343,6	-1,01%	258,5	-24,76%	315,8	22,14%	329,1	4,22%
Αποπληθωρισμένη αξία εξαγωγών	254,6	288,0	13,12%	294,9	2,40%	230,5	-21,85%	291,8	26,59%	313,6	7,49%
Άθροισμα εισαγωγών + εξαγωγών	2.159,7	2.545,9	17,88%	2.474,0	-2,82%	2.103,0	-15,00%	2.412,6	14,73%	2.690,6	11,52%
Αποπληθωρισμένο άθροισμα	1.751,5	2.112,3	20,60%	2.123,5	0,53%	2.074,0	-2,33%	2.229,3	7,49%	2.564,1	15,02%
Διαφορά εξαγωγών – εισαγωγών	-1.531,85	-1.851,68	20,88%	-1.786,82	-3,50%	-1.585,91	-11,24%	-1.781,12	12,31%	-2.032,39	14,11%
Αποπληθωρισμένη διαφορά	-1.242,33	-1.536,34	23,67%	-1.533,63	-0,18%	-1.613,07	5,18%	-1.645,75	2,03%	-1.936,87	17,69%

Οι 16 χώρες που αποτελούν την ευρωζώνη με κοινό νόμισμα το ευρώ είναι οι: Αυστρία, Βέλγιο, Κύπρος, Φινλανδία, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ιρλανδία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Μάλτα, Κάτω Χώρες, Πορτογαλία, Σλοβακία, Σλοβενία και Ισπανία.

Οι 27 χώρες που απαρτίζουν την Ευρωπαϊκή Ένωση είναι πλέον των 16 χωρών της ευρωζώνης οι: Βουλγαρία, Δανία, Εσθονία, Ηνωμένο Βασίλειο, Λεττονία, Λιθουανία, Ουγγαρία, Πολωνία, Ρουμανία, Σουηδία και Τσεχία και οι οικονομικές συναλλαγές πραγματοποιούνται με τα εθνικά τους νομίσματα.

Τα πρωτογενή στοιχεία του 1999, 2000 και 2001 είναι σε εκατομμύρια δραχμές και έχουν προσαρμοσθεί σε ευρώ με τις εξής ισοτιμίες 1999: 1 ευρώ = 325,757 δρχ., 2000: 1 ευρώ = 336,640 δρχ. και 2001: 1 ευρώ = 340,750 δρχ. Από 1.1.2002 οι συναλλαγές γίνονται σε ευρώ με σταθερή ισοτιμία 1 ευρώ = 340,75 δρχ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5 (συνέχεια)

2005	Διαφορά %	2006	Διαφορά %	2007	Διαφορά %	2008	Διαφορά %	2009	Διαφορά %	Διαφορά % 2008-1999	Διαφορά % 2009-1999
2.410,6	2,08%	2.307,3	-4,28%	2.778,4	20,42%	2.997,8	7,90%	2.575,7	-14,08%	62,4%	39,5%
2.372,7	5,43%	2.348,3	-1,03%	2.914,6	24,11%	3.266,1	12,06%	2.876,8	-11,92%	118,2%	92,2%
331,5	0,73%	359,5	8,45%	347,2	-3,43%	423,2	21,91%	372,6	-11,96%	34,8%	18,7%
326,3	4,04%	365,9	12,14%	364,2	-0,47%	461,1	26,62%	416,2	-9,74%	81,1%	63,5%
2.742,0	1,91%	2.666,8	-2,75%	3.125,6	17,21%	3.421,0	9,45%	2.948,3	-13,82%	58,4%	36,5%
2.699,0	5,26%	2.714,2	0,56%	3.278,7	20,80%	3.727,2	13,68%	3.293,0	-11,65%	112,8%	88,0%
-2.079,06	2,30%	-1.947,76	-6,32%	-2.431,24	24,82%	-2.574,56	5,89%	-2.203,09	-14,43%	68,1%	43,8%
-2.046,42	5,66%	-1.982,43	-3,13%	-2.550,37	28,65%	-2.804,98	9,98%	-2.460,63	-12,28%	125,8%	98,1%

Αν και τα στοιχεία του 2009 δεν έχουν οριστικοποιηθεί, παρατηρείται μία μεγάλη αρνητική ποσοστιαία απόκλιση σε σύγκριση με τα στοιχεία του 2008 που αποδίδεται στην ήδη υπαρκτή οικονομική ύφεση-κρίση που πιθανότατα θα έχει επιταθεί το 2010.

Ο αποπληθωρισμός πραγματοποιήθηκε σύμφωνα με τον μέσο ετήσιο εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή της Ελλάδας, όπου ως βάση πάρθηκε ο 12ος μήνας του 2005 που ισούται με 100.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6

ΕΤΗ	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
ΑΠΟΠΛΗΘΩΡΙΣΤΗΣ	0,811	0,8297	0,8583	0,8915	0,924	0,953	0,9843	1,0178	1,049	1,0895	1,1169

Το ελληνικό κράτος στο αναμορφωτήριο: για παρακώλυση του ανταγωνισμού και της οικονομικής ανάπτυξης, αλλά και για... τάσεις αυτοκαταστροφής

Μιχάλης Μασουράκης
ΑΝΩΤΕΡΟΣ ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ
ALPHA BANK

Περίληψη

Η εκτεταμένη κρατική παρέμβαση έχει οδηγήσει την ελληνική οικονομία σε ένα τέλμα αναποτελεσματικότητας και χαμηλής ανταγωνιστικότητας. Η προσοδοθηρία καταδικάζει τη χώρα σε χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, ενώ η πολιτική τάξη δεν ανταποκρίνεται στις προσδοκίες των πολιτών. Σήμερα επιχειρούνται επώδυνες μεταρρυθμίσεις στο πλαίσιο του σταθεροποιητικού προγράμματος υπό την αιγίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Οι αλλαγές αυτές αναμένεται να βγάλουν τη χώρα από την κρίση και να συμβάλουν στον μαρασμό του παρεμβατικού κράτους. Η δημοσιονομική προσαρμογή μπορεί να επιταχυνθεί εφόσον οι απαραίτητες διαρθρωτικές αλλαγές εφαρμοσθούν με συνέπεια και ταχύτητα. Το μέλλον της ελληνικής οικονομίας πρέπει να αναζητηθεί στην αναδιάταξη της οικονομίας προς διεθνώς εμπορεύσιμους τομείς οικονομικής δραστηριότητας, με τις εξαγωγές, τον τουρισμό και τα ακίνητα να παίζουν τον κυρίαρχο ρόλο στην αναπτυξιακή μας δυναμική.

Ευχαριστώ τον κ. Γιώργο Συμιγιάννη για τις χρήσιμες παρατηρήσεις και τα εποικοδομητικά σχόλια.

1. Το κράτος ως τροχοπέδη του ανταγωνισμού

Δεν υπάρχει καλύτερος τρόπος για να κρίνει κανείς την εκτεταμένη επιρροή που ασκεί το ελληνικό κράτος στην οικονομία από το να εξετάσει τον αριθμό *των υπαλλήλων στον δημόσιο τομέα* και, κυρίως, τους τομείς δραστηριότητας όπου αυτοί απασχολούνται. Στον Πίνακα 1 φαίνεται ότι το 22% του εργατικού δυναμικού απασχολείται στον ευρύτερο δημόσιο τομέα (χωρίς στο ποσοστό αυτό να περιλαμβάνεται ο κλήρος). Πρόκειται για ένα συγκλονιστικό ποσοστό, ιδίως εάν ληφθεί υπόψη ότι ο στενότερος δημόσιος τομέας αντιστοιχεί μόνο στο 38% του συνόλου. Αυτό σημαίνει ότι το 62% των υπαλλήλων του ευρύτερου δημόσιου τομέα απασχολούνται σε δραστηριότητες που εναλλακτικά θα μπορούσαν να ιδιωτικοποιηθούν! Το ποσοστό αυτό ενδεχομένως να μειώνεται ελαφρά εάν θεωρηθεί θεμιτή η παροχή βασικής εκπαίδευσης και υπηρεσιών υγείας σε μη προνομιούχες ομάδες του πληθυσμού από το κράτος, χωρίς όμως να μεταβάλλεται ουσιαστικά η κατάσταση.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Ελλάδα: Συμμετοχή των υπαλλήλων του δημόσιου τομέα ανά δραστηριότητα

	Υπάλληλοι δημόσιου τομέα (σε χιλιάδες)	**Ποσοστό επί του συνόλου των υπαλλήλων**
Σύνολο υπαλλήλων (σε χιλιάδες)	**989,0**	**22%**
Δημόσια Διοίκηση	374,4	100%
Εκπαίδευση	243,4	73%
Υγεία	130,4	62%
Τράπεζες	31,9	39%
Ηλεκτρισμός	23,1	84%
Αποκομιδή Απορριμμάτων	19,4	85%
Κοινωνική Μέριμνα	16,5	69%
Μεταφορές	16,9	16%
Ταχυδρομικές Υπηρεσίες	15,3	70%
Τηλεπικοινωνίες	14,6	51%
Δραστηριότητες Οργανώσεων	13,5	73%
Ύδρευση	8,4	91%
Αποθήκες	8,3	20%
Βιβλιοθήκες, Μουσεία, κ.λπ.	7,2	89%
Βοήθεια Κατ' Οίκον	6,1	42%
Αθλητισμός	5,2	32%
Έρευνα και Ανάπτυξη	5,1	66%
Ραδιόφωνο και Τηλεόραση	4,7	36%
Λοιπές δραστηριότητες	44,7	1%

Πηγή: Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛ.ΣΤΑΤ.), Έρευνα Εργατικού Δυναμικού, 2010

Δεδομένου ότι το 73% και το 62% των απασχολουμένων στην εκπαίδευση και την υγεία αντίστοιχα είναι δημόσιοι υπάλληλοι, οι δύο αυτοί τομείς θα πρέπει να διερευνηθούν λίγο βαθύτερα. Στην Ελλάδα ανθεί *ο μύθος της «δωρεάν παιδείας» και «δωρεάν υγείας»*, με την έννοια ότι όλες οι βαθμίδες εκπαίδευσης και υγείας παρέχονται δωρεάν στους πολίτες εφόσον επιλέξουν ένα δημόσιο σχολείο ή νοσοκομείο. Στην πραγματικότητα, ωστόσο, το δημόσιο σύστημα εκπαίδευσης λειτουργεί με τέτοιον τρόπο που αναγκάζει τους γονείς, σχεδόν στο σύνολό τους, να καταβάλλουν σημαντικά ποσά σε φροντιστήρια ή ιδιαίτερα μαθήματα προκειμένου τα παιδιά τους να προετοιμαστούν για τις εξετάσεις. Παρόμοια προβλήματα έχουν εμφανιστεί στην παροχή νοσοκομειακών υπηρεσιών, όπου μερικές φορές απαιτείται η πληρωμή επιπλέον χρημάτων για να επισπευσθεί η παροχή ιατρικών υπηρεσιών από νοσοκομειακούς λειτουργούς και γιατρούς – πληρωμή που συνήθως γίνεται από ανθρώπους που θεωρούν ότι αυτή είναι η συνήθης πρακτική.

Η τριτοβάθμια *εκπαίδευση* στην Ελλάδα παρέχεται μόνον από κρατικά πανεπιστήμια, γιατί τα ιδιωτικά πανεπιστήμια, και επομένως στην ουσία και ο ανταγωνισμός, υπόκεινται σε απαγόρευση που επιβάλλεται από το Σύνταγμα. Το αποτέλεσμα είναι τα ελληνικά πανεπιστήμια να λειτουργούν ως κρατικοί φορείς με χαμηλή παραγωγικότητα και ποιότητα υπηρεσιών. Οι επιδόσεις φοιτητών, καθηγητών και σχολών δεν αξιολογούνται επαρκώς, ενώ οποιαδήποτε σύνδεση ανάμεσα στην πανεπιστημιακή έρευνα και την εφαρμογή της στις επιχειρήσεις καταδικάζεται ως ύποπτη και ανάρμοστη. Υπάρχουν, φυσικά, ιδιωτικά ιδρύματα ανώτατης εκπαίδευσης, δεν έχουν όμως την υπόσταση και το κύρος πανεπιστημίων και τα πτυχία τους δεν αναγνωρίζονται με τον ίδιο τρόπο. Και, βεβαίως, χιλιάδες Έλληνες που σπουδάζουν στο εξωτερικό αντιμετωπίζουν στην επιστροφή τους στη χώρα μια επίπονη διαδικασία για την αναγνώριση των τίτλων σπουδών τους από ένα σύστημα που θεωρεί ότι το ίδιο είναι ανώτερο. Παρόλα αυτά, σύμφωνα με την Έκθεση Παγκόσμιας Ανταγωνιστικότητας 2010-2011 (The Global Competitiveness Report 2010-2011) του Παγκόσμιου Οικονομικού Φόρουμ, η Ελλάδα κατατάσσεται στην 42η θέση σε σύνολο 139 χωρών ως προς την ανώτερη εκπαίδευση και την επαγγελματική κατάρτιση, με συνολική βαθμολογία 4,7 (και ανώτατη βαθμολογία το 7). Οι Ηνωμένες Πολιτείες βρίσκονται στην 9η θέση με βαθμολογία 5,6. Παρά την τεράστια αυτή διαφορά ποιότητας, η Ελλάδα κατατάσσεται σχεδόν στην ίδια θέση με τις ΗΠΑ ως προς την ποιότητα της εκπαίδευσης στα μαθηματικά και τις θετικές επιστήμες (4,4 για τις ΗΠΑ, 4,3 για την Ελλάδα), ενώ βρίσκεται σε υψηλότερη θέση από τις ΗΠΑ ως προς τον συνολικό αριθμό των εγγεγραμμένων στη δευτεροβάθμια και τριτοβάθμια εκπαίδευση.

Η *νοσοκομειακή περίθαλψη* στην Ελλάδα παρέχεται κατά κύριο λόγο από κρατικά νοσοκομεία με χαμηλού επιπέδου διοικήσεις, επιρρεπείς στη διαφθορά, γύρω από τα οποία συντηρείται ένα πλέγμα ιδιωτών προμηθευτών και παρόχων υπηρεσιών υγείας που αποκομίζουν σημαντικά οφέλη. Τα ιδιωτικά νοσοκομεία εξυπηρετούν κυρίως πολίτες υψηλότερων εισοδημάτων και ευημερούν σε ένα περιβάλλον όπου απουσιάζει ο ανταγωνισμός, με τα κρατικά νοσοκομεία να χάνουν διαρκώς πελάτες που καταφεύγουν στα πανάκριβα ιδιωτικά νοσοκομεία. Οι διοικητές που διορίζονται στα δημόσια νοσοκομεία δεν έχουν καμία αποφασιστική εκτελεστική εξουσία και λειτουργούν χωρίς προϋπολογισμούς και επιχειρηματικά σχέδια διαιωνίζοντας απλώς την κακοδιαχείριση, ενώ οι επιδόσεις τους είναι αδύνατον να αξιολογηθούν ή/και χειρότερα να ανταμειφθούν αναλόγως. Τα έσοδά τους προέρχονται κυρίως από τα κρατικά ελεγχόμενα ταμεία υγείας, όταν πληρώνουν, βάσει τιμών που έχουν οριστεί σε αδικαιολόγητα χαμηλά επίπεδα από ένα υπερχρεωμένο κράτος, γεγονός που απλώς επιδεινώνει την κακοδαιμονία του συστήματος.

Επιπλέον, τα *ασφαλιστικά ταμεία συντάξεων και υγείας* είναι όλα υπό κρατικό έλεγχο και διοίκηση, η δε επιβίωσή τους στηρίζεται σε κρατικές επιδοτήσεις οι οποίες διογκώνονται συνεχώς. Οι εισφορές κοινωνικής ασφάλισης –όποτε αυτές καταβάλλονται, ανερχόμενες σε περίπου 40% των μικτών αποδοχών– δεν επαρκούν για την κάλυψη των γενναιόδωρων ασφαλιστικών δικαιωμάτων και παροχών, συμπεριλαμβανομένης της πρόωρης συνταξιοδότησης. Οι χορηγούμενες συντάξεις είναι κατά κανόνα δυσανάλογα μεγαλύτερες των εισφορών που έχουν καταβληθεί στη διάρκεια του εργασιακού βίου.

Το κράτος στην Ελλάδα ασκεί καθοριστικό ρόλο στον περιορισμό του ανταγωνισμού σε πολλές οικονομικές δραστηριότητες που δικαιολογούν ειδική μνεία. Πιο συγκεκριμένα, ο ανταγωνισμός πάσχει από τη διαιώνιση του καθεστώτος προστασίας των λεγόμενων *κλειστών επαγγελμάτων*. Μερικά μόνο από αυτά

είναι: ιδιοκτήτες οχημάτων οδικών μεταφορών και ταξί, κομμωτές, αισθητικοί, πωλητές λαϊκών αγορών, αρτοποιοί, γιατροί, οδοντίατροι, κτηνίατροι, φαρμακοποιοί, μαίες, φυσικοθεραπευτές, οπτικοί, ψυχολόγοι, λογοθεραπευτές, διαιτολόγοι, πολιτικοί μηχανικοί, αρχιτέκτονες, ηλεκτρολόγοι, υδραυλικοί, τεχνίτες συντήρησης, χειριστές μηχανημάτων, δικηγόροι, νομικοί σύμβουλοι, συμβολαιογράφοι, εκτιμητές, ελεγκτές, ασφαλειομεσίτες και ασφαλιστές. Αυτά τα επαγγέλματα προστατεύονται από εκτεταμένες ρυθμίσεις που θεσπίζουν περιορισμούς για την είσοδο νέων επαγγελματιών στους κλάδους, καθώς και με τη χορήγηση διαφόρων φορολογικών και άλλων προνομίων. Οι κανονισμοί αυτοί τείνουν να στρεβλώνουν τον ανταγωνισμό και να μειώνουν την κοινωνική ευημερία, αυξάνοντας το κόστος ίδρυσης νέων επιχειρήσεων. Οι σχετικοί περιορισμοί λαμβάνουν τη μορφή της αδειοδότησης για την άσκηση επαγγέλματος, του καθορισμού ενιαίων τιμών, αμοιβών και ποσοστών κέρδους, και της δημιουργίας τεχνητής ζήτησης για τις υπηρεσίες αυτών των επαγγελματιών.

Μερικά χαρακτηριστικά παραδείγματα αφορούν στους *μηχανικούς,* καθώς και τους *δικηγόρους* και τους *συμβολαιογράφους*, των οποίων οι αμοιβές καθορίζονται ομοιόμορφα σε υψηλά επίπεδα και όχι βάσει παραμέτρων κόστους και ποιότητας. Στα τεχνικά επαγγέλματα, οι άδειες για την άσκηση ενός ευρέος φάσματος εργασιών χορηγούνται μόνο σε όσους έχουν τίτλους σπουδών συγκεκριμένου επιπέδου. Αυτό συχνά σημαίνει ότι εργασίες που θα μπορούσαν να εκτελεστούν από επαγγελματίες με τίτλους σπουδών κατώτερου επιπέδου εκτελούνται άνευ λόγου και αιτίας από άτομα με υψηλότερα επαγγελματικά προσόντα. Επιπλέον, ο καθορισμός κατώτατων αμοιβών για τους πολιτικούς μηχανικούς, τους αρχιτέκτονες και άλλους αυξάνει σημαντικά το οικοδομικό κόστος και τις λειτουργικές δαπάνες των επιχειρήσεων. Στην περίπτωση των *δικηγόρων,* απαιτείται από το νόμο η παρουσία δικηγόρων σε διάφορα στάδια των εμπορικών συναλλαγών, όπως π.χ. κατά την υπογραφή συμβολαίων, δημιουργώντας έτσι αμοιβές με τεχνητό τρόπο. Επιπλέον περιορισμοί αφορούν στην απαίτηση η διεξαγωγή μιας δίκης σε κάποια συγκεκριμένη γεωγραφική περιοχή να διεξάγεται μόνο με παράσταση δικηγόρων που διαθέτουν άδεια άσκησης επαγγέλματος για τη συγκεκριμένη περιοχή, οδηγώντας σε περαιτέρω αύξηση του κόστους. Τέλος, το επάγγελμα του *συμβολαιογράφου* είναι ένα από τα πιο προστατευόμενα επαγγέλματα στην Ελλάδα, καθώς ο αριθμός, το ύψος των αμοιβών και η γεωγραφική δικαιοδοσία των συμβολαιογράφων ορίζονται αυστηρά από τον νόμο. Για παράδειγμα, οι αμοιβές των συμβολαιογράφων στις αγοραπωλησίες ακινήτων ορίζονται σε 1,2% επί της αξίας του ακινήτου που μεταβιβάζεται, ανεξαρτήτως όγκου και ποιότητας παροχής υπηρεσιών.

Ένα άλλο παράδειγμα είναι οι *φαρμακοποιοί*, που λειτουργούν με σταθερό περιθώριο κέρδους 35%. Επιπλέον, απαγορεύεται από τον νόμο να κάνουν εκπτώσεις, ενώ το ενιαίο ωράριο λειτουργίας τους ορίζεται από τον νόμο κατά μέγιστον στις 45 ώρες την εβδομάδα. Το πλήθος των φαρμακείων που επιτρέπονται να λειτουργούν σε μια συγκεκριμένη περιοχή καθορίζεται βάσει της πυκνότητας του πληθυσμού, γεγονός που θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι δημιουργεί αθέμιτο πλεονέκτημα υπέρ των ήδη εγκατεστημένων φαρμακοποιών. Επίσης, δεν υπάρχει πρόβλεψη που να επιτρέπει στα σουπερμάρκετ να απασχολούν φαρμακοποιούς και να λειτουργούν εντός των καταστημάτων τους μονάδες για την πώληση συνταγογραφούμενων φαρμάκων.

Περιορισμούς στην έκδοση αδειών και στις αμοιβές συναντούμε και στις υπηρεσίες του *τομέα των μεταφορών.* Οι περιορισμοί αυτοί συχνά οδηγούν στη δημιουργία αυθαίρετων προσόδων για τους επαγγελματίες του κλάδου, προκαλώντας έτσι στρέβλωση του ανταγωνισμού. Χαρακτηριστική ήταν η περίπτωση των *οδικών εμπορευματικών μεταφορών* που απελευθερώθηκαν πρόσφατα, όπου το κράτος παρενέβαινε με διάφορους τρόπους μέσω κανονισμών που αφορούσαν στον αριθμό των αδειών που μπορούσαν να εκδοθούν καθ' οιονδήποτε χρόνο[1], αλλά και στα ανώτερα και κατώτερα όρια των αμοιβών εντός των οποίων μπορούσαν να κινούνται οι διαπραγματεύσεις για την παροχή των σχετικών υπηρεσιών.

[1] Για παράδειγμα, οι άδειες φορτηγών δημόσιας χρήσης, που πωλούνταν και αγοράζονταν στην αγορά, υπόκειντο σε εξαιρετικά λεπτομερείς ρυθμίσεις, ενώ ο αριθμός τους παρέμενε σταθερός στο επίπεδο των 36.495 αδειών από το 1976. Η κατάτμηση της συγκεκριμένης αγοράς είναι πέραν κάθε φαντασίας: εκδίδονται άδειες για τοπικές μεταφορές (εντός των ορίων κάθε Νομού – η Ελλάδα έχει 54 Νομούς), εθνικές μεταφορές (μεταξύ Νομών) και διεθνείς μεταφορές (από και προς την Ελλάδα και εντός ή μεταξύ των χωρών της ΕΕ).

Στην περίπτωση των οδηγών *ταξί*, αν και αναγνωρίζεται κυρίως στα μεγάλα αστικά κέντρα η ανάγκη αδειοδότησης και ρυθμιστικού καθεστώτος για λόγους αποφυγής κυκλοφοριακής συμφόρησης, οι ενιαίες και αρκετά χαμηλές τιμές, που εφαρμόζονται, δεν αντικατοπτρίζουν τις διαφορές στην ποιότητα και την εξυπηρέτηση. Η κατάσταση δε στις μικρότερες πόλεις προσεγγίζει τα όρια του παραλογισμού όπου τις άδειες νέμονται οι ίδιες οικογένειες από γενιά σε γενιά. Η κατάσταση αυτή τείνει να εμποδίζει τη σύσταση εταιρειών ταξί, που μπορούν να προσφέρουν υπηρεσίες με αποτελεσματικότερο τρόπο λόγω ωφελειών κλίμακας. Περιορισμοί εφαρμόζονται επίσης, εκτός από τα ταξί, και στις *ενοικιάσεις αυτοκινήτων με οδηγό*, με επιπτώσεις για τον τουρισμό.

Γενικότερα, το φάσμα των ρυθμίσεων που στοχεύουν στην *εναρμόνιση των εμπορικών πρακτικών* είναι μεγάλο. Συνήθως η δικαιολογία είναι η προστασία των μικρών επιχειρήσεων, αγνοώντας όμως τα συμφέροντα του καταναλωτή και τη ζημία στην αποδοτικότητα της οικονομίας γενικότερα. Όχι μόνο το ωράριο λειτουργίας των εμπορικών καταστημάτων υπόκειται σε αυστηρές ρυθμίσεις, αλλά επιπλέον απαγορεύονται οι εκπτώσεις, εκτός από δύο φορές τον χρόνο στη διάρκεια συγκεκριμένων χρονικών περιόδων. Επίσης, και πάλι με στόχο την προστασία των μικρότερων επιχειρήσεων, υπάρχουν περιορισμοί στο εμβαδόν της επιφάνειας που καταλαμβάνουν τα μεγαλύτερα καταστήματα λιανικής σε ορισμένες γεωγραφικές περιοχές. Τίποτα όμως δεν συγκρίνεται με τους περιορισμούς που επιβάλλονται στα σουπερμάρκετ για την πώληση ειδών αρτοποιίας, σε μια προσπάθεια να προστατευτούν οι ανεξάρτητοι αρτοποιοί. Για την πώληση προψημένων αρτοσκευασμάτων (ειδών αρτοποιίας που το ψήσιμό τους ολοκληρώνεται επιτόπου από κατεψυγμένη ζύμη), ακόμη και για μια φρατζόλα ψωμί και μέχρι 3.000 κιλά, ένα σουπερμάρκετ είναι υποχρεωμένο να διαθέσει για τη λειτουργία αρτοποιείου ελάχιστο χώρο 44 m^2 (32 m^2 για την παραγωγή και 12 m^2 για τις πωλήσεις)!

Η ανάμιξη του κράτους στην οικονομία στην Ελλάδα δεν περιορίζεται φυσικά στα «κλειστά επαγγέλματα». Ένα από τα βασικά εμπόδια για την ανάπτυξη είναι οι χρονοβόρες, και κατά συνέπεια δαπανηρές, διαδικασίες αδειοδότησης και άσκησης οικονομικής δραστηριότητας, που επιδρούν αρνητικά στην *ευκολία άσκησης επιχειρηματικής δραστηριότητας*. Η παραγωγικότητα μπορεί πράγματι να αυξηθεί σημαντικά εάν μειωθούν οι γραφειοκρατικές διατυπώσεις και εξαλειφθούν οι εκτεταμένες στρεβλώσεις και ακαμψίες στις αγορές εργασίας και προϊόντων. Στον Πίνακα 2 δίνονται συγκριτικά στοιχεία για τον βαθμό ευκολίας στην άσκηση επιχειρηματικής δραστηριότητας στην Ελλάδα και τις ΗΠΑ. Η Ελλάδα κατέχει την 109η θέση μεταξύ 183 χωρών στη σχετική Μελέτη της Παγκόσμιας Τράπεζας, ενώ κατατάσσεται τελευταία μεταξύ όλων των χωρών της ΕΕ. Είναι σαφές από μια γενική ανάγνωση των πληροφοριών του Πίνακα 2 ότι, στους εξετazόμενους τομείς, η κρατική γραφειοκρατία και οι ρυθμίσεις των αγορών συνεπάγονται σημαντικά κόστη για την άσκηση επιχειρηματικής δραστηριότητας στην Ελλάδα. Πρόσφατα, η κυβέρνηση ανακοίνωσε μέτρα για τη μείωση των αριθμού των βημάτων και του κόστους της διαδικασίας ίδρυσης νέων επιχειρήσεων. Ωστόσο, πέρα από αυτή την ευπρόσδεκτη πρωτοβουλία, στους περισσότερους άλλους τομείς οι περιοριστικές πρακτικές εξακολουθούν να παραμένουν σε ισχύ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Ελλάδα και ΗΠΑ – Ευκολία άσκησης επιχειρηματικής δραστηριότητας

	ΕΛΛΑΔΑ	ΗΠΑ
ΕΥΚΟΛΙΑ ΑΣΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ (κατάταξη)	**109**	**4**
Ίδρυση Επιχείρησης (κατάταξη)	**140**	**8**
Διαδικασίες (πλήθος)	15	6
Χρόνος (ημέρες)	19	6
Κόστος (% του κατά κεφαλήν εισοδήματος)	10,9	0,7
Ελάχιστο κεφάλαιο (% του κατά κεφαλήν εισοδήματος)	21,4	0,0
Έκδοση Οικοδομικών Αδειών (κατάταξη)	**50**	**25**
Διαδικασίες (πλήθος)	15	19
Χρόνος (ημέρες)	169	40
Κόστος (% του κατά κεφαλήν εισοδήματος)	50,7	12,7
Απασχόληση Εργατικού Δυναμικού (κατάταξη)	**147**	**1**
Δείκτης δυσκολίας προσλήψεων (0-100)	44	0
Δείκτης ακαμψίας ωραρίου (0-100)	67	0
Δείκτης δυσκολίας απολύσεων (0-100)	40	0
Δείκτης ακαμψίας απασχόλησης (0-100)	50	0
Κόστος απολύσεων (εβδομάδες αποζημίωσης)	24	0
Εγγραφή Ακίνητης Περιουσίας (κατάταξη)	**107**	**12**
Διαδικασίες (πλήθος)	11	4
Χρόνος (ημέρες)	22	12
Κόστος (% της αξίας του ακινήτου)	4,0	0,5
Πληρωμή φόρων (κατάταξη)	**76**	**61**
Πληρωμές (πλήθος ανά έτος)	10	10
Χρόνος (ώρες ανά έτος)	224	187
Συντελεστής φορολογίας (% επί των κερδών)	47,4	46,3
	ΕΛΛΑΔΑ	**ΗΠΑ**
Διασυνοριακό Εμπόριο (κατάταξη)	**80**	**18**
Εξαγωγικά έγγραφα (πλήθος)	5	4
Χρόνος για εξαγωγή (ημέρες)	20	6
Κόστος εξαγωγής (Δολ. ΗΠΑ ανά εμπορευματοκιβώτιο)	1.153	1.050
Εισαγωγικά έγγραφα (πλήθος)	6	5
Χρόνος για εισαγωγή (ημέρες)	25	5
Κόστος εισαγωγής (Δολ. ΗΠΑ ανά εμπορευματοκιβώτιο)	1.265	1.315
Εφαρμογή Συμβάσεων (κατάταξη)	**89**	**8**
Διαδικασίες (πλήθος)	39	32
Χρόνος (ημέρες)	819	300
Κόστος (% της απαίτησης)	14,4	14,4
Κλείσιμο Επιχείρησης (κατάταξη)	**43**	**15**
Χρόνος (έτη)	2,0	1,5
Κόστος (% της περιουσίας)	9	7
Ποσοστό ανάκτησης (σεντς στο Δολάριο)	44,2	76,7

ΠΗΓΗ: "Doing Business 2010", Παγκόσμια Τράπεζα, Διεθνής Οργανισμός Χρηματοδότησης (IFC)

2. Το κράτος ως τροχοπέδη της οικονομικής ανάπτυξης

Στην Ελλάδα, όλοι οι παραδοσιακοί κλάδοι της οικονομίας όπως η γεωργία, η ενέργεια, ο τουρισμός και η ναυτιλία, έχουν πολύ στενή σχέση, όσον αφορά στην ανάπτυξή τους, με τη γεωγραφική θέση και τα φυσικά χαρίσματα της χώρας. Βέβαια, η ανάπτυξη με κινητήριο μοχλό τους εγχώριους πλουτοπαραγωγικούς πόρους θα έπρεπε να στηρίζεται και σε κατάλληλες πολιτικές. Η αντίληψη του ελληνικού κράτους για τη στήριξη στους τομείς αυτούς έχει τρεις πτυχές: προστασία, προστασία και προστασία.

Με την εξαίρεση της ναυτιλίας, το αποτέλεσμα αυτής της τακτικής για όλους τους κλάδους υπήρξε μέχρι σήμερα καταστρεπτικό. Η *ναυτιλία* κατόρθωσε να ξεφύγει από τον αποπνικτικό εναγκαλισμό του ελληνικού κράτους χάρη στην κινητικότητά της. Οι έλληνες πλοιοκτήτες παρέκαμψαν τους περιορισμούς στον αριθμό των πληρωμάτων, στη σύνθεσή τους κ.λπ., προτιμώντας να καταχωρίσουν τα πλοία τους σε νηολόγια άλλων χωρών αντί να υψώσουν την ελληνική σημαία και να υποστούν τις συνέπειες. Σήμερα μόνο ένα στα τέσσερα πλοία ελληνικής ιδιοκτησίας φέρει την ελληνική σημαία. Η ελληνική ναυτιλία, λειτουργώντας χωρίς κανέναν απολύτως περιορισμό σε διεθνές επίπεδο, κατόρθωσε να μεγαλουργήσει και να αναρριχηθεί στην πρώτη θέση της παγκόσμιας κατάταξης με έναν από τους πιο αξιοθαύμαστους εμπορικούς στόλους στον κόσμο.

Παρ' ότι η εμπορική ναυτιλία κατάφερε να δραπετεύσει σώα και αβλαβής από τα δεσμά του ελληνικού κράτους, η *ακτοπλοΐα*, αναγκασμένη να λειτουργεί κατά κύριο λόγο εντός των ελληνικών χωρικών υδάτων, δεν είχε την ίδια τύχη. Μέχρι το 2005, η ακτοπλοΐα λειτουργούσε στο πλαίσιο ενός οιονεί κεντρικού σχεδιασμού, βάσει του οποίου η κυβέρνηση καθόριζε τα δρομολόγια, επέλεγε τις εταιρείες που εξυπηρετούν συγκεκριμένα νησιά και προσδιόριζε τους ναύλους, τη συχνότητα των δρομολογίων και τους μήνες λειτουργίας, τον αριθμό των μελών των πληρωμάτων κ.λπ. Αξίζει να σημειωθεί ότι σε ένα νόμο του 1996 ο αριθμός των μελών του πληρώματος που απασχολείται με την εξυπηρέτηση των επιβατών αλλά και η σύνθεση του προσωπικού της κουζίνας του πλοίου, ορίζονταν ως ποσοστό του τονάζ του πλοίου! Στο πλαίσιο αυτό, το δικαίωμα λειτουργίας μιας κερδοφόρας ακτοπλοϊκής γραμμής υψηλής κίνησης που είχε ανατεθεί με μονοπωλιακό καθεστώς σε μια συγκεκριμένη εταιρεία, περιελάμβανε επίσης και την υποχρέωση εξυπηρέτησης ορισμένων ζημιογόνων γραμμών. Αποτέλεσμα της πρακτικής αυτής ήταν ότι το κόστος λειτουργίας του συστήματος βάρυνε κυρίως τον καλοκαιρινό τουρίστα, που έπρεπε να πληρώνει τιμές προσδιορισμένες έτσι ώστε να ανακτάται κάθε είδους κρυφό και άσχετο κόστος που προέκυπτε από τη στήριξη της ελληνικής ακτοπλοΐας. Επιπλέον, η λειτουργία των γραμμών αυτών επιτρεπόταν μόνο σε εγχώριες εταιρείες (καμποτάζ), που ήταν υποχρεωμένες να στελεχώνουν τα πλοία τους μόνο με Έλληνες ή με ελληνόφωνο προσωπικό και να καταβάλλουν καθορισμένους μισθούς και επιδόματα. Μπορεί να φανταστεί κανείς τι είδους συμφωνίες, συμβιβασμοί και συναλλαγές λάμβαναν χώρα μεταξύ όλων των εμπλεκόμενων μερών. Η άρση του *καμποτάζ* τυπικά έγινε το 2002, οπότε και επιτράπηκε η συμμετοχή εταιρειών της ΕΕ στις «βελτιωμένες» διαδικασίες για την κατανομή των ακτοπλοϊκών γραμμών σε συγκεκριμένες εταιρείες. Για να λειτουργήσουν, όμως, οι εταιρείες της ΕΕ έπρεπε να συμμορφωθούν με τις απαιτήσεις των ελληνικών αρχών για αυξημένη στελέχωση των πλοίων τους με Έλληνες ή με ελληνόφωνο προσωπικό, πρακτική που στην ουσία διατηρούσε το καμποτάζ. Περαιτέρω απελευθέρωση του κλάδου έλαβε χώρα το 2006 και το 2010, εξακολουθούν όμως να υπάρχουν σημαντικοί περιορισμοί που εμποδίζουν τον ελεύθερο ανταγωνισμό και αποθαρρύνουν τις επενδύσεις στον κλάδο. Ακόμη και σήμερα, τα κρουαζιερόπλοια που δεν ανήκουν σε χώρες της ΕΕ επιτρέπεται να παραλαμβάνουν επιβάτες από ελληνικά λιμάνια μόνον εάν τους αποβιβάσουν σε λιμάνια εκτός Ελλάδας. Μόνο εάν έχει υπογραφεί ειδική σύμβαση με το Ελληνικό Δημόσιο επιτρέπεται υπό συγκεκριμένους όρους και με καταβολή ορισμένων τελών ανά πελάτη, η πραγματοποίηση «κυκλικών πλόων» εντός των ελληνικών υδάτων.[2]

Αυτό συνοψίζει την αφόρητη πίεση που το ρυθμιστικό πλαίσιο ασκεί στον συγκεκριμένο κλάδο, σε μια απέλπιδα προσπάθεια να προστατευτούν οι θέσεις εργασίας ελλήνων ναυτικών, χωρίς όμως παράλληλα να

[2] Αυτό στην πράξη σημαίνει ότι ο πελάτης ενός αμερικανικού κρουαζιερόπλοιου δεν μπορεί γενικά να ξεκινήσει την κρουαζιέρα του στα νησιά του Αιγαίου από την Αθήνα γιατί, αν το κάνει, δεν θα μπορεί να επιστρέψει στην Αθήνα για να πάρει το αεροπλάνο της επιστροφής.

επιτρέπει τη δημιουργία θέσεων εργασίας σε άλλους τομείς της οικονομίας. Οι έλληνες ναυτικοί έχουν εξαιρετικές δεξιότητες και χαίρουν μεγάλης εκτίμησης στον κλάδο της ναυτιλίας, γεγονός που δεν βοηθά στην κατανόηση της ανάγκης για περιοριστικές ρυθμίσεις.

Και αυτό μας φέρνει στο θέμα του ελληνικού τουρισμού. Η Ελλάδα απέτυχε να εκμεταλλευτεί το πλεονέκτημα που της δίνει η εξαιρετική της γεωγραφική θέση. Η Ελλάδα είναι εν δυνάμει μια από τις καλύτερες αγορές ακινήτων στον κόσμο. Ο *τουρισμός και η αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας*, ένας από τους σημαντικότερους εξαγωγικούς κλάδους της ελληνικής οικονομίας, παραμένει μη επαρκώς ανεπτυγμένος, κυρίως εξαιτίας των αδυναμιών και των στρεβλώσεων στους νόμους για τις χρήσεις γης και τους πολεοδομικούς κανονισμούς. Για δεκαετίες ολόκληρες, ήταν αδύνατο να ανεγερθούν μεγάλα οικιστικά συγκροτήματα εκτός σχεδίου πόλεως. Ακόμη και σήμερα, η δόμηση περιορίζεται από τον νόμο σε 200 m^2 ανά 4.000 m^2 γης. Έτσι, σε μια έκταση 200.000 m^2 μπορούσαν να ανεγερθούν 50 μονάδες κατοικίας των 200 m^2 η κάθε μία, θα πρέπει όμως να αποτελούν χωριστά κτίσματα. Επιπλέον, δεν μπορούν να χωροθετηθούν όλες μαζί σε ένα τμήμα του οικοπέδου, ώστε στο υπόλοιπο να ανεγερθούν άλλες εγκαταστάσεις (π.χ. πισίνες, γήπεδα τένις, εγκαταστάσεις γυμναστικής) για να δημιουργηθεί μια εμπορικά βιώσιμη τουριστική μονάδα υψηλής ποιότητας. Ακόμη, τα μεγάλα έργα αξιοποίησης γης έχουν να αντιμετωπίσουν βασανιστικές διαδικασίες αδειοδότησης από τις αρμόδιες αρχές (π.χ. αρχαιολογική υπηρεσία, στρατός, δασική υπηρεσία, πολεοδομία και άλλες), διαδικασίες οι οποίες στο τέλος αναγκάζουν τους επενδυτές να εγκαταλείψουν κάθε ελπίδα εξαιτίας των μεγάλων καθυστερήσεων και των υπερβολικών περιορισμών που καθιστούν σχεδόν αντιοικονομικό οποιοδήποτε έργο.

Από το 2008, ένας νέος νόμος προβλέπει την ανάπτυξη «σύνθετων και ολοκληρωμένων τουριστικών υποδομών μικτής χρήσης», δηλαδή κτιριακών συγκροτημάτων που συνδυάζουν ξενοδοχεία τεσσάρων ή πέντε αστέρων, εγκαταστάσεις αναψυχής κ.λπ., και βίλες προς πώληση. Ήδη βρίσκονται υπό κατασκευή δύο ολοκληρωμένα τουριστικά συγκροτήματα παγκόσμιας κλάσης στην Πελοπόννησο, ένα στην περιοχή της Πύλου και ένα στο Πόρτο Χέλι. Η Ελλάδα όμως χρειάζεται περισσότερες επενδύσεις αυτού του είδους εάν θέλει να διεκδικήσει με αξιώσεις μια θέση στην τουριστική αγορά υψηλών εισοδημάτων με βάση τις υπηρεσίες που προσφέρει. Ο νόμος προβλέπει ότι τα προς αξιοποίηση οικόπεδα πρέπει να έχουν έκταση μεγαλύτερη των 150.000 m^2 και δεν μπορούν να βρίσκονται σε υψόμετρο μεγαλύτερο των 600 μέτρων από την επιφάνεια της θάλασσας ούτε σε νησιά με έκταση μικρότερη των 90 km^2. Επιπλέον, στα 30 νησιά όπου επιτρέπεται η ανάπτυξη τέτοιων συγκροτημάτων, υπάρχουν περαιτέρω περιορισμοί ως προς το μέγεθός τους. Μολονότι στη σωστή κατεύθυνση, όλα αυτά εξακολουθούν να παραπέμπουν σε προσπάθεια συμβιβασμού των συμφερόντων μεγάλων ξενοδοχείων/μικρών ξενοδοχείων, μεγάλων κατασκευαστικών εταιρειών/μικρών εργολάβων, εθνικών συμφερόντων/τοπικών συμφερόντων κ.λπ. Ο νόμος εξακολουθεί να μην επιτρέπει την ανέγερση οποιουδήποτε μεγάλου συγκροτήματος κατοικιών εάν στις εγκαταστάσεις του δεν περιλαμβάνεται ξενοδοχείο. Πρόκειται φυσικά για μια παράλογη απαίτηση.

Χρειάζονται κατεπειγόντως πιο προοδευτικές χωροταξικές ρυθμίσεις, αν η Ελλάδα θέλει να γίνει χώρα μόνιμης κατοικίας, εργασίας και αναψυχής για άτομα με υψηλό εισόδημα. Η ευρωπαϊκή γενιά της μεταπολεμικής δημογραφικής έκρηξης θα αρχίσει να συνταξιοδοτείται με αυξανόμενους ρυθμούς κατά τη δεκαετία του 2010. Η Ελλάδα είναι μία από πιο όμορφες, σχετικά απείραχτες και ανεκμετάλλευτες τοποθεσίες του κόσμου, με μήκος ακτογραμμής όσο όλες οι άλλες χώρες της Ευρώπης μαζί (αν συνυπολογιστούν και τα νησιά), ήπιο κλίμα, και πλούσια ιστορία και πολιτισμό. Δεν έχει ωστόσο τις υποδομές ώστε να γίνει η «Φλόριντα της Ευρώπης», ιδίως στους τομείς των μεταφορών, της υγείας, της εκπαίδευσης και της κατοικίας. Για την περαιτέρω ανάπτυξη του τουρισμού πέρα από τη φόρμουλα «τρεις μήνες το καλοκαίρι», εκείνο που χρειάζεται είναι η κατασκευή υποδομών αιχμής σε λιμάνια, αεροδρόμια, αυτοκινητόδρομους, συγκροτήματα κατοικιών, νοσοκομεία, πανεπιστήμια, γήπεδα γκολφ, αθλητικές εγκαταστάσεις και εγκαταστάσεις θερινών και χειμερινών σπορ, αλλά και καλύτερες συγκοινωνίες με πλοία, αεροπλάνα, υδροπλάνα και κάθε άλλο μέσο που μπορεί να φανταστεί κανείς. Όλες οι προσπάθειες πρέπει να κατευθυνθούν στην εκμετάλλευση των τριών πλέον σημαντικών και βιώσιμων περιουσιακών στοιχείων της Ελλάδας – που είναι η γεωγραφική της θέση, η γεωγραφική της θέση και η γεωγραφική της θέση. Το μέλλον της Ελλάδας ως τουριστικού προορισμού υψηλής ποιότητας είναι στενά συνδεδεμένο με την ανάπτυξη της αγοράς ακινήτων. Ωστόσο, η ανάπτυξη αυτή

δεν μπορεί να πετύχει παρά μόνον εάν διευκολυνθούν οι άμεσες ξένες επενδύσεις και επιτραπεί σε εγχώριες και ξένες επιχειρηματικές πρωτοβουλίες να αξιοποιήσουν τις ευκαιρίες. Η προστασία μικρών και τοπικών συμφερόντων από τον ανταγωνισμό δεν οδηγεί πουθενά.

Για να ευδοκιμήσει ο τουρισμός, χρειάζονται καλές *υποδομές μεταφορών*. Στην Ελλάδα, τα *λιμάνια* και τα *αεροδρόμια* αποτελούν παραδοσιακά ιδιοκτησία του κράτους, το οποίο και τα διαχειρίζεται μέσω δημόσιων φορέων και επιχειρήσεων. Τα μονοπωλιακά κέρδη των λιμενικών αρχών βρίσκονται για χρόνια σε στασιμότητα, χωρίς να γίνεται καμία επένδυση για την αύξηση της δυναμικότητας και της κίνησης. Πέρυσι, ωστόσο, παραχωρήθηκε στην κινεζική εταιρεία COSCO το δικαίωμα εκμετάλλευσης ενός εμπορευματικού σταθμού στο λιμάνι του Πειραιά, εν μέσω σφοδρών αντιδράσεων από την πλευρά των εργατικών συνδικάτων, που φοβούνται τον ανταγωνισμό και, τελικά, την περιθωριοποίηση, σε περίπτωση που οι πελάτες προτιμήσουν τις σύγχρονες εγκαταστάσεις και την καλύτερη εξυπηρέτηση της κινεζικής εταιρείας. Όσο για τα *αεροδρόμια*, με εξαίρεση το αεροδρόμιο της Αθήνας –μια υποδειγματική επιχείρηση την οποία λειτουργεί η κατασκευάστρια εταιρεία– η λειτουργία όλων των άλλων αεροδρομίων γίνεται από το κράτος με τρόπο παρόμοιο με τη διαχείριση των λιμανιών. Όπως και στην περίπτωση των ακτοπλοϊκών γραμμών, οι πτήσεις προς προορισμούς χαμηλής επιβατικής κίνησης επιδοτούνται, με την κυβέρνηση να παραχωρεί δικαιώματα προσγείωσης σε μία από τις δύο ή τρεις αεροπορικές εταιρείες που βρίσκονται σε λειτουργία, συνήθως για μία πτήση ανά ημέρα σε καθορισμένες χαμηλές τιμές. Το καλοκαίρι, ακόμη και αν υπάρχει ζήτηση για περισσότερες καθημερινές πτήσεις, οι αεροπορικές εταιρείες δεν προσθέτουν πτήσεις ή αυξάνουν τις τιμές, καθώς αυτό θα διατάρασσε την εύθραυστη ισορροπία στην κατανομή της κίνησης μεταξύ ακτοπλοϊκών και αεροπορικών εταιρειών ή θα δημιουργούσε προβλήματα στα ταξιδιωτικά πρακτορεία στις τοπικές κοινωνίες. Τέλος, προσπάθειες να δρομολογηθούν υδροπλάνα για την εξυπηρέτηση ορισμένων νησιών ή παραθαλάσσιων περιοχών δεν ευδοκίμησαν λόγω αντίδρασης από τις ακτοπλοϊκές και αεροπορικές εταιρείες. Μια ξένη δε εταιρεία εκμετάλλευσης υδροπλάνων που ιδρύθηκε σε πιλοτική βάση οδηγήθηκε σε χρεοκοπία και σταμάτησε τη λειτουργία της.

Και για να ολοκληρώσουμε την ιστορία των υποδομών στις μεταφορές, *τα τρένα και τα λεωφορεία*, αστικά και υπεραστικά, υπόκεινται σε λεπτομερειακό ρυθμιστικό καθεστώς. Όσον αφορά στους *σιδηροδρόμους*, το κράτος όχι μόνο έχει την ιδιοκτησία των γραμμών αλλά λειτουργεί και τους συρμούς, αν και θεωρητικά η αγορά έχει απελευθερωθεί. Η κατάσταση εδώ είναι κωμικοτραγική, αν κανείς δει τα πράγματα με όρους επιχειρηματικής λειτουργίας και διαχειριστικής αποτελεσματικότητας. Χωρίς να υπολογίζονται οι αποσβέσεις, ο Οργανισμός Σιδηροδρόμων Ελλάδος (ΟΣΕ) υφίσταται ζημίες ύψους περίπου 1 δισεκ. ευρώ τον χρόνο, ενώ ταυτόχρονα το χρέος του υπερβαίνει τα 10 δισεκ. ευρώ. Οι συρμοί και οι εγκαταστάσεις των σταθμών βρίσκονται σε επίπεδα κάτω του μετρίου, ενώ το μεταφορικό έργο είναι ελάχιστο. Το κράτος απλούστατα δεν διαθέτει την επιχειρηματικότητα και τις διαχειριστικές δεξιότητες που απαιτούνται για μια εμπορικά βιώσιμη επιχείρηση. Οι *αστικές συγκοινωνίες* αποτελούν ένα ακόμη παράδειγμα της ασυναρτησίας στην οποία οδηγεί η διοίκηση επιχειρήσεων από το κράτος. Το αποτέλεσμα της λειτουργίας χωρίς εισοδηματικούς περιορισμούς, και τιμολόγησης χωρίς ανάκτηση του κόστους, είναι το αναμενόμενο: υψηλό κόστος, χαμηλός μεταφορικός όγκος, ευρεία λαθρεπιβίβαση, κακοσυντηρημένα λεωφορεία, αραιά δρομολόγια, αδιάφορη εξυπηρέτηση κ.λπ. Ως αποτέλεσμα, γίνεται ευρεία χρήση ιδιωτικών οχημάτων και ταξί που οδηγούν την ατμοσφαιρική ρύπανση σε υψηλά επίπεδα.

Η *ενέργεια* είναι ένας κλάδος όπου η παραγωγή και η διανομή βρίσκονται κατά κύριο λόγο, αν και όχι αποκλειστικά, στα χέρια του κράτους. Αυτή είναι και η βασική αιτία για τις χαμένες ευκαιρίες, τις καθυστερήσεις στις επενδύσεις και τη μεγάλη λειτουργική αναποτελεσματικότητα. Περισσότερο από το 50% της παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας προέρχεται από εξόρυξη ελληνικού λιγνίτη, 13% προέρχεται από την καύση εισαγόμενων ορυκτών καυσίμων, 6,5% από την υδροηλεκτρική ενέργεια, και από το υπόλοιπο, μόνον 5,3% προέρχεται από ανανεώσιμες πηγές. Η συμβολή των ΑΠΕ στην τελική κατανάλωση ενέργειας αναμένεται να ανέλθει στο 20% μέχρι το 2020 με αντίστοιχη μείωση του ποσοστού συμμετοχής του λιγνίτη. Αν και στην Ελλάδα η ηλιακή και η αιολική ενέργεια βρίσκονται σε αφθονία και θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για την παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας, εντούτοις η συμμετοχή των ανανεώσιμων αυτών πηγών στην παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας υστερεί συγκριτικά με χώρες όπως η Γερμανία (9%) και η Ισπανία (15,2%). Η κυβέρνηση μετά από μεγάλες καθυστερήσεις μόλις πρόσφατα κατάφερε να καταρτίσει ένα εφαρμόσιμο πρόγραμμα κινήτρων παραγωγής και οριοθέτησης των εγκαταστάσεων, ώστε να δημιουργήσει το σταθερό περιβάλλον που απαιτείται

για τις επενδύσεις σε αυτόν τον κλάδο. Και, φυσικά, στην Ελλάδα δεν δημιουργήθηκε ποτέ αξιόλογη βιομηχανία κατασκευής πάνελ και ανεμογεννητριών, αφού δεν υπήρχε τοπική αγορά να απορροφήσει την προσφορά.

Υποτίθεται ότι στην Ελλάδα η προώθηση της ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές θα γίνει μέσω της πώλησής της στο εθνικό δίκτυο σε τιμές που καλύπτουν το υψηλότερο κόστος παραγωγής. Οι εγγυημένες τιμές για τους παραγωγούς ηλεκτρικής ενέργειας από ηλιακά συστήματα και ανεμογεννήτριες σήμερα έχουν οριστεί σε περίπου €450/MWh και €90/MWh αντίστοιχα. Παρόμοιες ρυθμίσεις γίνονται και για τους παραγωγούς που χρησιμοποιούν γεωθερμική και υδροηλεκτρική τεχνολογία, καθώς και τεχνολογία ενεργειακής εκμετάλλευσης βιομάζας και βιοαερίου. Η Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού (ΔΕΗ), η ελεγχόμενη από το κράτος επιχείρηση παραγωγής ηλεκτρικού ρεύματος, τιμολογεί το ηλεκτρικό ρεύμα στα €65/MWh, που ισοδυναμεί περίπου με το 60% της τιμής πώλησης της ηλεκτρικής ενέργειας στις περισσότερες χώρες της ΕΕ. Αυτό οφείλεται πρωτίστως στο γεγονός ότι η επιχείρηση χρησιμοποιεί φθηνό λιγνίτη (έναν εξαιρετικά ρυπογόνο ορυκτό άνθρακα που εξορύσσεται από λιγνιτωρυχεία ιδιοκτησίας της ΔΕΗ) και δεν καταβάλλει αντίτιμο για την αντίστοιχη επιβάρυνση στο περιβάλλον. Η φθηνή ηλεκτρική ενέργεια μπορεί βραχυπρόθεσμα να είναι καλή για την οικονομία, ταυτόχρονα όμως αποθαρρύνει τις επενδύσεις σε σταθμούς με υψηλότερο κόστος παραγωγής, όπως αυτοί που χρησιμοποιούν ανανεώσιμες πηγές ενέργειας. Με τις τρέχουσες τιμές ηλεκτρικού ρεύματος στην Ελλάδα, καμία επένδυση εκτός ΔΕΗ δεν μπορεί να πραγματοποιηθεί, είτε με χρήση συμβατικών είτε ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, χωρίς κυβερνητικές επιδοτήσεις ή χωρίς αύξηση στο κόστος του ηλεκτρικού ρεύματος για τον καταναλωτή. Επειδή δεν είναι βέβαιο ότι οι ανανεώσιμες πηγές μπορούν να ενταχθούν στο σύστημα αρκετά γρήγορα, ώστε να αντιμετωπιστούν οι περιορισμοί δυναμικότητας που δημιούργησαν οι πολυετείς καθυστερήσεις επενδύσεων, το πιθανότερο είναι ότι η ΔΕΗ, είτε μόνη της είτε σε συνεργασία με κάποιον εταίρο, θα συνεχίσει να επενδύει σε σύγχρονους, χαμηλότερης περιβαλλοντικής επίπτωσης σταθμούς παραγωγής με καύσιμο λιγνίτη ή άλλα είδη καθαρού άνθρακα.

Στο παρελθόν, τα πολλά επίπεδα της γραφειοκρατίας αποτέλεσαν σημαντικό εμπόδιο για την προσέλκυση νέου επενδυτικού ενδιαφέροντος στον ενεργειακό τομέα, προκαλώντας ανεπίτρεπτες καθυστερήσεις. Με νέο νόμο για τις ανανεώσιμες πηγές ενέργειας που ψηφίσθηκε πρόσφατα από τη Βουλή, προβλέπεται η μείωση του απαιτούμενου χρόνου για την έκδοση αδειών από έτη σε μήνες, ειδικά για τις μικρές επενδύσεις. Ωστόσο, για τα έργα ανανεώσιμων ενεργειακών τεχνολογιών μεγάλης κλίμακας (π.χ. αιολικά πάρκα και υδροαντλητικοί σταθμοί) φαίνεται ότι έχουν τεθεί πρόσθετα γραφειοκρατικά εμπόδια, με κίνδυνο να αναβληθούν για πολλά χρόνια επενδύσεις ύψους περίπου 12 δισεκ. ευρώ για θαλάσσια αιολικά πάρκα, που είχαν ήδη δρομολογηθεί.

Τέλος, όσον αφορά στη *γεωργία*, το κλίμα και το έδαφος της Ελλάδας είναι ιδανικά για την παραγωγή υψηλής ποιότητας γεωργικών προϊόντων και άλλων καλλιεργειών. Τα οικογενειακά αγροκτήματα μπορεί να είναι μικρού μεγέθους και περιορισμένης επιχειρηματικότητας, αυτό ωστόσο δεν αποτελεί απαραίτητα σημαντικό περιορισμό αν υπάρχουν τα κίνητρα και οι ανταμοιβές που θα κινητοποιήσουν τους αγρότες. Ο αγροτικός κόσμος, όμως, λειτουργεί μέσα σε ένα αντιπαραγωγικό περιβάλλον κρατικών επιδοτήσεων και παροχών, κυρίως στο πλαίσιο της χαοτικής Κοινής Αγροτικής Πολιτικής της ΕΕ. Από το 2003 υπήρξε μια στροφή από επιδοτήσεις βάσει παραγωγής, προς άμεσες παροχές για τη στήριξη του γεωργικού εισοδήματος, σε μια προσπάθεια να μειωθεί η αδιάθετη γεωργική παραγωγή κάθε χρόνο. Η στήριξη αυτή βασίζεται στον αριθμό των στρεμμάτων στην ιδιοκτησία του αγρότη, είτε αυτά καλλιεργούνται είτε όχι, πολλαπλασιαζόμενα επί την επιδότηση ανά στρέμμα που έχει εισπραχθεί για μια παρελθούσα περίοδο αναφοράς, με ειδικά καθεστώτα να ισχύουν για την καλλιέργεια συγκεκριμένων προϊόντων. Πρόκειται για μια μεταβατική φάση που θα οδηγήσει στη σχεδιαζόμενη κατάργηση των περισσότερων μεθόδων άμεσης στήριξης του εισοδήματος, από το 2013 και μετά. Στη συνέχεια, η έμφαση θα δοθεί σε νέες καλλιέργειες/νέες μεθόδους παραγωγής, γεφυρώνοντας έτσι το χάσμα μεταξύ προσφοράς και ζήτησης. Ορισμένοι αγρότες έχουν ήδη στραφεί σε νέους τύπους καλλιεργειών που παρουσιάζουν αυξημένη ζήτηση (π.χ. μανιτάρια, σπαράγγια, βιολογικές καλλιέργειες φρούτων και λαχανικών, βιομηχανικά φυτά για παραγωγή βιοκαυσίμων). Οι περισσότεροι, όμως, αγρότες είτε αδυνατούν είτε είναι απρόθυμοι να απαγκιστρωθούν από παραδοσιακές πλεονασματικές καλλιέργειες, αν και τελευταία δείχνουν ενδιαφέρον να γίνουν «επενδυτές» σε φωτοβολταϊκά ώστε να εξασφαλίσουν κάποια πρόσοδο στο μέλλον.

Έτσι, η πιθανότητα να υποστούν κάθετη μείωση των εισοδημάτων τους κάποια στιγμή στο μέλλον είναι μεγάλη. Η κατάσταση αυτή εξάρτησης εκτρέφει την κοινωνική αναταραχή. Κάθε Ιανουάριο, διαμαρτυρόμενοι αγρότες κλείνουν για μέρες τις κύριες οδικές αρτηρίες της Ελλάδας, ζητώντας μεγαλύτερη οικονομική στήριξη από μια κυβέρνηση που στερείται χρημάτων και ταυτόχρονα περιορίζεται από πολιτικές που ισχύουν στην ΕΕ. Σε αυτό το σκηνικό εξάρτησης, δρα ένα πλήθος εξαιρετικά πολιτικοποιημένων αγροτικών συνεταιρισμών και ενώσεων που ασκούν πιέσεις στην κυβέρνηση, όχι για πρωτοβουλίες για τη θέσπιση κινήτρων για την παραγωγή και τις επενδύσεις σε νέες καλλιέργειες, αλλά, δυστυχώς, για τη διεκδίκηση και διανομή κοινοτικών επιδοτήσεων για τη στήριξη του εισοδήματος, που σύντομα δεν θα υπάρχουν πλέον.

3. Το ελληνικό κράτος στο αναμορφωτήριο

Ο αναγνώστης πρέπει πλέον να έχει σχηματίσει μια αρκετά καλή εικόνα για την έκταση και το μέγεθος της αναποτελεσματικότητας που μαστίζει την ελληνική οικονομία, και για την επιτακτική ανάγκη να μειωθεί το μέγεθος και ο ρόλος του κράτους, με την υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, αντιρυθμιστικών παρεμβάσεων στις αγορές και αποκρατικοποιήσεων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3 ΕΛΛΑΔΑ και ΗΠΑ – Δείκτες ανταγωνιστικότητας

	ΕΛΛΑΔΑ	ΗΠΑ
ΚΑΤΑΤΑΞΗ (σε σύνολο 139 χωρών)	**83**	**4**
ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΒΑΘΜΟΛΟΓΙΑ (με μέγιστο το 7)	**4,0**	**5,4**
Θεσμοί	**3,7**	**4,7**
Δικαιώματα ιδιοκτησίας	4,7	5,1
Προστασία πνευματικής ιδιοκτησίας	4,0	5,1
Εκτροπή δημόσιων κονδυλίων σε παράνομες δραστηριότητες	2,9	4,7
Εμπιστοσύνη των πολιτών στους πολιτικούς	2,2	3,3
Δικαστική ανεξαρτησία	3,5	5,0
Μεροληψία στις αποφάσεις κυβερνητικών λειτουργών	2,6	3,3
Σπατάλη δημόσιου χρήματος	2,2	3,3
Επιβάρυνση από το κρατικό ρυθμιστικό πλαίσιο	2,4	3,5
Αποτελεσματικότητα του νομικού πλαισίου στη διευθέτηση διαφορών	3,2	4,6
Αποτελεσματικότητα του νομικού πλαισίου στην αμφισβήτηση ρυθμίσεων	3,1	4,3
Διαφάνεια στη διαμόρφωση της κυβερνητικής πολιτικής	4,1	4,7
Κόστος για τις επιχειρήσεις από την τρομοκρατία	5,3	4,5
Κόστος για τις επιχειρήσεις από την εγκληματικότητα και τη βία	4,6	4,5
Οργανωμένο έγκλημα	5,6	5,1
Αξιοπιστία της αστυνομίας	3,7	5,6
Δεοντολογική συμπεριφορά των εταιρειών	3,3	5,2
Επάρκεια των ελεγκτικών και λογιστικών προτύπων	4,7	5,0
Αποτελεσματικότητα των διοικητικών συμβουλίων των επιχειρήσεων	4,0	5,0
Προστασία των συμφερόντων των μετόχων μειοψηφίας	4,8	4,8

(συνεχίζεται)

ΠΙΝΑΚΑΣ 3 (συνέχεια)	ΕΛΛΑΔΑ	ΗΠΑ
Αποτελεσματικότητα της αγοράς προϊόντων	**3,9**	**4,8**
Ένταση του τοπικού ανταγωνισμού	4,7	5,6
Έκταση φαινομένου δεσπόζουσας θέσης στην αγορά	3,7	5,3
Αποτελεσματικότητα της αντιμονοπωλιακής πολιτικής	4,0	5,1
Έκταση και επίδραση της φορολογίας	3,2	3,5
Συνολικός φορολογικός συντελεστής (φόρος επί των κερδών, φόρος απασχόλησης και άλλοι φόροι), επί των κερδών (ποσοτικά δεδομένα)	47,4	46,3
Αριθμός απαιτούμενων διαδικασιών για την ίδρυση επιχείρησης (ποσοτικά δεδομένα)	15	6
Απαιτούμενες ημέρες για την ίδρυση επιχείρησης (ποσοτικά δεδομένα)	19	6
Κόστος αγροτικής πολιτικής	3,1	4,0
Εμπόδια σε εμπορικές δραστηριότητες	5,2	4,6
Δασμολογικά εμπόδια (ποσοτικά δεδομένα)	0,9	1,5
Ξένη ιδιοκτησία επιχειρήσεων	4,6	5,1
Επίπτωση στις αγορές από τους κανονισμούς για τις άμεσες ξένες επενδύσεις	3,7	4,6
Επιβάρυνση από τις τελωνειακές διατυπώσεις	4,1	4,5
Ανταπόκριση επιχειρήσεων στις ανάγκες της πελατείας	4,5	5,3
Επίπεδο πολυπλοκότητας των αποφάσεων αγοράς προϊόντων	3,6	4,5
Αποτελεσματικότητα της αγοράς εργασίας	**3,7**	**5,6**
Συνεργασία στις σχέσεις εργοδοτών-εργαζομένων	3,6	4,9
Ευελιξία στον καθορισμό των μισθών	3,1	5,5
Δείκτης ακαμψίας απασχόλησης σε κλίμακα 0-100 (ποσοτικά δεδομένα)	50	0
Πρακτικές προσλήψεων και απολύσεων	2,9	5,2
Κόστος απολύσεων, σε εβδομάδες αποδοχών (ποσοτικά δεδομένα)	24	0
Αμοιβή και παραγωγικότητα	3,1	4,9
Βαθμός επαγγελματικότητας στη διοίκηση των επιχειρήσεων	3,9	5,6
Διαρροή εξειδικευμένου δυναμικού εκτός χώρας	2,7	5,9
Συμμετοχή των γυναικών στο εργατικό δυναμικό, λόγος (ποσοτικά στοιχεία)	0,72	0,85

ΠΗΓΗ: "The Global Competitiveness Report 2010-2011", World Economic Forum

Η συμμετοχή του ΔΝΤ στο πρόγραμμα χρηματοδοτικής στήριξης προς την Ελλάδα είναι καθοριστική για την έλευση μιας νέας εποχής στον τομέα των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Πράγματι, το Μνημόνιο που υπογράφτηκε στις 3 Μαΐου 2010, περιλαμβάνει σημαντικές αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο, που στοχεύουν στην απελευθέρωση της οικονομίας από τον ζυγό του ελληνικού κράτους. Όλες αυτές οι πρωτοβουλίες αναμένεται να ενισχύσουν την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας και είναι απολύτως απαραίτητες, ώστε να γεφυρωθεί το «χάσμα ανταγωνιστικότητας» με τις οικονομίες των άλλων χωρών. Για να γίνει κατανοητό το ζήτημα αυτό, στον Πίνακα 3 παρουσιάζεται η διαφορά ανταγωνιστικότητας μεταξύ Ελλάδας και ΗΠΑ. Γίνεται αναφορά σε ορισμένες συνιστώσες της ανταγωνιστικότητας που αφορούν στο θεσμικό πλαίσιο, καθώς και σε δείκτες ευελιξίας των αγορών προϊόντων και εργασίας, με σκοπό να γίνει κατανοητός ο δρόμος που η Ελλάδα πρέπει να διανύσει ώστε να μετεξελιχθεί σε μια ανταγωνιστική οικονομία παγκόσμιας κλάσης.

Η πρόοδος προς αυτή την κατεύθυνση κατά το παρελθόν υπήρξε αργή. Η παρατεταμένη άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας και η αφθονία χαμηλού κόστους χρηματοδότησης στην παγκόσμια οικονομία κάλυπταν για αρκετό καιρό τις ανεπάρκειες και τις αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας, που έγιναν ορατές στους πιο δύσκολους καιρούς που έφερε η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση και η ύφεση που επακολούθησε την

περίοδο 2007-2009. Με την ενεργοποίηση του τριετούς προγράμματος οικονομικής στήριξης ΕΕ-ΔΝΤ ύψους 110 δισεκ. ευρώ, η Ελλάδα πέρασε σε έναν θαυμαστό καινούργιο κόσμο. Ένα σημαντικό μέρος των όρων και προϋποθέσεων που της επιβάλλονται αφορούν, όπως είναι αναμενόμενο, τη δημοσιονομική προσαρμογή. Η ελληνική κυβέρνηση έχει ήδη υιοθετήσει μεταρρυθμίσεις μακράς πνοής με στόχο να αντιμετωπίσει τη φοροδιαφυγή και να αποκαταστήσει τη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος της χώρας.

Οι μεταρρυθμίσεις στον τομέα των κοινωνικών ασφαλίσεων περιλαμβάνουν μέτρα όπως:

- Την αύξηση του ορίου συνταξιοδότησης των γυναικών δημόσιων υπαλλήλων στα 65 έτη μέχρι το 2013, με έναρξη το 2011 (ώστε το όριο να εξισωθεί με αυτό των ανδρών υπαλλήλων).
- Την αύξηση από 37 σε 40 χρόνια μέχρι το 2015 της ελάχιστης περιόδου καταβολής ασφαλιστικών εισφορών για τη θεμελίωση συνταξιοδοτικού δικαιώματος.
- Την αύξηση του ελάχιστου ορίου ηλικίας πρόωρης συνταξιοδότησης στα 60 έτη, με ταυτόχρονη μείωση των προϋποθέσεων πρόωρης συνταξιοδότησης.
- Τον περιορισμό του καταλόγου επικίνδυνων και ανθυγιεινών επαγγελμάτων με δικαίωμα πρόωρης συνταξιοδότησης.
- Την αυτόματη αύξηση του ορίου ηλικίας συνταξιοδότησης με βάση τις μεταβολές στο προσδόκιμο ζωής.
- Τη χορήγηση βασικής σύνταξης σε όλους άνω των 65 ετών με βάση εισοδηματικά κριτήρια, και συμπληρωματικής σύνταξης ανάλογα με τις εισφορές κατά τη διάρκεια του εργασιακού βίου.
- Τον περιορισμό των αναπηρικών συντάξεων.

Αναφορικά με το *εθνικό σύστημα υγείας*, έμφαση δίδεται στην αναβάθμιση της διοίκησης των νοσοκομείων με ενίσχυση της πειθαρχίας στην εκτέλεση του προϋπολογισμού και του ελέγχου στη χρηματοοικονομική διαχείριση. Ταυτόχρονα, επιχειρείται μια εκ βάθρων αναδιοργάνωση όσον αφορά στη διαχείριση των συνταγογραφούμενων φαρμάκων, η οποία θα ευνοεί τη χρήση γενόσημων φαρμάκων (generics) και θα περιλαμβάνει ένα ηλεκτρονικό σύστημα παρακολούθησης της πορείας των συνταγών που εκδίδουν οι γιατροί.

Η *εργατική νομοθεσία* αναθεωρείται επίσης ριζικά, με σκοπό να επιβληθούν ανώτατα όρια στις ώρες εργασίες σε ετήσια βάση, με στόχο την ουσιαστική μείωση των αμοιβών για υπερωριακή εργασία, να αυξηθεί το μηνιαίο όριο του 2% για τις απολύσεις με παράλληλη μείωση του ύψους των αποζημιώσεων για απόλυση, να διατηρηθεί σταθερός ο ονομαστικός κατώτατος μισθός στα σημερινά επίπεδα για τρία χρόνια, να μειωθεί ο κατώτατος μισθός για τους νέους και τους μακροχρόνια ανέργους, και να προωθηθεί η μερική απασχόληση. Επιπλέον, θα επιτρέπεται πλέον ο καθορισμός των μισθών ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας σε επίπεδα κατώτερα από αυτά των εθνικών συλλογικών διαπραγματεύσεων και η σύνδεσή τους με την παραγωγικότητα σε επίπεδο επιχείρησης. Σύμφωνα με τη μέχρι πρότινος πρακτική, σε περίπτωση διαφωνίας κατά τις διαπραγματεύσεις για τους μισθούς, οποιοδήποτε από τα δύο μέρη μπορούσε να προσφύγει στη διαιτησία, με την απόφαση της τελευταίας να έχει δεσμευτικό χαρακτήρα και για τα δύο μέρη. Αυτό που θα προβλέπεται πλέον είναι ότι η προσφυγή στη διαιτησία μπορεί να πραγματοποιείται μόνον εφόσον συναινούν και τα δύο μέρη ή, σε περίπτωση μονομερούς προσφυγής, να υπάρχει συμφωνία και των δύο μερών όσον αφορά στο πρόσωπο του διαιτητή.

Για τη διευκόλυνση της *ίδρυσης νέων επιχειρήσεων*, η κυβέρνηση αναμένεται να άρει σταδιακά τους περιορισμούς στον τομέα των υπηρεσιών όσον αφορά, για παράδειγμα, σε ποσοτικούς και γεωγραφικούς περιορισμούς, νομικές απαιτήσεις αδειοδοτήσεων, και τον καθορισμό κατώτατων ή ανώτατων αμοιβών. Επίσης, αναμένονται πρωτοβουλίες για τη μείωση φορολογικού χαρακτήρα αντικινήτρων σε συγχωνεύσεις και εξαγορές, την απλούστευση των τελωνειακών διατυπώσεων για τις εξαγωγές και τις εισαγωγές και υποστήριξη της δραστηριότητας αυτής, ώστε οι σχετικές διατυπώσεις να πραγματοποιούνται και σε επίπεδο μεγάλων εταιρειών ή βιομηχανικών ζωνών αντί στα τελωνεία. Ήδη, έχουν ληφθεί μέτρα για τη μείωση της γραφειοκρατίας όσον αφορά στην ίδρυση νέων επιχειρήσεων, και έχουν ανακοινωθεί μέτρα επίσπευσης των διαδικασιών αδειοδότησης για μεγάλες επενδύσεις.

Για την εξίσωση των όρων του ανταγωνισμού, η κυβέρνηση αναμένεται να αναγνωρίσει τα επαγγελματικά προσόντα ατόμων από άλλες χώρες της ΕΕ που επιθυμούν να εργαστούν στην Ελλάδα, στο πλαίσιο της μεταφοράς στο ελληνικό δίκαιο της ευρωπαϊκής Οδηγίας για τις Υπηρεσίες, με στόχο να εξασφαλιστεί η ελευθερία της εγκατάστασης για τους παρόχους υπηρεσιών σε άλλα κράτη μέλη και η παροχή υπηρεσιών διασυνοριακά μεταξύ κρατών μελών. Η κυβέρνηση έχει δεσμευθεί, επίσης, για την *απελευθέρωση ορισμένων «κλειστών επαγγελμάτων*, και ειδικά των δικηγόρων (με την κατάργηση των κατώτατων αμοιβών, των απαγορεύσεων της διαφήμισης και των γεωγραφικών περιορισμών), των φαρμακοποιών (με την κατάργηση των περιορισμών σχετικά με τον αριθμό των φαρμακείων και του ελάχιστου περιθωρίου κέρδους), των συμβολαιογράφων (με την κατάργηση των περιορισμών σχετικά με τον αριθμό τους, τις κατώτατες αμοιβές και τη γεωγραφική δικαιοδοσία) και, τέλος, των αρχιτεκτόνων, πολιτικών μηχανικών και ορκωτών ελεγκτών (με την κατάργηση των κατώτατων αμοιβών). Στο πλαίσιο αυτό, ήταν ιδιαίτερα σημαντική η απελευθέρωση πρόσφατα της αγοράς οδικών εμπορευματικών μεταφορών με την άρση των περιορισμών εισόδου στο επάγγελμα και των κατώτατων εγγυημένων τιμών.

Αναφορικά με τη *λειτουργία των σιδηροδρόμων*, οι αλλαγές περιλαμβάνουν τη διακοπή των ζημιογόνων δρομολογίων, τη μείωση του πλεονάζοντος προσωπικού και τη ρευστοποίηση της ακίνητης περιουσίας αλλά και άλλων περιουσιακών στοιχείων του ΟΣΕ, σε μια προσπάθεια εξυγίανσης των λειτουργιών και επιστροφής στην κερδοφορία.

Η κυβέρνηση αναμένεται επίσης στο άμεσο μέλλον να προχωρήσει στην *ουσιαστική απελευθέρωση των μονοπωλιακών αγορών ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου*. Στο πλαίσιο αυτό, προβλέπεται η παροχή σε ενδιαφερόμενους ανταγωνιστές της ΔΕΗ πρόσβασης σε υποδομές για την παραγωγή ηλεκτρισμού μέσω σταθμών καύσης λιγνίτη και υδροηλεκτρικών σταθμών. Όσον αφορά στον λιγνίτη, αυτό μπορεί να γίνει είτε μέσω πώλησης ήδη λειτουργούντων σταθμών είτε μέσω παραχώρησης σε τρίτους δικαιωμάτων εξόρυξης σε νέα κοιτάσματα. Παράλληλα, προωθείται ο διαχωρισμός της παραγωγής από τη μεταφορά και τη διανομή, που επανατοποθετείται σε νέα βάση με την κοινοτική οδηγία 2009/72/ΕΚ. Αυτό μπορεί να γίνει, όσον αφορά στο δίκτυο μεταφοράς, είτε με ιδιοκτησιακό διαχωρισμό (η ΔΕΗ πωλεί το σύστημα μεταφοράς σε τρίτους) ή με τη δημιουργία ενός ανεξάρτητου διαχειριστή του συστήματος μεταφοράς (η ΔΕΗ είναι ο κύριος του συστήματος και κάποια άλλη νομική οντότητα διαχειρίζεται το σύστημα) ή με τη δημιουργία ενός ανεξάρτητου διαχειριστή μεταφοράς (η ΔΕΗ είναι ο κύριος του συστήματος και κάποια θυγατρική της με ειδικές ρήτρες ανεξαρτησίας και αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο διαχειρίζεται το σύστημα). Όσον αφορά στο δίκτυο διανομής, ο διαχωρισμός επιτυγχάνεται με τη δημιουργία ενός ανεξάρτητου διαχειριστή διανομής που θα διασφαλίζει την απρόσκοπτη πρόσβαση τρίτων στο δίκτυο με τη ΔΕΗ να παραμένει ο κύριος του δικτύου. Τις τελικές αποφάσεις θα λάβει η κυβέρνηση.[3]

Όσον αφορά στο *πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων*, η κυβέρνηση θα προχωρήσει στην πώληση επιπλέον μεριδίων των δημόσιων επιχειρήσεων που βρίσκονται υπό κρατικό έλεγχο. Στον Πίνακα 4 παρουσιάζονται όλες οι σημαντικές συμμετοχές του Ελληνικού Δημοσίου σε εταιρείες οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, και που θα μπορούσαν δυνητικά να αποκρατικοποιηθούν πλήρως, εάν η κυβέρνηση λάβει τη γενναία απόφαση να παραχωρήσει τον έλεγχο. Επίσης, η κυβέρνηση εξετάζει το ενδεχόμενο μακροχρόνιων συμβάσεων παραχώρησης προς εμπορική εκμετάλλευση, με αντάλλαγμα τη συμμετοχή επενδυτών του ιδιωτικού τομέα σε επενδύσεις υποδομής σε λιμάνια και αεροδρόμια. Τα σχέδια της κυβέρνησης περιλαμβάνουν και την ιδιωτικοποίηση των υπηρεσιών επίγειας εξυπηρέτησης σε περιφερειακά αεροδρόμια, σιδηροδρομικούς σταθμούς και άλλες εγκαταστάσεις.

[3] Ιδιώτες παραγωγοί και η ΡΑΕ (Ρυθμιστική Αρχή Ενέργειας) είναι υπέρ του ιδιοκτησιακού διαχωρισμού, ο ΔΕΣΜΗΕ (Διαχειριστής Ελληνικού Συστήματος Μεταφοράς Ηλεκτρικής Ενέργειας) υπέρ της δημιουργίας ενός ανεξάρτητου διαχειριστή του συστήματος μεταφοράς και η ΔΕΗ δεν έχει πάρει ακόμη θέση (αν και το σωματείο των εργαζομένων προτιμά τη λύση του ανεξάρτητου διαχειριστή μεταφοράς, καθώς διασφαλίζεται η παραμονή της μεταφοράς στο ίδιο νομικό πρόσωπο, αυτό της ΔΕΗ).

ΠΙΝΑΚΑΣ 4 Ελλάδα: Κρατικές συμμετοχές (>100 εκατ. ευρώ) σε εταιρείες εισηγμένες και μη στο Χρηματιστήριο Αθηνών

	Κρατική συμμετοχή	Αξία (σε εκατ. €)
Ηλεκτρική ενέργεια	51%	1.388
Διυλιστήρια πετρελαίου	34%	795
Φυσικό αέριο*	65%	975
Ύδρευση Αθήνας	61%	370
Ύδρευση Θεσσαλονίκης	74%	139
Λιμάνι Πειραιά	74%	294
Λιμάνι Θεσσαλονίκης	74%	119
Αεροδρόμιο Αθήνας*	55%	550
Τυχερά παιχνίδια (ΟΠΑΠ)	34%	1.659
Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο	34%	314
Αγροτική Τράπεζα	77%	385
Τηλεπικοινωνίες	16%	621
		7.609

*Μη εισηγμένες
ΠΗΓΗ: Ελληνική Δημοκρατία, Πρόγραμμα Σταθερότητας, 2010-2013, Κεφαλαιοποίηση εισηγμένων 14.4.11

Το ελληνικό κράτος έχει στην ιδιοκτησία του το 100% των λιμανιών και αεροδρομίων, της Διεθνούς Έκθεσης Θεσσαλονίκης, των Ολυμπιακών Εγκαταστάσεων, του ΟΣΕ, του Οργανισμού Ιπποδρομιών Ελλάδος, καθώς και πολλών ακινήτων, τα οποία διαχειρίζεται μέσω δύο κρατικών εταιρειών: της Εταιρείας Τουριστικών Ακινήτων (ΕΤΑ) και της Κτηματικής Εταιρείας του Δημοσίου (ΚΕΔ). Υπάρχουν εκατοντάδες οικόπεδα-«φιλέτα» σε ολόκληρη τη χώρα που μπορούν να αξιοποιηθούν με στόχο την τουριστική ανάπτυξη. Αν και δεν υπάρχουν συγκεκριμένα στοιχεία αποτίμησης της αξίας της *ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου*, μελέτες αναβιβάζουν την αξία αυτή στο ποσό των 300 δισεκ. ευρώ που φαίνεται μάλλον να υποτιμά την πραγματική τους αξία. Για να εκμεταλλευτεί λανθάνουσες ευκαιρίες, η κυβέρνηση εξετάζει επίσης την εμπορική αξιοποίηση της δυτικής ακτής της Αθήνας (Γλυφάδα), της ανατολικής ακτής της Αθήνας (Μαραθώνας – Νέα Μάκρη – Ραφήνα), της ακτής μεταξύ Νέου Φαλήρου και Μικρολίμανου στον Πειραιά, καθώς και αρκετών μεγάλων κτιρίων γραφείων στην Αθήνα.

Τέλος, η περιοχή του παλαιού αεροδρομίου της Αθήνας στο Ελληνικό, συνολικής έκτασης 5,5 εκατομμυρίων στρεμμάτων, η οποία εκκενώθηκε στις αρχές του 2000 όταν τέθηκε σε λειτουργία το σημερινό αεροδρόμιο της Αθήνας στα Σπάτα, θα μπορούσε να αποτελέσει αντικείμενο ενός τεράστιου αναπτυξιακού έργου που θα απελευθέρωνε όλη τη δυναμική της εμπορικής αξιοποίησης της ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου, αφού η αξία του υπολογίζεται περίπου στα 4 δισεκ. ευρώ.

Συνολικά, η Ελλάδα θα εξέλθει δυνατότερη και περισσότερο ανθεκτική από την όλη διαδικασία εάν υλοποιηθεί το πρόγραμμα διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Εάν μάλιστα δοθεί και μεγαλύτερη έμφαση στις αποκρατικοποιήσεις και ιδιαίτερα στην αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου, η Ελλάδα μπορεί να προσαρμοστεί πολύ πιο σύντομα απ' ό,τι προβλέπεται στο πρόγραμμα οικονομικής στήριξης. Οι δυνατότητες που υπάρχουν είναι τεράστιες. Το κόστος της αδράνειας δεν θα πρέπει να υποτιμηθεί.

Βιβλιογραφία

Ελληνόγλωσση

Ελληνική Δημοκρατία, «Πρόγραμμα Σταθερότητας, 2010-2013», 2010.

Εθνική Στατιστική Υπηρεσία της Ελλάδος, «Έρευνα Εργατικού Δυναμικού», 2008.

Παγκόσμια Τράπεζα, Διεθνής Οργανισμός Χρηματοδότησης (IFC), "Doing Business 2010", 2009.

Ξενόγλωσση

European Commission, «The Economic Adjustment Program for Greece», Occasional Papers 61, June 2010.

European Commission, «The Economic Adjustment Program for Greece», First Review, Occasional Papers 68, August 2010.

World Economic Forum, "The Global Competitiveness Report, 2010-2011", 2010.

Πολιτική οικονομία εν μέσω κρίσης

Χριστόδουλος Στεφανάδης
ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Περίληψη

Τρία σημαντικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας είναι η ανεπάρκεια των θεσμών ιδιοκτησίας, η ανεπάρκεια των χρηματοοικονομικών θεσμών και η ύπαρξη διαφθοράς στη δημόσια διοίκηση. Η έλλειψη ποιοτικών θεσμών οδηγεί σε στρεβλώσεις των κινήτρων στη χώρα και στην κακή κατανομή του υπάρχοντος ταλέντου. Η οικονομική κρίση θα μπορούσε να αποτελέσει μια ευκαιρία για θεσμικές αλλαγές που θα οδηγούσαν σε σημαντικά μακροπρόθεσμα οφέλη για την ελληνική οικονομία. Όμως, επειδή η κρίση είναι ένα σχετικά βραχυπρόθεσμο κυκλικό φαινόμενο, ενώ τα αποτελέσματα μιας θεσμικής αναβάθμισης είναι μακροπρόθεσμα, τα κέρδη από μια θεσμική βελτίωση πιθανώς δεν θα έρθουν εγκαίρως για να βοηθήσουν στην αντιμετώπιση της τωρινής κρίσης.

Ευχαριστώ τον Γκίκα Χαρδούβελη για τα σχόλιά του.

1. Εισαγωγή

Ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα της ελληνικής οικονομίας είναι η έλλειψη ποιοτικών θεσμών –η έλλειψη ποιοτικών νομοθετικών, ρυθμιστικών και εκτελεστικών πλαισίων– για τον κατάλληλο έλεγχο των οικονομικών δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων και των πολιτών. Η ανεπάρκεια των θεσμών οδηγεί σε στρεβλώσεις των κινήτρων στην οικονομία, στην κακή κατανομή του υπάρχοντος ταλέντου και στην απώλεια ενός σημαντικού μέρους του παραγωγικού δυναμικού της χώρας. Πιο συγκεκριμένα, τρία μεγάλα θεσμικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας είναι πρώτον, οι ανεπαρκείς θεσμοί ιδιοκτησίας, δεύτερον, η ύπαρξη διαφθοράς στη δημόσια διοίκηση, και τρίτον, οι ανεπαρκείς χρηματοοικονομικοί θεσμοί.

Η παρούσα οικονομική κρίση είναι ένα πολύ δυσάρεστο οικονομικό φαινόμενο που έχει αρνητικές επιπτώσεις σε ένα μεγάλο τμήμα του πληθυσμού. Παρόλα αυτά, η κρίση θα μπορούσε να αποτελέσει μία ευκαιρία για θεσμικές αλλαγές, καθώς μπορεί να διευκολύνει τη δημιουργία κοινωνικοπολιτικών συμμαχιών που υποστηρίζουν μια θεσμική βελτίωση. Από την άλλη πλευρά, όμως, ακόμα και μία ενδεχόμενη θεσμική αναβάθμιση δεν είναι πιθανό να συνεισφέρει στην αντιμετώπιση της παρούσας κρίσης. Επειδή η κρίση είναι ένα βραχυπρόθεσμο (ή το πολύ μεσοπρόθεσμο) κυκλικό φαινόμενο, ενώ τα αποτελέσματα μιας θεσμικής αναβάθμισης είναι μακροπρόθεσμα, τα κέρδη από μία θεσμική βελτίωση πιθανώς δεν θα έρθουν εγκαίρως για να βοηθήσουν στην αντιμετώπιση της τωρινής κρίσης, δηλαδή της κυκλικής μείωσης του ελληνικού Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ). Βέβαια, μία θεσμική βελτίωση θα οδηγούσε σε πολύ σημαντικά μακροπρόθεσμα οφέλη για την ελληνική οικονομία, όπως στη μακροπρόθεσμη επιτάχυνση του ρυθμού της οικονομικής ανάπτυξης και στη μακροπρόθεσμη αποπληρωμή του χρέους.

2. Θεσμικό πρόβλημα 1: Αδύναμοι θεσμοί ιδιοκτησίας και στρεβλώσεις στην κατανομή του ταλέντου

Οι θεσμοί ιδιοκτησίας είναι οι κανόνες με τους οποίους λειτουργεί μια κοινωνία [North and Thomas (1973), North (1981), Acemoglu, Johnson and Robinson (2005)]. Σε όλες τις κοινωνίες, οι πολίτες συνήθως δρουν με απώτερο σκοπό τη μεγιστοποίηση της προσωπικής ωφέλειας ή του κέρδους τους. Χωρίς την ύπαρξη θεσμών ιδιοκτησίας, αυτή η μεγιστοποίηση μπορεί να πάρει τη μορφή εξαναγκαστικών και βίαιων δραστηριοτήτων, όπως πόλεμοι, κλοπές, δουλεία και λεηλασία. Η ύπαρξη κατάλληλων θεσμών, από την άλλη πλευρά, ωθεί ή δίνει κίνητρα στους πολίτες να μεγιστοποιήσουν την ωφέλεια και το κέρδος τους με τρόπους που είναι επίσης κοινωνικά εποικοδομητικοί, δηλαδή με τρόπους που διαχέουν οφέλη και στο υπόλοιπο κοινωνικό σύνολο.

Οι θεσμοί ιδιοκτησίας εξασφαλίζουν ότι ο κάθε πολίτης έχει τη δυνατότητα να συμμετέχει εθελοντικά (και όχι καταναγκαστικά) σε οικονομικές δραστηριότητες και να αποκτήσει προσωπική περιουσία. Οι καρποί της οικονομικής δραστηριότητας του πολίτη προστατεύονται με διαφανείς νόμους που εφαρμόζονται αποτελεσματικά από το κράτος. Οπότε η ύπαρξη δυνατών θεσμών ιδιοκτησίας εγγυάται την προστασία του πολίτη από καταναγκαστική αρπαγή της περιουσίας του από άλλες –ίσως ισχυρότερες– κοινωνικές ομάδες και από το ίδιο το κράτος (το οποίο θα μπορούσε να αρπάξει με καταναγκαστικό τρόπο πλούτο από ορισμένους πολίτες και στη συνέχεια να τον διανείμει σε πολιτικά δικτυωμένες κοινωνικές ομάδες). Μερικά παραδείγματα θεσμών ιδιοκτησίας είναι ένα δίκαιο και ανεξάρτητο δικαστικό σύστημα, –το οποίο, ανάμεσα στα άλλα, εγγυάται τη σωστή τήρηση συμφωνιών και συμβολαίων–, ένα αποτελεσματικό νομοθετικό πλαίσιο και μία εκτελεστική εξουσία που εφαρμόζει σωστά τους νόμους. Οι θεσμοί ιδιοκτησίας μιας χώρας θεωρούνται καλοί όταν παρέχουν προστασία σε ένα μεγάλο μέρος του κοινωνικού συνόλου [Acemoglu, Johnson and Robinson (2005)].

Η μορφή των οικονομικών δραστηριοτήτων σε μια χώρα καθορίζει αν η επιδίωξη του προσωπικού κέρδους ή της προσωπικής ωφέλειας από κάθε πολίτη –η οποία είναι αναπόσπαστο κομμάτι της ανθρώπινης φύσης– είναι εποικοδομητική ή επιζήμια για την υπόλοιπη κοινωνία. Πιο συγκεκριμένα, η επιδίωξη του κέρδους μέσω της καινοτομίας, της επιχειρηματικότητας και της επένδυσης ωφελεί ολόκληρη την κοινωνία και

όχι μόνο τα άτομα που εμπλέκονται στις συγκεκριμένες δραστηριότητες. Είναι γνωστό ότι η καινοτομία ή η έρευνα μπορεί να αποτελέσει βάση και να δώσει έναυσμα για περαιτέρω καινοτομία, κάτι για το οποίο ο αρχικός καινοτόμος δεν ανταμείβεται πλήρως. Έτσι τα οφέλη από την καινοτομία διαχέονται σε ολόκληρο το κοινωνικό σύνολο [Aghion and Howitt (2005)]. Επίσης, η δημιουργική επιχειρηματική δραστηριότητα οδηγεί σε νέες θέσεις εργασίας και στην παραγωγή προϊόντων που είναι χρήσιμα στους καταναλωτές. Έτσι τα οφέλη από τη δημιουργική επιχειρηματικότητα διαχέονται σε ολόκληρη την κοινωνία.

Η επιδίωξη του κέρδους μέσω αρπακτικών δραστηριοτήτων «μηδενικού αθροίσματος», από την άλλη πλευρά, δεν ωφελεί την υπόλοιπη κοινωνία. Αυτές τις δραστηριότητες –όπως, για παράδειγμα, η λεηλασία του κράτους ή η αρπαγή πλούτου από άλλους πολίτες– έχουν μόνο χαρακτήρα διανομής και δεν αυξάνουν τη συνολική «πίτα» ή τον συνολικό πλούτο που διανέμεται στους συμμετέχοντες. Η πίτα είναι σταθερή, οπότε κέρδη για έναν συμμετέχοντα μεταφράζονται αυτόματα σε ζημία για τους υπόλοιπους [Murphy, Shleifer and Vishny (1991, 1993), Acemoglu (1995)]. Επίσης, σε πολλές περιπτώσεις η ενασχόληση με δραστηριότητες μηδενικού αθροίσματος μπορεί ακόμα και να μειώσει (παρά να κρατήσει σταθερό) τον συνολικό πλούτο της κοινωνίας λόγω της σπατάλης πόρων σε κοινωνικές και πολιτικές διαμάχες για τη διανομή.

Ένας βασικός ρόλος των σωστών θεσμών ιδιοκτησίας είναι να ωθήσουν τους πολίτες προς εποικοδομητικές (και μακριά από αρπακτικές) οικονομικές δραστηριότητες, δηλαδή να αξιοποιήσουν προς όφελος ολόκληρης της κοινωνίας τη φυσική τάση του κάθε πολίτη να μεγιστοποιήσει το προσωπικό του κέρδος. Καθώς οι δυνατοί θεσμοί ιδιοκτησίας προσφέρουν προστασία από αρπαγή του πλούτου, αποθαρρύνουν τους πολίτες από το να ασχοληθούν με αρπακτικές ή καταναγκαστικές δραστηριότητες. Σε χώρες με δυνατά θεσμικά πλαίσια τα οφέλη από αρπακτικές δραστηριότητες είναι περιορισμένα, κάτι που δίνει κίνητρο στους πολίτες να στρέψουν την προσοχή τους σε πιο κοινωνικά εποικοδομητικούς τομείς.

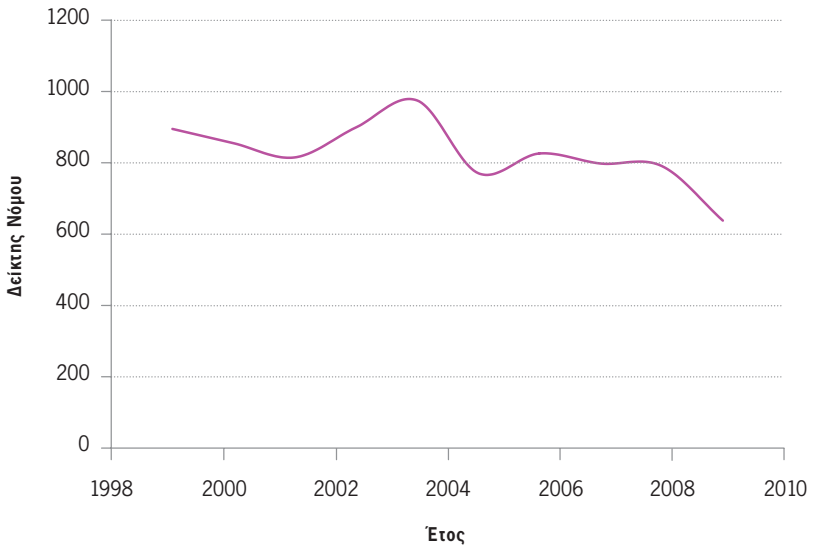
Επομένως, ένας από τους σημαντικότερους τρόπους μέσω των οποίων η ποιότητα των θεσμών ιδιοκτησίας επηρεάζει την οικονομική ανάπτυξη και ευημερία μιας χώρας είναι η κατανομή του ταλέντου [Murphy, Shleifer and Vishny (1991, 1993), Acemoglu (1995)]. Αδύναμοι θεσμοί δίνουν κίνητρα στα ικανότερα και πιο παραγωγικά μέλη της κοινωνίας να στραφούν σε κοινωνικά επιζήμιες (ή τουλάχιστον μη εποικοδομητικές) αρπακτικές δραστηριότητες μηδενικού αθροίσματος. Για παράδειγμα, σε χώρες με αδύναμα θεσμικά πλαίσια ο πιο εύκολος τρόπος οικονομικής επιτυχίας και καταξίωσης είναι συχνά η αρπαγή πλούτου από άλλους πολίτες παρά η δημιουργία καινούργιου πλούτου. Μερικές συνηθισμένες μέθοδοι αρπαγής είναι η λεηλασία του κράτους, η λεηλασία άλλων κρατών μέσω πολέμων και η υποδούλωση άλλων κοινωνικών ομάδων μέσω απαλλοτριώσεων ή εξοντωτικής και καταχρηστικής φορολογίας. Ως αποτέλεσμα, η σπατάλη ενός μεγάλου μέρους του ταλέντου και ανθρώπινου δυναμικού που υπάρχει σε μια χώρα σε μη εποικοδομητικές δραστηριότητες μηδενικού αθροίσματος οδηγεί στη μείωση της οικονομικής ευημερίας και την επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης.

Από την άλλη πλευρά, ποιοτικοί θεσμοί ιδιοκτησίας δίνουν κίνητρα στα ικανότερα και πιο παραγωγικά μέλη της κοινωνίας να στραφούν σε κοινωνικά εποικοδομητικές δραστηριότητες, οι οποίες πέρα από τους συμμετέχοντες ωφελούν ολόκληρη την κοινωνία (και αυξάνουν τον συνολικό πλούτο της οικονομίας). Σε ένα δυνατό θεσμικό πλαίσιο, ο πιο εύκολος τρόπος οικονομικής επιτυχίας και καταξίωσης είναι η δημιουργική επιχειρηματικότητα, η καινοτομία και άλλες δραστηριότητες που ωφελούν ολόκληρο το κοινωνικό σύνολο. Καθώς το ταλέντο της χώρας αξιοποιείται στην παραγωγή καινούργιου πλούτου και δεν σπαταλάται σε αρπακτικές δραστηριότητες μηδενικού αθροίσματος, η οικονομική ευημερία αυξάνεται και η οικονομική ανάπτυξη επιταχύνεται.

Ένα από τα μεγάλα προβλήματα της ελληνικής οικονομίας είναι η απουσία ποιοτικών θεσμών ιδιοκτησίας. Ένας δείκτης που συχνά χρησιμοποιείται για τη μέτρηση της ποιότητας των θεσμών ιδιοκτησίας μιας χώρας είναι ο Δείκτης του Νόμου της Παγκόσμιας Τράπεζας (World Bank Rule of Law Indicator). Το 2009 ο Δείκτης του Νόμου για την Ελλάδα ήταν 0,75 [World Bank (2009)]. Αυτό το σκορ είναι αρκετά χαμηλό, δεδομένου ότι είναι περίπου στο ίδιο επίπεδο με λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες, όπως η Λετονία. Αν και το κατά κεφαλή ΑΕΠ της Ελλάδας το 2009 –$29,881 με ισοδυναμία της αγοραστικής δύναμης [IMF (2009)]– ήταν σημαντικά υψηλότερο από το κατά κεφαλή ΑΕΠ της Λετονίας –$14,255 [IMF (2009)]–, ο Δείκτης του Νόμου για τις δύο χώρες ήταν περίπου ο ίδιος. Αυτό αποτελεί μια ένδειξη για το σοβαρό έλλειμμα θεσμών ιδιοκτησίας που

υπάρχει στην Ελλάδα σε σχέση με χώρες που βρίσκονται σε παρόμοιο εισοδηματικό επίπεδο.[1] Επίσης, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1, ο Δείκτης του Νόμου τείνει να εμφανίζει μια πτωτική πορεία στην Ελλάδα τα τελευταία 10 χρόνια, δηλαδή από το 2000 έως το 2009.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 Δείκτης Νόμου για την Ελλάδα



ΠΗΓΗ: World Bank (2009)

Οι σχετικά αδύναμοι θεσμοί ιδιοκτησίας της ελληνικής οικονομίας οδηγούν σε σοβαρές στρεβλώσεις στην κατανομή του ταλέντου και στην κατασπατάληση του ανθρώπινου δυναμικού. Πολλοί ικανοί και άρτια εκπαιδευμένοι έλληνες πολίτες ωθούνται από τα στρεβλά θεσμικά κίνητρα σε αρπακτικές δραστηριότητες μηδενικού αθροίσματος. Για παράδειγμα, πολλοί ικανοί νέοι πτυχιούχοι έχουν ως κύριο επαγγελματικό τους στόχο τον διορισμό στον δημόσιο τομέα. Η προσφορά εργασίας είναι ιδιαίτερα υψηλή για δημόσιες θέσεις που δίνουν την προοπτική για πιθανή συμμετοχή σε αρπακτικές δραστηριότητες (π.χ., για θέσεις σε πολεοδομικές ή φορολογικές υπηρεσίες). Με παρόμοιο τρόπο, πολλές επιχειρήσεις έχουν ως κύριο στόχο τις συναλλαγές με το ελληνικό κράτος παρά τη δυναμική καινοτομία και την ενεργοποίηση σε ανταγωνιστικές εγχώριες ή διεθνείς αγορές. Έτσι ένα μεγάλο μέρος του δυναμικού της χώρας αφιερώνεται στην απλή μεταφορά πλούτου μεταξύ κοινωνικών ομάδων παρά στη δημιουργία καινούργιου πλούτου. Μια βελτίωση των θεσμών ιδιοκτησίας και στροφή του ανθρώπινου δυναμικού σε κοινωνικά εποικοδομητικές δραστηριότητες θα οδηγούσε αυτόματα σε σημαντική αύξηση του ΑΕΠ και της οικονομικής ευημερίας.

Οι θεσμοί ιδιοκτησίας στην Ελλάδα μπορούν να βελτιωθούν με μία απλοποίηση και εξορθολογισμό του νομοθετικού πλαισίου. Η ύπαρξη απλούστερων και λιγότερο αντιφατικών νόμων θα μειώσει την αβεβαιότητα των πολιτών για την πιθανή τήρηση (ή αθέτηση) συμφωνιών και συμβολαίων που έχουν συνάψει με άλλους πολίτες. Επίσης, θα μειώσει την αβεβαιότητα των πολιτών στις συναλλαγές τους με το κράτος, καθώς η δυνατότητα του τελευταίου για αυθαίρετη ερμηνεία του νομικού πλαισίου και αρπαγή της περιουσίας των πολιτών θα περιοριστεί. Ένας άλλος σημαντικός παράγοντας είναι η βελτίωση του δικαστικού συστήματος το οποίο πρέπει να απονέμει δικαιοσύνη με γρήγορο και αποτελεσματικό τρόπο. Οι θεσμοί ιδιοκτησίας μπορούν να βελτιωθούν και από την πιο αποτελεσματική οργάνωση των σχετικών κρατικών υποδομών, όπως, για παράδειγμα, από την ύπαρξη ενός κτηματολογίου.

[1] Ένας άλλος δείκτης που μερικές φορές χρησιμοποιείται είναι ο Δείκτης Θεσμών Ιδιοκτησίας του Heritage Foundation. Το 2010 το σκορ της Ελλάδας ήταν 60, το οποίο είναι επίσης σε παρόμοιο επίπεδο με χώρες όπως η Λετονία [Heritage Foundation (2010)].

3. Θεσμικό πρόβλημα 2: Διαφθορά στον δημόσιο τομέα

Ένα πρόβλημα που συνδέεται με την ύπαρξη αδύναμων θεσμών ιδιοκτησίας είναι η διαφθορά στον δημόσιο τομέα, δηλαδή η κατάχρηση δημόσιων θέσεων και πολιτικής δύναμης για προσωπικό κέρδος. Στις σύγχρονες οικονομίες ο κρατικός τομέας διαδραματίζει πολύ σημαντικό ρόλο και διαχειρίζεται πολύ σημαντικά χρηματικά ποσά. Για παράδειγμα, το φορολογικό εισόδημα του κράτους ως ποσοστό του ΑΕΠ τείνει να μεγαλώνει όσο η χώρα αναπτύσσεται περισσότερο [Besley and Persson (2009)]. Για αυτό τον λόγο, η ύπαρξη μιας αποτελεσματικής δημόσιας διοίκησης και κρατικών λειτουργών που δρουν σύμφωνα με το δημόσιο συμφέρον είναι ένας απαραίτητος πυλώνας για την οικονομική ανάπτυξη και ευημερία.

Η διαφθορά συχνά συνδέεται με την ύπαρξη ενός υπερβολικά πολύπλοκου νομοθετικού, ρυθμιστικού ή φορολογικού πλαισίου σε μία οικονομία. Όταν οι πολίτες ή οι εταιρείες αδυνατούν να ανταποκριθούν στους κανόνες του κράτους –επειδή αυτοί οι κανόνες είναι εξαιρετικά δυσβάστακτοι– ωθούνται σε ανορθόδοξες μεθόδους, όπως η δωροδοκία δημόσιων λειτουργών, για να αποφύγουν τους κανόνες. Έτσι, η πολυπλοκότητα των κρατικών κανόνων είναι συχνά αχρείαστη και αναποτελεσματική, ενώ έχει ως αρνητικό αποτέλεσμα την αύξηση της διαφθοράς.

Ένα καλό παράδειγμα είναι το νομοθετικό πλαίσιο για την ίδρυση και είσοδο στην αγορά μιας καινούργιας επιχείρησης. Υπάρχουν τεράστιες διαφορές στο σχετικό νομοθετικό πλαίσιο από χώρα σε χώρα [Djankov et al. (2002)]. Σε μια ακραία περίπτωση, στη Μοζαμβίκη χρειάζονται 19 διαδικασίες και εγκρίσεις για την ίδρυση μιας επιχείρησης. Ένας μέσος επιχειρηματίας πρέπει να αφιερώσει 149 εργάσιμες ημέρες για να ολοκληρώσει αυτές τις διαδικασίες. Στον Καναδά, από την άλλη πλευρά, χρειάζονται μόνο δύο διαδικασίες που μπορούν να ολοκληρωθούν σε δύο ημέρες. Εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι πιο πολύπλοκοι νομοθετικοί κανόνες δεν οδηγούν σε καλύτερη προστασία των καταναλωτών από τις εταιρείες και τα προϊόντα τους. Περισσότερες απαιτούμενες κρατικές εγκρίσεις δεν μειώνουν την πιθανότητα ατυχήματος από τα εμπορευόμενα προϊόντα ή τη μόλυνση του περιβάλλοντος. Όμως, περισσότερες απαιτούμενες κρατικές εγκρίσεις αυξάνουν τη διαφθορά και ωθούν περισσότερες εταιρείες να καταφύγουν στην παραοικονομία για να αποφύγουν τελείως τους κρατικούς κανόνες [Djankov et al. (2002)]. Γενικά, χώρες που είναι περισσότερο ανεπτυγμένες οικονομικά έχουν πιο απλοποιημένα νομοθετικά και ρυθμιστικά πλαίσια.

Η πολυπλοκότητα των κρατικών κανόνων μπορεί να δημιουργήσει ευκαιρίες για προσωπικό πλουτισμό των κρατικών λειτουργών μέσω του χρηματισμού και της διαφθοράς, καθώς οι εμπλεκόμενοι πολίτες και εταιρείες θα αδυνατούν να ανταποκριθούν στο νομοθετικό πλαίσιο χωρίς τη χρήση ανορθόδοξων μεθόδων. Σε αυτή την περίπτωση, το νομοθετικό πλαίσιο έχει το ρόλο του «σταθμού διοδίων», δηλαδή υποχρεώνει τους επιχειρηματίες να καταβάλλουν «διόδια» στη γραφειοκρατία για να μπορέσουν να λάβουν τις απαραίτητες εγκρίσεις για την επιχειρηματική τους δραστηριότητα [McChesney (1987) Djankov et al. (2002)]. Αυτό αυξάνει το κόστος της επιχειρηματικής δραστηριότητας και το αυξημένο κόστος μεταφέρεται στους καταναλωτές με τη μορφή υψηλότερων τιμών ή μειωμένης ποιότητας των παρεχόμενων προϊόντων και υπηρεσιών.

Η διαφθορά έχει ποικίλες αρνητικές επιδράσεις πάνω στην οικονομική ευημερία μιας χώρας. Όπως ήδη εξηγήσαμε, η διαφθορά –συνδυαζόμενη και με την πολυπλοκότητα των κρατικών κανόνων που συνήθως τη συνοδεύει– αποθαρρύνει τις επενδύσεις, μειώνει τις καινούργιες θέσεις εργασίας και αυξάνει τις τιμές των παρεχόμενων προϊόντων. Επίσης, η διαφθορά δημιουργεί σημαντικές στρεβλώσεις στην κατανομή του ταλέντου στην οικονομία [Acemoglu (1995)]. Λόγω των ευκαιριών για προσωπικό πλουτισμό που παρουσιάζονται στον δημόσιο τομέα, πολλοί από τους ικανότερους πολίτες της χώρας στρέφονται προς τα εκεί και συγκεκριμένα προς θέσεις που παρέχουν δυνατότητα για είσπραξη διοδίων. Έτσι ένα μέρος του ανθρώπινου δυναμικού της χώρας σπαταλάται σε κοινωνικά επιζήμιες δραστηριότητες, ενώ θα μπορούσε να είχε χρησιμοποιηθεί σε κοινωνικά εποικοδομητικούς τομείς. Γενικά, υψηλότερη διαφθορά οδηγεί σε μείωση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης σε μία χώρα [Mauro (1995)].

Η διαφθορά στον δημόσιο τομέα αποτελεί σημαντικό πρόβλημα για την ελληνική οικονομία. Ένας δείκτης που συχνά χρησιμοποιείται για τη μέτρηση της διαφθοράς είναι ο Δείκτης Διαφθοράς της Οργάνωσης

Διεθνούς Διαφάνειας (Corruption Perceptions Index of Transparency International). Το 2009 ο Δείκτης Διαφθοράς για την Ελλάδα ήταν 3,8 [Transparency International (2009)]. Αυτό το σκορ είναι χαμηλό δεδομένου ότι είναι στο ίδιο περίπου επίπεδο με χώρες όπως η Βουλγαρία, το Μαυροβούνιο και η Ρουμανία. Αν και το κατά κεφαλή ΑΕΠ της Ελλάδας το 2009 –$29.881 με ισοδυναμία της αγοραστικής δύναμης [IMF (2009)]– ήταν σημαντικά υψηλότερο από το κατά κεφαλή ΑΕΠ της Βουλγαρίας, του Μαυροβουνίου και της Ρουμανίας –$11.900, $10.393 και $11.917, αντίστοιχα [IMF (2009)]–, ο Δείκτης της Διαφθοράς για όλες αυτές τις χώρες ήταν περίπου ο ίδιος. Αυτό αποτελεί μια ένδειξη για το σοβαρό πρόβλημα διαφθοράς και διάβρωσης του δημόσιου τομέα που υπάρχει στην Ελλάδα.[2]

Μία παράμετρος που έχει άμεση σχέση με τη διαφθορά είναι η ποιότητα και αποτελεσματικότητα της διακυβέρνησης μιας χώρας. Η διαφθορά διαβρώνει τις δημόσιες υπηρεσίες και οργανισμούς και μειώνει την ποιότητα των υπηρεσιών που παρέχουν (αν και η ποιότητα διακυβέρνησης εξαρτάται και από αρκετούς άλλους παράγοντες εκτός της διαφθοράς). Ένας δείκτης που συχνά χρησιμοποιείται για τη μέτρηση της ποιότητας διακυβέρνησης είναι ο Δείκτης Αποτελεσματικότητας Διακυβέρνησης της Παγκόσμιας Τράπεζας (World Bank Government Efficiency Indicator). Το 2009 ο Δείκτης Αποτελεσματικότητας για την Ελλάδα ήταν 0,56 [World Bank (2009)]. Αυτό το σκορ είναι χαμηλό δεδομένου ότι είναι στο ίδιο περίπου επίπεδο με χώρες όπως η Λετονία και η Πολωνία με σημαντικά χαμηλότερο κατά κεφαλή ΑΕΠ από την Ελλάδα.

Όπως και στη γενικότερη περίπτωση των θεσμών ιδιοκτησίας, η διαφθορά στην Ελλάδα μπορεί να μειωθεί με μια απλοποίηση και εξορθολογισμό του νομοθετικού πλαισίου. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό για ευαίσθητους τομείς, όπως οι πολεοδομικοί κανονισμοί, οι φορολογικοί κώδικες και οι κανονισμοί για την είσοδο νέων επιχειρήσεων στην αγορά. Ένα απλούστερο νομοθετικό πλαίσιο θα δίνει λιγότερες ευκαιρίες για την πιθανή είσπραξη γραφειοκρατικών διοδίων και θα ενθαρρύνει τους πολίτες και τις επιχειρήσεις να αποφεύγουν τις ανορθόδοξες συναλλαγές με κρατικούς λειτουργούς. Επίσης, είναι σημαντικό το δικαστικό σύστημα να γίνει πιο γρήγορο και αποτελεσματικό και να προστατεύει τους πολίτες από πιθανή κατάχρηση εξουσίας των κρατικών λειτουργών.

4. Θεσμικό πρόβλημα 3: Αδύναμοι χρηματοοικονομικοί θεσμοί

Το χρηματοοικονομικό σύστημα είναι πολύ σημαντικός φορέας για την οικονομική ανάπτυξη και ευημερία μιας χώρας. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διευκολύνουν τη ροή κεφαλαίων από πολίτες που έχουν τη δυνατότητα της αποταμίευσης, προς πολίτες που έχουν τη δυνατότητα της σωστής επένδυσης και χρησιμοποίησης των κεφαλαίων. Έτσι ένα καλό χρηματοοικονομικό σύστημα είναι αρωγός της καινοτομίας, της επιχειρηματικής δραστηριότητας και της δημιουργίας καινούργιων θέσεων εργασίας σε μια οικονομία. Χωρίς μια ποιοτική χρηματοπιστωτική υποδομή, πολλοί ικανοί πολίτες με δημιουργικές επιχειρηματικές ιδέες αλλά χωρίς δικά τους κεφάλαια θα ήταν αποκλεισμένοι από την αγορά λόγω της έλλειψης χρηματοδότησης. Επίσης, πολλοί πολίτες με μεγάλα δικά τους κεφάλαια αλλά χωρίς επιχειρηματικές ικανότητες και ιδέες θα είχαν περιορισμένες επενδυτικές δυνατότητες. Γενικά, είναι γνωστό ότι η χρηματοοικονομική ανάπτυξη συνδέεται με υψηλότερους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης –με υψηλότερους ρυθμούς αύξησης του κατά κεφαλή ΑΕΠ– σε μία χώρα [King and Levine (1993)].

Οι χρηματοοικονομικοί θεσμοί είναι ένας ακρογωνιαίος λίθος για τη σωστή λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος μιας χώρας. Πιο συγκεκριμένα, ένας πιστωτής που παρέχει ένα δάνειο σε μια επιχείρηση ή έναν ιδιώτη είναι ευάλωτος σε αρπακτική συμπεριφορά από τον δανειζόμενο. Αφού ο δανειζόμενος λάβει το δάνειο, μπορεί να προσπαθήσει να το χρησιμοποιήσει για ανάρμοστους σκοπούς που δεν προβλέπονται από την αρχική συμφωνία με τον πιστωτή ή και να ιδιοποιηθεί το ποσό του δανείου για προσωπικό πλουτισμό.

[2] Ένας άλλος δείκτης που μερικές φορές χρησιμοποιείται είναι ο Δείκτης Ελευθερίας από τη Διαφθορά του Heritage Foundation. Το 2010 το σκορ της Ελλάδας ήταν 47, το οποίο είναι σε παρόμοιο επίπεδο με χώρες όπως το Ομάν και η Ναμίμπια [Heritage Foundation (2010)].

Για αυτό τον λόγο, η παρουσία ενός κατάλληλου νομοθετικού και εκτελεστικού πλαισίου είναι απαραίτητη για την τήρηση των συμβολαίων ανάμεσα σε πιστωτές και δανειζόμενους. Μόνο όταν οι πιστωτές έχουν εμπιστοσύνη στους χρηματοοικονομικούς θεσμούς αποφασίζουν να δώσουν σημαντικά δάνεια και υπάρχει ικανοποιητικό επίπεδο χρηματοπιστωτικής δραστηριότητας σε μία χώρα [Djankov, McLiesh and Shleifer (2007)].

Με παρόμοιο τρόπο, ένας επενδυτής που παρέχει κεφάλαια σε μια επιχείρηση με τη μορφή της αγοράς μετοχών είναι ευάλωτος σε αρπακτική συμπεριφορά από τους μεγαλομετόχους ή τη διοίκηση της εταιρείας. Καθώς οι μεγαλομέτοχοι ή τα στελέχη μιας επιχείρησης (που ασκούν το μάνατζμεντ) είναι αυτοί που λαμβάνουν τις σημαντικές διαχειριστικές αποφάσεις, έχουν την υποθετική δυνατότητα, αν το θελήσουν, να προχωρήσουν σε κατάχρηση της εξουσίας τους, προσπαθώντας να αποκομίσουν προσωπικά οφέλη από τα κεφάλαια των μικρομετόχων. Για αυτό τον λόγο, η παρουσία ενός κατάλληλου νομοθετικού και ρυθμιστικού πλαισίου είναι απαραίτητη για τη δυνατότητα χρηματοδότησης επιχειρήσεων από επενδυτές. Μόνο όταν οι επενδυτές έχουν εμπιστοσύνη στους χρηματοοικονομικούς θεσμούς αποφασίζουν να προχωρήσουν σε σημαντική χρηματοδότηση επιχειρήσεων μέσω αγοράς μετοχών [Shleifer and Wolfenzon (2002)].

Οι σχετικά αδύναμοι χρηματοοικονομικοί θεσμοί αποτελούν πρόβλημα για την ελληνική οικονομία. Για παράδειγμα, το 1998 οι La Porta et al. (1998) μέτρησαν τον βαθμό προστασίας των πιστωτών σε διάφορες χώρες. Ο βαθμός νομικής προστασίας στην Ελλάδα είναι 1,0. Αυτό το σκορ είναι χαμηλό, αλλά κατά ένα μέρος οφείλεται στο γεγονός ότι η Ελλάδα έχει ένα νομικό σύστημα γαλλικής προέλευσης. Θεσμοί γαλλικής προέλευσης συνδέονται με σημαντικά χαμηλότερο μέσο βαθμό προστασίας των πιστωτών –πιο συγκεκριμένα, με μέσο βαθμό προστασίας 1,58– σε σύγκριση με θεσμούς αγγλικής προέλευσης που έχουν μέσο βαθμό προστασίας 3,11 [La Porta et al. (1998)]. Όμως, ο βαθμός νομικής προστασίας των πιστωτών στην Ελλάδα είναι χαμηλότερος ακόμα και από τον μέσο όρο του βαθμού προστασίας στις χώρες με θεσμούς γαλλικής προέλευσης. Επίσης, η Ελλάδα έχει χαμηλό βαθμό σε αρκετές κατηγορίες προστασίας επενδυτών και μικρομετόχων [La Porta et al. (1998)].

Μία από τις συνέπειες της αδυναμίας των χρηματοοικονομικών θεσμών στην Ελλάδα είναι η υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας στις ελληνικές επιχειρήσεις. Στη μέση ελληνική επιχείρηση το μερίδιο ιδιοκτησίας των τριών μεγαλύτερων μετόχων είναι 67%, που είναι υψηλότερο από τον μέσο όρο του 54% στις χώρες με θεσμούς γαλλικής προέλευσης (και υψηλότερο από τον μέσο όρο του 43% στις χώρες με θεσμούς αγγλικής προέλευσης). Όλα τα παραπάνω αποτελούν ενδείξεις για τη σχετική αδυναμία των χρηματοοικονομικών θεσμών στην Ελλάδα.

Οι χρηματοοικονομικοί θεσμοί στην Ελλάδα μπορούν να βελτιωθούν με μία αναβάθμιση του νομοθετικού πλαισίου που θα παρέχει περισσότερα δικαιώματα σε πιστωτές, επενδυτές και μικρομετόχους. Ίσως ακόμα πιο σημαντική είναι η αποτελεσματική εφαρμογή του νομοθετικού πλαισίου από τα κρατικά εκτελεστικά όργανα και το δικαστικό σύστημα. Όπως, για παράδειγμα, επισημαίνουν οι La Porta et al. (1998), το ελληνικό δικαστικό σύστημα δεν είναι ιδιαίτερα αποτελεσματικό στην εφαρμογή των χρηματοπιστωτικών θεσμών.[3]

5. Θεσμοί και οικονομικές υφέσεις

Η βελτίωση των θεσμών σε μία χώρα είναι ένας εξαιρετικά δύσκολος στόχος, επειδή οι θεσμοί είναι μακροπρόθεσμες μεταβλητές που συνήθως αλλάζουν πολύ αργά. Επίσης, η αδυναμία των θεσμών συχνά αποτελεί πολιτικοοικονομικό φαινόμενο. Ενώ η αδυναμία των θεσμών είναι επιβλαβής για τη γενική οικονομική ευημερία μιας χώρας μπορεί να είναι επωφελής για σχετικά μικρές, αλλά πολιτικά οργανωμένες, κοινωνικές ομάδες που αντιτάσσονται στη βελτίωση των θεσμών. Οπότε, η μεταβολή του θεσμικού πλαισίου μιας χώρας απαιτεί την ύπαρξη ισχυρών κοινωνικοπολιτικών συμμαχιών που θα πιέσουν προς αυτή την κατεύθυνση.

[3] Σύμφωνα με τους La Porta et al. (1998), το σκορ για την αποτελεσματικότητα του ελληνικού δικαστικού συστήματος είναι 7, το οποίο δεν είναι ικανοποιητικό, καθώς είναι χαμηλότερο από χώρες όπως η Χιλή και η Κολομβία.

Από αυτή την άποψη, σε χώρες με ανεπαρκείς θεσμούς, μια οικονομική ύφεση –μία προσωρινή αρνητική απόκλιση του ΑΕΠ από το δυνητικό ΑΕΠ– μπορεί να αποτελέσει μία ευκαιρία για θεσμική βελτίωση. Μία ύφεση –και κυρίως μία μεγάλη ύφεση ή κρίση– συχνά αδυνατίζει πολιτικά τις κοινωνικές ομάδες που αντιτίθενται σε θεσμικές αλλαγές [Johnson (2009)]. Αυτό διευκολύνει τη δημιουργία κοινωνικοπολιτικών συμμαχιών που επιβάλλουν τη θεσμική βελτίωση. Παρόλο που οι κρίσεις είναι πολύ δυσάρεστα φαινόμενα, που οι κυβερνήσεις πρέπει να προσπαθούν να αποφεύγουν με όποιον τρόπο μπορούν, έχει παρατηρηθεί ότι ορισμένες φορές μία κρίση μπορεί να αποτελέσει εφαλτήριο για θεσμική βελτίωση σε μία χώρα με ανεπαρκείς θεσμούς [Bruckner and Ciccone (forth)].

Η κρίση που περνάει αυτή τη στιγμή η ελληνική οικονομία είναι ένα δυσάρεστο φαινόμενο που έχει αρνητικές επιπτώσεις για ένα μεγάλο μέρος του πληθυσμού. Ίσως, όμως, η κρίση θα μπορούσε να διευκολύνει θεσμικές αλλαγές στην ελληνική οικονομία. Βέβαια, ακόμα και σε αυτή την περίπτωση, αυτό το θετικό αποτέλεσμα είναι πιθανώς πολύ λιγότερο σημαντικό από τις μεγάλες αρνητικές επιπτώσεις της κρίσης στο βιοτικό επίπεδο των Ελλήνων.

Η βελτίωση του θεσμικού πλαισίου στην Ελλάδα θα αναβάθμιζε τη λειτουργία του κράτους και θα βοηθούσε στη μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος ή στη μακροπρόθεσμη αποπληρωμή του χρέους. Όμως, μία θεσμική βελτίωση πιθανώς δεν θα συνεισέφερε στην αντιμετώπιση της ίδιας της οικονομικής κρίσης, δηλαδή στην προσωρινή ή κυκλική μείωση του ελληνικού ΑΕΠ. Οι θεσμοί είναι μακροπρόθεσμες μεταβλητές που συνήθως αλλάζουν πολύ αργά, ενώ οι οικονομικές κρίσεις είναι συνήθως βραχυπρόθεσμα φαινόμενα. Για αυτό τον λόγο, ακόμα και αν η Ελλάδα επιτύχει να αναβαθμίσει το θεσμικό της πλαίσιο, τα θετικά αποτελέσματα πιθανόν δεν θα γίνουν εγκαίρως εμφανή για να βοηθήσουν στην αντιμετώπιση της κρίσης (παρόλο που θα συνεισφέρουν σημαντικά στην μακροπρόθεσμη αύξηση του ελληνικού ΑΕΠ).

6. Επίλογος

Τρία σημαντικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας είναι η ανεπάρκεια των γενικών θεσμών ιδιοκτησίας, η διαφθορά στη δημόσια διοίκηση και η ανεπάρκεια των χρηματοοικονομικών θεσμών. Οι θεσμικές αδυναμίες της Ελλάδας έχουν ως αποτέλεσμα τη δημιουργία ποικίλων στρεβλώσεων στην οικονομία και την απώλεια ενός σημαντικού μέρους του παραγωγικού δυναμικού της χώρας. Μια θεσμική βελτίωση θα είχε ως πιθανό αποτέλεσμα τη μακροπρόθεσμη αύξηση της οικονομικής ευημερίας και την επιτάχυνση της οικονομικής ανάπτυξης. Επίσης θα βοηθούσε στη μακροπρόθεσμη αποπληρωμή του ελληνικού χρέους.

Παρόλο που μία οικονομική κρίση είναι ένα πολύ δυσάρεστο οικονομικό φαινόμενο που οι κυβερνήσεις πρέπει να προσπαθούν να αποφεύγουν, μπορεί να αποτελέσει μία ευκαιρία για θεσμικές αλλαγές. Η δημιουργία κοινωνικοπολιτικών συμμαχιών που υποστηρίζουν μία θεσμική βελτίωση είναι πιο εύκολη κατά τη διάρκεια μιας κρίσης. Δυστυχώς, όμως, επειδή τα αποτελέσματα μιας θεσμικής αναβάθμισης είναι μακροπρόθεσμα, ενώ η κρίση είναι μία βραχυπρόθεσμη (ή το πολύ μεσοπρόθεσμη) κατάσταση, μία θεσμική βελτίωση δεν είναι πιθανό να βοηθήσει στην αντιμετώπιση της κρίσης, δηλαδή της κυκλικής μείωσης του ΑΕΠ, στην Ελλάδα. Θα συνεισφέρει σημαντικά μόνο στη μακροπρόθεσμη οικονομική ευημερία της χώρας.

Βιβλιογραφία

Acemoglu, Daron, "Reward Structures and the Allocation of Talent," *European Economic Review* 39, January 1995, pp. 17-33.

Acemoglu, Daron, Simon Johnson and James A. Robinson. "Institutions As a Fundamental Cause of Long-Run Growth," in Philippe Aghion and Steven N. Durlauf (eds), *Handbook of Economic Growth*, Volume 1A, Amsterdam: Elsevier, 2005, pp. 385-472.

Aghion, Philippe, and Peter Howitt. "Growth with Quality-Improving Innovations: An Integrated Framework," in Philippe Aghion and Steven N. Durlauf (eds), *Handbook of Economic Growth*, Volume 1A, Amsterdam: Elsevier, 2005, pp. 67-110.

Besley, Timothy and Torsten Persson. "The Origins of State Capacity: Property Rights, Taxation, and Politics," *American Economic Review* 99, September 2009, pp. 1218-1244.

Bruckner, Markus and Antonio Ciccone. "Rain and the Democratic Window of Opportunity," *Econometrica*, forthcoming.

Djankov, Simeon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes and Andrei Shleifer. "The Regulation of Entry," *Quarterly Journal of Economics* 117, February 2002, pp. 1-37.

Djankov, Simeon, Caralee McLiesh and Andrei Shleifer. "Private Credit in 129 Countries," *Journal of Financial Economics* 84, May 2007, pp. 299-329.

International Monetary Fund. World Economic Outlook Database, www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/weodata/index.aspx, 2010.

Heritage Foundation. "2010 Index of Economic Freedom," http://www.heritage.org/index/Explore.aspx

Johnson, Simon. "The Quiet Coup," *The Atlantic*, May 2009, http://www.atlantic.com/doc/magazine/archive/2009/05/the-quiet-coup/7364/

King, Robert G. and Ross Levine. "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right," *Quarterly Journal of Economics* 108, August 1993, pp. 713-737.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, December 1998, pp. 1113-1155.

McChesney, Fred S. "Rent Extraction and Rent Creation in the Economic Theory of Regulation," *Journal of Legal Studies* 16, January 1987, pp. 101-118.

Mauro, Paolo. "Corruption and Growth," *Quarterly Journal of Economics* 110, August 1995, pp. 681-712.

Murphy, Kevin M., Andrei Shleifer and Robert W. Vishny. "The Allocation of Talent: Implications for Growth," *Quarterly Journal of Economics* 106, May 1991, pp. 503-530.

Murphy, Kevin M., Andrei Shleifer and Robert W. Vishny. "Why Is Rent-Seeking So Costly to Growth?" *American Economic Review* 83, May 1993, pp. 409-414.

North, Douglas C., and Robert P. Thomas. "The Rise of the Western World: A New Economic History", Cambridge: Cambridge University Press, 1973.

North, Douglas C. "Structure and Change in Economic History", New York: Norton, 1981.

Shleifer, Andrei and Daniel Wolfenzon. "Investor Protection and Equity Markets," *Journal of Financial Economics* 66, 2002, pp. 3-27.

Transparency International. *Corruption Perceptions Index*, www. transparency.org, 2009.

World Bank. "Worldwide Governance Indicators," www.worldbank.org/wbi/governance/data, 2009.

Μεταρρύθμιση της κοινωνικής ασφάλισης και της αγοράς εργασίας και μακροχρόνιες δημοσιονομικές προοπτικές

Δημήτρης Μαρούλης
ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΕΩΣ
ALPHA BANK

Περίληψη

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμούσε το 2009 ότι, χωρίς έγκαιρη προσαρμογή του ισχύοντος θεσμικού και οργανωτικού πλαισίου του ασφαλιστικού συστήματος και της αγοράς εργασίας της χώρας και της οικονομικής πολιτικής και με δεδομένη την τάση γηράνσεως του ελληνικού πληθυσμού, οι δαπάνες για συντάξεις θα αυξάνονταν στο 24,1% του ΑΕΠ το 2060, από 11,7% το 2008. Επίσης, βάσει των ανωτέρω, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο εκτιμούσε ότι, το χρέος της γενικής κυβερνήσεως στην Ελλάδα θα έτεινε να φτάσει έως και το 800% του ΑΕΠ περί το 2060 (230% του ΑΕΠ το 2029). Όπως αναλύεται στο παρόν άρθρο, οι ακραίες αυτές τάσεις αυξανόμενης ανισορροπίας και δημοσιονομικού εκτροχιασμού αντιμετωπίζονται ουσιαστικά με το εφαρμοζόμενο Πρόγραμμα Δημοσιονομικής Προσαρμογής και Μεταρρυθμίσεων 2010-2014 και με την εκ βάθρων μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος και της αγοράς εργασίας της χώρας. Η συστηματική εφαρμογή αυτών των πολιτικών και μεταρρυθμίσεων στις επόμενες δεκαετίες αυξάνει τον δυνητικό ρυθμό αναπτύξεως της οικονομίας και αποκαθιστά συνθήκες μακροχρόνιας δημοσιονομικής ισορροπίας στη χώρα. Το δημόσιο χρέος μειώνεται κάτω από το 60% του ΑΕΠ από τα τέλη της δεκαετίας του 2020, από 152% του ΑΕΠ το 2011 και εξασφαλίζεται ότι οι δαπάνες για συντάξεις δεν θα ξεπεράσουν το 14,5% του ΑΕΠ, παρά τη γήρανση του πληθυσμού, έως το 2060.

Ευχαριστώ τον κ. Πλάτωνα Τήνιο για τις χρήσιμες παρατηρήσεις και τα εποικοδομητικά σχόλια.

1. Το πλαίσιο μακροοικονομικής ανισορροπίας έως το 2009

Η ένταξη της Ελλάδος στον Χρηματοδοτικό Μηχανισμό και η χρηματοδότησή της με € 110 δισ. από τη Ζώνη του ευρώ και το ΔΝΤ, έγινε δυνατή με την προϋπόθεση της πλήρους εφαρμογής της Συμφωνίας Δημοσιονομικής Προσαρμογής και Μεταρρυθμίσεων, μεταξύ της Ελλάδος και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (ΕΕ), της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τραπέζης (ΕΚΤ) και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ), που είναι γνωστή σήμερα ως «Το Μνημόνιο» και το οποίο προβλέπει τα ακόλουθα:

Πρώτον, τα μέτρα για την αναγκαία δημοσιονομική προσαρμογή (για άμεση μείωση των δαπανών και για αύξηση των καθαρών εσόδων της γενικής κυβερνήσεως) στα επόμενα τρία ή τέσσερα έτη, τα οποία έχουν ήδη θεσπιστεί και εφαρμόζονται με αξιοσημείωτη επιτυχία από την Ελληνική Κυβέρνηση, υπερκαλύπτοντας κατά πολύ τους στόχους που είχαν τεθεί στο Μνημόνιο όσον αφορά τις δαπάνες και το έλλειμμα της γενικής κυβερνήσεως, παρά τη σημαντική υστέρηση που σημειώνεται στον τομέα των καθαρών εσόδων του τακτικού προϋπολογισμού (ΤΠ). Η υστέρηση στην είσπραξη των εσόδων από τη φοροδιαφυγή το 2010 συνεπάγεται την ανάγκη για εντατικοποίηση των προσπαθειών προς αυτή την κατεύθυνση το 2011. Τα έσοδα αυτά που δεν εισπράχθηκαν το 2010 θα πρέπει να εισπραχθούν το 2011. Τα μέτρα που συμπεριλαμβάνονται στον νέο φορολογικό νόμο βοηθούν προς αυτή την κατεύθυνση και σε συνδυασμό με τα γενικότερα μέτρα για εκλογίκευση της λειτουργίας του ευρύτερου δημοσίου τομέα και για περαιτέρω μείωση των πρωτογενών δαπανών του ΤΠ μπορούν να συμβάλουν στη μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβερνήσεως σε επίπεδα κάτω του 7,4% του ΑΕΠ το 2011, από 15,4% του ΑΕΠ το 2009. Μπορούν επίσης να συμβάλουν στη σταθεροποίηση του δημόσιου χρέους σε επίπεδα κάτω του 153% του ΑΕΠ από το 2011 και σε ταχεία μείωσή του στη συνέχεια. Συμβάλλουν δηλαδή στη δραστική προσαρμογή των αρχικών δεδομένων με βάση τα οποία εκτιμάται η δυναμική του δημόσιου χρέους στην Ελλάδα στη μεσο-μακροχρόνια περίοδο.

Δεύτερον, την υλοποίηση δραστικών μεταρρυθμίσεων σε πολλούς τομείς της ελληνικής οικονομίας, αλλά κυρίως στο Σύστημα Κοινωνικών Ασφαλίσεων (ΕΣΚΑ), στην εγχώρια αγορά εργασίας και στις αγορές προϊόντων (άνοιγμα των κλειστών επαγγελμάτων και ουσιαστική ενίσχυση του ανταγωνισμού), που οδηγούν αφενός σε ουσιαστική άνοδο του δυνητικού ρυθμού αναπτύξεως της οικονομίας και αφετέρου σε σημαντική βελτίωση των δημοσιονομικών προοπτικών της χώρας στις επόμενες δεκαετίες. Δίνουν, δηλαδή, τη δυνατότητα να συνεχιστεί με ικανοποιητικό ρυθμό η δημοσιονομική προσαρμογή και η τάση μειώσεως του δημόσιου χρέους της χώρας ως ποσοστό του ΑΕΠ και μετά το 2013, με προοπτική το δημόσιο χρέος να μειωθεί έγκαιρα κάτω του 100% του ΑΕΠ και να προσεγγίσει τελικά τον στόχο του 60% του ΑΕΠ, τον οποίο πρέπει να επιδιώκει κάθε χώρα μέλος της Ζώνης του ευρώ (ΖτΕ).

Το παρόν άρθρο αναφέρεται σε αυτή τη δεύτερη διάσταση, δηλαδή στην ανάλυση των πολιτικών που οδηγούν στην επίτευξη ικανοποιητικών ρυθμών αναπτύξεως και στην ουσιαστική εξισορρόπηση των μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων δημοσιονομικών προοπτικών της ελληνικής οικονομίας.

Το θέμα αυτό είναι πολύ σημαντικό, διότι η δημοσιονομική κρίση στην Ελλάδα εκδηλώθηκε μεν σε εκρηκτική μορφή το 2009-2010, αλλά η τάση για διόγκωση της ανισορροπίας στα δημόσια οικονομικά της χώρας προϋπήρχε, εξαιτίας κυρίως:

α) των μη βιώσιμων βασικών παραμέτρων και χαρακτηριστικών του ΕΣΚΑ, ιδιαίτερα υπό την επίπτωση της υπάρχουσας ταχείας τάσεως γηράνσεως του ελληνικού πληθυσμού, και

β) της υπέρμετρης ανελαστικότητας της αγοράς εργασίας της χώρας, ιδιαίτερα στον ευρύτερο δημόσιο τομέα της. Χωρίς τη λήψη δραστικών μέτρων για τη διόρθωση αυτών των σημαντικών ανισορροπιών και εμποδίων στην ανάπτυξη της χώρας, ήταν θέμα χρόνου το πότε η συνεχώς διευρυνόμενη δημοσιονομική ανισορροπία θα μετατρεπόταν σε πραγματική δημοσιονομική και οικονομική κρίση για την Ελλάδα. Αρκεί να σημειωθεί ότι οι επιχορηγήσεις των Ασφαλιστικών Ταμείων από τον κρατικό προϋπολογισμό αυξήθηκαν στα € 13,6 δισ. (5,7% του ΑΕΠ) το 2009, από € 3,9 δισ. (2,5% του ΑΕΠ) το 2002.

Ας θεωρήσουμε, για παράδειγμα, τις εκτιμήσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ) τον Αύγουστο του 2009 για τις μακροπρόθεσμες δημοσιονομικές προοπτικές της Ελλάδος χωρίς τις αναγκαίες μεταρρυθμίσεις στο ΕΣΚΑ και στην εγχώρια αγορά εργασίας (Πίνακας 1)[1]

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 ΔΝΤ (Αύγουστος 2009): Μακροχρόνιες δημοσιονομικές προοπτικές της Ελλάδος στην περίοδο 2010-2060

Ως % του ΑΕΠ	2009 Τελικό	2009 ΔΝΤ	2010-2019	2020-2029	2030-2039	2040-2049	2050-2059
Έσοδα Γεν. Κυβερνήσεως	37,8%	39,5%	40,6%	40,7%	40,7%	40,7%	40,7%
Πρωτογενείς Δαπάνες Γεν. Κυβ.	47,9%	39,7%	43,5%	46,8%	51,8%	55,8%	57,7%
Πρωτογενές Ισοζύγιο Γεν. Κυβ.	-10,1%	-0,2%	-2,9%	-6,1%	-11,1%	-15,1%	-17,0%
Πληρωμές τόκων	-5,3%	-4,8%	-5,8%	-7,6%	-10,6%	-16,0%	-26,1%
Έλλειμμα Γενικής Κυβερνήσεως	-15,4%	-5,0%	-8,7%	-13,7%	-21,7%	-31,1%	-43,1%
Ακαθ. Χρέος Γεν. Κυβερνήσεως	**126,8%**	**108,8%**	**153,0%**	**230,3%**	**368,2%**	**561,9%**	**794,8%**

Σημειώνεται ότι οι εκτιμήσεις αυτές υπέθεταν ότι το έλλειμμα της γενικής κυβερνήσεως το 2009 δεν θα υπερέβαινε το 5,0% του ΑΕΠ, αντί του 15,4% του ΑΕΠ που διαμορφώθηκε τελικά. Ωστόσο ακόμη και με αυτή την πολύ ευνοϊκή εκκίνηση, το ΔΝΤ προέβλεπε ότι, χωρίς δραστική μεταβολή πολιτικής (στο ΕΣΚΑ, στην αγορά εργασίας, αλλά και στη γενικότερη διαχείριση των οικονομικών του δημοσίου τομέα), η Ελλάδα βρισκόταν ήδη σε πορεία κατακόρυφης αυξήσεως του δημόσιου χρέους της, το οποίο θα ανερχόταν στο 153% του ΑΕΠ το 2019, στο 230% του ΑΕΠ το 2029, στο 562% το 2049 και στο 795% του ΑΕΠ το 2059. Επίσης, το έλλειμμα της γενικής κυβερνήσεως θα ανερχόταν στο 8,7% του ΑΕΠ μετά το 2019, στο 13,7% του ΑΕΠ το 2029 και άνω του 20% του ΑΕΠ το 2039, ενώ η Ελλάδα θα έφτανε να πληρώνει για τόκους άνω του 10% του ΑΕΠ στη δεκαετία του 2030, άνω του 16% του ΑΕΠ στη δεκαετία του 2050 και το 26,1% του ΑΕΠ το 2059.

Οι ανωτέρω προβολές στηρίζονται στην εκτιμώμενη εκρηκτική αύξηση των πρωτογενών δαπανών της γενικής κυβερνήσεως, λόγω των μεγάλων αυξήσεων των δαπανών για συντάξεις και για υγειονομική περίθαλψη στα πλαίσια της γηράνσεως του πληθυσμού, στο 56% του ΑΕΠ το 2049, από το 39,7% (45,4% τελικό) το 2009, με τα έσοδα της γενικής κυβερνήσεως να παραμένουν σταθερά στο 40,7% του ΑΕΠ στην περίοδο 2010-2060, από 39,7% του ΑΕΠ το 2009 (36,9% τελικό). Επίσης, στηρίζονται στην υπόθεση ότι η μέση ετήσια αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ της Ελλάδος δεν θα υπερβεί το 1,4% στη δεκαετία του 2010, το 1,3% στη δεκαετία του 2020, το 0,8% στη δεκαετία του 2030 και το 0,6% στη δεκαετία του 2040. Η αύξηση του αποπληθωριστή του ΑΕΠ εκτιμάται στο 2,0% και επομένως η μέση ετήσια αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ της Ελλάδος διαμορφώνεται στο 3,0% στην περίοδο 2010-2060, έναντι 6,3% στην περίοδο 1995-2009.

Χαμηλή ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας μετά το 2010 προβλέπεται και από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και, όπως αναλύεται στη συνέχεια του άρθρου, στηρίζεται σε υποθέσεις για μεγάλη μείωση της απασχολήσεως λόγω της γηράνσεως του πληθυσμού και για χαμηλό ρυθμό αυξήσεως της παραγωγικότητας της εργασίας (με την υπόθεση ότι το θεσμικό και οργανωτικό πλαίσιο της αγοράς εργασίας και της οικονομίας γενικότερα θα παρέμενε αμετάβλητο, όπως ήταν το 2009).

[1] International Monetary Fund (August 2009), Greece: Selected Issues, *IMF Country Report*, No. 09/245. Όπως σημειώθηκε και από τον Πλάτωνα Τήνιο, σε σχόλιό του για το παρόν άρθρο, οι προβολές για την εξέλιξη του πληθυσμού και της απασχολήσεως και ακόμη για τον ρυθμό αυξήσεως της παραγωγικότητας της εργασίας στην Ελλάδα και σε άλλες χώρες της ΕΕ-27, που χρησιμοποιεί το ΔΝΤ στις ανωτέρω εκτιμήσεις του, βασίζονται σε εργασίες της Economic Policy Committee της ΕΕ-27 που δημοσιεύθηκαν το 2009. Βλέπε για παράδειγμα, European Commission, 2009 Ageing Report, European Economy 2/2009. Ωστόσο, ολόκληρο το παρόν άρθρο στηρίζεται στα στοιχεία του Ageing Report, όπως αναλύεται στη συνέχεια.

Γενικά, ήταν γνωστό πολύ πριν από την εκδήλωση της τρέχουσας κρίσεως ότι τα δημόσια οικονομικά της χώρας μας δεν ήταν βιώσιμα. Ότι ακόμη και αν δεν είχαμε κρίση στην αγορά του δημόσιου χρέους το 2010, χωρίς τη λήψη δραστικών μέτρων και μεταρρυθμίσεων η κρίση θα εκδηλωνόταν λίγο αργότερα και θα ήταν το ίδιο επιβαρυντική για την οικονομία[2].

Όπως ήδη τονίστηκε, ήταν επίσης γνωστό ότι βασικές αιτίες αυτού του επερχόμενου δημοσιονομικού εκτροχιασμού ήταν οι ισχύουσες παράμετροι και πολιτικές που προσδιόριζαν τις εισφορές και τις παροχές του ΕΣΚΑ έως το 2009, σε συνδυασμό με την εκτιμώμενη τάση ταχείας γηράνσεως του ελληνικού πληθυσμού[3]. Οι δυσμενείς δε επιπτώσεις αυτών των τάσεων στα δημόσια οικονομικά της χώρας διογκώνονταν: α) Από την ουσιαστικά πλήρη ανελαστικότητα της εγχώριας αγοράς εργασίας τόσο στον ιδιωτικό τομέα, αλλά ιδιαίτερα στον δημόσιο τομέα[4]. β) Από την απουσία μιας κατάλληλης μεταναστευτικής πολιτικής στη χώρα[5]. Τα χαρακτηριστικά αυτά περιόριζαν επίσης δραστικά και τον δυνητικό ρυθμό αναπτύξεως της ελληνικής οικονομίας.

Ειδικότερα, η γήρανση του πληθυσμού και η αδυναμία σχεδιασμού και εφαρμογής μιας ενεργής μεταναστευτικής πολιτικής περιορίζουν την προσφορά εργασίας στη χώρα και τον ρυθμό αυξήσεως της απασχολήσεως. Από την άλλη πλευρά, η ανελαστικότητα και η μη ορθολογική λειτουργία της εγχώριας αγοράς εργασίας περιορίζει τον ρυθμό αυξήσεως της παραγωγικότητας της εργασίας. Ο συνδυασμός των δύο αυτών αρνητικών χαρακτηριστικών και εξελίξεων περιορίζει τον δυνητικό ρυθμό αναπτύξεως της ελληνικής οικονομίας, όπως φαίνεται και από τις υποθέσεις του ΔΝΤ που προαναφέρθηκαν. Στη συνέχεια, αναλύονται εκτενέστερα τα ανωτέρω σημαντικά χαρακτηριστικά και οι επιπτώσεις τους στην ελληνική οικονομία:

Η τάση γηράνσεως του ελληνικού πληθυσμού είναι εμφανής στο Διάγραμμα 1 με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Το ποσοστό του πληθυσμού ηλικίας άνω των 65 ετών στο σύνολο του εργαζόμενου πληθυσμού αυξάνεται από το 27,8% το 2008 στο 57,1% το 2060. Δηλαδή, το 2060 θα αντιστοιχούν λιγότεροι από 2 εργαζόμενοι για κάθε άτομο άνω των 65 ετών, έναντι 4 εργαζομένων για κάθε έναν ηλικιωμένο σήμερα.

---

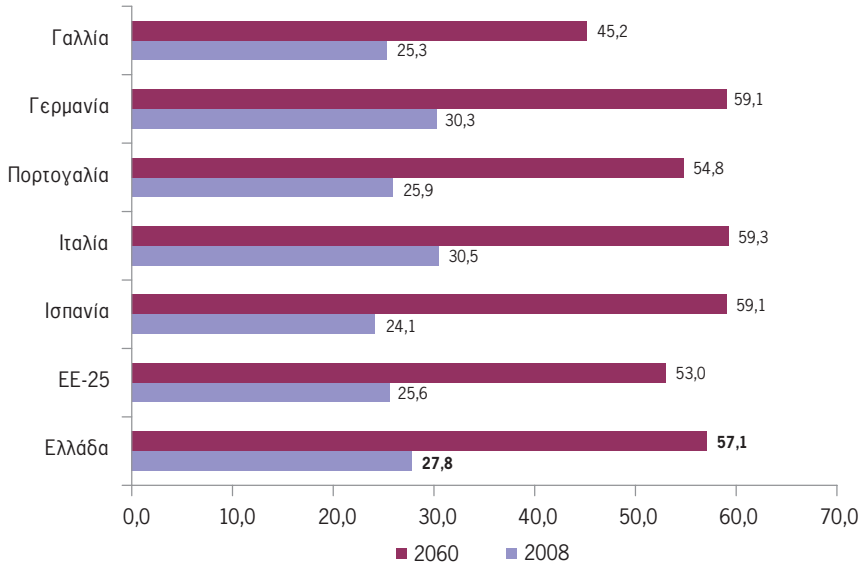
[2] Βλέπε: α) «Η Επανίδρυση του Κράτους: Ποιος φοβάται τον ανταγωνισμό;», *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 96. β) Alpha Bank (Φεβρουάριος 2009), «Η Έξοδος της Ελληνικής Οικονομίας από τη Διεθνή Κρίση στο πλαίσιο ενός νέου Αναπτυξιακού Προτύπου», *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 108. γ) Alpha Bank (Φεβρουάριος 2010), «Επανίδρυση του Κράτους και Δημοσιονομική Προσαρμογή: Η Ελληνική Μυθολογία!», *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 111. δ) Alpha Bank (Ιούνιος 2010), «Δημοσιονομική Προσαρμογή: Δυνατότητες Εξόδου από την Κρίση και Αναπτυξιακές Προοπτικές», *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 112.

[3] Βλέπε: α) Alpha Bank (Μάρτιος 2006), «Κοινωνική Ασφάλιση: Μεταρρύθμιση Τώρα!». *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 97. β) Alpha Bank (Ιούλιος 2007), «Χρηματοδότηση της Κοινωνικής Ασφαλίσεως: Πώς να πάρετε Σύνταξη χωρίς να Αποταμιεύετε!», *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 102. γ) Alpha Bank (Ιούλιος 2010), «Δημογραφικές Αλλαγές: Το νέο Κοινωνικοοικονομικό Περιβάλλον», *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 112.

[4] Βλέπε Alpha Bank (Δεκέμβριος 2006), «Η Προστασία της Απασχόλησης: Ο Δρόμος προς την Ανεργία είναι στρωμένος με καλές προθέσεις», *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 96.

[5] Βλέπε Alpha Bank (Ιούνιος 2010), «Μετανάστευση: Ο ρόλος της αγοράς εργασίας και η υπέρμετρη προστασία των κλειστών επαγγελμάτων», *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 112.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 Ποσοστό εξαρτήσεως – γήρατος (65+/(15+64)



ΠΗΓΗ: European Commission (2009), "The 2009 Ageing Report", European Economy

Το φαινόμενο της γηράνσεως δεν αφορά μόνο την Ελλάδα, αλλά και τις περισσότερες ανεπτυγμένες χώρες, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1. Οφείλεται δε στις ακόλουθες εξελίξεις:

α) Στην τάση μειώσεως του ποσοστού γονιμότητας στην Ελλάδα, στα 1,41 παιδιά ανά γυναίκα στα τέλη της δεκαετίας του 2000 (από 2,32 παιδιά ανά γυναίκα στην πενταετία 1970-1975), ενώ η σταθεροποίηση του πληθυσμού απαιτεί 2,1 παιδιά ανά γυναίκα.

β) Στην τάση ταχείας αυξήσεως του προσδόκιμου ορίου ζωής στην Ελλάδα και στις άλλες χώρες της ΕΕ-27, αλλά και στον κόσμο. Ειδικότερα στην Ελλάδα το προσδόκιμο όριο ζωής αυξήθηκε από τα 65,9 έτη στην 5ετία 1950-1955, στα 78,1 έτη στην 5ετία 2000-2005 και αναμένεται να αυξηθεί στα 81,4 έτη στην 5ετία 2020-2025.

γ) Στην επιβράδυνση των μεταναστευτικών εισροών, ιδιαίτερα στην Ελλάδα. Σημειώνεται ότι στις ανωτέρω εκτιμήσεις για τη γήρανση του πληθυσμού από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή γίνεται η υπόθεση ότι η καθαρή εισροή μεταναστών στην Ελλάδα θα συνεχιστεί κατά 30-40 χιλ. ετησίως έως το 2060. Χωρίς αυτή την εισροή, η γήρανση στη χώρα μας θα λάβει πολύ μεγαλύτερες διαστάσεις (European Commission, 2009 Ageing Report, European Economy 2/2009).

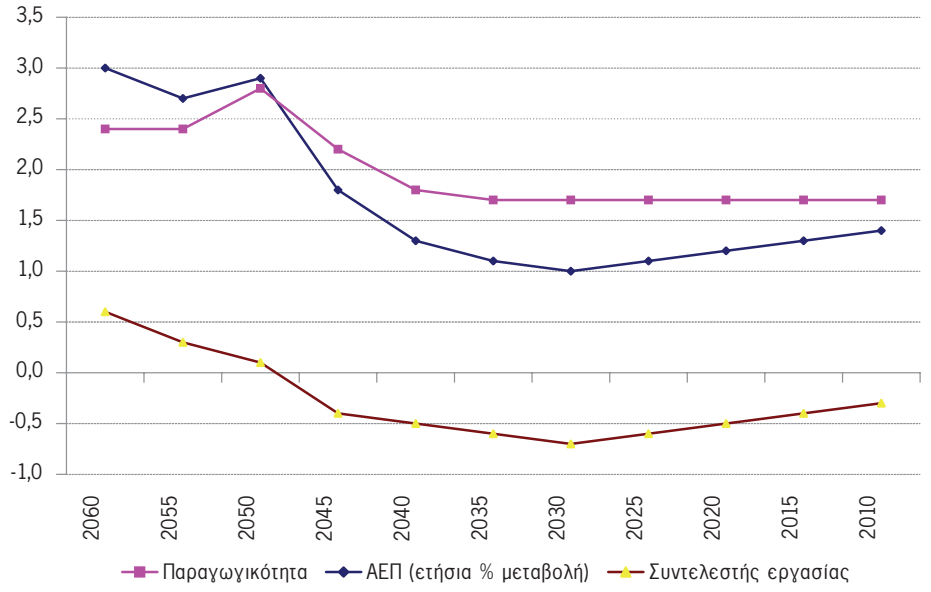
Γενικά, η γήρανση του πληθυσμού μπορεί να περιοριστεί ή να αποτραπεί από την προσέλκυση ενός συγκεκριμένου αριθμού ετήσιας καθαρής εισροής μεταναστών. Ωστόσο, όπως αναλύεται στο άρθρο για τη «Μετανάστευση: Ο Ρόλος της Αγοράς Εργασίας και η Προστασία των Κλειστών Επαγγελμάτων» (Alpha Bank, Οικονομικό Δελτίο, Ιούνιος 2010, Τεύχος 112), η Ελλάδα δεν φαίνεται να διαθέτει μια σαφή και εφαρμόσιμη μεταναστευτική πολιτική, η οποία να προσδιορίζει αφενός τον αριθμό της καθαρής εισροής μεταναστών που επιθυμούμε να έχουμε σε ετήσια βάση και, αφετέρου, τις κατηγορίες των μεταναστών που επιθυμούμε να προσελκύσουμε στην Ελλάδα. Επιπλέον, μια τέτοια πολιτική φαίνεται δύσκολο να σχεδιαστεί και να εφαρμοστεί στην Ελλάδα, αφού αφενός δεν υπάρχει ουσιαστικά έως σήμερα νόμιμη εισροή μεταναστών, αλλά κυρίως λαθρομετανάστευση και εισροή ανειδίκευτης εργασίας και, αφετέρου, δεν υπάρχει πολιτική που να προωθεί την εισροή υπηκόων άλλων χωρών για σπουδές, ούτε την εισροή εξειδικευμένων εργαζομένων και επιστημόνων για εργασία στην Ελλάδα.

Επομένως, η γήρανση στην Ελλάδα δεν φαίνεται να μπορεί να περιοριστεί με τη μετανάστευση, με βάση τις ισχύουσες πολιτικές, παρά το ότι έχει πολύ αρνητικές επιπτώσεις στην ανάπτυξη της οικονομίας αλλά και στο σύστημα κοινωνικών ασφαλίσεων και στα δημόσια οικονομικά της χώρας στη μεσο-μακροχρόνια περίοδο[6].

Ειδικότερα, η γήρανση μειώνει τον ρυθμό αυξήσεως του ΑΕΠ της χώρας, διότι μειώνει το εργατικό δυναμικό και την απασχόληση. Επίσης, η υπέρμετρη ανελαστικότητα της αγοράς εργασίας εμποδίζει όσο τίποτε άλλο την επίτευξη υψηλών ρυθμών αυξήσεως της παραγωγικότητας της εργασίας, περιορίζοντας ακόμη περισσότερο τον ρυθμό αναπτύξεως της οικονομίας.

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 2, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υποθέτει σημαντική πτώση της απασχολήσεως στην Ελλάδα μετά το 2025, κατά μέσο ετήσιο ρυθμό -0,4% στην περίοδο 2025-2029, -0,5% στην περίοδο 2030-2034, -0,6% στην περίοδο 2035-2039 και -0,7% στην περίοδο 2040-2044. Επίσης, προβλέπει πτώση του ρυθμού αυξήσεως της παραγωγικότητας της εργασίας στην Ελλάδα στο 2,2% στην περίοδο 2025-2029 και στο 1,7% στην περίοδο 2030-2060, από 3,1% στην περίοδο 1997-2001, 2,4% στην περίοδο 2002-2006 και 2,5% στην περίοδο 2007-2008.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 Επιπτώσεις της γηράνσεως του πληθυσμού στον δυνητικό ρυθμό αυξήσεως του ΑΕΠ



ΠΗΓΗ: European Commission (2009), "The 2009 Ageing Report", European Economy

Με αυτές τις υποθέσεις η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (και το ΔΝΤ) εκτιμούν τη μέση ετήσια αύξηση του ΑΕΠ στην Ελλάδα στο 3,0% στην περίοδο 2006-2010 (δεν είχε συμβεί και δεν είχαν προβλεφθεί οι επιπτώσεις της παγκόσμιας οικονομικής κρίσεως και της εγχώριας κρίσεως δημόσιου χρέους), στο 2,7% στην περίοδο 2011-2015, στο 2,9% στην περίοδο 2016-2020, στο 1,8% στην περίοδο 2021-2025 και σε επίπεδα κάτω του 1,4% ετησίως στην περίοδο 2026-2060[7]. Αυτή η χαμηλή ανάπτυξη και η πτώση της απασχολήσεως μετά το

[6] Βέβαια, μετά τη μεγάλη ύφεση στην οποία περιήλθε η ελληνική οικονομία το 2009-2010, η οποία αναμένεται να συνεχιστεί και το 2011, με μεγάλη πτώση της απασχολήσεως και αύξηση της ανεργίας στο 12,6% του εργατικού δυναμικού το 2010 και στο 15,2% το 2011, έχουν δημιουργηθεί συνθήκες όπου, η αναμενόμενη ανάκαμψη της οικονομίας από το 2012 θα ενισχυθεί και από τη σταδιακή επανα-ενεργοποίηση του διαθεσίμου – ανέργου εργατικού δυναμικού, με σημαντική αύξηση της απασχολήσεως (αλλά και της παραγωγικότητας της εργασίας) στην περίοδο 2013-2020.

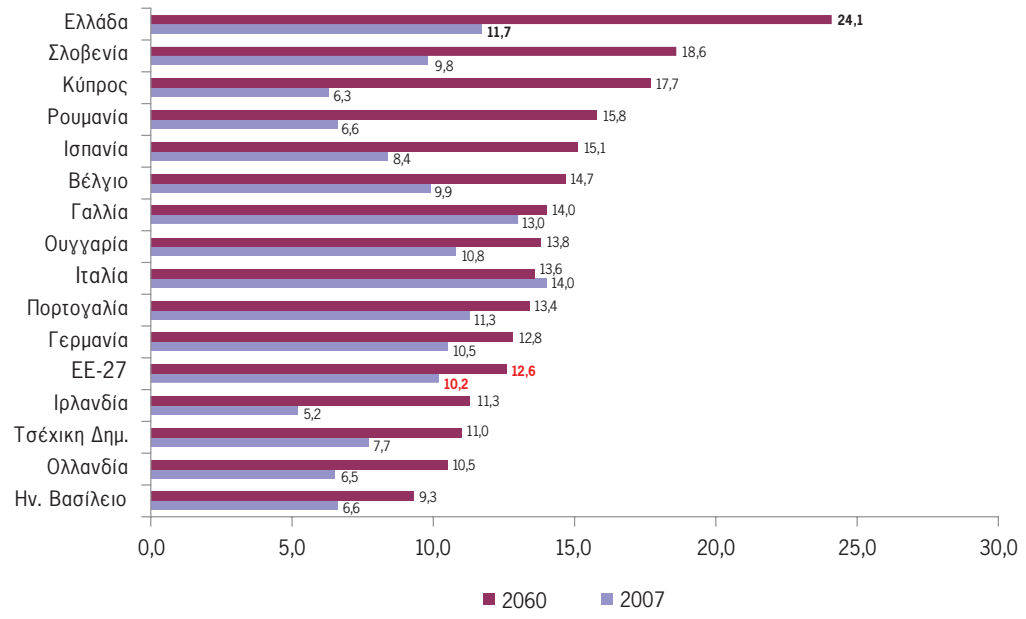
[7] Όπως είναι γνωστό, η μέση ετήσια αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ στην Ελλάδα στην περίοδο 2006-2010 διαμορφώθηκε τελικά στο 0,8%, λόγω της μεγάλης πτώσης του ΑΕΠ κατά -2,3% το 2009 και κατά -4,3% το 2010. Επίσης, χαμηλότερη από το 2,7% αναμένεται να είναι η μέση ετήσια αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ της χώρας στην περίοδο 2011-2015.

2015, εάν πράγματι αφεθούν να επαληθευτούν στην πράξη, αφενός δεν επιτρέπουν την αύξηση των φορολογικών εσόδων και των εσόδων από εισφορές ασφαλισμένων και, αφετέρου, συμβάλλουν στη διόγκωση των δαπανών για συντάξεις και για υγειονομική περίθαλψη και των ελλειμμάτων του ΕΣΚΑ και, συνεπώς, στην ταχεία αύξηση των πρωτογενών δαπανών της γενικής κυβερνήσεως ως ποσοστό του ΑΕΠ στις επόμενες δεκαετίες, όπως αναφέρθηκε και για τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ (Πίνακας 1).

Ειδικότερα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στις εκτιμήσεις της για την Ελλάδα το 2009, υποθέτει ότι δεν θα υπάρξει μεταρρύθμιση της αγοράς εργασίας και του Ασφαλιστικού Συστήματος σε ολόκληρη την περίοδο 2010-2060. Αυτό εξηγεί αρχικά τις υποθέσεις της Επιτροπής ότι η αύξηση των ποσοστών απασχολήσεως στην Ελλάδα στις επόμενες δεκαετίες θα είναι ελάχιστη ή μηδενική, επιτρέποντας την ταχεία μείωση της απασχολήσεως λόγω της γηράνσεως και της μειώσεως του πληθυσμού και της μειώσεως του εργατικού δυναμικού. Επίσης, η υπόθεση ότι η αγορά εργασίας στην Ελλάδα θα εξακολουθούσε να λειτουργεί έως το 2060, όπως λειτουργούσε έως το 2009, δικαιολογεί την εκτίμηση της Επιτροπής ότι ο ρυθμός αυξήσεως της παραγωγικότητας της εργασίας στην Ελλάδα θα μειωθεί σημαντικά στις επόμενες δεκαετίες. Τέλος, στην ίδια περίοδο που η οικονομία θα χαρακτηρίζεται από εξαιρετικά χαμηλή ανάπτυξη (σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Επιτροπής), οι δημόσιες δαπάνες για συντάξεις και υγειονομική περίθαλψη θα αυξάνονται με ταχύτατους ρυθμούς, λόγω κυρίως των παραμέτρων του ΕΣΚΑ (όπως ίσχυαν έως το 2009) και της γηράνσεως.

Με αυτά τα δεδομένα, η Επιτροπή εκτιμούσε το 2009 ότι η γήρανση του πληθυσμού στην Ελλάδα με τις ισχύουσες τότε παραμέτρους του ΕΣΚΑ θα οδηγούσε σε αύξηση των δημοσίων δαπανών για συντάξεις στο 24,1% του ΑΕΠ το 2060, από 11,7% του ΑΕΠ το 2007, δηλαδή κατά 12,4 π.μ. του ΑΕΠ (Διάγραμμα 3). Επίσης, εκτιμούσε αύξηση των δαπανών για υγειονομική περίθαλψη κατά 1,4 π.μ. του ΑΕΠ και αύξηση των δαπανών για μακροχρόνια φροντίδα των ηλικιωμένων κατά 2,2 π.μ. του ΑΕΠ. Συνολικά, εκτιμούσε ότι η γήρανση στην Ελλάδα θα οδηγούσε σε αύξηση των δημοσίων δαπανών κατά 15,6 π.μ. του ΑΕΠ, πολύ μεγαλύτερη από όλες τις άλλες χώρες της ΕΕ-27.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 Επίπτωση της γηράνσεως του πληθυσμού στην αύξηση των δημοσίων δαπανών για συντάξεις



ΠΗΓΗ: European Commission (2009), "The 2009 Ageing Report", European Economy

Αυτά τα στοιχεία χρησιμοποίησε το ΔΝΤ για να καταλήξει στην προαναφερθείσα εκτίμησή του (Πίνακας 1) ότι η εξέλιξη του δημόσιου χρέους στην Ελλάδα στις επόμενες δεκαετίες θα είναι εκρηκτικά αυξητική.

Σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες οι επιπτώσεις της γηράνσεως στις δημόσιες δαπάνες έχουν ήδη περιοριστεί δραστικά με κατάλληλη προσαρμογή των βασικών παραμέτρων των Συστημάτων Κοινωνικής Ασφαλίσεως. Έτσι, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμούσε τη μέση αύξηση των δημοσίων δαπανών για συντάξεις στην ΕΕ-27 έως το 2060 μόνο στις 2,5 π.μ. του ΑΕΠ, έναντι των 12,4 π.μ. στο ΑΕΠ που ήταν η εκτίμησή της για την Ελλάδα. Βέβαια, οι μεταρρυθμίσεις στα κρατικά ασφαλιστικά συστήματα πολλών χωρών (π.χ. στη Γαλλία) συνεχίζονται, με την ουσιαστική, ωστόσο, μεταρρύθμιση να λαμβάνει χώρα το 2010 στην Ελλάδα, όπως αναλύεται στη συνέχεια.

Παράγοντες ανισορροπίας του ΕΣΚΑ: Στην Ελλάδα η προσαρμογή του Ασφαλιστικού Συστήματος στα δεδομένα που προέκυπταν από τη γήρανση δεν είχε πραγματοποιηθεί έως τον Ιούνιο του 2010. Το ΕΣΚΑ εξακολουθούσε να έχει τα χαρακτηριστικά που συνέβαλαν στον δημοσιονομικό εκτροχιασμό της χώρας, τα κυριότερα από τα οποία ήταν τα ακόλουθα:

Η θεωρούμενη εγγύηση του κράτους για πληρωμή όλων των συντάξεων, τόσο των χαμηλόμισθων όσο και των εξαιρετικά υψηλόμισθων. Το ΕΣΚΑ ήταν κατ' όνομα μόνο σύστημα κοινωνικών ασφαλίσεων, αφού λειτουργούσε σε μεγάλο βαθμό για να πληρώνονται με χρήματα των φορολογουμένων υπέρμετρα υψηλές συντάξεις (ακόμα και επικουρικές και εφάπαξ) των ασφαλισμένων στα ευγενή ταμεία, κυρίως του ευρύτερου δημοσίου τομέα και όχι μόνο.

Τα πολύ χαμηλά όρια συνταξιοδοτήσεως, ιδιαίτερα πολλών ειδικών κατηγοριών εργαζομένων. Η χώρα σήμερα είναι πλήρης από συνταξιούχους (άνδρες και γυναίκες) σε ηλικία 58 ετών, πολλοί από τους οποίους έχουν συνταξιοδοτηθεί πριν από τρία, τέσσερα, πέντε ή ακόμη και δέκα έτη. Είναι χαρακτηριστικό ότι στην πρόσφατη μεταρρύθμιση του ΕΣΚΑ, η Κυβέρνηση κατηγορήθηκε ότι αυξάνει τα όρια συνταξιοδοτήσεως σε ορισμένες κατηγορίες εργαζομένων στο Δημόσιο έως και κατά 15 έτη.

Η υψηλή εισφοροδιαφυγή και η ανυπαρξία κινήτρων για μακροχρόνια ασφάλιση. Όσον αφορά τους συνταξιούχους του Ιδρύματος Κοινωνικών Ασφαλίσεων (ΙΚΑ) και του Οργανισμού Ασφαλίσεως Ελευθέρων Επαγγελματιών (ΟΑΕΕ), η ανασφάλιστη εργασία για μεγάλο μέρος του εργαζόμενου βίου του ασφαλισμένου και η συνταξιοδότησή του με πολύ λίγα έτη πραγματικής ασφαλίσεώς του, έχει καταστεί θεσμός στη χώρα. Έτσι, ακόμη και οι πολύ χαμηλές συντάξεις που δίνονται από τους οργανισμούς αυτούς είναι σε μεγάλο βαθμό αποτέλεσμα της πολύ χαμηλής συνταξιοδοτικής αποταμιεύσεως του κάθε ασφαλισμένου. Δεδομένου ότι η σύνταξη στα 65 έτη ήταν σχεδόν ίδια για 25 και για 40 έτη ασφαλίσεως δεν υπήρχε κίνητρο για επιδίωξη από τους εργαζομένους της ασφαλίσεώς τους για όσο το δυνατό περισσότερα έτη. Από την άλλη πλευρά, ήδη εκτιμάται ότι οι ανείσπρακτες ασφαλιστικές εισφορές ασφαλισμένων στα κυριότερα Ασφαλιστικά Ταμεία υπερβαίνουν τα € 15 δις.

Το υψηλό ποσοστό αναπληρώσεως των συντάξεων με πολύ ασθενή διασύνδεση των παροχών με τις εισφορές του κάθε εργαζομένου. Σε πολλές περιπτώσεις οι εγγυημένες από το κράτος συντάξεις υπερέβαιναν ακόμη και το 100% του μισθού στον οποίο επιβάλλονταν οι εισφορές, τόσο για τους χαμηλόμισθους όσο και για τους υψηλόμισθους ασφαλισμένους.

Το σύστημα καλύψεως των δαπανών υγειονομικής περιθάλψεως των ασφαλισμένων στα Ταμεία οδήγησε σε κατακόρυφη (και μη βιώσιμη) άνοδο των δαπανών των ταμείων για την υγειονομική περίθαλψη.

Η πολιτική αυξήσεων των συντάξεων από το κράτος στα πλαίσια της ετήσιας εισοδηματικής πολιτικής με ποσοστά υψηλότερα από την αύξηση των μισθών, συνέβαλε στη συνεχή άνοδο των ποσοστών αναπληρώσεως των συντάξεων, ιδιαίτερα στα ευγενή Ταμεία των υψηλόμισθων υπαλλήλων.

Αυτά τα χαρακτηριστικά του ΕΣΚΑ το έκαναν εμφανώς μη βιώσιμο. Ήδη, οι πληρωμές για συντάξεις ανέρχονταν άνω του 12,0% του ΑΕΠ το 2009 και ήταν υπερβολικά υψηλές σε σχέση με πολλές άλλες χώρες της ΕΕ-27 (Ιρλανδία: 5,2%, Κύπρος: 6,3%, Ηνωμένο Βασίλειο: 6,6%, Νορβηγία: 8,9%, Σουηδία: 9,5%, Ολλανδία: 6,5%, Ισπανία: 8,4%, κ.ά.), ή σε σχέση με πολλές ανταγωνίστριες της Ελλάδος χώρες εκτός της ΕΕ-27. Είναι χαρακτηριστικό ότι οι ανωτέρω μεγάλες ανισορροπίες του ΕΣΚΑ συνέβαλαν στην τρέχουσα δημοσιονομική εκτροπή, παρά το ότι η μέση ετήσια αύξηση των ασφαλιστικών εισφορών κατά 8,5% στη δεκαετία του 2000 (λόγω και της εντάξεως των μεταναστών) ήταν πολύ ικανοποιητική. Είναι ευνόητο, ότι με τις ανωτέρω

παραμέτρους οι ανισορροπίες του συστήματος θα διογκώνονταν στις επόμενες δεκαετίες κατά τις οποίες η απασχόληση στην οικονομία και κατά συνέπεια οι ασφαλιστικές εισφορές θα έχουν ταχεία πτωτική πορεία[8].

Γενικά, σε χώρες με τόσο έντονη τάση γηράνσεως του πληθυσμού, όπως η Ελλάδα, οι μελλοντικοί συνταξιούχοι δεν μπορεί να βασίζονται στους μελλοντικούς εργαζόμενους για να εξασφαλίσουν τις συντάξεις τους. Στα συστήματα αυτά απαιτείται συγκέντρωση ικανοποιητικής συνταξιοδοτικής αποταμιεύσεως από την τρέχουσα περίοδο, είτε από τα ίδια τα Ταμεία (όταν είναι αυτοδύναμα και αυτοχρηματοδοτούμενα και δεν προσφεύγουν στο κράτος για κάλυψη των ελλειμμάτων τους), ή από το κράτος όταν αυτό αναλαμβάνει (είτε με σαφείς νομοθετικές δεσμεύσεις ή με προφορικές εγγυήσεις των κυβερνήσεων) την κάλυψη των ελλειμμάτων των Ταμείων. Αντί αυτού, όμως, στην Ελλάδα έως σήμερα, ενώ το Ελληνικό Δημόσιο εμφανίζεται να εγγυάται την κάλυψη των μεγάλων μελλοντικών ελλειμμάτων του συνόλου σχεδόν των ασφαλιστικών ταμείων της χώρας, επιβαρύνεται ταυτόχρονα με δημόσια χρέη τόσο υψηλά ώστε να φτάσουμε ακόμη και στη μεγάλη κρίση δημόσιου χρέους του 2010.

2. Η μεγάλη σημασία των πρόσφατων μεταρρυθμίσεων

Οι μεταρρυθμίσεις στο ΕΣΚΑ και στην αγορά εργασίας και προϊόντων, που θεσμοθετήθηκαν ήδη το 2010 και θα τεθούν σε εφαρμογή από τα επόμενα έτη, σταθεροποιούν ουσιαστικά το ανωτέρω πλαίσιο και τις μακροπρόθεσμες δημοσιονομικές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας.

Σχετικά με τις εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το κόστος της γηράνσεως στην ανάπτυξη και στις δαπάνες για συντάξεις και για υγειονομική περίθαλψη στην Ελλάδα, στην παρούσα εργασία σημειώνονται τα ακόλουθα:

Πρώτον, οι προαναφερθείσες αρνητικές επιπτώσεις της γηράνσεως στην απασχόληση και στην ανάπτυξη μπορούν να περιοριστούν ουσιαστικά στις επόμενες δύο δεκαετίες. Η Ελλάδα μπορεί να αποφύγει τη μείωση της απασχολήσεως έως το 2030, αφενός μεν με μια πιο ολοκληρωμένη μεταναστευτική πολιτική (βλέπε Alpha Bank, Ιούνιος 2010) και, αφετέρου, με την αύξηση του ποσοστού απασχολήσεως, ιδιαίτερα των νέων ηλικίας 15-29 ετών, των γυναικών και των ηλικιωμένων άνω των 55 ετών. Σε όλες αυτές τις περιπτώσεις το ποσοστό απασχολήσεως (ή συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό) είναι πολύ χαμηλό στην Ελλάδα και δύναται να αυξηθεί σημαντικά με τις κατάλληλες πολιτικές. Προς αυτήν την κατεύθυνση συμβάλλουν οι πρόσφατες σημαντικές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας και στο ΕΣΚΑ που ήδη έγιναν νόμοι του κράτους. Οι μεταρρυθμίσεις στο ΕΣΚΑ αποτρέπουν την πρόωρη και υπερβολικά γενναιόδωρη συνταξιοδότηση, ενώ με την ελαστικοποίηση της αγοράς εργασίας, τη μείωση του κατώτατου ημερομισθίου και τη διευκόλυνση των προσλήψεων και των απολύσεων διευκολύνεται η αύξηση της απασχολήσεως των νέων, των γυναικών και των ηλικιωμένων.

Δεύτερον, η ελαστικοποίηση και η εκλογίκευση της λειτουργίας της αγοράς εργασίας δίνει μεγαλύτερη δυνατότητα στις επιχειρήσεις:

(α) για καλύτερη διευθέτηση του χρόνου εργασίας των εργαζομένων τους σύμφωνα με τις διακυμάνσεις της ζητήσεως για τα προϊόντα της κάθε επιχειρήσεως,

[8] Τα ανωτέρω αποτελούν περίληψη των αναλύσεων για τις μεγάλες διαρθρωτικές αδυναμίες και ανισορροπίες και για τη μη βιωσιμότητα του ΕΣΚΑ που έχουν παρουσιαστεί στο *Οικονομικό Δελτίο* της Alpha Bank από το 2002 έως και πρόσφατα (βλέπε τα άρθρα για το Ασφαλιστικό που προαναφέρθηκαν). Εξηγούν ακριβώς το γεγονός ότι το πρόβλημα της κοινωνικής ασφαλίσεως στην Ελλάδα *προϋπήρχε* της γηράνσεως του πληθυσμού και δεν έχει αποκλειστικά δημογραφική πηγή. Βλέπε επίσης, Π. Τήνιος 2010, «Ασφαλιστικό: Μια μέθοδος ανάγνωσης», εκδόσεις Κριτική. Η γήρανση του πληθυσμού έπαιξε κάποιον ρόλο στην επιδείνωση του συστήματος στο παρελθόν, αλλά όχι δεσπόζοντα ρόλο, λόγω και της θετικής επιπτώσεως της εισόδου στο σύστημα των νομιμοποιημένων μεταναστών. Επίσης, όπως αναλύεται στη συνέχεια του άρθρου, οι επιπτώσεις από τη γήρανση του πληθυσμού μπορεί να αντισταθμιστούν στις επόμενες δύο δεκαετίες με: α) τη μείωση της ανεργίας που δημιουργήθηκε από την κρίση, β) την αύξηση των ποσοστών απασχολήσεως των νέων, των γυναικών και των εργαζομένων άνω των 55 ετών, και γ) με μια σωστά σχεδιασμένη μεταναστευτική πολιτική. Ωστόσο, μετά το 2030 η γήρανση λαμβάνει μεγάλες διαστάσεις και δεν θα μπορούσε να συνυπάρξει με ένα εξαιρετικά γενναιόδωρο σύστημα συνταξιοδοτήσεως στο οποίο οι συντάξεις των συνταξιούχων πληρώνονται από τους εργαζομένους της τρέχουσας περιόδου (pay as you go).

(β) να πραγματοποιούν νέες προσλήψεις εργαζομένων με την εκλογίκευση της δυνατότητάς τους για απολύσεις, και

(γ) να κάνουν ευρύτερη χρήση της μερικής απασχολήσεως, σύμφωνα με τις ανάγκες τους, κ.ά.

Οι δυνατότητες αυτές των επιχειρήσεων μπορεί να συμβάλλουν και στην ταχύτερη αύξηση των επενδύσεων (με προσέλκυση και επενδύσεων από το εξωτερικό) και κατά συνέπεια στην ταχύτερη αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας και στην επίτευξη υψηλότερων ρυθμών αυξήσεως του ΑΕΠ της χώρας.

Τρίτον, η μεταρρύθμιση των βασικών παραμέτρων του ΕΣΚΑ συμβάλλει άμεσα στην αποκατάσταση μιας βιώσιμης σχέσεως μεταξύ των εισφορών και παροχών του κάθε ασφαλισμένου στο σύστημα και στη σημαντική μείωση της επιπτώσεως της γηράνσεως του πληθυσμού στις δημόσιες δαπάνες για συντάξεις έως το 2060, από το 12,4% του ΑΕΠ (που εκτιμούσε έως τώρα η Ευρωπαϊκή Επιτροπή) στο 2,5% του ΑΕΠ. Επίσης, η προωθούμενη μεταρρύθμιση του συστήματος υγείας στην Ελλάδα μπορεί να οδηγήσει σε σημαντική αύξηση των υπηρεσιών υγείας που προσφέρονται από το σύστημα και στην επίσης ουσιαστική μείωση της επιπτώσεως της γηράνσεως του πληθυσμού στην αύξηση των κρατικών δαπανών για υγειονομική περίθαλψη στις επόμενες δεκαετίες.

Όσον αφορά τα μέτρα για την ελαστικοποίηση και την εκλογίκευση της λειτουργίας της αγοράς εργασίας συμπεριλαμβάνουν:

α) Τη σημαντική αύξηση του ποσοστού των μηνιαίων ομαδικών απολύσεων που μπορεί να πραγματοποιήσει κάθε επιχείρηση και τη μείωση των αποζημιώσεων που πληρώνουν οι επιχειρήσεις για απολύσεις εργαζομένων τους έως και κατά 50%.

β) Την επέκταση της περιόδου κατά την οποία κάποιος νεοπροσλαμβανόμενος είναι υπό εξέταση, από 3 μήνες σε 12 μήνες.

γ) Τη μείωση του κατώτατου μισθού των νεοπροσλαμβανόμενων κατά 16% και τη μείωση του κόστους των υπερωριών κατά περίπου 20%.

(δ) Τη ρύθμιση σύμφωνα με την οποία οι συμφωνίες που υπογράφονται μεταξύ των εργοδοτών και των εργαζομένων σε επίπεδο επιχειρήσεως μπορεί να προβλέπουν αυξήσεις μισθών κατώτερες από αυτές που προβλέπουν οι συμφωνίες που υπογράφονται σε επίπεδο κλάδου, αλλά όχι κατώτερες από την εθνική συλλογική σύμβαση εργασίας.

ε) Τη ρύθμιση για εξειδικευμένες τοπικές συμφωνίες σε περιφέρειες με υψηλή ανεργία, στις οποίες θα μπορεί να προσδιορίζονται κατώτατοι μισθοί κάτω από τον εθνικό κατώτατο μισθό για νεοεισερχόμενους στην αγορά εργασίας.

στ) Τη ρύθμιση των θεμάτων που αφορούν τη διαιτησία στις συλλογικές διαπραγματεύσεις μεταξύ εργοδοτών και εργατικών συνδικάτων για τον κατώτατο μισθό με βάση τις αρχές της συμμετρίας και της διαφάνειας. Αυτή η ουσιαστική εκλογίκευση της λειτουργίας της αγοράς εργασίας συνεπάγεται:

- την αποκατάσταση της δυνατότητας των εργοδοτών να προσλαμβάνουν εργαζομένους σύμφωνα με τις ανάγκες τους και σε χαμηλότερο κόστος από τον σχετικά υψηλό κατώτατο μισθό,
- τη δυνατότητα των εργαζομένων για παραγωγική απασχόληση, αφού οι προσλήψεις καθίστανται σημαντικά ευκολότερες,
- την αύξηση των ποσοστών απασχολήσεως και του εργατικού δυναμικού, ιδιαίτερα στους νέους,
- την αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας, αφού οι εργαζόμενοι δεν θα είναι απολύτως εξασφαλισμένοι στις θέσεις εργασίας τις οποίες κατέχουν και, επομένως,
- την αύξηση της ανταγωνιστικότητας και του δυνητικού ρυθμού αναπτύξεως της οικονομίας.

Με την εφαρμογή των νέων ρυθμίσεων, η ελληνική οικονομία θα ανακάμψει γρηγορότερα από τη σημερινή κρίση και θα μπορεί να σημειώσει πολύ χαμηλότερο ρυθμό πτώσης της απασχολήσεως μετά το 2025 από ό,τι

είχε εκτιμηθεί το 2009 από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Μάλιστα, με τη σημαντική βελτίωση της λειτουργίας της αγοράς εργασίας που συνεπάγονται οι ανωτέρω ρυθμίσεις, ο ρυθμός αυξήσεως της απασχολήσεως μπορεί να είναι θετικός στην Ελλάδα τουλάχιστον στην περίοδο 2011-2030. Τέλος, η δυνατότητα των επιχειρήσεων για καλύτερη διαχείριση του εργατικού τους δυναμικού μπορεί να οδηγήσει έγκαιρα σε υψηλότερο ρυθμό αυξήσεως της παραγωγικότητας της εργασίας από τις προαναφερθείσες προβλέψεις της Επιτροπής.

Για τους ανωτέρω λόγους, οι δραστικές μεταρρυθμίσεις του Ασφαλιστικού Συστήματος και της αγοράς εργασίας που θεσπίστηκαν το 2010 και θα τεθούν σε εφαρμογή κατά τα επόμενα έτη είναι απολύτως αναγκαίες και αναμένεται να συμβάλουν καταλυτικά στη διόρθωση των σημαντικών βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων δημοσιονομικών ανισορροπιών της ελληνικής οικονομίας.

Όσον αφορά την εκ βάθρων μεταρρύθμιση του ΕΣΚΑ αυτή γενικά συνίσταται:

α) στον εξορθολογισμό των ορίων συνταξιοδοτήσεως και των ποσοστών αναπληρώσεως των συντάξεων σε όλες τις κατηγορίες των ασφαλισμένων, και

β) στην ουσιαστική αποκατάσταση της διασυνδέσεως μεταξύ των εισφορών και των παροχών του κάθε ασφαλισμένου, με ενίσχυση των κινήτρων για άμεση ένταξη όλων των εργαζομένων στο ασφαλιστικό σύστημα (αφού το κύριο μέρος της συντάξεως θα προσδιορίζεται σε συνάρτηση με το ύψος των εισφορών).

Η μεταρρύθμιση του ΕΣΚΑ αλλάζει δραστικά τις βασικές παραμέτρους του συστήματος και αίρει σε μεγάλο βαθμό τα χαρακτηριστικά ανισορροπίας που οδηγούσαν στον δημοσιονομικό εκτροχιασμό. Από το 2015 η ηλικία συνταξιοδοτήσεως καθορίζεται για όλους τους ασφαλισμένους στα 65 έτη, ενώ μπορεί να αυξηθεί περαιτέρω σε συνάρτηση με την αύξηση του προσδόκιμου ορίου ζωής μετά το 2020. Για συνταξιοδότηση πριν από την ηλικία των 65 ετών απαιτείται χρόνος ασφαλίσεως 40 ετών και ηλικία τουλάχιστον 60 ετών. Για συνταξιοδότηση σε ηλικία κάτω των 65 ετών με λιγότερα από 40 έτη ασφαλίσεως επιβάλλεται ποινή μειώσεως της συντάξεως κατά 6% ετησίως. Το ύψος της συντάξεως μετά το 2015 προσδιορίζεται σε μεγάλο βαθμό από το ύψος των εισφορών που έχει καταβάλει κάθε ασφαλισμένος. Τέλος, επίκειται η εκλογίκευση των επικουρικών συντάξεων και η σημαντική μείωση της λίστας των ασφαλισμένων που εντάσσονται στα βαρέα και ανθυγιεινά επαγγέλματα.

Η ανωτέρω δραστική μεταρρύθμιση του ΕΣΚΑ, αν εφαρμοστεί με αποτελεσματικό τρόπο και με έγκαιρη διόρθωση των όποιων σφαλμάτων που ακόμη υπάρχουν στο σύστημα, αναμένεται να συμβάλει, όπως ήδη τονίστηκε, στην αύξηση των εισφορών και των συνταξιοδοτικών αποταμιεύσεων των Ταμείων, στη σημαντική βελτίωση της σχέσεως ασφαλισμένων συνταξιούχων στις επόμενες δεκαετίες σε σχέση με τις τάσεις που υπήρχαν στο προηγούμενο σύστημα και, τελικά, στη μείωση της επιπτώσεως της γηράνσεως του πληθυσμού στην αύξηση των δημοσίων δαπανών για συντάξεις έως το 2060 στις 2,5 π.μ. του ΑΕΠ, αντί για τις 12,4 π.μ. του ΑΕΠ που εκτιμούσε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή το 2009[9].

Γενικά, οι πολιτικές αυτές συμβάλλουν στην αποτροπή της ταχείας αυξήσεως των δημοσίων δαπανών στις επόμενες δεκαετίες. Τόσο οι δαπάνες όσο και τα έσοδα της γενικής κυβερνήσεως, θα μπορούν να αυξάνονται σύμφωνα με τους ρυθμούς αυξήσεως του ΑΕΠ, χωρίς να δημιουργούνται μη βιώσιμα ελλείμματα στη γενική κυβέρνηση.

Με βάση τα ανωτέρω, οι δραστικές μεταρρυθμίσεις στο ΕΣΚΑ και την αγορά εργασίας μπορεί να συμβάλουν στη μείωση του ελληνικού δημόσιου χρέους από το 153% του ΑΕΠ το 2011, κάτω του 110% του ΑΕΠ το 2020 και κάτω του 63% του ΑΕΠ το 2030 (Πίνακας 2). Αυτό θα επιτευχθεί αν επίσης ισχύσουν και οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

---

[9] Η ακριβής εκτίμηση της επιπτώσεως της πρόσφατης μεταρρυθμίσεως του ΕΣΚΑ στις δαπάνες για συντάξεις έως το 2060, αναμένεται να εκτιμηθεί με εμπεριστατωμένες αναλογιστικές μελέτες που ήδη έχουν ανατεθεί από την Κυβέρνηση. Ωστόσο, ακόμη και αν το αποτέλεσμα των μελετών αυτών δείξει ότι η αύξηση των δημοσίων δαπανών έως το 2060 που ακόμη προκύπτει με βάση τις νέες παραμέτρους του ΕΣΚΑ θα είναι 3,5 ή 4,5 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, και όχι 2,5 π.μ., αυτό δεν αποκλείει τη δυνατότητα να διορθωθεί περαιτέρω στα επόμενα έτη το σύστημα, αφού το νέο ΕΣΚΑ προβλέπει ήδη τη δυνατότητα προσαρμογής του στις νέες συνθήκες, όταν αυτό καταστεί αναγκαίο.

Πρώτον, το πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής που ήδη εφαρμόζεται θα ολοκληρωθεί και θα οδηγήσει σε μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβερνήσεως από το 15,4% του ΑΕΠ το 2009 στο 10,5% του ΑΕΠ το 2010 και κάτω από το 7,5% του ΑΕΠ το 2011. Αν αυτό συμβεί, τότε η σταδιακή επάνοδος του ελληνικού δημοσίου και των τραπεζών στις αγορές ομολόγων για τον δανεισμό τους, πιθανότατα από το 2013, με πλήρη κάλυψη των δανειακών αναγκών του 2012 από τον Χρηματοδοτικό Μηχανισμό, θα είναι σχετικά ομαλή και θα πραγματοποιηθεί σε προσιτό κόστος δανεισμού.

Δεύτερον, ότι ήδη από το 2011 θα προωθηθεί από την Κυβέρνηση μια συντονισμένη και συστηματική προσπάθεια στον τομέα των ιδιωτικοποιήσεων και της αποτελεσματικής διαχειρίσεως της δημόσιας περιουσίας, η οποία θα συνεχιστεί έως το 2020. Η πολιτική αυτή θα πρέπει να συνδυαστεί με την εντατικοποίηση της διαδικασίας υλοποιήσεως του ΕΣΠΑ 2007-2013, την ολοκλήρωση και πλήρη εφαρμογή των χωροταξικών σχεδίων της χώρας και την αποτελεσματική προώθηση των επενδύσεων στους τομείς της ενέργειας, του τουρισμού (εξοχικές κατοικίες) και σε άλλους τομείς.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 ΔΟΑ, Alpha Bank, Μακροχρόνιες δημοσιονομικές προοπτικές της Ελλάδος στην περίοδο 2010-2060, μετά την εφαρμογή των μέτρων δημοσιονομικής προσαρμογής και μετά τη μεταρρύθμιση του ΕΣΚΑ και της Αγοράς Εργασίας

Ως % του ΑΕΠ	2009	2010	2011	2019	2020-2029	2030-2039	2040-2049	2050-2059
Έσοδα Γενικής Κυβερνήσεως	37,8%	40,4%	42,2%	42,8%	42,8%	42,8%	42,8%	42,8%
Πρωτογενείς Δαπάνες Γενικής Κυβερνήσεως	47,9%	44,4%	42,8%	36,6%	38,6%	40,9%	43,5%	45,5%
Πρωτογενές Ισοζύγιο Γενικής Κυβερνήσεως	-10,1%	-4,0%	-0,7%	6,2%	4,2%	1,9%	-0,7%	-2,7%
Πληρωμές τόκων	-5,3%	-6,5%	-6,8%	-6,6%	-3,2%	-1,7%	-1,6%	-2,5%
Έλλειμμα Γενικής Κυβερνήσεως	-15,4%	-10,5%	-7,5%	-0,4%	1,0%	0,1%	-2,3%	-5,3%
Ακαθάριστο Χρέος Γενικής Κυβερνήσεως	**126,8%**	**143,7%**	**152,0%**	**112,5%**	**65,5%**	**36,8%**	**37,6%**	**60,9%**
Αύξηση πραγματικού ΑΕΠ (Εκτιμήσεις ΔΝΤ)	-2,3%	-4,5%	-3,0%	2,2%	1,3%	0,8%	0,6%	1,1%
Αύξηση πραγματικού ΑΕΠ (ΔΟΑ, Alpha Bank)	-2,3%	-4,5%	-1,0%	2,6%	1,8%	1,4%	1,4%	1,6%
Μέσο Επιτόκιο Δανεισμού	5,2%	5,0%	4,9%	5,8%	4,8%	4,5%	4,5%	4,5%

Οι ανωτέρω ενέργειες και πολιτικές μπορεί να οδηγήσουν στην επίτευξη ρυθμού αυξήσεως του ονομαστικού ΑΕΠ της χώρας σημαντικά υψηλότερου από τον πολύ χαμηλό ρυθμό που προβλέπει για την περίοδο μετά το 2015 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το ΔΝΤ, όπως φαίνεται στον Πίνακα 2. Στην περίπτωση αυτή, με υψηλότερο ρυθμό αναπτύξεως της χώρας, το δημόσιο χρέος της Ελλάδος ως ποσοστό του ΑΕΠ μπορεί να μειωθεί κάτω του 60% του ΑΕΠ από το τέλος της δεκαετίας του 2020 και να παραμείνει χαμηλά έως το 2060. Αυτό συμβαίνει παρά το ότι το ποσοστό των καθαρών εσόδων της γενικής κυβερνήσεως διαμορφώνεται σταθερά στο 42,8%, ενώ οι πρωτογενείς δαπάνες της γενικής κυβερνήσεως μειώνονται σταδιακά στο 36,6% του ΑΕΠ το 2019, από το 47,9% το 2009, για να επανέλθουν σε σταδιακή ανοδική πορεία, κυρίως λόγω της γηράνσεως, από το 2020. Η δεκαετία του 2010 είναι αναπόφευκτα δεκαετία δημοσιονομικής προσαρμογής, με σημαντική μείωση σταδιακά των πρωτογενών δαπανών του ΤΠ. Στη συνέχεια, οι δαπάνες της γενικής κυβερνήσεως αυξάνουν σταδιακά ως ποσοστό του ΑΕΠ από τη δεκαετία του 2020, κυρίως λόγω της γηράνσεως. Ωστόσο, αυτή η αύξηση είναι φυσιολογική, αλλά και βιώσιμη.

3. Επίλογος

Σχετικά με τις ανωτέρω εκτιμήσεις, για τις επιπτώσεις στην εξέλιξη των δημοσίων δαπανών για συντάξεις και υγειονομική περίθαλψη στις επόμενες δεκαετίες των πρόσφατων μεταρρυθμίσεων στο ΕΣΚΑ, στο σύστημα υγείας και στην αγορά εργασίας, εκφράζονται σημαντικές αμφιβολίες[10]. Όσον αφορά τις επιπτώσεις από τη μεταρρύθμιση του ΕΣΚΑ αναμένονται, όπως προαναφέρθηκε, τα αποτελέσματα των νέων αναλογιστικών μελετών που έχουν ανατεθεί, τα οποία θα ανακοινωθούν έως τα μέσα του 2011. Επομένως, η εκτίμηση ότι η επίπτωση στην αύξηση των δημοσίων δαπανών θα περιοριστεί στο 2,5% του ΑΕΠ από 12,4% του ΑΕΠ μένει πράγματι να αποδειχθεί. Ωστόσο, αυτό δεν σημαίνει ότι η μεταρρύθμιση του ΕΣΚΑ είναι ένα «στοίχημα» το οποίο μένει να δούμε πώς θα εξελιχθεί. Το γεγονός είναι ότι η μεταρρύθμιση αυτή είναι πραγματική, σαφώς προσδιορισμένη, εξαιρετικά ουσιώδης και ως εκ τούτου αλλάζει εκ βάθρων τα δεδομένα της Κοινωνικής Ασφαλίσεως στην Ελλάδα. Ειδικότερα, η μεταρρύθμιση του ΕΣΚΑ συνεπάγεται τα ακόλουθα:

α) Αλλάζει τα αρχικά δεδομένα με τη μεγάλη μείωση των υψηλόμισθων συντάξεων χωρίς να θιγούν σημαντικά οι χαμηλο-συνταξιούχοι. Επομένως, δεν είναι σωστός ο ισχυρισμός ότι οι συνταξιούχοι της τρέχουσας περιόδου δεν θίγονται.

β) Αυξάνει σημαντικά τα όρια όσον αφορά την ηλικία συνταξιοδοτήσεως και τα αναγκαία έτη ασφαλίσεως.

γ) Μειώνει το ποσοστό αναπληρώσεως και γενικά συνδέει τις εισφορές με τις παροχές. Δίνει δηλαδή κίνητρα για έγκαιρη ένταξη στο σύστημα ασφαλίσεως και συνδέει τις εισφορές των υψηλόμισθων με τις παροχές που θα εξασφαλίσουν.

δ) Επίκειται η εκλογίκευση των επικουρικών συντάξεων. Τα μέτρα αυτά είναι θεμελιώδη και θα συμβάλουν αναμφισβήτητα στην εκλογίκευση του συστήματος της κοινωνικής ασφαλίσεως στην Ελλάδα. Ανάλογης μεγάλης σημασίας είναι και τα μέτρα που έχουν ήδη θεσπιστεί και στον τομέα της αγοράς εργασίας, αλλά και για την αναδιάρθρωση και την επιδιωκόμενη βελτίωση της διοικητικής και επιχειρηματικής δομής των ΔΕΚΟ και των οργανισμών τοπικής αυτοδιοικήσεως.

Οι μεταρρυθμίσεις αυτές μπορεί να οδηγήσουν πράγματι στη σημαντική ενίσχυση του δυνητικού ρυθμού αυξήσεως του ΑΕΠ της χώρας και στην ταχεία μείωση του δημόσιου χρέους της ως ποσοστού του ΑΕΠ σε βιώσιμα επίπεδα. Μπορεί, ωστόσο, και να ανατραπούν στο άμεσο ή στο απώτερο μέλλον. Αν κάτι τέτοιο συμβεί τότε η τρέχουσα δραματική συγκυρία, της υπερχρεώσεως του Δημοσίου, της αρνητικής αναπτύξεως της οικονομίας, της υπέρμετρα υψηλής ανεργίας και της σημαντικής υποβαθμίσεως της διοικητικής και οικονομικής αυτοτέλειας της χώρας μας, θα επανέλθει.

[10] Βλέπε, για παράδειγμα, το σχόλιο του Π. Τήνιου στο παρόν άρθρο.

Ε.
Ανταγωνιστικότητα

Ανταγωνισμός και ρύθμιση στις αγορές προϊόντων υπό το πρίσμα της κρίσης στην ελληνική οικονομία

Νίκος Βέττας
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Περίληψη

Το άρθρο αυτό ασχολείται με τα χαρακτηριστικά των ελληνικών αγορών προϊόντων και υπηρεσιών από την πλευρά του ανταγωνισμού, ειδικότερα υπό το πρίσμα της τρέχουσας κρίσης. Ανεξάρτητα από το εάν υπάρχει υψηλή ή χαμηλή συγκέντρωση, η συνύπαρξη υψηλών περιθωρίων κέρδους και χαμηλής δυναμικής (είσοδος και έξοδος επιχειρήσεων) εξηγείται από τα υψηλά εμπόδια εισόδου. Ενίοτε αυτά είναι θεσμοθετημένα, αλλά κατά κύριο λόγο είναι άτυπα. Εξετάζουμε επίσης πώς η τρέχουσα κρίση αναμένεται ότι θα επηρεάσει τα κύρια χαρακτηριστικά των κλάδων και επισημαίνεται ότι η ελληνική οικονομία δεν θα βγει από την τρέχουσα κρίση, εκτός εάν υπάρξει ουσιαστικό άνοιγμα των αγορών και προσέλκυση νέων επενδύσεων. Περιγράφονται επίσης περιθώρια βελτίωσης της λειτουργίας της Επιτροπής Ανταγωνισμού και των κλαδικών Ρυθμιστικών Αρχών και περιγράφεται αναλυτικά η πρόσφατη αναθεώρηση της νομοθεσίας του ελεύθερου ανταγωνισμού.

Τμήμα του άρθρου, και ειδικότερα τα πρώτα κεφάλαια, που εξετάζουν τη σχέση της δομής των αγορών με την κρίση, συνοψίζει διάλεξη που δόθηκε στην Τράπεζα της Ελλάδος τον Οκτώβριο του 2010 – ευχαριστίες οφείλονται στους συμμετέχοντες για τα χρήσιμα σχόλιά τους. Οι ειδικότερες απόψεις σε σχέση με την αναμόρφωση της νομοθεσίας ανταγωνισμού διαμορφώθηκαν και κατά τη συμμετοχή του συγγραφέα σε σχετική νομοπαρασκευαστική επιτροπή το πρώτο εξάμηνο του 2010, αν και οι απόψεις που εκφράζονται εδώ είναι αυστηρά προσωπικές, όπως φυσικά και η ευθύνη για αυτές.

1. Εισαγωγή

Το άρθρο αυτό ασχολείται με τα κύρια χαρακτηριστικά των ελληνικών αγορών προϊόντων και υπηρεσιών από την πλευρά του ανταγωνισμού και ειδικότερα υπό το πρίσμα της τρέχουσας κρίσης. Η ελληνική αγορά έχει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και παθογένειες. Ανεξάρτητα από το εάν υπάρχει υψηλή ή χαμηλή συγκέντρωση, η συνύπαρξη υψηλών περιθωρίων κέρδους και χαμηλής δυναμικής (είσοδος και έξοδος επιχειρήσεων) εξηγείται κυρίως από τα υψηλά εμπόδια εισόδου.

Ενίοτε τα εμπόδια εισόδου στις αγορές είναι θεσμοθετημένα, αλλά κατά κύριο λόγο είναι άτυπα και σχετίζονται με το ασαφές και ευμετάβλητο θεσμικό πλαίσιο, την πολυνομία και πληθώρα άχρηστων ρυθμίσεων και τη διαφθορά – γεγονός που σημαίνει ότι το πραγματικό κόστος λειτουργίας των επιχειρήσεων υπερβαίνει αυτό που μετράται συνήθως ονομαστικά. Ταυτόχρονα, η δυναμική των κλάδων, όπως αντανακλάται στην είσοδο και έξοδο επιχειρήσεων, είναι χαμηλή. Δημιουργείται έτσι μια ασυμμετρία ανάμεσα στους «έσω» (incumbents) και τους «έξω» (potential entrants) στην ελληνική αγορά. Η διάκριση αυτή είναι ιδιαίτερα έντονη όταν η αναφορά γίνεται σε νέες άμεσες ξένες επενδύσεις, των οποίων το επίπεδο είναι ιδιαίτερα χαμηλό ακριβώς λόγω των εμποδίων εισόδου. Ταυτόχρονα, η έλλειψη επαρκούς ανταγωνισμού στους κλάδους της ελληνικής αγοράς είναι από τους βασικούς παράγοντες που συντελούν και στη χαμηλή ανταγωνιστικότητα της οικονομίας.

Εξετάζουμε στη συνέχεια του άρθρου τον τρόπο με τον οποίο η τρέχουσα κρίση σχετίζεται με τα κύρια χαρακτηριστικά των κλάδων της οικονομίας και πώς αναμένεται ότι θα τα επηρεάσει (όσον αφορά τη συγκέντρωση, κερδοφορία και τιμές). Εξετάζουμε ειδικότερα συνθήκες υπό τις οποίες μπορούμε να περιμένουμε μείωση τιμών. Επισημαίνεται ότι η ελληνική οικονομία δεν θα βγει από την τρέχουσα κρίση εκτός εάν υπάρξει ουσιαστικό άνοιγμα των αγορών και προσέλκυση νέων επενδύσεων. Αυτό δεν θα επιτευχθεί εκτός εάν υπάρξει ένα απλό και σταθερό θεσμικό πλαίσιο και ξεκαθαριστούν οι ρόλοι του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα.

Αν και η έλλειψη επαρκούς ανταγωνισμού οφείλεται στους γενικότερους δομικούς παράγοντες που περιγράφηκαν παραπάνω, υπάρχουν περιθώρια βελτίωσης και για τη λειτουργία της Ελληνικής Επιτροπής Ανταγωνισμού και των κλαδικών ρυθμιστικών αρχών και οι κατάλληλες αλλαγές είναι αναγκαίο να δρομολογηθούν και υποστηριχθούν το συντομότερο. Ειδικότερα, είναι ιδιαίτερα σημαντικό να προωθηθεί στην πράξη η ενδυνάμωση της ουσιαστικής ανεξαρτησίας των αντίστοιχων Ανεξάρτητων Αρχών, η απλούστευση των διαδικασιών και η μείωση του διοικητικού βάρους για τις επιχειρήσεις, η συνέπεια των αποφάσεων ώστε να επιτυγχάνεται το επιθυμητό αποτρεπτικό ή διορθωτικό αποτέλεσμα και η περαιτέρω εναρμόνιση με το κοινοτικό δίκαιο. Αντίθετα, πρακτικές που θα οδηγούσαν στην εξασθένιση της ανεξαρτησίας των Αρχών και, συνεπώς, και σε μείωση στη διαφάνεια κατά τη λειτουργία τους κρίνονται ως ιδιαίτερα επικίνδυνες και επιβαρυντικές σε μια ήδη ιδιαίτερα προβληματική λειτουργία των αγορών και της ελληνικής οικονομίας. Ειδικότερα περιγράφεται αναλυτικά και σχολιάζεται η πρόσφατη αναθεώρηση της νομοθεσίας του ελεύθερου ανταγωνισμού που έγινε τον Απρίλιο του 2011.

Η δομή του υπόλοιπου άρθρου έχει ως ακολούθως: Στο κεφάλαιο 2 σχολιάζονται τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και παθογένειες της ελληνικής αγοράς προϊόντων και υπηρεσιών. Το κεφάλαιο 3 ασχολείται με τη σχέση ανάμεσα στην ένταση του ανταγωνισμού και την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας. Επίσης παρουσιάζει τη λογική της εποπτείας της αγοράς, είτε με την πολιτική ελεύθερου ανταγωνισμού είτε με ρυθμιστικές παρεμβάσεις. Στο κεφάλαιο 4 συζητείται ποια αναμένεται να είναι η επίδραση της κρίσης, και ειδικότερα οι δυνατότητες και προοπτικές μεσοπρόθεσμης συμπίεσης τιμών κατά τη διάρκεια της περιόδου επιτήρησης («μνημονίου»). Το κεφάλαιο 5 παρουσιάζει προτάσεις βελτίωσης της ελληνικής νομοθεσίας ελεύθερου ανταγωνισμού (703) και το κεφάλαιο 6 ειδικότερα τη νέα νομοθεσία ανταγωνισμού. Το κεφάλαιο 7 περιέχει συμπεράσματα ιδίως σε σχέση με προτάσεις πολιτικής στην ελληνική αγορά για μια πορεία διατηρήσιμης ανάπτυξης.

2. Η δομή της ελληνικής αγοράς προϊόντων και υπηρεσιών: χαρακτηριστικά και παθογένειες

Αναφορικά με τη λειτουργία μιας αγοράς, το κύριο στοιχείο ενδιαφέροντος είναι το επίπεδο τιμών της (price level) και ο βαθμός αποτελεσματικότητάς της (efficiency). Δεδομένης της τεχνολογίας παραγωγής και της ζήτησης, στην ισορροπία μιας αγοράς όσο υψηλότερο είναι το επίπεδο τιμών, τόσο χαμηλότερο θα είναι το πλεόνασμα των καταναλωτών και η αποτελεσματικότητα (που μπορεί πρακτικά να θεωρηθεί ότι ταυτίζεται με το συνολικό πλεόνασμα ή την κοινωνική ευημερία) αλλά τόσο υψηλότερα θα είναι τα κέρδη. Φυσικά, αυτά τα μέτρα εξαρτώνται, εκτός από τις τιμές, και από την ποιότητα και από άλλα χαρακτηριστικά των προϊόντων και υπηρεσιών. Σημαντικοί δείκτες για να περιγραφεί μια αγορά όταν βρίσκεται σε ισορροπία είναι οι δείκτες συγκέντρωσης (concentration indices), τα περιθώρια κέρδους (profit margins) και τα εμπόδια εισόδου (entry barriers).

Οι παρακάτω είναι οι κύριες σχέσεις σε μια αγορά όπου οι επιχειρήσεις έχουν κάποια δύναμη (και άρα αυτές λειτουργούν ανάμεσα στα δύο ακραία θεωρητικά σημεία του μονοπωλίου και το τέλειου ανταγωνισμού).

Πρώτον, έστω ότι γίνεται άριστη τιμολόγηση από μια επιχείρηση, ώστε αυτή να μεγιστοποιήσει τα κέρδη της. Ας ορίσουμε το mark-up ως (p-MC)/p με p να συμβολίζει την τιμή και MC το οριακό κόστος. Τότε, στο άριστο σημείο, το mark-up ισούται με το αντίστροφο της ελαστικότητας ζήτησης. Ισχύει επίσης ότι, όσο υψηλότερο είναι το οριακό κόστος τόσο υψηλότερο θα είναι το επίπεδο τιμών και τόσο χαμηλότερο θα είναι το mark-up. Από την άλλη, όσο χαμηλότερη είναι η ελαστικότητα, τόσο υψηλότερο θα είναι τόσο το επίπεδο τιμών όσο και το mark-up.

Δεύτερον, το σταθερό κόστος παραγωγής δεν επηρεάζει άμεσα το επίπεδο τιμών. Όμως, όσο υψηλότερο είναι το σταθερό κόστος σε μια αγορά, τόσο μικρότερος θα είναι ο αριθμός των επιχειρήσεων στην αγορά, και έμμεσα τόσο υψηλότερες θα είναι οι τιμές στην αγορά.

Τρίτον, όταν σε μια ολιγοπωλιακή αγορά έχουμε ισορροπία (κατά το περισσότερο συχνά χρησιμοποιούμενο υπόδειγμα Cournot - Nash), το mark-up για κάθε επιχείρηση ισούται με το πηλίκο του μεριδίου αγοράς s_i προς την ελαστικότητα της συνολικής αγοραίας ζήτησης:

$$\frac{P(Q) - C_i^{'}(q_i)}{P(Q)} = \frac{s_i}{\eta^D}$$

Επιπλέον, το σταθμισμένο με μερίδια αγοράς μέσο mark-up στην αγορά (ή δείκτης Lerner) ισούται με το πηλίκο του δείκτη HHI (Herfindahl-Hirshman Index) προς την ελαστικότητα της συνολικής αγοραίας ζήτησης:

$$\sum_{i=1}^{N} s_i \left(\frac{P(Q) - C_i^{'}(q_i)}{P(Q)} \right) = \frac{1}{\eta^D} \sum_{i=1}^{N} s_i^2$$

όπου ορίζουμε ότι

$$HHI \equiv \sum_{i=1}^{N} s_i^2$$

Δεδομένων των παραπάνω γενικών σχέσεων, οι αναλύσεις αναφορικά με τα κύρια χαρακτηριστικά των ελληνικών αγορών προϊόντων και υπηρεσιών δείχνουν τα παρακάτω. Πρώτον, οι τιμές και τα περιθώρια κέρδους τείνουν να είναι υψηλότερα από τα αντίστοιχα σε χώρες με ανάλογη δομή κόστους και ζήτησης. Δεύτερον, υπάρχουν κλάδοι στους οποίους υπάρχει μεγάλη συγκέντρωση επιχειρήσεων (δηλαδή υπάρχουν λίγες επιχειρήσεις με μεγάλο μέγεθος και συνολικά υψηλό δείκτη HHI), αλλά και άλλοι με μικρή συγκέντρωση (με μεγάλο πλήθος μικρών επιχειρήσεων και συνολικά χαμηλό δείκτη HHI). Τρίτον, η δυναμική των κλάδων είναι γενικά ασθενής: ανεξάρτητα από τον βαθμό συγκέντρωσης του κάθε κλάδου, ο ρυθμός εισόδου και εξόδου επιχειρήσεων είναι χαμηλός – ιδιαίτερα δε στους κλάδους με μεγαλύτερη συγκέντρωση,

τα μερίδια αγοράς των κυρίων παικτών στην αγορά δεν μεταβάλλονται εύκολα διαχρονικά. Τέλος, οι άμεσες ξένες επενδύσεις είναι εξαιρετικά περιορισμένες: μεταξύ του 2003 και του 2008 αντιπροσώπευαν μόνο το 1% του ΑΕΠ. Ο μέσος όρος στις 30 χώρες του ΟΟΣΑ ήταν 4,1%, και η Ελλάδα κατατάσσεται στην τέταρτη θέση από το τέλος.

Το κρίσιμο ερώτημα είναι το ακόλουθο: εάν μετρώνται συστηματικά υψηλές τιμές και περιθώρια κέρδους, γιατί δεν δημιουργείται κύμα εισόδου στους αντίστοιχους κλάδους από επιχειρήσεις που θα αναζητήσουν μερίδιο αυτών των υψηλών κερδών; Η παρατήρηση κλειδί, που επεξηγεί ταυτόχρονα όλα τα χαρακτηριστικά που αναφέρθηκαν παραπάνω, είναι ότι υπάρχουν υψηλά εμπόδια εισόδου. Αυτά λειτουργούν σε τρία επίπεδα. Κάποια από αυτά αφορούν τυπικές διατάξεις που περιορίζουν την είσοδο επιχειρήσεων, δημιουργούν κλειστές αγορές και δυσχεραίνουν τις επενδύσεις. Όμως, πολλά άλλα εμπόδια εισόδου είναι γραφειοκρατικής φύσης εμπόδια και σχετίζονται με την πολυνομία, την ασυνέπεια και την ασάφεια στο θεσμικό πλαίσιο που περιβάλλει τις επιχειρήσεις. Και τέλος, σε ένα περιβάλλον όπου υπάρχουν πολλές τυπικές απαγορεύσεις και λοιπές ρυθμίσεις και γραφειοκρατικά εμπόδια δημιουργείται πρόσφορο έδαφος για την ανάπτυξη της διαφθοράς, η οποία λειτουργεί ως ένα επιπλέον και σημαντικότατο εμπόδιο εισόδου.

Όλα τα εμπόδια που περιγράφηκαν παραπάνω αποτρέπουν ή δυσχεραίνουν την είσοδο και επενδύσεις προς όλους τους δυνητικούς επενδυτές. Ιδίως όμως τα άτυπα εμπόδια λειτουργούν ασύμμετρα σε βάρος όσων βρίσκονται έξω από την κάθε αγορά, και ειδικότερα σε βάρος των ξένων δυνητικών επενδυτών, καθώς δεν έχουν την «τεχνογνωσία» να ελιχθούν ανάμεσα στα διάφορα εμπόδια. Έχουμε λοιπόν ταυτόχρονα τρία σημαντικά αποτελέσματα. Πρώτον, ότι το υψηλό κόστος εισόδου και τα λοιπά στοιχεία σταθερού κόστους συνεπάγονται ότι οι επιχειρήσεις που βρίσκονται μέσα σε έναν κλάδο τείνουν να έχουν υψηλό λειτουργικό κέρδος, ενώ τα προσδοκώμενα κέρδη είναι αρνητικά για επιχειρήσεις που αναλογίζονται την είσοδό τους. Δεύτερον, ότι οι μετρήσεις των συνολικών κερδών είναι συστηματικά μεροληπτικές στον βαθμό που υπολογίζουν μόνο τα στοιχεία τυπικού κόστους και όχι τα άτυπα. Τρίτον, ότι καθώς οι ταυτότητες των μεγαλύτερων επιχειρήσεων στις αγορές τείνουν να παραμένουν διαχρονικά οι ίδιες και η είσοδος νέων ανταγωνιστών είναι δυσχερής, διευκολύνονται οι συμπράξεις και οι λοιπές συνεννοήσεις ανάμεσα σε αυτούς τους κύριους παίκτες, γεγονός επικίνδυνο για τον ανταγωνισμό.

3. Ανταγωνισμός, ανταγωνιστικότητα και εποπτεία της αγοράς

Υπάρχει συχνά μια σύγχυση ανάμεσα στις έννοιες της ανταγωνιστικότητας και του ανταγωνισμού. Επίσης υπάρχει συχνά η παρανόηση ότι ο ανταγωνισμός μπορεί και πρέπει να προάγεται μόνο ή κυρίως με διοικητικά μέτρα και με την αυστηρή εποπτεία της αγοράς.

Η ανταγωνιστικότητα μιας οικονομίας ή ενός κλάδου εξαρτάται από το κόστος παραγωγής και την ποιότητα του προϊόντος σε σχέση με αυτά των εναλλακτικών παραγωγών. Υπάρχουν, λοιπόν, γενικά δύο τρόποι για να επιτευχθεί είτε με παραγωγή χαμηλού κόστους είτε με προσανατολισμό σε προϊόντα και υπηρεσίες υψηλής ποιότητας και ελκυστικά για τους αγοραστές. Σε κάθε περίπτωση απαιτείται από τις επιχειρήσεις και τους εργαζομένους να είναι παραγωγικοί. Ο κύριος παράγοντας που καθορίζει την ανταγωνιστικότητα είναι το σύνολο των κανόνων που διέπουν τη λειτουργία των αγορών.[1] Αυτοί πρέπει να προωθούν τον ανταγωνισμό, τις επενδύσεις και την επιχειρηματικότητα.

Υπάρχει η άποψη ότι η ανταγωνιστικότητα μπορεί να προωθηθεί χωρίς προστασία του ανταγωνισμού εγχωρίως, αλλά με τη δημιουργία και ενθάρρυνση μονοπωλιακής φύσης μονάδων που θα λειτουργούν ως

[1] Βλ. και την ανάλυση στο Βαγιανός Δ., Ν. Βέττας και Κ. Μεγήρ (2010) «Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα: Μεταρρυθμίσεις και ευκαιρίες σε μια κρίσιμη συγκυρία», στο www.greekeconomistsforreform.org.

«εθνικοί πρωταθλητές». Ενώ μια τέτοια πολιτική μπορεί να είχε οφέλη σε ορισμένες περιπτώσεις, όπως στην Κορέα ή σε άλλες αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας, τα οφέλη είναι συνήθως βραχυπρόθεσμα και μη διατηρήσιμα, ενώ δύσκολα θα μπορούσαν να επιτευχθούν σε χώρες με σχετικά υψηλό κόστος εργασίας, όπως η Ελλάδα, και υπό το θεσμικό πλαίσιο της ΕΕ που δεν προβλέπει τη δυνατότητα επιδοτήσεων ή προστασίας. Αντίθετα, συνθήκη για την ανάπτυξη της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας είναι η ένταση και η προστασία του ανταγωνισμού στους κλάδους της – αυτό θα επιτρέψει επενδύσεις και θα αναγκάσει τις επιχειρήσεις να είναι εξωστρεφείς και να αναπτυχθούν με υγιή τρόπο. Επιχειρήσεις που δεν γνωρίζουν πώς να ανταγωνίζονται και να κερδίζουν τους καταναλωτές στις αγορές της χώρας τους είναι πολύ απίθανο ότι θα το καταφέρουν στις διεθνείς αγορές.

Μια συχνή ψευδαίσθηση είναι ότι η πολύ χαμηλή ανταγωνιστικότητα της Ελλάδας, σύμφωνα με όλες τις πρόσφατες μετρήσεις, οφείλεται στην έλλειψη κανόνων. Το αντίθετο όμως ισχύει: η Ελλάδα κατατάσσεται στις χώρες με το περισσότερο περιοριστικό ρυθμιστικό πλαίσιο στον ΟΟΣΑ και ειδικότερα η αγορά προϊόντων και υπηρεσιών είναι η αυστηρότερα ρυθμιζόμενη μεταξύ των 30 χωρών του ΟΟΣΑ. Πολλές από τις ρυθμίσεις δημιουργούν σοβαρά εμπόδια στον ανταγωνισμό, τις επενδύσεις και την επιχειρηματικότητα. Ταυτόχρονα, οι λίγες ρυθμίσεις που θα ήταν χρήσιμες για την εύρυθμη λειτουργία των αγορών δεν εφαρμόζονται όσο αυστηρά απαιτείται.

Απαιτείται λοιπόν να περιορισθεί το ρυθμιστικό βάρος για τις επιχειρήσεις, γεγονός που από μόνο του θα οδηγούσε σε σημαντική αύξηση του ανταγωνισμού. Επίσης, όμως, ακόμη και χωρίς ρυθμιστικά εμπόδια, πολλοί κλάδοι μπορούν να υποστηρίξουν μόνο έναν μικρό αριθμό επιχειρήσεων, διότι το μέγεθος της αγοράς είναι μικρό αναλογικά με την κλίμακα στην οποία οι επιχειρήσεις μπορούν να λειτουργούν σημειώνοντας κέρδος. Τέτοιοι κλάδοι είναι φυσιολογικό να αναπτύσσονται ως ολιγοπώλια ή ακόμη και φυσικά μονοπώλια. Στη δεύτερη περίπτωση απαιτείται κατάλληλη κλαδική ρυθμιστική πολιτική, όπως στις περιπτώσεις της ενέργειας και των τηλεπικοινωνιών. Στην πρώτη περίπτωση, ολιγοπωλίων όπου καταρχήν μπορεί να λειτουργήσει ο ανταγωνισμός, είναι απαραίτητη μόνο η επέμβαση σε *ad hoc* βάση όταν αυτό κρίνεται απαραίτητο.

Στην Ελλάδα, αρμόδια για αυτή τη δραστηριότητα είναι η Επιτροπή Ανταγωνισμού (ΕΑ). Αυτή ασχολείται με τρεις κύριες κατηγορίες δράσεων.[2] Τις παράνομες συμφωνίες ανάμεσα σε επιχειρήσεις (όπως με τη δημιουργία καρτέλ ή συμπράξεις), τον έλεγχο συγκεντρώσεων (συγχωνεύσεις και εξαγορές) ανάμεσα σε επαρκώς μεγάλες επιχειρήσεις και την κατάχρηση της «δεσπόζουσας» θέσης που μπορεί να έχει μα επιχείρηση στην αγορά.[3] Κατά καιρούς εκφράζεται η άποψη ότι απαιτείται αυστηρότερη νομοθεσία ανταγωνισμού, όπως και άμεσες παρεμβάσεις για μείωση τιμών με διοικητικό ή «αγορανομικό» τρόπο. Όπως όμως θα εξηγηθεί παρακάτω, στο Κεφάλαιο 5 του άρθρου, αυτό που απαιτείται είναι το θεσμικό πλαίσιο να είναι λιτό, σαφές και αποτελεσματικό – να μειωθεί και όχι να αυξηθεί το ρυθμιστικό βάρος για τις επιχειρήσεις και η εφαρμογή του νόμου να γίνεται με προβλέψιμο τρόπο.

---

[2] Βλέπε Ν. Βέττας και Γ. Κατσουλάκος «Πολιτική Ανταγωνισμού και Ρυθμιστική Πολιτική», 2004, Δαρδανός–Τυπωθήτω.

[3] Στο επίπεδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της αντίστοιχης Γενικής Διεύθυνσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής μια ακόμη σημαντική κατηγορία αφορά τις κρατικές ενισχύσεις (state aid) που νοθεύουν τον ανταγωνισμό.

4. Η αναμενόμενη επίδραση της κρίσης στους κλάδους και τις τιμές

Οι οικονομίες συχνά, με μια περιοδικότητα κατά ορισμένους μελετητές, εισέρχονται σε κύκλους ύφεσης. Όταν αυτό συμβαίνει, αναμένονται γενικά οι παρακάτω επιδράσεις στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών. Πρώτον, η γενική μείωση των εισοδημάτων οδηγεί γενικά σε μείωση της ζήτησης στην πλειονότητα των αγορών και σε όσες αυτό συμβαίνει σε μείωση της κερδοφορίας – γενικά, αλλά και όχι πάντα ή ομοιόμορφα, αυτή συνοδεύεται από μείωση των περιθωρίων (ανά μονάδα) κέρδους και των πραγματικών τιμών. Δεύτερον, υπάρχει μετατόπιση της ζήτησης από κανονικά αγαθά (με θετική εισοδηματική ελαστικότητα) και ειδικότερα από αγαθά πολυτελείας (δηλαδή με εισοδηματική ελαστικότητα που υπερβαίνει τη μονάδα) σε κατώτερα αγαθά (με αρνητική εισοδηματική ελαστικότητα) – η μετατόπιση αυτή συμβαίνει ανάμεσα σε κλάδους και μέσα σε κλάδους. Τρίτον, υπάρχει κύμα εξόδου επιχειρήσεων από τους κλάδους, με τις λιγότερο ανταγωνιστικές επιχειρήσεις να είναι αυτές που φεύγουν πριν από τις περισσότερο ανταγωνιστικές – η μέση παραγωγικότητα στους κλάδους αυξάνεται, ως αποτέλεσμα.[4] Τέταρτον, υπάρχει μείωση επενδύσεων τόσο σε νέο παραγωγικό δυναμικό και προώθηση νέων προϊόντων όσο και σε έρευνα και ανάπτυξη.

Η κρίση που η ελληνική οικονομία διέρχεται από το 2009 δεν μπορεί να χαρακτηρισθεί ως κυκλική, αλλά είναι δομική και αναμένεται να διαρκέσει έως ότου υπάρξει δημοσιονομική εξυγίανση. Παρά ταύτα, η ύφεση που τη συνοδεύει αναμένεται να έχει καταρχήν την ίδια βασική επίδραση στους κλάδους με αυτή που περιγράφηκε αμέσως παραπάνω. Επιπλέον, επειδή η τρέχουσα κρίση συνοδεύεται από σημαντικές πιέσεις όσον αφορά τις πιστώσεις, επιχειρήσεις και κλάδοι που έχουν πρόσβαση σε κεφάλαια με ευνοϊκότερους όρους είναι αυτοί που θα επιβιώσουν και εντέλει θα ενδυναμώσουν τη θέση τους.

Ένα ζήτημα ιδιαίτερου ενδιαφέροντος είναι οι δυνατότητες και προοπτικές της μεσοπρόθεσμης συμπίεσης τιμών κατά τη διάρκεια της περιόδου επιτήρησης (του «μνημονίου»). Αυτή η προοπτική, ή έστω η προοπτική του περιορισμού των όποιων αυξήσεων που κατά τα άλλα δρομολογούνται από την αύξηση της έμμεσης φορολογίας, θεωρείται κομβική για το πλέγμα της οικονομικής πολιτικής που ακολουθείται σήμερα. Αφορά τόσο τη λογική της αύξησης της ανταγωνιστικότητας (μέσω της «εσωτερικής υποτίμησης») όσο και τη δυνατότητα των νοικοκυριών να λειτουργήσουν σε συνθήκες περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής.

Είναι όμως αυτή η προοπτική ρεαλιστική; Γενικά θα πρέπει να αναμένονται σημαντικές δυνάμεις που να ωθούν προς μειώσεις πραγματικών τιμών μέσα στο διάστημα των επόμενων ενός ή δύο ετών, λόγω από τη μια της μείωσης ζήτησης και από την άλλη της μείωσης του μοναδιαίου εργατικού κόστους. Αρκετοί παράγοντες όμως λειτουργούν προς την αντίθετη κατεύθυνση και μπορεί να δημιουργήσουν τάση αύξησης των τιμών: (α) η αύξηση των έμμεσων φόρων (ΦΠΑ και ειδικών φόρων), (β) η αύξηση ζήτησης σε ορισμένα αγαθά (κατώτερα: με αρνητική εισοδηματική ελαστικότητα), καθώς τα νοικοκυριά μετακινούν την κατανάλωσή τους από ακριβότερες σε φθηνότερες κατηγορίες, (γ) μια πιθανή αύξηση κόστους λόγω αύξησης του κόστους της ενέργειας ή πρώτων υλών ή γενικότερα διεθνούς πληθωρισμού, (δ) μια πιθανή υποτίμηση του ευρώ σε σχέση με τα άλλα κύρια νομίσματα, και (ε) ένα κύμα εξόδου επιχειρήσεων από ορισμένους κλάδους στους οποίους ο ανταγωνισμός μπορεί να αμβλυνθεί σημαντικά. Παραμένει λοιπόν ανοικτό το ερώτημα εάν θα υπάρξει μεσοπρόθεσμα αύξηση ή μείωση των τιμών στις διάφορες επιμέρους αγορές.

Θα πρέπει επίσης να τονισθεί ότι σε περιπτώσεις όπως η υπό εξέταση, είναι σημαντικό να μετρώνται και να αποτυπώνονται σωστά οι μεταβολές των τιμών – κάτι τέτοιο είναι σημαντικό και για την ακριβή μέτρηση του πληθωρισμού. Η μεγάλη πλειονότητα των επιχειρήσεων συνήθως δεν προχωρά σε ονομαστική μείωση

[4] Καθώς οι περισσότερο ανταγωνιστικές επιχειρήσεις επιβιώνουν από τη διαδικασία και βρίσκονται σε ισχυρότερη θέση με τη λήξη της ύφεσης, η διαδικασία συντείνει στη «δημιουργική καταστροφή», process of creative destruction κατά τον Joseph Schumpeter (Βλ. για παράδειγμα στο "Capitalism, Socialism and Democracy", 1942).

της «βασικής τιμής» αλλά σε συχνότερες και επιθετικότερες προσφορές, εκπτώσεις ή προωθήσεις. Αυτό μπορεί να συμβαίνει τόσο για διάφορους πρακτικούς λόγους (η συχνή αλλαγή τιμοκαταλόγων έχει κόστος), όσο και για διοικητικούς (οι επιχειρήσεις οφείλουν να ενημερώνουν το κράτος για μεταβολές των βασικών τιμών τους πριν αυτές εφαρμοσθούν, αλλά και για λόγους marketing (οι καταναλωτές ενίοτε ερμηνεύουν μια μείωση τιμής ως μείωση ποιότητας) ή πολιτικής διακριτικών τιμών. Σε συνδυασμό με το ότι τα νοικοκυριά πλέον σε περίοδο κρίσης αναζητούν περισσότερο τις φθηνές τιμές, μια τέτοια πρακτική οδηγεί σε σημαντική μετατόπιση όγκου πωλήσεων από το ένα προϊόν στο άλλο, ή από τη μια μέρα αγοράς σε άλλη, δηλαδή από τις αγορές στη βασική τιμή σε αγορές στην εκπτωτική τιμή. Επέρχεται έτσι σημαντική πραγματική ελάφρυνση για τα νοικοκυριά, χωρίς αυτό να καταγράφεται ισόποσα ή απαραίτητα ως μείωση των βασικών τιμών που έχουν δηλωθεί στην αρμόδια διεύθυνση Εμπορίου του Υπουργείου Ανάπτυξης.

Σε κάθε περίπτωση, ακόμη και αν κανείς αγνοήσει τις εκπτώσεις στις τιμές, αναμένει ότι σε συνθήκες κρίσης θα υπάρχει σημαντική μετατόπιση της ζήτησης μέσα στην κάθε κατηγορία προϊόντος από τις ποικιλίες υψηλής ποιότητας και τιμές σε αυτές χαμηλής ποιότητας και τιμής. Για παράδειγμα, αναμένεται σημαντική αύξηση στις πωλήσεις για τα προϊόντα ιδιωτικής ετικέτας και μείωση για τα αντίστοιχα επώνυμα. Καθώς οι συντελεστές στάθμισης στη μεθοδολογία της Στατιστικής Υπηρεσίας δεν προσαρμόζονται ανάλογα, ο πληθωρισμός που εξάγεται ως αποτέλεσμα δεν αντανακλά αμερόληπτα την επιβάρυνση που φέρουν τα νοικοκυριά, και η οποία είναι στην πραγματικότητα μικρότερη. Αυτό θα ήταν ένα ιδιαίτερα σημαντικό θέμα για εφαρμοσμένη έρευνα, καθώς δεν υπάρχουν αντίστοιχες μετρήσεις ή εκτιμήσεις.

Ανάλογα τώρα με την κάθε αγορά, αναμένεται να υπάρξει μεγαλύτερη ή μικρότερη διακύμανση τιμών. Για παράδειγμα, αναμένεται συμπίεση τιμών των διαρκών καταναλωτικών αγαθών (αυτοκίνητα, ηλεκτρονικά, ηλεκτρικές και οικιακές συσκευές, έπιπλα, οικοδομικά υλικά και άλλα), λόγω της ιδιαίτερα σημαντικής μείωσης της ζήτησης σε αυτή την κατηγορία σε ορίζοντα διετίας. Αυτή η κατηγορία αγαθών είναι πολύ περισσότερο ευαίσθητη στην ύφεση (και γενικότερα στις μεταβολές των εισοδημάτων) από τα μη διαρκή των οποίων η κατανάλωση δεν είναι εξίσου ευμετάβλητη διαχρονικά. Αντίθετα, αναμένεται αύξηση τιμών στα αγαθά των οποίων η παραγωγή και η μεταφορά απαιτεί υψηλό κόστος ενέργειας λόγω της αύξησης των ειδικών φόρων στα καύσιμα.

5. Η αναθεώρηση της ελληνικής νομοθεσίας ελεύθερου ανταγωνισμού

Ο βασικός νόμος για τον ελεύθερο ανταγωνισμό στην Ελλάδα είναι ο Ν. 703/1977 «*Περί ελέγχου μονοπωλίων και ολιγοπωλίων και προστασίας του ελευθέρου ανταγωνισμού*» (ΦΕΚ Α΄ 278/26.9.1977). Αυτός, παρά τις επί μέρους αδυναμίες του, έθεσε τα θεμέλια για την ανάπτυξη της νομοθεσίας ανταγωνισμού στη χώρα, με τρόπο που ήταν σε γενικές γραμμές σύμφωνος με την κοινοτική νομοθεσία. Ο νόμος έχει υποστεί διάφορες αναθεωρήσεις και λοιπές μετατροπές. Η πρώτη τέτοια έγινε με τον Ν. 1934/1991 «*Τροποποίηση της νομοθεσίας περί ανταγωνισμού και άλλες διατάξεις*» και στη συνέχεια οι κυριότερες ήταν με τον Ν. 2296/1995 «*Τροποποίηση του Ν. 703/1977…*», Ν. 2837/2000 «*Ρύθμιση Θεμάτων Ανταγωνισμού, Ρυθμιστικής Αρχής Ενέργειας, Τουρισμού και άλλες διατάξεις*», Ν. 3373/2005 «*Αντικατάσταση και συμπλήρωση του Ν. 703/1977*» και Ν. 3784/2009 «*Αναθεώρηση διατάξεων του Ν. 703/1977 περί Ανταγωνισμού και άλλες διατάξεις*».[5]

[5] Η σχετική νομοθεσία και λοιπές ρυθμίσεις μπορεί να βρεθούν στο www.epant.gr. Βλ. επίσης «Η Προστασία του Ελεύθερου Ανταγωνισμού», επιμ. Ιωάννη Κ. Δρυλλεράκη, Νομική Βιβλιοθήκη, 2005.

Υπεύθυνη για την εφαρμογή του νόμου για τον ελεύθερο ανταγωνισμό είναι η Ελληνική Επιτροπή Ανταγωνισμού (ΕΑ).[6] Ταυτόχρονα η ΕΑ εφαρμόζει την αντίστοιχη νομοθεσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, με τους σχετικούς Κανονισμούς και Οδηγίες.

Η ελληνική νομοθεσία που περιγράφεται παραπάνω, με τις κατά καιρούς αναθεωρήσεις της, κρίθηκε το 2010 ότι θα πρέπει να αντικατασταθεί από έναν νέο νόμο που θα ξεκαθαρίζει και θα απλουστεύει το σχετικό πλαίσιο. Κατόπιν της σχετικής προεργασίας και διαφορετικών σχεδίων που κατατέθηκαν, ο νέος νόμος ψηφίστηκε τον Απρίλιο του 2011.

Προχωρώντας σε μια κριτική αξιολόγηση της έως το 2011 εφαρμοζόμενης νομοθεσίας, μπορούμε να παρατηρήσουμε τα ακόλουθα.

Πρώτον, ότι το γενικά χαμηλότερο του επιθυμητού επίπεδο ανταγωνισμού στην ελληνική οικονομία μόνο δευτερευόντως και όχι κατά κύριο λόγο μπορεί να αποδοθεί σε δυσλειτουργία της Επιτροπής Ανταγωνισμού (ΕΑ). Οφείλεται πρωτίστως στα χαμηλά επίπεδα επενδύσεων και σε εμπόδια εισόδου που δύσκολα μπορούν να καταπολεμηθούν (μόνο) από την ΕΑ, εκτός εάν υπάρχει στήριξη για αντίστοιχες μεταρρυθμίσεις από το κράτος. Αυτό δεν σημαίνει, όμως, ότι διαχρονικά η ΕΑ έχει συνεισφέρει όσο θα έπρεπε στην προστασία και προώθηση του ανταγωνισμού. Αδυναμίες του νόμου συνεισέφεραν και αυτές σε αυτό το κατώτερο του επιθυμητού αποτέλεσμα. Όμως το πρόβλημα φαίνεται να είναι ότι η ΕΑ δεν λειτουργούσε πάντα ως μια πραγματικά ανεξάρτητη αρχή, με σαφείς στόχους και προτεραιότητες, διαχρονική συνέπεια και διαφάνεια, επαρκείς πόρους και κατάλληλη κατανομή τους, γεγονός που σε έναν βαθμό υπονόμευσε και την αξιοπιστία της.

Σύμφωνα λοιπόν με τα παραπάνω, υπήρχε περιθώριο βελτίωσης του Ν. 703 και των αναθεωρήσεών του, όμως και η καλύτερη αναθεώρηση δεν επαρκεί για τη δραστική αναβάθμιση της ΕΑ (απαιτείται και πολιτική βούληση) ούτε η αναβάθμιση της ΕΑ επαρκεί γα τη σημαντική αναβάθμιση του επιπέδου ανταγωνισμού στην ελληνική οικονομία (απαιτείται μείωση όλων των εμποδίων εισόδου και λοιπών περιορισμών). Πάντως, η προς τη σωστή κατεύθυνση αναθεώρηση του νόμου είναι ευπρόσδεκτη και αναμένεται να συμβάλει στην καλύτερη λειτουργία της ΕΑ και του ανταγωνισμού. Οι απαιτούμενες κύριες αλλαγές της νομοθεσίας μπορεί να ομαδοποιηθούν θεματικά γύρω από τέσσερις άξονες.

I. *Ενδυνάμωση της ανεξαρτησίας της Επιτροπής Ανταγωνισμού (ΕΑ).* Αυτή μπορεί γενικά να εκφράζεται με έγκριση της επιλογής του προέδρου της ΕΑ και των εισηγητών από το Κοινοβούλιο και όχι μόνο από την κυβέρνηση. Από την άλλη, θα πρέπει να εξασφαλίζεται η επιλογή ατόμων που έχουν επιστημονική αναγνώριση και επάρκεια και να αποφεύγονται επιλογές κομματικών ισορροπιών ή εύκολου εντυπωσιασμού. Επίσης είναι σημαντικό να υπάρχει κυκλική εναλλαγή των μελών της επιτροπής (rotation), ώστε να διασφαλίζεται η συνέχεια του έργου αλλά και η εξέλιξή του και να υπάρχει απεξάρτηση από τον εκλογικό κύκλο. Τέλος, φυσικά, ανεξαρτησία δεν νοείται χωρίς οικονομική αυτοτέλεια.

II. Η ΕΑ πρέπει να έχει τη δυνατότητα να θέτει *κριτήρια προτεραιότητας* ώστε να προτάσσει τις σημαντικές υποθέσεις και να κάνει άριστη κατανομή των πόρων της. Οι υποθέσεις δεν μπορεί να εισάγονται απλώς για εξέταση με τη σειρά που έχει γίνει η παραλαβή τους, καθώς έτσι μπορεί οι περιορισμένοι πόροι της ΕΑ να σπαταλούνται σε υποθέσεις με μικρή σημασία για την αγορά. Για παράδειγμα, θα ήταν ευπρόσδεκτη μια έμφαση σε υποθέσεις cartel και άλλων οριζόντιων συμφωνιών και συμπράξεων που φαίνεται να έχουν άμεσο αρνητικό αντίκτυπο στην αγορά.

III. Σημαντικό είναι επίσης να υπάρξει *απλούστευση διαδικασιών και μείωση του διοικητικού βάρους* για τις επιχειρήσεις. Είναι απολύτως αναγκαία η κατάργηση συγκεκριμένων άρθρων (όπως τα 4α, 21 του Ν. 703) που προβλέπουν γνωστοποιήσεις προς την ΕΑ που δημιουργούν σημαντικό διοικητικό βάρος τόσο για αυτή όσο και για τις επιχειρήσεις, χωρίς κανένα απολύτως θετικό αποτέλεσμα για τον ανταγω-

[6] Για υποθέσεις που αφορούν κλάδους υπό ρύθμιση (όπως η ενέργεια και οι τηλεπικοινωνίες) μπορεί να προβλέπεται κάποια μορφή συνυπευθυνότητας και συνεργασίας με τις αντίστοιχες κλαδικές ρυθμιστικές αρχές.

νισμό. Αυτές οι διατάξεις μπορούν να ιδωθούν ως κατάλοιπο μιας γραφειοκρατικής και συγκεντρωτικής λογικής για το κράτος.

IV. Πρέπει να προωθηθεί η *καλύτερη εφαρμογή του δικαίου με προβλεψιμότητα (δηλαδή συνέπεια) των αποφάσεων, και άρα ισχυρότερο αποτρεπτικό αποτέλεσμα – ταυτόχρονα να ολοκληρωθεί η εναρμόνιση με το κοινοτικό δίκαιο όπου χρειάζεται.* Πιο συγκεκριμένα, θα πρέπει να αυξηθεί η πιθανότητα ότι οι επιχειρήσεις που παραβαίνουν τον νόμο θα καταδικασθούν, ώστε να υπάρχει αποτροπή παραβάσεων, αλλά και εξίσου σημαντικό ότι οι επιχειρήσεις που δεν τον παραβαίνουν δεν θα οδηγηθούν στην ΕΑ, ώστε να μη λειτουργεί η ΕΑ σε βάρος της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Θα πρέπει επίσης να καταργηθεί ή να αναμορφωθεί η δυνατότητα της ΕΑ να παρεμβαίνει με κλαδικές ρυθμίσεις όσον αφορά τη συμπεριφορά των επιχειρήσεων, ώστε να μην έχει τον πειρασμό να λειτουργεί δυνητικά ως αγορανομία – θα πρέπει όμως να διατηρηθεί η δυνατότητα για παρεμβάσεις με διαρθρωτικά μέτρα και με κύρια κατεύθυνση στην άρση ρυθμίσεων και απαγορεύσεων διοικητικής φύσης που λειτουργούν σε βάρος του ανταγωνισμού.

Πέρα από τις τέσσερις παραπάνω κατευθύνσεις, σημαντική είναι η ανάγκη για βελτίωση της εσωτερικής λειτουργίας της ΕΑ και προώθηση της διαφάνειας στις διαδικασίες. Επίσης, ιδίως στο περιβάλλον της τρέχουσας κρίσης, είναι σημαντική η ενδυνάμωση και ενθάρρυνση των παρεμβάσεων της ΕΑ για ευρύτερα ζητήματα ανταγωνισμού και στο ρυθμιστικό περιβάλλον. Η γνώμη της ΕΑ θα πρέπει να αναζητείται έγκαιρα για σχέδια νόμου και λοιπές παρεμβάσεις που μπορεί να επηρεάσουν τον ανταγωνισμό. Θα πρέπει να ενισχυθεί επίσης η δυνατότητα της ΕΑ να κάνει περιοδικά συνολικούς ελέγχους (sector inquires) σε σημαντικούς κλάδους.

Τέλος, είναι σημαντικό να υπάρξουν και γενικότερες τομές πέρα από τον νόμο ελεύθερου ανταγωνισμού. Η νέα διεύθυνση για θέματα παρακολούθησης αγοράς και ανταγωνισμού που έχει δημιουργηθεί στη Γενική Γραμματεία Εμπορίου θα πρέπει να λειτουργεί μόνο υποστηρικτικά και να μην υπάρχει η οποιαδήποτε επικάλυψη αρμοδιοτήτων με την ΕΑ, καθώς αυτό θα δημιουργούσε μεγάλη σύγχυση στην αγορά και θα υπέσκαπτε τον ρόλο της ΕΑ. Θα πρέπει επίσης να προωθηθεί άμεσα η δημιουργία ειδικών τμημάτων για ανταγωνισμό στο Διοικητικό Εφετείο, ώστε να υπάρχει κατάλληλη κρίση σε δεύτερο βαθμό.

Θα πρέπει τέλος να καταργηθεί ολοσχερώς ο νόμος που απαγορεύει τις πωλήσεις «κάτω του κόστους» – στον βαθμό που είναι χρήσιμος, καλύπτεται από τη νομοθεσία ανταγωνισμού για επιχειρήσεις με δεσπόζουσα θέση, ενώ κατά τα λοιπά είναι επιβλαβής.

6. Η αναθεώρηση της ελληνικής νομοθεσίας ελεύθερου ανταγωνισμού τον Απρίλιο 2011

Η ελληνική νομοθεσία ελεύθερου ανταγωνισμού άλλαξε πρόσφατα. Το νομοσχέδιο κατατέθηκε στο τέλος του 2010 και έλαβε την τελική του μορφή μετά από δημόσια διαβούλευση και μια σειρά από σχέδια. Συγκεκριμένα, ο νέος Νόμος 3959/2011 για την Προστασία του Ελεύθερου Ανταγωνισμού που αντικαθιστά τον Ν. 703/1977, ψηφίστηκε στις 12 Απριλίου 2011 και δημοσιεύτηκε σε ΦΕΚ στις 20 Απριλίου 2011. Ο νέος νόμος περιέχει διάφορες αλλαγές που σε γενικές γραμμές είναι σε συμφωνία και με τις παρατηρήσεις που παρατέθηκαν στο παραπάνω κεφάλαιο. Οι κυριότερες αλλαγές είναι οι ακόλουθες.

- Η ΕΑ θα συγκροτείται πλέον από 8 τακτικά μέλη, από τα οποία ένα είναι ο Πρόεδρος, ένα ο Αντιπρόεδρος και τέσσερις Εισηγητές (αντί 9 μελών σήμερα εκ των οποίων ένας ο Πρόεδρος και τέσσερις Εισηγητές). Ο Πρόεδρος και ο Αντιπρόεδρος της ΕΑ επιλέγονται από τη Βουλή σύμφωνα με το άρθρο 101 Α παρ. 2 του Συντάγματος, με απόφαση της Διάσκεψης των Προέδρων της Βουλής και την προβλεπόμενη

από τον Κανονισμό της Βουλής διαδικασία και διορίζονται με απόφαση του επιβλέποντος Υπουργού. Τα λοιπά μέλη της ΕΑ, τακτικά και αναπληρωματικά, και οι Εισηγητές επιλέγονται και διορίζονται από τον επιβλέποντα Υπουργό μετά από γνώμη της Επιτροπής Θεσμών και Διαφάνειας της Βουλής. Η θητεία του Προέδρου, του Αντιπροέδρου και των μελών της Επιτροπής Ανταγωνισμού μετατρέπεται σε πενταετή από τριετή με δυνατότητα ανανέωσης μόνο για μία επιπλέον θητεία.

- Σε σχέση με τον έλεγχο συγκεντρώσεων, καταργείται η υποχρέωση γνωστοποίησης μιας συγκέντρωσης μετά την ολοκλήρωσή της σύμφωνα με το άρθρο 4α του Ν. 703, δηλαδή εάν δεν συντρέχουν οι λόγοι ώστε να κριθεί αρνητικά από την ΕΑ. Αυτό αντανακλά μια σημαντική ελάφρυνση του διοικητικού και γραφειοκρατικού κόστους για τις σχετικά μικρές επιχειρήσεις που συμμετέχουν σε συγχωνεύσεις ή εξαγορές και αντίστοιχη ελάφρυνση της ΕΑ. Επίσης καταργείται η δυνατότητα έγκρισης από τους Υπουργούς Ανάπτυξης και Οικονομικών μιας συγκέντρωσης που απαγορεύεται από την ΕΑ με τη λογική ότι αυτή παρουσιάζει γενικότερα οικονομικά πλεονεκτήματα.
- Η ΕΑ επίσης μπορεί να δίνει διαφορετικούς βαθμούς προτεραιότητας στις καταγγελίες που λαμβάνει ανάλογα με τα στοιχεία που τίθενται υπόψη της. Σύμφωνα με τον νέο νόμο, η ΕΑ αποφαίνεται επί των καταγγελιών εντός εύλογου χρόνου, λαμβάνοντας υπόψη την πολυπλοκότητα και τον βαθμό προτεραιότητας κάθε υπόθεσης.
- Εισάγεται ευελιξία, ώστε η ΕΑ να μπορεί να ασχολείται έγκαιρα και επαρκώς με τις υποθέσεις που αυτή κρίνει ως σημαντικές. Ταυτόχρονα εισάγεται το σύστημα της «μοριοδότησης» των υποθέσεων για την εσωτερική λειτουργία της ΕΑ, ώστε να υπάρχει μια συνέπεια στη σειρά με οποία επιλέγονται προς εισαγωγή οι υποθέσεις, αλλά και με διατήρηση δικλείδων ευελιξίας, με τη δυνατότητα ο Γενικός Διευθυντής να προτείνει στην Ολομέλεια της Επιτροπής την εξέταση κατά προτεραιότητα μιας υπόθεσης.
- Αλλαγές προτείνονται τόσο στην προθεσμία για υποβολή της γνωστοποίησης (με επιμήκυνση της περιόδου) μιας συγκέντρωσης όσο και στο χρονοδιάγραμμα της εξέτασής της από την ΕΑ, όπου αφετηρία για τις περισσότερες προθεσμίες είναι η εκκίνηση πλήρους διερεύνησης της εκάστοτε συγκέντρωσης. Επίσης διευρύνεται η προθεσμία μέσα στην οποία η εισήγηση πρέπει να κατατεθεί από τη Γενική Διεύθυνση στην Ολομέλεια από 90 σε 120 μέρες από τη στιγμή της ανάθεσης. Κάθε απόφαση λαμβάνεται εντός 12 μηνών από την ανάθεση της σχετικής υπόθεσης στον Εισηγητή και όχι εντός 6 μηνών, όπως προέβλεπε ο προηγούμενος νόμος, με δυνατότητα παράτασης για άλλους δύο μήνες. Η διεύρυνση των προθεσμιών και η ευελιξία προσφέρει τη δυνατότητα στην ΕΑ να κάνει καλύτερη κατανομή των πόρων της και να βελτιώσει την ποιότητα των αποφάσεών της.
- Υπάρχουν επίσης αλλαγές στη σύνθεση των τμημάτων που εξετάζουν τις υποθέσεις. Ένα σημαντικό στοιχείο είναι ότι, προστίθεται πως στις συνεδριάσεις και διασκέψεις της Ολομέλειας και των τμημάτων της ΕΑ συμμετέχει μεν ο Εισηγητής που έχει οριστεί για τη συγκεκριμένη υπόθεση, αλλά χωρίς δικαίωμα ψήφου. Αυτή η ρύθμιση απαντά στο ότι δεν θα πρέπει να υπάρχει ταύτιση ανάμεσα σε αυτόν που συμμετέχει στην ανάλυση και τη διαμόρφωση της εισήγησης και σε αυτόν που τελικά αποφασίζει.
- Καταργείται η γνωστοποίηση συμφωνιών και συμπράξεων κατά το άρθρο 21 του Ν. 703. Επέρχεται με τον τρόπο αυτό πλήρης εναρμόνιση με τον Κανονισμό ΕΕ 1/2003. Αυτή η αλλαγή επίσης συντείνει σε μια ελάφρυνση του διοικητικού και γραφειοκρατικού κόστους για τις επιχειρήσεις και αντίστοιχη ελάφρυνση της ΕΑ.
- Εισάγονται αυστηρότερες ποινικές κυρώσεις για τους συμμετέχοντες σε καρτέλ. Όταν η παράβαση αφορά σε επιχειρήσεις που είναι μεταξύ τους πραγματικοί ή δυνητικοί ανταγωνιστές, επιβάλλεται ποινή φυλάκισης τουλάχιστον 2 ετών και χρηματική ποινή από 100.000 έως 1.000.000 ευρώ, ενώ έως τώρα η χρηματική ποινή κυμαινόταν μεταξύ 15.000 και 150.000 ευρώ και η επιβολή φυλάκισης ήταν τουλάχιστον 6 μηνών. Διατηρείται η χρηματική ποινή από 15.000 έως 150.000 ευρώ για όποιον προβαίνει σε κατάχρηση δεσπόζουσας θέσης της επιχείρησης που αντιπροσωπεύει στην αγορά.

- Όσον αφορά την ευθύνη φυσικών προσώπων για την τήρηση των διατάξεων περί ανταγωνισμού, επίσης παρέχεται η δυνατότητα στην ΕΑ να επιβάλει στα υπεύθυνα φυσικά πρόσωπα, εκτός από την ευθύνη που υπέχουν με την προσωπική τους περιουσία εις ολόκληρον με το οικείο νομικό πρόσωπο για καταβολή του προστίμου, και αυτοτελές (διοικητικό) πρόστιμο από 200.000 έως 2.000.000 ευρώ, εφόσον αποδεδειγμένα συμμετείχαν σε προπαρασκευαστικές πράξεις, στην οργάνωση ή στη διάπραξη της παράνομης συμπεριφοράς της επιχείρησης.
- Τα πρόστιμα για παραβάσεις των άρθρων 1 και 2 ανέρχονται μέχρι ποσοστού 10% αντί για 15% του συνολικού κύκλου εργασιών της επιχείρησης της χρήσης κατά την οποία έπαυσε η παράβαση ή, αν αυτή συνεχίζεται μέχρι την έκδοση της απόφασης, της τρέχουσας χρήσης ή της προηγούμενης της παράβασης χρήσης, αντιστοίχως. Σημαντικό είναι ότι εκτός από τη σοβαρότητα και τη διάρκεια της παράβασης που έθετε ως κριτήρια ο Ν. 703 για τον υπολογισμό του προστίμου, αναφέρονται επιπλέον η γεωγραφική έκταση της παράβασης, η διάρκεια και το είδος της συμμετοχής στην παράβαση της συγκεκριμένης επιχείρησης και το οικονομικό όφελος που αποκόμισε. Εφόσον είναι δυνατόν να υπολογιστεί το ύψος του οικονομικού οφέλους της επιχείρησης από την παράβαση, το ύψος του προστίμου δεν μπορεί να είναι μικρότερο από αυτό.
- Στην περίπτωση που την παράβαση διέπραξε ένωση επιχειρήσεων και αυτή συνδέεται με τις δραστηριότητες των μελών της και όταν η ένωση δεν είναι αξιόχρεη, με αποτέλεσμα να μη δύναται η ίδια να καταβάλει το επιβληθέν πρόστιμο, αυτή είναι υποχρεωμένη να ζητήσει εισφορές από τα μέλη της προκειμένου να καλύψει το ποσό του προστίμου. Εάν δεν πραγματοποιηθούν οι συνεισφορές αυτές, η ΕΑ μπορεί να απαιτήσει την καταβολή του προστίμου απευθείας από καθεμία από τις επιχειρήσεις οι εκπρόσωποι των οποίων ανήκαν στα εμπλεκόμενα όργανα λήψης αποφάσεων της ένωσης.
- Γίνεται προσθήκη νέας ρύθμισης αναφορικά με τη δυνατότητα του Διοικητικού Εφετείου, σε περίπτωση άσκησης προσφυγής κατά απόφασης της Επιτροπής Ανταγωνισμού περί επιβολής προστίμου, να διατάξει την αναστολή μέρους του προστίμου με αιτιολογημένη απόφασή του, το οποίο γενικά δεν μπορεί να υπερβαίνει το 80% αυτού. Με την απόφαση, με την οποία διατάσσεται η αναστολή εκτέλεσης ή άλλο κατάλληλο μέτρο, το Δικαστήριο, ακόμη και χωρίς να υποβληθεί σχετικό αίτημα, λαμβάνει και κάθε αναγκαίο μέτρο για τη διασφάλιση του δημόσιου συμφέροντος.
- Η Επιτροπή Ανταγωνισμού διατυπώνει γνώμη σχετικά με σχέδια νόμων και λοιπών κανονιστικών ρυθμίσεων που δύνανται να εισαγάγουν εμπόδια στη λειτουργία του ελεύθερου ανταγωνισμού. Η γνώμη της Επιτροπής Ανταγωνισμού δύναται να ζητείται από το αρμόδιο κάθε φορά κυβερνητικό όργανο στο οποίο και διαβιβάζεται.
- Καταργείται ο εσωτερικός έλεγχος και εισάγεται πειθαρχική διαδικασία για παράβαση υποχρεώσεων των μελών της Επιτροπής. Τη διαδικασία κινεί η Επιτροπή θεσμών και διαφάνειας ύστερα από πρόταση του εποπτεύοντος υπουργού.
- Η Επιτροπή Ανταγωνισμού υποχρεούται να κινεί ανά χρονικά διαστήματα, τα οποία δεν μπορεί να υπερβαίνουν την πενταετία, διαδικασία αξιολόγησης της λειτουργίας της, της αποτελεσματικότητας εφαρμογής των διατάξεων του νόμου και του ευρωπαϊκού δικαίου, καθώς και των συνθηκών προστασίας του ελεύθερου ανταγωνισμού γενικότερα, από ελεγκτές αναγνωρισμένου κύρους και αξιοπιστίας.

7. Συμπεράσματα: προτάσεις πολιτικής στην ελληνική αγορά προϊόντων και υπηρεσιών

Περιγράψαμε παραπάνω τις κύριες αλλαγές που έχουν γίνει πολύ πρόσφατα στον νόμο περί ελεύθερου ανταγωνισμού και αφορούν κυρίως στη λειτουργία της Επιτροπής Ανταγωνισμού (ΕΑ). Αυτές κινούνται γενικά προς τη σωστή κατεύθυνση, καθώς επιβεβαιώνεται η ανεξαρτησία της Αρχής, της δίνεται η δυνατότητα ιεράρχησης των υποθέσεων ανάλογα με τη σπουδαιότητά τους, όπως και λογικότερα χρονικά περιθώρια εξέτασης, καταργούνται διατάξεις που προέβλεπαν απλώς γνωστοποιήσεις συγκεντρώσεων ή συμφωνιών, χωρίς κανένα ουσιαστικό όφελος για τον ανταγωνισμό και δημιουργούσαν βάρος και για την ΕΑ και, το σημαντικότερο, για τις επιχειρήσεις, και ρυθμίζεται σε κάποια ακόμη σημεία η περαιτέρω εναρμόνιση με το δίκαιο της ΕΕ. Απομένει να φανεί στην πράξη κατά πόσο η ανεξαρτησία της ΕΑ θα ενισχυθεί και εάν θα βελτιωθεί η αποτελεσματικότητά της. Επίσης απομένει να φανεί εάν οι απαραίτητες συμπληρωματικές ρυθμίσεις θα είναι προς τη σωστή κατεύθυνση, καθώς αυτές θα είναι κρίσιμες. Ειδικότερα αυτές αφορούν τη συνεργασία της ΕΑ με τις συναρμόδιες κλαδικές ρυθμιστικές αρχές, αν θα δημιουργηθούν ειδικά Τμήματα στο Διοικητικό Εφετείο Αθηνών με τον κατάλληλο τρόπο και πώς θα εξελιχθεί στην πράξη ο ρόλος της Υπηρεσίας Εποπτείας Αγοράς, ώστε να λειτουργεί πράγματι προς όφελος του ανταγωνισμού προσφέροντας την απαραίτητη παρακολούθηση, αλλά χωρίς να υπάρξει σύγχυση ρόλων, στοιχείο που θα αποδυνάμωνε την ΕΑ.

Σε κάθε περίπτωση, εξηγήθηκε παραπάνω ότι ακόμη και εάν ο νέος νόμος αντιπροσωπεύει μια βελτίωση στο θεσμικό πλαίσιο και ακόμη και εάν υπάρξει σημαντική βελτίωση στη λειτουργία της ΕΑ, η ενδυνάμωση του ανταγωνισμού στην ελληνική αγορά απαιτεί να υπάρξουν και κάποιες επιπλέον κρίσιμες συνθήκες. Αυτές θα πρέπει να διασφαλίσουν ότι θα υπάρξουν επενδύσεις από υφιστάμενες επιχειρήσεις αλλά και κυρίως είσοδος νέων επιχειρήσεων.

Σε μικροοικονομικό επίπεδο, οι σημαντικές μεταρρυθμίσεις που απαιτούνται για την καλύτερη λειτουργία των ελληνικών αγορών προϊόντων και υπηρεσιών αφορούν κυρίως τη δραστική μείωση των ρυθμίσεων που εμποδίζουν την είσοδο νέων παικτών στις αγορές και τις νέες επενδύσεις. Αποτελεί κρίσιμο λάθος για την οικονομική πολιτική να βλέπει το ζήτημα του ανταγωνισμού ως ανεξάρτητο από αυτό των επενδύσεων και ως ένα ζήτημα η κατάλληλη αντιμετώπιση του οποίου θα γίνει με διοικητικά μέτρα. Επί του πρακτέου, πρώτα θα πρέπει να μειωθεί δραστικά το ρυθμιστικό βάρος για τις επιχειρήσεις, με κατάργηση όσων τυπικών διατάξεων περιορίζουν την είσοδο επιχειρήσεων, δημιουργούν κλειστές αγορές και δυσχεραίνουν τις επενδύσεις. Δεύτερον και εξίσου σημαντικό, πολλοί άλλοι φραγμοί εισόδου οφείλονται σε γραφειοκρατικά εμπόδια που επιβάλλει η κυβέρνηση, όπως το ότι για μια επένδυση μπορεί να απαιτείται μια υπερβολικά μακριά και περίπλοκη σειρά αδειών από πολλές διαφορετικές υπηρεσίες. Τρίτον, σε ένα περιβάλλον όπου υπάρχουν πολλές τυπικές απαγορεύσεις και λοιπές ρυθμίσεις και γραφειοκρατικά εμπόδια δημιουργείται πρόσφορο έδαφος για την ανάπτυξη της διαφθοράς, η οποία λειτουργεί ως ένα επιπλέον εμπόδιο εισόδου. Η κατάργηση τυπικών εμποδίων εισόδου, η μείωση της γραφειοκρατίας και η καταπολέμηση της διαφθοράς αποτελούν συνθήκες για νέες επενδύσεις και ιδιαίτερα σημαντικές για τις ξένες επιχειρήσεις, οι οποίες δεν είναι απαραίτητα οικείες με την ελληνική νομοθεσία και ιδιομορφίες.

Εάν διευκολυνθεί η είσοδος νέων επιχειρήσεων και η αύξηση των επενδύσεων, αναμένεται να υπάρξουν συστηματικά θετικές επιδράσεις και στην ένταση του ανταγωνισμού και στο επίπεδο τιμών. Οι επιδράσεις θα επέλθουν άμεσα με την αύξηση του παραγωγικού δυναμικού (και άρα με την προσφορά να είναι σχετικά μεγαλύτερη από τη ζήτηση) και με την ένταση του ανταγωνισμού λόγω της αύξησης του αριθμού των επιχειρήσεων. Αλλά και έμμεσα, καθώς σε αγορές όπου υπάρχει υπερβάλλον παραγωγικό δυναμικό και όχι μόνο υψηλός αριθμός επιχειρήσεων αλλά και δυναμική εισόδου και εξόδου, είναι πολύ περισσότερο δυσχερές για τις επιχειρήσεις να προβούν σε συμπράξεις ή άλλες πρακτικές που νοθεύουν τον ελεύθερο ανταγωνισμό.

Η απώλεια ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας μετά την είσοδο της χώρας στην ΟΝΕ

Δημήτριος Μαλλιαρόπουλος
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ EUROBANK EFG

Περίληψη

Η μελέτη αποσκοπεί στην κατασκευή ενός εναλλακτικού δείκτη ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας με βάση κλαδικούς δείκτες τιμών και κόστους εργασίας σε σχέση με τους εμπορικούς εταίρους και ανταγωνιστές της Ελλάδας στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών. Τα αποτελέσματα της μελέτης μας δείχνουν ότι κατά την περίοδο 2000-2009 η ανταγωνιστικότητα των διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών της ελληνικής οικονομίας έχει υποχωρήσει κατά 10%, σε όρους σχετικών τιμών και σε όρους σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, πολύ λιγότερο από ότ,ι εκτιμούν οι διεθνείς οργανισμοί και οι κεντρικές τράπεζες. Η βασική διαφορά μεταξύ του δικού μας δείκτη ανταγωνιστικότητας και αυτών των διεθνών οργανισμών και κεντρικών τραπεζών είναι ότι, (α) μετράμε την ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών και όχι την ανταγωνιστικότητα όλης της οικονομίας, και (β) μετράμε την ανταγωνιστικότητα στον κλάδο των υπηρεσιών έναντι διαφορετικών χωρών από ό,τι για τα αγαθά, καθώς οι ανταγωνιστές της Ελλάδας στον κλάδο του τουρισμού είναι διαφορετικοί από τους εμπορικούς εταίρους της Ελλάδας στον κλάδο της μεταποίησης. Βρίσκουμε ότι η απώλεια συνολικής ανταγωνιστικότητας οφείλεται κυρίως στην αύξηση των μισθών και των τιμών στους κλάδους των μη εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών σε σχέση με τους κλάδους οι οποίοι παράγουν εξαγώγιμα αγαθά και υπηρεσίες, με αποτέλεσμα τη μετατόπιση παραγωγικών πόρων προς τον κλάδο των μη εμπορεύσιμων. Το κεντρικό συμπέρασμα είναι ότι η απαραίτητη «εσωτερική υποτίμηση» για να επανέλθει η ελληνική οικονομία σε αναπτυξιακή τροχιά δεν είναι τόσο μεγάλη όσο παρουσιάζεται συχνά.

Ο συγγραφέας ευχαριστεί τον Αποστόλη Φιλιππόπουλο για εποικοδομητικά σχόλια και προτάσεις.

1. Εισαγωγή

Διεθνείς οργανισμοί, επιφανείς οικονομολόγοι και αναλυτές των αγορών φαίνεται να συμφωνούν ότι η ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας έχει υποχωρήσει σημαντικά μετά την είσοδο της χώρας στη ζώνη του ευρώ, την 1η Ιανουαρίου του 2001. Βασική αιτία αυτής της απώλειας ανταγωνιστικότητας είναι οι υψηλοί ρυθμοί μισθολογικών αυξήσεων και πληθωρισμού, οι οποίοι καθιστούν τις ελληνικές εξαγωγές ακριβότερες τόσο σε όρους τιμών όσο και σε όρους κόστους εργασίας σε σχέση με τους εμπορικούς μας εταίρους. Ωστόσο, οι εκτιμήσεις των διεθνών οργανισμών και κεντρικών τραπεζών ως προς το μέγεθος της υποχώρησης της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας κατά το διάστημα 2000-2009 διαφέρουν σημαντικά. Σε όρους κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, η ελάχιστη εκτιμώμενη απώλεια ανταγωνιστικότητας είναι 9% (Διεθνές Νομισματικό Ταμείο) και η μέγιστη 27% (Τράπεζα της Ελλάδος, Πίνακας 1). Σε όρους σχετικών τιμών, η απώλεια ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας από το 2000 κυμαίνεται μεταξύ 17% (Ευρωπαϊκή Επιτροπή) και 21% (ΔΝΤ).

Με δεδομένο ότι η Ελλάδα δε μπορεί πλέον να υποτιμήσει το νόμισμά της, οι αγορές πιστεύουν ότι η ανταγωνιστικότητα μπορεί να τονωθεί μόνο μέσω μιας «εσωτερικής υποτίμησης», δηλαδή μιας μείωσης μισθών και τιμών ταυτόχρονα στα επίπεδα του 2000. Ωστόσο, μια τέτοια διαδικασία θα είχε ως αποτέλεσμα μια βαθύτατη ύφεση και έναν εκτροχιασμό του λόγου χρέους προς ΑΕΠ. Για τον λόγο αυτό οι αγορές παραμένουν επιφυλακτικές και θεωρούν ότι η ελληνική οικονομία δεν θα μπορέσει να επανέλθει σε αναπτυξιακή τροχιά και να σταθεροποιήσει το χρέος της, παρά μόνο αν προχωρήσει σε αναδιάρθρωση του χρέους ή αποχωρήσει από τη ζώνη του ευρώ και υποτιμήσει δραστικά τη «νέα δραχμή». Οι αρνητικές αυτές προσδοκίες προεξοφλούνται στις τρέχουσες αποτιμήσεις της αγοράς ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου και των τραπεζικών μετοχών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Απώλεια ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας κατά το διάστημα 2000-2009

Δείκτης Πραγματικής Σταθμισμένης Συναλλαγματικής Ισοτιμίας	Σχετικοί μισθοί	Σχετικές τιμές
ΟΟΣΑ	19	20
ΔΝΤ	9	21
Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Eurostat	19	17
ΕΚΤ	21	18
Τράπεζα της Ελλάδος	27	18
Μέσος όρος	**19**	**19**

ΠΗΓΗ: ΟΟΣΑ, ΔΝΤ, Ευρωπαϊκή Επιτροπή – Ameco, ΕΚΤ, ΤτΕ

Πόσο έχει υποχωρήσει η ανταγωνιστικότητα των ελληνικών εξαγωγών μετά την είσοδο της χώρας στη ζώνη του ευρώ; Ποιοι κλάδοι της οικονομίας υπέστησαν τη μεγαλύτερη απώλεια ανταγωνιστικότητας; Ποια είναι η συνεισφορά του κλάδου των διεθνώς μη εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών στην επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας της συνολικής οικονομίας; Είναι απαραίτητη η οριζόντια μείωση μισθών και τιμών και αν ναι, σε τι βαθμό προκειμένου να τονωθεί η ανταγωνιστικότητα; Αυτά είναι μερικά από τα ζητήματα που αναλύουμε στην παρούσα μελέτη. Η μελέτη μας αποσκοπεί στην κατασκευή ενός εναλλακτικού δείκτη ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας με βάση κλαδικούς δείκτες τιμών και κόστους εργασίας σε σχέση με τους εμπορικούς εταίρους και ανταγωνιστές της Ελλάδας στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών. Ως αποτέλεσμα, μπορούμε να σπάσουμε την απώλεια ανταγωνιστικότητας της συνολικής οικονομίας σε δύο ξεχωριστά κομμάτια: την απώλεια ανταγωνιστικότητας των ελληνικών εξαγωγών (την οποία εκτιμούμε με

τον εναλλακτικό μας δείκτη) και την απώλεια ανταγωνιστικότητας του κλάδου μη εμπορεύσιμων έναντι του κλάδου των εξαγώγιμων προϊόντων (η διαφορά μεταξύ των συνήθων δεικτών ανταγωνιστικότητας και του δικού μας δείκτη). Η διάκριση αυτή έχει σημαντικές συνέπειες τόσο για το είδος της απαραίτητης «εσωτερικής υποτίμησης» όσο και για την οικονομική πολιτική.

Τα αποτελέσματα της μελέτης μας δείχνουν ότι από το 2000 η ανταγωνιστικότητα του εξαγωγικού τομέα της ελληνικής οικονομίας έχει υποχωρήσει κατά 10% σε όρους σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και κατά 7% σε όρους σχετικών τιμών, πολύ λιγότερο από ό,τι εκτιμούν οι διεθνείς οργανισμοί και κεντρικές τράπεζες. Οι βασικές διαφορές μεταξύ του δικού μας δείκτη ανταγωνιστικότητας και αυτών των διεθνών οργανισμών και κεντρικών τραπεζών είναι δύο. Πρώτον, ο δικός μας δείκτης μετράει την ανταγωνιστικότητα των ελληνικών εξαγωγών σε αντίθεση με τους δείκτες των διεθνών οργανισμών, οι οποίοι συνήθως μετρούν τη συνολική ανταγωνιστικότητα της οικονομίας. Δεύτερον, ο δικός μας δείκτης μετράει την ανταγωνιστικότητα στον κλάδο των υπηρεσιών έναντι διαφορετικών χωρών απ' ό,τι για τα αγαθά. Ο λόγος είναι ότι οι ανταγωνιστές της Ελλάδας στη βασική εξαγωγική βιομηχανία της, τον τουρισμό, είναι διαφορετικοί από τους εμπορικούς εταίρους της στον κλάδο της μεταποίησης. Αντίθετα, οι συνήθεις δείκτες μετρούν την ανταγωνιστικότητα τόσο των αγαθών όσο και των υπηρεσιών έναντι των ίδιων χωρών. Όμως, στον κλάδο των υπηρεσιών και ιδιαίτερα του τουρισμού οι κύριοι ανταγωνιστές της Ελλάδας είναι οι χώρες τις περιφέρειας (όπως η Ιταλία και η Ισπανία), ή αναδυόμενες οικονομίες (όπως η Τουρκία και η Κροατία), όπου οι τιμές και οι μισθοί αυξήθηκαν σημαντικά κατά την τελευταία δεκαετία. Επομένως, οι συνήθεις δείκτες υπερεκτιμούν το μέγεθος της απώλειας ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας.

Όσον αφορά τους επιμέρους εξαγωγικούς κλάδους της οικονομίας, η μελέτη μας δείχνει ότι τη μεγαλύτερη απώλεια ανταγωνιστικότητας υπέστη ο κλάδος της γεωργίας και, εν μέρει, η βιομηχανία. Αντίθετα, στον κλάδο των υπηρεσιών, ο οποίος αποτελεί το 80% του ιδιωτικού τομέα σε όρους ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας, η απώλεια ανταγωνιστικότητας από το 2000 περιορίστηκε στο 5% σε όρους κόστους εργασίας. Αξίζει να σημειωθεί ότι η ανταγωνιστικότητα στις υπηρεσίες παρέμεινε σταθερή σε όρους τιμών.

Η μελέτη μας καταλήγει σε πέντε σημαντικά συμπεράσματα τόσο για τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας να ξεπεράσει την κρίση και να επανέλθει σε τροχιά ανάπτυξης όσο και για τα απαραίτητα μέτρα οικονομικής πολιτικής.

Πρώτον, η απαραίτητη «εσωτερική υποτίμηση» για να επανέλθει η ελληνική οικονομία σε αναπτυξιακή τροχιά είναι μικρότερη από ό,τι πιστεύουν σήμερα οι αγορές. Το μεγαλύτερο μέρος αυτής της υποτίμησης αφορά μια μεταβολή των σχετικών τιμών μεταξύ του κλάδου των μη εμπορεύσιμων και του κλάδου των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών και όχι μια οριζόντια μείωση μισθών και τιμών σε όλη την οικονομία. Η μείωση του σχετικού κόστους εργασίας που αναμένεται να επέλθει λόγω της ύφεσης στην ελληνική οικονομία, σε συνδυασμό με τη μεγαλύτερη ευελιξία στην αγορά εργασίας, πιστεύουμε ότι θα τονώσουν σημαντικά την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας κατά τα επόμενα χρόνια.

Δεύτερον, οι τιμές και οι μισθοί στους κλάδους των μη εμπορεύσιμων πρέπει να μειωθούν σε σχέση με τις τιμές και τους μισθούς στους κλάδους των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών, δημιουργώντας κίνητρα για μια μετατόπιση παραγωγικών πόρων (κεφαλαίου, τεχνολογίας και εργασίας) από τον τομέα των μη εμπορεύσιμων υπηρεσιών σε τομείς με μεγάλη εξωστρέφεια. Επενδύσεις σε τεχνολογία και παραγωγικότητα θα βοηθήσουν σημαντικά ώστε το βάρος της προσαρμογής να μην το επωμισθούν αποκλειστικά οι εργαζόμενοι.

Τρίτον, καθώς η απώλεια ανταγωνιστικότητας φαίνεται να περιορίζεται κυρίως στον τομέα της γεωργίας και της βιομηχανίας –οι οποίοι αποτελούν μόνο το 15% του ιδιωτικού τομέα–, η Ελλάδα μπορεί να τονώσει την ανταγωνιστικότητά της, αποφεύγοντας μια γενικευμένη «εσωτερική υποτίμηση», η οποία θα προκαλούσε ένα αρνητικό σπιράλ γενικού αποπληθωρισμού και οικονομικής συρρίκνωσης.

Τέταρτον, αν οι εκτιμήσεις των διεθνών οργανισμών και κεντρικών τραπεζών όσον αφορά την ανταγωνιστικότητα της ελληνική οικονομίας δεν ευστοχούν, ο κλάδος των εξαγωγών, που θα έχει ανακτήσει μέρος της χαμένης ανταγωνιστικότητάς του κατά τα αμέσως επόμενα χρόνια, μπορεί να αποτελέσει έναν από τους βασικούς κινητήριους μοχλούς ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας στο μέλλον.

Πέμπτον, είναι χαρακτηριστικό ότι οι πλέον προστατευμένοι κλάδοι της ελληνικής οικονομίας, όπως είναι ο τομέας της αγροτικής παραγωγής, είναι ανάμεσα στους κλάδους με τη μεγαλύτερη απώλεια ανταγωνιστικότητας, καθώς οι κοινοτικές επιδοτήσεις προφανώς λειτούργησαν ως αντικίνητρο για την αύξηση της παραγωγικότητας. Για να μπορέσει η ελληνική γεωργία να ανακτήσει την απώλεια ανταγωνιστικότητας της τελευταίας δεκαετίας, πρέπει η αγροτική πολιτική να στοχεύσει στη στήριξη της καινοτομίας και της παραγωγικότητας και όχι σε πολιτικές που εγγυώνται τις τιμές ή τα εισοδήματα ανεξαρτήτως της παραγωγής.

Αναμφισβήτητα, η χειροτέρευση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και η επακόλουθη αλματώδης αύξηση του εξωτερικού χρέους της χώρας κατά την τελευταία 10-ετία οφείλονται σε μεγάλο βαθμό στην απώλεια ανταγωνιστικότητας. Για να καταφέρει η Ελλάδα να εξυπηρετήσει το καθαρό εξωτερικό της χρέος (97% του ΑΕΠ το 2010) και να το μειώσει σε ένα μακροχρόνια διατηρήσιμο επίπεδο, πρέπει να δημιουργήσει στο μέλλον εμπορικά πλεονάσματα, τα οποία μάλιστα πρέπει να είναι αρκετά υψηλά ώστε να αντισταθμίσουν την αύξηση των οφειλόμενων τόκων για το ήδη υπάρχον χρέος. Η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας είναι απαραίτητη προϋπόθεση για να μπορέσει ο εξωτερικός τομέας να δημιουργήσει τις θέσεις εργασίας οι οποίες θα καταργούνται λόγω της συρρίκνωσης του Δημοσίου στο μέλλον και κατόπιν να συνεισφέρει στην αποπληρωμή μέρους του εξωτερικού χρέους.

Εν κατακλείδι, η προσπάθεια της χώρας να επανακτήσει την χαμένη ανταγωνιστικότητά της πρέπει να εστιαστεί σε τρεις παράγοντες. Πρώτον, στη μείωση του κόστους παραγωγής σε σχέση με τους εμπορικούς μας εταίρους μέσω συγκράτησης των μισθών και των περιθωρίων κέρδους. Δεύτερον, στην αύξηση της παραγωγικότητας και τη στροφή προς κλάδους υψηλότερης προστιθέμενης αξίας και εξωστρέφειας. Αυτό προϋποθέτει επενδύσεις σε παραγωγικό εξοπλισμό και νέες τεχνολογίες. Τρίτον, στη μείωση των σχετικών τιμών (και μισθών) εντός της χώρας του τομέα μη εμπορεύσιμων σε σχέση με τον τομέα εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών, έτσι ώστε να δημιουργηθούν κίνητρα στις εταιρείες και στους εργαζομένους να μετατοπιστούν στον τομέα των εμπορεύσιμων.

2. Τι πρέπει να μετράει ένας δείκτης ανταγωνιστικότητας;

Η μέτρηση της ανταγωνιστικότητας είναι ένα δύσκολο θέμα, τόσο για τους οικονομολόγους όσο και για τους στατιστικούς αναλυτές. Οι εκτιμήσεις ενδέχεται να διαφέρουν, ανάλογα με το αν η ανταγωνιστικότητα μετριέται σε όρους σχετικών τιμών ή σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, αν χρησιμοποιείται ονομαστικό ή πραγματικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, με ποιες χώρες συγκρίνει κανείς την Ελλάδα και, τέλος, με τον σχετικό συντελεστή στάθμισης της κάθε χώρας στον δείκτη.[1] Κατά την άποψή μας, ένας δείκτης ανταγωνιστικότητας θα πρέπει να πληροί δύο βασικές αρχές:

1. Θα πρέπει να μετράει την ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών, δηλαδή των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών, όχι όλης της οικονομίας, καθώς σημαντικό μέρος της οικονομίας παράγει μη εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες, όπως το Δημόσιο, ο κατασκευαστικός κλάδος κ.λπ. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό για την Ελλάδα, όπου ο δημόσιος τομέας είναι συγκριτικά μεγάλος.
2. Θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη το γεγονός ότι στον κλάδο των αγαθών οι ανταγωνιστές της Ελλάδας είναι συχνά διαφορετικές χώρες από αυτές στον κλάδο των υπηρεσιών, όπως ο τουρισμός. Για παράδειγμα, η Γερμανία είναι ένας από τους μεγαλύτερους εξαγωγικούς προορισμούς των ελληνικών προϊόντων και οι έλληνες εξαγωγείς βιομηχανικών προϊόντων αντιμετωπίζουν έντονο ανταγωνισμό από τους γερμανούς παραγωγούς καθώς και παραγωγούς άλλων χωρών, οι οποίοι εξάγουν συγκρίσι-

[1] Για μια σύνοψη των πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων των επιμέρους δεικτών, βλέπε Lipschitz and McDonald (1992), Turner and Van t'dack (1993), Agenor (1995), Marsch and Tokarick (1996), Μανασσάκης et al. (2010).

μα προϊόντα στη Γερμανία. Ωστόσο, η Γερμανία δεν είναι ανταγωνιστής της Ελλάδας στον κλάδο του τουρισμού, διότι προσφέρει χειμερινό τουρισμό, ενώ η Ελλάδα προσφέρει καλοκαιρινές διακοπές. Ως εκ τούτου, στη μέτρηση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών εξαγωγών βιομηχανικών προϊόντων, η Γερμανία θα πρέπει να έχει μεγάλο συντελεστή στάθμισης στον δείκτη, ενώ στη μέτρηση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών υπηρεσιών, η Γερμανία θα πρέπει να έχει χαμηλή (στην πραγματικότητα μηδέν) στάθμιση στον δείκτη. Το αντίθετο ισχύει για την Ισπανία, την Τουρκία ή την Κροατία, χώρες οι οποίες έχουν χαμηλή στάθμιση στις εξαγωγές προϊόντων μεταποίησης της Ελλάδας, αλλά την ίδια στιγμή είναι οι κύριοι ανταγωνιστές της Ελλάδας στον κλάδο του τουρισμού. Η Ελλάδα είναι ένας από τους σημαντικότερους ευρωπαϊκούς τουριστικούς προορισμούς και ο κλάδος του τουρισμού είναι (μαζί με τη ναυτιλία) από τις μεγαλύτερες εξαγωγικές βιομηχανίες της χώρας. Κατά συνέπεια, η μέτρηση της ανταγωνιστικότητας του κλάδου των υπηρεσιών της Ελλάδας έναντι μιας σειράς χωρών που είναι οι πραγματικοί ανταγωνιστές της Ελλάδας είναι σημαντική τόσο για τον ποσοτικό προσδιορισμό του ελλείμματος της ανταγωνιστικότητας όσο και για τον εντοπισμό της καταλληλότερης οικονομικής πολιτικής για τη μείωση αυτού του ελλείμματος στο μέλλον.

Κατά την άποψή μας, οι συνήθεις δείκτες ανταγωνιστικότητας δεν πληρούν αυτές τις δύο βασικές αρχές. Οι συνήθεις δείκτες πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας συνήθως χρησιμοποιούν συνολικούς δείκτες τιμών ή κόστους της οικονομίας, όπως ο Δείκτης Τιμών Καταναλωτή ή το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος όλης της οικονομίας[2]. Ως αποτέλεσμα, δεν μετρούν την ανταγωνιστικότητα του κλάδου των εξαγωγών, καθώς σημαντικό μέρος της οικονομίας παράγει μη-εμπορεύσιμα αγαθά ή υπηρεσίες (το Δημόσιο, ο κατασκευαστικός κλάδος, κ.λπ.). Επιπλέον, συνήθως μετρούν την ανταγωνιστικότητα τόσο των αγαθών όσο και των υπηρεσιών έναντι των ίδιων χωρών, με την ίδια σχετική στάθμιση. Ωστόσο, όπως εξηγήθηκε παραπάνω, στον κλάδο του τουρισμού οι κύριοι ανταγωνιστές της Ελλάδας είναι διαφορετικοί από τους ανταγωνιστές της Ελλάδας στην αγορά βιομηχανικών προϊόντων.

3. Τύποι δεικτών ανταγωνιστικότητας

Υπάρχουν δύο κύριοι τύποι δεικτών ανταγωνιστικότητας. Οι δείκτες που συγκρίνουν τις τιμές και οι δείκτες που συγκρίνουν το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (και οι δύο εκφρασμένοι σε ένα κοινό νόμισμα). Ποιος είναι ο πιο κατάλληλος δείκτης εξαρτάται από (α) αυτό που θέλουμε να μετρήσουμε και (β) τη φύση των αγορών. Αν θέλουμε να μετρήσουμε την ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών βιομηχανικών προϊόντων, οι δείκτες ανταγωνιστικότητας σε όρους κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος είναι πιθανόν πιο κατάλληλοι από αυτούς σε όρους τιμών, λόγω της φύσης των διεθνών αγορών. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι στις διεθνείς αγορές προϊόντων, οι έλληνες εξαγωγείς συνήθως δε μπορούν να καθορίσουν τις τιμές, καθώς αυτές καθορίζονται από τον διεθνή ανταγωνισμό. Ως εκ τούτου, οι εξαγωγείς προϊόντων είναι ανταγωνιστικοί εάν μπορούν να παράγουν με χαμηλότερο κόστος από τη διεθνή τιμή (δηλαδή να έχουν ένα θετικό ακαθάριστο περιθώριο κέρδους). Η ανταγωνιστικότητα σε αυτές τις αγορές εξαρτάται από το κόστος παραγωγής, για παράδειγμα το ονομαστικό κόστος μισθών ανά μονάδα προϊόντος (το λεγόμενο «ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος» ή "Nominal Unit Labor Cost"). Συνεπώς, οι έλληνες εξαγωγείς προϊόντων γίνονται πιο ανταγωνιστικοί, αν το κόστος εργασίας τους ανά μονάδα προϊόντος αυξάνεται με χαμηλότερο ρυθμό από ό,τι αυτό των ανταγωνιστικών τους χωρών, εκφρασμένο σε ένα κοινό νόμισμα.

[2] Η ΕΚΤ και η Τράπεζα της Ελλάδος χρησιμοποιούν Δείκτες Τιμών Καταναλωτή ή αποπληθωριστές ΑΕΠ και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος όλης της οικονομίας. Το ΔΝΤ χρησιμοποιεί αποπληθωριστές ΔΤΚ και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή χρησιμοποιεί το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος όλης της οικονομίας. Ο ΟΟΣΑ χρησιμοποιεί αποπληθωριστές ΔΤΚ για τους δείκτες ανταγωνιστικότητας σε όρους τιμών, αλλά χρησιμοποιεί το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στον μεταποιητικό κλάδο για τους δείκτες ανταγωνιστικότητας σε όρους κόστους εργασίας.

Σε αντίθεση με τον κλάδο των αγαθών, η ανταγωνιστικότητα του κλάδου των υπηρεσιών, όπως ο τουρισμός, εξαρτάται περισσότερο από τις τιμές των υπηρεσιών στην Ελλάδα σε σχέση με τις τιμές των υπηρεσιών στις ανταγωνίστριες χώρες, παρά από το σχετικό κόστος ανά μονάδα προϊόντος. Ένας τουρίστας στην Ελλάδα δεν ενδιαφέρεται τόσο για τις αμοιβές του προσωπικού ενός ελληνικού ξενοδοχείου, όσο για το πόσο θα του κοστίσει μία εβδομάδα παραμονής του στην Ελλάδα σε σχέση με μία εβδομάδα παραμονής του σε ένα παρόμοιο τουριστικό θέρετρο στην Ισπανία ή την Ιταλία.

4. Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας

Οι υψηλοί ρυθμοί μισθολογικών αυξήσεων κατά την τελευταία δεκαετία ήταν ένα χαρακτηριστικό όλων των χωρών της περιφέρειας στη ζώνη του ευρώ. Αυτό οφείλεται κυρίως στην πτώση των επιτοκίων στην πορεία προς την ευρωζώνη και η συνακόλουθη αύξηση της κατανάλωσης, αλλά και στην ανάγκη αυτών των οικονομιών να συγκλίνουν με τον Ευρωπαϊκό Βορρά (η λεγόμενη επίδραση «Balasa-Samuelson»). Στην πραγματικότητα, οι ονομαστικοί μισθοί στην Ελλάδα έχουν αυξηθεί ταχύτερα από την παραγωγικότητα (σε αντίθεση με τους πραγματικούς μισθούς, οι οποίοι από το 2000 αυξήθηκαν συνολικά κατά 4% περισσότερο σε σχέση με την παραγωγικότητα[3]). Κατά συνέπεια, το ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε σχέση με 35 εμπορικούς εταίρους της Ελλάδας έχει αυξηθεί κατά 20% από το 2000 (βλέπε Διάγραμμα 1). Ανάλογη είναι και η υποχώρηση της ανταγωνιστικότητας της Ισπανίας και της Πορτογαλίας. Η Ιταλία και η Ιρλανδία βρίσκονται σε ακόμη χειρότερη θέση. Εξετάζοντας ένα μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, βρίσκουμε ότι μόνο η Γερμανία έχει βελτιώσει την ανταγωνιστικότητά της από το 1996, μέσω μείωσης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος έναντι των εμπορικών εταίρων της. Η Ελλάδα, η Ιρλανδία και η Πορτογαλία υπέστησαν απώλεια ανταγωνιστικότητας περίπου 1,2% ετησίως (Πίνακας 2). Στην Ισπανία η απώλεια ήταν ελαφρώς χαμηλότερη (0,9% ετησίως), ενώ στην Ιταλία σημαντικά υψηλότερη (2,6% ετησίως).

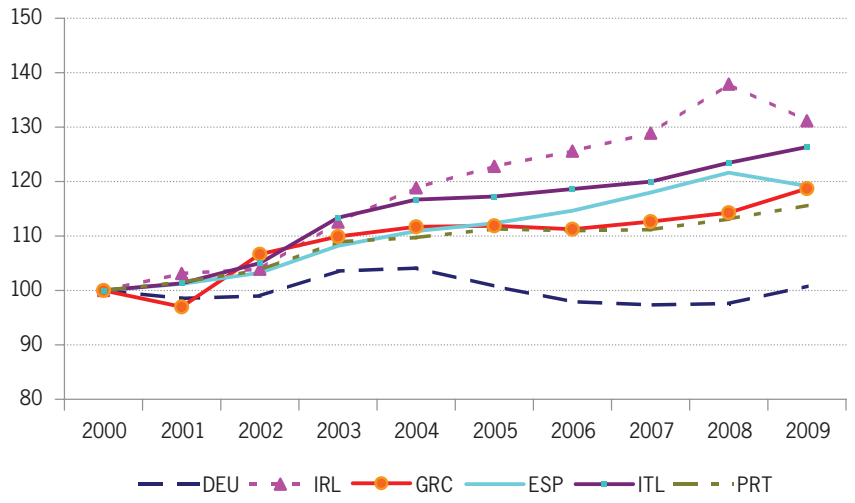
ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Ρυθμός αύξησης σχετικού ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος* (μέσος όρος ετήσιας μεταβολής)

Χώρα	Μέσος όρος 1996-2009	Μέσος όρος 2001-2009
Γερμανία	-1,47	0,12
Ιρλανδία	1,34	3,13
Ελλάδα	**1,16**	**1,98**
Ισπανία	0,88	1,99
Ιταλία	1,95	2,65
Πορτογαλία	1,38	1,64

* Σε σχέση με 35 κύριους εμπορικούς εταίρους
ΠΗΓΗ: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Ameco. Κωδικός σειράς: PLCDQ

[3] Σύμφωνα με τα στοιχεία της Eurostat, η παραγωγικότητα στην Ελλάδα αυξήθηκε συνολικά κατά 22% στο διάστημα 2000-2009, ενώ οι πραγματικοί μισθοί ανά εργαζόμενο αυξήθηκαν συνολικά κατά 26%, βλ. βάση δεδομένων AMECO, κωδικοί σειρών RWGDE, RWCDC.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε σχέση με 35 κύριους εμπορικούς εταίρους



ΠΗΓΗ: Eurostat, Ameco, κωδικός σειράς PLCDQ. DEU: Γερμανία, IRL: Ιρλανδία, GRC: Ελλάδα, ESP: Ισπανία, ITL: Ιταλία, PRT: Πορτογαλία

5. Κλαδικοί δείκτες ανταγωνιστικότητας

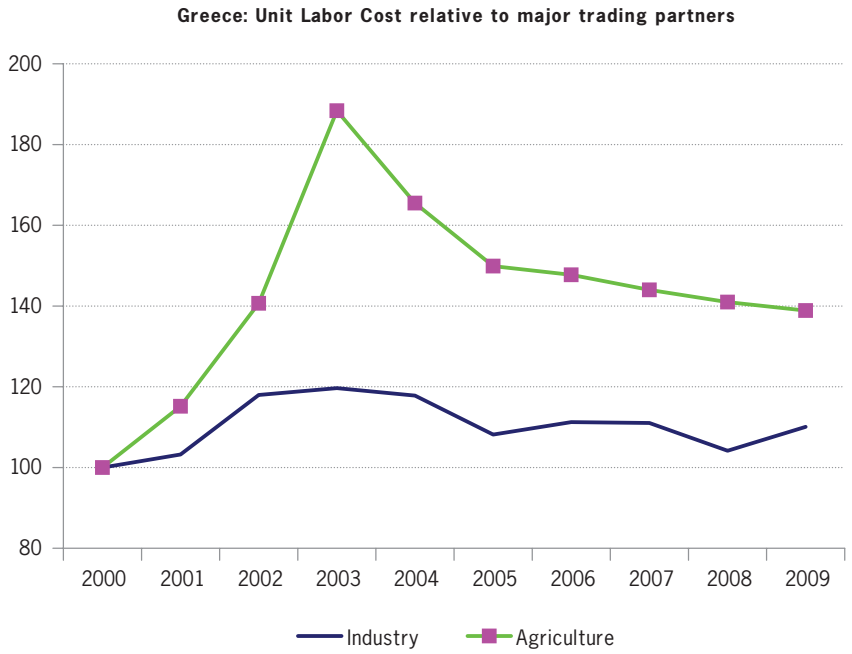
Οι συνήθεις δείκτες ανταγωνιστικότητας πάσχουν συχνά από το μειονέκτημα ότι ένα σημαντικό μέρος της οικονομίας αποτελείται από μη εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες, όπως τα δημόσια αγαθά, οι κατασκευές, το λιανικό εμπόριο κ.λπ. Σε όρους προστιθέμενης αξίας, ο μη εμπορεύσιμος κλάδος αποτελεί, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, τουλάχιστον το 35% της ελληνικής οικονομίας[4]. Οι βασικοί εξαγωγικοί κλάδοι της ελληνικής οικονομίας είναι ο κλάδος των υπηρεσιών, της βιομηχανίας και της γεωργίας, οι οποίοι αποτελούν το 78%, 12% και 3,6% της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας του ιδιωτικού τομέα, αντίστοιχα. Η σχετική σημασία των κλάδων αυτών για την οικονομία αντανακλάται και στις εξαγωγές. Οι υπηρεσίες αποτελούν το 65% των ελληνικών εξαγωγών, ενώ η βιομηχανία και η γεωργία αποτελούν το 26% και 9% των συνολικών εξαγωγών, αντίστοιχα.

Προκειμένου να μετρήσουμε την ανταγωνιστικότητα των μισθών και των τιμών των ελληνικών εξαγωγών, κατασκευάσαμε κλαδικούς δείκτες ανταγωνιστικότητας, οι οποίοι (α) δε συμπεριλαμβάνουν τους μη εμπορεύσιμους κλάδους όπως το Δημόσιο και ο κατασκευαστικός κλάδος, και (β) αποδίδουν διαφορετικό συντελεστή στάθμισης στους εμπορικούς εταίρους σε κάθε κλάδο, γεγονός το οποίο, κατά την άποψή μας, είναι ιδιαίτερα σημαντικό για τον κλάδο των υπηρεσιών και, ειδικότερα, του τουρισμού. Τα στοιχεία για το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και τις τιμές είναι ετήσια και τα αντλούμε από τη βάση δεδομένων AMECO. Όλα τα στοιχεία είναι συγκρίσιμα μεταξύ των χωρών και των κλάδων[5].

[4] Σε όρους ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας, το Δημόσιο αποτελεί περίπου 30% της οικονομίας, ενώ ο κατασκευαστικός κλάδος το 5%. Αξίζει να σημειωθεί ότι ένα μεγάλο μέρος του κλάδου των υπηρεσιών παρέχει και μη εμπορεύσιμες υπηρεσίες (για παράδειγμα, το λιανικό εμπόριο, ο κλάδος παροχής προσωπικών υπηρεσιών κ.λπ.), αλλά είναι δύσκολο να διαχωρίσουμε τον κλάδο περαιτέρω λόγω της έλλειψης συγκρίσιμων στοιχείων για τιμές και μισθούς μεταξύ των χωρών.

[5] Για ορισμένες χώρες, δεν ήταν διαθέσιμα για το 2009 (και εν μέρει για το 2008) κλαδικά στοιχεία για το κόστος εργασίας ανά μονάδα

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (Ελλάδα σε σχέση με 12 εμπορικούς εταίρους)



ΠΗΓΗ: Eurostat, Ameco και υπολογισμοί του συγγραφέα

Μετράμε ξεχωριστά την ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών. Προκειμένου να μετρήσουμε την ανταγωνιστικότητα, συνήθως συγκρίνουμε την εξέλιξη των τιμών ή του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην εγχώρια οικονομία με την εξέλιξη των τιμών ή του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στους εμπορικούς μας εταίρους, εκφρασμένα σε ένα κοινό νόμισμα (ευρώ). Ο σχετικός συντελεστής στάθμισης του κάθε εμπορικού εταίρου καθορίζεται από το μερίδιό του στις ελληνικές εξαγωγές. Μετράμε την ανταγωνιστικότητα των ελληνικών εξαγωγών αγαθών σε όρους κόστους εργασίας συγκρίνοντας το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε κάθε κλάδο με το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στους δώδεκα μεγαλύτερους εξαγωγικούς προορισμούς για τα ελληνικά προϊόντα, σταθμισμένους με το μερίδιό τους στις ελληνικές εξαγωγές το 2000[6]. Ως εκ τούτου, η αύξηση των σχετικών μισθών ανά μονάδα προϊόντος στην Ελλάδα υποδηλώνει μείωση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Το Διάγραμμα 2 απεικονίζει το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη βιομηχανία και στη γεωργία. Σύμφωνα με το Διάγραμμα, η ανταγωνιστικότητα έχει υποχωρήσει περισσότερο στον κλάδο της γεωργίας, όπου το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος έχει αυξηθεί κατά 39% σε σχέση με τους εμπορικούς εταίρους. Αντίθετα, στη βιομηχανία, η ανταγωνιστικότητα σε όρους κόστους εργασίας υποχώρησε μόνο κατά 10% λόγω της πολύ μεγαλύτερης αύξησης της παραγωγικότητας στον κλάδο.

προϊόντος: Τουρκία, Ρουμανία, Κύπρος, ΠΓΔΜ. Ενημερώσαμε τις σειρές γι' αυτές τις χώρες χρησιμοποιώντας ρυθμούς ανάπτυξης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος για όλη την οικονομία.

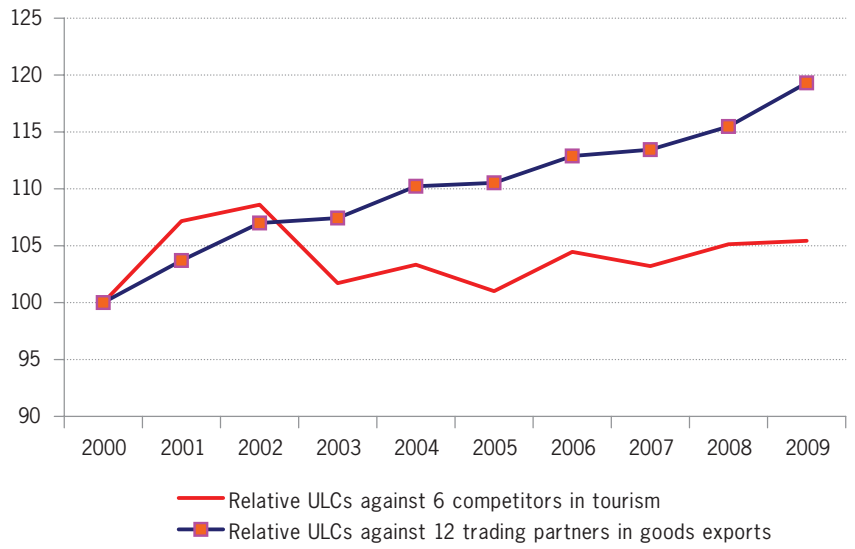
[6] Οι δώδεκα κυριότεροι εμπορικοί εταίροι όσον αφορά τις ελληνικές εξαγωγές το 2000 είναι: Γερμανία, Ιταλία, Ηνωμένο Βασίλειο, ΗΠΑ, Κύπρος, Γαλλία, Ισπανία, Βουλγαρία, Τουρκία, ΠΓΔΜ, Ρουμανία, Ολλανδία.

6. Οι συνήθεις δείκτες υπερεκτιμούν την απώλεια ανταγωνιστικότητας στον κλάδο των υπηρεσιών

Οι συνήθεις δείκτες ανταγωνιστικότητας μετρούν την ανταγωνιστικότητα του κλάδου των υπηρεσιών συγκρίνοντας το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος ή τις τιμές στον κλάδο των υπηρεσιών στην Ελλάδα με το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος ή τις τιμές στους ίδιους εμπορικούς εταίρους, όπως και για τις εξαγωγές βιομηχανικών προϊόντων, καθώς χρησιμοποιούν τους ίδιους συντελεστές στάθμισης. Καθώς οι ανταγωνιστές της Ελλάδας στον κλάδο των υπηρεσιών, όπως ο τουρισμός, είναι διαφορετικοί από τους ανταγωνιστές της Ελλάδας στις εξαγωγές βιομηχανικών προϊόντων, οι συνήθεις δείκτες ανταγωνιστικότητας είναι μεροληπτικοί. Για παράδειγμα, η Γερμανία είναι το νούμερο ένα προορισμός των ελληνικών εξαγωγών αγαθών, με μερίδιο 20% στις συνολικές εξαγωγές αγαθών. Ωστόσο, η Γερμανία δεν ανταγωνίζεται την Ελλάδα ως τουριστικός προορισμός. Αντίθετα, το μερίδιο της Ισπανίας στις ελληνικές εξαγωγές είναι μόνο 4%, όμως η Ισπανία είναι ένας από τους κυριότερους ανταγωνιστές της Ελλάδας στις τουριστικές υπηρεσίες. Το ίδιο ισχύει και για την Τουρκία, την Πορτογαλία και την Κροατία. Κατά συνέπεια, το σφάλμα των συνήθων δεικτών ανταγωνιστικότητας μπορεί να είναι σημαντικό λόγω του μεγάλου μεριδίου του κλάδου των υπηρεσιών (ιδίως του τουρισμού) στις ελληνικές εξαγωγές.

Στην παρούσα μελέτη, προτείνουμε ένα νέο δείκτη ανταγωνιστικότητας του κλάδου των υπηρεσιών ο οποίος συγκρίνει την Ελλάδα με τους έξι κύριους ανταγωνιστές της στον τουρισμό, δηλαδή την Ιταλία, την Ισπανία, την Τουρκία, την Κύπρο, την Κροατία και την Πορτογαλία. Οι εκτιμήσεις μας δείχνουν ότι από το 2000 η ανταγωνιστικότητα της Ελλάδας στον κλάδο των υπηρεσιών, έναντι των κύριων ανταγωνιστών της (ισοσταθμισμένους), έχει μειωθεί κατά 5% σε όρους κόστους εργασίας (Διάγραμμα 3). Αντίθετα, ένας συνήθης δείκτης ανταγωνιστικότητας του κλάδου των υπηρεσιών έναντι των δώδεκα κυριότερων εμπορικών εταίρων της Ελλάδας στα βιομηχανικά προϊόντα υποδηλώνει απώλεια ανταγωνιστικότητας 19% κατά την ίδια περίοδο. Επομένως, συμπεραίνουμε ότι οι συνήθεις δείκτες ανταγωνιστικότητας υπερεκτιμούν την απώλεια ανταγωνιστικότητας στον κλάδο των υπηρεσιών από το 2000 έως και 15%.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 Ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στις υπηρεσίες (Ελλάδα σε σχέση με κύριους ανταγωνιστές)

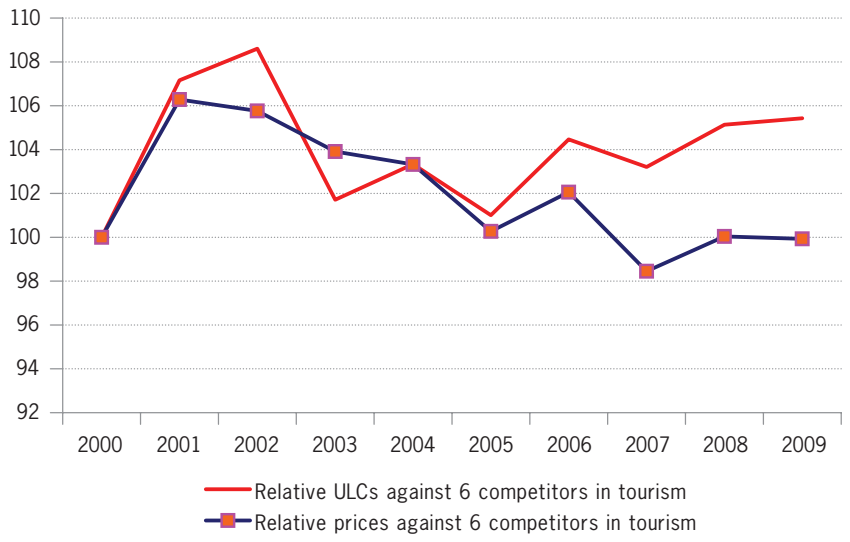


ΠΗΓΗ: Eurostat, Ameco και υπολογισμοί του συγγραφέα

Υπάρχουν αρκετοί λόγοι για τους οποίους η ανταγωνιστικότητα στον κλάδο των υπηρεσιών (ιδίως στον τουρισμό) μπορεί να προσεγγίζεται καλύτερα σε όρους σχετικών τιμών παρά σε όρους κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος: (1) Οι τουριστικές υπηρεσίες καταναλώνονται εντός της χώρας, επομένως ο εγχώριος πληθωρισμός στον ευρύτερο κλάδο των υπηρεσιών είναι πιο σημαντικός, (2) οι τουρίστες δεν ενδιαφέρονται για τους μισθούς του προσωπικού του ξενοδοχείου, αλλά για το πόσο θα κοστίσουν οι διακοπές τους σε σχέση με παρόμοιους προορισμούς, (3) τα στοιχεία για τις τιμές ενημερώνονται πιο γρήγορα σε σχέση με τα στοιχεία για το κόστος εργασίας, τα οποία για ορισμένες χώρες, όπως η Τουρκία και η Κροατία, δημοσιεύονται με χρονική υστέρηση ενός έτους ή και περισσότερο.

Στο Διάγραμμα 4 απεικονίζονται δύο δείκτες ανταγωνιστικότητας του κλάδου των υπηρεσιών της Ελλάδας σε όρους σχετικών τιμών και κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, αντίστοιχα. Η μπλε γραμμή απεικονίζει τον λόγο των τιμών των υπηρεσιών στην Ελλάδα σε σχέση με έναν ισοσταθμισμένο μέσο όρο των τιμών των υπηρεσιών στην Ιταλία, Ισπανία, Πορτογαλία, Κύπρο, Τουρκία και Κροατία. Η κόκκινη γραμμή απεικονίζει τον λόγο του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στον κλάδο των υπηρεσιών στην Ελλάδα σε σχέση με έναν ισοσταθμισμένο μέσο όρο του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στον τομέα των υπηρεσιών στις ίδιες χώρες. Το Διάγραμμα δείχνει ότι το 2009 η ανταγωνιστικότητα των υπηρεσιών στην Ελλάδα σε όρους σχετικών τιμών έναντι έξι κύριων ανταγωνιστών έχει επιστρέψει στα επίπεδα του 2000.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4 Δείκτες ανταγωνιστικότητας τιμών και μισθών στις υπηρεσίες

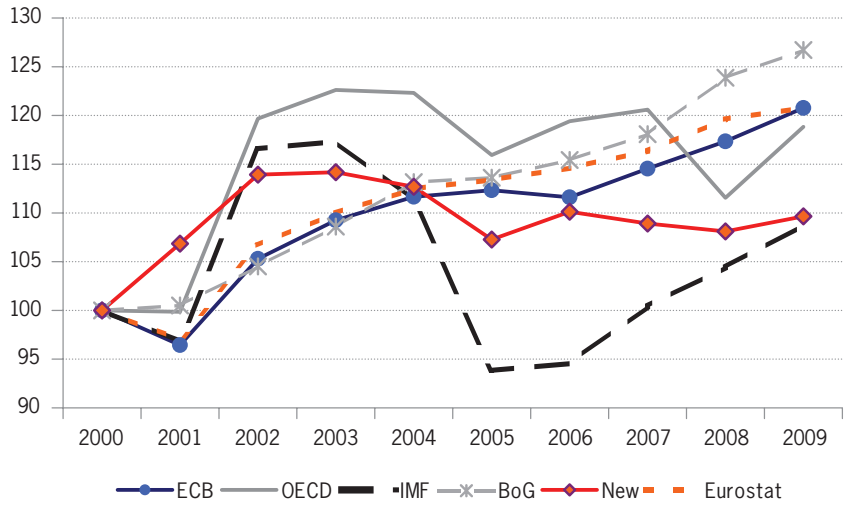


ΠΗΓΗ: Eurostat, Ameco, και υπολογισμοί του συγγραφέα

7. Η ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας έχει υποχωρήσει κατά 10% από το 2000 σε όρους κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος

Συνδυάζουμε τους τρεις δείκτες ανταγωνιστικότητας της βιομηχανίας, της γεωργίας και του κλάδου των υπηρεσιών σε έναν δείκτη ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας σε όρους κόστους εργασίας. Ο δείκτης αυτός προσεγγίζει την ανταγωνιστικότητα των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών έναντι των κύριων ανταγωνιστών της Ελλάδας. Ο συντελεστής στάθμισης του κάθε κλάδου στον δείκτη είναι ίσος με το μερίδιό του στις ελληνικές εξαγωγές το 2000. Στο Διάγραμμα 5 απεικονίζεται η εξέλιξη του δείκτη μας από το 2000, μαζί με πέντε δείκτες ανταγωνιστικότητας σε όρους κόστους εργασίας που καταρτίζονται από διεθνείς οργανισμούς και κεντρικές τράπεζες, όπως το ΔΝΤ, ο ΟΟΣΑ, η Eurostat, η ΕΚΤ και η Τράπεζα της Ελλάδος. Ο δείκτης μας (με το όνομα "New") δείχνει ότι η ανταγωνιστικότητα των ελληνικών εξαγωγών έχει υποχωρήσει μόνο κατά 10% από το 2000 (παρόμοιο αποτέλεσμα δείχνει και ο δείκτης του ΔΝΤ), σε σύγκριση με απώλεια 18-26% που υποδηλώνεται από άλλους δείκτες. Ειδικότερα, φαίνεται ότι το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην Ελλάδα έχει αυξηθεί σημαντικά σε σχέση με τους εμπορικούς μας εταίρους κατά τη διάρκεια των τριών πρώτων ετών από την είσοδο της χώρας στη ζώνη του ευρώ (2001-2003), ενώ βρίσκεται σε πτωτική πορεία από το 2004. Η χειροτέρευση της ανταγωνιστικότητας στην αρχή της δεκαετίας οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην ανατίμηση του ευρώ. Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΚΤ, το ευρώ ανατιμήθηκε την περίοδο 2000-2004 κατά 12% έναντι των 36 εμπορικών εταίρων της ευρωζώνης. Με την ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ, οι έλληνες εξαγωγείς προφανώς δεν μπόρεσαν να προσαρμοστούν εγκαίρως στις προκλήσεις ενός σκληρού νομίσματος όπως το ευρώ, με αποτέλεσμα να χάσουν ανταγωνιστικότητα και μερίδια αγορών.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5 Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος
(Ελλάδα σε σχέση με κύριους εμπορικούς εταίρους)



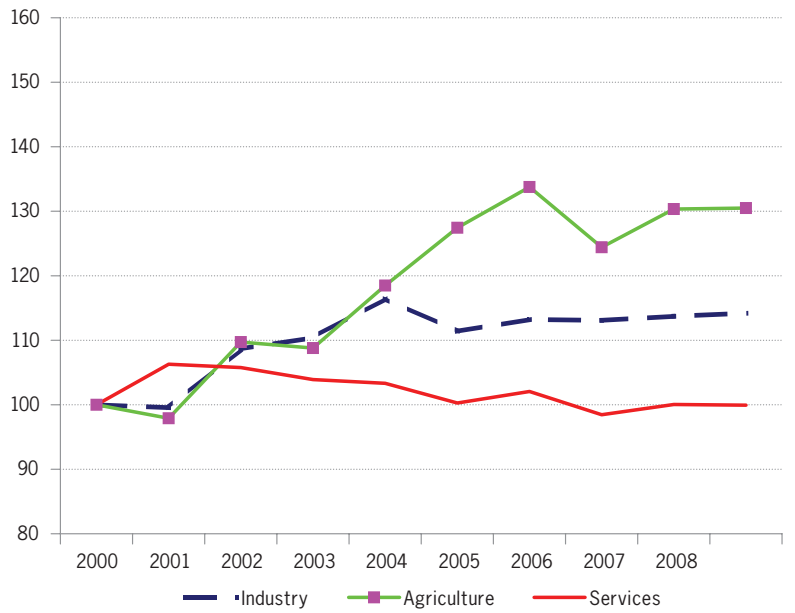
ΠΗΓΗ: ΕΚΤ, ΟΟΣΑ, ΔΝΤ, Τράπεζα της Ελλάδος, Eurostat και υπολογισμοί του συγγραφέα

8. Οι σχετικές τιμές στην Ελλάδα έχουν αυξηθεί για τα βιομηχανικά και γεωργικά προϊόντα, αλλά όχι για τις υπηρεσίες

Στην ενότητα 2 υποστηρίξαμε ότι η ανταγωνιστικότητα σε όρους τιμών και σε όρους κόστους εργασίας είναι δύο διαφορετικές έννοιες. Κατά την άποψή μας, οι σχετικοί μισθοί προσεγγίζουν καλύτερα την ανταγωνιστικότητα στις αγορές μεταποίησης και βιομηχανικών προϊόντων, όπου οι τιμές καθορίζονται από τον διεθνή ανταγωνισμό. Όμως στις αγορές γεωργικών προϊόντων και υπηρεσιών, οι σχετικές τιμές πιθανόν να μετρούν καλύτερα την ανταγωνιστικότητα, σε σύγκριση με τους σχετικούς μισθούς. Αυτό είναι ιδιαίτερα εμφανές στην περίπτωση της γεωργίας, όπου το μισθολογικό κόστος δεν αντανακλά το πραγματικό κόστος παραγωγής, αλλά, σε μεγάλο βαθμό, τις επιδοτήσεις της ΕΕ προς τους γεωργούς. Οι επιδοτήσεις αυτές καταχωρούνται στα επίσημα στατιστικά δεδομένα ως εισόδημα από εργασία στη γεωργία, επειδή οι αγρότες που τις λαμβάνουν είναι κατά κύριο λόγο αυτοαπασχολούμενοι. Όμως στην ουσία είναι μεταβιβάσεις από τους φορολογούμενους, και όχι μισθολογικό κόστος για τους παραγωγούς. Ως εκ τούτου, η απότομη αύξηση του σχετικού μισθολογικού κόστους στον γεωργικό τομέα, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 2, δεν συνέβη επειδή αυξήθηκε το κόστος εργασίας, αλλά λόγω της αύξησης των μεταβιβάσεων από την ΕΕ στους γεωργούς. Κατά συνέπεια, θα ήταν παραπλανητικό να συμπεράνουμε ότι η απότομη αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε σχέση με τους εμπορικούς εταίρους οφείλεται στην υποχώρηση της ανταγωνιστικότητας σε όρους κόστους του κλάδου της γεωργίας.

Στο Διάγραμμα 6 απεικονίζονται οι σχετικές τιμές των τριών κύριων κλάδων των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών της Ελλάδας έναντι των κυριότερων εμπορικών της εταίρων[7]. Το Διάγραμμα δείχνει ότι οι τιμές αγροτικών προϊόντων έχουν αυξηθεί κατά 30% από το 2000 σε σχέση με τους δώδεκα κυριότερους εμπορικούς εταίρους, ενώ οι τιμές των βιομηχανικών προϊόντων κατά 15%. Κατά συνέπεια, η ανταγωνιστικότητα των τιμών των βιομηχανικών και των αγροτικών προϊόντων έχει υποχωρήσει κατά 30% και κατά 15% αντίστοιχα κατά την τελευταία δεκαετία.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6 Τιμές σε σχέση με κύριους εμπορικούς εταίρους



ΠΗΓΗ: Eurostat, Ameco και υπολογισμοί του συγγραφέα

[7] Οι κλαδικοί δείκτες τιμών είναι από τον λογαριασμό παραγωγής (βλέπε βάση δεδομένων AMECO και Πίνακα 8.2 Λογαριασμός I, Eurostat για λεπτομέρειες). Οι τιμές υπολογίζονται ως ο λόγος της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας του κάθε κλάδου σε τρέχουσες τιμές και της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας σε σταθερές τιμές. Το παραγόμενο προϊόν του κάθε κλάδου αποτιμάται σε βασικές τιμές.

Σε αντίθεση με τη βιομηχανία και τη γεωργία, οι σχετικές τιμές στον κλάδο των υπηρεσιών (έναντι των έξι κύριων ανταγωνιστών στις τουριστικές υπηρεσίες) έχουν παραμείνει σταθερές. Αυτό υποδηλώνει ότι η ανταγωνιστικότητα των τιμών του μεγαλύτερου κλάδου της ελληνικής οικονομίας δεν έχει υποχωρήσει κατά την τελευταία δεκαετία. Ως αποτέλεσμα, ο σταθμισμένος δείκτης ανταγωνιστικότητας των διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών με βάση τις σχετικές τιμές υποχώρησε κατά 7% κατά την περίοδο 2000-2009 σε σχέση με τους εμπορικούς εταίρους της χώρας.

Ένα συμπέρασμα της παραπάνω ανάλυσης είναι ότι η απαραίτητη «εσωτερική υποτίμηση» για την ανάκτηση της χαμένης ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας αφορά κυρίως τους κλάδους της βιομηχανίας και της γεωργίας, δηλαδή περίπου το 15% του ιδιωτικού τομέα σε όρους προστιθέμενης αξίας. Συνεπώς, η Ελλάδα μπορεί να αποφύγει μια γενικευμένη μείωση των τιμών και των μισθών, έτσι ώστε να κλείσει τελικά το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας με τους κύριους εμπορικούς της εταίρους. Αυτό αυξάνει τις πιθανότητες η χώρα να ξεπεράσει την κρίση χωρίς να εγκαταλείψει το ευρώ και χωρίς να προχωρήσει σε μια «αναδιάρθρωση» του δημόσιου χρέους με σημαντικό «κούρεμα» της αξίας του για τους επενδυτές.

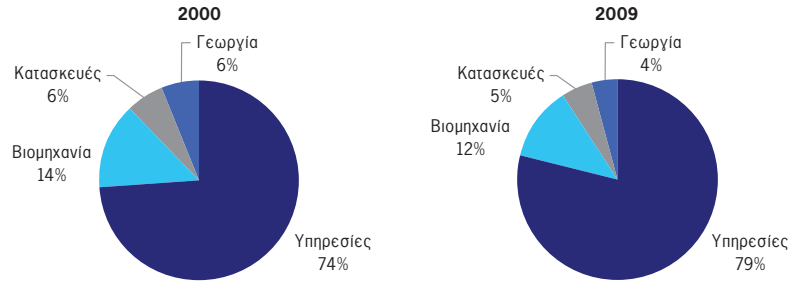
9. Η σχετική τιμή των μη εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών

Η επιδείνωση του ελλείμματος του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών κατά περίπου οκτώ ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ την τελευταία δεκαετία δεν οφείλεται μόνο στην απώλεια διεθνούς ανταγωνιστικότητας των ελληνικών εξαγωγών αλλά και στη μεταφορά παραγωγικών πόρων και εγχώριας ζήτησης από τον τομέα των εμπορεύσιμων στον τομέα των μη εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών (Δημόσιο, κατασκευές, λιανικό εμπόριο, υπηρεσίες εγχώριας κατανάλωσης κ.λπ.).

Το Διάγραμμα 7 απεικονίζει χαρακτηριστικά τη μετατόπιση παραγωγικών πόρων της ελληνικής οικονομίας από τη βιομηχανία και τη γεωργία στον τομέα των υπηρεσιών. Μέσα σε μια δεκαετία, ο τομέας των υπηρεσιών αυξήθηκε κατά 5 ποσοστιαίες μονάδες (από 74% του ιδιωτικού τομέα το 2000 σε 79% το 2009) εις βάρος της βιομηχανίας και της αγροτικής παραγωγής. Καθώς οι εξαγωγές υπηρεσιών στο διάστημα αυτό παρέμειναν σταθερές (σε τιμές του 2000), ενώ η συνολική παραγωγή του ιδιωτικού τομέα αυξήθηκε κατά 26% σε πραγματικούς όρους, η αύξηση του τομέα των υπηρεσιών την τελευταία δεκαετία αφορά μη εμπορεύσιμες υπηρεσίες οι οποίες εξυπηρετούν αποκλειστικά την εγχώρια κατανάλωση.

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, η κατανομή παραγωγικών πόρων και εγχώριας ζήτησης μεταξύ εμπορεύσιμων και μη εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών καθορίζεται από τη σχετική τιμή τους.[8] Μια αύξηση της τιμής των μη εμπορεύσιμων σε σχέση με την τιμή των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών οδηγεί σε μεταφορά κεφαλαίων και εργατικού δυναμικού στον τομέα των μη εμπορεύσιμων. Παράλληλα, η σχετική μείωση της τιμής των εμπορεύσιμων κάνει την κατανάλωση εισαγόμενων προϊόντων πιο ελκυστική, οδηγώντας σε μια επιδείνωση του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7 Διάρθρωση ιδιωτικού τομέα (ποσοστά προστιθέμενης αξίας)



ΠΗΓΗ: Eurostat, Ameco και υπολογισμοί του συγγραφέα

[8] Βλέπε για παράδειγμα Obstfeld and Rogoff (2004) και Ruscher and Wolff (2009).

Η επιδείνωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας κατά την τελευταία δεκαετία αντανακλάται, πέρα από την αύξηση του κόστους παραγωγής και των τιμών των εξαγωγών και σε μια αύξηση των τιμών των μη εμπορεύσιμων σε σχέση με τις τιμές των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών. Η κατασκευή ενός δείκτη σχετικών τιμών μεταξύ μη εμπορεύσιμων και εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών είναι δύσκολη καθώς για πολλά μη εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες (π.χ. υπηρεσίες του Δημοσίου) δεν υπάρχουν τιμές αγοράς. Μπορούμε όμως να εκτιμήσουμε έμμεσα έναν δείκτη σχετικών τιμών από τους δείκτες ανταγωνιστικότητας της συνολικής οικονομίας και του εξαγωγικού κλάδου, καθώς η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία της συνολικής οικονομίας (REER) μπορεί να οριστεί ως το γινόμενο της σχετικής τιμής των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών στις διεθνείς αγορές («εξωτερική ισοτιμία» $REER_T$) και της σχετικής τιμής των μη εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών («εσωτερική ισοτιμία» $REER_{NT}$):

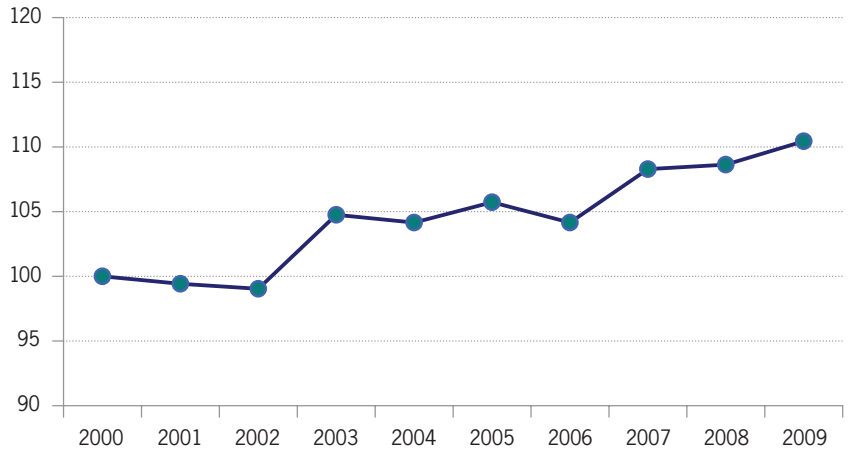
$$REER = REER_T \times REER_{NT}$$

$$EP/P^* = (EP_T/P^*_T) \times (P/P_T)/(P^*/P^*_T) \quad (1)$$

όπου Ε η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία, Ρ ο εγχώριος δείκτης τιμών (Αποπληθωριστής ΑΕΠ ή Δείκτης Τιμών Καταναλωτή), Ρ* ο σταθμισμένος δείκτης τιμών των εμπορικών εταίρων και P_T (P^*_T) ο δείκτης τιμών εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών της Ελλάδας (των εμπορικών εταίρων).

Αν σταθμίσουμε τους κλαδικούς δείκτες ανταγωνιστικότητας του Διαγράμματος 6 με τα ποσοστά των κλάδων στις εξαγωγές παίρνουμε έναν δείκτη της σχετικής τιμής των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών στις διεθνείς αγορές ($REER_T$). Ως δείκτη της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας της συνολικής οικονομίας (REER) μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε τον δείκτη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής με βάση τις σχετικές τιμές.[9]

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8 Σχετικές τιμές μη εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών στην Ελλάδα



ΠΗΓΗ: Eurostat, Ameco και υπολογισμοί του συγγραφέα.
Το Διάγραμμα 8 δείχνει την σχετική τιμή μη εμπορεύσιμων σε όρους εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών. Τα νούμερα διαβάζονται ως εξής: αν το 2000 ένα καλάθι μη εμπορεύσιμων αγόραζε ένα καλάθι εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών, το 2009 ένα καλάθι μη εμπορεύσιμων αγόραζε 1,10 καλάθια εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών. Ο δείκτης εκτιμάται ως $REER_{NT}$ = REER / $REER_T$ όπου REER είναι ο δείκτης της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση τις σχετικές τιμές καταναλωτή της ΕΕ (AMECO) και $REER_T$ είναι ο σταθμισμένος δείκτης ανταγωνιστικότητας των ελληνικών εξαγωγών με βάση τους κλαδικούς δείκτες του Διαγράμματος 6. Οι συντελεστές στάθμισης είναι τα μερίδια των κλάδων στις συνολικές εξαγωγές.

[9] Συγκεκριμένα, χρησιμοποιούμε τον δείκτη ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας έναντι 35 βιομηχανικών χωρών της Ameco για λόγους συγκρισιμότητας, καθώς και οι κλαδικοί δείκτες του Διαγράμματος 6 βασίζονται σε στοιχεία της Ameco. Τα αποτελέσματα δεν αλλάζουν σημαντικά αν χρησιμοποιήσουμε τους αντίστοιχους δείκτες της ΕΚΤ ή της ΤτΕ.

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 8, οι σχετικές τιμές των μη εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών στην Ελλάδα αυξήθηκαν κατά 10,5% την τελευταία δεκαετία, επιβεβαιώνοντας την εκτίμησή μας ότι το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας είναι αρκετά μικρότερο από ό,τι εκτιμούν οι συνήθεις δείκτες. Το αποτέλεσμα αυτό είναι επίσης συμβατό με την εκτίμηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ότι η απαραίτητη εσωτερική υποτίμηση για να επανέλθει το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών της Ελλάδας σε κατάσταση μακροχρόνιας ισορροπίας είναι περίπου 13%, βλέπε Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2009). Σχετικά με υποδείγματα μακροχρόνιας ισορροπίας της συναλλαγματικής ισοτιμίας, βλέπε Chin and Prasad (2003) και Lee et al. (2008).

10. Το διττό πρόβλημα της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας

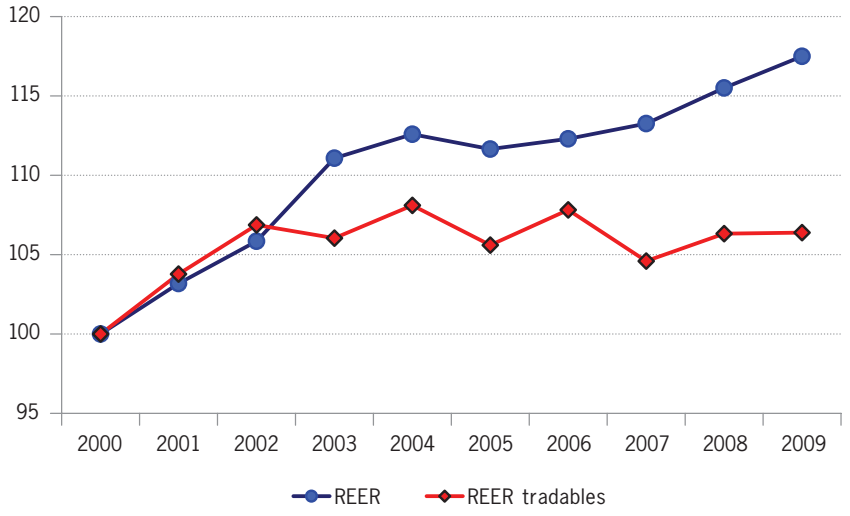
Η ανάλυσή μας δείχνει ότι η απώλεια ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας κατά την τελευταία 10-ετία έχει δύο αιτίες. Πρώτον, το γεγονός ότι, το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας αυξήθηκε με ρυθμούς περίπου διπλάσιους του αντίστοιχου κόστους εργασίας στον τομέα των εξαγώγιμων προϊόντων και υπηρεσιών, σημαίνει ότι οι μισθολογικές αυξήσεις στον τομέα των μη εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών ξεπέρασαν την αύξηση της παραγωγικότητας. Ως αποτέλεσμα, αυξήθηκαν οι τιμές των μη εμπορεύσιμων σε σχέση με τα εξαγώγιμα προϊόντα, οδηγώντας σε μια εσωτερική μετανάστευση κεφαλαίου και εργασίας από τομείς παραγωγής εξαγώγιμων προϊόντων σε τομείς παροχής υπηρεσιών εγχώριας κατανάλωσης. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, η επιδείνωση των όρων ανταλλαγής μεταξύ εξαγώγιμων και μη εξαγώγιμων προϊόντων εξηγεί περίπου το 60% της συνολικής απώλειας ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας την τελευταία 10-ετία.

Δεύτερον, η ισχυρή ανατίμηση του ευρώ κατά τα πρώτα χρόνια μετά τη γέννησή του, σε συνδυασμό με την ταχύτερη αύξηση του κόστους εργασίας στην Ελλάδα, οδήγησε σε μια απώλεια ανταγωνιστικότητας των εξαγωγών σε σχέση με τους εμπορικούς εταίρους της χώρας. Ο παράγοντας αυτός εξηγεί το υπόλοιπο 40% της απώλειας ανταγωνιστικότητας από το 2000 έως το 2009.

Το Διάγραμμα 9 δείχνει την πορεία του συνολικού δείκτη ανταγωνιστικότητας (REER) όλης της οικονομίας και του δείκτη ανταγωνιστικότητας των εξαγωγών (REER tradables). Για τον δείκτη ανταγωνιστικότητας όλης της οικονομίας χρησιμοποιούμε τον δείκτη της Ameco (Eurostat) με βάση τον αποπληθωριστή του ΑΕΠ.[10] Ενώ η ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών σε όρους σχετικών τιμών μειώθηκε κατά 7%, η συνολική ανταγωνιστικότητα της οικονομίας μειώθηκε κατά 17% έως το 2009. Η διαφορά είναι ακριβώς η αύξηση των τιμών των μη εμπορεύσιμων έναντι των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών κατά 10% (βλέπε Διάγραμμα 8).

[10] Η εικόνα δεν αλλάζει αν χρησιμοποιήσουμε τον δείκτη της ΕΚΤ.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9 Συνολική ανταγωνιστικότητα της οικονομίας και ανταγωνιστικότητα εξαγωγών σε όρους σχετικών τιμών



ΠΗΓΗ: ΕΚΤ, Eurostat, Ameco και υπολογισμοί του συγγραφέα

11. Είναι εφικτό για την Ελλάδα να επανακτήσει τη χαμένη ανταγωνιστικότητά της;

Η παρούσα μελέτη επικεντρώνεται στην εσωτερική υποτίμηση, η οποία είναι απαραίτητη για να επανακτήσει η ελληνική οικονομία την απώλεια ανταγωνιστικότητας από την είσοδό της στη ζώνη του ευρώ. Οι εκτιμήσεις των συνήθων δεικτών ανταγωνιστικότητας δείχνουν ότι το μέγεθος της απαραίτητης εσωτερικής υποτίμησης είναι μεγάλο, με τις τιμές και τους μισθούς να πρέπει να μειωθούν έως και κατά 20-30%. Για τον λόγο αυτό οι αγορές παραμένουν επιφυλακτικές για το αν η ελληνική οικονομία μπορέσει να επανέλθει σε αναπτυξιακή τροχιά χωρίς να προχωρήσει σε αναδιάρθρωση του χρέους, με σημαντικό «κούρεμα» της αξίας του ή να χρεοκοπήσει και να αποχωρήσει από τη ζώνη του ευρώ.

Η ελληνική οικονομία βρίσκεται σε μια σημαντική καμπή της ιστορίας της. Καθώς η ανάπτυξη την τελευταία δεκαετία προήλθε κυρίως από τη δημόσια και ιδιωτική κατανάλωση, συνοδεύτηκε από μια συστηματική συσσώρευση εμπορικών ελλειμμάτων και εξωτερικού χρέους. Το μέγεθος του εξωτερικού χρέους είναι ένας σημαντικός παράγοντας των ασφαλίστρων κινδύνου. Για να μπορέσει η Ελλάδα να μειώσει το εξωτερικό χρέος και να επανέλθει στις διεθνείς κεφαλαιαγορές με τον λιγότερο επώδυνο τρόπο (δηλαδή αποφεύγοντας μια μακροχρόνια ύφεση), πρέπει να γίνει πιο ανταγωνιστική και να δημιουργήσει σύντομα εμπορικά πλεονάσματα ικανά να επαναφέρουν το εξωτερικό χρέος σε μια καθοδική τροχιά σε βάθος χρόνου.

Ένα σημαντικό συμπέρασμα της μελέτης μας είναι ότι η απώλεια ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας μετά την είσοδο της χώρας στη ζώνη του ευρώ είναι μικρότερη από ό,τι πιστεύουν οι αγορές. Ως αποτέλεσμα, η απαραίτητη «εσωτερική υποτίμηση» για να επανέλθει η ελληνική οικονομία σε αναπτυξιακή τροχιά δεν είναι τόσο μεγάλη όσο παρουσιάζεται συχνά από οικονομολόγους και αναλυτές. Η σημαντική μείωση των πραγματικών μισθών το 2010 πιστεύουμε ότι έχει ήδη τονώσει την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας (σύμφωνα με τους δείκτες της ΕΚΤ και του ΔΝΤ κατά 6% σε όρους κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος). Αν η απαραίτητη εσωτερική υποτίμηση είναι συνολικά 8-10 ποσοστιαίες μονάδες μείωσης μισθών και τιμών σε σχέση με τους εμπορικούς εταίρους, ο στόχος αυτός είναι εφικτός σε σχετικά

σύντομο χρονικό διάστημα, δεδομένου ότι οι μισθοί στον δημόσιο τομέα έχουν ήδη μειωθεί σημαντικά, ενώ η υψηλότερη ανεργία και η μεγαλύτερη ευελιξία στην αγορά εργασίας θα ωθήσουν τους μισθούς στον ιδιωτικό τομέα χαμηλότερα. Επιπλέον, ένας εξίσου σημαντικός παράγοντας για τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας είναι η παραγωγικότητα, καθώς η αύξηση της παραγωγής ανά εργαζόμενο μειώνει το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Η παραγωγικότητα της ελληνική οικονομίας έχει αυξηθεί κατά μέσο όρο 2,4% ετησίως την τελευταία δεκαετία, έναντι 0,8% ετησίως στην ΕΕ-16. Αυτό αντανακλά τους υψηλούς ρυθμούς μεταβολής των επενδύσεων: 7% ετησίως στην Ελλάδα έναντι 3,5% στην ΕΕ-16 κατά το διάστημα 1995-2008. Αν η ελληνική οικονομία καταφέρει να βγει από την ύφεση και η παραγωγικότητα επανέλθει στους ρυθμούς της προηγούμενης δεκαετίας, το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας μπορεί να μειωθεί σημαντικά, χωρίς να χρειαστούν ριζικές περικοπές μισθών.

Τέλος, η ανάκτηση της χαμένης ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας δεν αφορά αποκλειστικά τους έλληνες εξαγωγείς, καθώς η επιδείνωση του ελλείμματος του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών την τελευταία δεκαετία δεν οφείλεται μόνο στην απώλεια διεθνούς ανταγωνιστικότητας των ελληνικών εξαγωγών, αλλά και στη μεταφορά σημαντικών παραγωγικών πόρων από τον τομέα των εμπορεύσιμων στον τομέα των μη εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών. Για να γίνει η ελληνική οικονομία πιο εξωστρεφής, πρέπει να επανέλθουν σταδιακά παραγωγικοί πόροι (κεφάλαιο, τεχνολογία και εργασία) σε κλάδους και εταιρείες με εξαγωγικό προσανατολισμό. Παράλληλα με τη μείωση του δημόσιου τομέα, απαιτούνται τολμηρές διαρθρωτικές πολιτικές που αποσκοπούν στη μεγαλύτερη ευελιξία των αγορών εργασίας και προϊόντων και στη δημιουργία κινήτρων για τον αναπροσανατολισμό επενδύσεων σε κλάδους με ισχυρή εξωστρέφεια.

Βιβλιογραφία

Ελληνόγλωσση

Μανασσάκης, Α., Χρ. Κατηφόρης και Μ. Βασαρδάνη (2010), «Η Διεθνής Ανταγωνιστικότητα και το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών της Ελλάδος», στο: Οικονόμου Γ., Ι. Σαμπεθάι και Γ. Συμιγιάννης (eds), *Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών της Ελλάδος: Αιτίες Ανισορροπιών και Προτάσεις Πολιτικής*, Τράπεζα της Ελλάδος, Ιούλιος 2010.

Ξενόγλωσση

Agenor, P. R. (1995), "Competitiveness and External Trade Performance of the French Manufacturing Industry", IMF Working Paper, No. 95/137.

Chin, M. D. and E. S. Prasad (2003), "Medium Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration," *Journal of International Economics*, vol. 59, pp. 47-76.

European Commission (2009), "Competitiveness Developments within the Euro Area." In: European Commission, *Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 8, No. 1.

Lee, J., G. M. Milesi-Perretti, J. Ostry, A. Prati and L. Ricci (2008), "Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies," IMF Occasional Paper, No. 261.

Lipschitz, L. and D. McDonald (1992), "Real Exchange Rates and Competitiveness: A Clarification of Concepts, and Some Measurements for Europe", *Empirica*, vol. 19, pp. 37-69.

Marsch, I. W. and S. P. Tokarick (1996), "An Assessment of Three Measures of Competitiveness", *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 132, pp. 700-732.

Obstfeld, M. and K. Rogoff (2004), "The unsustainable US current account position revisited", NBER Working Paper, No. 10869.

Ruscher, E. and G. B. Wolff (2009), "External Rebalancing is not an Exporters' Story: Real Exchange Rates, the Non-tradable Sector and the Euro", European Commission, European Economy – Economic Paper, No. 375.

Turner, P. and J. Van t'dack (1993), "Measuring International Competitiveness", BIS Economic Papers, No. 39.

ΠΗΓΕΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

AMECO: Sectoral unit labor cost and price indices.

OECD: REER based on relative consumer prices. Ecowin series code: oe:grc_cpidra

OECD: REER based on unit labor costs of the manufacturing sector. Ecowin series code: oe:grc_ulcmdra

IMF-IFS: REER based on relative consumer prices. Ecowin series code: ifs:s17400reczfy

IMF-IFS: REER based on unit labor costs. Ecowin series code: ifs:s17400relzfa

ECB: Harmonized Competitiveness Indicator, GDP deflator deflated. Series name: Real Harmonized Competitiveness Indicator, GDP deflator deflated.

ECB: Harmonized Competitiveness Indicator, unit labor costs in total economy deflated. Series name: Real Harmonized Competitiveness Indicator, unit labor costs in total economy deflated.

Bank of Greece: REER based on relative consumer prices, 2009 Governor's Annual Report.

Bank of Greece: REER based on relative unit labor costs in total economy, 2009 Governor's Annual Report.

Η εξωτερική ανισορροπία της ελληνικής οικονομίας

Αίτια, χαρακτηριστικά και σενάρια προσαρμογής

Δρ Αναστάσιος Αναστασάτος
ΟΙΚΟΝΟΜΟΛΟΓΟΣ
ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ
EUROBANK EFG

Περίληψη

Η μελέτη διερευνά το ζήτημα των μεγάλων και χρόνιων ελλειμμάτων του ελληνικού Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών (ΙΤΣ) και των εγγενών προβλημάτων μειωμένης ανταγωνιστικότητας και υπερκατανάλωσης Δημοσίου και ιδιωτών που αυτά αντανακλούν. Το άρθρο εκκινεί από μία ποιοτική περιγραφή των χαρακτηριστικών και των τάσεων του ελληνικού ΙΤΣ. Ακολούθως, επισκοπούνται οι θεωρητικές εξηγήσεις οι οποίες συνδέουν το εξωτερικό έλλειμμα με τη διαδικασία πραγματικής σύγκλισης, την αισιοδοξία νοικοκυριών και επιχειρήσεων για τις οικονομικές τους προοπτικές, την πιστωτική επέκταση, τις ακαμψίες στην αγορά εργασίας και την επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Το άρθρο συνδέει τις θεωρητικές εξηγήσεις με τα ιδιοσυγκρασιακά γνωρίσματα της ελληνικής περίπτωσης. Ειδική αναφορά γίνεται στη διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας και τη δυνητική συνεισφορά των Άμεσων Ξένων Επενδύσεων στην αντιμετώπιση του προβλήματος. Ακολούθως, ποσοτικοποιούνται, μέσω προσομοιώσεων σεναρίων προσαρμογής και οικονομετρικής ανάλυσης, οι προσαρμογές που πρέπει να συντελεστούν στην ιδιωτική κατανάλωση, το κατά μονάδα προϊόντος πραγματικό κόστος εργασίας και την πραγματική ισοτιμία, ώστε να διορθωθεί η απόκλιση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές. Τα συμπεράσματα μεταφράζονται σε προτάσεις πολιτικής.

Ο συγγραφέας ευχαριστεί τους Ν. Ζόνζηλο και Δ. Μαλλιαρόπουλο για τα ουσιαστικά τους σχόλια και την Δ. Γιατζητζόγλου για την εξαιρετική ερευνητική υποστήριξη. Οποιοδήποτε λάθος παραμένει βαρύνει αποκλειστικά τον υπογράφοντα. Οι απόψεις οι οποίες εκφράζονται είναι προσωπικές και δεν δεσμεύουν την Eurobank EFG.

1. Εισαγωγή

Μετά την υπαγωγή της Ελλάδας στον μηχανισμό στήριξης ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ, η προσοχή οικονομικών αναλυτών, υπευθύνων για την άσκηση οικονομικής πολιτικής και συμμετόχων στην αγορά επικεντρώθηκε στο δημοσιονομικό πρόβλημα της χώρας. Ωστόσο, εξίσου σημαντικό πρόβλημα της ελληνικής οικονομίας μεσοπρόθεσμα είναι το έλλειμμα του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών (ΙΤΣ). Τα δίδυμα ελλείμματα της ελληνικής οικονομίας, δημοσιονομικό και εξωτερικό, αλληλοσυσχετιζόμενα και αλληλοτροφοδοτούμενα, συγκεφαλαιώνουν το στρεβλό παραγωγικό πρότυπο της χώρας με τη μειωμένη ανταγωνιστικότητα και την εγγενή υπερκατανάλωση, Δημοσίου και ιδιωτών. Η αντιμετώπιση αυτών των προβλημάτων μέσω της ανάταξης και του αναπροσανατολισμού του παραγωγικού δυναμικού αποτελεί βασική προϋπόθεση για την επιτυχία και του προγράμματος δημοσιονομικής εξυγίανσης. Ο μηχανισμός στήριξης, αναγνωρίζοντας αυτή την αδήριτη αναγκαιότητα, έχει θέσει τις επαυξητικές της παραγωγικότητας και της εξωστρέφειας δομικές μεταρρυθμίσεις ως βασικούς πυλώνες και όρους του Προγράμματος Σταθεροποίησης.

Η παρούσα μελέτη θέτει και επιχειρεί να διερευνήσει ορισμένα κεντρικά ερωτήματα: Ποια θεωρία προσφέρει την καταλληλότερη ερμηνευτική κλείδα της εξωτερικής ανισορροπίας, λαμβάνοντας υπόψιν τις ιδιομορφίες της ελληνικής περίπτωσης; Βάσει αυτής, πόσο επικίνδυνο είναι ένα τόσο υψηλό έλλειμμα; Πόσο και με ποιον τρόπο συνδέεται με τις διαφορές πληθωρισμού και πόσο με δομικά προβλήματα χαμηλής ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας που υπερβαίνουν χρονικά το γεγονός της ένταξης στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ); Δεδομένων των μακροοικονομικών ανομοιοτήτων με άλλες μεσογειακές χώρες μέλη της ευρωζώνης στις οποίες παρουσιάστηκαν ελλείμματα, μπορεί να ανιχνευτεί μία κοινή αιτιώδης συνάφεια; Τέλος, υπάρχει χώρος για την άσκηση πολιτικής, ιδίως μέσα σε ένα περιβάλλον έντονης δημοσιονομικής προσαρμογής, και αν ναι, ποιο μείγμα πολιτικής είναι καταλληλότερο για την αντιμετώπιση του προβλήματος;

Το υπόλοιπο άρθρο δομείται ως εξής: το Τμήμα 2 επιχειρεί μία ποιοτική περιγραφή των χαρακτηριστικών και των τάσεων του ελληνικού ΙΤΣ. Το Τμήμα 3 παρέχει θεωρητικές εξηγήσεις και τις συνδέει με τα ιδιοσυγκρασιακά γνωρίσματα της ελληνικής περίπτωσης. Το Τμήμα 4 πραγματοποιεί εμπειρική αξιολόγηση της διατηρησιμότητας του ΙΤΣ και των αναγκαίων προσαρμογών. Το Τμήμα 5 συγκεφαλαιώνει και προτείνει μέτρα πολιτικής.

2. Χαρακτηριστικά και τάσεις του ελληνικού ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών: Μία ποιοτική ανάλυση

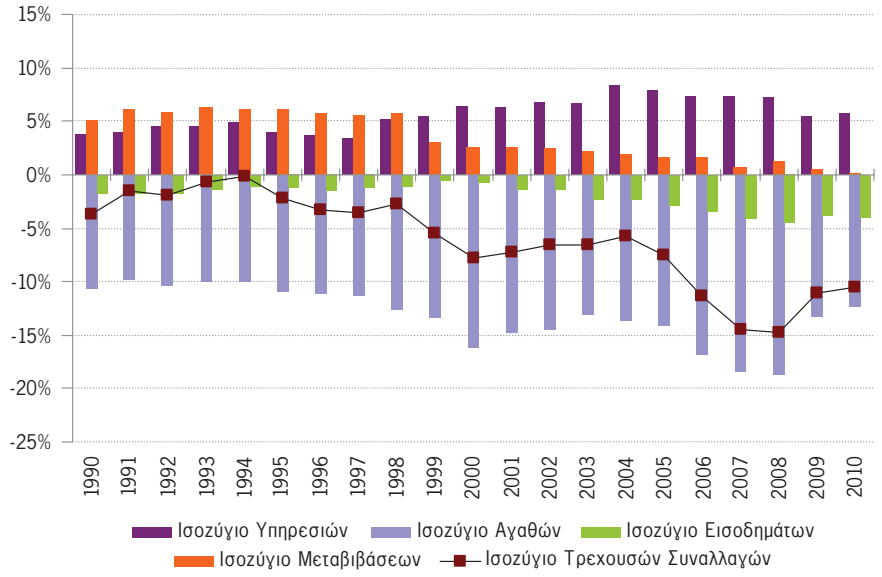
Το ελληνικό εξωτερικό έλλειμμα σημείωσε το 2008 το μεταπολεμικά ιστορικό υψηλό του 14,8% ως ποσοστό του ΑΕΠ και διατηρήθηκε, εν μέσω σημαντικής ύφεσης, στο 11,1% του ΑΕΠ το 2009 και στο 10,5% το 2010 ή €24 δισ. (στοιχεία ΤτΕ).[1] Η χρηματοδότηση των ελλειμμάτων επέφερε τη συσσώρευση μεγάλου ακαθάριστου εξωτερικού χρέους, το οποίο είχε ξεπεράσει το τρίτο τρίμηνο του 2010 το 190% του ΑΕΠ (καθαρό εξωτερικό χρέος 97,3% του ΑΕΠ). Επί πολλά έτη η χώρα χρεωνόταν, δηλαδή πωλούσε το μελλοντικό της κεφάλαιο, για να χρηματοδοτήσει μία δαπάνη που ξεπερνούσε την παραγωγή της. Η διαγραμματική απεικόνιση του ελληνικού ΙΤΣ και των επιμέρους συνιστωσών του την τελευταία δεκαετία (Διάγραμμα 1) φανερώνει τη διαρκή επιδείνωση του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου, το οποίο από € 4,4 δισ. το 1994 έφθασε τα €24,9 δισ. το 2007 και παρέμεινε στα €18,1 δισ. το 2009. Παρά την επιτάχυνση των εξαγωγών (7% μέση ετήσια ονομαστική αύξηση μεταξύ 2000-2008, πριν μειωθούν το 2009), οι εισαγωγές, ιδίως των αγαθών, αυξήθηκαν ακόμα ταχύτερα (7,5% μέση

[1] Χρησιμοποιούνται στοιχεία της Τραπέζης της Ελλάδος ως κατά κανόνα πιο επικαιροποιημένα και εγγύτερα στις προβολές του Μνημονίου. Τα στοιχεία της ΕΛ.ΣΤΑΤ., τα οποία αναπαράγονται και στη βάση δεδομένων AMECO της ΕΟ, παρουσιάζουν το εξωτερικό έλλειμμα συστηματικά μεγαλύτερο, με κορύφωσή του στα έτη 2007 και 2008 (15,7% και 16,4% του ΑΕΠ αντιστοίχως). Η διαφοροποίηση οφείλεται στις πηγές άντλησης των στοιχείων (από τις αντίστοιχες κινήσεις των τραπεζικών λογαριασμών για την ΤτΕ, από τις συναλλαγές στα τελωνεία της χώρας για την ΕΛ.ΣΤΑΤ.), καθώς και στον διαφορετικό τρόπο κατηγοριοποίησης μεταβιβάσεων και εισοδημάτων.

ετήσια αύξηση, 2000-2008), ούσες ήδη πολλαπλάσιες των εξαγωγών. Μία ανάλυση των εξαγωγών σε κλαδικό επίπεδο φανερώνει ότι το ισοζύγιο των υπηρεσιών κατέγραφε συνεχή βελτίωση έως και το 2008 (7,6% μέση ετήσια ονομαστική αύξηση μεταξύ 2000-2008) λόγω της αύξησης των εσόδων από τον τουρισμό και τη ναυτιλία. Οι εξαγωγές αγαθών, όμως, παραμένουν επικεντρωμένες σε ένα σχετικώς μικρό φάσμα αγαθών, κυρίως είδη ένδυσης, μηχανολογικό εξοπλισμό, χημικά, πετρελαιοειδή και μέταλλα. Είναι εντυπωσιακό ότι όλοι οι βιομηχανικοί κλάδοι, ακόμα και οι πλέον εξωστρεφείς, είναι καθαροί εισαγωγείς (EC, 2010). Η γενική τάση είναι η φθίση των παραδοσιακών εξαγωγικών κλάδων προϊόντων της ελληνικής οικονομίας (π.χ. υφάσματα, ένδυση) και η συνεχής αύξηση του μεριδίου των υπηρεσιών. Οι υπηρεσίες συνιστούσαν το 2010 άνω του 57% των συνολικών εξαγωγών, το τρίτο υψηλότερο ποσοστό μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών (μετά από Κύπρο και Λουξεμβούργο). Επιπλέον, παρουσιάζεται μία γεωγραφική μετατόπιση των αγορών-στόχων, από την ευρωζώνη (44% των εξαγωγών το 2010 από 58% το 1990) προς τις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες χώρες (36% των εξαγωγών το 2010 από 17% το 1990). Εξ αυτών, οι χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης απορροφούσαν το 25% των εξαγωγών το 2010 από 6% το 1990 (στοιχεία IMF DOTS). Η υστέρηση του εξωτερικού τομέα αντανακλάται στο γεγονός ότι η Ελλάδα παραμένει και σήμερα η λιγότερο ανοιχτή από τις μικρές οικονομίες της ευρωζώνης: ο δείκτης εισαγωγών συν εξαγωγές ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν το 2010 στο 48% έναντι μέσου όρου ευρωζώνης 79,7% (Διάγραμμα 2). Αντιθέτως η κατανάλωση, δημόσια και ιδιωτική, αποτελούσε το 93,4% του ΑΕΠ, έναντι μέσου όρου ευρωζώνης 79,7%.

Η επιμονή του εξωτερικού ελλείμματος σε υψηλά επίπεδα και το 2010, ενώ το ΑΕΠ συστελλόταν κατά 4,35%, εν μέρει οφείλεται σε συγκυριακούς παράγοντες και συγκεκριμένα τις πληρωμές για πλοία (€4,4 δισ.) τα οποία έκτισαν οι έλληνες εφοπλιστές κατά τα προηγούμενα έτη και την άνοδο των διεθνών τιμών του πετρελαίου.[2] Αντιθέτως, οι εισαγωγές εκτός πλοίων και καυσίμων μειώθηκαν κατά 12,6% σε σχέση με το 2009, απόρροια της ύφεσης, και το αντίστοιχο ισοζύγιο βελτιώθηκε κατά 19%. Εν μέρει όμως, η αρχή βελτίωση του ΙΤΣ οφείλεται στο ότι η βελτίωση του εμπορικού ισοζυγίου αντισταθμίζεται από αρνητικές –και μονιμότερες– μεταβολές οι οποίες συντελούνται στα ισοζύγια εισοδημάτων και μεταβιβάσεων.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 Το Ελληνικό Έλλειμμα του ΙΤΣ, ως ποσοστό του ΑΕΠ, και οι Συνιστώσες του

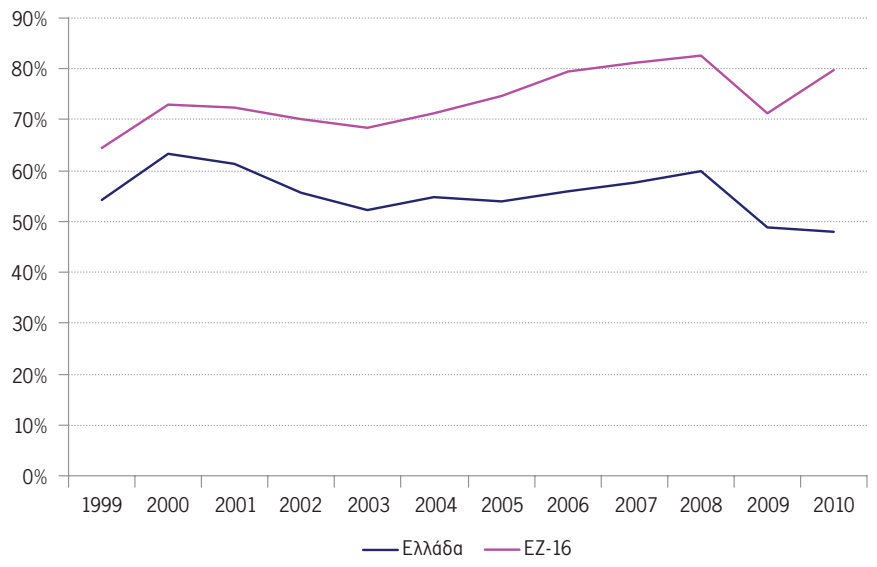


ΠΗΓΕΣ: Τράπεζα της Ελλάδος, Παγκόσμια Τράπεζα

[2] Οι εισαγωγές καυσίμων (€13.6 δισ.) αυξήθηκαν κατά 27% σε αξία το 2010 εν σχέσει με το 2009 και συνιστούσαν περίπου το 30% των συνολικών εισαγωγών αγαθών, το δε ισοζύγιο καυσίμων το 36% του ΙΤΣ. Αυτό αντανακλά και το γεγονός ότι η ενεργειακή εξάρτηση της ελληνικής οικονομίας είναι πολύ μεγαλύτερη από αυτή των άλλων χωρών μελών της ευρωζώνης.

Η γενική τάση του Ισοζυγίου Εισοδημάτων είναι αρνητική. Το Ισοζύγιο είναι ελλειμματικό από το 1990, αλλά από το 2003 μέχρι το 2008 το έλλειμμα παρουσίασε αυξητική τάση ως ποσοστό του ΑΕΠ, φθάνοντας το 2010 τα €9,2 δισ. ή 38,4% του συνολικού ελλείμματος του ΙΤΣ. Οι λόγοι σχετίζονται με την αύξηση των πληρωμών για αμοιβές και μισθούς προς το εξωτερικό, αλλά κυρίως με την αλματώδη αύξηση των καθαρών πληρωμών για τόκους, μερίσματα και κέρδη μετοχών, οι οποίες από €3,5 δισ. το 2003 έφθασαν τα €15,8 δισ. το 2008, με ελαφρά μείωση στα €12,6 δισ. το 2010. Παρά την τρώση της εμπιστοσύνης των διεθνών επενδυτών προς τα ελληνικά ομόλογα, το μεγαλύτερο μέρος του δημόσιου χρέους (άνω του 70%) εξακολουθεί να διακρατείται από ξένους επενδυτές, με τη μείωση της συμμετοχής των ιδιωτών επενδυτών να αντισταθμίζεται εν πολλοίς από την επίσημη τριμερή χρηματοδότηση ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ των €110 δισ. και τις αγορές ελληνικού χρέους από την ΕΚΤ. Ως επακόλουθο, διευρύνθηκαν –και εξακολουθούν να διευρύνονται– οι πληρωμές τόκων προς το εξωτερικό, ιδίως λόγω του μεγέθους του δημόσιου χρέους και της ανόδου των επιτοκίων εξυπηρέτησής του. Επίσης, οι ξένοι επενδυτές εξακολουθούν να κατέχουν περίπου το ήμισυ της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών,[3] αν και η πτώση της κερδοφορίας των εισηγμένων εταιρειών περιορίζει τις πληρωμές κεφαλαιακών υπεραξιών και μερισμάτων.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 Δείκτης Εξωστρέφειας: (Εισαγωγές + Εξαγωγές) / ΑΕΠ



Πηγή: AMECO

Αρνητική εξέλιξη σημειώνεται και στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Μεταβιβάσεων, το οποίο παραδοσιακά έπαιζε μεγάλο ρόλο στην εξισορρόπηση του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου. Το πλεόνασμα του Ισοζυγίου Μεταβιβάσεων άρχισε να μειώνεται ως ποσοστό του ΑΕΠ από το 1998 (5,8%), για να φθάσει σε μόλις 0,1% το 2010 (στοιχεία ΤτΕ, Παγκόσμια Τράπεζα). Αυτό οφείλεται, αφενός στην αύξηση των πληρωμών της Γενικής Κυβέρνησης προς την ΕΕ ως αποτέλεσμα της αύξησης –πραγματικής ή λογιστικής– του ελληνικού ΑΕΠ, και αφετέρου στην αύξηση των εμβασμάτων προς το εξωτερικό από τους αλλοδαπούς μετανάστες που διαμένουν στην Ελλάδα. Αυτές οι εξελίξεις αναμένεται να επιταθούν τα προσεχή έτη.

Συμπερασματικά, αν και ένα τμήμα του ελλείμματος του ΙΤΣ οφείλεται σε παράγοντες της οικονομικής συγκυρίας, η επιμονή του εξωτερικού ελλείμματος σε διψήφια ποσοστά ακόμα και εν μέσω υφέσεως υποδηλοί ότι το πρόβλημα του ελληνικού ΙΤΣ δεν είναι συγκυριακό. Ακόμα και οι παράγοντες που θεωρήθηκαν στο

[3] 48,6% τον Οκτώβριο του 2010, έναντι 48,4% τον Αύγουστο 2009.

παρελθόν συγκυριακοί, ιδιαίτατα η επίμονη υπερθέρμανση της ελληνικής οικονομίας επί σχεδόν μία δεκαετία μετά την είσοδο στην ΟΝΕ και η –συναρτώμενη– μείωση της ιδιωτικής αποταμίευσης, είναι σε σημαντικό βαθμό προϊόν δομικών ανισορροπιών. Αποδείχτηκε δε ότι δεν είναι ακίνδυνοι, όπως κάποιοι υποστήριζαν. Με την ένταξη στη ζώνη του ευρώ, επειδή το κοινό νόμισμα δεν μπορούσε να γίνει αντικείμενο κερδοσκοπικών επιθέσεων άμα τη εμφανίσει ανισορροπιών στο ΙΤΣ, όπως στο παρελθόν, επικράτησε η αντίληψη ότι το ισοζύγιο δεν αποτελεί πλέον πρόβλημα και περιορισμό της ελληνικής οικονομίας. Ωστόσο, τα διαρκή και αυξανόμενα ελλείμματα του ΙΤΣ οδήγησαν στην ταχεία συσσώρευση εξωτερικού χρέους με τις γνωστές συνέπειες.

Επιπροσθέτως, τα ισοζύγια εισοδημάτων και μεταβιβάσεων παρουσιάζουν δομική επιδείνωση. Ως συνέπεια, η εξισορρόπηση του ΙΤΣ τα προσεχή χρόνια θα απαιτήσει τη δημιουργία σημαντικών πρόσθετων πλεονασμάτων στο ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών προκειμένου να καλυφθούν οι προβλεπόμενες δυσμενείς εξελίξεις στα ισοζύγια μεταβιβάσεων και εισοδημάτων. Όσον αφορά το Εμπορικό Ισοζύγιο, η κρίση μπορεί να μετριάζει την εγχώρια ζήτηση και τις εισαγωγές, αλλά η βελτίωση δεν είναι ούτε αρκετά μεγάλη ούτε αναγκαστικά διατηρήσιμη και μετά το πέρας της υφέσεως. Το εμπορικό έλλειμμα σχετίζεται επικυρίαρχα με τις δομικές, άρα μακροχρόνιες, προσδιοριστικές παραμέτρους της ανταγωνιστικότητας, οι οποίες προκαλούν υστερήσεις από την πλευρά της προσφοράς, και πιέσεις από την πλευρά της ζήτησης. Αυτές θα ιχνηλατηθούν στο υπόλοιπο της μελέτης.[4]

3. Γιατί η Ελλάδα συσσώρευσε εξωτερικά ελλείμματα

Ταυτοτικά, η επιδείνωση του εξωτερικού ισοζυγίου παραπέμπει στην αποσύζευξη εθνικής αποταμίευσης και επένδυσης.[5] Πράγματι, η Ελλάδα μεταξύ 2000-2008 χαρακτηριζόταν τόσο από αύξηση των επενδύσεων, όσο και από μείωση ιδιωτικής αποταμίευσης και σταθερά αρνητική δημόσια αποταμίευση. Η καθαρή εθνική αποταμίευση είναι αυξανόμενα αρνητική από το 2005 και μετά (- €26,8 δισ. το 2010), εξαιτίας της επέκτασης της κατανάλωσης και των δανειακών υποχρεώσεων, τόσο του κράτους, όσο και των νοικοκυριών. Αντιθέτως, η καθαρή αποταμίευση των επιχειρήσεων ήταν σταθερά θετική έως και το 2009 (κυρίως αποταμίευαν οι τράπεζες και οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις). Η αύξηση της επένδυσης (μέσος όρος 2000-2008: 21,4% του ΑΕΠ από 17% του ΑΕΠ το 1995, έναντι 21% του μ.ο. 2000-2008 στην ευρωζώνη) ασφαλώς ωφέλησε τον δυνητικό ρυθμό ανάπτυξης. Ωστόσο, ένα σταθερά σημαντικό τμήμα της αφορά την άνθηση της οικοδομικής δραστηριότητας, ενώ οι επενδύσεις σε εξοπλισμό, πρόσφατα μόνο αυξήθηκαν.[6] Η επένδυση σε κατοικίες αντανακλά, αφενός την επέκταση της στεγαστικής πίστης, αφετέρου την υστέρηση και χαμηλή κερδοφορία των παραγωγικών επενδύσεων στις χώρες του ευρωπαϊκού Νότου, γεγονός που έστρεψε πολλά κεφάλαια στην αγορά ακινήτων. Ως συνέπεια, σε όλες τις μεσογειακές χώρες σημειώθηκε σωρευτική άνοδος των τιμών των κατοικιών από το 2000 που ξεπερνά το 80%, εν συγκρίσει με περίπου 12% στις χώρες του ευρωπαϊκού Βορρά.[7] Η ταχεία επέκταση κατανάλωσης και κτηματαγοράς αποκαλύπτει ότι η επιλογή του ελληνικού

[4] Σε πολύ μακροχρόνιο ορίζοντα, το ΙΤΣ θα επιβαρυνθεί και από την αναμενόμενη γήρανση του πληθυσμού, εξέλιξη η οποία θα μειώσει την παραγωγικότητα και την καθαρή αποταμίευση της οικονομίας. Αυτό το ζήτημα όμως εκφεύγει του σκοπού της παρούσας μελέτης.

[5] Σε μία μικρή, ανοιχτή οικονομία οι υποψήφιοι επενδυτές μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια από τις διεθνείς χρηματαγορές. Επομένως, το επίπεδο επένδυσης της χώρας καθορίζεται από το διεθνές επιτόκιο, το οποίο είναι εξωγενές. Συνακόλουθα, η διαφορά μεταξύ αποταμίευσης και επένδυσης καθορίζει τις καθαρές εκροές κεφαλαίου και τις καθαρές εξαγωγές. Τουτέστιν, μία μείωση στην ιδιωτική ή τη δημόσια αποταμίευση αφήνει το επίπεδο των επενδύσεων αμετάβλητο και μειώνει ισόποσα το ΙΤΣ. Ομοίως και μία αύξηση στη ζήτηση για επενδύσεις.

[6] Οι πολλαπλασιαστές των επενδύσεων σε κατοικίες δεν είναι αριθμητικά μικροί, γιατί η οικοδομή διαχέεται βαθιά μέσα στην οικονομία, ωστόσο οι επενδύσεις σε κατοικίες, σε αντίθεση με αυτές σε παραγωγικό εξοπλισμό, δεν ενισχύουν την παραγωγική δυναμικότητα της οικονομίας.

[7] Στην Ελλάδα, οι τιμές των ακινήτων στις αστικές περιοχές αυξήθηκαν μεταξύ 2000 και 2008 (οπότε και άρχισαν μία ελαφρά διόρθωση) κατά 97,4%, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΤτΕ. Αυτό το ποσοστό θα πρέπει να συγκριθεί με μία αύξηση π.χ. άνω του 250% στην Ισπανία.

μοντέλου ανάπτυξης υπήρξε ενδογενής: η διόγκωση της εγχώριας ζήτησης αντικατοπτρίζει ένα δομικό έλλειμμα εξωτερικής ανταγωνιστικότητας.

Συνάγεται ότι η αποσύζευξη επένδυσης-αποταμίευσης εν μέρει είναι θετική και αναμενόμενη και εν μέρει αντανακλά (και ανατροφοδοτείται) από τα γενικά και διαχρονικά δομικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας. Το προκύπτον έλλειμμα ανταγωνιστικότητας θα μεγεθύνεται όσο αυξάνεται η έκθεση της χώρας στο διεθνές εμπόριο. Μία προσεκτικότερη παρατήρηση του Διαγράμματος 1 όμως αποκαλύπτει ότι η συνεχής επιδείνωση του Εμπορικού Ισοζυγίου άρχισε από το 1994.[8] Η αναγνώριση αυτού του σημείου αφετηρίας της ανισορροπίας αναδεικνύει την επίδραση ενός πολύ σημαντικού παράγοντα: της νομισματικής πολιτικής.

Το 1994 εκκίνησε η προσπάθεια της χώρας για ένταξη στη ζώνη του ευρώ. Η νομισματική πολιτική επωμίστηκε σημαντικό βάρος της προσπάθειας για την εκπλήρωση των κριτηρίων ένταξης, κυρίως της τιθάσευσης του πληθωρισμού και του περιορισμού των διακυμάνσεων της δραχμής έναντι των υπολοίπων νομισμάτων του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών. Η περιοριστική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής συνοψίστηκε σε δύο βασικές επιλογές, αφενός μεν τη διατήρηση των επιτοκίων σε υψηλά επίπεδα, αφετέρου τον περιορισμό των ονομαστικών υποτιμήσεων της δραχμής. Η πολιτική αυτή, η οποία έγινε γνωστή ως «πολιτική της σκληρής δραχμής», αποσκοπούσε στο να περιοριστεί η επίδραση του εισαγόμενου πληθωρισμού και να σηματοδοτηθεί η δέσμευση των ασκούντων την οικονομική πολιτική στον στόχο της ένταξης της χώρας στην ΟΝΕ. Η αξιόπιστη αυτοδέσμευση επιτάχυνε την προσαρμογή των πληθωριστικών προσδοκιών προς τα κάτω και επομένως μείωσε το κόστος του αποπληθωρισμού.

Ο αποπληθωρισμός τελικά επετεύχθη και μαζί του ο –ορισμένος ως εθνικός– στόχος της ένταξης της χώρας στην ευρωζώνη. Με ένα κόστος όμως: τη συσσώρευση πραγματικής ανατίμησης της δραχμής. Τον Μάρτιο του 1998 η Τράπεζα της Ελλάδος απεφάσισε υποτίμηση της δραχμής κατά 12,3% ως προς το ECU. Ωστόσο, τα υψηλά επιτόκια συνέχιζαν να προσελκύουν εισροές κεφαλαίων. Η ΤτΕ αναγκαζόταν να απορροφά την πλεονάζουσα ρευστότητα ώστε να μην αναζωπυρώνεται ο πληθωρισμός, αλλά οι ανατιμητικές πιέσεις επέμεναν. Τελικώς, η Ελλάδα εισήλθε στην ΟΝΕ με μία ισοτιμία μετατροπής η οποία εκτιμάται ότι δεν ευνοούσε την ανταγωνιστικότητα των ελληνικών εξαγωγών.

Το σημαντικότερο ωστόσο ήταν ότι η οικονομία δεν είχε πραγματοποιήσει τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στις αγορές προϊόντων και εργασίας οι οποίες θα αντιμετώπιζαν το δομικό πρόβλημα της επιμονής του ελληνικού πληθωρισμού. Ως αποτέλεσμα, από τη στιγμή της εισόδου στο κοινό νόμισμα, η Ελλάδα διατήρησε σταθερά θετικές διαφορές πληθωρισμού έναντι του μέσου όρου της Ζώνης, συνήθως άνω της μίας ποσοστιαίας μονάδας (Διάγραμμα 3). Οι θετικές διαφορές πληθωρισμού μεταφράστηκαν σε σημαντική πραγματική ανατίμηση έναντι των υπολοίπων μελών της ΟΝΕ.[9] Η κρίσιμη διαφορά με την προηγούμενη περίοδο όμως ήταν πως, μετά την υιοθέτηση του κοινού νομίσματος, η υπονόμευση της ανταγωνιστικής θέσης της χώρας δεν ήταν δυνατόν να αντιμετωπιστεί με υποτίμηση του νομίσματος.

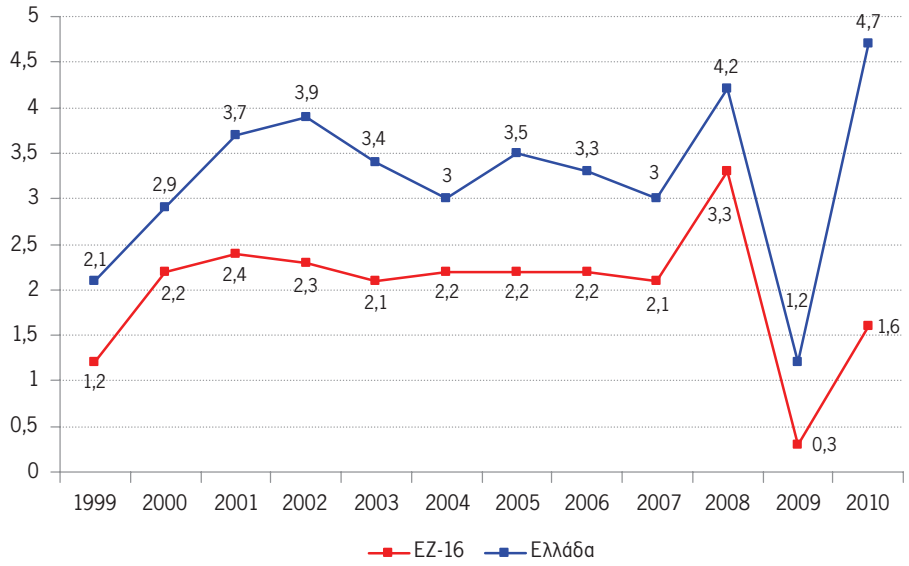
Η διάβρωση της ελληνικής ανταγωνιστικότητας επαυξήθηκε από τη συνεχή ανατίμηση του ευρώ μετά τα πρώτα έτη της γέννησής του. Η τάση αυτή είναι αποτέλεσμα κυρίως της διαχρονικής προσήλωσης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) στον στόχο της σταθερότητας των τιμών. Η ιδρυτική εξουσιοδότηση της ΕΚΤ θέτει ως στόχο της τη σταθερότητα των τιμών και όχι προσμετρήσεις για την οικονομική ανάπτυξη, όπως για παράδειγμα συμβαίνει με την Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ (Federal Reserve). Γι αυτό τον λόγο, η ΕΚΤ θεωρείται ότι ασκεί λιγότερο επιθετικές πολιτικές μείωσης των επιτοκίων παρέμβασης ή διολίσθησης του ευρώ σε περιπτώσεις πραγματικής ή επαπειλούμενης επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας.

---

[8] Μάλιστα, μετά την είσοδο στην ΟΝΕ, ακολούθησε μία περίοδος σχετικής σταθερότητας του ΙΤΣ ως ποσοστού του ΑΕΠ μέχρι το 2006, όταν και άρχισε μία νέα, ραγδαία αυτή τη φορά, επιδείνωση.

[9] Η πραγματική ανατίμηση έβλαψε την ανταγωνιστικότητα των ελληνικών προϊόντων και υπηρεσιών, όχι μόνο εντός της ευρωζώνης, αλλά και εκτός αυτής, στο βαθμό που οι χώρες της ευρωζώνης ανταγωνίζονται μεταξύ τους σε τρίτες αγορές.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 Ρυθμός πληθωρισμού, Ελλάδα και ευρωζώνη



Πηγή: AMECO

Ωστόσο, τα ελληνικά εξωτερικά ελλείμματα δεν μπορούν να αποδοθούν μονοδιάστατα στο –έως της κρίσης χρέους– ισχυρό ευρώ, καθόσον χώρες όπως η Γερμανία, το Βέλγιο ή η Ολλανδία παρουσιάζουν συστηματικά εξωτερικά πλεονάσματα. Αντιθέτως, ευμεγέθεις και επίμονες ανισορροπίες του ΙΤΣ ενέσκηψαν την τελευταία δεκαετία και σε άλλες χώρες της ΟΝΕ. Κάποιες χώρες του ευρωπαϊκού Νότου κατέγραψαν εξωτερικά ελλείμματα της τάξεως του 10% (Ισπανία) ή και 12% του ΑΕΠ (Πορτογαλία). Αυτά τα επίπεδα ελλείμματος δεν μπορούν να θεωρηθούν διατηρήσιμα στο μακροχρόνιο διάστημα, με αποτέλεσμα να απειλούν πλέον τη συνοχή και ευστάθεια ολόκληρης της ΟΝΕ. Οι βαθύτερες αιτίες τους είναι τα διαρθρωτικά, διαχρονικά προβλήματα ανταγωνιστικότητας, τα οποία αντανακλώνται, μεταξύ άλλων, στις θετικές διαφορές πληθωρισμού εντός της ευρωζώνης των οικονομιών του Νότου. Το ισχυρό ευρώ διόγκωσε την προϊούσα αδυναμία τους.

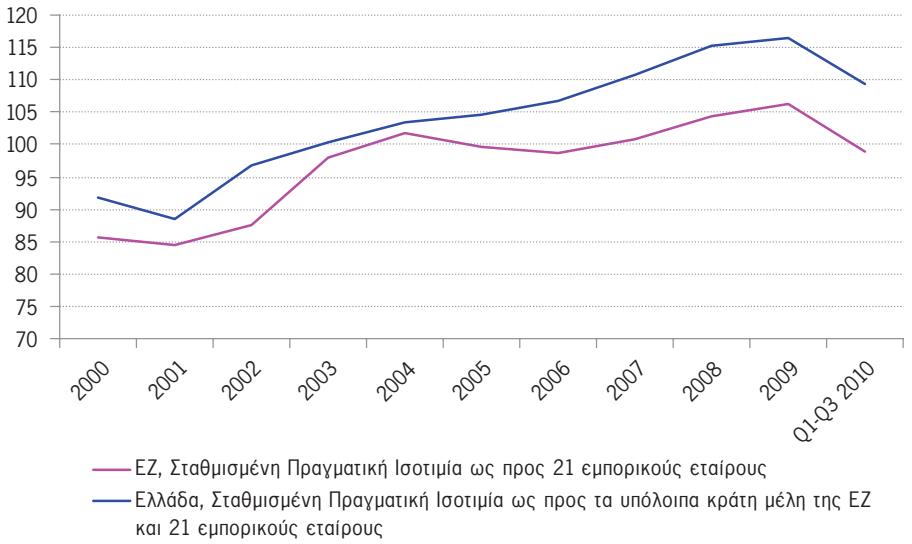
Το Διάγραμμα 4 δείχνει την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία Ελλάδας και ευρωζώνης βασισμένη στο ανά μονάδα προϊόντος κόστος εργασίας. Αυτό σημαίνει ότι η εικονιζόμενη πραγματική ανατίμηση προκύπτει μετά την αφαίρεση της όποιας βελτίωσης της παραγωγικότητας της εργασίας. Ολόκληρη η ευρωζώνη βίωσε μία επιδείνωση της ανταγωνιστικότητάς της ως προς τις τιμές έναντι 21 βασικών εμπορικών εταίρων κατά 27,7% από το 2002 έως και το 2009, ως αποτέλεσμα της μακροχρόνιας ονομαστικής ανατίμησης του ευρώ. Η Ελλάδα όμως, την ίδια περίοδο, ανατιμήθηκε σε πραγματικούς όρους κατά 37,3%, ένεκα και της επιδείνωσης του σχετικού κόστους της έναντι και των υπόλοιπων 15 κρατών μελών της ευρωζώνης.

Αυτό συνέβη διότι η αύξηση της παραγωγικότητας στην Ελλάδα εν σχέσει με τη μέση αντίστοιχη της ευρωζώνης υπεραντισταθμίστηκε από τη σχετικά μεγαλύτερη αύξηση του κατά μονάδα προϊόντος κόστους εργασίας.[10] Παράλληλα, οι ατέλειες στη λειτουργία των αγορών προϊόντων επέτρεπαν στις επιχειρήσεις οι οποίες δραστηριοποιούντο στην ελληνική αγορά να μετακυλύουν αυτό το υψηλότερο κόστος στις τιμές, διατηρώντας ανέπαφα ή και αυξάνοντας τα περιθώρια κέρδους τους, με επιπτώσεις όμως στις εξαγωγές

[10] Τα στοιχεία της AMECO, αν και χρησιμοποιούν διαφορετικούς ορισμούς από αυτά της ΕΚΤ, δείχνουν ότι η ολική παραγωγικότητα στην Ελλάδα αυξήθηκε κατά 7,8% μεταξύ 2002-2009, ενώ στην ευρωζώνη μειώθηκε κατά 1,2% στο ίδιο διάστημα. Αντιθέτως, η αύξηση του κατά μονάδα προϊόντος κόστους εργασίας μεταξύ 2002-2009 ήταν στην Ελλάδα 25,3%, ενώ στην ευρωζώνη 15,2%. Να σημειωθεί ωστόσο ότι η αύξηση αφορά κυρίως τον δημόσιο τομέα, τη γεωργία και δευτερευόντως τη βιομηχανία. Στις υπηρεσίες, κυρίως τον τουρισμό, η απώλεια ανταγωνιστικότητας δεν είναι εξίσου μεγάλη, εάν η Ελλάδα συγκριθεί με τους άμεσους ανταγωνιστές της (Μαλλιαρόπουλος, 2010).

(EC, 2006 & 2010β).[11] Απόδειξη, η μείωση του μεριδίου των ελληνικών εξαγωγών που κατευθύνεται προς την ευρωζώνη, την ίδια περίοδο που το μερίδιο προς τις λοιπές ανεπτυγμένες χώρες έχει σταθεροποιηθεί. Είναι σαφές ότι αυτές οι τάσεις ήταν μη διατηρήσιμες.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4 Δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, (Q1 1999 – 100) βασισμένη στο κατά μονάδα προϊόντος κόστος εργασίας



ΠΗΓΗ: ΕΚΤ

3.1 Εξηγήσεις από τη σύγχρονη μακροοικονομική θεωρία

Μία σημαντική αιτία της μείωσης ανταγωνιστικότητας τιμών της ελληνικής οικονομίας είναι τα υψηλά δημόσια ελλείμματα και το χρέος. Η δημοσιονομική πολιτική ήταν υπερκυκλική τα προηγούμενα έτη κατά τα οποία η ελληνική οικονομία ήταν σε φάση υπερθέρμανσης. Αυτό υπονόμευε τους ρυθμούς συνολικής αποταμίευσης, διόγκωνε τη συνολική ζήτηση και άρα αύξανε την αποσύζευξη αποταμίευσης-επένδυσης. Η υπερβάλλουσα ζήτηση συντελούσε και στη σταθερή συσσώρευση θετικών διαφορών πληθωρισμού εν σχέσει προς τα άλλα κράτη μέλη της ευρωζώνης. Ωστόσο, ακόμα και τα έτη κατά τα οποία τα δημόσια ελλείμματα εμειώνοντο ως ποσοστό του ΑΕΠ, τα ελλείμματα του ΙΤΣ συνέχιζαν να διογκώνονται. Επομένως, πρέπει να αναζητηθούν εξηγήσεις που να αφορούν και τον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας.

Η βιβλιογραφία προτείνει τρεις βασικές γραμμές σκέψης. Η πρώτη αποδίδει τις εμμένουσες εξωτερικές ανισορροπίες στη σύγκλιση των κατά κεφαλήν εισοδημάτων μεταξύ πλουσιότερων και φτωχότερων κρατών. Η δεύτερη βασίζεται σε αυτή τη διαδικασία αλλά δίνει έμφαση στην απόφαση των νοικοκυριών αναφορικά με την καταναλωτική τους δαπάνη. Η τρίτη αναδεικνύει την επίπτωση των ακαμψιών των μισθών στην εξωτερική ανταγωνιστικότητα των χωρών. Αυτό το τμήμα επιχειρεί μία κριτική παρουσίαση αυτών των θεωριών και μία αξιολόγηση της σχετικότητάς τους με την ελληνική περίπτωση, λαμβάνοντας υπόψιν τις ιδιομορφίες της ελληνικής οικονομίας.

[11] Τα στοιχεία για το περιθώριο κέρδους είναι ελλιπή. Μία προσέγγιση μπορεί να κατασκευαστεί από τα στοιχεία της AMECO ως ο λόγος των καθαρών εσόδων (μετά από εργατικό κόστος, φόρους και αποσβέσεις) προς τη συνολική προστιθέμενη αξία της επιχείρησης. Αυτός ο δείκτης ήταν το 2008 στο 26,8% στην Ελλάδα έναντι 7,7% στην ευρωζώνη, από 27,4% και 8,4% αντίστοιχα το 2002. Ωστόσο, ο δείκτης δεν συνυπολογίζει τη διαφοροποίηση ανά χώρα του κόστους η οποία προέρχεται από παράγοντες όπως η δημόσια διοίκηση και γραφειοκρατία, το θεσμικό περιβάλλον, οι μεταφορές, τα κέρδη των ενδιάμεσων και οι οικονομικές δομές.

Η πρώτη εξήγηση είναι γνωστή ως υπόθεση Balassa–Samuelson. Βάσει αυτής, όσο αυξάνεται η παραγωγικότητα στους κλάδους που παράγουν διεθνώς εμπορεύσιμα αγαθά (tradeables), οι εργαζόμενοι σε αυτούς θα πληρώνονται υψηλότερους μισθούς. Ωστόσο, υπάρχουν κάποιοι κλάδοι που παράγουν αγαθά που δεν είναι διεθνώς εμπορεύσιμα (non-tradeables), διότι δεν μπορούν να μεταφερθούν. Αυτοί οι κλάδοι χρησιμοποιούν εντατικά εργασία και χαρακτηρίζονται από μικρότερη ευαισθησία της παραγωγικότητας στις μεταβολές της τεχνολογίας. Οι αυξήσεις μισθών στους κλάδους αυτούς όμως πρέπει να συμβαδίζουν με τις αυξήσεις μισθών στους κλάδους εμπορευσίμων, ειδάλλως οι εργαζόμενοι θα αλλάξουν κλάδο. Ως αποτέλεσμα, όσο αναπτύσσεται μία χώρα, το γενικό επίπεδο μισθών –και άρα το γενικό επίπεδο τιμών των προϊόντων– θα αυξάνεται. Αυτό ισχύει ιδίως επειδή η σύγκλιση αυξάνει τη ζήτηση για υπηρεσίες, οι οποίες είναι κατά κόρον μη διεθνώς εμπορεύσιμες. Δεδομένου επίσης ότι η συναλλαγματική ισοτιμία ανταποκρίνεται πλήρως στις διαφορές παραγωγικότητας στους τομείς εμπορεύσιμων αγαθών, θα τείνει να ανατιμάται περισσότερο από όσο δικαιολογεί η μέση παραγωγικότητα της οικονομίας. Στην περίπτωση της ευρωζώνης όπου υπάρχει κοινό νόμισμα, αυτό ισοδυναμεί με μία επιδείνωση των όρων εμπορίου με τις πλουσιότερες χώρες, δηλαδή μία πραγματική ανατίμηση.[12]

Στην περίπτωση της Ελλάδας, πράγματι, η περίοδος της επιδείνωσης του ΙΤΣ συμπίπτει με την περίοδο κατά την οποία ο πραγματικός ρυθμός μεγέθυνσης του ελληνικού ΑΕΠ υπερείχε συστηματικά του αντίστοιχου μέσου της ευρωζώνης (μέσος όρος 2000-2008, 3,9% έναντι 2% αντιστοίχως). Ωστόσο, μελέτες έχουν δείξει ότι ένα μικρό μόνο ποσοστό του ελλείμματος του ΙΤΣ οφείλεται στην επίδραση Balassa–Samuelson. Για παράδειγμα, το IMF (2007) υπολόγισε ότι το ΙΤΣ ισορροπίας της Ελλάδας το οποίο λαμβάνει υπόψιν του τις επιδράσεις του υψηλού ρυθμού ανάπτυξης εκ της σύγκλισης (όπως και τη γήρανση του πληθυσμού) είναι μόλις -2,7% του ΑΕΠ. Ο λόγος είναι το μικρό μέγεθος του τομέα των διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών και άρα ο περιορισμένος ρόλος του στον καθορισμό των μισθών. Αντιθέτως, κυρίαρχος είναι ο ρόλος του δημόσιου τομέα, ο οποίος όμως αποτελεί κατεξοχήν μη διεθνώς εμπορεύσιμη δραστηριότητα. Η αύξηση των δημόσιων δαπανών ως ποσοστού του ΑΕΠ, από 43,8% το 2005 σε 53,2% το 2009, συμπίπτει χρονικά με την επιδείνωση του ΙΤΣ, γεγονός που υποδηλώνει αντίστοιχη εκτόπιση του τομέα των διεθνώς εμπορεύσιμων. Επίσης, η διαφορά παραγωγικότητας μεταξύ εμπορεύσιμων και μη εμπορεύσιμων τομέων είναι μικρή.

Η ελληνική περίπτωση όμως έχει ένα επιπρόσθετο χαρακτηριστικό: την επί σειρά ετών επέκταση της οικονομίας με ρυθμούς ταχύτερους των δυνητικών ρυθμών ανάπτυξης, δηλαδή της πραγματικής ανάπτυξης μείον του τμήματός της που οφείλεται στις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου.[13] Η συνεχής υπερθέρμανση επαύξησε τον πληθωρισμό και επιδείνωσε την ανταγωνιστικότητα. Η αυξανόμενη ζήτηση προσπαθούσε να ικανοποιηθεί από μία προσφορά που υστερούσε, παρότι η ανεργία παρέμενε σε υψηλό επίπεδο λόγω δομικών προβλημάτων.

Αυτό το φαινόμενο επιχειρεί να ερμηνεύσει η επόμενη προσέγγιση. Εκκινεί από το άρθρο των Blanchard και Giavazzi (2002), το οποίο είχε κινητροδοτηθεί ακριβώς από τις περιπτώσεις της Ελλάδας και της Πορτογαλίας. Χρησιμοποιώντας ένα Νεο-Κεϋνσιανό Δυναμικό Υπόδειγμα Γενικής Ισορροπίας με μικροοικονομική θεμελίωση, αναλύει το ΙΤΣ σε ένα πιο ολιστικό, δυναμικό πλαίσιο. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι η συμμετοχή στην ΟΝΕ δημιούργησε προσδοκίες σύγκλισης του επιπέδου παραγωγικότητας με αυτό των περισσότερο ανεπτυγμένων χωρών και υψηλότερης μελλοντικής ανάπτυξης. Όπως και στην υπόθεση Balassa–Samuelson, η αύξηση των ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης απαιτεί αύξηση του επιπέδου συνολικής επένδυσης, γεγονός το οποίο επιδεινώνει το ΙΤΣ. Επιπρόσθετα όμως, η υψηλότερη ανάπτυξη οδηγεί και σε αύξηση του *προσδοκώμενου* μελλοντικού κατά κεφαλήν εισοδήματος. Εν όψει αυτής της αύξησης του εισοδήματος, τα ορθολογικά άτομα μεταφέρουν πόρους στην παρούσα χρονική στιγμή, δηλαδή δανείζονται, ώστε να αυξήσουν την παρούσα

[12] Εντός μιας Νομισματικής Ένωσης, μία πραγματική ανατίμηση προκαλεί πιο επίμονες δομικές ανισορροπίες του ΙΤΣ. Ο λόγος είναι ότι η ολοκλήρωση στις αγορές αγαθών αυξάνει τον ανταγωνισμό και την υποκαταστασιμότητα μεταξύ αγαθών που παράγονται σε διαφορετικές χώρες. Ως συνέπεια, η ζήτηση για τα αγαθά κάθε χώρας καθίσταται πιο ελαστική (Obstfeld και Rogoff, 2000).

[13] Η AMECO υπολογίζει τη μέση ανάπτυξη του δυνητικού προϊόντος κατά τη δεκαετία 2000-2009 σε 3,6%, αν και η μέτρηση του δυνητικού προϊόντος υπόκειται σε μεθοδολογικές διαφωνίες.

κατανάλωσή τους και να επιτύχουν τη διαχρονική εξομάλυνση της κατανάλωσής τους στα νέα –υψηλότερα– επίπεδα. Αυτό επιβαρύνει επιπλέον το ΙΤΣ δεδομένου ότι ένα τμήμα της κατανάλωσης αφορά εισαγωγές. Ο εμπειρικός έλεγχος των συγγραφέων επιβεβαίωσε ότι ούτε η επένδυση, ούτε η δημοσιονομική θέση της κυβέρνησης ήταν σημαντικές προσδιοριστικές παράμετροι των εξωτερικών ελλειμμάτων της Ελλάδας και της Πορτογαλίας, γεγονός που ενισχύει το επιχείρημα ότι αυτά ήταν αποτέλεσμα της διαχρονικής μεγιστοποίησης της ευημερίας των νοικοκυριών.

Η Νομισματική Ένωση διευκόλυνε την ανάληψη εξωτερικού χρέους, διότι κατέστησε τη χρηματοδότησή του ευχερέστερη, παρά την αύξηση της ζήτησης για δάνεια, χωρίς οι αποκλίσεις να τιμωρούνται με υψηλότερα επιτόκια. Η ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών, καθώς και η εξάλειψη του κινδύνου συναλλαγματικής ισοτιμίας και των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, διευκόλυναν την πρόσβαση των λιγότερο ανεπτυγμένων χωρών στις περισσότερο ρευστές ευρωπαϊκές αγορές.

Η αύξηση της κατανάλωσης κατέστη δυνατή, αλλά και μεγεθύνθηκε από τη μείωση των επιτοκίων δανεισμού την οποία επέφερε στις χώρες του ευρωπαϊκού Νότου η συμμετοχή στην ΟΝΕ. Αφενός, το ονομαστικό επιτόκιο μειώθηκε λόγω της σταθεροποίησης του πληθωρισμού. Αφετέρου, το ασφάλιστρο κινδύνου επιτοκίου (risk premium) παρέμεινε χαμηλό, έως και το ξέσπασμα της κρίσης χρέους. Για μία δεκαετία, οι επενδυτές δάνειζαν τις χώρες τις ΟΝΕ ωσάν να είχαν όλες τον ίδιο πιστωτικό κίνδυνο, βασισμένοι και στην αξιόπιστη αντιπληθωριστική πολιτική της ΕΚΤ. Οι Fagan και Gaspar (2005, 2007) έδειξαν με προσομοιώσεις ότι η μείωση των επιτοκίων μπορεί να προκαλέσει μία ευμεγέθη αύξηση της ζήτησης και μία επιδείνωση του ΙΤΣ. Το αποτέλεσμα επαυξάνεται από την επίδραση πλούτου που επιφέρει η αύξηση της αξίας των επιχειρήσεων και οι υψηλότεροι μισθοί. Ωστόσο, η αδυναμία της προσφοράς να προσαρμοστεί με τον ίδιο ρυθμό στην ταχεία αύξηση της ζήτησης υποκινεί τη μετατόπιση της εγχώριας παραγωγής προς τα μη εμπορεύσιμα διεθνώς αγαθά και την εισαγωγή των εμπορεύσιμων. Αυτό αυξάνει τον πληθωρισμό μισθών και το μοναδιαίο κόστος εργασίας ταχύτερα από τον μέσο όρο της ευρωζώνης και η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία ανατιμάται, αυξάνοντας τα εξωτερικά ελλείμματα και το εξωτερικό χρέος.

Στην Ελλάδα, ο δανεισμός διευκολύνθηκε από τρεις επιπλέον παράγοντες. Πρώτον, η εκλαμβανόμενη μείωση του κινδύνου χώρας αύξησε την ελκυστικότητα των ελληνικών ομολόγων και των μετοχών στο ΧΑ και προκάλεσε εισροές κεφαλαίου.[14] Δεύτερον, οι ελληνικές τράπεζες δανείστηκαν από ξένες τράπεζες για τη χρηματοδότηση των εξωτερικών ελλειμμάτων και την ικανοποίηση της αυξημένης ζήτησης για παροχή δανείων. Τρίτον, τα εγχώρια κεφάλαια που ήταν διαθέσιμα προς δανεισμό αυξήθηκαν με την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος η οποία εφαρμόστηκε ως προϋπόθεση συμμετοχής στην ΟΝΕ. Η αποδέσμευση εποπτικών κεφαλαίων και η άρση των περιορισμών στη χορήγηση καταναλωτικών δανείων επέτρεψε στις ελληνικές τράπεζες να ακολουθήσουν επιθετικές πολιτικές για την αύξηση του μεριδίου αγοράς τους και να εισαγάγουν καινοτομικά χρηματοοικονομικά προϊόντα. Ως αποτέλεσμα των παραπάνω, ο ιδιωτικός δανεισμός έφτασε στην Ελλάδα το 2010 το 110,4% του ΑΕΠ, από 30% πριν την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος (στοιχεία ΕΚΤ και ΤτΕ αντίστοιχα).[15] Η παρεπόμενη μείωση της αποταμίευσης ανατροφοδότησε την ανάπτυξη ενισχύοντας τις επενδύσεις. Επέτρεψε όμως και τη διαχρονική εξομάλυνση της κατανάλωσης σε μια πολύ αισιόδοξη εκτίμηση των μελλοντικών εισοδημάτων. Ο Ζόνζηλος (2010) εκτιμά εμπειρικά ότι αυτός ήταν ο κύριος λόγος της επιδείνωσης του εμπορικού ισοζυγίου.

Οι Blanchard και Giavazzi (2002) υποστήριξαν ότι το εξωτερικό έλλειμμα δεν συνιστά απειλή διότι, στο βαθμό που η παραγωγικότητα των λιγότερο ανεπτυγμένων χωρών συγκλίνει με τις υπόλοιπες, το μελλοντικό εισόδημα θα αυξηθεί πράγματι και άρα θα επιτρέψει την αποπληρωμή του χρέους που σωρεύεται από την αύξηση της παρούσας κατανάλωσης. Αυτή η πεποίθηση αποδείχτηκε λανθασμένη.

---

[14] Οι προσδοκίες υψηλότερης μελλοντικής ανάπτυξης βρήκαν εμπειρική δικαιολόγηση στο γεγονός ότι έως και το 2007 οι αποδόσεις επί των επενδύσεων αυξάνονταν ταχύτερα στην Ελλάδα (14,5% αύξηση από το 2000 έναντι 6,6% μέση αύξηση στην ευρωζώνη, στοιχεία AMECO).

[15] Παραμένει ωστόσο χαμηλότερος από το μ.ο. της ευρωζώνης (120,2% του ΑΕΠ), επομένως ο ιδιωτικός τομέας δεν μπορεί να θεωρηθεί υπερδανεισμένος.

Η αδυναμία αυτόματης προσαρμογής ερμηνεύτηκε από την τρίτη προσέγγιση, του Blanchard (2006), με την επίκληση των ακαμψιών στους μισθούς. Όπως και στις προηγούμενες προσεγγίσεις, ο συγγραφέας περιγράφει πώς τα χαμηλότερα επιτόκια της ΟΝΕ και οι προσδοκίες για υψηλότερα μελλοντικά εισοδήματα οδήγησαν σε αύξηση της κατανάλωσης και των εξωτερικών ελλειμμάτων. Η εσωτερική ζήτηση, συνεπικουρούμενη από μία επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, ώθησε τους μισθούς προς τα πάνω, καθόσον η ανεργία μειωνόταν. Η αύξηση του κόστους εργασίας έπληξε την ανταγωνιστικότητα, επιδεινώνοντας περαιτέρω το ΙΤΣ. Ενώ όμως στην Πορτογαλία η προσδοκώμενη αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας δεν πραγματώθηκε, οι μισθοί συνέχιζαν να αυξάνονται με ρυθμούς υψηλότερους αυτών της ΟΝΕ, αυξάνοντας και τη ζήτηση για εισαγωγές και υπονομεύοντας την ανταγωνιστικότητα. Παρομοίως και στην Ελλάδα, η παραγωγικότητα αυξήθηκε αλλά, όπως αναφέρθηκε, οι ονομαστικοί μισθοί αυξήθηκαν ακόμα ταχύτερα.

Ο Blanchard (2006) το αποδίδει αυτό στην παρουσία ακαμψιών στους μισθούς. Αν υπάρχει ακαμψία στον πραγματικό μισθό, η αγορά εργασίας δεν εκκαθαρίζει και ο ονομαστικός μισθός συνεχίζει να αυξάνεται ακόμα και όταν υπάρχει υψηλό ποσοστό ανεργίας. Αν υπάρχει ακαμψία στον ονομαστικό μισθό προς τα κάτω, οι μισθοί ανταποκρίνονται στις μεταβολές των τιμών και της ανεργίας (και το αντίστροφο) με μεγάλες χρονικές υστερήσεις ή και καθόλου. Σε τέτοιες συνθήκες, το ΙΤΣ μπορεί να συνεχίζει να επιδεινώνεται εκρηκτικά για σημαντικό διάστημα αφότου διαπιστωθεί το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας.

Υπάρχουν ακαμψίες μισθών στις μεσογειακές χώρες; Οι Dickens et al. (2006) εκτίμησαν ότι άνω του 60% των μισθωτών σε Ελλάδα (τότε), Ιταλία και Πορτογαλία υπόκειντο σε (προς τα κάτω) ακαμψίες του ονομαστικού μισθού. Αντίθετα, μόνο 3% των μισθωτών στην Ελλάδα προστατεύονταν από περικοπή του πραγματικού μισθού έναντι 15% στην Ιταλία και 30% στην Πορτογαλία. Στην Ελλάδα, η αποσύνδεση των μισθών από τις εξελίξεις σε τιμές και παραγωγικότητα αποτελεί μια μορφή ακαμψίας.[16] Ο Ζόνζηλος (2010β) δείχνει ότι η μείωση των ακαμψιών στις αγορές προϊόντων και εργασίας στον μέσο όρο της ευρωζώνης θα αύξανε τις εξαγωγές κατά 10,5%.

Η αδυναμία αυτόματης προσαρμογής της εξωτερικής ανισορροπίας συσχετίζεται με δύο ακόμη παράγοντες: α) τη μικρή διαφάνεια στη ροή των μακροοικονομικών πληροφοριών βάσει των οποίων καθοριζόταν η παροχή δανείων διευρωπαϊκά, ιδίως στην περίπτωση της Ελλάδας, β) το γεγονός ότι η κοινή νομισματική πολιτική της ΕΚΤ θέτει μέσους στόχους που αφορούν όλη την ευρωζώνη και όχι την κατάσταση ενός εκάστου μέλους ξεχωριστά. Έτσι, η κατεύθυνσή της τα προηγούμενα χρόνια ήταν μάλλον επεκτατική, όταν η ελληνική οικονομία παρουσίαζε συμπτώματα υπερθέρμανσης και δεν επηρεάστηκε από το ελληνικό εξωτερικό έλλειμμα, δεδομένου ότι το εμπορικό ισοζύγιο της ευρωζώνης εν συνόλω ήταν ισοσκελισμένο.

3.2 Διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα

Στις εξηγήσεις που αναλύθηκαν ανωτέρω, η ανταγωνιστικότητα ταυτίζεται με το κατά μονάδα προϊόντος κόστος εργασίας εν σχέσει προς αυτό των ανταγωνιστών. Αυτός ο ορισμός αγνοεί σημαντικούς δομικούς παράγοντες που επηρεάζουν την ανταγωνιστικότητα. Στις ανεπτυγμένες οικονομίες η ανταγωνιστικότητα δεν βασίζεται κυρίως στη λογική της ελαχιστοποίησης του κόστους αλλά σε παράγοντες που έχουν να κάνουν με την καινοτομία, την υψηλή τεχνολογία, την ποιότητα παραγωγής και τη δημιουργία αναγνωρίσιμων ετικετών (brand names). Αυτοί οι παράγοντες επιτρέπουν την παραγωγή προϊόντων και υπηρεσιών με υψηλή προστιθέμενη αξία και φήμη ποιότητας. Αυτά μπορούν να διατεθούν με όρους μονοπωλιακού ανταγωνισμού, ήτοι σε υψηλότερες τιμές από τα παρόμοια τυποποιημένα των χωρών χαμηλότερου κόστους χωρίς την απώλεια μεγάλων μεριδίων αγοράς. Η στρατηγική της ποιότητας επιτρέπει σε χώρες με υψηλό κόστος εργασίας ή και με μία συναλλαγματική ισοτιμία η οποία ανατιμάται επί μακρόν, να καταγράφουν πλεονάσματα στο ΙΤΣ. Τυπικό παράδειγμα είναι η Ελβετία. Ο Rahman (2008) υποστηρίζει ότι από τις υπό ένταξη στην ΕΕ χώρες,

[16] Επίσης, λόγω ελλιπούς προώθησης των απαραίτητων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, το NAIRU παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα. Ως αποτέλεσμα, μια μικρή επιτάχυνση της δραστηριότητας μειώνει την τρέχουσα ανεργία στο όριο της διαρθρωτικής ανεργίας.

αυτές που αύξησαν σημαντικά τις εξαγωγές τους είναι όσες μετέβαλαν τη σύνθεσή των προς όφελος προϊόντων που ενσωματώνουν υψηλή τεχνολογία.

Η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να κλίνει προς τους τομείς χαμηλής ειδίκευσης (Gibson, 2010). Αντιστοίχως, εξάγει προϊόντα και υπηρεσίες χαμηλού τεχνολογικού περιεχομένου, ποιότητας και άρα χαμηλής αξίας (Felipe & Kumar, 2011). Αυτά δεν είναι πλέον ανταγωνιστικά σε όρους ελαχίστου κόστους (Γιαννίτσης, 2008) και χάνουν μερίδια αγοράς. Οι εξαγωγές προϊόντων «υψηλής τεχνολογίας» (κυρίως χημικά, ηλεκτρικές συσκευές, εξοπλισμός γραφείου και τηλεπικοινωνιών) έχουν υπερδιπλασιαστεί τα τελευταία χρόνια φθάνοντας το 10% των συνολικών εξαγωγών προϊόντων. Ωστόσο, σε μεγάλο ποσοστό αυτές οι εξαγωγές αφορούν συναρμολόγηση εισαγόμενων ενδιάμεσων αγαθών και επανεξαγωγή τους σε χώρες των Βαλκανίων. Επειδή τα προϊόντα αυτά δεν ενσωματώνουν αρκετή εγχώρια τεχνογνωσία, η ελληνική προστιθέμενη αξία είναι σχετικά μικρή και η επίδραση στο ΙΤΣ περιορισμένη.[17] Σε πολύ χαμηλά επίπεδα παραμένουν επίσης το ενδοκλαδικό εμπόριο και οι σταυροειδείς επενδύσεις (από επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου διεθνικά).[18]

Μεσο-μακροπρόθεσμα, η στροφή της ελληνικής οικονομίας προς προϊόντα και υπηρεσίες με χαρακτηριστικά ποιότητας και τεχνολογικής πρωτοπορίας είναι μονόδρομος. Αφενός, η παγκόσμια ζήτηση για τέτοια προϊόντα αυξάνεται πολύ ταχύτερα από των υπολοίπων και είναι πιο ανελαστική. Αφετέρου, η διελκυστίνδα συνεχούς μείωσης του κόστους εργασίας είναι ατελέσφορη, καθόσον πάντα θα βρίσκονται αναπτυσσόμενες χώρες που θα έχουν χαμηλότερο κόστος εργασίας. Εξάλλου, η κοινωνική συνοχή και η αίσθηση ασφάλειας των εργαζομένων είναι σημαντικές προϋποθέσεις παραγωγικότητας. Κατά τούτο, η προσωρινή άνθηση η οποία βασίστηκε στην παραγωγή προϊόντων και υπηρεσιών μεσαίας και χαμηλής τεχνολογίας, η οποία με τη σειρά της βασίστηκε στην αθρόα εισαγωγή παράνομων μεταναστών χαμηλών προσόντων, διέστρεψε την κατανομή των πόρων, καθυστέρησε τη μετάβαση και άρα υπήρξε επιβλαβής.

Μία στρατηγική για την αύξηση της εγχώριας τεχνογνωσίας και της προστιθέμενης αξίας των εξαγωγών οφείλει να έχει τα εξής χαρακτηριστικά. Πρώτον, ταυτοποίηση των στοιχείων τα οποία αποτελούν συγκριτικά πλεονεκτήματα για τη χώρα (κλίμα, πολιτισμός, απόθεμα ανθρώπινου κεφαλαίου, γεωγραφική θέση) και των οικονομικών δραστηριοτήτων οι οποίες θα μπορούσαν να κεφαλαιοποιήσουν αυτά τα πλεονεκτήματα. Δεύτερον, θέση προτεραιοτήτων. Σε μικροοικονομικό επίπεδο, βάσει ποσοτικοποίησης της καθαρής παρούσας αξίας των projects και πρόβλεψης των τάσεων στις παγκόσμιες αγορές. Σε μακροοικονομικό επίπεδο, με μέτρηση του συνολικού οφέλους για τη χώρα, συμπεριλαμβανομένων των εξωτερικών οικονομιών. Τρίτον, πρόταση και κοστολόγηση κινήτρων για την ενθάρρυνση της εξειδίκευσης σε αυτούς τους τομείς.[19]

Η συσσώρευση τεχνολογίας και, τελικά, η οικονομική ανάπτυξη εξαρτώνται κρίσιμα από την ποιότητα των θεσμών. Οι Acemoglu et al. (2001), μεταξύ άλλων, έχουν δείξει τη σημασία παραγόντων όπως η εφαρμογή των νόμων, το επίπεδο γραφειοκρατίας, η διαφθορά, η δομή των δικαιωμάτων στην υλική και πνευματική ιδιοκτησία και η διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας των αγορών. Οι διεθνείς οργανισμοί (Παγκόσμια Τράπεζα, World Economic Forum, International Institute For Management Development) μετρούν τη συνολική ανταγωνιστικότητα με δείκτες οι οποίοι συνυπολογίζουν πτυχές, όπως η φιλικότητα του οικονομικού περιβάλλοντος προς την επιχειρηματικότητα, η ποιότητα των υποδομών, της εκπαίδευσης και της

[17] Παρά ταύτα, η Νοτιοανατολική Ευρώπη αναπτύσσεται με ταχύτερο ρυθμό από τις ανεπτυγμένες χώρες και είναι σημαντική αγορά για την Ελλάδα.

[18] Παγκοσμίως, αυτά τα δύο τεκμαίρουν την αναδιάρθρωση της εξαγωγικής δομής μιας χώρας, δηλαδή τη μετατόπιση από τον ανταγωνισμό βάσει σχετικού πλεονεκτήματος (ανταγωνιστικότητα τιμής), σε στρατηγικές προσμετρήσεις και ανταγωνιστικότητα ποιότητας (non-price competitiveness).

[19] Τα κίνητρα μπορούν να περιλαμβάνουν τη βελτίωση του πλαισίου χρηματοδότησης για καινοτομικές δραστηριότητες οι οποίες ενέχουν υψηλότερο ρίσκο, την ενημέρωση των επιχειρηματιών για τις ευκαιρίες νέων αγορών και τα ευρωπαϊκά προγράμματα στήριξης της επιχειρηματικότητας, τη μείωση του έμμεσου κόστους έναρξης και λειτουργίας επιχειρήσεων και πιθανώς φοροελαφρύνσεις. Οι επιδοτήσεις, αντιθέτως, ιστορικά έχουν αποδειχτεί αναποτελεσματικές, καθόσον επιβαρύνουν τον κρατικό προϋπολογισμό, προκαλούν στρεβλώσεις στις σχετικές τιμές των προϊόντων και υπηρεσιών (άρα στροφή πόρων προς μη αποτελεσματικές δραστηριότητες) και δημιουργούν κρατικοδίαιτες επιχειρήσεις οι οποίες αδυνατούν να ανταγωνιστούν διεθνώς μετά το πέρας των επιδοτήσεων.

δημόσιας διοίκησης. Είναι χαρακτηριστικό ότι όλες οι χώρες της ΕΕ-16 με ελλείμματα του ΙΤΣ έχουν χαμηλή κατάταξη σε αυτές τις μετρήσεις, σε αντίθεση με τις πλεονασματικές χώρες. Η ιδιαίτερα χαμηλή κατάταξη της Ελλάδας[20] αντανακλά τα εγγενή προβλήματα της οικονομίας (δυσκαμψίες, πληθώρα διοικητικών περιορισμών) που πλήττουν τη συνολική παραγωγικότητα και τις εξαγωγικές της επιδόσεις, πέραν του ζητήματος των τιμών.[21] Οι Αλμπάνη, Ζόνζηλος και Μπραγουδάκης (2010) δείχνουν ότι η συνολική παραγωγικότητα συμβάλλει κατά τουλάχιστον 50% στην άνοδο του ελληνικού δυνητικού προϊόντος, πολύ περισσότερο από τις εισροές κεφαλαίου ή εργασίας καθαυτές.

Το μέγεθος του προβλήματος δίνει όμως και ένα μέτρο της βελτίωσης που χωρεί εφόσον αντιμετωπιστούν τα συμπτώματα. Είναι θετικό ότι 30% των επιχειρήσεων στην Ελλάδα εξάγει, ποσοστό μεγαλύτερο εν σχέσει με την υπόλοιπη ευρωζώνη (EC, 2010). Επομένως, εφόσον αρθούν τα ποικιλώνυμα εμπόδια, οι εξαγωγές μπορούν να ανακάμψουν ταχύτερα, καθόσον τα κανάλια διανομής και η γνώση των αγορών υφίστανται ήδη. Το Πρόγραμμα Προσαρμογής επιτάσσει τη μείωση του μεγέθους του δημόσιου τομέα. Αυτό αποτελεί κορυφαία διαρθρωτική μεταρρύθμιση, καθόσον ένα μεγάλο και αναποτελεσματικό κράτος εκτοπίζει τις ιδιωτικές επενδύσεις και τις εξαγωγές (crowding out), αυξάνει το κόστος δανεισμού και συμβάλλει στο εξωτερικό χρέος.[22] Οριζόντιες παρεμβάσεις του Προγράμματος αντιμετωπίζουν συστηματικά, για πρώτη φορά, χρόνιες παθογένειες, όπως το υψηλό σε χρόνο και χρήμα κόστος εκκίνησης επιχειρηματικής δραστηριότητας, τα εμπόδια εισόδου και εξόδου επιχειρήσεων από έναν κλάδο, την εξασφάλιση ανταγωνιστικού πεδίου με ίσους όρους, τις υπερβολικά περιοριστικές διατάξεις της εργατικής νομοθεσίας, θεσμικές και γραφειοκρατικές δυσλειτουργίες, το υψηλό κόστος μεταφοράς που δυσχεραίνει τις εξαγωγές και την ανανέωση του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού των ελληνικών επιχειρήσεων.[23] Το πλαίσιο αυξημένου ανταγωνισμού το οποίο καθορίζει η ΟΝΕ και η ελληνική κρίση αναδεικνύουν τις διαρθρωτικές αδυναμίες με δραματικό τρόπο. Η πλήρης πλέον αδυναμία χρήσης, όχι μόνο της συναλλαγματικής αλλά και της δημοσιονομικής πολιτικής, λόγω του υψηλού χρέους, καθιστά τις διαρθρωτικές πολιτικές από την πλευρά της προσφοράς και τον αναπροσανατολισμό της ζήτησης τα κύρια εργαλεία για την αντιμετώπιση των ανισορροπιών.

3.3 Έλλειμμα του ΙΤΣ και άμεσες ξένες επενδύσεις

Οι Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (ΑΞΕ) βραχυπρόθεσμα συμβάλλουν στη χρηματοδότηση των ελλειμμάτων του ΙΤΣ μέσω της εισροής κεφαλαίου, αλλά μεσοπρόθεσμα το βαρύνουν με την επανεξαγωγή των κερδών τους (ενίοτε και με στρεβλή τιμολόγηση των ενδοομιλικών συναλλαγών). Επομένως, το καθαρό αποτέλεσμα στο ΙΤΣ εξαρτάται από το είδος των ΑΞΕ. Θετικό αποτέλεσμα παράγουν οι ΑΞΕ οι οποίες δημιουργούν εμπόριο (trade oriented) και συμπληρώνουν το συγκριτικό πλεονέκτημα της χώρας.[24] Η συνολική ευημερία ωφελείται περισσότερο αν οι ΑΞΕ ωθούν στην αναδιάρθρωση των κλάδων σε συμφωνία με ένα δυναμικό συγκριτικό πλεονέκτημα, ήτοι, στη στροφή προς προϊόντα υψηλής τεχνολογίας και άρα υψηλής προστιθέμενης αξίας.

Αυτό ουδέποτε επετεύχθη. Μεταπολεμικά, το επίπεδο των ΑΞΕ στην Ελλάδα υπήρξε ιδιαίτερα χαμηλό, αφορούσαν δε σχεδόν αποκλειστικά δραστηριότητες εκμετάλλευσης φυσικών πόρων και έντασης εργασίας

---

[20] Για παράδειγμα, ο Δείκτης Ευκολίας Διεξαγωγής Επιχειρηματικής Δραστηριότητας της Παγκόσμιας Τράπεζας για το 2010 κατατάσσει την Ελλάδα 109η μεταξύ 183 χωρών. Για να γίνει σύγκριση με άλλες χώρες που αντιμετωπίζουν εξωτερικά ελλείμματα, η Βουλγαρία είναι 44η, η Πορτογαλία 48η, η Ρουμανία 55η, η Ισπανία 62η και η Τουρκία 73η.

[21] Ίδε Bosworth και Κολλίντζας (2002).

[22] Την αναποτελεσματικότητα των δημόσιων δαπανών και, αντίστοιχα, το υψηλό διοικητικό βάρος που επιφέρει το κράτος στις επιχειρήσεις διαπιστώνει και ο Ράπανος (2008). Δια ταύτα, προτείνει την επανεξέταση της σκοπιμότητας ύπαρξης ή την αναδιάρθρωση των πολυάριθμων κρατικών φορέων.

[23] Οι Μυλωνάς και Παπακωνσταντίνου (2002) υποστηρίζουν την αναγκαιότητα τέτοιων μεταρρυθμίσεων στην ελληνική οικονομία.

[24] Οι ΑΞΕ υποκατάστασης εμπορίου μπορεί να εκτοπίζουν εγχώριες επιχειρήσεις με εξαγωγικό προσανατολισμό (Kojima και Ozawa, 1985). Ως αποτέλεσμα, οι χώρες υποδοχής εμφανίζουν μόνιμα εμπορικά ελλείμματα, εφόσον εισάγουν ακόμα και σε τομείς στους οποίους έχουν συγκριτικό πλεονέκτημα.

(Κυρκιλής, 2002). Όταν το κίνητρο του χαμηλού κόστους εργασίας εξέλιπε, η Ελλάδα κατέστη ουραγός στην προσέλκυση ΑΞΕ (ως ποσοστού του ΑΕΠ) μεταξύ των ΕΕ-27. Αυτό το γεγονός αντανακλά τις εγγενείς παθογένειες αλλά και το γεωστρατηγικό μειονέκτημα της ελληνικής αγοράς ως προς τις κεντροευρωπαϊκές. Τα τελευταία έτη, η πλειονότητα των ΑΞΕ πραγματοποιήθηκε σε τομείς χαμηλής τεχνολογίας, ιδίως στο λιανικό εμπόριο και γενικότερα σε υπηρεσίες εξυπηρέτησης της –μεγεθυνόμενης– εγχώριας αγοράς. Αυτή την τάση ευνόησαν οι ολιγοπωλιακές δομές πολλών κλάδων της ελληνικής οικονομίας.[25] Επίσης, η υπερτίμηση της πραγματικής ισοτιμίας δημιουργούσε μεγαλύτερα περιθώρια κέρδους για προϊόντα και υπηρεσίες που έχουν παραχθεί αλλού, με δεδομένο κόστος. Τέλος, οι περισσότερες ΑΞΕ αφορούσαν εξαγορές εγχώριων επιχειρήσεων και όχι δημιουργία νέων (Greenfield investment). Ως αποτέλεσμα, δεν επεκτείνεται η παραγωγική βάση της οικονομίας αλλά μόνο μεταβάλλεται η εθνικότητα της ιδιοκτησίας του κεφαλαίου.

Η προσέλκυση επιχειρήσεων σε κλάδους αιχμής προϋποθέτει ένα συνολικό σχέδιο μετασχηματισμού της χώρας σε Κέντρο Αριστείας (centre of excellence). Η δημιουργία ενός περιβάλλοντος φιλικού στις επενδύσεις και την επιχειρηματικότητα, καθώς και η βελτίωση των δομικών παραμέτρων ανταγωνιστικότητας, θα μπορούσαν να πυροδοτήσουν αυτοεκπληρούμενες προσδοκίες αποτελεσματικότητας. Τουτέστιν, κινητροδοτούν τη γεωγραφική συγκέντρωση-εξειδίκευση της παραγωγής (clustering and spatial agglomeration) και, άρα, αποτελέσματα διάχυσης (spillover effects) τεχνολογίας και οργανωτικών δεξιοτήτων και στις εγχώριες επιχειρήσεις. Έτσι, οι εξωτερικές οικονομίες κλίμακος και φάσματος (τύπου Marshall) δημιουργούν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στον κλάδο συνολικά παρά στη μεμονωμένη επιχείρηση (Krugman, 1991). Η ποιοτική αναβάθμιση της παραγωγικής βάσης της οικονομίας τονώνει τον ανταγωνισμό (μείωση τιμών), διευρύνει τις ευκαιρίες απασχόλησης εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού και αυξάνει την παραγωγικότητα της οικονομίας εν συνόλω. Κομβικής σημασίας είναι και η βελτίωση των υποδομών μεταφορών, ώστε να καταστεί αποτελεσματική σε όρους κόστους η παραγωγή εγχωρίως κι επανεξαγωγή στις ανεπτυγμένες χώρες.

4. Προσομοιώσεις σεναρίων προσαρμογής

Η κωλυσιεργία στη λήψη μέτρων ρύθμισης της ζήτησης και ενεργούς στηρίξεως των εξαγωγών ακύρωσε τη δυνατότητα μιας ήπιας προσαρμογής. Η ανάδειξη των διαρθρωτικών αδυναμιών της ελληνικής οικονομίας από την κρίση χρέους επέβαλε μία λογική θεραπείας σοκ. Η βαθιά ύφεση μειώνει σημαντικά τις εισαγωγές. Οι εξαγωγές, από την άλλη, ωφελούνται από την ανάκαμψη του διεθνούς εμπορίου, μετά τη μεγάλη διεθνή ύφεση του 2009. Για να είναι όμως αυτές οι μεταβολές διατηρήσιμες μακροχρονίως, και μετά το πέρας της υφέσεως, είναι επιτακτική ανάγκη να προωθηθούν οι ενισχυτικές της παραγωγικότητας διαρθρωτικές αλλαγές.

Η αναγκαία προσαρμογή μπορεί να προσεγγιστεί με όρους των προαναφερθεισών θεωρητικών εξηγήσεων. Πιο συγκεκριμένα, το τμήμα του ελλείμματος που προκύπτει από την επίδραση Balassa–Samuelson θα διορθωθεί αυτόματα, άμεσα από την ύφεση, και μακροπρόθεσμα από την κάμψη του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ όταν επέλθει σύγκλιση με το επίπεδο εισοδημάτων της ευρωζώνης. Η οικονομική πολιτική μπορεί όμως να επιβοηθήσει την προσαρμογή αν δώσει έμφαση στην ενίσχυση της παραγωγικότητας του τομέα των μη διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών, δηλαδή πρωτίστως των υπηρεσιών.

Η ύφεση έχει δρομολογήσει τη διόρθωση και του τμήματος του ελλείμματος που αφορά την επίδραση τύπου Blanchard και Giavazzi (2002). Η ιδιωτική κατανάλωση στην Ελλάδα παρέμεινε το 2010 ίση με το 75% του ΑΕΠ έναντι 57,7% του μ.ο. στην ευρωζώνη. Τουτέστιν, συγκρινόμενοι με τους υπόλοιπους ευρωπαίους, οι Έλληνες καταναλώνουν ωσάν το εισόδημά τους να ήταν 31,7% υψηλότερο από αυτό που πράγματι είναι. Ας υποτεθεί ότι, ως αποτέλεσμα των διαρθρωτικών αλλαγών, η Ελλάδα μετά το πέρας της υφέσεως θα επανέλθει σε ρυθμούς ανάπτυξης 1,5% υψηλότερους του μέσου όρου της ευρωζώνης. Τότε, η πραγματική σύ-

[25] Παγίως, οι επιχειρήσεις που διεθνοποιούνται ανήκουν σε κλάδους με ολιγοπωλιακή δομή (Knickerbocker, 1973).

γκλιση θα επιτευχθεί σε περίπου 20 έτη.[26] Άρα εντός 20 ετών, μαζί με τη σταθεροποίηση των επενδύσεων σε διατηρήσιμα επίπεδα, θα πρέπει η ιδιωτική κατανάλωση να μειωθεί περίπου 17 μονάδες ως ποσοστό του ΑΕΠ, ώστε να θεωρείται διατηρήσιμη με ευρωπαϊκά δεδομένα.[27] Αυτό εξυπονοεί πραγματικό ρυθμό μείωσης της κατανάλωσης περίπου 0,13% ετησίως για την επόμενη 20ετία ή, υποθέτοντας μέσο ετήσιο πληθωρισμό 1,5% (υπόθεση ΔΝΤ), ονομαστική αύξηση ετησίως περίπου 1,4%. Η μείωση της ροπής προς κατανάλωση θα αυξήσει τη ροπή προς αποταμίευση, ώστε να αρχίσει η αποπληρωμή –δημόσιων και ιδιωτικών– χρεών, και θα μειώσει τις εισαγωγές. Επίσης, η μείωση της εγχώριας ζήτησης μετατοπίζει σταδιακά την παραγωγή προς τους τομείς των διεθνώς εμπορευσίμων. Η πιστωτική επέκταση θα επιβραδυνθεί ώστε να φθάσει σε επίπεδο ισορροπίας, υψηλότερο μεν, αλλά συμβατό με την επιβραδυνόμενη κατανάλωση.[28] Ο ρόλος της οικονομικής πολιτικής είναι να εξομαλύνει τις επιπτώσεις της προσαρμογής στην κοινωνική συνοχή. Η βασική προτεραιότητα όμως είναι οι διαρθρωτικές πολιτικές οι οποίες θα επιταχύνουν τον ρυθμό οικονομικής αναπτύξεως, ώστε η προσαρμογή να επιτευχθεί με στροφή προς την ποιότητα και την καινοτομία και όχι εξ ολοκλήρου με μία επώδυνη συγκράτηση της καταναλώσεως και του μισθολογικού κόστους.

Σύμφωνα με τη λογική του Blanchard (2006), η αποδοχή εκ μέρους των εργαζομένων της συγκράτησης του κόστους εργασίας θεωρείται αναγκαία για την αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας. Αυτό συμβαίνει ήδη με τη διαδικασία της εσωτερικής υποτίμησης. Η ΤτΕ (2011) υπολογίζει ότι το κατά μονάδα προϊόντος πραγματικό κόστος εργασίας έναντι της ΕΕ-16 βελτιώθηκε κατά 9% το 2010, και αναμένει ένα 5% επιπλέον το 2011. Εφόσον αυτή η τάση διατηρηθεί και το 2012,[29] το κατά μονάδα προϊόντος πραγματικό κόστος εργασίας έως το τέλος του 2012 θα έχει μειωθεί σχεδόν κατά το ποσοστό που χρειάζεται (10%), σύμφωνα με τους υπολογισμούς του Μαλλιαρόπουλου (2010), για να επανέλθει η Ελλάδα στα επίπεδα ανταγωνιστικότητας τα οποία είχε όταν εισήλθε στην ευρωζώνη. Η κυριότερη επιβοήθηση από την πλευρά της οικονομικής πολιτικής είναι η ρύθμιση και εποπτεία των αγορών για τη μείωση των ολιγοπωλιακών καταστάσεων και λοιπών στρεβλώσεων που εμποδίζουν την προσαρμογή της ανταγωνιστικότητας. Εάν τα κόστη της παραγωγής, εργατικά και άλλα, δεν προσαρμοστούν ταχέως, θα μεσολαβήσει μεγάλο χρονικό διάστημα υψηλής ανεργίας και, πιθανότατα, μετανάστευσης εργασίας και κεφαλαίου προς τις πιο ανταγωνιστικές χώρες, με βαρύτατες συνέπειες για τις μακροπρόθεσμες αναπτυξιακές προοπτικές της χώρας.

4.1 Εμπειρική αποτίμηση προσαρμογής της πραγματικής ισοτιμίας

Το μέγεθος της αναγκαίας προσαρμογής εκτιμάται οικονομετρικά στο Παράρτημα. Με βαθμονομημένα (calibrated) σενάρια υπολογίζεται ότι, μετά την αφαίρεση συγκυριακών τμημάτων του ελλείμματος (αγορές πλοίων, άνοδος της τιμής του πετρελαίου), απομένει ένα 3,9% του ΑΕΠ κατά το οποίο πρέπει να μειωθεί το εμπορικό έλλειμμα για να καταστεί το εμπορικό ισοζύγιο διατηρήσιμο, δηλαδή να μην οδηγεί στην εκτόξευση του εξωτερικού χρέους. Η οικονομετρική εκτίμηση (σε συγκριτική ανάλυση με βαθμονομημένα σενάρια) δείχνει ότι 1,7 π.μ. του ΑΕΠ θα διορθωθούν αυτόματα από τη μείωση της κατανάλωσης λόγω της αντιστροφής της επίδρασης Balassa–Samuelson. Απομένουν 2,2 π.μ. του ΑΕΠ προσαρμογής του ΙΤΣ η οποία πρέπει να πραγματοποιηθεί μέσω ανταγωνιστικότητας τιμών. Η ελαστικότητα του ΙΤΣ ως προς την πραγματική ισοτιμία εκτιμάται στο 16,3%. Επομένως, θα απαιτηθεί μία πραγματική υποτίμηση της τάξης του 13,3%.

---

[26] Σε όρους Ισοδύναμης Αγοραστικής Δύναμης, το κατά κεφαλήν εισόδημα στην Ελλάδα στο τέλος του 2011 θα ισούται με το 73,5% του μέσου όρου της ευρωζώνης (προβολές AMECO).

[27] Μακροχρονίως, διατηρήσιμη είναι η επέκταση της κατανάλωσης που ισούται με την αύξηση της παραγωγικότητας συν την αύξηση του πληθυσμού.

[28] Η άνοδος των περιθωρίων επιτοκίων της Ελλάδας η οποία ακολούθησε την απώλεια επενδυτικής εμπιστοσύνης, επιτάχυνε την προσαρμογή μειώνοντας την επένδυση και τα επιτοκιακά ευαίσθητα τμήματα της κατανάλωσης.

[29] Αύξηση μισθών κατά το ποσοστό του μέσου πληθωρισμού της ευρωζώνης (βάσει Συλλογικής Σύμβασης Εργασίας Άνοιξης 2010), πληθωρισμός 0,5% (πρόβλεψη Προγράμματος Σταθερότητας), ετήσια αύξηση της παραγωγικότητας κατά 1,9% (η μέση ετήσια αύξηση μεταξύ 2000-2008).

Αυτή η εκτίμηση είναι κοντά στις επίσημες μετρήσεις της πραγματικής ισοτιμίας κατά την είσοδο της χώρας στην ΟΝΕ το 2001.

Η ανάλυση των βραχυ-μεσοπρόθεσμων προσδιοριστικών παραμέτρων του ΙΤΣ έδειξε ότι η επιδείνωση του ΙΤΣ συσχετίζεται επίσης θετικά και ισχυρά με την πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα, καθώς και την αύξηση της τιμής του πετρελαίου, τα δημοσιονομικά ελλείμματα και τις ακαμψίες στην αγορά εργασίας, αν και αυτά τα ευρήματα παρουσιάζουν μεγαλύτερη ευαισθησία της στατιστικής τους σημαντικότητας.

5. Συμπεράσματα και προτάσεις πολιτικής για μία ομαλότερη προσαρμογή

Η επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας τιμών της ελληνικής οικονομίας είναι δεδομένη αλλά βρίσκεται ήδη σε ατραπό διόρθωσης. Η αβελτηρία της οικονομικής πολιτικής την περίοδο της ταχείας αναπτύξεως να λάβει τα απαιτούμενα μέτρα, κατέληξε σε μία αναγκαστική προσαρμογή με επώδυνο τρόπο, μέσω βαθιάς ύφεσης και ανόδου της ανεργίας. Η σημαντικότερη προϋπόθεση της μακροχρόνιας ανταγωνιστικότητας της οικονομίας όμως είναι η αντιμετώπιση των διαρθρωτικών της προβλημάτων. Η αύξηση της κατανάλωσης και των εισαγωγών που ακολούθησαν την ένταξη στην ΟΝΕ, καθώς και η δομική μετάλλαξη των Ισοζυγίων Εισοδημάτων και Μεταβιβάσεων καθιστά επιτακτική την ανάγκη δραστικής αντιμετώπισης του προβλήματος. Δεδομένης της αδυναμίας –προσωρινής– μετριάσεως της απώλειας ανταγωνιστικότητος μέσω υποτιμήσεων, ο διαρθρωτικός μετασχηματισμός του μοντέλου αναπτύξεως αποτελεί και κρίσιμη προϋπόθεση επιτυχίας της προσπάθειας δημοσιονομικής σταθεροποίησης. Η συγκράτηση των δανειακών υποχρεώσεων κράτους και νοικοκυριών πρέπει να συνοδευτεί από κάμψη της κατανάλωσης, διευκόλυνση παραγωγικών εξωστρεφών εγχώριων επενδύσεων, συντονισμένη στροφή της προσφοράς προς τα διεθνώς εμπορεύσιμα και της εγχώριας ζήτησης από εισαγόμενα σε ελληνικά προϊόντα. Ειδικής μνείας χρήζει η ανάγκη μείωσης της εξάρτησης της ελληνικής οικονομίας από το πετρέλαιο και γενικότερης μεταρρύθμισης του ενεργοβόρου μοντέλου ανάπτυξης.

Οι πρόνοιες του Προγράμματος Σταθερότητας μπορούν να συμβάλλουν στην εξάλειψη της διαφοράς πληθωρισμού από το μ.ο. της ευρωζώνης με καταπολέμηση των ολιγοπωλιακών καταστάσεων και των ακαμψιών σε όλες τις αγορές. Ωστόσο, για να είναι διατηρήσιμη η ενίσχυση των εξαγωγικών επιδόσεων της οικονομίας δεν μπορεί να βασιστεί σε μισθολογικό dumping, αλλά στην εξειδίκευση σε προϊόντα και υπηρεσίες υψηλότερης τεχνολογίας –και άρα προστιθέμενης αξίας– και σε δυναμικότερα αναπτυσσόμενες αγορές. Μία τέτοια στρατηγική επιλογή απαιτεί αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας μέσω επένδυσης στην παιδεία. Θα ήταν ευκταίο τα κονδύλια για έρευνα και τεχνολογία να μην περικοπούν. Σημαντικότερη ακόμα όμως είναι η αύξηση της αποτελεσματικότητας των ήδη διατιθέμενων χρημάτων, η σύνδεση της εκπαίδευσης και της έρευνας με τις ανάγκες της οικονομίας, η ανάπτυξη καινοτόμων μεθόδων οργάνωσης της παραγωγής, η χρήση εργαλείων έρευνας αγοράς, η αποτελεσματική ρύθμιση και υποστήριξη των αγορών από μία στιβαρή δημόσια διοίκηση, η δημιουργία ενός περιβάλλοντος φιλικού προς την εξωστρεφή επιχειρηματικότητα. Κομβική προϋπόθεση της επιτυχίας της προσπάθειας προσαρμογής είναι η προάσπιση της υγείας του τραπεζικού συστήματος και η εμπέδωση επαρκών αλλά διατηρήσιμων ρυθμών πιστωτικής διαμεσολάβησης. Τελική προϋπόθεση είναι η δραστική αλλαγή της παραγωγικής κουλτούρας των ατόμων και των φορέων.

Βιβλιογραφία

Ελληνόγλωσση

Αλμπάνη Μ., Ν. Γ. Ζόνζηλος και Ζ. Μπραγουδάκης (2010), «Εκτιμήσεις του Δυνητικού Προϊόντος Της Ελληνικής Οικονομίας με τη Μέθοδο Της Συνάρτησης Παραγωγής (Βραχυχρόνιες, Μεσοπρόθεσμες και Μακροπρόθεσμες Εκτιμήσεις)», στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών της Ελλάδος: Αιτίες Ανισορροπιών και Προτάσεις Πολιτικής, Τράπεζα της Ελλάδος, Ιούλιος.

Αναστασάτος, Τ. (2008), «Η Επιδείνωση του Ελληνικού Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών: Αίτια, Επιπτώσεις και Σενάρια Προσαρμογής, Οικονομία & Αγορές», *Eurobank Research*, Τόμος III, Τεύχος 6, Ιούνιος.

Γιαννίτσης, Τ. (2008), «Τεχνολογία και Ανταγωνιστικότητα, στο συλλογικό τόμο Ελληνική Οικονομία: Κρίσιμα Ζητήματα Οικονομικής Πολιτικής», Έκδοση Ιστορικού Αρχείου Alpha Bank, επιμέλεια Τ. Γιαννίτση.

Gibson, H. (2010), «Ανάπτυξη της Ελληνικής Οικονομίας Κατά Τομέα την Περίοδο 1995–2003, στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών της Ελλάδος: Αιτίες Ανισορροπιών και Προτάσεις Πολιτικής», Τράπεζα της Ελλάδος, Ιούλιος.

Ζόνζηλος, Ν. Γ. (2010), «Παραγωγικότητα, Ανυπόμονοι Καταναλωτές και Έλλειμμα του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών, στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών της Ελλάδος: Αιτίες Ανισορροπιών και Προτάσεις Πολιτικής», Τράπεζα της Ελλάδος, Ιούλιος.

Ζόνζηλος, Ν. Γ. (2010β), «Οι Μακροοικονομικές Επιπτώσεις των Διαρθρωτικών Πολιτικών Ενίσχυσης του Ανταγωνισμού», ΙΟΒΕ, Ειδικές Μελέτες, Μάιος, http://www.iobe.gr/index.asp?a_id=172&news_id=938

Κυρκιλής, Δ. (2002), «Άμεσες Ξένες Επενδύσεις», Εκδόσεις Κριτική.

Μαλλιαρόπουλος, Δ. (2010), «Η απώλεια ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας μετά την είσοδο της χώρας στην ΟΝΕ, Οικονομία & Αγορές», Eurobank Research, Τόμος 5, Τεύχος 4, Ιούλιος.

Bosworth B. και Τ. Κολλίντζας (2002), «Οικονομική Ανάπτυξη στην Ελλάδα: Επιδόσεις κατά το Παρελθόν και Προοπτικές για το Μέλλον», στον συλλογικό τόμο Οικονομικές Επιδόσεις και Προοπτικές της Ελλάδος, Τράπεζα της Ελλάδος και Brookings Institution, επιμέλεια R. C. Bryant, Ν. Γκαργκάνας και Γ. Ταβλάς.

Μυλωνάς, Π. και Γ. Παπακωνσταντίνου (2002), «Μεταρρύθμιση της αγοράς προϊόντων στην Ελλάδα: προτεραιότητες Πολιτικής και Προοπτικές», στο συλλογικό τόμο Οικονομικές Επιδόσεις και Προοπτικές της Ελλάδος, Τράπεζα της Ελλάδος και Brookings Institution, Επιμέλεια Έκδοσης R. C. Bryant, Ν. Γκαργκάνας και Γ. Ταβλάς.

Ράπανος, Β. (2008), «Μέγεθος και Εύρος Δραστηριοτήτων Του Δημόσιου Τομέα», ΙΟΒΕ, Νοέμβριος.

Τράπεζα της Ελλάδος (2011), «Έκθεση για τη Νομισματική Πολιτική 2010-2011», Φεβρουάριος.

Ξενόγλωσση

Acemoglu, D., S. Johnson and J. A. Robinson (2001), "Reversal of Fortune: Geography and Institutions in the Making of the Modern World Income Distribution", NBER Working Paper 8460.

Blanchard O. (2006), "Adjustment within the Euro. The difficult case of Portugal", MIT Working Paper 06-04.

Blanchard O. and Giavazzi F. (2002), "Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?", *Brookings Papers on Economic Activity* 2, pp. 147-209.

Brissimis, S. N., G. Hondroyiannis, C. Papazoglou, N. T. Tsaveas and M. A. Vasardani (2010), "Current Account Determinants and External Sustainability in Periods of Structural Change", ECB Working Paper Series No. 1243, September.

Dickens, W., Goette, L., Groshen, E., Holden, S., Messina, J., Schweitzer, M., Turunen, J. and Ward, M. (2006), "The Interaction of Labor Markets and Inflation: Micro Evidence from the International Wage Flexibility Project", paper presented at the conference in Labour Markets and the Macroeconomy, FED of San Francisco, 3/2006.

EC (2006), European Economy, No. 6/2006, p. 107.

EC (2010), Quarterly Report on the Euro Area, Volume 9, No. 3.

EC (2010b), European Economy, No. 1/2010, p. 69.

Fagan G. and V. Gaspar (2005), "Adjusting to the Euro Area: Some issues inspired by the Portuguese experience", mimeo, Banco de Portugal and ECB.

Fagan G. and V. Gaspar (2007), "Adjusting to the Euro Area", ECB Working Paper No. 716.

Felipe, J. and U. Kumar (2011), "Do Some Countries in the Eurozone Need an Internal Devaluation? A Reassessment of What Unit Labour Costs Really Mean", VoxEU, 31 March, http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6299

IMF (2008), "Competitiveness in the Southern Euro Area: France, Greece, Italy, Portugal, and Spain", prepared by H. Bennett, J. Escolano, S. Fabrizio, E. Gutiérrez, I. Ivaschenko, B. Lissovolik, M. Moreno-Badia, W. Schule, S. Tokarick, Y. Xiao, and Z. Zarnic, IMF Working Paper WP/08/112.

IMF (2007), "Greece: Selected Issues", Country Report 07/27, prepared by A. Gagales, M. Rossi and M. M. Badia, January.

IMF (2006), "Methodology for CGER Exchange Rate Assessments", November.

Knickerbocker, F. T. (1973), "Oligopolistic Reaction and Multinational Enterprise", Cambridge, MA: Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.

Kojima, K. and T. Ozawa (1985), "Towards a Theory of Industrial Restructuring and Dynamic Comparative Advantage", *Hitotsubashi Journal of Economics*, vol. 26, No. 2.

Krugman, P. (1991), "Increasing Returns and Economic Geography", *Journal of Political Economy*, 99, 483-99.

Obstfeld, M. and K. Rogoff (2000), "The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?", NBER Working Paper 7777.

Rahman, J. (2008), "Current Account Developments in New Member States of the European Union: Equilibrium, Excess, and EU-Phoria", IMF Working Paper WP/08/92.

Sideris, D. and N. Zonzilos (2005), "The Greek Model of the European System of Central Banks Multi-Country Model", Bank of Greece Working Paper 20.

World Bank (2006), "Doing Business".

Smith, J. (2006), "How costly is downward nominal rigidity in the United Kingdom?", DTI Economics Paper, August & University of Warwick Working Paper.

Παράρτημα

Οικονομετρικό υπόδειγμα

Τρεις μεθοδολογίες χρησιμοποιούνται διεθνώς για τον υπολογισμό του ανταγωνιστικού μειονεκτήματος και του συνεπαγόμενου ελλείμματος του ΙΤΣ (IMF, 2006):

1. Προσέγγιση Μακροοικονομικής Προσαρμογής (Macroeconomic Balance): υπολογισμός της προσαρμογής της πραγματικής ισοτιμίας η οποία απαιτείται για να συγκλίνει το ΙΤΣ στο «δομικό» του επίπεδο (αυτό που είναι συνεπές με τα μεσοχρόνια θεμελιώδη μεγέθη).
2. Προσέγγιση της Πραγματικής Συναλλαγματικής Ισοτιμίας Ισορροπίας (Equilibrium Real Exchange Rate): υπολογισμός της πραγματικής ισοτιμίας η οποία είναι συνεπής με τα θεμελιώδη μεγέθη (εξωτερικό χρέος, όροι εμπορίου, διαφορά παραγωγικότητας μεταξύ εμπορευσίμων και μη εμπορευσίμων).
3. Προσέγγιση της Εξωτερικής Διατηρησιμότητας (External Sustainability): υπολογισμός του επιπέδου του ΙΤΣ που σταθεροποιεί το εξωτερικό χρέος σε συγκεκριμένο ποσοστό του ΑΕΠ.

Η κύρια αδυναμία των μεθόδων έγκειται στις περιοριστικές υποθέσεις οι οποίες γίνονται προκειμένου να εκτιμηθούν τα επίπεδα ισορροπίας των μεταβλητών ενδιαφέροντος. Γι' αυτό τον λόγο, αναπτύσσουμε μία μεθοδολογία που αντλεί στοιχεία και από τις τρεις μεθόδους, προσαρμοσμένη στην ελληνική περίπτωση.

Καταρχήν, υπολογίζουμε το δομικό ισοζύγιο με βαθμονόμηση (calibration), αφαιρώντας δύο επιδράσεις εποχικού χαρακτήρα από το συνολικό εμπορικό έλλειμμα (του ισοζυγίου προϊόντων και υπηρεσιών, 7,3% του ΑΕΠ) ή το έλλειμμα του ΙΤΣ (10,5%) του 2010:

(α) Τις αγορές πλοίων: το ισοζύγιο πλοίων ήταν περίπου ισοσκελισμένο έως το 2004, ενώ το 2010 αναλογούσε στο 15,1% του συνολικού ελλείμματος του ΙΤΣ, ήτοι 1,6% του ΑΕΠ.[30]

(β) Την απόκλιση της πραγματικής μέσης τιμής του πετρελαίου για το 2010 (79,6$ το βαρέλι Brendt) από τον μέσο όρο της για όλη τη διαθέσιμη χρονοσειρά (1983-2009, $30,84). Δηλαδή, η υπόθεση είναι ότι το Ισοζύγιο Καυσίμων θα εξακολουθήσει να είναι αρνητικό αλλά κατά το ποσοστό που δείχνει η μακροχρόνια τάση του. Το 2010 τα καύσιμα συνεισέφεραν το 35,9% του συνολικού ελλείμματος του ΙΤΣ με την πραγματική τιμή του πετρελαίου να είναι 158,2% πάνω από το μακροχρόνιο μέσο της. Επομένως, το εποχικό τμήμα είναι 22% του ελλείμματος του ΙΤΣ, ήτοι 2,3% του ΑΕΠ.

Άρα, το απομένον τμήμα του εμπορικού ελλείμματος για το 2010 ισούται με 3,4% του ΑΕΠ (7,3-1,6-2,3). Ως προς το ΙΤΣ, το απομένον τμήμα του ελλείμματος είναι 6,6% του ΑΕΠ.

Το επίπεδο του εμπορικού ελλείμματος το οποίο διασφαλίζει την Εξωτερική Διατηρησιμότητα, υπολογίζεται ως εξής: η καθαρή θέση της χώρας στο εξωτερικό (καθαρό εξωτερικό χρέος αν είναι αρνητικό), B, εξελίσσεται διαχρονικά βάσει της συνθήκης:

$$B_{t+1} = B_t + TB_{t+1}$$

όπου TB_{t+1} το εμπορικό έλλειμμα του επόμενου έτους. Έστω με πεζά γράμματα οι λόγοι των μεταβλητών ως προς το ΑΕΠ. Η διατηρησιμότητα του εξωτερικού χρέους επιβάλλει, μακροχρονίως, να σταθεροποιηθεί το εξωτερικό χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, σε κάποιο επίπεδο αναφοράς, b_s, δηλαδή:

$$b_{t+1} = b_t = b_s.$$

[30] Ο χειρισμός των στοιχείων του εμπορίου για τα πετρέλαια και τα πλοία στο σύστημα εθνικών λογαριασμών δεν είναι ούτε πολύ γνωστός ούτε και σαφής. Επομένως, οι σχετικοί υπολογισμοί αποτελούν προσεγγίσεις.

Με απλές πράξεις και απλοποιήσεις, η συνθήκη διατηρησιμότητας προκύπτει ως:

$$tb_s = \frac{g}{1+g} b_s$$

όπου g_t είναι ο ρυθμός μεγέθυνσης του ονομαστικού ΑΕΠ.[31]

Όσον αφορά το καθαρό εξωτερικό χρέος το οποίο θεωρείται διατηρήσιμο, δεν υπάρχει στη βιβλιογραφία συμφωνία ως προς ένα θεωρητικώς συνεπές επίπεδο. Γίνεται λοιπόν η υπόθεση ότι στόχος είναι η σταθεροποίηση του b στο επίπεδο το οποίο ήταν προ κρίσεως (85,8% του ΑΕΠ το 2009 για την Ελλάδα). Ως προς το g στο μακροχρόνιο διάστημα, χρησιμοποιείται η υπόθεση του Μνημονίου για τον ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης μετά το 2020, ήτοι g = 4,8% (3% πραγματική ανάπτυξη, 1,8% πληθωρισμός).[32]

Με αυτά τα δεδομένα, η συνθήκη διατηρησιμότητας επιβάλλει τη δημιουργία πλεονασμάτων 0,5 π.μ. του ΑΕΠ, δηλαδή μία διόρθωση 3,9 π.μ. του ΑΕΠ στο Εμπορικό Ισοζύγιο ή, αντιστοίχως, 7,1 π.μ. του ΑΕΠ στο ΙΤΣ. Αυτό πρέπει να επιτευχθεί με προσαρμογές της ανταγωνιστικότητας και της εσωτερικής ζήτησης.

Στο επόμενο βήμα πρέπει να υπολογιστεί η ελαστικότητα του Εμπορικού Ισοζυγίου σε μεταβολές της πραγματικής ισοτιμίας. Με βάση τη μεθοδολογία του IMF:

$$\varepsilon_{RER} = \frac{X}{\text{ΑΕΠ}}\eta_{\chi} + \frac{M}{\text{ΑΕΠ}}(\eta_{\mu} - 1)$$

Όπου X, M είναι οι εξαγωγές και εισαγωγές και η_x, η_μ είναι οι ελαστικότητες εξαγωγών και εισαγωγών αντίστοιχα ως προς την πραγματική ισοτιμία. Για το 2010, X = €45,5 δισ., M = €60,6 Y = €230,2 (στοιχεία από ΤτΕ, εκτιμήσεις ΕΛ.ΣΤΑΤ.). Με τις ελαστικότητες που υπολόγισε το Multimod του IMF: (η_x = 0,71, η_μ = 0,92),: ϵ_{RER} =11,9%. Με τις ελαστικότητες των Sideris and Zonzilos (2005), (η_x = 0,6, η_μ = 0,9), για το 2010: ϵ_{RER} = 9,8%.

Με τις ελαστικότητες του Multimod θα απαιτείτο πραγματική υποτίμηση 32,8% για την αποκατάσταση διατηρήσιμου Εμπορικού Ισοζυγίου, ενώ με τις ελαστικότητες των Sideris and Zonzilos (2005) πραγματική υποτίμηση 39,8%. Αυτές οι εκτιμήσεις είναι υπερβολικές. Αφενός, υποθέτουν ότι ολόκληρη η προσαρμογή θα επέλθει από βελτίωση της ανταγωνιστικότητας, αγνοώντας την προσαρμογή η οποία θα επέλθει αυτόματα από τη μείωση της κατανάλωσης ως αποτέλεσμα της επίδρασης Balassa–Samuelson. Αφετέρου, παραβλέπουν ότι η δημοσιονομική προσαρμογή θα επιφέρει μία σταδιακή αλλά μόνιμη μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος και ένα νέο steady state του δημόσιου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ. Ως αποτέλεσμα, τα τοκοχρεολύσια θα μειωθούν καθώς το δημόσιο χρέος θα συγκλίνει στη νέα ισορροπία και η εθνική αποταμίευση θα ενισχυθεί μέσω της μείωσης της εσωτερικής ζήτησης.

Εναλλακτικά, για μία συνολική αποτίμηση, αναπτύσσουμε μία οικονομετρική εκτίμηση της μακροχρόνιας ελαστικότητας του ΙΤΣ/ΑΕΠ ως προς μεταβολές των προβλεπόμενων από τη θεωρία προσδιοριστικών του παραμέτρων, ήτοι: 1) της πραγματικής ισοτιμίας (βασισμένη στο ονομαστικό Μοναδιαίο Κόστος Εργασίας) ως προς τους 24 βασικότερους εμπορικούς εταίρους της Ελλάδας, REER, 2) για τη μέτρηση των επιδράσεων τύπου Balassa–Samuelson, του πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Ελλάδας ως ποσοστού του αντίστοιχου της ευρωζώνης, Bal_Sam, 3) των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα ως ποσοστού του ΑΕΠ, 4) της πραγματικής τιμής του πετρελαίου, 5) των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, και 6) της ακαμψίας μισθών, η οποία προσεγγίζεται (Smith, 2006) από το γινόμενο πληθωρισμού και ανεργίας (υψηλότερος πληθωρισμός συνεπάγεται μεγαλύτερη επίδραση της ανεργίας στους μισθούς).

[31] Με παρόμοιο τρόπο υπολογίζεται πως εάν εξεταστεί το ΙΤΣ, η συνθήκη διατηρησιμότητας δίνεται από το: $ca_s = \frac{g-r}{1+g} b_s$, όπου r είναι το ονομαστικό επιτόκιο (ίδιο για απαιτήσεις και υποχρεώσεις για λόγους απλούστευσης). Οι διαφορές που προκύπτουν από την ονομαστική ισοτιμία δεν θα έχουν μεγάλη επίπτωση, δεδομένου ότι σχεδόν όλο το ελληνικό εξωτερικό χρέος είναι εκφρασμένο σε ευρώ.

[32] Σε ενωρίτερα έτη θα πραγματοποιούνται ακόμα προσαρμογές.

Εκτιμάται ένα γραμμικό-λογαριθμικό υπόδειγμα (lin-log model) ώστε οι εκτιμώμενοι συντελεστές να είναι ελαστικότητες.[33] Χρησιμοποιούνται τριμηνιαία στοιχεία για την περίοδο 1980-2010. Για την αντιμετώπιση των προβλημάτων ενδογένειας των επεξηγηματικών μεταβλητών τα οποία χαρακτηρίζουν τις ανηγμένες μορφές εκτίμησης, χρησιμοποιείται Εκτίμηση Ελάχιστων Τετραγώνων σε 2 Στάδια (2-stages least squares-TSLS) με εργαλειακές μεταβλητές (Instrumental Variables) την πρώτη χρονική υστέρηση κάθε μεταβλητής (δεύτερη για την RER).[34]

Τα αποτελέσματα ήταν εν γένει σύμφωνα με τις προβλέψεις της θεωρίας και συνοψίζονται στο Τμήμα 4.[35] Ωστόσο, η πολυσυγγραμμικότητα μεταξύ των συναφών ανεξάρτητων μεταβλητών και η μέτρια ποιότητα των πρωτογενών στοιχείων μειώνει τη στατιστική σημαντικότητα. Ως εκ τούτου, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα ενός πιο φειδωλού υποδείγματος το οποίο επικεντρώνει στις δύο πιο σημαντικές μεταβλητές, την πραγματική ισοτιμία και την επίδραση Balassa–Samuelson [τυπικά σφάλματα σε παρενθέσεις, το (*) υποδηλώνει στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%]:

CA/GDP = 0,924 – 0,163 ln(REER) * – 0,389 (Bal_Sam)*

(0,16) (0,038) (0,097)

Model test F(prob) = 32,13 (.00)

Με βάση τις προβλέψεις της AMECO, το 2012 το κατά κεφαλήν εισόδημα της Ελλάδας σε όρους Ισοδύναμης Αγοραστικής Δύναμης θα είναι το 73,2% του αντίστοιχου της ευρωζώνης, έναντι 77,6% το 2010. Με ελαστικότητα της επίδρασης Balassa–Samuelson 38,9%, αυτό θα μειώσει το εμπορικό έλλειμμα κατά 1,72 π.μ. του ΑΕΠ. Επομένως απομένει εμπορικό έλλειμμα 2,2 π.μ. του ΑΕΠ που πρέπει να διορθωθεί με εσωτερική υποτίμηση. Με την εκτιμημένη ελαστικότητα του 16,3%, αυτό καθιστά αναγκαία μία πραγματική υποτίμηση 13,3%.[36]

ΠΗΓΕΣ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ:

Δημοσιονομικό έλλειμμα: σειρά oecd:grc_nlgqa (ετήσια στοιχεία έως το 1999).

Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών: σειρά oecd:grc_cbgdpra (έως το 1987 ετήσια στοιχεία), σειρά oecd: grc_bpbltt01_nccuq εφεξής.

Ονομαστικό ΑΕΠ: σειρά oecd:grc_gdpq.

Πιστώσεις προς τον Ιδιωτικό Τομέα: σειρά ifs:s17422d00zfq έως το 2000 με μετατροπή σε ευρώ και για τα επόμενα έτη σειρά ifs:s17422d0uzwq.

Πληθωρισμός: σειρά oecd:grc_cpiq, 4είς διαφορές τριμηνιαίων στοιχείων για την εξάλειψη της εποχικότητας (2000=100).

Ποσοστό Ανεργίας: σειρά oecd:grc_unrtsutt_stq.

Πραγματική τιμή πετρελαίου brendt: σειρά econwin:com20020, μέσος όρος μηνιαίων στοιχείων.

Πραγματική Σταθμισμένη Συναλλαγματική Ισοτιμία από EC (1999=100).

Πραγματικό κατά κεφαλήν ΑΕΠ Ελλάδας (σειρά worldbank: grc_m1126657950) και ευρωζώνης (σειρά worldbank: emu_m1126657950), ετήσια στοιχεία, μετατροπή σε τριμηνιαία με γραμμικό interpolation, 2000=100.

---

[33] Η πραγματική ισοτιμία εισέρχεται στο υπόδειγμα με χρονική υστέρηση (lag) ενός τριμήνου για να υπάρχει χρόνος να επιδράσει στο ΙΤΣ. Τα αποτελέσματα με σύγχρονες μεταβλητές ήταν παρόμοια.

[34] Μέθοδος των Cochrane-Orcutt για την αντιμετώπιση της αυτοσυσχέτισης, μήτρα συνδιακύμανσης του White για τυπικά σφάλματα ανθεκτικά στην ετεροσκεδαστικότητα, έλεγχοι CUSUM και CUSUMSQ της διαχρονικής σταθερότητας των εκτιμώμενων συντελεστών. Παρότι οι χρονοσειρές που χρησιμοποιούνται είναι μακρές και ενσωματώνουν πολλές δομικές διακοπές (structural breaks), μπορούν να θεωρηθούν μακροχρονίως (ασυμπτωτικά) στάσιμες.

[35] Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν και επικαιροποιούν παλαιότερες εκτιμήσεις (Αναστασάτος, 2008). Σε ποιοτικά συγκρίσιμα αποτελέσματα είχαν κατόπιν καταλήξει και οι Brissimis et al., (2010).

[36] Για να εξασφαλιστεί η βιωσιμότητα ολόκληρου του ΙΤΣ, τα Ισοζύγια Εισοδημάτων και Μεταβιβάσεων θα πρέπει να προσαρμόζονται κατά τρόπο αναλογικό με το Εμπορικό Ισοζύγιο.

Οι ελληνικές επιχειρήσεις μετά την κρίση

Προοπτικές και στρατηγικές για διεθνή ανταγωνιστικότητα

Σπύρος Λιούκας

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ ΚΑΙ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Περίληψη

«Οι άνθρωποι αυτοί ήταν μια κάποια λύσις»
Κ. Καβαφης

Το νέο επιχειρηματικό περιβάλλον μετά την κρίση θα είναι διαφορετικό. Θα φέρει νέες ισορροπίες στην αγορά προϊόντων και υπηρεσιών. Με τις διαφαινόμενες τάσεις, οι ελληνικές επιχειρήσεις θα αντιμετωπίσουν πιο έντονο ανταγωνισμό στις αγορές που στοχεύουν, δηλαδή σε ενδιάμεσους συνδυασμούς αξίας-τιμής. Ευκαιρίες θα υπάρξουν, κυρίως σε παραδοσιακούς, αλλά και σε άλλους κλάδους. Αλλά το πόσες και ποιες επιχειρήσεις θα τις αξιοποιήσουν είναι αβέβαιο.

Από την επιτυχή προσαρμογή των επιχειρήσεων στα νέα δεδομένα θα κριθεί τελικά η διεθνής ανταγωνιστικότητα της χώρας. Δηλαδή το κατά πόσο ελληνικά προϊόντα και υπηρεσίες θα υπάρχουν στις ανοιχτές αγορές. Στις ανταγωνιστικές αγορές, η ικανότητα των επιχειρήσεων και επιχειρηματιών θα είναι πιο σημαντικοί παράγοντες, παρά το εθνικό περιβάλλον. Κρίσιμης σημασίας είναι η στρατηγική των επιχειρήσεων. Δηλαδή το πώς θα προσφέρουν ελκυστικές και ποιοτικές προσφορές στον πιεσμένο σήμερα καταναλωτή σε χαμηλότερα επίπεδα κόστους.

Στην προσπάθεια θα συμβάλλει η συνεχής εισαγωγή σειράς καινοτομιών στα προσφερόμενα, έστω οριακών στη φύση τους, ή ακόμα, και απλών προσαρμογών. Η καινοτομική δραστηριότητα μπορεί να αντλήσει ιδέες από τη διεθνή αγορά και την ελληνική παράδοση, αλλά και να στηριχθεί στη δημιουργικότητα των Ελλήνων. Δεδομένης της επιχειρηματικής πρακτικής, είναι πιο εφικτό για τις ελληνικές επιχειρήσεις να ακολουθήσουν ένα μοντέλο «ανοιχτής καινοτομίας», παρά ένα μοντέλο με οδηγό την Έρευνα και Ανάπτυξη. Ο Ελληνισμός ήταν πάντα ανοιχτός στην πρόσκτηση, προσαρμογή και διάδοση ιδεών.

Στο νέο πλαίσιο, οι δημόσιες πολιτικές μπορεί να συμβάλουν περισσότερο αν εστιασθούν στη στήριξη της ανοιχτής καινοτομίας και διαφορετικότητας. Στην καλλιέργεια της κουλτούρας δημιουργίας και επιχειρηματικότητας, με διεθνοποίηση των πλαισίων αναφοράς και σύγκρισης.

Ευχαριστώ τους συναδέλφους καθηγητές Γιάννη Σπανό και Ειρήνη Βουδούρη για τα σχόλιά τους σε αρχικό κείμενο. Τον Κώστα Μητρόπουλο και τον Άγγελο Τσακανίκα που με τα εύστοχα σχόλιά τους βοήθησαν στην εμβάθυνση και βελτίωση των επιχειρημάτων. Επίσης την Ηρώ Νικηφόρου και τη Γιούλη Σαπουνά για τη βοήθειά τους στην επεξεργασία των δεδομένων και τη δημιουργία διαγραμμάτων και πινάκων.

1. Εισαγωγή

Ποιο θα είναι το μέλλον των ελληνικών επιχειρήσεων μετά την κρίση; Ποιες θα επιβιώσουν και με ποια μορφή; Ποιες νέες θα αναδειχθούν; Σίγουρα το μέλλον δε θα είναι το ίδιο, θα έχει ριζικές αλλαγές. Αλλά είναι δύσκολο να κάνουμε προβλέψεις. Θα υπάρξουν εκπλήξεις θετικές μαζί με τις αρνητικές.

Το πρόβλημα της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών επιχειρήσεων και του ελληνικού επιχειρηματικού περιβάλλοντος είναι δομικό. Έχει χαρακτηριστικά που έχουν καθιερωθεί εδώ και χρόνια. Η κρίση κάνει τις επιχειρήσεις να ανακαλύψουν τα όρια αντοχής τους. Για τις περισσότερες φέρνει ενώπιον τους τις χρόνιες αδυναμίες τους, την έλλειψη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Μερικές, με ικανότητα προσαρμογής, έχουν ήδη αντιδράσει από πριν, αποκόπτοντας μη αποδοτικές δραστηριότητες, μειώνοντας το κόστος, πηγαίνοντας εκεί όπου υπάρχει ζήτηση – σε διεθνείς αγορές. Οι πιο διορατικές βρίσκουν ευκαιρίες στην κρίση. Ανοίγονται σε νέες δραστηριότητες διεθνώς, αντιμετωπίζοντας την έλλειψη ρευστότητας με διεθνείς προσβάσεις και συνεργασίες. Μαθαίνουν και αλλάζουν, καθώς συναντούν νέους πελάτες και νέες συνθήκες σε άλλες αγορές.

Η ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας θα κριθεί στο μικροεπίπεδο. Στο επίπεδο της ικανότητας των επιχειρηματικών μονάδων να τοποθετήσουν τις προσφορές τους και να διεκδικήσουν ρόλο στο νέο πιο ανοιχτό και ανταγωνιστικό περιβάλλον που βρίσκεται υπό αναδιαμόρφωση. Από το οικοσύστημα μικρών και μικρομεσαίων επιχειρήσεων που θα αναπτυχθεί με διεθνή προσανατολισμό. Και πίσω από αυτό, από την προδιάθεση και την ικανότητα των ατόμων να αναλάβουν δράση και να επιχειρήσουν να διακριθούν με πρότυπα σύγκρισης διεθνή.

Η πολιτεία, στη διαδικασία αυτή προσαρμογής των επιχειρήσεων και ανάδειξης νέας επιχειρηματικότητας παίζει ρόλο. Μπορεί να βοηθήσει με άμεσους και έμμεσους τρόπους. Άμεσα, με πρακτικά μέτρα, βελτιώνοντας το θεσμικό περιβάλλον των επιχειρήσεων και εστιάζοντας τη στήριξη, έτσι ώστε να προκύψει ένα ανταγωνιστικό οικοσύστημα επιχειρήσεων. Όχι απαραίτητα με επιδοτήσεις και προνόμια, μιας και οι πόροι θα είναι λιγοστοί. Έμμεσα επίσης, με ενέργειες που άπτονται στη διαμόρφωση θετικών στάσεων στο επιχειρείν και τη διεθνή διάκριση.

Αλλά οι προσδοκίες από το κράτος θα πρέπει να είναι ρεαλιστικές. Να μετριασθούν περισσότερο, να προσαρμοσθούν στις νέες συνθήκες. Αλλά και να εκφράσουν ένα νέο μοντέλο ανάπτυξης, ένα διαφορετικό πλαίσιο πολιτικής. Εξάλλου με την αυξανόμενη διεθνοποίηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας αλλάζει ο ρόλος του κράτους. Στη διεθνή σκηνή και για επιχειρήσεις ανοιχτές στον ανταγωνισμό πιο πολύ ρόλο παίζουν και θα παίξουν παράγοντες της επιχείρησης, παρά του κράτους (Hawawini et al., 2004). Η διεθνοποιημένη επιχείρηση εκτίθεται σε πολλά εθνικά περιβάλλοντα. Ο ρόλος της χώρας προέλευσης είναι λιγότερο σημαντικός. Έχει πρόσβαση σε διεθνείς πόρους και ευκαιρίες για ευρύτερη τεχνογνωσία. Αντίθετα, η στενά προσανατολισμένη εγχώρια επιχείρηση θα αντιμετωπίσει πιο δύσκολες συνθήκες χρηματοδότησης, παράλληλα με πιο έντονο ανταγωνισμό στις ίδιες τις εγχώριες αγορές. Ξένα προϊόντα ήδη κατακλύζουν την εγχώρια αγορά.

2. Το νέο επιχειρηματικό περιβάλλον

Μετά την κρίση, το διεθνές επιχειρηματικό περιβάλλον θα είναι διαφορετικό. Πρώτον, διότι αλλάζουν οι προτιμήσεις του καταναλωτή και αναδύονται νέα πρότυπα. Ο καταναλωτής «μετρά» τα χρήματά του, αλλά και ψάχνει για τρόπους να ικανοποιήσει τις ίδιες ανάγκες με πιο έξυπνες λύσεις. Μειώνει τις αγορές του, αλλά και στρέφεται σε πιο οικονομικά προϊόντα, διατηρώντας όμως υψηλές τις απαιτήσεις του για ποιότητα. Βλέπουμε προϊόντα ιδιωτικής ετικέτας να κερδίζουν μερίδιο, καθώς αυξάνουν την ποιότητά τους και ικανοποιούν πιο πολύ τις ανάγκες του σύγχρονου καταναλωτή. Ενδιάμεσα προϊόντα που συνδυάζουν ποιότητα σε λογικό κόστος, τείνουν να προσφέρουν μεγαλύτερη αξία με ακόμα χαμηλότερο κόστος και διευρύνουν τον χώρο τους. Προσφέρουν πιο προσιτές λύσεις στον πιεσμένο καταναλωτή χωρίς ουσιαστική έκπτωση σε

άλλες ποιοτικές ιδιότητες του προϊόντος, αλλά συχνά και με βελτίωση ποιοτικών στοιχείων. Δίνουν αξία με λιγότερα χρήματα εφάμιλλη με αυτή που προσφέρουν ισχυρά επώνυμα προϊόντα πιο ψηλά στην πυραμίδα ποιοτικής κατάταξης (value-for-money προϊόντα). Αν εξαιρέσει κανείς τα πολυτελή αγαθά, που έχουν δική τους αγορά και πιθανόν επηρεάζονται λιγότερο από την κρίση, πολλά μεσαίου επιπέδου επώνυμα προϊόντα δέχονται ισχυρές πιέσεις. Το brand loyalty μειώνεται, ενώ ο ανταγωνισμός αυξάνεται (Gerzema, 2009).

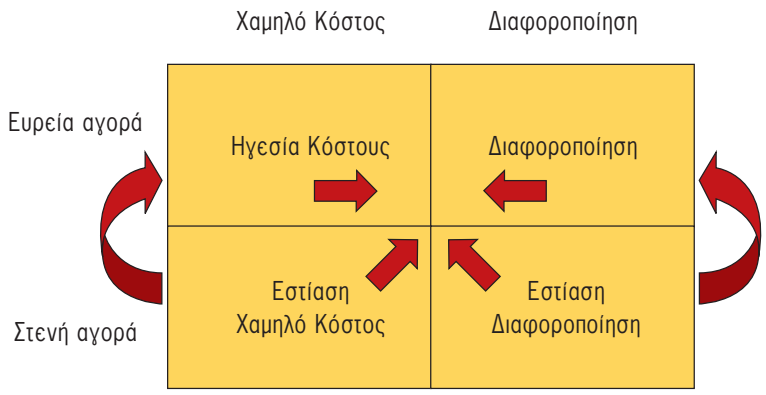
Δεύτερον, με την παγκοσμιοποίηση αλλάζει ο παγκόσμιος ανταγωνισμός στην προσφορά, ενώ ανατρέπονται παραδοσιακές δομές των κλάδων. Νέες αναδυόμενες πολυεθνικές εταιρείες από χώρες χαμηλού κόστους εισέρχονται δυναμικά στις διεθνείς αγορές και αλλάζουν τις ισορροπίες. Ενώ στο παρελθόν η ροή ήταν από πολυεθνικές της δύσης σε αναπτυσσόμενες χώρες, τώρα εντείνεται η αντίστροφη ροή προϊόντων. Εταιρείες από χώρες όπως οι BRIC και άλλες μικρότερες (π.χ. η Τουρκία στη γειτονιά μας) διεθνοποιούνται και επενδύουν σε ανεπτυγμένες χώρες (Athreye and Kapur, 2009· Madhoc, 2009). Οι εταιρείες αυτές βελτιώνουν γρήγορα την ποιότητα των προσφερομένων απορροφώντας δυτική τεχνολογία. Ταυτόχρονα εφευρίσκουν λύσεις για καταναλωτές με χαμηλά εισοδήματα. Εισάγουν καινοτομίες κόστους που μειώνουν ριζικά τις τιμές των προσφορών τους.

Για να αντιμετωπίσουν τον ανταγωνισμό και τις νέες συνθήκες, οι παραδοσιακές πολυεθνικές κινούνται προς χαμηλότερες τιμές για τα ίδια προϊόντα. Μειώνουν το κόστος αναδιατάσσοντας την παραγωγική τους αλυσίδα στον παγκόσμιο χώρο. Αξιοποιούν τις ευκαιρίες για παραγωγή σε χώρες χαμηλού κόστους. Ακόμη μεταφέρουν λειτουργίες υψηλής αξίας στις αναδυόμενες χώρες, όπως την έρευνα και την ανάπτυξη προϊόντων. Έτσι, όμως, ενισχύουν τις τεχνολογικές δυνατότητες των χωρών αυτών και μειώνουν το πλεονέκτημα των καθιερωμένων εταιρειών σε καινοτομία (Rothenbuecher, 2008). Έμμεσα δε ενισχύουν την ανάδυση νέων εθνικών επωνυμιών από αναδυόμενες χώρες (ethnic branding). Αλλά και εξαγοράζουν φτηνά εθνικές επιχειρήσεις που έχουν δυσκολίες να αντιμετωπίσουν την κρίση. Ενισχύουν έτσι τις προηγούμενες θέσεις τους και συχνά οδηγούν σε ολιγοπωλιακές καταστάσεις, τουλάχιστον εκεί που δεν εποπτεύεται αποτελεσματικά η λειτουργία του ανταγωνισμού.

Παράλληλα, μικρότερες εταιρείες εστιασμένες σε θύλακες αγοράς (niche players) καινοτομούν και κινούνται παγκόσμια. «Αφανείς πρωταθλητές» από όλες τις χώρες, ακόμη και από την Ελλάδα, διευρύνουν τις αγορές τους στον διεθνή χώρο. Έτσι οι ισορροπίες στο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα ανατρέπονται.

Συνολικά, στις ανοιχτές αγορές ο ανταγωνισμός μάλλον θα ισορροπήσει σε χαμηλότερες τιμές για παρόμοια προϊόντα. Νέες λύσεις και καινοτομίες που προσθέτουν αξία σε ενδιάμεσα επίπεδα κόστους–τιμής ανατρέπουν τις ισορροπίες (βλ. Σχήμα 1). Για ανταγωνιστικές αγορές, όπως αυτές της ΕΕ, πιθανόν η μόνη βιώσιμη λύση είναι πιο έντονη διαφοροποίηση σε χαμηλότερο κόστος. Θα ισχύσουν παρόμοιες ισορροπίες στην Ελλάδα μετά την κρίση; Ή θα ξεπερασθούν από ισχυρές συγκεντρώσεις της αγοράς σε λίγες πολυεθνικές;

ΣΧΗΜΑ 1 Με την κρίση οι εταιρείες τείνουν να κινούνται προς τα ενδιάμεσα



Τρίτον, το κοινωνικό και οικονομικό περιβάλλον αλλάζει οριστικά. Οι απαιτήσεις της κοινωνίας για εταιρική υπευθυνότητα γίνονται πιο ισχυρές. Ο καταναλωτής είναι πιο πληροφορημένος και με το διαδίκτυο ξέρει περισσότερα για το τι αγοράζει και για αυτόν που τα προσφέρει. Οι επιχειρήσεις που ανταποκρίνονται προδραστικά στις νέες απαιτήσεις για υπευθυνότητα αποκτούν κοινωνικό κεφάλαιο και ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Η απλή συμμόρφωση με κοινωνικές ρυθμίσεις, για εργασιακή, οικολογική και ηθική συμπεριφορά δεν είναι πλέον επαρκής. Οι τάσεις αυτές ανοίγουν νέους ορίζοντες για καινοτομία και διαφοροποίηση των προσφορών (π.χ. με «πράσινα» προϊόντα, ηθικές δράσεις κ.λπ.).

Οι ηγέτιδες εταιρείες, σε παραδοσιακούς κλάδους, μετά την κρίση θα είναι πολύ ανταγωνιστικές και διαφορετικές. Με δυναμισμό, προσήλωση στην καινοτομία και προσφορά περισσότερης αξίας στον καταναλωτή για τα ίδια χρήματα. Επίσης, πιο υπεύθυνες, με «κοινωνική» διαφοροποίηση. Πιθανόν με διαφορετικό επιχειρηματικό μοντέλο, εστιασμένο σε διαφορετικά τμήματα αγοράς και νέους καταναλωτές. Με διεθνή παρουσία και, πολύ πιθανόν, με αυξανόμενη παρουσία σε αναδυόμενες αγορές (χώρες BRIC και άλλες). Στην πορεία τους θα έχουν αναπτύξει εσωτερικές ικανότητες και κοινωνικό κεφάλαιο που θα διασφαλίζει την ανταγωνιστικότητά τους. Διατηρώντας αφοσιωμένο προσωπικό σε καίριους τομείς θα είναι σε καλύτερη θέση να αξιοποιήσουν τις ευκαιρίες που θα εμφανισθούν μετά την κρίση. Παράλληλα, εταιρείες με υψηλή τεχνολογία και καινοτομία δημιουργούν νέα προϊόντα και νέους ανερχόμενους κλάδους, τεχνολογικούς κυρίως.

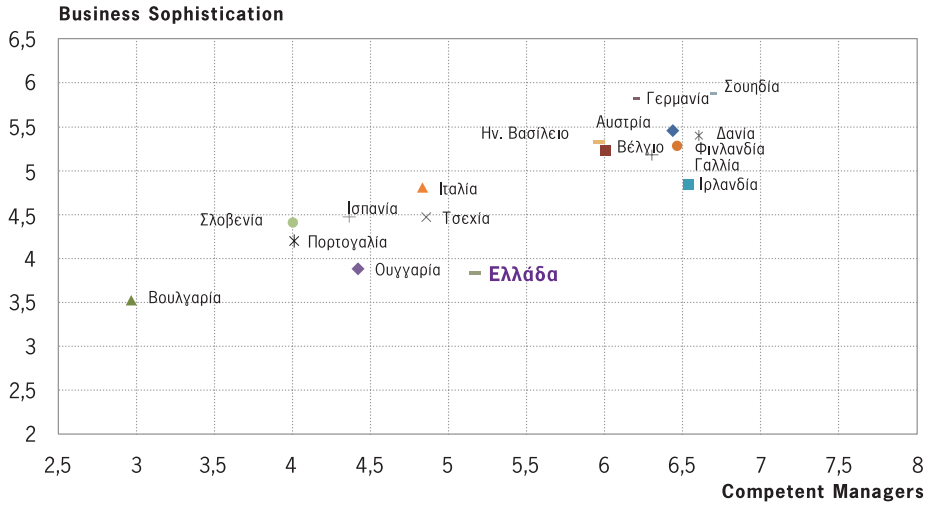
Πόσες ελληνικές επιχειρήσεις θα είναι στην κατηγορία αυτή; Έστω και λίγες να είναι θα έχουν αλυσιδωτές επιδράσεις στην ελληνική οικονομία. Θα συμβάλλουν στην απασχόληση, στη δημιουργία υλικής και άυλης αξίας για την Ελλάδα. Θέλουμε έναν αριθμό τέτοιων ελληνικών επιχειρήσεων, έστω και μικρών σε μέγεθος, αφανών πρωταθλητών, που θα τοποθετούν με επιτυχία τα προϊόντα τους στις ανοιχτές διεθνοποιημένες αγορές. Εξάλλου, η ανταγωνιστικότητα χωρών έτσι ορίζεται, από αυτό κρίνεται: Από την παρουσία εθνικών προϊόντων στις διεθνείς αγορές. Έτσι ορίζεται η ανταγωνιστικότητα κατά τον OECD (βλέπε OECD, 2001).

3. Η αντοχή των ελληνικών επιχειρήσεων στην κρίση

Η αντοχή των ελληνικών επιχειρήσεων στην κρίση εξαρτάται από την ικανότητά τους να χτίσουν και να διατηρήσουν συγκριτικό πλεονέκτημα σε χαμηλότερα επίπεδα κόστους. Να προσφέρουν ποιοτικά προϊόντα σε πιο προσιτές (όχι απαραίτητα φθηνότερες) τιμές. Με τη σύγκριση να γίνεται με αναφορά πλέον στις ανοιχτές διεθνείς αγορές. Είτε κινούνται εγχώρια είτε διεθνώς, οι περισσότερες αγορές είναι σήμερα ανοικτές στον ανταγωνισμό από ελληνικές και ξένες επιχειρήσεις. Εξαρτάται από το πώς, ακόμα από το πόσο έγκαιρα θα προσαρμοστούν, από την ευελιξία και ευκινησία που θα επιδείξουν. Πώς θα αξιοποιήσουν τεχνολογίες, θα εισάγουν καινοτομίες και θα διατάξουν τους πόρους τους. Σίγουρα πολλές δε θα τα καταφέρουν, αλλά θα υπάρξουν άλλες που θα αρθούν στο ύψος των περιστάσεων. Η κρίση θα είναι σε ένα βαθμό εξυγιαντική, αρκεί το ισοζύγιο «γεννήσεων–θανάτων» στο τέλος να είναι θετικό.

Είναι δύσκολο να προβλέψει κανείς ποιες επιχειρήσεις και σε ποιους τομείς θα βγουν ισχυρές μετά την κρίση. Θα υπάρξουν εκπλήξεις. Σημαντικό ρόλο θα παίξουν οι προϋπάρχουσες ικανότητές τους και η προηγούμενη θέση τους. Αλλά και η ικανότητα των διοικήσεών τους να αντιληφθούν την κρίση και να δράσουν προδραστικά. Η ηγεσία ήταν πάντα και θα είναι κρίσιμης σημασίας. Συγκριτικά με άλλες χώρες της Ευρώπης, η προηγούμενη ανταγωνιστική ικανότητα των επιχειρήσεων είναι χαμηλή, ενώ η ικανότητα των μάνατζερ μεσαία (βλ. διεθνείς κατατάξεις στο Σχήμα 2). Τα στοιχεία αυτά δείχνουν ότι θα υπάρξουν εξαιρετικές δυσκολίες προσαρμογής.

ΣΧΗΜΑ 2 Η ικανότητα των επιχειρήσεων



ΠΗΓΗ: The Global Competitiveness Report 2010-2011 – IMD World Competitiveness 2010

Πάντως οι ελληνικές επιχειρήσεις, στη συντριπτική τους πλειοψηφία μικρομεσαίες, έχουν επιδείξει σημαντική αντοχή στην κρίση. Θετικός παράγοντας μπορεί να αποδειχθεί η οικογενειακή τους μορφή, η ισχυρή κουλτούρα που διέπει διαχρονικά τη δράση τους. Όλη η οικογένεια κάνει θυσίες και επωμίζεται το βάρος για να αντεπεξέλθει. Ενδεικτικός είναι ο δείκτης πτωχεύσεων το 2009, που ήταν ο χαμηλότερος στην Ευρώπη (βλ. Πίνακα 1). Οι έλληνες επιχειρηματίες προσπαθούν να κρατήσουν την επιχείρηση. Ίσως διότι η εμπειρία τους να τους έχει δείξει ότι δεν έχουν άλλη εναλλακτική λύση. Για να αποφύγουν το στίγμα της πτώχευσης, την έλλειψη δεύτερης ευκαιρίας; Αυτός είναι ισχυρός παράγοντας που συζητείται ευρέως. Πράγματι, η θεσμική λειτουργία της ελληνικής αγοράς (προσωπικές εγγυήσεις, έλλειψη εναλλακτικών) δεν βοηθάει να απεμπλακούν. Ενώ η αγορά για τον έλεγχο επιχειρήσεων είναι ρηχή, οι δυνατότητες πώλησης είναι μικρές. Το θέμα όμως της αντοχής στην κρίση οικογενειακών επιχειρήσεων είναι ευρύτερο και χρήζει μελέτης. Επίσης πρέπει να τονισθεί ότι οι στατιστικές αυτές αναμένεται να επιδεινωθούν για την Ελλάδα, καθώς βαθαίνει η ελληνική πλέον κρίση, ενώ άλλες χώρες εξέρχονται από αυτή.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Δείκτης πτωχεύσεων σε χώρες της Δυτικής Ευρώπης (2009)

Χώρες	Αριθμός πτωχεύσεων ανά 10.000 επιχειρήσεις	Χώρες	Αριθμός πτωχεύσεων ανά 10.000 επιχειρήσεις
Ελλάδα	4	Νορβηγία	109
Ισπανία	16	Σουηδία	131
Ιταλία	23	Ολλανδία	165
Πορτογαλία	40	Βέλγιο	165
Ιρλανδία	87	Δανία	183
Μεγάλη Βρετανία	90	Γαλλία	188
Γερμανία	96	Αυστρία	236
Φινλανδία	103	Λουξεμβούργο	242
Ελβετία	105		
Μέσος Όρος	**116,6**		

ΠΗΓΗ: isotimia.gr, 28/04/10

Σε παραδοσιακούς ελληνικούς κλάδους με ισχυρά εγγενή πλεονεκτήματα, θα επιβιώσουν πολλές επιχειρήσεις που θα έχουν ευκαιρίες για ανάπτυξη μετά την κρίση. Κυρίως στους εξής κλάδους:

- Στον τουρισμό και τις συνδεόμενες με αυτόν υπηρεσίες, αλλά σε πιο ποιοτική βάση, θεματικό προσανατολισμό και προσφορά γνήσιας εμπειρίας σε πιο προσιτά επίπεδα τιμών.
- Στα ποιοτικά τρόφιμα, σε συνδυασμό με τεχνολογία και καινοτομία, νέες γεύσεις αλλά και με τάσεις υγιεινής διατροφής.
- Στη ναυτιλία και τις σχετιζόμενες με αυτή υπηρεσίες, εφόσον αυτές είναι διεθνώς ανταγωνιστικές.
- Σε κλάδους εξαρτημένους από εθνικές και κοινοτικές πολιτικές, όπως οι ήπιες μορφές ενέργειας και εφαρμογές ηλιακής ενέργειας, με σύγχρονη τεχνολογία και ανταγωνιστικές προσφορές, μιας και είναι ανοιχτοί στη διεθνή προσφορά.

Σε νέους κλάδους τεχνολογίας, σε συνδυασμό με συμμετοχή σε διεθνή δίκτυα συνεργασίας και δραστηριότητες ενταγμένες σε διεθνείς αλυσίδες αξίας, θα υπάρξουν επιχειρήσεις με πιθανότητες επιτυχίας. Αρκεί να κινηθεί και η δημόσια πολιτική προς την κατεύθυνση αυτή.

Αλλά και σε άλλους φθίνοντες παραδοσιακούς κλάδους μεταποίησης θα υπάρξουν ευκαιρίες για ορισμένες επιχειρήσεις, ακόμα και εκπλήξεις. Για παράδειγμα, εταιρείες κλωστοϋφαντουργίας που έχουν διαφοροποιηθεί σε ποιοτικά προϊόντα και διεθνείς συνεργασίες θα έχουν ευκαιρίες. Εν μέρει αυτές θα προκύψουν από το κλείσιμο πιο ακριβών ευρωπαϊκών εταιρειών. Αλλά και από τη φαντασία των διοικήσεων για νέες διαφοροποιημένες προσφορές.

4. Με ποια στρατηγική;

Η ανταγωνιστική στρατηγική θα παίξει πιο σημαντικό ρόλο την περίοδο μετά την κρίση, λόγω υπερανταγωνισμού και ανατροπής ισορροπιών. Οι γενικοί άξονες της στρατηγικής είναι γνωστοί και έχουν συζητηθεί τελευταία. Θα χρειασθεί:

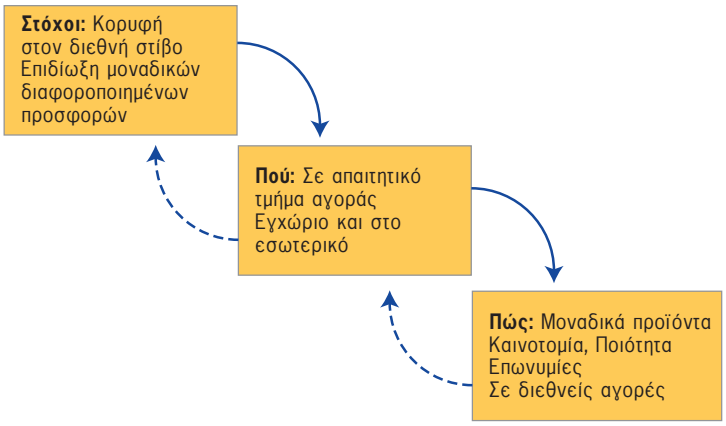
- Εξωστρέφεια, όχι μόνο με την παραδοσιακή μορφή εξαγωγών, αλλά και με προχωρημένες μορφές διεθνοποίησης (συνεργασίες, κοινοπραξίες στο εξωτερικό, διεθνής δικτύωση). Αξιοποίηση διεθνών πηγών καινοτομίας και ευκαιριών για απόκτηση πόρων διεθνώς.
- Πιο έντονη διαφοροποίηση των προσφορών με ποιότητα και καινοτομίες σε χαμηλότερα επίπεδα κόστους. Σύγκριση με αναφορά στο διεθνές παρά το τοπικό επίπεδο.
- Πιο έντονη επιχειρηματικότητα με νέα μοντέλα, νέα εγχειρήματα, με τοπική διαφορετικότητα. Απελευθέρωση της ευρηματικότητας του ανθρώπινου δυναμικού και διοχέτευσή της στη δημιουργία και εμπορική αξιοποίηση νέων προσφορών στον πιεζόμενο καταναλωτή.

Στρατηγικές με στόχευση σε πελάτες που ικανοποιούνται σχετικά εύκολα, κυρίως στην εγχώρια αγορά, με ελάχιστη καινοτομία και αδύνατες, τοπικής εμβέλειας επωνυμίες, δεν θα αποδώσουν (βλ. Σχήματα 3α και 3β).

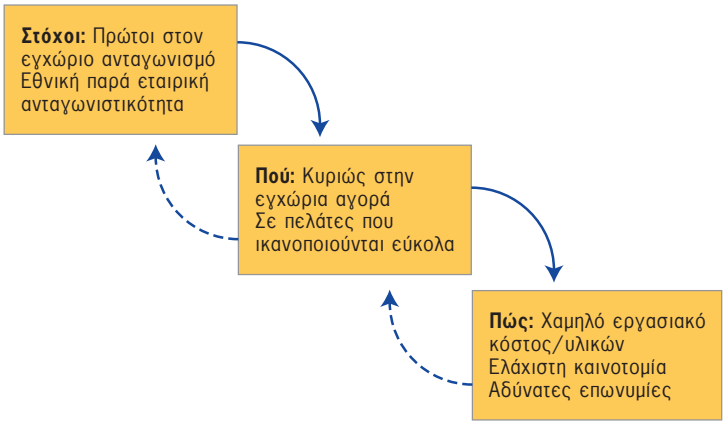
Το χαμηλότερο κόστος είναι σημαντικό, αλλά δεν αρκεί χωρίς άλλα στοιχεία διαφοροποίησης. Ήδη με την αύξηση της ανεργίας και την τρέχουσα αναθεώρηση θεσμών και πολιτικών στο πλαίσιο του Μνημονίου έχει ως έναν βαθμό δρομολογηθεί η μείωση εργασιακού κόστους, κυρίως του μισθολογικού και λιγότερο του μη μισθολογικού. Στην Ελλάδα βρίσκεις πλέον πολύ μορφωμένο προσωπικό με χαμηλές αποδοχές (τις χαμηλότερες στην ΕΕ15). Εναπόκειται στις επιχειρήσεις να εισάγουν άλλες καινοτομίες κόστους στην αλυσίδα αξίας, στο επιχειρηματικό τους μοντέλο. Διαπραγμάτευση με προμηθευτές, ορθολογικοποίηση της γκάμας προϊόντων, μείωση των τιμών των brands, εστίαση σε νέα προϊόντα πιο οικονομικά, εστίαση στην εισαγωγή καινοτομιών αλλά και διατήρηση ταλέντων που θα ωθήσουν, τέτοιες είναι ενδεικτικές κινήσεις. Ιδέες και εμπειρίες από χώρες χαμηλού κόστους μπορούν να συμβάλουν, π.χ. από τις θυγατρικές τους σε χώρες της

Νοτιοανατολικής Ευρώπης και αλλού. Απλά η μεταφορά εταιρειών στις χώρες αυτές για εκμετάλλευση ευνοϊκότερων συνθηκών κόστους, αν δεν συνοδευτεί με συνεχή προσπάθεια για ανταγωνιστικότητα και υπεροχή δεν αποδίδει, είναι μια προσωρινή λύση. Χρειάζεται διατηρήσιμο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα σε διεθνή κλίμακα, διότι και εκεί οι αγορές είναι ανοιχτές στον ανταγωνισμό.

ΣΧΗΜΑ 3α Τι στρατηγικές ταιριάζουν

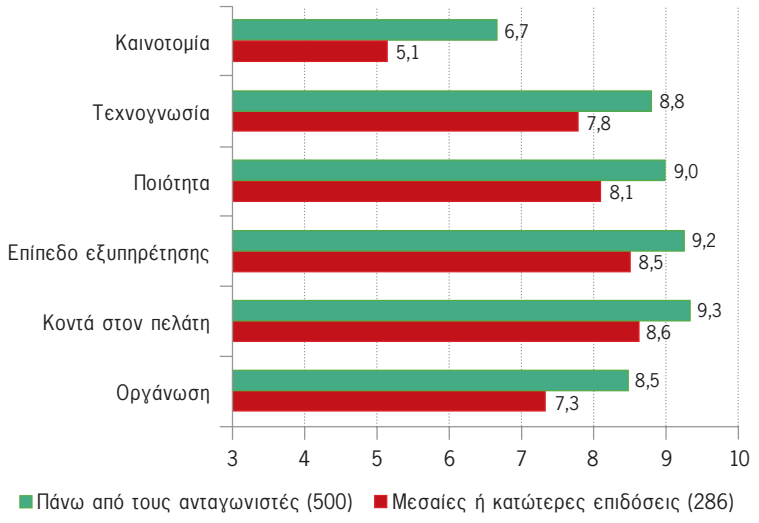


ΣΧΗΜΑ 3β Τι στρατηγικές δεν ταιριάζουν



Ενδείξεις ότι τέτοιες στρατηγικές αποδίδουν έχουμε και από εμπειρικές έρευνες προ της κρίσης. Σε δείγμα 800 ΜΜΕ, αυτές που έχουν περισσότερη καινοτομία, τεχνογνωσία, ποιότητα, μάρκετινγκ (επίπεδο εξυπηρέτησης, πιο κοντά στον πελάτη) και οργάνωση συνοδεύονται από καλύτερα, κατά μέσον όρο, αποτελέσματα (βλ. Σχήμα 4, επίσης Spanos, Lioukas, and Zaralis, 2004).

ΣΧΗΜΑ 4 Εταιρείες με καλύτερες επιδόσεις έχουν στρατηγική διαφοροποίησης



ΠΗΓΗ: Ποσοτική Έρευνα ΕΟΜΜΕΧ σε δείγμα 800 επιχειρήσεων, ΟΠΑ (2008). Η κλίμακα είναι 10βάθμια, με αναγωγή ερωτήσεων τύπου Likert

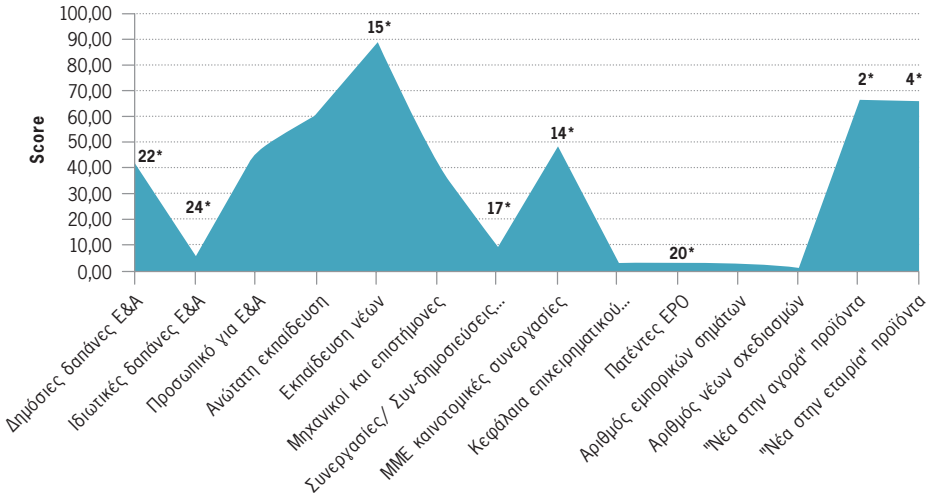
Η καινοτομία, στα προσφερόμενα και στην παραγωγική διαδικασία, θα αποτελέσει ακόμα πιο κρίσιμο παράγοντα μετά την κρίση. Οι ελληνικές εταιρείες πρέπει να επενδύσουν σε αυτήν, για να πετύχουν συνεχείς διαφοροποιήσεις στα προσφερόμενα. Δεν είναι απαραίτητο να επενδύσουν σε μεγάλες καινοτομίες που ενέχουν αυξημένα επίπεδα κινδύνου. Ούτε σε μεγάλα τμήματα Έρευνας και Ανάπτυξης, που κοστίζουν. Πηγές ιδεών μπορούν να ευρεθούν στην αγορά από τους πελάτες κυρίως, αλλά και από συνεργασίες και δικτύωση, και από τους ίδιους τους εργαζομένους. Αυτού του νέου τύπου «ανοιχτή» καινοτομία ταιριάζει πολύ στην ελληνική επιχειρηματική πρακτική. Ο Ελληνισμός ήταν πάντα ανοικτός στο να προσλαμβάνει, να αφομοιώνει, να προσαρμόζει και να δημιουργεί. Η πρόσκτηση ιδεών από την αγορά, πιο πιθανόν από τη διεθνή, και η εφαρμογή τους με τοπική προσαρμογή είναι μια δοκιμασμένη συνταγή. Δε σημαίνει απαραίτητα ότι είμαστε «δεύτεροι» ή «ακόλουθοι». Μπορεί να οδηγήσει σε σειρά μικρών καινοτομιών, συχνά εμπορικών στη φύση τους, που αν και απαρατήρητες διαμορφώνουν επιτυχή πορεία.

Οι διεθνείς συγκρίσεις δεικτών καινοτομίας επιβεβαιώνουν ότι η Ελλάδα, ενώ είναι πολύ χαμηλά σε Έρευνα & Ανάπτυξη (Ε&Α), εν τούτοις είναι υψηλά σε «νέα για την αγορά» ή «νέα για την εταιρεία» προϊόντα (βλ. Σχήμα 5 και Σχήμα 6). Δηλαδή παρά τη μικρή Ε&Α παρέχει νέα προϊόντα και νέους σχεδιασμούς. Αν και φαίνεται εξαίρεση μέσα στην καταθλιπτική εικόνα των διεθνών συγκρίσεων, εν τούτοις το αποτέλεσμα αυτό έχει επιβεβαιωθεί από αρκετές μελέτες τελευταία. Αλλά δεν έχει τύχει επαρκούς προσοχής και αξιοποίησης στη δημόσια συζήτηση (Λιούκας κ.ά., 2009).

Φαίνεται ότι ένα σκανδιναβικού τύπου μοντέλο με ένταση σε Ε&Α δεν ταιριάζει στην ελληνική επιχειρηματική πρακτική. Εξάλλου σε Ε&Α απέχουμε τόσο πολύ που δύσκολα θα μπορούσαμε να διεκδικήσουμε θέση ανάμεσα σε μικρές ηγέτιδες χώρες (π.χ. Σουηδία, Δανία, Ελβετία, Ισραήλ κ.ά.). Θα χρειαζόταν μακροπρόθεσμη προσπάθεια και στήριξη από το κράτος, χωρίς όμως να εγγυάται πιο άμεσα αποτελέσματα σε εταιρική ανταγωνιστικότητα στα επόμενα 2-3 κρίσιμα χρόνια.

Μερικά περιορισμένα, έστω, εμπειρικά αποτελέσματα δείχνουν ότι στις ελληνικές επιχειρήσεις αποδίδει η δικτύωση στην αγορά. Όσο πιο πυκνά τα δίκτυα τόσο μεγαλύτερη η καινοτομία και οι ρυθμοί ανάπτυξης, αλλά και χαμηλότερη η επίδραση της κρίσης (βλ. Πίνακα 2). Οι ενδείξεις αυτές συνηγορούν έστω και έμμεσα υπέρ της επένδυσης σε «ανοιχτού» τύπου καινοτομία.

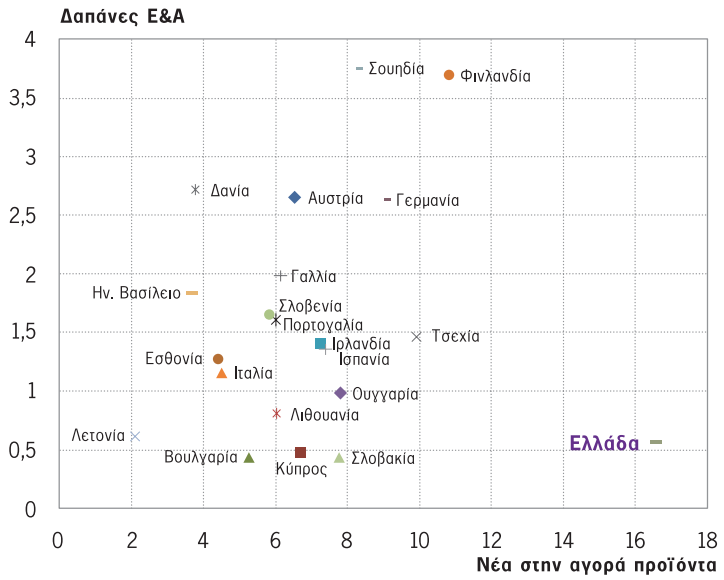
ΣΧΗΜΑ 5 Κατάταξη της Ελλάδας σε δείκτες καινοτομίας (EIS 2009)



*Κατάταξη στις 27 χώρες της ΕΕ

ΠΗΓΗ: European Innovation Scoreboard 2009

ΣΧΗΜΑ 6 Η Ελλάδα υπερέχει σε ανοιχτή καινοτομία (EIS 2009)



ΠΗΓΗ: European Innovation Scoreboard 2009

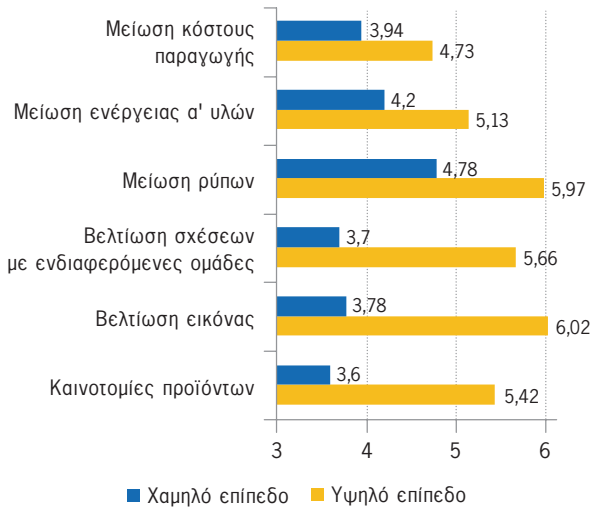
ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Επιχειρήσεις με καλύτερες επιδόσεις έχουν πιο πυκνά «δίκτυα αγοράς»

Επιχειρήσεις με υψηλές επιδόσεις	Ποσοστό επιχειρήσεων με πυκνά δίκτυα (με δεσμούς ≥4)	Ποσοστό επιχειρήσεων με αραιά δίκτυα (με δεσμούς 1 έως 2)
Υψηλός ρυθμός ανάπτυξης	62%	12%
Υψηλή καινοτομία	71%	3%
Μικρή επίδραση κρίσης	73%	10%

ΠΗΓΗ: Έρευνα ΟΠΑ σε δείγμα 120 επιχειρήσεων

Η προσέγγιση βιώσιμης ανάπτυξης, ιδιαίτερα η οικολογική διάσταση, συμβάλλει ουσιαστικά στην καινοτομία. Ανοίγει νέα νοητικά πλαίσια στην επιχειρηματική δράση και αναπτύσσει ικανότητες καινοτομικές. Η ανεύρεση και σχεδίαση προϊόντων και διαδικασιών που συμβάλλουν θετικά στο οικολογικό περιβάλλον αλλά και στα κέρδη αποτελεί πρόκληση, συνεχή πηγή καινοτομίας. Ο ρόλος της «πράσινης» οπτικής επιβεβαιώνεται και με ελληνικά δεδομένα. Επιχειρήσεις με υψηλότερη περιβαλλοντική δράση πετυχαίνουν μεγαλύτερη μείωση του κόστους παραγωγής και χρήσης α΄ υλών, βελτιώνουν την εικόνα τους και τη σχέση με κοινωνικές ομάδες, ενώ προηγούνται αισθητά σε καινοτομίες προϊόντων (Σχήμα 7). Αυτές οι διαφορές προκύπτουν κατά μέσο όρο σε έξι βιομηχανικούς κλάδους. Οι ελληνικές επιχειρήσεις μπορούν να διεκδικήσουν σημαντικές καινοτομίες μέσα από «πράσινες» στρατηγικές, τουλάχιστον σε ορισμένους κλάδους. Επιπλέον αποκτούν ικανότητα με προοπτικές παραγωγής συνεχούς καινοτομίας.

ΣΧΗΜΑ 7 Εταιρείες με πιο έντονη «περιβαλλοντική δράση» έχουν πλεονέκτημα



ΠΗΓΗ: Ποσοτική Έρευνα σε δείγμα 160 επιχειρήσεων, ΟΠΑ (2008). Η κλίμακα είναι 7βάθμια τύπου Likert

5. Εθνικό περιβάλλον και δημόσιες πολιτικές

Το οικονομικό περιβάλλον θα είναι πιο δυναμικό στο μέλλον από πλευράς στήριξης των επιχειρήσεων, ελλείψει πόρων. Το θεσμικό περιβάλλον και η λειτουργία αγοράς προϊόντων και εργασίας αναμένεται να γίνουν πιο ευέλικτα και σύμφωνα με τη φιλοσοφία των παρεμβάσεων του Μνημονίου πιο ευνοϊκά για την επιχειρηματικότητα. Οι υπάρχουσες επιχειρήσεις θα πιεσθούν από στενότητα χρηματοδότησης και τη μεγάλη πτώση της ζήτησης, όπως αναφέρθηκε παραπάνω. Στο περιβάλλον αυτό πολλές επιχειρήσεις θα στραφούν στις διεθνείς αγορές, εκεί όπου υπάρχει ζήτηση. Αλλά και για να βρουν πιο ευνοϊκές συνθήκες για επιβίωση και ανάπτυξη.

Θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι οι ικανότητες και η στρατηγική της επιχείρησης θα είναι πιο σημαντικές από το εθνικό περιβάλλον στο νέο τοπίο. Αυτό συνάδει με τα αποτελέσματα της διεθνούς έρευνας. Ήδη υπάρχουσες μελέτες έχουν δείξει ότι, πριν από την κρίση, οι παράγοντες χώρας προέλευσης της επιχείρησης είναι λιγότερο σημαντικοί από παράγοντες της ίδιας της επιχείρησης (Hawawini et al., 2004). Μάλιστα, κατά σειρά ερμηνευτικής σημασίας οι υπάρχουσες μελέτες αναδεικνύουν τους εξής παράγοντες:

(1) Εταιρείας

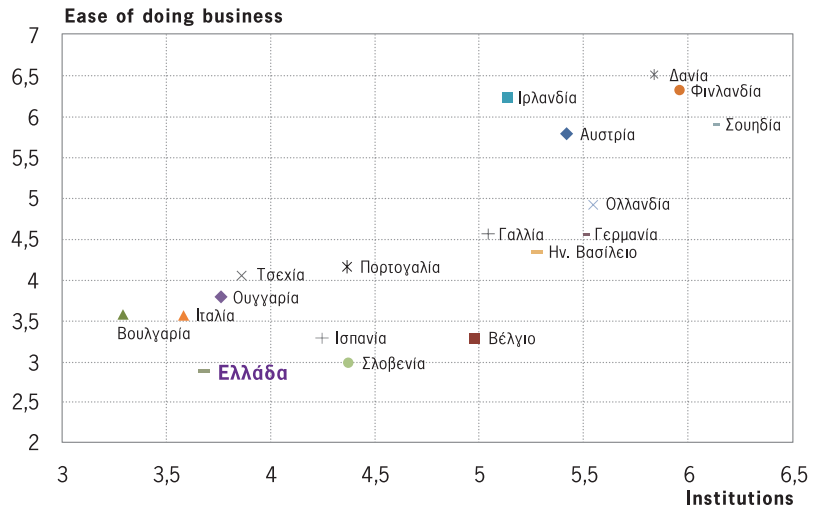
(2) Παγκόσμιου περιβάλλοντος

(3) Εθνικού περιβάλλοντος

Η επίδραση του εθνικού περιβάλλοντος εξαρτάται από το πόσο ευνοϊκό είναι σε σύγκριση με άλλες χώρες για την ίδρυση και προσέλκυση επιχειρήσεων. Ήδη γίνονται ενέργειες για τη βελτίωση του ρυθμιστικού και θεσμικού πλαισίου. Όμως και τα δύο ξεκινούν από μία συγκριτικά πολύ χαμηλή θέση (βλ. Σχήμα 8). Όσο γρηγορότερα αρθούν οι δυσκολίες στην ίδρυση και λειτουργία επιχειρήσεων τόσο θα αυξηθεί ο αριθμός επιχειρήσεων, αλλά και η επιλογή της Ελλάδας ως έδρας. Ακόμη θα δοθεί διέξοδος στην καινοτομία και δημιουργικότητα. Παράλληλα, θα αυξηθεί η απασχόληση γύρω από τις επιχειρησιακές υπηρεσίες.

Η εικόνα της Ελλάδας με την κρίση δεν είναι βέβαια ευνοϊκή για προώθηση της εθνικής επωνυμίας στο εξωτερικό. Εκτός, βέβαια, για ορισμένους παραδοσιακούς κλάδους και τον πολιτισμικό τομέα, όπου η επωνυμία της Ελλάδας έχει εδραιωθεί. Σε άλλους κλάδους, π.χ. τεχνολογίας, οι επιχειρήσεις θα πρέπει να αναπτύξουν ίδιο εταιρικό branding και επωνυμίες προϊόντων, με επιδίωξη διεθνούς αναγνωρισιμότητας.

ΣΧΗΜΑ 8 Ρυθμιστικό και θεσμικό περιβάλλον επιχειρήσεων



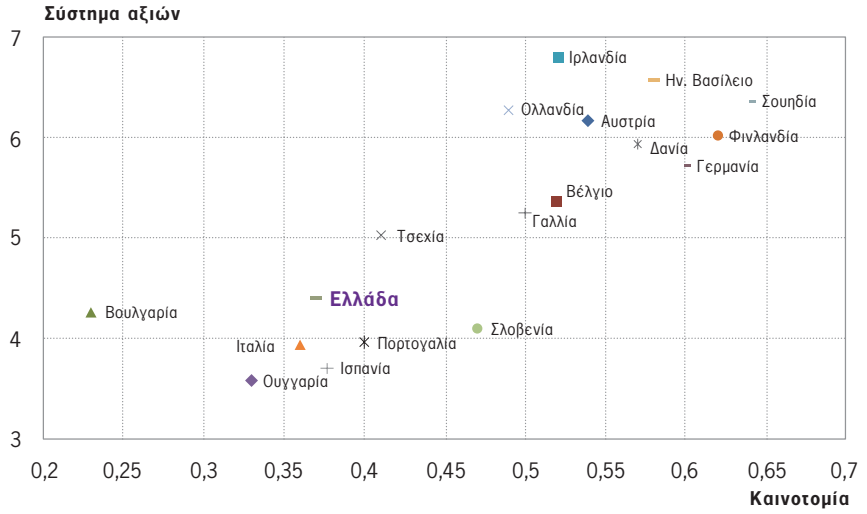
ΠΗΓΗ: Doing Business, World Bank, 2010 -The Global Competitiveness Report 2010-2011

Οι δημόσιες πολιτικές έναντι των επιχειρήσεων εξελίσσονται. Στο παρελθόν ήταν διασπασμένες, διάσπαρτες σε πολλούς φορείς και προγράμματα χωρίς ολοκλήρωση (Λιούκας κ.ά., 2009). Και το κυριότερο δεν είχαν προσανατολισμό σε ένα σαφές μοντέλο καινοτομίας, επιχειρηματικότητας και ανταγωνιστικότητας. Για παράδειγμα, οι πολιτικές και τα προγράμματα για καινοτομία, έρευνα και τεχνολογία και επιχειρηματικότητα έχουν εξελιχθεί αυτόνομα. Η καινοτομία υστερεί έναντι των άλλων δύο, ενώ στηρίζεται η γενική επιχειρηματικότητα παρά η καινοτομική. Πολλοί φορείς εμπλέκονται στην προώθηση αντίστοιχων προγραμμάτων, ενώ η ασάφεια ως προς την ανταγωνιστική στρατηγική της χώρας περιορίζει την ολοκλήρωσή τους.

Χρειάζεται επανεξέταση των πολιτικών και προγραμμάτων με εστίαση στην προώθηση μιας στρατηγικής διαφοροποίησης με οδηγό τη διεθνή σύγκριση, με αξιοποίηση της εθνικής ταυτότητας και ιδιαιτερότητας. Έμφαση στην καινοτομία, τη διαφοροποίηση προσφορών, την εξωστρέφεια, τη διεθνή σύγκριση σε τοπικό επίπεδο, ενίσχυση της πρόσκτησης, προσαρμογής και διάχυσης τεχνολογίας, αξιοποιώντας την ελληνική οπτική, την ελληνική παράδοση. Στήριξη της διεθνούς δικτύωσης και συνεργασιών, των μηχανισμών και ικανοτήτων των επιχειρήσεων για απορρόφηση, τη δημιουργία και εμπορικοποίηση καινοτομικών προσφορών στις διεθνείς αγορές. Γίνονται βήματα προς αυτήν την κατεύθυνση (π.χ. ΕΣΠΑ, Επενδυτικός Νόμος, Ειδικά Προγράμματα). Χρειάζεται, όμως, μεγαλύτερη εστίαση και επικέντρωση πόρων σε λιγότερες πρωτοβουλίες, αντί να αποτελεί έναν ακόμα μηχανισμό διανομής και «απορρόφησης» κονδυλίων.

Το μεγαλύτερο, όμως, όφελος θα προέλθει από μια παρέμβαση στο κοινωνικό σύστημα αξιών και την καλλιέργεια της κουλτούρας της δημιουργικότητας και του «επιχειρείν». Με επέκταση και στην κοινωνική επιχειρηματικότητα, τη μη κερδοσκοπική. Στην αποδοχή ιδεών, όπως αυτή της διεθνούς ανταγωνιστικότητας, η Ελλάδα κατατάσσεται μάλλον χαμηλά. Σε επίπεδα παρόμοια με αυτά του Νότου της ΕΕ, ενώ ο Βορράς υπερέχει αισθητά. Και αυτό συνοδεύεται με αντίστοιχα χαμηλά συνολικά επίπεδα καινοτομίας (βλ. Σχήμα 9). Αφού η εθνική μας κουλτούρα προσιδιάζει με το μοντέλο πρόσκτησης και διάχυσης ιδεών, τουλάχιστον ας ενισχύσουμε τις σχετικές με αυτό αξίες. Όπως την εμπιστοσύνη στον άνθρωπο, τον διαμοιρασμό ιδεών και γνώσης, τη διαπολιτισμική παιδεία και την καλλιέργεια αξιών δημιουργίας/δημιουργικότητας. Μια τέτοια προσπάθεια άπτεται όλων των επιπέδων του εκπαιδευτικού συστήματος, κυρίως των πρώτων, αλλά και της οικογένειας. Θέλει χρόνο να αποδώσει, αλλά θα ελευθερώσει το δημιουργικό δυναμικό των Ελλήνων.

ΣΧΗΜΑ 9 Αποδοχή αξιών ανταγωνιστικότητας και καινοτομία



ΠΗΓΕΣ: IMD World Competitiveness 2010 – European Innovation Scoreboard 2009

6. Σύνοψη – κύρια σημεία

Το νέο επιχειρηματικό περιβάλλον μετά την κρίση θα είναι διαφορετικό. Με απαιτητικούς και πληροφορημένους καταναλωτές που θέλουν να ικανοποιήσουν τις ίδιες ανάγκες με λιγότερα χρήματα και με υπερανταγωνισμό στην προσφορά. Θα υπάρξει μεγάλη πίεση από αναδυόμενες πολυεθνικές από χώρες χαμηλού κόστους σε προϊόντα με ενδιάμεσους συνδυασμούς τιμής–κόστους, εκεί δηλαδή όπου επιδιώκουν θέσεις τα ελληνικά προϊόντα. Η διεθνοποίηση θα ενταθεί με ξένα προϊόντα να αυξάνουν την παρουσία τους στην εγχώρια αγορά.

Παράλληλα, οι απαιτήσεις για κοινωνική υπευθυνότητα των επιχειρήσεων θα ενταθούν. Αυτό θα δώσει ευκαιρίες για ορισμένες επιχειρήσεις να διαφοροποιήσουν τις προσφορές τους, με πιο καινοτομικές και κοινωνικά και οικολογικά βιώσιμες λύσεις.

Στο πλαίσιο των τάσεων αυτών πολλές ελληνικές επιχειρήσεις θα δοκιμάσουν τα όριά τους. Μερικές, πιο διορατικές και με ικανότητες προσαρμογής, θα βρουν πολλές ευκαιρίες μετά την κρίση. Το ισοζύγιο στο επίπεδο επιχειρήσεων, μεταξύ αυτών που θα εξέλθουν ισχυρές από την κρίση και αυτών που δε θα αντέξουν, θα κρίνει τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της χώρας. Δηλαδή το κατά πόσο ελληνικά προϊόντα και υπηρεσίες θα υπάρχουν στις ανοιχτές αγορές. Ευκαιρίες θα υπάρξουν κυρίως σε παραδοσιακούς, αλλά και σε άλλους κλάδους.

Κρίσιμης σημασίας είναι η στρατηγική των επιχειρήσεων. Ένταση της διαφοροποίησης, με καινοτομίες και ποιότητα, αλλά σε χαμηλότερα επίπεδα κόστους φαίνεται ότι θα είναι η συνταγή της επιτυχίας. Αλλά η συνταγή αυτή πρέπει να υλοποιηθεί στο μικρο-επίπεδο, από επιχειρήσεις, από άτομα. Το ζητούμενο είναι πώς η τοπική διαφορετικότητα και ευρηματικότητα μπορεί να εκφρασθούν σε προϊόντα για τον σύγχρονο καταναλωτή, με δικές τους αγορές στόχους.

Παράλληλα, η πετυχημένη επιχείρηση θα συγκρίνεται με διεθνείς προσφορές, θα προωθεί προχωρημένες μορφές διεθνοποίησης και θα αξιοποιεί πόρους και ευκαιρίες διεθνώς. Η εξάρτηση από την εγχώρια αγορά και το κράτος θα μειωθεί. Ιδέες και εμπειρίες από τη διεθνή αγορά οδηγούν σε καινοτομίες κόστους.

Οι πετυχημένες επιχειρήσεις θα εντείνουν την προσπάθειά τους για συνεχή εισαγωγή καινοτομιών στα προσφερόμενα, κυρίως αντλώντας ιδέες από πελάτες, προμηθευτές και άλλους συνεργάτες στη διεθνή αγορά. Δηλαδή θα ακολουθούν ένα μοντέλο «ανοιχτής καινοτομίας». Δεν είναι απαραίτητο να επενδύουν σημαντικά σε Έρευνα και Ανάπτυξη. Μικρές οριακές καινοτομίες, συχνά στην εφαρμογή, είναι πιο κατάλληλες για την ελληνική επιχειρηματική πρακτική. Ο Ελληνισμός ήταν πάντα ανοιχτός στην πρόσκτηση, προσαρμογή και διάδοση ιδεών.

Η προσέγγιση βιώσιμης ανάπτυξης, ιδιαίτερα η οικολογική της διάσταση, παρέχει ευκαιρίες για τις ελληνικές επιχειρήσεις να καινοτομήσουν σε συνδυασμό με την παράδοση και τα ιδιάζοντα στοιχεία της ελληνικής δημιουργικότητας.

Οι ικανότητες και η στρατηγική των επιχειρήσεων θα είναι ακόμη πιο σημαντικές μετά την κρίση παρά το εθνικό περιβάλλον και η στήριξη από δημόσιες πολιτικές. Οι παράγοντες της χώρας προέλευσης γίνονται λιγότερο σημαντικοί για τη διεθνοποιημένη επιχείρηση που έχει πρόσβαση σε περισσότερα εθνικά περιβάλλοντα.

Οι δημόσιες πολιτικές μπορεί να συμβάλλουν περισσότερο αν εστιασθούν σε μια σαφή στρατηγική διεθνούς ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων, με βάση την καινοτομική διαφοροποίηση. Με ενίσχυση των μηχανισμών πρόσκτησης και εφαρμογής ιδεών, της διεθνούς δικτύωσης, της εξωστρέφειας. Με επικέντρωση πόρων και προγραμμάτων σε αιχμές τεχνολογικής διαφοροποίησης παρά σε γενική στήριξη. Με ενίσχυση ικανών επιχειρήσεων με προοπτικές για διεθνή ανταγωνιστικότητα, παρά με ίσες ευκαιρίες σε όλους.

Στο κοινωνικό επίπεδο, σημαντικό όφελος θα προκύψει από την καλλιέργεια κουλτούρας δημιουργίας και του «επιχειρείν». Με άνοιγμα στις νέες ιδέες, την πολυπολιτισμικότητα, τη διεθνοποίηση των πλαισίων αναφοράς και σύγκρισης. Με ενίσχυση των σπουδών μάνατζμεντ για δημιουργία μελλοντικών ηγετών.

Βιβλιογραφία

Ελληνόγλωσση

Λιούκας, Σ., Βουδούρη, Ε., Γκούρας, Α. και Π. Λαντζούνη (2009), «Η καινοτομία στην Ελλάδα», Ίδρυμα Κόκκαλη.

Ξενόγλωσση

Athreye, S. and S. Kapur (2009), "Introduction: The internationalization of Chinese and Indian firms – trends, motivations and strategy", *Industrial and Corporate Change* 18, pp. 209-221.

Bert, A., K. Ficery and K. Sykes (2009), "The new face of global M&A", *Accenture*.

Cho H-J. and V. Pucik (2005), "Relationship between innovativeness, quality, growth, profitability, and market value", *Strategic Management Journal* 26, pp. 555-575.

Dimitratos P., Lioukas, S. and S. Carter (2004), "The relationship between entrepreneurship and international performance: the importance of domestic environment", *International Business Review* 12, pp. 19-41.

Gerzema, J. and E. Lebar (2008), "The Brand Bubble", Jossey-Bass.

Hawawini, G., Subramanian, V. and P. Verdin (2004), "The home country in the age of globalisation: how much it matter for firm performance?", *Journal of World Business* 39, pp. 121-135.

Madhok, A. (2010), "Acquisitions as entrepreneurship: Internationalization, acquisitions and multinationals from emerging countries", Working Paper, Schulich School of Business, York Univ., Canada.

OECD (2001), "Glossary of Statistical Terms", OECD, Paris.

Reeves, M. and M. Deimler (2009), "Strategies for winning in the current and post – recession environment", *Strategy & Leadership* 37 (6), pp. 10-17.

Rothenbuecher, R. and J. von Hoyningen-Huene (2008), "The rise of emerging markets in mergers and acquisitions", A. T. Kearney, Inc.

Spanos, Y. E., Zaralis, G. and S. Lioukas (2004), "Strategy and industry effects on profitability: Evidence from Greece", *Strategic Management Journal* 25(2), pp. 139-165.

Williamson, P. and M. Zeng (2009), "Value-for-money strategies for Recessionary Times", *Harvard Business Review*.

Αγορά εργασίας και επιχειρήσεις

Κρίση και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις

Έλενα Σιμιντζή

ΥΠΟΨΗΦΙΑ ΔΙΔΑΚΤΩΡ
LONDON BUSINESS SCHOOL

Περίληψη

Το άρθρο «Αγορά εργασίας και επιχειρήσεις: κρίση και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις» εξετάζει την επίδραση της προστασίας της απασχόλησης των εργαζομένων στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων με δανεισμό, πράγμα το οποίο έχει πιθανές επιπτώσεις στην πραγματική τους δραστηριότητα και συνεπώς και στην ανάπτυξη γενικότερα. Η μελέτη αυτή είναι σημαντική για την Ελλάδα σε μια χρονική περίοδο κατά την οποία η ακαμψία της αγοράς εργασίας έχει συζητηθεί ως πιθανό αίτιο της κρίσης που πλήττει τη χώρα και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην εργατική νομοθεσία προωθούνται ως αναγκαίες για την αντιμετώπισή της.

Χρησιμοποιούμε δεδομένα από 21 χώρες του ΟΟΣΑ, περιλαμβανομένης της Ελλάδας, και με την τεχνική difference-in-differences, αξιοποιούμε διαστρωματικές και διαχρονικές μεταβολές στις νομοθεσίες προστασίας της απασχόλησης. Βρίσκουμε ότι, μετά από μεταβολές που αυξάνουν την προστασία των εργαζομένων οι επιχειρήσεις μειώνουν τη χρηματοδότησή τους με δανεισμό. Η διαπραγματευτική δύναμη των εργαζομένων, εξαιτίας της μεγάλης προστασίας τους από τη νομοθεσία, μετατρέπει τα συμβόλαια εργασίας σε «de facto» συμβόλαια χρέους, με αποτέλεσμα η λειτουργική μόχλευση να αντικαθιστά τη χρηματοοικονομική μόχλευση. Όμως τα χαμηλότερα επίπεδα δανεισμού για τις επιχειρήσεις συνδέονται και με μικρότερη βιομηχανική παραγωγή ανά εργαζόμενο και μικρότερη ανάπτυξη (κατά κεφαλήν ΑΕΠ).

Η μεθοδολογία και τα αποτελέσματα της ανάλυσης σε πάνελ χωρών που παρουσιάζουμε στην παρούσα μελέτη, βασίζονται στο επιστημονικό άρθρο: «Labor and Capital: Is Debt a Bargaining Tool?» των Simintzi, Vig, Volpin (2010). Θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές ευχαριστίες μου στην κα Δάφνη Νικολίτσα για τα πολύτιμα σχόλιά της για το παρόν άρθρο.

1. Εισαγωγή

Η αγορά εργασίας και οι εργαζόμενοι ως συντελεστές παραγωγής αποτελούν σημαντικό παράγοντα που επηρεάζει τις οικονομικές αποφάσεις και δραστηριότητες των επιχειρήσεων. Στο παρόν άρθρο εξετάζουμε την επίδραση της δύναμης που διαθέτουν οι εργαζόμενοι, όπως αποτυπώνεται από την εργατική νομοθεσία, στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων με δανεισμό, καθώς και τις πιθανές επιδράσεις στην πραγματική τους δραστηριότητα και, συνεπώς, και στην ανάπτυξη γενικότερα.

Η μελέτη των συνεπειών της προστασίας της απασχόλησης των εργαζομένων για τις επιχειρήσεις είναι ιδιαίτερα επίκαιρη για την Ελλάδα, σε μια χρονική συγκυρία κατά την οποία η χώρα καλείται να αντιμετωπίσει μια βαθιά οικονομική κρίση, να κατανοήσει τα αίτια που οδήγησαν σε αυτή, να λάβει άμεσα και αποτελεσματικά μέτρα και να πραγματοποιήσει τις απαραίτητες μεταρρυθμίσεις, προκειμένου να εισέλθει ξανά σε τροχιά ανάπτυξης.

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θεωρούν το καθεστώς προστασίας της απασχόλησης και την ακαμψία της αγοράς εργασίας ως βασικές αιτίες της κρίσης, ως διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας που πρέπει να επιλυθούν άμεσα.

Η συζήτηση γύρω από την αγορά εργασίας ήταν πρόσφατα ιδιαίτερα έντονη και στην Αμερική. Πολλοί οικονομολόγοι κρίνουν ότι η στάση της κυβέρνησης Obama υπέρ των συνδικάτων των εργαζομένων και η ροπή για ενίσχυση της δύναμής τους έχει λειτουργήσει αποθαρρυντικά για τις επιχειρήσεις. Σε άρθρο του ο Gary Becker αναφέρεται, για παράδειγμα, στη γενναιόδωρη, όπως τη χαρακτηρίζει, διάσωση των αυτοκινητοβιομηχανιών από την κυβέρνηση, εξαιτίας της δύναμης των συνδικάτων. Συμπληρώνει ότι η χρεοκοπία των εταιρειών αυτών θα μείωνε τα οφέλη των εργαζομένων αλλά θα τόνωνε τις υπόλοιπες εταιρείες στον κλάδο, με αποτέλεσμα ίσως πιο υγιή μακροπρόθεσμη ανάπτυξη και τόνωση της απασχόλησης στο μέλλον.

Αν και η συζήτηση εκεί είναι πολύ διαφορετική από τη συζήτηση στην Ελλάδα, ως προς το ότι αφορά στην αντιμετώπιση και όχι στα αίτια της κρίσης, καταδεικνύει ότι η κατανόηση της δυναμικής της σχέσης της αγοράς εργασίας και της δραστηριότητας των επιχειρήσεων και της οικονομικής ζωής είναι θεμελιώδους σημασίας, προκειμένου να μπορέσουμε να αξιολογήσουμε σωστότερα τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας που κρίνονται επιτακτικές, ιδιαίτερα, εν μέσω κρίσης.

Στη μελέτη αυτή επικεντρωνόμαστε κυρίως στη σχέση της αγοράς εργασίας με τις επιχειρήσεις και, πιο συγκεκριμένα, εξετάζουμε την επίδραση της εργατικής νομοθεσίας στη χρηματοδοτική μόχλευση των επιχειρήσεων. Η μεθοδολογία και τα αποτελέσματα που παρουσιάζουμε και αναλύουμε στην παρούσα μελέτη βασίζονται στο επιστημονικό άρθρο: "Labor and Capital: Is Debt a Bargaining Tool?" των Simintzi, Vig και Volpin (2010). Το βασικό συμπέρασμα της έρευνας είναι ότι αυστηρή εργατική νομοθεσία, δηλαδή νομοθεσία λιγότερο φιλική προς τις επιχειρήσεις, σχετίζεται αρνητικά με το χρέος των επιχειρήσεων.

Η εξήγησή μας για την αρνητική αυτή σχέση είναι συνεπής με το θεωρητικό υπόδειγμα των Hart and Moore (1994): οι εργαζόμενοι αποτελούν απαραίτητο συντελεστή παραγωγής και μπορούν να παρεμποδίσουν την ομαλή λειτουργία της επιχείρησης με το να απειλούν, για παράδειγμα, με απεργιακές κινητοποιήσεις. Οι εργαζόμενοι έχουν έτσι μεγαλύτερη δύναμη στις διαπραγματεύσεις με την επιχείρηση, η οποία αυξάνεται ακόμα περισσότερο, όταν σε αυτές συμμετέχουν και οι δανειστές της επιχείρησης, οι οποίοι έχουν συμφέρον να αποφύγουν τη χρεοκοπία της. Η διαπραγματευτική δύναμη των εργαζομένων εξαιτίας της μεγάλης προστασίας τους από τη νομοθεσία, μετατρέπει τα συμβόλαια εργασίας σε "de facto" συμβόλαια χρέους, με αποτέλεσμα η λειτουργική μόχλευση να αντικαθιστά τη χρηματοοικονομική μόχλευση.

Το συμπέρασμα της αρνητικής επίδρασης της αυστηρής προστασίας των εργαζομένων από τη νομοθεσία στη χρηματοοικονομική μόχλευση των επιχειρήσεων, προκύπτει από οικονομετρική ανάλυση σε δείγμα ανεπτυγμένων χωρών. Αρχικά, χρησιμοποιούμε τον δείκτη των Botero, Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer (2004) σε δείγμα 41 ανεπτυγμένων οικονομιών, για να χαρακτηρίσουμε πόσο αυστηρή ή φιλική προς τους εργαζομένους είναι η εργατική νομοθεσία. Στο δείγμα συμπεριλαμβάνονται πολλές ευρωπαϊκές χώρες ανάμεσα στις οποίες και η Ελλάδα. Ο δείκτης αυτός παίρνει μια σταθερή στο χρόνο τιμή για κάθε χώρα και

λαμβάνει υπόψη του διάφορες πλευρές της εργασιακής νομοθεσίας. Εξετάζει, για παράδειγμα, τη δυνατότητα των εργαζομένων να οργανώνονται σε συνδικάτα και σωματεία, το δικαίωμα στην απεργία, τη δυνατότητα των επιχειρήσεων να προσφέρουν εργασία με μερική απασχόληση ή το κόστος που συνεπάγεται για τις επιχειρήσεις η αναίτια απόλυση εργαζομένων. Βρίσκουμε ότι η αύξηση του δείκτη κατά μια τυπική απόκλιση επιφέρει μείωση του χρέους των επιχειρήσεων κατά 7,5%.

Η παραπάνω ανάλυση, αν και είναι ενδεικτική της αρνητικής συσχέτισης μεταξύ της φιλικής προς τους εργαζομένους νομοθεσίας και του δανεισμού των επιχειρήσεων, δεν επαρκεί για την απόδειξη της αιτιώδους σχέσης μεταξύ των δύο μεγεθών. Η κριτική αυτή, όμως, δεν αφορά και στην κυρίως ανάλυση της μελέτης, η οποία εξετάζει την επίδραση στο χρέος των επιχειρήσεων αλλαγών σε συγκεκριμένες εργασιακές νομοθεσίες. Οι αλλαγές αυτές αναφέρονται στη νομοθεσία προστασίας της απασχόλησης (Employment Protection Legislation, EPL) και όχι μόνον διαφέρουν ανάμεσα σε χώρες, αλλά μεταβάλλονται και με τον χρόνο.

Συγκεκριμένα, χρησιμοποιούμε την τεχνική difference-in-differences, η οποία αξιοποιεί μεταβολές (διαχρονικά και διαστρωματικά) στη νομοθεσία προστασίας της απασχόλησης. Η νομοθεσία αυτή αναφέρεται στην ευχέρεια και το οικονομικό κόστος της απόλυσης για τις ατομικές αλλά και τις συλλογικές απολύσεις, καθώς και στη δυνατότητα που δίνεται στις επιχειρήσεις από τον νόμο να χρησιμοποιούν μερική απασχόληση (απασχόληση part-time) ως υποκατάστατο της κανονικής απασχόλησης. Η ανάλυση αυτή διεξάγεται σε δείγμα 21 χωρών μελών του ΟΟΣΑ περιλαμβανομένης και της Ελλάδας.

Η ανάλυση αυτή αποκαλύπτει την ίδια αρνητική συσχέτιση: η αύξηση του δείκτη EPL κατά 1 μονάδα έχει ως αποτέλεσμα μείωση της μόχλευσης των επιχειρήσεων κατά 12% (σε σχέση με τον μέσο όρο). Ή, διαφορετικά, συγκρίνοντας το Ηνωμένο Βασίλειο με την Ελλάδα (αύξηση του δείκτη EPL κατά 2 μονάδες), το δανειακό χρέος των επιχειρήσεων πρέπει να μειώνεται κατά 25% (σε σχέση με τον μέσο όρο) στη χώρα μας. Επομένως, ceteris paribus, διαφορές στην προστασία της απασχόλησης επιδρούν σημαντικά στις χρηματοδοτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων για δανεισμό.

Η κύρια ανάλυση της μελέτης αυτής παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον στην παρούσα συγκυρία για την Ελλάδα, καθώς, όπως ήδη τονίσαμε, οι μεταρρυθμίσεις στον τομέα της προστασίας της απασχόλησης, που μετράει ο δείκτης αυτός, έχουν αποτελέσει επίκεντρο των αλλαγών που προωθεί η κυβέρνηση. Μια απλή παρατήρηση του δείκτη και σύγκρισή του με τις υπόλοιπες χώρες φανερώνει ότι ο EPL παραμένει στη χώρα μας διαχρονικά σε πολύ υψηλά επίπεδα. Συγκεκριμένα, η χώρα μας χαρακτηρίζεται κατά μέσο όρο από την αυστηρότερη προστασία της απασχόλησης σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες του δείγματος. Ο EPL για την Ελλάδα ισούται με περίπου 3,8 μονάδες έναντι 1,5 μονάδων κατά μέσο όρο για όλες τις χώρες, ενώ ακολουθεί η Πορτογαλία (3,7 μονάδες) και η Ιταλία (3,3 μονάδες).

Όπως ήδη αναφέραμε, μεγαλύτερη τιμή του δείκτη συνεπάγεται χαμηλότερη μόχλευση των επιχειρήσεων. Αυτό, από μόνο του, δεν είναι κατ' ανάγκη αρνητικό. Όμως τα χαμηλότερα επίπεδα δανεισμού των επιχειρήσεων, εξαιτίας της αυστηρής εργατικής νομοθεσίας, συνδέονται με λιγότερες επενδύσεις για τις επιχειρήσεις και συνεπώς με χαμηλότερη οικονομική ανάπτυξη. Σύμφωνα με την ανάλυσή μας, η αύξηση του δείκτη EPL συνδέεται με μείωση της βιομηχανικής παραγωγής ανά εργαζόμενο και χαμηλότερη ανάπτυξη (κατά κεφαλήν ΑΕΠ). Η αρνητική αυτή σχέση μεταξύ προστασίας της απασχόλησης και ανάπτυξης είναι συνεπής με την υπάρχουσα βιβλιογραφία: οι Saint-Paul (1997) και Griffith, Macartney (2010) υποστηρίζουν ότι υψηλή προστασία των εργαζομένων οδηγεί σε λιγότερα κίνητρα για επενδύσεις σε τεχνολογία ή σε νέες επενδύσεις. Σε ανάλογα συμπεράσματα καταλήγουν και οι Besley και Burgess (2004), οι οποίοι διατείνονται ότι φιλική προς τους εργαζομένους εργατική νομοθεσία συνδέεται με λιγότερες επενδύσεις των επιχειρήσεων, χαμηλότερη απασχόληση, μικρότερη παραγωγικότητα και βιομηχανική παραγωγή. Επομένως, οι μεταρρυθμίσεις προς την κατεύθυνση μιας πιο ευέλικτης αγοράς εργασίας μπορούν να συντελέσουν μακροπρόθεσμα σε αύξηση των επενδύσεων, τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας και της ανάπτυξης, επομένως σε μεγαλύτερα επίπεδα απασχόλησης [1].

[1] Σύμφωνα με τη σχετική βιβλιογραφία, υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ ακαμψίας της αγοράς εργασίας και υψηλής ανεργίας. Όμως σύμφωνα με τους Nickell (1997), και Nickell, Nunziata, Ochel (2005), δε φαίνεται ο δείκτης EPL να έχει σοβαρές επιπτώσεις για την ανεργία.

Το υπόλοιπο άρθρο διαμορφώνεται ως εξής: στην ενότητα 2 περιγράφουμε το δείγμα και ορίζουμε τις μεταβλητές, στην ενότητα 3 παρουσιάζουμε τη μεθοδολογία και τα αποτελέσματα. Τέλος, στην ενότητα 4 καταλήγουμε στο συμπέρασμα.

2. Περιγραφή δείγματος

Το δείγμα μας περιλαμβάνει 3 τύπους μεταβλητών: (α) δείκτες που χαρακτηρίζουν την εργατική νομοθεσία ανάλογα με τον βαθμό προστασίας των εργαζομένων έναντι των επιχειρήσεων, (β) μεταβλητές που περιγράφουν τις επιχειρήσεις, και (γ) μεταβλητές που περιγράφουν χαρακτηριστικά των χωρών του δείγματος.

2.1 Εργατική νομοθεσία

Χρησιμοποιούμε δύο διαφορετικούς δείκτες για τον χαρακτηρισμό της εργατικής νομοθεσίας. Ο πρώτος δείκτης, που χρησιμοποιούμε στη διαστρωματική ανάλυση, κατασκευάστηκε από τους Botero, Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer (2004) και παίρνει μια τιμή από 0-3 για κάθε χώρα (δείκτης BDLLS). Περιλαμβάνει δύο υποδείκτες: τον υποδείκτη ΕΡΓΑΣΙΑ (ή Employment Laws), ο οποίος χαρακτηρίζει τη νομοθεσία αναφορικά με τα συμβόλαια εργασίας (συμβόλαια εργασίας μερικής απασχόλησης, συνθήκες εργασίας και ασφάλεια της εργασίας) και τον υποδείκτη ΣΥΛΛΟΓΙΚΗ ΔΡΑΣΗ (ή Collective Relations), ο οποίος εξετάζει τις συλλογικές διαπραγματεύσεις και σχέσεις, το δικαίωμα των εργαζομένων στην απεργία, τη δυνατότητα οργάνωσής τους σε σωματεία και τη συμμετοχή τους στη διοίκηση. Υψηλότερη τιμή του δείκτη για μια χώρα σημαίνει και μεγαλύτερη προστασία των εργαζομένων από τη νομοθεσία στη χώρα αυτή. Ο δείκτης αυτός είναι διαθέσιμος για 41 χώρες ανάμεσα στις οποίες και η Ελλάδα.

Ο δεύτερος δείκτης, που αποτελεί αντικείμενο της κύριας ανάλυσής μας, αρχικά κατασκευάστηκε από τον ΟΟΣΑ για να χαρακτηρίσει την προστασία της απασχόλησης των εργαζομένων (δείκτης EPL). Ο δείκτης αυτός εξετάζει τους κανόνες που διέπουν τα συμβόλαια εργασίας μεταξύ των εργοδοτών και των εργαζομένων και περιλαμβάνει:

(α) ΑΤΟΜΙΚΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ (ή Regular Contracts), που αφορούν στον ορισμό της μη υπαίτιας απόλυσης, στον χρόνο προειδοποίησης και στις διαδικασίες που απαιτούνται πριν την απόλυση, καθώς και στο κόστος που αυτή συνεπάγεται,

(β) ΜΕΡΙΚΗ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ (ή Temporary Employment), που αξιολογεί τη δυνατότητα προσφοράς συμβολαίων μερικής απασχόλησης, και ορίζει τον μέγιστο δυνατό αριθμό διαδοχικών ανανεώσεών τους, καθώς και τη μέγιστη διάρκεια αυτών, και

(γ) ΣΥΛΛΟΓΙΚΕΣ ΑΠΟΛΥΣΕΙΣ (ή Collective Dismissals), που αφορούν στον ορισμό των συλλογικών απολύσεων, στον χρόνο προειδοποίησης, στις διαδικασίες και στο κόστος που αυτές συνεπάγονται.

Ο δείκτης EPL έχει το πλεονέκτημα ότι μεταβάλλεται διαστρωματικά (διαφορετικές τιμές για διαφορετικές χώρες) αλλά και χρονικά (διαφορετικές τιμές για την ίδια χώρα). Ο δείκτης παίρνει τιμές από 0-6, είναι διαθέσιμος για 21 ανεπτυγμένες χώρες και η πηγή αναφοράς είναι η Allard (2005)[2]. Μεγαλύτερη τιμή του δείκτη σημαίνει μεγαλύτερα κόστη απόλυσης για τις επιχειρήσεις και επομένως μεγαλύτερη προστασία της απασχόλησης.

Η Εικόνα 1 παρουσιάζει τα Διαγράμματα του EPL για κάθε μία από τις 21 χώρες του δείγματός μας. Στις χώρες αυτές περιλαμβάνεται και η Ελλάδα. Παρατηρούμε ότι, ενώ ο μέσος όρος του δείκτη στο δείγμα μας

[2] Ο δείκτης EPL της Allard (2005) χρησιμοποιεί τη μεθοδολογία του ΟΟΣΑ και το δείκτη του ΟΟΣΑ ως πρότυπο, αλλά είναι διαθέσιμος για μεγαλύτερη χρονική περίοδο και ενσωματώνει περισσότερη πληροφόρηση σε σχέση με τον αρχικό δείκτη του ΟΟΣΑ.

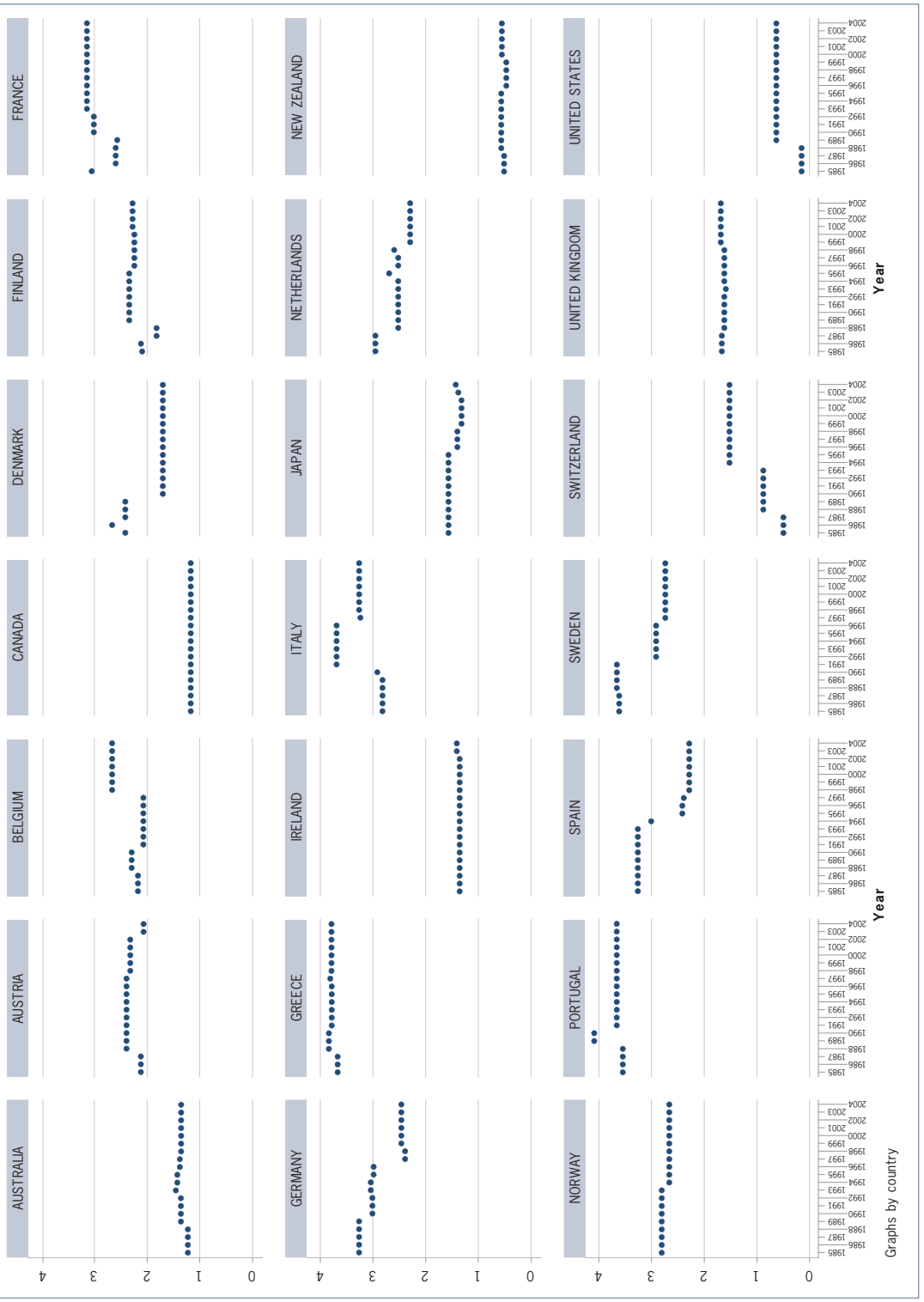
είναι περίπου 1,5 μονάδα, η τιμή του δείκτη για την Ελλάδα είναι κατά μέσο όρο 3,8 μονάδες· η τιμή του δείκτη στη χώρα μας είναι δηλαδή κατά περίπου 2,5 φορές μεγαλύτερη από τον μέσο όρο του δείγματος. Όπως φαίνεται επίσης από το σχετικό Διάγραμμα, ο δείκτης παραμένει για την Ελλάδα σχετικά σταθερός στον χρόνο: έχει τυπική απόκλιση ίση με 0,03 έναντι της τυπικής απόκλισης 0,91 μονάδων για το σύνολο των χωρών. Εξετάζοντας επίσης τους επιμέρους υποδείκτες, οι τιμές και των 3 δεικτών είναι αρκετά υψηλοί στη χώρα μας (κατά μέσο όρο 3,01 για τα ατομικά συμβόλαια εργασίας, 4,75 για τη μερική απασχόληση και 3,25 για τις συλλογικές απολύσεις).

2.2 Λοιπές ανεξάρτητες μεταβλητές

Η πηγή για τις μεταβλητές που περιγράφουν τις επιχειρήσεις στην ανάλυσή μας είναι η βάση δεδομένων Worldscope. Το δείγμα μας καλύπτει την περίοδο 1985-2004 και αποτελείται από εταιρείες του μεταποιητικού κλάδου. Ορίζουμε τη χρηματοοικονομική μόχλευση για τις επιχειρήσεις ως το λόγο του συνόλου του δανεισμού (βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου) προς το σύνολο του ενεργητικού. Στην οικονομετρική ανάλυση συμπεριλαμβάνονται επίσης ως ανεξάρτητες μεταβλητές: ο λόγος της καθαρής αξίας ακινήτων, εξοπλισμού και λοιπών υλικών περιουσιακών στοιχείων προς το σύνολο του ενεργητικού (δηλώνει τι μπορεί να προσφέρει η εταιρεία ως ενέχυρο στους δανειστές της), η λογαριθμική αξία των πωλήσεων της επιχείρησης (ως προσέγγιση του βαθμού διαφοροποίησης και επομένως του κινδύνου χρεοκοπίας της επιχείρησης), ο λόγος των κερδών προ τόκων και φόρων προς το συνολικό ενεργητικό (φανερώνει τη δυνατότητα της επιχείρησης να χρηματοδοτείται με δικά της κεφάλαια) και ο λόγος της χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης προς τη λογιστική της αξία (Tobin's Q) (προσεγγίζει τις επενδυτικές ευκαιρίες της επιχείρησης).

Επίσης, στην οικονομετρική μας ανάλυση λαμβάνουμε υπόψη μας το μακροοικονομικό περιβάλλον (συμπεριλαμβάνουμε το κατά κεφαλήν ΑΕΠ και το ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ ως ανεξάρτητες μεταβλητές για κάθε χώρα), το βαθμό προστασίας των δανειστών των επιχειρήσεων στις διάφορες χώρες [ο σχετικός δείκτης κατασκευάστηκε από τους Djankov, McLiesh and Shleifer (2007)], το φορολογικό καθεστώς των χωρών [χρησιμοποιούμε τη σχετική μεταβλητή όπως ορίζεται από τους Fan, Titman and Twite (2006)], το νομικό τους καθεστώς (κατηγοριοποιώντας τις χώρες όπως στους La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (1997), καθώς και αν οι οικονομίες τους είναι περισσότερο προσανατολισμένες στις τράπεζες ή στις χρηματαγορές [Demirguc-Kunt and Levine (1999)].

ΕΙΚΟΝΑ 1 Employment Protection Legislation (EPL)



3. Μεθοδολογία και αποτελέσματα

Στο άρθρο αυτό εξετάζουμε τη σχέση μεταξύ εργασιακής νομοθεσίας και μόχλευσης των επιχειρήσεων χρησιμοποιώντας δύο οικονομετρικά υποδείγματα. Αρχικά πραγματοποιούμε μια διαστρωματική ανάλυση (cross-sectional analysis) αξιοποιώντας διαφοροποίηση της εργατικής νομοθεσίας ανάμεσα σε 41 χώρες. Η διαστρωματική ανάλυση είναι ενδεικτική της συσχέτισης μεταξύ εργατικής νομοθεσίας και δανεισμού των επιχειρήσεων, αλλά δεν επαρκεί για τη θεμελίωση αιτιώδους σχέσης μεταξύ των μεταβλητών. Η αιτιώδης σχέση εξετάζεται στην κυρίως ανάλυση του άρθρου, όπου χρησιμοποιούμε την τεχνική difference-in-differences και αξιοποιούμε διαστρωματικές και χρονολογικές μεταβολές της νομοθεσίας προστασίας της απασχόλησης σε δείγμα 21 χωρών. Στα πλαίσια της ανάλυσης αυτής εξετάζουμε επίσης την επίδραση των μεταβολών στη νομοθεσία προστασίας της απασχόλησης σε επιχειρήσεις που διαφέρουν ως προς την έντασή τους σε κεφάλαιο και εργασία και ως προς τη ρευστοποιήσιμη αξία τους.

3.1 Διαστρωματική ανάλυση

Στην ενότητα αυτή εξετάζουμε την επίδραση της εργασιακής νομοθεσίας, όπως αποτυπώνεται από τον δείκτη BDLLS, στον δανεισμό των επιχειρήσεων. Έτσι, εκτιμούμε το ακόλουθο υπόδειγμα:

$$y_{it} = \alpha_j + \gamma_t + \delta \cdot BDLLS_k + \beta \cdot X_{it} + \varepsilon_{it} \qquad (1)$$

όπου ο δείκτης i αναφέρεται στις επιχειρήσεις, ο j αναφέρεται σε διαφορετικούς τομείς της οικονομικής δραστηριότητας[3], ο t στα έτη, και ο δείκτης k στις χώρες του δείγματός μας· y_{it} είναι η εξαρτημένη μεταβλητή (Δάνεια Επιχειρήσεων/Συνολικό Ενεργητικό), α_j και γ_t είναι fixed effects (σταθερές επιδράσεις) για τους διαφορετικούς κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας και τα έτη αντίστοιχα, X_{it} είναι η μήτρα των λοιπών ανεξάρτητων μεταβλητών που περιλαμβάνονται στην παλινδρόμηση (πλην του δείκτη BDLLS) και ε_{it} είναι τα κατάλοιπα (residuals) της παλινδρόμησης. Με συσταδοποίηση (clustering), ομαδοποιούμε τα τυπικά σφάλματα της παλινδρόμησης ανά χώρα, αφού η κύρια ανεξάρτητη μεταβλητή μεταβάλλεται σε επίπεδο χωρών[4].

Ο Πίνακας 1 παρουσιάζει τα αποτελέσματα της εκτίμησης του υποδείγματος (1) σε δείγμα 41 χωρών. Η στήλη 1 συμπεριλαμβάνει fixed effects για τα έτη και για τους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας και η στήλη 2 για τον συνδυασμό αυτών, ελέγχοντας για επενδυτικές ευκαιρίες που τυχόν επηρεάζουν τομείς επενδυτικής δραστηριότητας σε συγκεκριμένες χρονικές στιγμές. Ο δείκτης BDLLS είναι η κύρια ανεξάρτητη μεταβλητή. Ο συντελεστής παλινδρόμησης δ είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός. Τα αποτελέσματα του Πίνακα δείχνουν ότι στις χώρες όπου ο δείκτης BDLLS είναι υψηλότερος κατά μια τυπική απόκλιση, το χρέος των επιχειρήσεων είναι χαμηλότερο κατά 1,8 ποσοστιαίες μονάδες. Αυτό αντιστοιχεί σε κατά μέσο όρο 7,5% χαμηλότερη μόχλευση σε χώρες με αυστηρότερη εργατική νομοθεσία.

Στη συνέχεια εκτιμούμε το υπόδειγμα (1) περιλαμβάνοντας τους δύο επιμέρους υποδείκτες του δείκτη BDLLS. Ο πρώτος υποδείκτης αναφέρεται στη σχετική νομοθεσία με τα συμβόλαια εργασίας (ΕΡΓΑΣΙΑ ή Employment Laws), ενώ ο δεύτερος υποδείκτης αναφέρεται στους νόμους που θεσμοθετούν τα συνδικάτα των εργαζομένων και την προστασία τους (ΣΥΛΛΟΓΙΚΗ ΔΡΑΣΗ ή Collective Relations). Όπως είναι φανερό από τις στήλες 3-6, η αρνητική επίδραση της αυστηρής εργασιακής νομοθεσίας προέρχεται κυρίως από τον δείκτη που αναφέρεται στη νομοθεσία συλλογικών εργασιακών σχέσεων.

Η διαστρωματική ανάλυση, αν και ενδεικτική της σχέσης μεταξύ εργατικής νομοθεσίας και μόχλευσης, χαρακτηρίζεται από το πρόβλημα της ενδογένειας. Λαμβάνοντας υπόψη μας τις μεταβλητές που μπορούμε να

[3] Οι τομείς της οικονομικής δραστηριότητας χαρακτηρίζονται με βάση το διψήφιο σύστημα ταξινόμησης SIC.

[4] Είναι σημαντικό εδώ να σημειωθεί ότι η συσταδοποίηση ανά χώρα μάς δίνει και τα πιο συντηρητικά αποτελέσματα: τα τυπικά σφάλματα είναι αρκετά μικρότερα όταν εκτιμούμε το οικονομετρικό υπόδειγμα ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας ή ανά εταιρεία.

παρατηρήσουμε, η αιτιώδης ερμηνεία των αποτελεσμάτων προϋποθέτει ότι η αντιστοίχιση της εργατικής νομοθεσίας στις διάφορες χώρες γίνεται με τυχαίο τρόπο. Προφανώς οι χώρες διαφέρουν όχι μόνο ως προς την εργασιακή νομοθεσία και ως προς άλλες παραμέτρους, παρατηρήσιμες και μη. Η παράλειψη ή μη παρατήρηση τέτοιων μεταβλητών δημιουργεί αβεβαιότητα για το κατά πόσο οι συντελεστές της παλινδρόμησης είναι αμερόληπτοι (unbiased). Στην παρακάτω ανάλυση, που είναι η κύρια ανάλυση του άρθρου, αντιμετωπίζουμε το πρόβλημα αυτό, αξιοποιώντας μεταβολές (shocks) στην εργατική νομοθεσία.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Διαστρωματική Ανάλυση

	Δάνεια/Σύνολο Ενεργητικού					
	(1)	**(2)**	**(3)**	**(4)**	**(5)**	**(6)**
BDLLS	-0.049 (0.030)*	-0.048 (0.029)*				
Συλλογική Δράση			-0.027 (0.015)*	-0.027 (0.015)*	-0.028 (0.015)*	-0.028 (0.015)*
Εργασία			-0.017 (0.032)	-0.016 (0.032)		
Λοιπές Ανεξάρτητες Μεταβλητές	X	X	X	X	X	X
Σταθερές Επιδράσεις (fixed effects):						
Έτη	√		√		√	
Κλάδοι Οικονομικής Δραστηριότητας	√		√		√	
Έτη* Κλάδοι Οικονομικής Δραστηριότητας		√		√		√
R^2	0.15	0.15	0.15	0.14	0.16	0.15
Αριθμός Παρατηρήσεων	84,210	84,210	84,210	84,210	84,210	84,210

Σημείωση: Αυτός ο Πίνακας παρουσιάζει τα αποτελέσματα στατιστικών υποδειγμάτων με το συνολικό Δανεισμό/Σύνολο Ενεργητικού ως εξαρτημένη μεταβλητή και το δείκτη BDLLS των Botero, Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer (2004) ως την κύρια ανεξάρτητη μεταβλητή. Το δείγμα αποτελείται από εταιρείες του μεταποιητικού κλάδου σε 41 χώρες και καλύπτει την περίοδο 1985-2004. Σε παρένθεση παρουσιάζονται τα τυπικά σφάλματα των παλινδρομήσεων. Τα τυπικά σφάλματα της παλινδρόμησης ομαδοποιούνται ανά χώρα με συσταδοποίηση (clustering). *, **, *** χαρακτηρίζουν τη στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%, 5% και 1% αντίστοιχα.

ΠΗΓΗ: Simintzi, Vig, Volpin (2010)

3.2 Μεθοδολογία Difference-in-Differences

Σε αυτή την ενότητα χρησιμοποιούμε την τεχνική difference-in-differences, για να εκτιμήσουμε την αιτιώδη σχέση μεταξύ της προστασίας της απασχόλησης των εργαζομένων και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης των επιχειρήσεων. Η ανάλυση πραγματοποιείται σε δείγμα 21 χωρών. Ο Πίνακας 2 παρουσιάζει τον αριθμό των επιχειρήσεων που συμπεριλαμβάνονται στο δείγμα ανά χώρα, το μέσο λόγο των δανείων προς το σύνολο του ενεργητικού και τον μέσο όρο του δείκτη προστασίας απασχόλησης των εργαζομένων (EPL) για κάθε χώρα[5]. Εκτιμούμε λοιπόν, το ακόλουθο υπόδειγμα:

$$y_{it} = \lambda_i + \gamma_t + \delta \cdot EPL_{k,t-1} + \beta \cdot X_{it} + \varepsilon_{it} \qquad (2)$$

όπου ο δείκτης i αναφέρεται στις επιχειρήσεις, ο j αναφέρεται σε διαφορετικούς τομείς της οικονομικής δραστηριότητας, ο t στα έτη, και ο δείκτης k στις χώρες του δείγματός μας· y_{it} είναι η εξαρτημένη μεταβλητή (Δάνεια Επιχειρήσεων/Συνολικό Ενεργητικό), λ_i και γ_t είναι fixed effects (σταθερές επιδράσεις) για τις επιχειρήσεις και τα έτη αντίστοιχα, X_{it} είναι η μήτρα με τις λοιπές ανεξάρτητες μεταβλητές (πλην του δείκτη EPL) που περιλαμβάνονται στην παλινδρόμηση και ε_{it} είναι τα κατάλοιπα (residuals) της παλινδρόμησης. Με συσταδοποίηση (clustering), ομαδοποιούμε τα τυπικά σφάλματα της παλινδρόμησης ανά χώρα.

Η κύρια ανεξάρτητη μεταβλητή είναι ο δείκτης EPL και τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον Πίνακα 3. Ο συντελεστής δ είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός στις περισσότερες στήλες, όπου περιλαμβάνονται διαφορετικοί συνδυασμοί fixed effects. Η παρούσα ανάλυση μας επιτρέπει να λάβουμε υπόψη μας χαρακτηριστικά των χωρών (στήλη 2) και των επιχειρήσεων (στήλη 3) που δε μεταβάλλονται με τον χρόνο. Η αύξηση του EPL φαίνεται ότι έχει και μεγάλη οικονομική σημασία: η αύξηση του δείκτη κατά μία μονάδα οδηγεί σε, κατά μέσο όρο, μείωση της μόχλευσης των επιχειρήσεων κατά 12%.

Στις στήλες 3-9, παρατηρούμε την επίδραση των επιμέρους συστατικών του δείκτη EPL στα δάνεια των επιχειρήσεων (δείκτης ΑΤΟΜΙΚΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ή Regular Contracts, δείκτης ΣΥΛΛΟΓΙΚΕΣ ΑΠΟΛΥΣΕΙΣ ή Collective Dismissals και δείκτης ΜΕΡΙΚΗ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ ή Temporary Employment). Αν και όλοι οι υποδείκτες έχουν αρνητικό πρόσημο, το αποτέλεσμα οφείλεται κυρίως στο δείκτη που αναφέρεται στις συλλογικές απολύσεις. Η μεγάλη σημασία της νομοθεσίας για τις συλλογικές απολύσεις είναι συνεπής με την υπόθεσή μας ότι η νομοθεσία επηρεάζει τη δύναμη των εργαζομένων στις διαπραγματεύσεις. Το κόστος που συνεπάγονται οι συλλογικές απολύσεις είναι πιθανό να έχει μεγαλύτερο αντίκτυπο στις διαπραγματεύσεις, οι οποίες συνήθως διεξάγονται σε συλλογικό επίπεδο.

Σε ανάλυση που παραλείπεται από το παρόν άρθρο για λόγους συντομίας, πραγματοποιούμε ελέγχους αξιοπιστίας των αποτελεσμάτων. Πρώτον, επαναλαμβάνουμε τις εκτιμήσεις μας για διαφορετικούς ορισμούς της μόχλευσης: η αρνητική σχέση παραμένει, όταν η μόχλευση ορίζεται ως Δάνεια μείον Μετρητά προς Σύνολο Ενεργητικού αλλά και ως Δάνεια προς Συνολική Χρηματιστηριακή Αξία της επιχείρησης (η τελευταία ισούται με το άθροισμα της Λογιστικής Αξίας Δανείων και τη Χρηματιστηριακή Αξία Μετοχών). Δεύτερον, με σχετική ανάλυση εξετάζουμε αν συμπτώματα μείωσης του δανεισμού των επιχειρήσεων εμφανίζονται πριν τις μεταβολές της εργατικής νομοθεσίας. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης αποκλείουν το ενδεχόμενο αυτό, το οποίο αποτελεί ικανοποιητική απάντηση σε κριτικές ενδογένειας της ανάλυσής μας.

[5] Το δείγμα μας δεν είναι ισοκατανεμημένο μεταξύ των χωρών. Αξίζει όμως να σημειωθεί ότι τα αποτελέσματα παραμένουν και όταν εκτιμούμε το οικονομετρικό μας υπόδειγμα μη συμπεριλαμβάνοντας στο δείγμα χώρες που αντιπροσωπεύονται με μεγάλο αριθμό εταιρειών, όπως οι ΗΠΑ και η Ιαπωνία.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Περιγραφή Δείγματος

	Αριθμός Επιχειρήσεων	Δάνεια/Σύνολο Ενεργητικού	EPL
Αυστραλία	335	22%	1.36
Αυστρία	87	26%	2.31
Βέλγιο	102	25%	2.34
Γαλλία	589	24%	3.02
Γερμανία	580	21%	2.86
Δανία	122	27%	1.89
Ελβετία	164	26%	1.18
Ελλάδα	149	22%	3.78
Ηνωμένο Βασίλειο	1.097	19%	1.66
ΗΠΑ	2.009	24%	0.52
Ιαπωνία	1.954	27%	1.48
Ιρλανδία	34	28%	1.35
Ισπανία	102	23%	2.79
Ιταλία	217	26%	3.27
Καναδάς	507	26%	1.17
Νέα Ζηλανδία	49	27%	0.54
Νορβηγία	111	27%	2.74
Ολλανδία	145	25%	2.54
Πορτογαλία	53	30%	3.68
Σουηδία	208	24%	3.1
Φινλανδία	112	33%	2.23

Σημείωση: Ο Πίνακας αυτός παρουσιάζει τον αριθμό των επιχειρήσεων που συμπεριλαμβάνονται στο δείγμα για τις 21 χώρες του δείγματος, το μέσο λόγο των δανείων προς το σύνολο του ενεργητικού και το μέσο όρο του δείκτη προστασίας απασχόλησης των εργαζομένων (EPL) για κάθε χώρα.

ΠΗΓΗ: Simintzi, Vig, Volpin (2010)

ΠΙΝΑΚΑΣ 3 Ανάλυση Difference-in-Differences

	Δάνεια/Σύνολο Ενεργητικού								
	(1)	**(2)**	**(3)**	**(4)**	**(5)**	**(6)**	**(7)**	**(8)**	**(9)**
EPL	-0.029 (0.007)***	-0.034 (0.011)***	-0.027 (0.017)						
Συλλογικές Απολύσεις				-0.013 (0.003)***	-0.009 (0.004)*	-0.011 (0.005)**	-0.015 (0.003)***	-0.010 (0.004)**	-0.011 (0.005)**
Ατομικά Συμβόλαια Εργασίας				-0.005 (0.005)	-0.012 (0.008)	-0.003 (0.012)			
Μερική Απασχόληση				-0.007 (0.005)	-0.009 (0.004)*	-0.002 (0.007)			
Λοιπές Ανεξάρτητες Μεταβλητές	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Σταθερές Επιδράσεις (fixed effects):									
Εταιρείες			√			√			√
Χώρες		√			√			√	
Έτη* Κλάδοι Οικονομικής Δραστηριότητας	√	√	√	√	√	√	√	√	√
R^2	0.13	0.14	0.71	0.14	0.14	0.71	0.13	0.14	0.71
Αριθμός Παρατηρήσεων	61,654	61,654	61,654	61,654	61,654	61,654	61,654	61,654	61,654

Σημείωση: Αυτός ο Πίνακας παρουσιάζει τα αποτελέσματα στατιστικών υποδειγμάτων με το συνολικό Δανεισμό/Σύνολο Ενεργητικού ως εξαρτημένη μεταβλητή και το δείκτη EPL ως την κύρια ανεξάρτητη μεταβλητή. Ο δείκτης EPL χαρακτηρίζεται από χρονική υστέρηση μιας περιόδου. Το δείγμα αποτελείται από εταιρείες του μεταποιητικού κλάδου σε 21 χώρες και καλύπτει την περίοδο 1985-2004. Σε παρένθεση παρουσιάζονται τα τυπικά σφάλματα των παλινδρομήσεων. Τα τυπικά σφάλματα της παλινδρόμησης ομαδοποιούνται ανά χώρα με συσταδοποίηση (clustering). *, **, *** χαρακτηρίζουν τη στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%, 5% και 1% αντίστοιχα.

ΠΗΓΗ: Simintzi, Vig, Volpin (2010)

3.2.1 Επιχειρήσεις έντασης εργασίας

Στην ενότητα αυτή εξετάζουμε την επίδραση της αυστηρής εργατικής νομοθεσίας στο δανεισμό των επιχειρήσεων εντάσεως εργασίας έναντι των επιχειρήσεων εντάσεως κεφαλαίου. Ο χαρακτηρισμός των επιχειρήσεων ως εντάσεως εργασίας έναντι εντάσεως κεφαλαίου γίνεται με βάση το διάμεσο αριθμό εργαζομένων προς την καθαρή αξία ακινήτων, εξοπλισμού και λοιπών υλικών περιουσιακών στοιχείων για κάθε κλάδο οικονομικής δραστηριότητας στο δείγμα μας. Έτσι, εκτιμούμε την παρακάτω παλινδρόμηση:

$$y_{it} = \lambda_i + \gamma_t + \delta \cdot EPL_{k,t-1} + \zeta \cdot E_{jt} + \theta \cdot (EPL_{k,t-1} \cdot E_{jt}) + \beta \cdot X_{it} + \varepsilon_{it} \qquad (3)$$

όπου όλες οι μεταβλητές και οι δείκτες ορίζονται όπως προηγουμένως. Ε είναι η μεταβλητή που χαρακτηρίζει την ένταση εργασίας και θ είναι ο συντελεστής του ενδιαφέροντός μας. Αυτή η παλινδρόμηση έχει το πλεονέκτημα ότι μας επιτρέπει να ελέγξουμε για μεταβολές που μπορεί να επηρεάζουν συγκεκριμένες χώρες σε συγκεκριμένες χρονικές στιγμές (α_k * γ_t). Με αυτό τον τρόπο εξετάζουμε αν τυχόν αλλαγές που έλαβαν χώρα ταυτόχρονα με τις μεταβολές στην εργατική νομοθεσία, χωρίς όμως να σχετίζονται με αυτές, (π.χ. αλλαγές στο φορολογικό καθεστώς) μπορεί να ευθύνονται για το αποτέλεσμα.

Ο Πίνακας 4 παρουσιάζει τα αποτελέσματα: οι στήλες 1-3 τα δείχνουν με το δείκτη EPL ως την κύρια ανεξάρτητη μεταβλητή και οι στήλες 4-6 τα παρουσιάζουν με ανεξάρτητη μεταβλητή τον υποδείκτη που αναφέρεται στις συλλογικές απολύσεις. Σύμφωνα με τον Πίνακα, αύξηση της προστασίας της απασχόλησης οδηγεί σε μεγαλύτερη μείωση της μόχλευσης σε επιχειρήσεις όπου η εργασία είναι σημαντικότερος συντελεστής παραγωγής.

3.2.2 Ρευστοποιήσιμες αξίες

Μεγαλύτερη ρευστοποιήσιμη αξία μιας επιχείρησης σημαίνει συνήθως ότι περισσότερα περιουσιακά της στοιχεία μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως ενέχυρο για τους πιστωτές της. Έτσι, σε περίπτωση χρεοκοπίας και ρευστοποίησής της οι πιστωτές της είναι πιθανότερο να μπορέσουν να αποσπάσουν και μεγαλύτερο μέρος της αξίας των οφειλών τους. Χαρακτηρίζουμε τις επιχειρήσεις με βάση τη ρευστοποιήσιμη αξία τους, χρησιμοποιώντας τη διάμεσο καθαρή αξία ακινήτων, εξοπλισμού και λοιπών υλικών περιουσιακών στοιχείων ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού για κάθε κλάδο οικονομικής δραστηριότητας στο δείγμα μας.

Εξετάζουμε την επίδραση των μεταβολών της προστασίας της απασχόλησης στη μόχλευση επιχειρήσεων που διαφέρουν ανάλογα με τη ρευστοποιήσιμη αξία τους, εκτιμώντας την παρακάτω παλινδρόμηση:

$$y_{it} = \lambda_i + \gamma_t + \delta \cdot EPL_{k,t-1} + \zeta \cdot PA_{jt} + \theta \cdot (EPL_{k,t-1} \cdot PA_{jt}) + \beta \cdot X_{it} + \varepsilon_{it} \qquad (4)$$

όπου όλες οι μεταβλητές και οι δείκτες ορίζονται όπως προηγουμένως. PA είναι η μεταβλητή που χαρακτηρίζει τη ρευστοποιήσιμη αξία και θ είναι ο συντελεστής που μας ενδιαφέρει. Όπως και προηγουμένως, αυτή η παλινδρόμηση έχει το επιπλέον πλεονέκτημα ότι μας επιτρέπει να ελέγξουμε για τυχόν μεταβολές που μπορεί να επηρεάζουν συγκεκριμένες χώρες σε συγκεκριμένες χρονικές στιγμές, δηλαδή μας επιτρέπει να συμπεριλάβουμε τις σταθερές επιδράσεις (fixed effects) (α_k* γ_t).

Ο Πίνακας 5 παρουσιάζει τα αποτελέσματα: οι στήλες 1-3 δείχνουν τα αποτελέσματα με τον δείκτη EPL ως την κύρια ανεξάρτητη μεταβλητή και οι στήλες 4-6 παρουσιάζουν τα αποτελέσματα με ανεξάρτητη μεταβλητή τον υποδείκτη που αναφέρεται στις συλλογικές απολύσεις. Η αρνητική επίδραση της αυστηρότερης προστασίας της απασχόλησης είναι μεγαλύτερη στις επιχειρήσεις με μικρότερη ρευστοποιήσιμη αξία, όπως δείχνει το θετικό πρόσημο του συντελεστή θ που παρατηρούμε στον Πίνακα 5.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4 Ανάλυση Difference-in-Differences – Επιχειρήσεις Έντασης Εργασίας

	Δάνεια/Σύνολο Ενεργητικού					
	(1)	**(2)**	**(3)**	**(4)**	**(5)**	**(6)**
EPL		-0.009 (0.016)				
EPL*E	-0.064 (0.027)**	-0.079 (0.037)**	-0.061 (0.033)*			
Συλλογικές Απολύσεις					-0.001 (0.005)	
Συλλογικές Απολύσεις*E				-0.034 (0.010)***	-0.042 (0.012)***	-0.038 (0.011)***
Λοιπές Ανεξάρτητες Μεταβλητές	X	X	X	X	X	X
Σταθερές Επιδράσεις (fixed effects):						
Εταιρείες	√	√	√	√	√	√
Χώρες* Έτη	√		√	√		√
Έτη* Κλάδοι Οικονομικής Δραστηριότητας		√	√		√	√
R^2	0.72	0.71	0.72	0.72	0.71	0.72
Αριθμός Παρατηρήσεων	61,654	61,654	61,654	61,654	61,654	61,654

Σημείωση: Αυτός ο Πίνακας παρουσιάζει τα αποτελέσματα στατιστικών υποδειγμάτων με το συνολικό Δανεισμό/Σύνολο Ενεργητικού ως εξαρτημένη μεταβλητή και το δείκτη EPL (στήλες 1-3) και τον υποδείκτη Συλλογικές Απολύσεις (στήλες 4-6) ως την κύρια ανεξάρτητη μεταβλητή. Οι δείκτες EPL και Συλλογικές Απολύσεις χαρακτηρίζονται από χρονική υστέρηση μιας περιόδου. Ε είναι η μεταβλητή που χαρακτηρίζει την ένταση εργασίας και ορίζεται με βάση τον διάμεσο αριθμό εργαζομένων προς την καθαρή αξία ακινήτων, εξοπλισμού και λοιπών υλικών περιουσιακών στοιχείων για κάθε κλάδο οικονομικής δραστηριότητας στο δείγμα μας. Το δείγμα αποτελείται από εταιρείες του μεταποιητικού κλάδου σε 21 χώρες και καλύπτει την περίοδο 1985-2004. Σε παρένθεση παρουσιάζονται τα τυπικά σφάλματα των παλινδρομήσεων. Τα τυπικά σφάλματα ομαδοποιούνται ανά χώρα με συσταδοποίηση (clustering). *, **, *** χαρακτηρίζουν τη στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%, 5% και 1% αντίστοιχα.

ΠΗΓΗ: Simintzi, Vig, Volpin (2010)

ΠΙΝΑΚΑΣ 5 Ανάλυση Difference-in-Differences – Ρευστοποιήσιμες Αξίες

	Δάνεια/Σύνολο Ενεργητικού					
	(1)	**(2)**	**(3)**	**(4)**	**(5)**	**(6)**
EPL		-0.063 (0.026)				
EPL*PA	0.075 (0.035)*	0.117 (0.060)*	0.054 (0.045)			
Συλλογικές Απολύσεις					-0.024 (0.006)***	
Συλλογικές Απολύσεις*PA				0.036 (0.009)***	0.043 (0.013)***	0.027 (0.010)***
Λοιπές Ανεξάρτητες Μεταβλητές	X	X	X	X	X	X
Σταθερές Επιδράσεις (fixed effects):						
Εταιρείες	√	√	√	√	√	√
Χώρες* Έτη	√		√	√		√
Έτη* Κλάδοι Οικονομικής Δραστηριότητας		√	√		√	√
R^2	0.72	0.71	0.72	0.72	0.71	0.72
Αριθμός Παρατηρήσεων	61,654	61,654	61,654	61,654	61,654	61,654

Σημείωση: Αυτός ο Πίνακας παρουσιάζει τα αποτελέσματα στατιστικών υποδειγμάτων με το συνολικό Δανεισμό/Σύνολο Ενεργητικού ως εξαρτημένη μεταβλητή και το δείκτη EPL (στήλες 1-3) και τον υποδείκτη Συλλογικές Απολύσεις (στήλες 4-6) ως την κύρια ανεξάρτητη μεταβλητή. Οι δείκτες EPL και Συλλογικές Απολύσεις χαρακτηρίζονται από χρονική υστέρηση μιας περιόδου. PA είναι η μεταβλητή που χαρακτηρίζει τις επιχειρήσεις με βάση τη ρευστοποιήσιμή τους αξία και ορίζεται με βάση τη διάμεσο καθαρή αξία ακινήτων, εξοπλισμού και λοιπών υλικών περιουσιακών στοιχείων προς το σύνολο του ενεργητικού για κάθε τομέα οικονομικής δραστηριότητας στο δείγμα μας. Το δείγμα αποτελείται από εταιρείες του μεταποιητικού κλάδου σε 21 χώρες και καλύπτει την περίοδο 1985-2004. Σε παρένθεση παρουσιάζονται τα τυπικά σφάλματα των παλινδρομήσεων. Τα τυπικά σφάλματα της παλινδρόμησης ομαδοποιούνται ανά χώρα με συσταδοποίηση (clustering). *, **, *** χαρακτηρίζουν τη στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%, 5% και 1% αντίστοιχα.

ΠΗΓΗ: Simintzi, Vig, Volpin (2010)

3.3 Εργατική νομοθεσία και ανάπτυξη

Η μείωση του δανεισμού των επιχειρήσεων που προκαλεί η μεγαλύτερη προστασία της απασχόλησης των εργαζομένων συνδέεται, όμως, και με την πραγματική δραστηριότητα των επιχειρήσεων. Η μείωση του δανεισμού των επιχειρήσεων συνεπάγεται ότι αυτές διαθέτουν λιγότερα πλέον κεφάλαια για επενδύσεις με αρνητικές συνέπειες για την ανάπτυξη και την οικονομική δραστηριότητα γενικότερα. Η αρνητική αυτή συσχέτιση μεταξύ της προστασίας της απασχόλησης των εργαζομένων και της οικονομικής ανάπτυξης παρουσιάζεται στον Πίνακα 6.

Οι στήλες 1-2 του Πίνακα 6 δείχνουν ότι αύξηση του δείκτη EPL και των συλλογικών απολύσεων οδηγεί σε μείωση του κατά κεφαλήν ΑΕΠ, η οποία είναι στατιστικά σημαντική. Το κατά κεφαλήν ΑΕΠ είναι διαθέσιμο για τις 21 χώρες του δείγματός μας για την περίοδο 1980-2005. Την ίδια αρνητική επίδραση της μεγαλύτερης προστασίας της απασχόλησης δείχνουν και οι στήλες 3-6, όπου εξετάζεται η βιομηχανική παραγωγή ανά εργαζόμενο ως εξαρτημένη μεταβλητή. Η βιομηχανική παραγωγή είναι διαθέσιμη για διαφορετικούς κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας για τις 21 χώρες του δείγματος. Η πηγή της μεταβλητής αυτής είναι η βάση δεδομένων UNIDO. Στις παλινδρομήσεις αυτές περιλαμβάνουμε επίσης τον ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ ως ανεξάρτητη μεταβλητή, καθώς και fixed effects για τις χώρες, τα έτη, καθώς και για το συνδυασμό έτη*κλάδοι οικονομικής δραστηριότητας. Για να αποκλείσουμε το ενδεχόμενο ότι το αποτέλεσμα αυτό οφείλεται στην επίδραση των μεταβολών του EPL στον αριθμό των εργαζομένων (δηλαδή στον παρονομαστή της εξαρτημένης μεταβλητής μας), επαναλαμβάνουμε τις παλινδρομήσεις των στηλών 3-6 του Πίνακα χρησιμοποιώντας το λογάριθμο του αριθμού των εργαζομένων ως την εξαρτημένη μεταβλητή. Ο συντελεστής του EPL στις παλινδρομήσεις αυτές (οι οποίες δεν παρουσιάζονται εδώ αλλά είναι διαθέσιμες εφόσον ζητηθούν) δεν είναι στατιστικά σημαντικός και επομένως μεταβολές του EPL δεν φαίνεται να είναι σημαντικές για την απασχόληση.

Τέλος, σε εκτιμήσεις που δεν παρουσιάζονται αναλυτικά για λόγους συντομίας, εξετάσαμε την επίδραση του EPL στην κερδοφορία των επιχειρήσεων και βρήκαμε ότι αύξηση του δείκτη EPL οδηγεί σε μείωση της κερδοφορίας τους. Σε ανάλογο συμπέρασμα καταλήγουν και οι Ruback και Zimmerman (1984), Abowd (1989) και Hirsch (1991), οι οποίοι συνδέουν την ύπαρξη των εργατικών συνδικάτων με χαμηλότερη κερδοφορία και χρηματιστηριακή αξία των επιχειρήσεων. Στο ίδιο πλαίσιο, οι Chen, Kacperczyk and Ortiz-Molina (2008) καταδεικνύουν ότι το κόστος μετοχικών κεφαλαίων είναι μεγαλύτερο για τις αμερικανικές επιχειρήσεις, όπου οι εργαζόμενοι είναι οργανωμένοι σε συνδικάτα, ενώ αυτές οι επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται και από μικρότερη λειτουργική ευελιξία.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6 Ανάλυση Difference-in-Differences – Εργατική Νομοθεσία και Ανάπτυξη

	Log (Κατά Κεφαλήν ΑΕΠ)		Log (Βιομηχανική Παραγωγή/Αριθμός Εργαζομένων)			
	(1)	**(2)**	**(3)**	**(4)**	**(5)**	**(6)**
EPL	-0.089 (0.041)**		-0.062 (0.032)*	-0.067 (0.033)**		
Συλλογικές Απολύσεις		-0.056 (0.022)**			-0.028 (0.014)**	-0.035 (0.015)**
Λοιπές Ανεξάρτητες Μεταβλητές	X	X	X	X	X	X
Σταθερές Επιδράσεις (fixed effects):						
Χώρες	√	√	√	√	√	√
Έτη	√	√	√		√	
Έτη* Κλάδοι Οικονομικής Δραστηριότητας				√		√
R^2	0.40	0.40	0.40	0.87	0.40	0.87
Αριθμός Παρατηρήσεων	9,678	9,678	9,678	9,678	9,678	9,678

Σημείωση: Αυτός ο Πίνακας παρουσιάζει τα αποτελέσματα στατιστικών υποδειγμάτων με τη λογαριθμική αξία του κατά κεφαλήν ΑΕΠ (στήλες 1-2) και τη λογαριθμική αξία του λόγου της βιομηχανικής παραγωγής προς τον αριθμό των εργαζομένων (στήλες 3-6) ως εξαρτημένες μεταβλητές και το δείκτη EPL (στήλες 1, 3-4) και τον υποδείκτη Συλλογικές Απολύσεις (στήλες 2, 5-6) ως την κύρια ανεξάρτητη μεταβλητή. Οι δείκτες EPL και Συλλογικές Απολύσεις χαρακτηρίζονται από χρονική υστέρηση μιας περιόδου. Το δείγμα αποτελείται από εταιρείες του μεταποιητικού κλάδου σε 21 χώρες και καλύπτει την περίοδο 1980-2005 (στήλες 1-2) και την περίοδο 1963-2006 (στήλες 3-6). Πηγή για τη μεταβλητή βιομηχανική παραγωγή προς αριθμό εργαζομένων είναι η βάση δεδομένων UNIDO. Σε παρένθεση παρουσιάζονται τα τυπικά σφάλματα των παλινδρομήσεων. Τα τυπικά σφάλματα της παλινδρόμησης ομαδοποιούνται ανά χώρα με συσταδοποίηση (clustering). *, **, *** χαρακτηρίζουν τη στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%, 5% και 1% αντίστοιχα.

ΠΗΓΗ: Simintzi, Vig, Volpin (2010)

4. Συμπεράσματα

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται στη μελέτη αυτή, αυστηρή εργατική νομοθεσία οδηγεί σε μικρότερα επίπεδα δανεισμού για τις επιχειρήσεις. Το συμπέρασμα αυτό προκύπτει από την εξέταση της επίδρασης μεταβολών στη νομοθεσία προστασίας της απασχόλησης των εργαζομένων στον δανεισμό των επιχειρήσεων, χρησιμοποιώντας την τεχνική difference-in-differences σε δείγμα 21 χωρών του ΟΟΣΑ. Επίσης, η μείωση αυτή του δανεισμού για μεγαλύτερα επίπεδα προστασίας της απασχόλησης είναι πιο έντονη για επιχειρήσεις στις οποίες η εργασία αποτελεί σημαντικότερο συντελεστή παραγωγής και για τις επιχειρήσεις με μικρότερη ρευστοποιήσιμη αξία.

Η αρνητική αυτή συσχέτιση μεταξύ εργατικής νομοθεσίας και χρέους εξηγείται από το γεγονός ότι μεγαλύτερη προστασία των εργαζομένων από τη νομοθεσία αυξάνει τη διαπραγματευτική τους δύναμη. Οι εργαζόμενοι έχουν τη δυνατότητα να διακόπτουν την ομαλή λειτουργία των επιχειρήσεων με απεργιακές, για παράδειγμα, κινητοποιήσεις, διεκδικώντας μισθολογικές αυξήσεις. Έτσι, τα συμβόλαια εργασίας μετατρέπονται σε "de facto" συμβόλαια χρέους, με αποτέλεσμα η λειτουργική μόχλευση να αντικαθιστά τη χρηματοοικονομική μόχλευση.

Η μείωση του δανεισμού των επιχειρήσεων, που ακολουθεί την επιβολή πιο αυστηρής εργατικής νομοθεσίας, έχει όμως προεκτάσεις και στην πραγματική οικονομία. Ο μικρότερος δανεισμός των επιχειρήσεων ίσως να συνεπάγεται και μικρότερη διαθεσιμότητα κεφαλαίων για επενδύσεις, πτώση της παραγωγικότητας και επομένως και χαμηλότερη ανάπτυξη. Πράγματι, σύμφωνα με την ανάλυσή μας, μεγαλύτερη προστασία των εργαζομένων από τη νομοθεσία συνδέεται με μικρότερα επίπεδα βιομηχανικής παραγωγής ανά εργαζόμενο, μικρότερο κατά κεφαλήν ΑΕΠ και χαμηλότερη κερδοφορία των επιχειρήσεων.

Οι διαπιστώσεις αυτές, σχετικά με το πώς η προστασία της απασχόλησης συνδέεται με οικονομικά μεγέθη, αναδεικνύει τη σημασία πραγματοποίησης διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων όσον αφορά στην εργατική νομοθεσία στη χώρα μας. Η Ελλάδα είναι η χώρα που χαρακτηρίζεται από την αυστηρότερη προστασία της απασχόλησης σε σύνολο 21 χωρών μελών του ΟΟΣΑ. Η πρόσφατη κρίση που ταλανίζει τη χώρα μας τόνισε την αναγκαιότητα για μια πιο ευέλικτη αγορά εργασίας, η οποία θα βοηθήσει τις επιχειρήσεις να αναπτυχθούν και θα συντελέσει σε ένα περισσότερο βιώσιμο για αυτές περιβάλλον. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές, αν και βραχυπρόθεσμα συνεπάγονται θυσίες, μακροπρόθεσμα προωθούν την ανάπτυξη και επομένως και την ίδια την απασχόληση.

Βιβλιογραφία

Abowd, John M. (1989), "The Effect of Wage Bargains on the Stock Market Value of the Firm", *American Economic Review* 79, pp. 774-800.

Allard, Gayle (2005), "Measuring Job Security over Time in Search of a Historical Indicator for EPL", IE Working Paper, No 17.

Besley, Timothy and Robin Burgess (2004), "Can labor regulation hinder economic performance? Evidence from India", *Quarterly Journal of Economics* 119, pp. 91-134.

Botero, Juan C., Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer (2004), "The Regulation of Labor", *Quarterly Journal of Economics*, 119, pp. 1339-1382.

Chen, Huafeng (Jason), Marcin Kacperczyk and Hernan Ortiz-Molina (2008), "Labor Unions, Operating Flexibility, and the Cost of Equity", Working Paper.

Demirguc-Kunt, Asli and Ross Levine (1999), "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons", World Bank Policy Working Paper No 2143.

Diankov, Simeon, Caralee McLiesh and Andrei Shleifer (2007), "Private Credit in 129 Countries", *Journal of Financial Economics* 84, pp. 299-329.

Fan, J. P. H., Seridan Titman, Garry Tuite (2006), "An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices", Working Paper.

Griffith, R. and G. Macartney (2010), "Employment Protection Legislation, Multinational Firms and Innovation", *CEPR Discussion Paper* No 7628.

Hart, Oliver and John Moore (1994), "A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital", *Quarterly Journal of Economics* 109, pp. 841-879.

Hirsch, Barry T. (1991), "Union Coverage and Profitability among U.S. Firms", *Review of Economics and Statistics* 73, pp. 69-77.

Nickell, S. J. (1997), "Unemployment and labour market rigidities: Europe versus North America", *Journal of Economic Perspectives* 11, pp. 55-74.

Nickell, S. J., L. Nunziata and W. Ochel (2005), "Unemployment in the OECD since the 1960s: what do we know?", *Economic Journal* 115, pp. 1-27.

Ruback, Richard and Martin Zimmerman (1984), "Unionization and Profitability: Evidence from the Capital Market", *Journal of Political Economy* 92, pp. 1134-1157.

Saint-Paul, G. (1997), "Is labour rigidity harming Europe's competitiveness? The effect of job protection on the pattern of trade and welfare", *European Economic Review* 41, pp. 499-506.

Saint-Paul, G. (2002), "Employment protection, international specialization and innovation", *European Economic Review* 46, pp. 375-395.

Simintzi, Elena, Vikrant Vig, Paolo Volpin (2010), "Labor and Capital: Is Debt a Bargaining Tool", Working Paper, London Business School.

ΣΤ.
Κρίση & η τιμολόγηση στις αγορές

Συστηματικά σφάλματα στις προβλέψεις των αναλυτών και τακτική κατανομή επενδύσεων

Νικόλαος Κουρογένης
ΕΠΙΚΟΥΡΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Νικήτας Πιττής
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Περίληψη

Σε αυτή την εργασία εξετάζεται η επίπτωση της χρήσης του υποδείγματος Arbitrage Pricing (Ross, 1976), για τις αποδόσεις μιας οποιασδήποτε μορφής επένδυσης, όταν η υπόθεση της ορθολογικότητας του επενδυτή δεν ισχύει. Εξετάζεται η περίπτωση στην οποία η μη-ορθολογικότητα πηγάζει από την ύπαρξη συστηματικού σφάλματος στις προβλέψεις των αναλυτών για τους παράγοντες του υποδείγματος. Δείχνεται ότι αυτή η συστηματικότητα κληρονομείται από το σφάλμα των προβλέψεων των μελλοντικών αποδόσεων και παρουσιάζεται ένας τρόπος διόρθωσης αυτού του φαινομένου με την ένταξη του σφάλματος των αναλυτών σε ένα απλό στατιστικό υπόδειγμα. Η προσέγγιση αυτή εφαρμόζεται σε δύο περιπτώσεις, βελτιώνοντας το μέσο σφάλμα πρόβλεψης των αποδόσεων.

Οι συγγραφείς ευχαριστούν τον Ηλία Τζαβαλή για τα εποικοδομητικά σχόλιά του πάνω σε αυτό το άρθρο.

1. Εισαγωγή

Η επιτυχημένη διαχείριση χαρτοφυλακίου βασίζεται στην αμερόληπτη εκτίμηση της αβεβαιότητας που χαρακτηρίζει τον επενδυτικό ορίζοντα. Η αμερόληπτη ή ορθολογική εκτίμηση της αβεβαιότητας επιτυγχάνεται όταν ο διαχειριστής καταφέρει να εκτιμήσει με ακρίβεια την από κοινού κατανομή πιθανοτήτων των αποδόσεων των διαφόρων κατηγοριών επενδύσεων (asset classes) στα οποία επιθυμεί να επενδύσει. Με άλλα λόγια, αυτό που πρωτίστως πρέπει να κάνει ο διαχειριστής είναι να εκτιμήσει με ακρίβεια τις αντικειμενικές πιθανότητες που χαρακτηρίζουν το «στοίχημα» στο οποίο εισέρχεται. Δεδομένης της πολυπλοκότητας και του πλήθους των διαφόρων κατηγοριών επενδύσεων, τίθεται εύλογα το ερώτημα κατά πόσο είναι δυνατή η αξιοποίηση της υπάρχουσας πληροφορίας ώστε ο διαχειριστής/επενδυτής να χαρακτηριστεί ως ορθολογικός.

Η υπόθεση του ορθολογικού επενδυτή είναι άμεσα συνδεδεμένη με τη Σύγχρονη Θεωρία Χαρτοφυλακίου (ΣΘΧ), η οποία εξελίχθηκε από την αρχή της δεκαετίας του '50 (βλέπε Markowitz, 1952) μέχρι και την αρχή της δεκαετίας του '70. Η ορθολογικότητα του μεμονωμένου επενδυτή αποτέλεσε μία από τις κύριες υποθέσεις στις οποίες βασίστηκε η θεμελίωση του Capital Asset Pricing Model (CAPM), από τους Treynor (1962), Sharpe (1964), Lintner (1965a,b) και Mossin (1966), της Arbitrage Pricing Theory (APT) από τον Ross (1976) και του Equilibrium Asset Pricing από τον Merton (1973), ενώ συνέχισε να θεωρείται θεμελιώδης και κατά τις επόμενες δεκαετίες [βλέπε, για παράδειγμα, Ohlson και Garman (1980) και Connor και Korajczyk (1989)].

Όπως είδαμε, ένας μεγάλος όγκος εργασιών, που χαρακτήρισαν τη Χρηματοοικονομική Θεωρία, αποδέχεται την υπόθεση του ορθολογικού επενδυτή. Η αυστηρότητα, όμως, αυτής της υπόθεσης την καθιστούσε ευάλωτη σε κριτική. Για παράδειγμα, αρκετά νωρίς, ο Herbert Simon (1955) εισήγαγε την έννοια της περιορισμένης/φραγμένης ορθολογικότητας (Bounded Rationality) σύμφωνα με την οποία δεν είναι δυνατή η πλήρης αξιοποίηση ή αντίληψη της υπάρχουσας πληροφορίας από ένα άτομο/επενδυτή. Συνεπώς, ο επενδυτής είναι αναγκασμένος να εξαπλουστεύει τις διαθέσιμες επιλογές και, αποδεχόμενος αυτή του την αδυναμία, αναζητά πλέον μία «ικανοποιητική» λύση και όχι τη βέλτιστη. Το ζήτημα που δημιουργείται πλέον, αφορά άμεσα στην ένταξη της μη-ορθολογικότητας στα υποδείγματα αποτίμησης. Στην περίπτωση δε, που αυτό δεν είναι δυνατό, θα πρέπει να αναρωτηθούμε για τις πιθανές επιπτώσεις της χρήσης ενός υποδείγματος που βασίζεται στον ορθολογικό επενδυτή όταν η υπόθεση της ορθολογικότητας δεν ισχύει.

Υποκινούμενοι από το τελευταίο ερώτημα θα αναλύσουμε, στα πλαίσια ενός παραγοντικού υποδείγματος, τις επιπτώσεις της μη-ορθολογικότητας των επενδυτών στις αποδόσεις μιας μορφής επένδυσης. Θα ξεκινήσουμε περιγράφοντας τα χαρακτηριστικά του υποδείγματος κάτω από ορθολογικές προσδοκίες και θα αναλύσουμε πώς το υπόδειγμα διαφοροποιείται κάτω από μη ορθολογικές προσδοκίες. Τέλος, θα εξετάσουμε δύο παραδείγματα όπου οι προβλέψεις (forecasts) οικονομολόγων για μακροοικονομικούς παράγοντες παίζουν τον ρόλο των μη ορθολογικών προσδοκιών, εφόσον αναγνωριστεί η ύπαρξη συστηματικού σφάλματος. Και στις δύο περιπτώσεις, η μοντελοποίηση της συστηματικότητας του σφάλματος πρόβλεψης των παραγόντων περιορίζει το μέσο σφάλμα πρόβλεψης των αποδόσεων.

2. Κατανομή επενδυτικών κεφαλαίων (asset allocation)

Το πρόβλημα που θα εξεταστεί στη συνέχεια, στην πρακτική του διάσταση τίθεται ως εξής: Έστω ότι έχουμε ένα δεδομένο ποσό χρημάτων το οποίο επιθυμούμε να κατανείμουμε με «άριστο» τρόπο μεταξύ n εναλλακτικών επενδυτικών κατηγοριών (asset classes), για παράδειγμα μετοχές, κρατικά ομόλογα, εταιρικά ομόλογα, εμπορεύματα κ.λπ. Ο άριστος τρόπος είναι αυτός ο οποίος εξασφαλίζει ένα χαρτοφυλάκιο που χαρακτηρίζεται από την ιδιότητα να παρέχει τη μεγαλύτερη *αναμενόμενη* απόδοση για κάθε εναλλακτικό επίπεδο ρίσκου που επιθυμεί να αναλάβει ο επενδυτής. Η Θεωρία Χαρτοφυλακίου μας λέει ότι προκειμένου να επιλύσουμε το παραπάνω πρόβλημα χρειαζόμαστε να γνωρίζουμε τα εξής: (i) Τις αναμενόμενες αποδόσεις όλων των επενδυτικών κατηγοριών στο διάστημα που διαρκεί η επένδυση (για παράδειγμα, μία χρονική περίοδος). (ii) Τις διακυμάνσεις

των αποδόσεων που αναμένεται να επικρατήσουν στο διάστημα που διαρκεί η επένδυση. (iii) Τις συνδιακυμάνσεις των αποδόσεων που αναμένεται να επικρατήσουν στο διάστημα που διαρκεί η επένδυση.

Κατ' αρχήν είναι σημαντικό να αναλύσουμε διεξοδικά την έννοια της αναμενόμενης απόδοσης. Πιο συγκεκριμένα, το ερώτημα είναι τι νομιμοποιείται ο τυπικός επενδυτής να αναμένει σχετικά με τις μελλοντικές αποδόσεις των διαθέσιμων κατηγοριών επένδυσης. Με άλλα λόγια, πότε οι προσδοκίες του μπορούν να θεωρηθούν ως ορθολογικές. Μια πρώτη απάντηση σε αυτό το ερώτημα μπορεί να δοθεί με βάση τα όσα αναφέραμε στην προηγούμενη ενότητα. Συγκεκριμένα, οι προσδοκίες του είναι ορθολογικές όταν ταυτίζονται με τις αντίστοιχες αντικειμενικές (μαθηματικές) προσδοκίες που διαμορφώνονται με βάση τις πιθανοτικές ιδιότητες του στοχαστικού μηχανισμού που παράγει τις αποδόσεις.

Ας υποθέσουμε ότι ο χρόνος μετράται σε μήνες και ο τυπικός επενδυτής βρίσκεται στη χρονική στιγμή (μήνα) t στην οποία καλείται να αποφασίσει για τη δημιουργία του άριστου χαρτοφυλακίου αποτελούμενο από ποσοστά των n διαθέσιμων επενδυτικών κατηγοριών, το οποίο θα διακρατήσει έως τη χρονική στιγμή $t+1$ (δηλαδή τον επόμενο μήνα). Προκειμένου να λύσει το συγκεκριμένο πρόβλημα αριστοποίησης χρειάζεται να διαμορφώσει άποψη για τις αναμενόμενες αποδόσεις, τις αναμενόμενες διακυμάνσεις και συνδιακυμάνσεις των αποδόσεων τη χρονική στιγμή $t+1$ με ορθολογικό τρόπο, δηλαδή να ταυτίσει τις υποκειμενικές του προσδοκίες με τις αντίστοιχες αντικειμενικές. Κατά τη χρονική στιγμή t, για παράδειγμα τον Μάρτιο του 2000, η αγορά διαμορφώνει μια άποψη για την κατανομή πιθανοτήτων, $D^s(p_{i,t+1} \mid \Phi_t)$ της τιμής $p_{i,t+1}$, για την επενδυτική κατηγορία i. Να σημειωθεί ότι το $p_{i,t}$ συμβολίζει τον λογάριθμο της τιμής, έτσι ώστε οι λογαριθμικές διαφορές

$$R_{i,t+1} = p_{i,t+1} - p_{i,t}$$

να προσεγγίζουν τις αποδόσεις, $R_{i,t+1}$. Η υποκειμενική προσδοκία της αγοράς για την τιμή που θα επικρατήσει την $t+1$ δίνεται από τον υποκειμενικό μέσο $\mathrm{E}(p_{i,t+1} \mid \Phi_t)$ της κατανομής $D^s(p_{i,t+1} \mid \Phi_t)$. Το ερώτημα που τίθεται σε αυτό το σημείο είναι το ποια θα είναι η τρέχουσα τιμή $p_{i,t}$ που θα διαμορφώσει η αγορά τη χρονική στιγμή t με δεδομένη την υποκειμενική προσδοκία $\mathrm{E}(p_{i,t+1} \mid \Phi_t)$ για την «αυριανή» τιμή. Προκειμένου να απαντήσουμε σε αυτό το ερώτημα θα πρέπει να υιοθετήσουμε μια επιπλέον πολύ βασική υπόθεση: Ποιος είναι ο τρόπος διαμόρφωσης των αναμενόμενων αποδόσεων ισορροπίας $\mathrm{E}(R_{i,t+1} \mid \Phi_t)$; Με άλλα λόγια, τι απαιτεί η αγορά σε όρους αναμενόμενης απόδοσης της επενδυτικής κατηγορίας i προκειμένου η ζήτηση που θα εκφράσει για την i να ισούται με την υφιστάμενη προσφορά της i έτσι ώστε να επιτευχθεί ισορροπία; Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι η αγορά ισορροπεί όταν σε κάθε χρονική στιγμή t, η αναμενόμενη απόδοση $\mathrm{E}(R_{i,t+1} \mid \Phi_t)$ είναι ίση με μια σταθερή ποσότητα, $\mathrm{E}(R_i)$. Κάτω από αυτή την υπόθεση διαμόρφωσης αναμενόμενων αποδόσεων ισορροπίας, ο τρόπος με τον οποίο η αγορά διαμορφώνει την τρέχουσα τιμή $p_{i,t}$ είναι ο εξής: Όπως είπαμε, το πρώτο που κάνει η αγορά είναι, ευρισκόμενη στη χρονική στιγμή t, να διαμορφώσει μια υποκειμενική προσδοκία, $\mathrm{E}(p_{i,t+1} \mid \Phi_t)$ για την αυριανή τιμή. Με βάση αυτή τη διαμορφωμένη προσδοκία, η αγορά θα ισορροπήσει όταν θέσει μια τρέχουσα τιμή $p_{i,t}$ τέτοια ώστε η αναμενόμενη απόδοση

$$\mathrm{E}(R_{i,t+1} \mid \Phi_t) = \mathrm{E}(p_{i,t+1} \mid \Phi_t) - p_{i,t}$$

να ισούται με τη σταθερή ποσότητα $\mathrm{E}(R_i)$. Με άλλα λόγια, σε κάθε χρονική στιγμή t η αγορά αποφασίζει για την τιμή ισορροπίας $p_{i,t}$ λύνοντας την εξίσωση

$$\mathrm{E}(p_{i,t+1} \mid \Phi_t) - p_{i,t} = \mathrm{E}(R_i)$$

ως προς το $p_{i,t}$. Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι έχουμε μια μετοχή i για την οποία $\mathrm{E}(R_i) = 0{,}03$ (ή 3%). Γιά τον λογάριθμο της τιμής αυτής της μετοχής, η υποκειμενική πρόβλεψη της αγοράς είναι $\mathrm{E}(p_{i,t+1} \mid \Phi_t) = 4{,}6$. Η αγορά θα ισορροπήσει όταν διαμορφώσει μια τιμή $p_{i,t}$ ίση με $4{,}6 - 0{,}03 = 4{,}57$. Αν η τιμή είναι μεγαλύτερη από 4,57, τότε η αναμενόμενη απόδοση της αγοράς με βάση την υποκειμενική προσδοκία της τιμής την περίοδο $t+1$, είναι μικρότερη του 3%. Αυτό σημαίνει ότι η μετοχή i δεν είναι αρκετά ελκυστική στους επενδυτές και ως εκ τούτου η αγορά χαρακτηρίζεται από υπερβάλλουσα προσφορά. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την πτώση της τιμής έως το επίπεδο του 4,57 στο οποίο αποκαθίσταται η ισορροπία.

Παρατήρηση:

Ένα από τα σημαντικότερα θέματα στη σύγχρονη Χρηματοοικονομική είναι ο τρόπος με τον οποίο οι επενδυτές αποφασίζουν το ύψος της αναμενόμενης απόδοσης $E(R_{i,t+1} \mid \Phi_t)$ που απαιτούν προκειμένου να διακρατήσουν το επενδυτικό αγαθό i. Στα σύγχρονα μοντέλα αποτίμησης όπως το CAPM (Capital Asset Pricing Model) που προτάθηκε από τους Treynor (1962), Sharpe (1964), Lintner (1965a,b) και Mossin (1966) ή το APM (Arbitrage Pricing Model) του Ross (1976), η αναμενόμενη απόδοση $E(R_{i,t+1} \mid \Phi_t)$ είναι θετική συνάρτηση του «ρίσκου» του επενδυτικού αγαθού i. Στη συνέχεια θα διακρίνουμε δύο περιπτώσεις.

2.1 Ορθολογικές προσδοκίες

Η πρώτη περίπτωση είναι αυτή του ορθολογικού τυπικού επενδυτή, δηλαδή της ορθολογικής αγοράς. Αυτή η υπόθεση επιτρέπει την υποκατάσταση του υποκειμενικού τελεστή E με τον μαθηματικό τελεστή E ο οποίος έχει γνωστές ιδιότητες. Πιο συγκεκριμένα, η υπόθεση των ορθολογικών προσδοκιών σημαίνει ότι ο τυπικός επενδυτής διαμορφώνει τις προσδοκίες του χρησιμοποιώντας το «ορθό» μέτρο πιθανότητας, δηλαδή αυτό που είναι συνεπές με τον νόμο των μεγάλων αριθμών. Αυτό με τη σειρά του σημαίνει ότι δεν υπάρχει άλλος τρόπος διαμόρφωσης προσδοκιών με βάση το Φ_t που να υπερτερεί αυτού που ονομάσαμε ορθολογικό. Βεβαίως αν κάποιος μεμονωμένος επενδυτής έχει πρόσβαση σε ένα προνομιακό σύνολο πληροφοριών (για παράδειγμα εσωτερική πληροφόρηση), τότε το δικό του σύνολο πληροφοριών είναι διαφορετικό από αυτό της αγοράς, (δηλαδή το Φ_t) και ως εκ τούτου μπορεί οι προσδοκίες που δύναται να διαμορφώσει να υπερτερούν των ορθολογικών.

Η συζήτηση που προηγήθηκε μπορεί να τυποποιηθεί κάτω από την υπόθεση των ορθολογικών προσδοκιών ως εξής: Αρχικά υποθέτουμε ότι απόδοση, $R_{i,t+1}$ μεταξύ των χρονικών στιγμών t και t+1 είναι γραμμική συνάρτηση της μη-αναμενόμενης (κατά τη χρονική στιγμή t) αλλαγής (κατά τη χρονική στιγμή t+1) του οικονομικού παράγοντα x_t:

$$R_{i,t+1} = a_i + b_i\,[x_{t+1} - E(x_{t+1} \mid \Phi_t)] + u_{i,t+1} \qquad (1)$$

όπου επίσης υποθέτουμε ότι ο τυχαίος όρος $u_{i,t+1}$ έχει μέσο ίσο με το μηδέν και είναι ανεξάρτητος του x_{t+1}. Η ορθολογική πρόβλεψη της απόδοσης που διενεργείται από την αγορά τη χρονική στιγμή t για τη χρονική στιγμή t+1 μπορεί να εξαχθεί αν εφαρμόσουμε και στα δύο μέλη της παραπάνω ισότητας τον μαθηματικό τελεστή $E(\cdot \mid \Phi_t)$. Αυτή η εφαρμογή μας δίνει το εξής:

$$E(R_{i,t+1} \mid \Phi_t) = a_i + b_i\,[E(x_{t+1} \mid \Phi_t) - E(x_{t+1} \mid \Phi_t)] + E(u_{i,t+1} \mid \Phi_t)$$

από την οποία προκύπτει ότι:

$$E(R_{i,t+1} \mid \Phi_t) = a_i \qquad (2)$$

Παρατηρήσεις:

(i) Η βασική σχέση (1) που περιγράφει τον γενεσιουργό μηχανισμό των αποδόσεων έχει ως συνέπεια το ότι η απόκλιση $R_{i,t+1} - a_i$ μεταξύ της πραγματικής απόδοσης $R_{i,t+1}$ και της αναμενόμενης a_i (δηλαδή η «έκπληξη στην απόδοση») να είναι γραμμική συνάρτηση της «έκπληξης» στον παράγοντα x. Πιο συγκεκριμένα, ας υποθέσουμε ότι τη χρονική στιγμή t ο τυπικός επενδυτής έχει διαμορφώσει μια ορθολογική προσδοκία $E(x_{t+1} \mid \Phi_t)$ για τη μελλοντική τιμή του παράγοντα x και επίσης μια ορθολογική προσδοκία $E(R_{i,t+1} \mid \Phi_t)$ για τη μελλοντική απόδοση. Αν κατά τη χρονική στιγμή t+1 η πραγματική τιμή του παράγοντα x είναι ίση με την προσδοκία, δηλαδή αν $x_{t+1} = E(x_{t+1} \mid \Phi_t)$ τότε και η πραγματική απόδοση που θα σημειωθεί $R_{i,t+1}$ θα είναι ακριβώς ίση με την αναμενόμενη συν την τιμή του τυχαίου όρου $u_{i,t+1}$. Αντίθετα, μια θετική έκπληξη στον παράγοντα x δηλαδή $x_{t+1} - E(x_{t+1} \mid \Phi_t) > 0$ θα επιφέρει μια θετική έκπληξη στη απόδοση της περιόδου t+1.

(ii) Η παραπάνω παρατήρηση μπορεί να επαναδιατυπωθεί ως εξής: Η υπόθεση των ορθολογικών προσδοκιών για τη μελλοντική τιμή της x σημαίνει ότι αυτές οι αποδόσεις είναι κατά μέσο όρο σωστές, δηλαδή:

$$x_{t+1} = E\,(x_{t+1} \mid \Phi_t) + \varepsilon_{xt+1} \tag{3}$$

όπου ο όρος ε_{xt+1} είναι μη-συστηματικός και έχει μέσο ίσο με το μηδέν. Σε αυτή την περίπτωση η απόκλιση μεταξύ της πραγματοποιηθείσας και αναμενόμενης απόδοσης δηλαδή η διαφορά $R_{i,t+1}$ - a_i είναι ίση με:

$$R_{i,t+1} - a_i = b_i \varepsilon_{xt+1} + u_{i,t+1}$$

Κατά συνέπεια, οποιαδήποτε απόκλιση μεταξύ της πραγματοποιηθείσας και αναμενόμενης απόδοσης τη χρονική στιγμή $t+1$ οφείλεται αποκλειστικά και μόνο σε μη-αναμενόμενες αλλαγές στον συστηματικό παράγοντα x ή/και σε τυχαίους παράγοντες που εκφράζονται από τον όρο $u_{i,t+1}$. Αυτές οι αλλαγές δεν ήταν προβλέψιμες κατά τη χρονική στιγμή t, και ως εκ τούτου μπορούν να θεωρηθούν «εκπλήξεις».

(iii) Η προηγούμενη συζήτηση προτείνει ότι υπάρχουν τρεις «δυνάμεις» που κινούν τις αποδόσεις $R_{i,t+1}$ στον χρόνο: (α) Η πρώτη είναι η προσδοκία για τη μελλοντική απόδοση $E\,(R_{i,t+1} \mid \Phi_t)$ που είναι διαχρονικά σταθερή και ίση με a_i. (β) Η δεύτερη είναι η «έκπληξη» ε_{xt+1} στην τιμή του συστηματικού παράγοντα τη χρονική στιγμή $t+1$. Σε αυτό το σημείο αξίζει να παρατηρήσουμε ότι το ύψος της απόκλισης στις αποδόσεις (για ένα δεδομένο επίπεδο έκπληξης) διαφέρει από κατηγορία σε κατηγορία ανάλογα με τον συντελεστή βήτα της κάθε κατηγορίας. (γ) Η τρίτη είναι τα τυχαία συμβάντα που συμβαίνουν τη χρονική στιγμή $t+1$ και αντιπροσωπεύονται από τον όρο $u_{i,t+1}$.

(iv) Η διαχρονική σταθερότητα της αναμενόμενης απόδοσης a_i έχει συγκεκριμένες συνέπειες για τη στοχαστική ανέλιξη των αποδόσεων. Συγκεκριμένα, κάτω από την ισχύ της (1) ως γενεσιουργού μηχανισμού των αποδόσεων, η αναμενόμενη απόδοση $E\,(R_{i,t+1} \mid \Phi_t)$ είναι ανεξάρτητη του συνόλου πληροφοριών Φ_t, διαχρονικά σταθερή και ίση με τον αδέσμευτο μέσο $E\,(R_{i,t+1}) = \alpha_i$. Αυτό σημαίνει ότι η στοχαστική ανέλιξη των αποδόσεων χαρακτηρίζεται από την ιδιότητα της Mean Conditional Independence (MCI) ή όπως συνηθίζεται στη βιβλιογραφία να αναφέρεται (όχι με απόλυτη αυστηρότητα αν $\alpha_i \neq 0$) από την ιδιότητα martingale difference (βλέπε, για παράδειγμα, LeRoy 1973, 1989). Στην περίπτωση δε, που υποτεθεί επιπρόσθετα η στασιμότητα των όρων $b_i\,[x_{t+1} - E\,(x_{t+1} \mid \Phi_t)]$ και $u_{i,t+1}$, τότε η στοχαστική ανέλιξη των αποδόσεων είναι επίσης στάσιμη. Να σημειωθεί πως αυτό συμβαίνει ακόμα και στην περίπτωση όπου η ανέλιξη $\{\varepsilon_{xt}\}$ είναι στάσιμη και το b_i δεν είναι διαχρονικά σταθερό αλλά περιγράφεται και αυτό από μία στάσιμη στοχαστική ανέλιξη $\{b_{it}\}$.

(v) Η σχέση (1) ορίζει ένα στατιστικό μοντέλο για τις αποδόσεις. Από μόνη της, χωρίς επιπρόσθετες υποθέσεις, δεν θέτει κάποιον συγκεκριμένο περιορισμό στον τρόπο με τον οποίο τιμολογείται το ρίσκο. Αν επιπλέον υποθέσουμε μια επαρκώς διαφοροποιημένη αγορά στην οποία δεν υπάρχουν ευκαιρίες arbitrage, τότε η σχέση (1) σε συνδυασμό με τις επιπρόσθετες υποθέσεις συνεπάγεται ότι η αναμενόμενη απόδοση ισορροπίας είναι ίση με:

$$E\,(R_{i,t+1} \mid \Phi_t) = \lambda_0 + \lambda_1 b_i$$

όπου λ_0 είναι η απόδοση ενός επενδυτικού αγαθού χωρίς ρίσκο και λ_1 είναι το πριμ ρίσκου του παράγοντα x (βλέπε Ross 1976).

(vi) Από τα παραπάνω συνάγεται ότι ο μεμονωμένος επενδυτής ή διαχειριστής κεφαλαίων που επιχειρεί να «νικήσει την αγορά» είναι καταδικασμένος σε αποτυχία, νοουμένου ότι το σύνολο πληροφοριών που διαθέτει δεν διαφέρει από αυτό της αγοράς, δηλαδή το Φ_t.

Στη συνέχεια, ας δούμε τις συνέπειες που έχει η υπόθεση (1) σε συνδυασμό με την υπόθεση των ορθολογικών προσδοκιών για την πρόβλεψη της διακύμανσης $Var\,(R_{i,t+1} \mid \Phi_t)$, καθώς και της

συνδιακύμανσης $Cov\,[(R_{i,t+1}, R_{j,t+1}) \mid \Phi_t],\ i \neq j$ των αποδόσεων για τη χρονική στιγμή $t + 1$. Συγκεκριμένα, για τη διακύμανση έχουμε:

$$Var\,(R_{i,t+1} \mid \Phi_t) = Var\ ((\alpha_i + b_i\,[x_{t+1} - E\,(x_{t+1} \mid \Phi_t)] + u_{i,t+1}) \mid \Phi_t)$$
$$= b_i^2\ Var\,(x_{t+1} \mid \Phi_t) + Var\,(u_{i,t+1}) \qquad (4)$$

Όσον αφορά τη συνδιακύμανση, ας υποθέσουμε πως ο αντίστοιχος παράγοντας της μετοχής j είναι ο y_t. Τότε, η απόδοση $R_{j,t}$ ικανοποιεί τη σχέση:

$$R_{j,t+1} = \alpha_j + b_j\,[y_{t+1} - E\,(y_{t+1} \mid \Phi_t)] + u_{j,t+1}$$

και η συνδιακύμανση $Cov\,[(R_{i,t+1}, R_{j,t+1}) \mid \Phi_t]$ δίνεται ως εξής:

$$Cov\,[(R_{i,t+1}, R_{j,t+1}) \mid \Phi_t] = b_i\ b_j\ Cov\,[(x_{i,t+1}, y_{j,t+1}) \mid \Phi_t] \qquad (5)$$

όπου χρησιμοποιήσαμε την υπόθεση ότι δεν υπάρχει γραμμική εξάρτηση ανάμεσα στους ιδιοσυγκρατικούς παράγοντες $u_{i,}$ και $u_{j,}$, δηλαδή ότι $Cov\,[(u_{i,t+1}, u_{j,t+1}) \mid \Phi_t] = 0$. Παρατηρούμε ότι οι παραπάνω σχέσεις για τις δεσμευμένες ροπές δεύτερης τάξης των αποδόσεων συνεπάγονται τα εξής:

(i) Η παρουσία δεσμευμένης ετεροσκεδαστικότητας (όπως για παράδειγμα τύπου GARCH) στις αποδόσεις $R_{i,t}$ εξαρτάται από το αν η στοχαστική ανέλιξη $\{x_t\}_{t \geq 1}$ και/ή στοχαστική ανέλιξη $\{u_{i,t}\}_{t \geq 1}$ χαρακτηρίζονται από δεσμευμένη ετεροσκεδαστικότητα. Με άλλα λόγια, κάτω από την υπόθεση (1), προκειμένου να εξηγήσουμε τη δυναμική ετεροσκεδαστικότητα που παρατηρείται στις αποδόσεις των μετοχών είμαστε υποχρεωμένοι να υποθέσουμε πως είτε ο συστηματικός είτε ο τυχαίος παράγοντας είτε και οι δύο χαρακτηρίζονται από αυτή την ιδιότητα. Αντίθετα, αν επιτρέψουμε στην παράμετρο b_i να μεταβάλλεται διαχρονικά επιδεικνύοντας αυτοσυσχέτιση, τότε η δυναμική ετεροσκεδαστικότητα των αποδόσεων εξηγείται ακόμα και αν και ο συστηματικός και ο τυχαίος παράγοντας είναι διαχρονικά ανεξάρτητες ανελίξεις (βλέπε Kourogenis and Pittis 2010).

(ii) Επιπλέον, η πρόβλεψη της διακύμανσης των αποδόσεων για την επόμενη χρονική περίοδο απαιτεί εκτός από την εκτίμηση της παραμέτρου b_i και προβλέψεις για την αυριανή διακύμανση τόσο του συστηματικού παράγοντα x_t όσο και του τυχαίου παράγοντα $u_{i,t}$.

(iii) Η σχέση (4) μπορεί να επεκταθεί ώστε να συμπεριλάβει ως ερμηνευτική μεταβλητή τη διακύμανση στις προβλέψεις των αναλυτών η οποία είναι διαθέσιμη τη χρονική στιγμή t και άρα αποτελεί στοιχείο του Φ_t.

Στρατηγική κατανομή επενδύσεων – ορθολογικές προσδοκίες – αποτελεσματικές αγορές

Η παραπάνω ανάλυση η οποία βασίστηκε στην υπόθεση των ορθολογικών προσδοκιών ή, ισοδύναμα, στην υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών προτείνει τα ακόλουθα βήματα για μια στρατηγική κατανομή επενδύσεων. Να σημειωθεί ότι με τον όρο «στρατηγική» εννοούμε την κατανομή επενδύσεων η οποία είναι άριστη από την οπτική γωνία του τυπικού επενδυτή ή του συνόλου της ορθολογικής αγοράς, η οποία χρησιμοποιεί με αποτελεσματικό τρόπο το σύνολο πληροφοριών Φ_t. Αυτό σημαίνει ότι κανένας μεμονωμένος επενδυτής ή διαχειριστής κεφαλαίων που δεν έχει προνομιακή πληροφόρηση δεν μπορεί να πετύχει καλύτερη κατανομή επενδύσεων από αυτή του τυπικού επενδυτή.

Τα βήματα που πρέπει να ακολουθήσουμε προκειμένου να δημιουργήσουμε άριστα χαρτοφυλάκια είναι τα εξής:

(i) Εύρεση του μακροοικονομικού παράγοντα x_t (ή του συνόλου των παραγόντων αν αυτοί είναι πολλοί) ανά επενδυτική κατηγορία. Οι Chen, Roll and Ross (1986) ισχυρίζονται ότι για τις αμερικανικές μετοχές οι μεταβλητές x_t που αντιπροσωπεύουν πηγές κινδύνου είναι η διαφορά μεταξύ μακροχρόνιων και βραχυχρόνιων επιτοκίων, ο αναμενόμενος και μη-αναμενόμενος πληθωρισμός, η βιομηχανική παραγωγή και η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων των ομολόγων υψηλής και χαμηλής διαβάθμισης.

(ii) Εκτίμηση της σχέσης (1) για κάθε επενδυτική κατηγορία, όπου ως $E\,(x_{t+1} \mid \Phi_t)$ θα χρησιμοποιήσουμε τις προβλέψεις των αναλυτών που είναι διαθέσιμες τη χρονική στιγμή t. Η εκτίμηση αυτών των σχέσεων θα μας δώσει τις παραμέτρους a_i των n επενδυτικών κατηγοριών, οι οποίες δεν είναι άλλες από τις (διαχρονικά σταθερές) αναμενόμενες αποδόσεις αυτών των κατηγοριών. Στο σημείο αυτό αξίζει να κάνουμε μια διάκριση μεταξύ στατιστικής επάρκειας και οικονομικής ερμηνείας. Πιο συγκεκριμένα, υπάρχει πιθανότητα κάποιες μεταβλητές να αποδειχθούν στατιστικά σημαντικές, χωρίς να μπορούμε να δείξουμε ότι όντως αντιπροσωπεύουν παράγοντες κινδύνου τους οποίους τιμολογεί η αγορά στα πλαίσια ενός συγκεκριμένου θεωρητικού πλαισίου. Αυτό δεν σημαίνει κατ' ανάγκη ότι οι μεταβλητές αυτές πρέπει να αφαιρεθούν από το στατιστικό υπόδειγμα. Εναλλακτικά, μπορεί το θεωρητικό πλαίσιο μέσα στο οποίο γίνεται η αξιολόγησή τους να είναι εσφαλμένο.

(iii) Εναλλακτικά, οι αναμενόμενες αποδόσεις $E\,(R_{i,t+1} \mid \Phi_t) = \alpha_i$ μπορούν να εκτιμηθούν παίρνοντας τους δειγματικούς μέσους των πραγματοποιηθεισών ιστορικών αποδόσεων $R_{i,t}$.

(iv) Εκτίμηση των δεσμευμένων διακυμάνσεων $Var\,(R_{i,t+1} \mid \Phi_t)$ και συνδιακυμάνσεων $Cov\,[(R_{i,t+1}, R_{j,t+1}) \mid \Phi_t]$ από τις σχέσεις (4) και αντίστοιχα. Για τις εκτιμήσεις αυτές χρειαζόμαστε εκτός των παραμέτρων b_i και εκτιμήσεις των $Var\,(x_{i,t+1} \mid \Phi_t)$ και $Var\,(u_{i,t+1} \mid \Phi_t)$ οι οποίες μπορούν να αποκτηθούν υποθέτοντας ότι οι ανελίξεις $\{x_t\}_{t\geq 1}$ και $\{u_{i,t}\}_{t\geq 1}$ είναι GARCH. (Εναλλακτικά, πώς μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε τη διακύμανση των προβλέψεων των αναλυτών προκειμένου να εκτιμήσουμε τη διακύμανση της x;)

(v) Εισαγωγή των εκτιμήσεων από τα βήματα (iii) και (iv) στη διαδικασία αριστοποίησης και εύρεση των άριστων χαρτοφυλακίων με βάση το σύνολο πληροφοριών Φ_t .

2.2 Μη-ορθολογικές προσδοκίες

Η παραπάνω ανάλυση βασίστηκε στην υπόθεση των ορθολογικών προσδοκιών ή με άλλα λόγια στην υπόθεση ότι η αγορά χρησιμοποιεί το σωστό μέτρο πιθανότητας στη δημιουργία των προσδοκιών της. Μια συνέπεια αυτής της υπόθεσης είναι ότι η αγορά δεν κάνει «συστηματικά λάθη» στις προβλέψεις της. Πράγματι, αν υποθέσουμε ότι για μια δεδομένη χρονική περίοδο η αγορά έκανε κάποιο συστηματικό σφάλμα στη δημιουργία των υποκειμενικών προβλέψεων $\mathrm{E}\,(x_{i,t+1} \mid \Phi_t)$, τότε η υπόθεση των ορθολογικών προσδοκιών σημαίνει ότι σύντομα η αγορά θα αντιληφθεί το λάθος αυτό και θα αναπροσαρμόσει κατάλληλα τις προσδοκίες της, αποκαθιστώντας έτσι την ορθολογικότητα.

Στην ενότητα αυτή θα εξετάσουμε το αν όντως η αγορά δημιουργεί ορθολογικές προβλέψεις και αν όχι πώς ένας μεμονωμένος επενδυτής που ανίχνευσε αυτή τη μη-ορθολογικότητα μπορεί να την εκμεταλλευτεί για να δημιουργήσει χαρτοφυλάκια καλύτερα από το «άριστο» χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Και πάλι θα υποθέσουμε ότι οι αποδόσεις σε κάθε χρονική περίοδο καθορίζονται από τις «εκπλήξεις» στον παράγοντα x, μόνο που τώρα οι εκπλήξεις ορίζονται με βάση τον υποκειμενικό τελεστή $\mathrm{E}\,(\cdot \mid \Phi_t)$ αντί του μαθηματικού τελεστή $E\,(\cdot \mid \Phi_t)$. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα το μοντέλο που περιγράφει τη διαχρονική συμπεριφορά των αποδόσεων να είναι το

$$R_{i,t+1} = \alpha_i + b_i\,[x_{t+1} - \mathrm{E}\,(x_{t+1} \mid \Phi_t)] + u_{i,t+1} \tag{6}$$

Η υπόθεση των ορθολογικών προσδοκιών σημαίνει ότι η τυχαία μεταβλητή x_{t+1} (για παράδειγμα, ο λογάριθμος της βιομηχανικής παραγωγής) μπορεί να αναλυθεί ως εξής:

$$x_{t+1} = E\,(x_{t+1} \mid \Phi_t) + v_{t+1} \tag{7}$$

ή αφαιρώντας τον όρο x_t και από τα δύο μέλη αυτής της εξίσωσης

$$x_{t+1} - x_t = [\,E\,(x_{t+1} \mid \Phi_t) - x_t\,] + v_{t+1}$$

όπου ο τυχαίος όρος v_{t+1} τη μη-συστηματική συνιστώσα. Ο όρος $x_{t+1} - x_t$ εκφράζει τον πραγματικό ρυθμό μεταβολής της x μεταξύ των περιόδων t και t+1, ενώ ο όρος $[E(x_{t+1} \mid \Phi_t) - x_t]$ εκφράζει τον αναμενόμενο ρυθμό μεταβολής, με την προσδοκία να έχει σχηματιστεί τη χρονική στιγμή t. Αυτό σημαίνει ότι οι υποκειμενικές προσδοκίες $[\mathrm{E}(x_{t+1} \mid \Phi_t) - x_t]$ για τον ρυθμό μεταβολής της x οι οποίες είναι παρατηρήσιμες σε κάθε χρονική στιγμή t (για παράδειγμα οι προβλέψεις των αναλυτών της Bloomberg) είναι ορθολογικές αν στο πλαίσιο της εξίσωσης

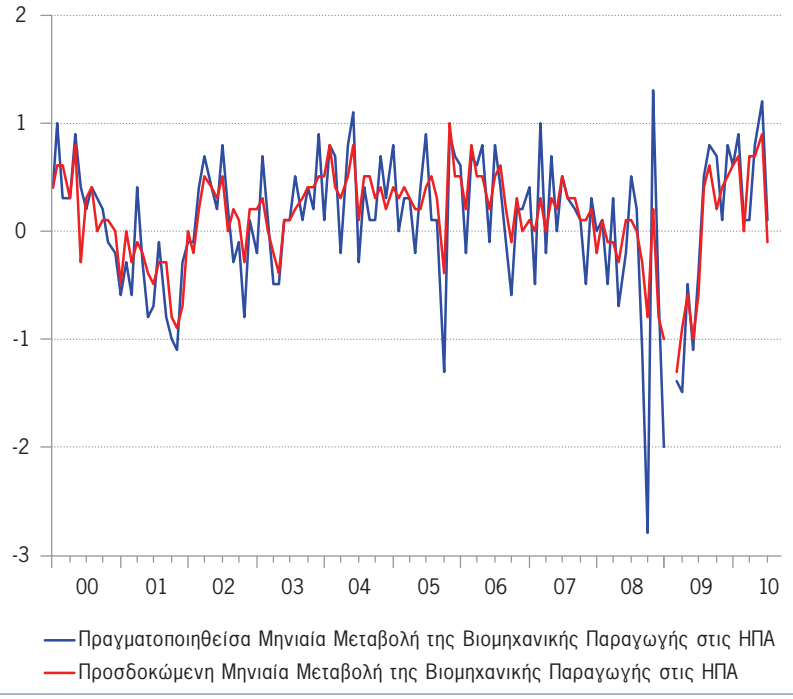
$$x_{t+1} - x_t = \delta_0 + \delta_1 [\mathrm{E}(x_{t+1} \mid \Phi_t) - x_t] + \xi_{t+1} \tag{8}$$

ικανοποιούν τους εξής περιορισμούς:

$$\begin{aligned} \delta_0 &= 0 \\ \delta_1 &= 1 \\ \xi_{t+1} &= v_{t+1} \end{aligned} \tag{9}$$

Ας εξετάσουμε την περίπτωση των μηνιαίων προβλέψεων της Bloomberg για τον ρυθμό μεταβολής της βιομηχανικής παραγωγής. Δηλαδή, για τη συγκεκριμένη περίπτωση το $x_{t+1} - x_t$ συμβολίζει την πραγματοποιηθείσα μεταβολή της βιομηχανικής παραγωγής μεταξύ των περιόδων t και t+1, ενώ το $[\mathrm{E}(x_{t+1} \mid \Phi_t) - x_t]$ συμβολίζει την προσδοκία της αγοράς για τη μεταβολή της βιομηχανικής παραγωγής μεταξύ των περιόδων t και t+1. Οι δύο σειρές που εξετάζουμε, δηλαδή η πραγματοποιηθείσα και η προσδοκώμενη μηνιαία μεταβολή της βιομηχανικής παραγωγής εμφανίζονται στο Διάγραμμα 1 για τη χρονική περίοδο Ιανουάριος 2000 – Ιούλιος 2010.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 Πραγματοποιηθείσα και Προσδοκώμενη Μηνιαία Μεταβολή της Βιομηχανικής Παραγωγής στις ΗΠΑ



Οι στατιστικές ιδιότητες των δύο αυτών σειρών για την υπό εξέταση περίοδο συνοψίζονται στον Πίνακα 1:

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Περιγραφικά Στατιστικά της Πραγματοποιηθείσας, $x_{t+1} - x_t$ και Προσδοκώμενης, $[E(x_{t+1} \mid \Phi_t) - x_t]$, Μηνιαίας Μεταβολής της Βιομηχανικής Παραγωγής στις ΗΠΑ

	$x_{t+1} - x_t$	$E(x_{t+1} \mid \Phi_t) - x_t$
Μέσος	0,084	0,128
Διάμεσος	0,150	0,200
Τυπική Απόκλιση	0,654	0,434
Ασυμμετρία	-1,161	-0,875
Κύρτωση	5,590	3,731
Jarque–Berra test	63,83	18,91
Συντελεστής AR(1)	0,266	0,585
Έλεγχος Αυτοσυσχέτισης Q(12)	38,73	149,75

Ο Πίνακας 1 προτείνει τα εξής:

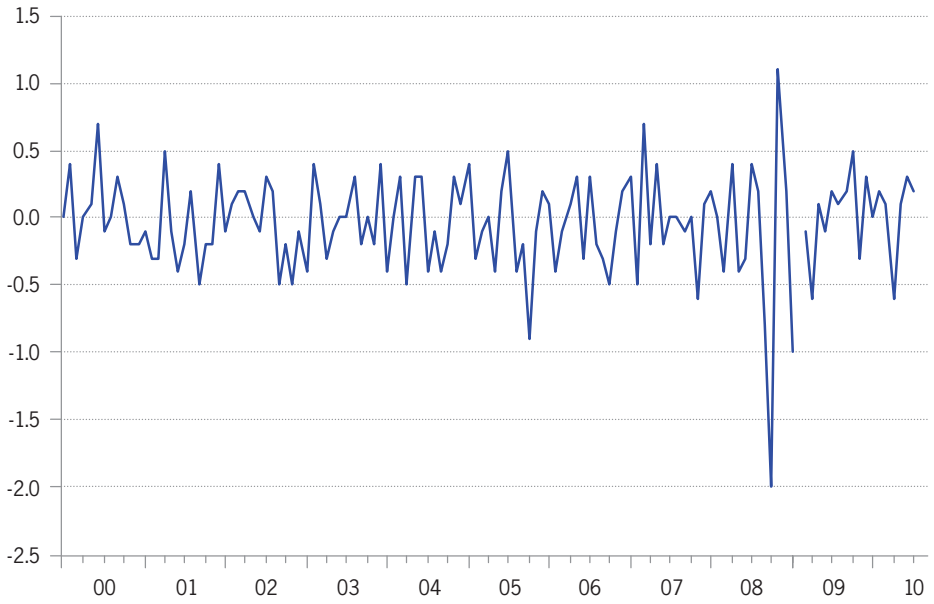
(i) Ο δειγματικός μέσος (και η διάμεσος) των προσδοκώμενων μεταβολών είναι μεγαλύτερος του μέσου των πραγματικών μεταβολών. Αντίθετα, η τυπική απόκλιση των προσδοκώμενων μεταβολών είναι σημαντικά μικρότερη αυτής των πραγματικών. Αυτές οι διαφορές οφείλονται στην αδυναμία των προσδοκώμενων μεταβολών να προβλέψουν επαρκώς τις μεγάλες αρνητικές πραγματικές μεταβολές που υπάρχουν στο δείγμα. Με άλλα λόγια, οι αναλυτές εμφανίζονται ιδιαίτερα συντηρητικοί στο να προβούν σε ιδιαίτερα μεγάλες (κατά απόλυτη τιμή) αρνητικές προβλέψεις.

(ii) Το παραπάνω χαρακτηριστικό αντανακλάται και στα κατανομικά χαρακτηριστικά των δύο σειρών. Πιο συγκεκριμένα, οι προσδοκώμενες μεταβολές χαρακτηρίζονται από μικρότερη αρνητική ασυμμετρία και κύρτωση από ό,τι οι πραγματικές μεταβολές.

(iii) Η αδυναμία των αναλυτών να προβούν σε ραγδαίες μεταβολές των προβλέψεών τους από μήνα σε μήνα προκαλεί έναν ιδιαίτερα μεγάλο βαθμό persistence στις προσδοκώμενες μεταβολές σε σχέση με τις πραγματικές. Πράγματι, ο συντελεστής αυτοσυσχέτισης των προσδοκώμενων μεταβολών είναι υπερδιπλάσιος αυτού των πραγματικών μεταβολών.

Η διαχρονική πορεία των εκπλήξεων σχετικά με τη βιομηχανική παραγωγή, δηλαδή η μεταβλητή $x_{t+1} - E(x_{t+1} \mid \Phi_t)$ που εμφανίζεται στη σχέση (6) παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 2:

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 Διαχρονική Συμπεριφορά των Μη Αναμενόμενων Ρυθμών Μεταβολής της Βιομηχανικής Παραγωγής στις ΗΠΑ



Στη συνέχεια θα προβούμε σε εκτίμηση της σχέσης (8) προκειμένου να ελέγξουμε την υπόθεση των ορθολογικών προσδοκιών. Τα αποτελέσματα της εκτίμησης για την περίπτωση της βιομηχανικής παραγωγής εμφανίζονται στον Πίνακα 2:

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Έλεγχος της Υπόθεσης των Ορθολογικών Προβλέψεων για τη Βιομηχανική Παραγωγή (Ιαν. 2000 – Ιούλ. 2010)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0,076655	0,033695	-2,274983	0,0246
$\mathrm{E}\,(x_{t+1} \mid \Phi_t) - x_t$	1,256701	0,074695	16,82450	0,0000
R-squared	0,695379	Mean dependent var		0,084921
Adjusted R-squared	0,692923	S.D. dependent var		0,654225
S.E. of regression	0,362536	Akaike info criterion		0,824360
Sum squared resid	16,29761	Schwarz criterion		0,869380
Log likelihood	-49,93467	F-statistic		283,0637
Durbin–Watson stat	2,253118	Prob(F-statistic)		0,000000

Τα αποτελέσματα από την εκτίμηση της εξίσωσης συνοψίζονται ως εξής:

(i) Τόσο η εκτίμηση της παραμέτρου δ_0 όσο και αυτή της παραμέτρου δ_1 εμφανίζονται στατιστικά διάφορες του μηδέν και ένα, αντίστοιχα.

(ii) Το στατιστικό Durbin–Watson προτείνει την ύπαρξη ελαφράς αρνητικής συσχέτισης στον όρο ξ_t. Επιπρόσθετοι έλεγχοι επιβεβαιώνουν την ύπαρξη της αρνητικής συσχέτισης στα κατάλοιπα. Για παράδειγμα,

το στατιστικό Q(12) ισούται με 27,17 με αντίστοιχη p-value ίση με 0,007. Οι συντελεστές αυτοσυσχέτισης πρώτης και δεύτερης τάξης είναι ίσοι με -0,140 και -0,21 αντίστοιχα.

Τα παραπάνω αποτελέσματα συνηγορούν στην απόρριψη της υπόθεσης των ορθολογικών προβλέψεων για τη μεταβολή της βιομηχανικής παραγωγής. Αυτό σημαίνει ότι οι υποκειμενικές προβλέψεις των αναλυτών $\mathrm{E}\,(x_{t+1} \mid \Phi_t)$ δεν δημιουργούνται με βάση το σωστό μέτρο πιθανότητας και άρα οι υποκειμενικές προβλέψεις $\mathrm{E}\,(x_{t+1} \mid \Phi_t)$ δεν ταυτίζονται με τις αντικειμενικές προβλέψεις $E\,(x_{t+1} \mid \Phi_t)$ οι οποίες χαρακτηρίζουν τη στοχαστική δομή του φαινομένου. Αυτό με τη σειρά του σημαίνει ότι υπάρχει περιθώριο για τον συγκεκριμένο επενδυτή, ο οποίος αντιλαμβάνεται αυτό τον ορθολογισμό, να τον εκμεταλλευτεί κατάλληλα προκειμένου να «νικήσει την αγορά». Αυτό μπορεί να γίνει ως εξής: Υποθέτουμε ότι η σχέση (8) ισχύει με $\delta_0 \neq 0$ και $\delta_1 \neq 1$. Ο όρος $\mathrm{E}\,(x_{t+1} \mid \Phi_t)$ είναι γνωστός (παρατηρήσιμος) τη χρονική στιγμή t, δηλαδή με άλλα λόγια αποτελεί στοιχείο του Φ_t. Ας εφαρμόσουμε τον μαθηματικό τελεστή $E\,(\cdot \mid \Phi_t)$ και στα δύο μέλη της (8):

$$E\,(x_{t+1} \mid \Phi_t) - x_t = \delta_0 + \delta_1\, E\,(\mathrm{E}\,(x_{t+1} \mid \Phi_t) - x_t \mid \Phi_t) + E\,(\xi_{t+1} \mid \Phi_t)$$

από όπου συνεπάγεται ότι:

$$E\,(x_{t+1} \mid \Phi_t) - x_t = \delta_0 + \delta_1 \mathrm{E}\,(x_{t+1} \mid \Phi_t) - \delta_1 x_t + E\,(\xi_{t+1} \mid \Phi_t) \tag{10}$$

Σχετικά με τον τελευταίο όρο, άν η ανέλιξη $\{\xi_t\}_{t \geq 1}$ είναι mean conditional independent τότε

$E\,(\xi_{t+1} \mid \Phi_t) = 0$. Αντίθετα, αν η ανέλιξη $\{\xi_t\}_{t \geq 1}$ επιδεικνύει διαχρονική εξάρτηση τότε

$E\,(\xi_{t+1} \mid \Phi_t) = h(\Phi_t)$. Για παράδειγμα, αν η $\{\xi_t\}_{t \geq 1}$ είναι AR(1), $\xi_t = \rho_\xi \xi_{t-1} + \varepsilon_{\xi t}$ τότε

$E\,(\xi_{t+1} \mid \Phi_t) = \rho_\xi \xi_t$

περίπτωση κατά την οποία η σχέση (10) γίνεται:

$$E\,(x_{t+1} \mid \Phi_t) - x_t = \delta_0 + \delta_1 \mathrm{E}\,(x_{t+1} \mid \Phi_t) - \delta_1 x_t + \rho_\xi \xi_t \tag{11}$$

Να σημειωθεί ότι ο όρος ξ_t είναι μη-παρατηρήσιμος αλλά μπορεί να υποκατασταθεί από τον παρατηρήσιμο όρο $\hat{\xi}_t$:

$$\hat{\xi}_t = x_t + \hat{\delta}_0 - \hat{\delta}_1 \mathrm{E}\,(x_t \mid \Phi_{t-1}).$$

Στη συνέχεια θα εφαρμόσουμε κάποιους απλούς αλγεβρικούς μετασχηματισμούς στην (11) προκειμένου να εξάγουμε μια έκφραση για τη διαφορά $E\,(x_{t+1} \mid \Phi_t) - \mathrm{E}\,(x_{t+1} \mid \Phi_t)$ την οποία θα χρησιμοποιήσουμε αργότερα. Συγκεκριμένα, αφαιρώντας και από τα δύο μέλη της (11) τον όρο $\mathrm{E}\,(x_{t+1} \mid \Phi_t)$ και μεταφέροντας το x_t στο δεξιό σκέλος της (11), έχουμε:

$$E\,(x_{t+1} \mid \Phi_t) - \mathrm{E}\,(x_{t+1} \mid \Phi_t) = \delta_0 + (\delta_1 - 1)\mathrm{E}\,(x_{t+1} \mid \Phi_t) + (1 - \delta_1) x_t + \rho_\xi \xi_t \tag{12}$$

Η σχέση (12) σημαίνει ότι η διαφορά μεταξύ των ορθολογικών και υποκειμενικών προβλέψεων που διενεργούνται τη χρονική στιγμή t είναι συνάρτηση μεταβλητών που ανήκουν στο Φ_t.

Η σχέση (12) μπορεί στη συνέχεια να χρησιμοποιηθεί ως εξής: Ας επανέλθουμε στη βασική σχέση (6) που εκφράζει τον γενεσιουργό μηχανισμό των αποδόσεων και ας εφαρμόσουμε και στα δύο σκέλη της τον μαθηματικό τελεστή $E\,(\cdot \mid \Phi_t)$:

$$E\,(R_{i,t+1} \mid \Phi_t) = \alpha_i + b_i [E\,(x_{t+1} \mid \Phi_t) - \mathrm{E}\,(x_{t+1} \mid \Phi_t)] + E\,(u_{t+1} \mid \Phi_t), \tag{13}$$

και αφού $\mathrm{E}\,(u_{t+1} \mid \Phi_t) = 0$ τελικά προκύπτει ότι:

$$E\,(R_{i,t+1} \mid \Phi_t) = \alpha_i + b_i [E\,(x_{t+1} \mid \Phi_t) - \mathrm{E}\,(x_{t+1} \mid \Phi_t)] \tag{14}$$

Η παραπάνω σχέση προτείνει ότι η αναμενόμενη απόδοση $E\,(R_{i,t+1} \mid \Phi_t)$ που χαρακτηρίζει τη στοχαστική ανέλιξη των αποδόσεων δεν είναι πλέον σταθερή σε κάθε χρονική στιγμή, αλλά αντίθετα είναι συνάρτηση της

διαφοράς μεταξύ της ορθολογικής και υποκειμενικής πρόβλεψης για τον παράγοντα x. Επιπλέον γνωρίζουμε ότι αυτή η διαφορά έχει μια συγκεκριμένη έκφραση σε όρους μεταβλητών που είναι παρατηρήσιμες τη χρονική στιγμή t, όπως προτείνει η σχέση (12). Πράγματι, αντικαθιστώντας την (12) στην (14) παίρνουμε:

$$E\,(R_{i,t+1} \mid \Phi_t) = \alpha_i + b_i\,[\delta_0 + (\delta_1 - 1)\mathrm{E}\,(x_{t+1} \mid \Phi_t) + (1 - \delta_1)x_t + \rho_\xi \xi_t]$$

και τελικά:

$$E\,(R_{i,t+1} \mid \Phi_t) = \alpha_i + b_i\,[\delta_0 + (\delta_1 - 1)(\mathrm{E}\,(x_{t+1} \mid \Phi_t) - x_t) + \rho_\xi \xi_t]. \qquad (15)$$

Παρατηρήσεις

(i) Η σχέση (15) σημαίνει ότι ο δεσμευμένος μέσος $E\,(R_{i,t+1} \mid \Phi_t)$ των αποδόσεων είναι συνάρτηση της δεσμεύουσας πληροφορίας Φ_t. Αυτό με τη σειρά του σημαίνει ότι η στοχαστική ανέλιξη των αποδόσεων δεν είναι MCI.

(ii) Η σχέση (15) ερμηνεύεται ως εξής: Η αγορά διαπράττει ένα συστηματικό σφάλμα στην πρόβλεψη της μελλοντικής τιμής $\mathrm{E}\,(x_{t+1} \mid \Phi_t)$ του παράγοντα x. Αυτό το σφάλμα «ενσωματώνεται» στα στοχαστικά χαρακτηριστικά της στοχαστικής ανέλιξης των αποδόσεων. Κατά συνέπεια, η ορθολογική πρόβλεψη $E\,(R_{i,t+1} \mid \Phi_t)$ των αποδόσεων η οποία χρησιμοποιεί το σωστό μέτρο πιθανότητας, δηλαδή αυτό που αντικειμενικά πηγάζει από τα στοχαστικά χαρακτηριστικά του φαινομένου, θα πρέπει αναγκαστικά να λάβει υπόψη το συστηματικό αυτό σφάλμα, αφού το τελευταίο αποτελεί μέρος του στοχαστικού μηχανισμού που παράγει τις αποδόσεις.

(iii) Ως συνέπεια της μη ορθολογικότητας έχουμε το φαινόμενο η ορθή πρόβλεψη της απόδοσης $E\,(R_{i,t+1} \mid \Phi_t)$ τη χρονική στιγμή t να διαφέρει από την αναμενόμενη απόδοση ισορροπίας, α_i, δηλαδή από το πριμ κινδύνου που απαιτούν οι επενδυτές προκειμένου να διακρατήσουν τη μετοχή i.

(iv) Η μη-ορθολογικότητα συνεπάγεται το ότι ο δεσμευμένος μέσος $E\,(R_{i,t+1} \mid \Phi_t)$ είναι συνάρτηση του Φ_t, το οποίο σημαίνει ότι η στοχαστική ανέλιξη των αποδόσεων δεν είναι πλέον MCI.

Δύο αριθμητικά παραδείγματα

Παράδειγμα 1: Αποδόσεις του δείκτη SP500 με χρήση ενός παράγοντα.

Ας υποθέσουμε ότι οι αποδόσεις του SP500 εξαρτώνται μόνο από έναν παράγοντα, τις μη-αναμενόμενες μεταβολές στη βιομηχανική παραγωγή. Η εκτίμηση της σχέσης () κάτω από αυτές τις υποθέσεις έδωσε τα εξής αποτελέσματα: $\hat{\alpha}_i$ = -0,13 και $\hat{b}_i$ = 2,25. Από τα αποτελέσματα του Πίνακα 2 έχουμε ακόμα ότι $\hat{\delta}_0$ = -0,076 , δ_1 = 1,256 και ρ_ξ = -0,140. Με βάση αυτές τις εκτιμήσεις οι αναμενόμενες αποδόσεις του SP500 για κάθε μήνα στο δείγμα μας είναι:

$$E\,(R_{i,t+1} \mid \Phi_t) = -0{,}13 + 2{,}25\,[\,-0{,}076 + (1{,}256 - 1)(\mathrm{E}\,(x_{t+1} \mid \Phi_t) - x_t)] - 0{,}14 * \hat{\xi}_t. \qquad (16)$$

Εφαρμόζοντας την εξίσωση (16) για τον προσδιορισμό των αναμενόμενων αποδόσεων, η ρίζα του μέσου τετραγωνικού σφάλματος (RMSE) ως προς τις πραγματοποιηθείσες αποδόσεις ήταν 5,09 για όλο το δείγμα. Αυτή η τιμή ήταν κατά 2,75% μικρότερη από το 5,23, την τιμή δηλαδή του RMSE που προέκυψε όταν χρησιμοποιήθηκαν κατευθείαν οι προβλέψεις $\mathrm{E}\,(x_{t+1} \mid \Phi_t)$.

Παράδειγμα 2: Αποδόσεις των αμερικανικών ομολόγων baa με χρήση δύο παραγόντων.

Στο δεύτερο παράδειγμα υποθέτουμε ότι οι αποδόσεις του δείκτη αμερικανικών ομολόγων baa εξαρτώνται από τις μη-αναμενόμενες μεταβολές στη βιομηχανική παραγωγή, $x_{1t+1} - E\,(x_{1t+1} \mid \Phi_t)$, και από τις μη-αναμενόμενες μεταβολές στον δείκτη τιμών παραγωγού (PPI), $x_{2t+1} - E\,(x_{2t+1} \mid \Phi_t)$. Αυτή η σχέση περιγράφεται από την ακόλουθη εξίσωση:

$$R_{i,t+1} = \alpha_i + b_{i1}\,[x_{1t+1} - \mathrm{E}\,(x_{1t+1} \mid \Phi_t)] + b_{i2}\,[\,x_{2t+1} - \mathrm{E}\,(x_{2t+1} \mid \Phi_t)] + u_{i,t+1.} \tag{17}$$

Όπως είδαμε και στην περίπτωση του ενός παράγοντα η διαφορά $E\,(x_{j,t+1} \mid \Phi_t)$ - $\mathrm{E}\,(x_{j,t+1} \mid \Phi_t)$, $j = 1,2$, δίνεται από την εξίσωση:

$$E\,(x_{j,t+1} \mid \Phi_t) - \mathrm{E}\,(x_{j,t+1} \mid \Phi_t) = \delta_{j0} + (\delta_{j1} - 1)\mathrm{E}\,(x_{jt+1} \mid \Phi_t) + (1-\delta_{j1})\,x_{jt} + \rho_{j\xi}\xi_{jt},\, j = 1,2. \tag{18}$$

Για τον πρώτο παράγοντα χρησιμοποιούμε τις εκτιμήσεις που περιγράφονται στον Πίνακα 2, ενώ για τον δεύτερο οι εκτιμημένες τιμές των $\delta_{1,0}$ και $\delta_{2,0}$ είναι -0,062 και 1,524 αντίστοιχα. Για τη σταθερά α_i και τους συντελεστές b_{i1} και b_{i2} οι εκτιμήσεις είναι -0,038, -0,19 και 0,125 αντίστοιχα. Όπως είχαμε δει στο προηγούμενο παράδειγμα, έχουμε $\hat{\rho}_{1\xi}$ = -0,140 και η εκτίμηση του $\rho_{2\xi}$ είναι $\hat{\rho}_{2\xi}$ = -0,107 Τελικά, και σε αυτή την εφαρμογή υπάρχει όφελος από την αξιοποίηση του συστηματικού σφάλματος των προβλέψεων. Πιο συγκεκριμένα, το RMSE είναι 0,275 έναντι RMSE 0,301 στην περίπτωση απ' ευθείας χρήσης των προβλέψεων, δηλαδή προκύπτει σχετικό όφελος 9,45%.

3. Συμπεράσματα

Σε αυτή την εργασία αναλύθηκαν οι επιπτώσεις της υπόθεσης του ορθολογικού επενδυτή και κατ' επέκταση των ορθολογικών προσδοκιών κατά την περιγραφή των αποδόσεων μιας οποιασδήποτε κατηγορίας επένδυσης με τη χρήση παραγοντικών υποδειγμάτων υπό το πρίσμα της Arbitrage Pricing Theory (βλέπε Ross, 1976). Για να αναλύσουμε τις επιπτώσεις αυτές διακρίναμε δύο περιπτώσεις: Στην πρώτη περίπτωση υποθέσαμε ότι οι προσδοκίες για τις μελλοντικές μεταβολές των παραγόντων είναι ορθολογικές και δείξαμε ότι τότε, το αρχικό παραγοντικό υπόδειγμα δεν εμφανίζει συστηματικό σφάλμα. Στην περίπτωση αυτή η άριστη επενδυτική στρατηγική εξαντλείται στη στρατηγική κατανομή επενδύσεων και στη διακράτηση του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Στη δεύτερη περίπτωση υποθέσαμε ότι οι προσδοκίες για τις μελλοντικές μεταβολές των παραγόντων δεν είναι ορθολογικές. Δείξαμε ότι τότε, η συστηματικότητα του σφάλματος των προσδοκιών μεταφέρεται στο σφάλμα του παραγοντικού υποδείγματος. Αξιοποιώντας αυτό το αποτέλεσμα, καταλήξαμε στην αναλυτική έκφραση που συνδέει την αναμενόμενη απόδοση με το συστηματικό μέρος του σφάλματος των προσδοκιών. Η έκφραση αυτή δύναται να εκτιμηθεί και να προσφέρει «τακτικά» οφέλη στην κατανομή επενδύσεων. Αξιοποιώντας αυτό το δεδομένο, εφαρμόσαμε το προηγούμενο αποτέλεσμα για την πρόβλεψη των αναμενόμενων αποδόσεων του δείκτη S&P 500 και των αμερικανικών ομολόγων baa. Το όφελος και στις δύο περιπτώσεις ήταν η μείωση του RMSE κατά περίπου 3% στην πρώτη και περίπου 9,5% στη δεύτερη.

Βιβλιογραφία

Chen, N.-F., R. Roll and S. Ross (1986), "Economic Forces and the Stock Market", *Journal of Business* 59, pp. 383-403.

Connor, G., and R. A. Korajczyk (1989), "An intertemporal equilibrium beta pricing model", *Review of Financial Studies* 2, pp. 373-392.

Kourogenis, N. and N. Pittis (2010), "Can Autoregressive Betas Account for the Statistical Properties of Stock Returns?", Working paper available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1529995.

LeRoy, S. F. (1973), "Risk Aversion and the Martingale Property of Stock Prices", *International Economic Review* 14, pp. 436-446.

LeRoy, S. F. (1989), "Efficient Capital Markets and Martingales", *Journal of Economic Literature* 27, pp. 1583-1621.

Lintner, J. (1965a), "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", *Review of Economics and Statistics* 47, pp. 13-37.

Lintner, J. (1965b), "Security Prices, Risk, and Maximal Gains From Diversification," *Journal of Finance* 20, pp. 587-615.

Markowitz, H. (1952), "Portfolio Selection", *Journal of Finance* 7, pp. 77-91.

Merton, R. C. (1973), "An Intertemporal Capital Asset Pricing Model", *Econometrica* 41, pp. 867-887.

Mossin, J. (1966), "Equilibrium in a Capital Asset Market", *Econometrica* 34, pp. 768-783.

Ohlson, J. A. and M. B. Garman (1980), "A Dynamic Equilibrium for the Ross Arbitrage Model", *Journal of Finance* 35, pp. 675-684.

Ross, S. (1976), "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing," *Journal of Economic Theory* 13, pp. 341-360.

Sharpe, W. F. (1964), "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", *Journal of Finance* 19, pp. 425-442.

Simon, H. A. (1955), "A Behavioral Model of Rational Choice", *Quarterly Journal of Economics* 69, pp. 99-118.

Treynor, J. (1962), "Toward a Theory of Market Value of Risky Assets". Published in ed. R. A. Korajczyk: *Asset Pricing and Portfolio Performance: Models, Strategy and Performance Metrics*, Risk Books, 1999.

Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση και η αγορά κατοικίας

Επιπτώσεις στις ελληνικές μετοχές των ανωνύμων εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία

Νικόλαος Απέργης

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Περίληψη

Ο στόχος της εμπειρικής αυτής προσπάθειας είναι η διερεύνηση, μέσω της μεθοδολογίας των διμεταβλητών υποδειγμάτων Γενικής Αυτοπαλίνδρομης υπό Συνθήκη Ετεροσκεδαστικότητας (GARCH), ανάμεσα στις μετοχικές αποδόσεις των τραπεζικών ιδρυμάτων και των αποδόσεων των ανωνύμων εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (REITs), καθώς και της μεταβλητότητας των αποδόσεων ανάμεσα στα δύο αυτά είδη περιουσιακών στοιχείων. Οι επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία χρησιμοποιούνται ως αντιπροσωπευτική μεταβλητή για τις επιδόσεις του τομέα των στεγαστικών δανείων, ενώ η δεύτερη σχέση επιτρέπει τη διερεύνηση της συχνότητας αλλά και της κατεύθυνσης της μετάδοσης του κινδύνου ανάμεσα σε περιουσιακά στοιχεία του τραπεζικού κλάδου. Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι οι αποδόσεις των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία επηρεάζουν σημαντικά τις αντίστοιχες αποδόσεις των μετοχών των τραπεζικών ιδρυμάτων, τόσο σε όρους μέσων όσο και σε όρους διακύμανσης, ενώ ταυτόχρονα η επίδραση αυτή έγινε εξαιρετικά πιο έντονη μετά το ξέσπασμα της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Ο συγγραφέας επιθυμεί να ευχαριστήσει τους καθηγητές Π. Βλάμη και M. J. Flannery για τα εποικοδομητικά τους σχόλια, καθώς και τον καθηγητή Γκ. Χαρδούβελη για την πρόσκληση στον τιμητικό αυτό τόμο. Φυσικά, οποιαδήποτε λάθη βαρύνουν αποκλειστικά τον συγγραφέα.

1. Εισαγωγή

Στη διεθνή βιβλιογραφία έχει εξετασθεί εκτενώς η επίδραση τόσο των επιτοκίων όσο και των συναλλαγματικών ισοτιμιών στις μετοχές των τραπεζικών ιδρυμάτων (Flannery et al. 1997· Elyasiani and Mansur, 2003· Elyasiani et al., 2007). Αυτό όμως που δεν έχει εξετασθεί είναι η επίδραση του τομέα των ακινήτων στις εν λόγω αποδόσεις, δεδομένου ότι οι εξελίξεις στον τομέα αυτό έχουν σημαντική επίδραση τόσο στην κερδοφορία όσο και στον κίνδυνο λειτουργίας των τραπεζικών ιδρυμάτων. Οι He et al. (1997) δείχνουν ότι οι τραπεζικές αποδόσεις είναι εξαιρετικά ευαίσθητες στις μεταβολές των αποδόσεων τόσο των στεγαστικών δανείων όσο και των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Ειδικότερα, οι τραπεζικές μετοχές δείχνουν θετική και μεγαλύτερη ευαισθησία στις επενδυτικές αποδόσεις στην αγορά κατοικίας. Η σχέση αυτή όμως φαίνεται να μην ισχύει για περιόδους όπου άλλες διαταραχές φαίνονται να παίζουν τον ρόλο τους, όπως διαταραχές στην αγορά πρώτων υλών και πολιτικών αναταραχών. Επιπλέον, οι Davis and Zhu (2005) παρείχαν εμπειρική υποστήριξη στο ότι οι τιμές των ακινήτων έχουν σημαντική επίδραση σε πολλές μεταβλητές που περιγράφουν τη συμπεριφορά των τραπεζικών ιδρυμάτων, για παράδειγμα, δείκτες ανάληψης κινδύνου, δείκτες κερδοφορίας, δείκτες αποτελεσματικότητας και δείκτες δανειακής δραστηριότητας.

Η σκοπιμότητα εξέτασης της ανωτέρω σχέσης κρίνεται ουσιώδης από τη στιγμή που τα τελευταία έτη οι τράπεζες διεθνώς έχουν συμπεριλάβει στο ενεργητικό τους ένα σημαντικό κομμάτι των συνολικών δανείων τους ως στεγαστικά δάνεια, γεγονός που οφείλεται τόσο στην αντίδραση στις απαιτήσεις των ελεγκτικών αρχών για πιο ασφαλή κεφαλαιακή επάρκεια όσο και στο ότι τα ακίνητα διαφόρων μορφών, για παράδειγμα εμπορικά ακίνητα, χρησιμεύουν και σαν εγγυητικό περιουσιακών στοιχείων σε πολλές άλλες μορφές δανειοδοτήσεων (Davis, 1993). Σαν αποτέλεσμα, παρατηρήθηκε μείωση του πιστωτικού κινδύνου (με δεδομένο τον θεσμό των εγγυήσεων που συνοδεύει τα στεγαστικά δάνεια). Το αρνητικό μέρος αυτής της αντικατάστασης, όμως, είναι η προοπτική μείωσης των κερδών και αύξησης του κινδύνου λειτουργίας, στην περίπτωση μιας μη αναμενόμενης αύξησης των επιτοκίων ή μιας μη αναμενόμενης πτώσης των αξιών των ακινήτων (Blasko and Sinkey, 2006).

Τα τελευταία έτη και κυρίως στην αγορά των ΗΠΑ, παρατηρήθηκε μια σημαντική αύξηση της ρευστότητας στην αγορά δανειακών κεφαλαίων, με αποτέλεσμα τα κριτήρια ελέγχου δυνητικής δανειακής ρευστότητας από την πλευρά των δανειστών (τραπεζικά ιδρύματα) να έχουν χαμηλώσει υπερβολικά, ενώ ταυτόχρονα τα ίδια τα τραπεζικά ιδρύματα να έχουν προχωρήσει στη δημιουργία καινοτόμων δανειακών προϊόντων και διαδικασιών (μηδενικές προκαταβολές και κυμαινόμενα επιτόκια). Όμως η αδυναμία μεγάλων ομάδων δανειοληπτών να αποπληρώσουν τα δάνειά τους, με την ταυτόχρονη πτώση των τιμών των ακινήτων για τα οποία είχε χρησιμοποιηθεί δανεισμός, οδήγησαν τόσο τον χρηματοπιστωτικό τομέα όσο και την πραγματική οικονομία στη μεγαλύτερη κρίση τους μετά τη δεκαετία του 1930. Τα αποτελέσματα ήταν καταστροφικά, αφού μετά τον χρηματοπιστωτικό τομέα (με χρεοκοπία πολλών τραπεζικών ιδρυμάτων και κατάρρευση των τιμών των μετοχών) η κρίση πέρασε και στην πραγματική οικονομία και οδήγησε στη χρεοκοπία πολλές επιχειρήσεις, στη μείωση του πλούτου των οικονομικών ατόμων και κυρίως των καταναλωτών, στη δραματική χειροτέρευση των δημοσιονομικών μεγεθών στην προσπάθεια των κυβερνήσεων να στηρίξουν τον χρηματοπιστωτικό τομέα και στη γενικότερη μείωση των δεικτών της οικονομικής δραστηριότητας.

Μία από τις κυριότερες αιτίες της κρίσης αυτής ήταν η υπερβολική πιστωτική επέκταση και μόχλευση, όπου υψηλή μόχλευση μεταφράζεται ως χαμηλά ίδια κεφάλαια και υπέρμετρος δανεισμός ως προς το ενεργητικό των τραπεζικών ιδρυμάτων (Κολλίντζας και Ψαλιδόπουλος, 2009· Χαρδούβελης, 2009α). Στην προσπάθεια δε των τραπεζικών ιδρυμάτων να μειώσουν τα επίπεδα της μόχλευσής τους, οδηγούνται σε μετατροπή των δανείων τους σε χρεόγραφα. Έτσι, μειώνεται το ενεργητικό των τραπεζών και ταυτόχρονα η δανειακή επέκταση προς την πραγματική οικονομία. Σαν αποτέλεσμα, επεκτείνεται δραστικά η κρίση και η ύφεση στην οικονομία (Χαρδούβελης, 2009α), όπως αυτή εκφράζεται μέσω επιταχυνόμενης πτώσης των τιμών των ακινήτων, μείωσης των καταναλωτικών δαπανών των νοικοκυριών (μέσω του αποτελέσματος πλούτου) και τέλος, μείωσης της συνολικής ζήτησης, της απασχόλησης και του εθνικού εισοδήματος. Επιπλέον, όσον αφορά δε τα τραπεζικά ιδρύματα, η πρακτική των κυμαινόμενων επιτοκίων, μια πρακτική δανειοδότησης που έχει υιοθετηθεί από την πλειοψηφία των ιδρυμάτων αυτών, θα υποδαυλίσει ακόμα περαιτέρω την ικανότητα των

νοικοκυριών να εξυπηρετούν τα δάνειά τους και θα οδηγήσει σε περαιτέρω χειροτέρευση των χρηματοοικονομικών ροών στα ιδρύματα αυτά, με αποτέλεσμα οι τράπεζες να υιοθετήσουν μειώσεις των επιτοκιακών περιθωρίων, γεγονός που θα μειώσει την κερδοφορία τους, άρα και τη χρηματιστηριακή τους αξία.

Τα ανωτέρω καταδεικνύουν τη σπουδαιότητα των «κύκλων των ακινήτων» για τη δανειακή ικανότητα των τραπεζών αλλά και για την κερδοφορία τους. Έτσι, όταν οι αξίες (τιμές) των ακινήτων αυξάνονται, τότε τα τραπεζικά ιδρύματα θεωρούν ότι μειώνεται σημαντικά η πιθανότητα να μην αποπληρωθούν τα στεγαστικά δάνεια, με αποτέλεσμα οι επισφάλειες των δανείων αυτών να μειώνονται με τη σειρά τους και η ποιότητα των στεγαστικών δανείων να αυξάνεται. Ταυτόχρονα, τα τραπεζικά ιδρύματα αποφασίζουν να επεκτείνουν τη δανειοδότηση στους δανειολήπτες τους (ή και σε νέους δανειολήπτες) και ειδικότερα στον τομέα των εμπορικών ακινήτων, με τα ασφάλιστρα κινδύνου να ακολουθούν πτωτική πορεία. Το ευνοϊκό αυτό περιβάλλον δανειοδότησης οδηγεί τις τιμές των ακινήτων ακόμα υψηλότερα, καθώς η ζήτηση αυξάνεται με φρενήρη ρυθμό, ενώ η προσφορά ανταποκρίνεται σε πολύ χαμηλότερους ρυθμούς, λόγω και του χρόνου που απαιτείται μέχρι να ολοκληρωθούν τα στεγαστικά επενδυτικά σχέδια (Davis and Zhu, 2004).

Επιπλέον, υπάρχουν και άλλοι δυνητικοί μηχανισμοί μέσω των οποίων οι ανωτέρω περιγραφέντες κύκλοι των ακινήτων είναι σε θέση να επηρεάσουν την αποδοτικότητα και την κερδοφορία των τραπεζικών ιδρυμάτων. Ειδικότερα, οι αυξανόμενες τιμές των ακινήτων τείνουν να αυξάνουν τα πάγια περιουσιακά τους στοιχεία και, με τη σειρά τους, την κεφαλαιοποίηση των ιδρυμάτων αυτών. Επιπλέον, οι αυξήσεις αυτές σηματοδοτούν μια θετική ανταπόκριση από την πλευρά των κατασκευαστών, με αποτέλεσμα να αυξάνει η ζήτηση σε όλους τους τομείς της οικονομίας, γεγονός που αναμένεται να οδηγήσει σε αύξηση της πιστωτικής δανειοδότησης.

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφέρουμε ότι εκφράζονται σημαντικές αμφιβολίες σχετικά με το αν η ανωτέρω περιγραφείσα διαδικασία που ακολουθεί μετά από μια αύξηση των τιμών των ακινήτων θα μπορεί να επηρεάσει θετικά την κερδοφορία των τραπεζικών ιδρυμάτων. Ειδικότερα, στη βραχυχρόνια περίοδο, μια αύξηση των τιμών των ακινήτων θα οδηγήσει σε μείωση τόσο της αδυναμίας των δανειοληπτών να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους όσο και στις αναμενόμενες ζημιές όλων των ενυπόθηκων δανείων, γεγονός που θα οδηγήσει σε αύξηση της κερδοφορίας των ιδρυμάτων αυτών. Όμως στη μακροχρόνια περίοδο, δεν μπορούμε να ισχυρισθούμε ότι η τάση αυτή θα συνεχισθεί, αφού σε μια αποτελεσματική αγορά τα επιτόκια αντανακλούν τον πραγματικό κίνδυνο αδυναμίας πληρωμών, ενώ η κερδοφορία των τραπεζικών ιδρυμάτων εξαρτάται αποκλειστικά από τη «διάθεση» των ιδρυμάτων αυτών για ανάληψη περισσότερου κινδύνου. Έτσι, όσο περισσότερο κίνδυνο αναλαμβάνουν τα τραπεζικά ιδρύματα, τόσο υψηλότερες αναμένονται να είναι και οι αποδόσεις τους. Με άλλα λόγια, μια αύξηση των τιμών των ακινήτων, ενώ βελτιώνει την απόδοση των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, δεν είναι απαραίτητο να αυξήσει και την κερδοφορία τους, αφού το ασφάλιστρο κινδύνου στις εν λόγω επενδύσεις θα έχει μειωθεί (Herring and Wachter, 1999· 2002).

Επιπλέον, τα τραπεζικά ιδρύματα μπορεί να μην πάρουν υπόψη τους τον κίνδυνο της ενάντιας επιλογής (adverse selection), καθώς επιζητούν να επεκτείνουν με γρήγορους ρυθμούς τη δανειοδότηση σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις. Η τάση τους αυτή τα οδηγεί προς την κατάσταση της «καταστροφικής μυωπίας» λόγω της αλλαγής της ανοχής τους ως προς τα επίπεδα κινδύνου που επιθυμούν να αναλάβουν. Ανεξάρτητα των αιτιών που οδηγούν τα τραπεζικά ιδρύματα σε μια τέτοια κατάσταση καταστροφής, για παράδειγμα, η κακή διαχείριση του κινδύνου, η έλλειψη επαρκών στατιστικών στοιχείων, η μεροληπτική καταμέτρηση των υπό εξέταση μεταβλητών (Borio et al., 2001) και η ένταση του ανταγωνισμού που ακολουθεί την απελευθέρωση των κανόνων του τραπεζικού συστήματος (Berger and Udell, 2003), τα τραπεζικά ιδρύματα έχουν το κίνητρο να αναλάβουν περισσότερο κίνδυνο και έτσι τα ασφάλιστρα κινδύνων τους να αποτυγχάνουν να αποζημιώσουν για τυχόν δυνητικές απώλειες ή ζημιές.

Τα ανωτέρω θεωρητικά συμπεράσματα έχουν λάβει και εμπειρική υποστήριξη. Ειδικότερα, οι Cavallo and Majnoni (2001), οι Arpa et al. (2001) και οι Laeven and Majnoni (2003) υποστηρίζουν ότι υπάρχει μια αρνητική σχέση ανάμεσα στον ρυθμό αύξησης των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία και στην κερδοφορία των τραπεζικών ιδρυμάτων. Αντίθετα, οι Bikker and Metzemakers (2004) παρατηρούν μια θετική σχέση ανάμεσα στις δύο αυτές μεταβλητές, γεγονός που παρέχει εμπειρική υποστήριξη στην άποψη ότι ο πιστωτικός κίνδυνος αυξάνει κατά τη διάρκεια ανόδου της οικονομίας.

Ο στόχος της εμπειρικής αυτής μελέτης είναι να διερευνήσει την επίδραση των εξελίξεων στην αγορά των ανωνύμων εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, όπως αυτή αντιπροσωπεύεται από τις αποδόσεις των επενδύσεων των ανωνύμων εταιρειών σε ακίνητη περιουσία (REITs), στις τιμές των μετοχών και στη μεταβλητότητα των μετοχών των τραπεζικών ιδρυμάτων. Η καινοτομία της έρευνας αυτής έγκειται: Πρώτον, στη χρησιμοποίηση της μεθοδολογίας που θα χρησιμοποιηθεί και είναι αυτή του διμεταβλητού υποδείγματος GARCH, δεδομένων των πλεονεκτημάτων που προσφέρει η μεθοδολογία αυτή, όπως ο ταυτόχρονος προσδιορισμός των αλληλεπιδράσεων των μέσων και των διακυμάνσεων των αποδόσεων ανάμεσα στις τραπεζικές μετοχές και στις αποδόσεις των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, γεγονός που αυξάνει την ισχύ των εμπειρικών αποτελεσμάτων. Επιπλέον, η διερεύνηση της ανωτέρω σχέσης στην περίοδο πριν και μετά τη χρηματοοικονομική κρίση που επήλθε το φθινόπωρο (Σεπτέμβριος) του 2007 και ξεκίνησε στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης των ΗΠΑ και φυσικά επηρέασε όλο το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα, στο οποίο αφού δημιούργησε μια παρόμοια κρίση, επεκτάθηκε στην πραγματική οικονομία.

2. Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και η αγορά ακινήτων στην ελληνική οικονομία

Όσον αφορά το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, αυτό διατήρησε όχι μόνο τον χαμηλότερο βαθμό μόχλευσης, αλλά επιπλέον χαμηλό βαθμό τόσο στην εξάρτησή του από τις κεφαλαιαγορές για άντληση ρευστότητας αλλά και ισχυρή κεφαλαιακή επάρκεια (Καραμούζης, 2009). Το ότι το ελληνικό τραπεζικό σύστημα σήμερα αντιμετωπίζει προβλήματα είναι ένα θέμα χωρίς αμφιβολία, αλλά τα προβλήματα αυτά δεν σχετίζονται με τα αίτια της κρίσης αλλά με τη γενικότερη μακροοικονομική, και κυρίως, δημοσιονομική, εικόνα της χώρας και τις παρενέργειές της (υψηλά δημόσια ελλείμματα και υπέρμετρο δημόσιο χρέος).

Επιπλέον, η αγορά ακινήτων στην ελληνική οικονομία αποτελεί έναν από τους κύριους πυλώνες τόσο για την ομαλή λειτουργία όσο και για την ανάπτυξη της οικονομίας αυτής. Ειδικότερα, οι επενδύσεις σε ακίνητα για το έτος 2008 αποτελούσαν το 5,4% του ΑΕΠ, όταν στις υπόλοιπες οικονομίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) και ειδικότερα στην ευρωζώνη οι αντίστοιχες επενδύσεις αποτελούσαν το 6,1% του ΑΕΠ (Χαρδούβελης, 2009β). Η απασχόληση δε στην εν λόγω αγορά ανήλθε στο 9% της συνολικής απασχόλησης της οικονομίας, όταν την ίδια περίοδο στην Ισπανία (όπου συνετελείτο ένα κατασκευαστικό επενδυτικό θαύμα) ανερχόταν στο 13% της συνολικής απασχόλησης της ισπανικής οικονομίας. Ταυτόχρονα, τα ακίνητα αποτελούν για τον έλληνα επενδυτή ένα σημαντικό κομμάτι του χαρτοφυλακίου του και της περιουσίας του. Έτσι, σήμερα το 81,8% των επενδύσεών του είναι σε ακίνητα (με το δεύτερο ποσοστό ιδιοκατοίκησης παγκοσμίως, το οποίο φτάνει το 80% στον πληθυσμό), όταν το 17% και το 1,2% είναι σε καταθέσεις και μετοχές, αντίστοιχα (Χαρδούβελης, 2009β).

3. Στατιστικά στοιχεία

Για τους σκοπούς της εμπειρικής μας ανάλυσης χρησιμοποιούμε μηνιαία στοιχεία για την περίοδο 2005:1–2010:3 και για τις ακόλουθες μεταβλητές: την απόδοση του 10-ετούς κρατικού ομολόγου (I), τις τιμές του γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών (RM), καθώς και τις τιμές των τραπεζικών μετοχών της Eurobank EFG και της Τράπεζας Πειραιώς. Επιπλέον, REITs προσφέρονται μόνον από δύο τραπεζικά ιδρύματα (ειδικότερα από τις εταιρείες ΑΕΕΑΠ των τραπεζικών αυτών ιδρυμάτων) και για επαρκή χρονική περίοδο, δηλαδή από την Τράπεζα Eurobank και από την Τράπεζα Πειραιώς. Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφέρουμε ότι τα REITs θεσμοθετήθηκαν στην ελληνική οικονομία με τον νόμο 2778 του 1999. Σκοπός του νομοθέτη ήταν η δημιουργία επενδυτικών σχημάτων, που θα έδιναν τη δυνατότητα τόσο σε θεσμικούς όσο και σε ιδιώτες επενδυτές να έχουν πρόσβαση σε αξιόλογα και επαγγελματικά διαχειριζόμενα χαρτοφυλάκια ακινήτων με

τη μορφή της επένδυσης (έστω και έμμεσα) σε ακίνητη περιουσία και με χαμηλό κίνδυνο. Στο σημείο όμως αυτό αξίζει να σημειώσουμε ότι ο αριθμός των επενδυτικών αυτών εταιρειών είναι ιδιαίτερα μικρός, ενώ ταυτόχρονα απαγορεύονται δια νόμου να επενδύουν σε κατοικίες (μόνον σε εμπορικά ακίνητα). Έτσι, η επάρκεια των στατιστικών αυτών στοιχείων καθορίζει και το εύρος του δείγματός μας. Οι αποδόσεις των μετοχών (RB) υπολογίσθηκαν σαν ποσοστιαίες πρώτες διαφορές στους λογαρίθμους των τιμών των μετοχών τους, δηλαδή: $R_t = (\log P_t - \log P_{t-1}) \times 100$.

4. Εμπειρική ανάλυση

Το διμεταβλητό υπόδειγμα GARCH με στοιχεία διαστρωματικών χρονολογικών σειρών περιλαμβάνει το σύστημα των εξισώσεων (1)–(6) που περιγράφεται στο Παράρτημα. Η εκτίμηση του συστήματος γίνεται σε δύο διαφορετικές περιόδους, δηλαδή στην περίοδο πριν την κρίση και στην περίοδο μετά την κρίση. Έτσι, η πρώτη περίοδος αναφέρεται στο χρονικό διάστημα 2005:1–2007:8 και η δεύτερη χρονική περίοδος αναφέρεται στο χρονικό διάστημα 2007:9–2010:3. Οι εκτιμήσεις αυτές παρουσιάζονται στον Πίνακα 1. Τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων αυτών συνοψίζονται ως εξής:

- Το μέγεθος των συντελεστών για το χαρτοφυλάκιο της αγοράς (συντελεστής a_{11}) είναι και στις δύο περιόδους μικρότερο της μονάδος, γεγονός που δείχνει ότι οι αποδόσεις των τραπεζικών ιδρυμάτων υπό εξέταση έχουν λιγότερο κίνδυνο από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Τα αποτελέσματά μας επιβεβαιώνουν παρόμοια αποτελέσματα της διεθνούς βιβλιογραφίας (He et al., 1996· Brewer et al., 2007). Κατά την περίοδο της κρίσης όμως, ο συντελεστής είναι υψηλότερος, γεγονός που μαρτυρά τον μεγαλύτερο κίνδυνο που ενσωματώνουν οι αποδόσεις των τραπεζικών ιδρυμάτων κατά την εν λόγω περίοδο.
- Ο συντελεστής του επιτοκίου (a_{13}) είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός και στις δύο περιόδους, γεγονός που δείχνει ότι τα τραπεζικά ιδρύματα υπό εξέταση είναι εκτεθειμένα στον κίνδυνο των επιτοκιακών μεταβολών και ανάλογα με το χάσμα της διάρκειας των στοιχείων του ενεργητικού τους και του παθητικού τους, καθώς και με το ποσό των θέσεων σε παράγωγα που έχουν λάβει προς κάλυψη των πιθανών κινδύνων τους. Στη δεύτερη περίοδο όμως, και παρ' όλη την κρίση, η ευαισθησία των αποδόσεων των τραπεζικών μετοχών είναι χαμηλότερη, γεγονός που μπορεί να αποδοθεί στις εντατικές προσπάθειες των δημοσιονομικών αρχών της χώρας, καθώς και στις ενέργειες των διεθνών νομισματικών αρχών (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα) να απορροφήσουν ένα σημαντικό μέρος τέτοιων κινδύνων.
- Ο συντελεστής των αποδόσεων των επενδύσεων σε στεγαστικά δάνεια (a_{12}) είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός στην περίοδο προ κρίσης. Το θετικό πρόσημο επιβεβαιώνει ότι, καθώς το μέγεθος των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία αυξάνει, ο πιστωτικός κίνδυνος των τραπεζικών ιδρυμάτων υπό εξέταση μειώνεται. Ταυτόχρονα, η αύξηση του μεγέθους του τομέα των ακινήτων αλλά και της στεγαστικής πίστης ωφελεί τα τραπεζικά ιδρύματα λόγω της αύξησης του χαρτοφυλακίου τους σε ακίνητα με τη μορφή, για παράδειγμα, γραφείων. Κατά τη διάρκεια όμως της κρίσης, ο συντελεστής γίνεται αρνητικός, γεγονός που δείχνει τον μεγαλύτερο κίνδυνο που επιφέρουν οι επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία στην αξία των τραπεζικών ιδρυμάτων και δικαιολογεί τη σημαντικά μειωμένη επιθυμία των ιδρυμάτων αυτών να προχωρήσουν σε περαιτέρω στεγαστικές επενδύσεις.
- Σε όρους μεταβλητότητας, ο συντελεστής επίδρασης της μεταβλητότητας των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (b_{13}) είναι στατιστικά σημαντικός και στις δύο περιόδους, αλλά κατά τη διάρκεια της κρίσης αυξάνει από 0,248 σε 0,507, γεγονός που μαρτυρά τον αυξημένο κίνδυνο από τη στεγαστική αγορά που επιδρά στη μεταβλητότητα των τραπεζικών αποδόσεων. Με άλλα λόγια, διαταραχές στο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο σε ακίνητη περιουσία συνοδεύτηκαν από μικρότερες προσαρμογές του εν λόγω χαρτοφυλακίου από μέρους των τραπεζικών ιδρυμάτων, πιθανόν λόγω της αντίδρασής τους να αντιμετωπίσουν τις διαταραχές αυτές. Ταυτόχρονα, η αυξημένη μεταβλητότητα δείχνει χαμηλότερη κερδοφορία, με αρνητικές επιδράσεις στις αποδόσεις των ιδρυμάτων αυτών.

- Και στις δύο περιόδους η παρουσία GARCH (συντελεστής b_{11}) είναι πιο έντονη από την παρουσία ARCH (συντελεστής b_{12}). Και οι δύο συντελεστές αυξάνουν κατά την περίοδο της κρίσης. Τα αποτελέσματά μας επιβεβαιώνουν τις έρευνες της βιβλιογραφίας που αρνούνται την παρουσία σταθερής διακύμανσης στις εν λόγω περιπτώσεις. Η παρουσία επιμονής των διαταραχών (το άθροισμα των GARCH και ARCH συντελεστών) κυμαίνεται από 0,642 κατά την περίοδο προ κρίσης σε 0,951 κατά την περίοδο της κρίσης, γεγονός που δείχνει ότι κατά τη δεύτερη περίοδο πιθανόν να αυξήθηκε η διάρκεια του επενδυτικού χαρτοφυλακίου σε ακίνητη περιουσία των εν λόγω τραπεζικών ιδρυμάτων.

5. Συμπεράσματα

Η εμπειρική αυτή εργασία διερεύνησε τη σχέση ανάμεσα στις τραπεζικές αποδόσεις και των αποδόσεων των επενδύσεων των ανωνύμων εταιρειών σε ακίνητη περιουσία, τόσο σε όρους μέσων όσο και διακυμάνσεων, για την ελληνική οικονομία, καθώς και το πόσο η χρηματοπιστωτική κρίση επηρέασε την εν λόγω σχέση. Χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία των υποδειγμάτων GARCH με στοιχεία διαστρωματικών χρονολογικών σειρών, τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι οι αποδόσεις των επενδύσεων των ανωνύμων εταιρειών σε ακίνητη περιουσία επηρεάζουν σημαντικά τις αντίστοιχες των τραπεζικών ιδρυμάτων που εμπλέκονται στις επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία, τόσο σε όρους μέσων όσο και σε όρους διακύμανσης, ενώ ταυτόχρονα η επίδραση αυτή έγινε εξαιρετικά πιο έντονη μετά το ξέσπασμα της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Βιβλιογραφία

Ελληνόγλωσση

Καραμούζης, Ν. (2009), «Τα Αίτια της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης και ο Ρόλος του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος», *Οικονομία και Αγορές, Eurobank Research*, σσ. 10-18.

Κολλίντζας, Τ. και Ψαλιδόπουλος, Μ. (2009), «Οι Κρίσεις του 1929 και του 2008 και οι Πολιτικές Αντιμετώπισής τους», *Οικονομία και Αγορές, Eurobank Research*, σσ. 2-9.

Χαρδούβελης, Γκ. (2009α), «Η Χρηματοοικονομική Κρίση και το Μέλλον της Παγκόσμιας Οικονομίας», *Οικονομία και Αγορές, Eurobank Research*, σσ. 19-43.

Χαρδούβελης, Γκ. (2009β), «Η Σπουδαιότητα της Αγοράς Κατοικίας στην Οικονομία», Ομιλία στο Συνέδριο της Τράπεζας της Ελλάδος «Αγορά Ακινήτων: Πρόσφατες Εξελίξεις και Προοπτικές».

Ξενόγλωσση

Arpa, M., Guilini, I., Ittner, A. and Pauer, F. (2001), "The Influence of Macroeconomic Developments on Austrian Banks: Implications for Banking Supervision", Working Paper No. 1, Bank of International Settlements.

Berger, A. and Udell, G. (2003), "The Institutional Memory Hypothesis and the Procyclicality of Bank Lending Behavior", *FEDS* Working Paper No. 2003-02.

Bikker, J. and Metzemakers, P. (2004), "Bank Provisioning Behavior and Procyclicality", Paper presented at the European Central Bank Financial Stability Workshop.

Blasko, M. and Sinkey, J. F. Jr. (2006), "Bank Asset Structure, Real-Estate Lending, and Risk Taking", *The Quarterly Review of Economics and Finance* 46, pp. 53-81.

Borio, C., Furfine, C. and Lowe, P. (2001), "Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options", Working Paper No. 11, Bank of International Settlements.

Brewer, E., Carson, J. M., Elyasiani, E., Mansur, I. and Scott, W. (2007), "Interest Rate Risk and Equity Values of Life Insurance Companies: A GARCH-M Model", *Journal of Risk and Insurance* 74, pp. 401-423.

Cavallo, M. and Majnoni, G. (2001), "Do Banks Provision for Bad Loans in Good Times? Empirical Evidence and Policy Implications", Working Paper No. 2001-142, New York University.

Davis, E. P. (1993), "Bank Credit Risk", Working Paper No. 8, Bank of England.

Davis, E. P. and Zhu, H. (2005), "Commercial Property Prices and Bank Performance", Working Paper No. 175, Bank of International Settlements.

Davis, E. P. and Zhu, H. (2004), "Bank Lending and Commercial Property Prices: Some Cross Country Evidence", Working Paper No. 150, Bank of International Settlements.

Elyasiani, E., Mansur, I. and Pagano, M. (2007), "Convergence and Risk-Return Linkages Across Financial Service Firms", *Journal of Banking and Finance* 31, pp. 1167-1190.

Elyasiani, E. and Mansur, I. (2003), "International Spillover of Risk and Return Among Major Banking Institutions: A Bivariate GARCH Model", *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 18, pp. 303-330.

Engle, R. F. and Bollerslev, T. (1986), "Modeling the Persistence of Conditional Variance", *Econometric Review* 5, pp. 1-50.

Flannery, M. J., Hameed, A. S. and Harjes, R. H. (1997), "Asset Pricing, Time-Varying Risk Premia and Interest Rate Risk", *Journal of Banking and Finance* 21, pp. 315-335.

He, L. T., Myer, F. C. N. and Webb, J. R. (1996), "The Sensitivity of Bank Stocks to Mortgage Portfolio Composition", *The Journal of Real Estate Research* 13, pp. 17-32.

Herring, R. and Wachter, S. (2002), "Bubbles in Real Estate Market", Working Paper No. 402, Zell/Lurie Real Estate Center.

Herring, R. and Wachter, S. (1999), "Real Estate Booms and Banking Busts: An International Perspective", Working Paper 99-27, The Wharton Financial Institutions Center.

Laeven, L. and Majnoni, G. (2003), "Loan Loss Provisioning and Economic Slowdowns: Too much, Too Late", *Journal of Financial Intermediation* 12, pp. 178-197.

Παράρτημα

Η μεθοδολογία του διμεταβλητού υποδείγματος GARCH

Το διμεταβλητό υπόδειγμα GARCH που εξετάζουμε στο κύριο κείμενο της εργασίας περιγράφεται από τις κάτωθι εξισώσεις:

$$RB_{it} = a_{10} + a_{11}\, RM_t + a_{12}\, REIT_{it} + a_{13}\, I_t + \epsilon_{1it} \quad (1)$$

$$hRB_{it} = b_{10} + b_{11}\, hRB_{i,t-1} + b_{12}\, \epsilon^2_{1i,t-1} + b_{13}\, hREIT_{i,t-1} \quad (2)$$

$$REIT_{it} = c_{10} + c_{11}\, RM_t + \epsilon_{2it} \quad (3)$$

$$hREIT_{it} = d_{10} + d_{11}\, hREIT_{i,t-1} + d_{12}\, \epsilon^2_{2i,t-1} \quad (4)$$

$$hRB_i,REIT_{it} = \rho_{RB,REIT}\, hRB_{it}\, hREIT_{it} \quad (5)$$

$$\epsilon_{i,t} \mid \Omega'_{t-1} \sim N(0, h_{i,t}) \text{ with } i = RB, REIT \quad (6)$$

Οι εξισώσεις (1) και (2) δείχνουν το μέσο και την υπό συνθήκη διακύμανση των τραπεζικών αποδόσεων (RB και hRB, αντίστοιχα), ενώ οι εξισώσεις (3) και (4) δείχνουν το μέσο και την υπό συνθήκη διακύμανση των αποδόσεων των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (REIT και hREIT, αντίστοιχα). Η εξίσωση (5) δείχνει την υπό συνθήκη συνδιακύμανση μεταξύ των υπό συνθήκη διακυμάνσεων των δύο αποδόσεων. Η μορφή αυτή επιτρέπει στις διακυμάνσεις να μεταβάλλονται διαχρονικά, αλλά ταυτόχρονα απαιτεί η σχέση (ρ) ανάμεσα στις δύο υπό συνθήκη διακυμάνσεις να παραμένει η ίδια. Τέλος, η εξίσωση (6) περιγράφει την κατανομή των διαταρακτικών όρων. Οι αποδόσεις των τραπεζικών μετοχών (εξίσωση 1) προσδιορίζονται από την απόδοση του γενικού μετοχικού δείκτη (RM), την απόδοση των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (REIT) και την απόδοση των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολογιών (I). Οι αποδόσεις των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (εξίσωση 3) εξαρτώνται από την απόδοση του γενικού μετοχικού δείκτη (RM).

Το ανωτέρω σύστημα εκτιμάται ταυτόχρονα, ώστε οι εκτιμήσεις να μας δώσουν, τόσο σε όρους μέσων όσο και σε όρους διακύμανσης, τα ανατροφοδοτικά αποτελέσματα μεταξύ των δύο περιουσιακών στοιχείων. Σύμφωνα με τους Engle and Bollerslev (1986), στις εξισώσεις (2) και (4) το άθροισμα των συντελεστών $b_{11}+b_{12}$ και $d_{11}+d_{12}$ προσδιορίζει τον βαθμό επιμονής των διαταραχών που επιδρούν στις δύο αντίστοιχες διακυμάνσεις. Εάν το άθροισμα αυτό είναι μονάδα, τότε η επιμονή των διαταραχών διαρκεί για μεγάλο χρονικό διάστημα και η συμπεριφορά της διακύμανσης (μεταβλητότητας) είναι εκρηκτική. Τέλος, οι παράμετροι b_{11}, b_{12}, d_{11} και d_{12} πρέπει να είναι θετικές.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Εκτιμήσεις του Διμεταβλητού GARCH Υποδείγματος RB-REIT

Συντελεστές	t-statistics	Συντελεστές	t-statistics
Περίοδος: 2005:1-2007:8		**Περίοδος: 2007:9-2010:3**	
a_{10} = -0,236	(-3,34)*	a_{10} = -0,358	(-3,87)*
a_{11} = 0,375	(6,48)*	a_{11} = 0,451	(6,72)*
a_{12} = 0,394	(4,33)*	a_{12} = -0,152	(-5,69)*
a_{13} = -0,362	(-4,05)*	a_{13} = -0,277	(-5,62)*
b_{10} = 0,128	(1,65)***	b_{10} = 0,244	(2,54)**
b_{11} = 0,463	(4,62)*	b_{11} = 0,614	(5,41)*
b_{12} = 0,179	(2,53)**	b_{12} = 0,337	(4,22)*
b_{13} = 0,248	(2,76)**	b_{13} = 0,507	(4,16)*
c_{10} = 0,064	(1,37)***	c_{10} = 0,125	(1,76)***
c_{11} = 0,536	(5,72)*	c_{11} = 0,733	(6,03)*
d_{10} = 0,673	(2,86)**	d_{10} = 0,526	(2,53)**
d_{11} = 0,528	(3,96)*	d_{11} = 0,624	(4,58)*
d_{12} = 0,237	(3,11)*	d_{12} = 0,416	(4,37)*
ρ = -0,376	(-4,83)*	LL = -1.366,84	
LL = -1.267,77			

LL = δείχνει την αξία της μέγιστης πιθανοφάνειας εκτίμησης του υποδείγματος

* στατιστικά σημαντικός σε 1%

** στατιστικά σημαντικός σε 5%

*** στατιστικά σημαντικός σε 10%

Μεταβλητότητα στο ελληνικό και στα διεθνή χρηματιστήρια κατά την περίοδο 2006-2008

Γεώργιος Σκιαδόπουλος
ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Περίληψη

Στο παρόν κεφάλαιο μετρούμε τη μεταβλητότητα του ελληνικού δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE/ASE-20 όσο και των αντίστοιχων διεθνών δεικτών DAX και S&P 500 λίγο πριν και κατά την πρόσφατη κρίση της περιόδου 2007-2008. Η ακριβής μέτρηση της μεταβλητότητας είναι σημαντική για την ορθή αποτίμηση διαφόρων τύπων χρηματοοικονομικών παραγώγων, την αποτελεσματική μέτρηση των κινδύνων, τη διαμόρφωση επενδυτικών χαρτοφυλακίων, όπως επίσης και για την εποπτεία των χρηματοοικονομικών οργανισμών. Μετρούμε τη μεταβλητότητα τόσο με τη χρήση της ιστορικής μεταβλητότητας όσο και με τη χρήση δεικτών τεκμαρτής μεταβλητότητας (ΔΤΜ, implied volatility indices). Μία σημαντική καινοτομία του παρόντος κεφαλαίου αποτελεί η κατασκευή ΔΤΜ για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Αρχικά, παρουσιάζονται οι δύο γενικές προσεγγίσεις στην εκτίμηση της μεταβλητότητας (ιστορική και τεκμαρτή). Στη συνέχεια, επεξηγούμε τις δύο προτεινόμενες μεθοδολογίες κατασκευής του ελληνικού ΔΤΜ και τις εφαρμόζουμε χρησιμοποιώντας δεδομένα από options εγγεγραμμένα στο FTSE/ASE-20. Τέλος, αξιολογούμε τα συγκριτικά αποτελέσματα από την εφαρμογή των δύο προσεγγίσεων μέτρησης της μεταβλητότητας στην ελληνική και στις ξένες αγορές.

Το παρόν κεφάλαιο εκπονήθηκε προκειμένου να συμπεριληφθεί στον συλλογικό τόμο της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών με τίτλο «Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα». Ευχαριστώ τον Αλέξανδρο Πυλαδαρινό για τη βοήθεια που παρείχε στην κατασκευή των ελληνικών δεικτών τεκμαρτής μεταβλητότητας, όπως επίσης και τον Δημήτρη Θωμάκο (κριτή του κεφαλαίου) για τα εποικοδομητικά σχόλιά του.

1. Εισαγωγή

Το παρόν κεφάλαιο ασχολείται με τη μέτρηση και ανάλυση της μεταβλητότητας (volatility) των αποδόσεων του ελληνικού χρηματιστηριακού δείκτη FTSE/ASE-20 και αντίστοιχων ευρωπαϊκών και αμερικανικών μετοχικών δεικτών, κατά την περίοδο Αυγούστου 2006–Δεκεμβρίου 2008. Το διάστημα αυτό περιλαμβάνει τόσο την έναρξη της πτώσης των τιμών των ακινήτων στις ΗΠΑ όσο και την περίοδο 2007-2008 της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης.[1, 2] Η ανάλυση αυτή είναι απαραίτητη, καθώς η μεταβλητότητα είναι μια παράμετρος καθοριστικής σημασίας για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων και την άσκηση χρηματοοικονομικής πολιτικής από τους εποπτικούς φορείς. Η σημασία της έχει γίνει πιο εμφανής τις τελευταίες δύο δεκαετίες με την ανάπτυξη των αγορών παραγώγων και μεθοδολογιών μέτρησης των χρηματοοικονομικών κινδύνων στα πλαίσια των κανονισμών της Επιτροπής της Βασιλείας. Πιο συγκεκριμένα, η ακριβής μέτρηση της μεταβλητότητας είναι σημαντική για την ορθή αποτίμηση διαφόρων τύπων χρηματοοικονομικών παραγώγων, όπως τα δικαιώματα προαίρεσης (options), την αποτελεσματική μέτρηση των κινδύνων με τη βοήθεια μεθόδων όπως η Αξία σε Κίνδυνο (Value-at-Risk, VaR, βλ. ενδεικτικά Lambadiaris, Papadopoulou, Zoulis, και Skiadopoulos, 2003) και των συντελεστών ευαισθησίας (Greeks, βλ. Hull, 2008), και για τη διαμόρφωση επενδυτικών χαρτοφυλακίων στα πλαίσια θεωριών, όπως αυτής του Markowitz (1952, βλ. ενδεικτικά Kostakis, Panigirtzoglou και Skiadopoulos, 2011). Από την πλευρά των εποπτικών φορέων, η μέτρηση της μεταβλητότητας είναι προαπαιτούμενο για τη θέσπιση περιθωρίων ασφάλισης (margins), όπως και για τη διεξαγωγή «ελέγχων κόπωσης» (stress testing).

Εξαιτίας της σημασίας της, η εξέλιξη της μεταβλητότητας παρακολουθείται καθημερινά από τους συμμετέχοντες στις χρηματαγορές, ενώ έχει προσελκύσει και το ενδιαφέρον της πανεπιστημιακής κοινότητας που ασχολείται ερευνητικά με τον χώρο της χρηματοοικονομικής. Πλέον υπάρχει μια πλούσια βιβλιογραφία αναφορικά με τις μεθόδους εκτίμησης/μοντελοποίησης της μεταβλητότητας και την πρακτική εφαρμογή αυτών στις χρηματαγορές. Μία από τις δυσκολίες που ανακύπτουν στη μελέτη της συμπεριφοράς της μεταβλητότητας είναι ότι αυτή είναι μία μη-παρατηρήσιμη (non-observable) παράμετρος και, συνεπώς, πρέπει να εκτιμηθεί. Στη διεθνή βιβλιογραφία υπάρχουν δύο γενικές προσεγγίσεις αναφορικά με την εκτίμησή της (βλ. Figlewski, 1997). Η πρώτη βασίζεται σε παρελθόντα (ιστορικά) στοιχεία αναφορικά με τις παρελθούσες αποδόσεις του περιουσιακού στοιχείου υπό μελέτη. Η μεταβλητότητα που εκτιμάται βάσει αυτών καλείται και *ιστορική μεταβλητότητα* (historical volatility). Η δεύτερη προσέγγιση χρησιμοποιεί τις αγοραίες τιμές των options προκειμένου να υπολογίσει την *τεκμαρτή μεταβλητότητα* (implied volatility). Σε κάθε χρονική στιγμή και για option με συγκεκριμένη τιμή εξάσκησης και χρόνο μέχρι τη λήξη, ως τεκμαρτή μεταβλητότητα ορίζεται η τιμή της μεταβλητότητας η οποία θα εξισώσει την αγοραία τιμή ενός option με την τιμή αυτού που υπολογίζεται από το υπόδειγμα των Black–Scholes (1973). Για πολλούς ερευνητές η τεκμαρτή μεταβλητότητα θεωρείται ένας ακριβέστερος τρόπος εκτίμησης της μεταβλητότητας (Figlewski, 1997, Granger και Poon, 2003). Αυτή η αντίληψη στηρίζεται στο ότι τα options είναι περιουσιακά στοιχεία που «κοιτάζουν προς το μέλλον» (forward-looking instruments), καθώς έχουν συναρτήσεις εσόδων που εξαρτώνται από την τιμή του υποκείμενου τίτλου στη λήξη του option. Συνεπώς, οι αγοραίες τιμές των options που καθορίζονται μέσω της προσφοράς και ζήτησης είναι πιθανό να αντανακλούν τις προσδοκίες των συμμετεχόντων στην αγορά σχετικά με τη μελλοντική μεταβλητότητα.

Στο παρόν κεφάλαιο εστιάζουμε στη μέτρηση της μεταβλητότητας του ελληνικού δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE/ASE-20, όσο και των αντίστοιχων διεθνών δεικτών DAX και S&P 500, λίγο πριν και κατά την πρόσφατη κρίση της περιόδου 2007-2008. Η μέτρηση θα γίνει τόσο με τη χρήση της ιστορικής

[1] Ο δείκτης FTSE/ASE-20 κατασκευάζεται από τις τιμές των μετοχών των είκοσι εταιρειών με τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Θεωρείται από τους συμμετέχοντες στην ελληνική αγορά πιο αντιπροσωπευτικός της εικόνας του ελληνικού χρηματιστηρίου από ό,τι ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών και για αυτό τον λόγο επιλέχτηκε για τους σκοπούς της ανάλυσής μας.

[2] Οι αναλυτές φαίνεται να συμφωνούν ότι η έναρξη της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης σηματοδοτείται από τον Αύγουστο του 2007 με την πτώχευση της αγγλικής τράπεζας παροχής στεγαστικών δανείων Northern Rock (βλ. π.χ., Gorton, 2009).

μεταβλητότητας όσο και με τη χρήση *δεικτών τεκμαρτής μεταβλητότητας* (ΔΤΜ, implied volatility indices). Πιο συγκεκριμένα, *μία σημαντική καινοτομία του παρόντος κεφαλαίου αποτελεί η κατασκευή ΔΤΜ για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά.*

Ένας ΔΤΜ απεικονίζει σε κάθε χρονική στιγμή την τεκμαρτή μεταβλητότητα των αποδόσεων των τιμών του υποκείμενου τίτλου ενός «συνθετικού» option. Το option είναι συνθετικό με την έννοια ότι σε κάθε χρονική στιγμή έχει τον ίδιο χρόνο μέχρι τη λήξη. Ο πρώτος ΔΤΜ κατασκευάστηκε το 1993 από το Chicago Board Options Exchange (CBOE) και ήταν ο δείκτης VIX που αφορούσε την τεκμαρτή μεταβλητότητα του S&P 100 (ο δείκτης αυτός μετονομάστηκε σε VXO το 2004 και VIX καλείται πλέον ο δείκτης που διαφέρει από το VXO στο ότι υπολογίζεται με νέο αλγόριθμο και απεικονίζει την τεκμαρτή μεταβλητότητα του S&P 500). Ακολούθησε η κατασκευή ΔΤΜ σε μια σειρά από ευρωπαϊκά και αμερικανικά χρηματιστήρια που απεικονίζουν την τεκμαρτή μεταβλητότητα διάφορων χρηματιστηριακών δεικτών.[3] Ο λόγος της ραγδαίας εξάπλωσης των ΔΤΜ οφείλεται στο ότι έχουν πολλαπλές χρήσεις στις χρηματαγορές. Ο κύριος λόγος που εισήχθησαν ήταν για να αποτελέσουν τον υποκείμενο τίτλο σε παράγωγα μεταβλητότητας (volatility derivatives), τα οποία στις ημέρες μας παρουσιάζουν ιδιαίτερα υψηλό όγκο συναλλαγών τόσο σε εξω-χρηματιστηριακές όσο και σε χρηματιστηριακές συναλλαγές (βλ. Brenner and Galai, 1989, 1993, για τις αρχικές σκέψεις στη δημιουργία αυτών των παραγώγων, Psychoyios και Skiadopoulos, 2006, Dotsis, Psychoyios και Skiadopoulos, 2007, όπως και Carr και Lee, 2009, για μια ανασκόπηση των παραγώγων σε μεταβλητότητα).[4] Οι ΔΤΜ χρησιμοποιούνται επίσης για τον υπολογισμό της αξίας σε κίνδυνο (βλ. Giot, 2005α), για να προβλέψουν τη μελλοντική πορεία του χρηματιστηριακού δείκτη στον οποίο αναφέρονται (βλ. Stendahl, 1994, Whaley, 2000), όπως και για να προβλέψουν τη μελλοντική μεταβλητότητα του χρηματιστηριακού δείκτη (βλ. Fleming, Ostdiek και Whaley, 1995, Moraux, Navatte και Villa, 1999, Simon, 2003, Corrado και Miller, 2005, Giot, 2005β, και Giamouridis και Skiadopoulos, 2010), για μια ανασκόπηση της βιβλιογραφίας αναφορικά με τη χρήση ΔΤΜ στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Επίσης υπάρχει μια εκτεταμένη πλέον βιβλιογραφία αναφορικά με τον τρόπο κίνησης των ΔΤΜ στον χρόνο και στο κατά πόσο μπορεί αυτή να προβλεφτεί, ώστε να χρησιμοποιηθεί για κατασκευή επικερδών στρατηγικών διαπραγμάτευσης με τη χρήση παραγώγων μεταβλητότητας (βλ. ενδεικτικά Dotsis, Psychoyios και Skiadopoulos, 2007, Konstantinidi, Skiadopoulos και Tzagkaraki, 2008, Konstantinidi και Skiadopoulos, 2010).

Στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά δεν υπάρχει αυτή τη στιγμή κατασκευασμένος ΔΤΜ του οποίου η τιμή να υπολογίζεται καθημερινά, αν και στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία υπάρχουν δύο μελέτες που ασχολήθηκαν με την κατασκευή ελληνικού ΔΤΜ. Η πρώτη από τον Skiadopoulos (2004) και η δεύτερη από τους Siriopoulos και Fessas (2008). Οι μελέτες αυτές κατασκευάζουν έναν δείκτη μέτρησης της τεκμαρτής μεταβλητότητας του FTSE/ASE-20 χρησιμοποιώντας όμως διαφορετικούς αλγόριθμους κατασκευής. Η πρώτη αναπτύσσει αλγόριθμο που προσομοιάζει εκείνο της κατασκευής του ΔΤΜ VXO λαμβάνοντας όμως υπόψη τις ιδιαιτερότητες σε όρους ρευστότητας της ελληνικής αγοράς. Η δεύτερη εφαρμόζει τον αλγόριθμο κατασκευής του ΔΤΜ VIX σε δεδομένα της ελληνικής αγοράς. Αν και η δεύτερη μελέτη είναι πιο κοντά στη σύγχρονη τάση κατασκευής ΔΤΜ εντούτοις υπόκειται σε δύο σημεία κριτικής. Πρώτον, δεν αντιμετωπίζει τα σημαντικά προβλήματα στα σφάλματα μέτρησης των αγοραίων τιμών των options τα οποία αναπόφευκτα επηρεάζουν τη μέτρηση των τεκμαρτών μεταβλητοτήτων (βλ. Hentschel, 2003). Δεύτερον, δεν επιλύει το πρόβλημα της διαπραγμάτευσης πεπερασμένου αριθμού options, κάτι το οποίο επηρεάζει σημαντικά τον ορθό υπολογισμό του ΔΤΜ (βλ. Jiang και Tian, 2005, 2007). Αντιθέτως, ο τρόπος κατασκευής του ΔΤΜ που προτείνουμε στην παρούσα μελέτη αντιμετωπίζει και τα δύο αυτά προβλήματα λαμβάνοντας υπόψη τις

[3] Χαρακτηριστικά παραδείγματα τέτοιων ΔΤΜ αποτελούν μεταξύ άλλων οι VXD και VXN (ΗΠΑ), VAEX (Ολλανδία), VBEL (Βέλγιο), VCAC (Γαλλία), VDAX και VDAX-New (Γερμανία), VSMI (Ελβετία) και VSTOXX (δείκτης ευρωζώνης).

[4] Το CBOE εισήγαγε πρώτο συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης στο VIX (VIX volatility futures) το 2004. Τα παράγωγα μεταβλητότητας χρησιμοποιούνται για αντιστάθμιση του κινδύνου μεταβλητότητας, ο οποίος είναι υπαίτιος για την κατάρρευση χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, όπως η Barings Bank και η Long-Term-Capital Management (βλ. και Psychoyios και Skiadopoulos, 2006). Επίσης χρησιμοποιούνται για κερδοσκοπία στοιχηματίζοντας σε μεταβολές της μεταβλητότητας (volatility trading, βλ. Carr και Madan, 1998, για ανασκόπηση των σχετικών τεχνικών).

προτάσεις των Jiang και Tian (2005, 2007). Ελπίζουμε ότι με το παρόν κεφάλαιο, μεταξύ άλλων, δίνουμε και τη δυνατότητα στους συμμετέχοντες στην ελληνική αγορά να κατασκευάσουν ένα αξιόπιστο ΔΤΜ.

Το κεφάλαιο διαρθρώνεται ως εξής. Στην επόμενη ενότητα ορίζουμε την έννοια της μεταβλητότητας και παρουσιάζουμε τις δύο γενικές προσεγγίσεις αναφορικά με την εκτίμησή της, αναφέροντας και κάποιες λεπτομέρειες σχετικά με την κατασκευή ΔΤΜ. Στην τρίτη ενότητα θα παρουσιάσουμε τη βάση δεδομένων. Στην τέταρτη ενότητα θα μελετήσουμε κάποιες ιδιότητες της ιστορικής μεταβλητότητας και των ΔΤΜ στο ελληνικό και στα ξένα χρηματιστήρια. Η κατασκευή των ελληνικών ΔΤΜ θα περιγραφεί. Η πέμπτη ενότητα θα συνοψίσει.

2. Μεταβλητότητα

2.1 Ορισμός και εκτίμηση της μεταβλητότητας

Ο ορισμός της έννοιας της μεταβλητότητας ενός περιουσιακού στοιχείου απαιτεί τον προσδιορισμό ενός υποδείγματος που περιγράφει την κίνηση της τιμής αυτού του στοιχείου στον χρόνο. Προς αυτό τον σκοπό, έχει υιοθετηθεί από τους ακαδημαϊκούς και τους επαγγελματίες στον χώρο της χρηματοοικονομικής το υπόδειγμα της Γεωμετρικής Κίνησης κατά Brown (Geometric Brownian Motion, GBM), το οποίο δίνεται από την ακόλουθη στοχαστική διαφορική εξίσωση:

$$\frac{dS_t}{S_t} = \mu dt + v dW_t \tag{1}$$

όπου S_t και W_t η τιμή του περιουσιακού στοιχείου και της κίνησης του Brown τη χρονική στιγμή t, αντίστοιχα, και μ και v σταθερές παράμετροι. Η παράμετρος v καλείται μεταβλητότητα (volatility) και είναι σταθερή στον χρόνο στα πλαίσια της υιοθέτησης της GBM.[5] Με δεδομένο ότι αποδεχόμαστε την εξίσωση (1), είναι εφικτή η εξαγωγή μιας φόρμουλας προσδιορισμού της μεταβλητότητας σε όρους της τυπικής απόκλισης των (συνεχώς επανατοκιζόμενων) αποδόσεων του S. Πιο συγκεκριμένα, έστω ότι παρατηρούμε την τιμή του περιουσιακού στοιχείου σε χρονικά σημεία που ισαπέχουν κατά ετησιοποιημένο χρονικό διάστημα Δt. Μπορεί να αποδειχθεί ότι (βλ. π.χ. Hull, 2008):

$$v = \frac{\sigma}{\sqrt{\Delta t}} \tag{2}$$

όπου σ είναι η τυπική απόκλιση των συνεχώς επανατοκιζόμενων αποδόσεων $R_t = \ln(\frac{S_t}{S_{t-1}})$

της τιμής του περιουσιακού στοιχείου και Δt το ετησιοποιημένο χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της παρατήρησης S_{t-1} και S_t.

Η μεταβλητότητα είναι μη-παρατηρήσιμη παράμετρος και συνεπώς πρέπει να εκτιμηθεί όταν απαιτείται από κάποιο υπόδειγμα (π.χ. αποτίμησης options ή υπολογισμού της αξίας σε κίνδυνο). Δύο συνήθεις μέθοδοι εκτίμησης της μεταβλητότητας είναι είτε με τη χρήση ιστορικών στοιχείων, είτε με τη χρήση αγοραίων τιμών options (βλ. Figlewski, 1997, Granger και Poon, 2003). Η πρώτη μέθοδος απαιτεί την επιλογή ενός στατιστικού υποδείγματος/εκτιμητή ο οποίος θα χρησιμοποιηθεί για την εκτίμηση της τυπικής απόκλισης στην εξίσωση (2). Η δεύτερη μέθοδος εξισώνει τη χρονική στιγμή t την αγοραία τιμή του option O_t^M με το υπόδειγμα των Black–Scholes (1973) και λύνει ως προς την *τεκμαρτή μεταβλητότητα* $v_{imp,t}$, δηλαδή:

$$O_t^M = f^{BS}(S_t, K, r, T-t, v_{imp,t}) \tag{3}$$

[5] Από μαθηματικής άποψης, ο αυστηρός ορισμός του v είναι ως στιγμιαία μεταβλητότητα (instantaneous volatility). Υπάρχει μια πλούσια βιβλιογραφία που αναιρεί την υπόθεση περί σταθερότητας στον χρόνο της μεταβλητότητας και μοντελοποιεί την κίνηση αυτής με εναλλακτικές στοχαστικές διαδικασίες (βλ. Psychoyios, Skiadopoulos και Alexakis, 2003, για μια ανασκόπηση της βιβλιογραφίας).

όπου $f^{BS}(\bullet)$ το υπόδειγμα αποτίμησης των Black–Scholes (1973) το οποίο είναι συνάρτηση μόνο της τιμής του υποκείμενου τίτλου S_t, της τιμής εξάσκησης K και της ημερομηνίας λήξης T του option, και του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο r.[6] Σε περίπτωση που ο υποκείμενος τίτλος πληρώνει και μερίσματα, τότε η τεκμαρτή μεταβλητότητα ορίζεται από το υπόδειγμα του Merton (1973).[7] Εμπειρικά, παρατηρείται το φαινόμενο σε κάθε δεδομένη χρονική στιγμή και για δεδομένο υποκείμενο τίτλο, η τεκμαρτή μεταβλητότητα να εξαρτάται από την τιμή εξάσκησης και τη ληκτότητα των αντίστοιχου option (βλ. Skiadopoulos, Hodges και Clewlow, 1999, και Skiadopoulos, 2001). Συνεπώς εγείρεται το ερώτημα ποια τεκμαρτή μεταβλητότητα είναι η κατάλληλη για την πρόβλεψη της μεταβλητότητας. Η κατασκευή ΔΤΜ δίνει απάντηση στο ερώτημα αυτό, όπως θα εξηγήσουμε στην Ενότητα 4.

2.2 Κατασκευή δεικτών τεκμαρτής μεταβλητότητας

Οι ΔΤΜ που θα μελετήσουμε στο παρόν κεφάλαιο κατασκευάζονται σύμφωνα με τη νέα μεθοδολογία κατασκευής του VIX. Συνοπτικά, η μεθοδολογία στηρίζεται στην ακόλουθη εξίσωση:

$$v_{t,T}^2 = \frac{2}{T-t}\sum_i \frac{\Delta K_i}{K_i^2} e^{r(T-t)} Q(K_i) - \frac{1}{T}\left[\frac{F_{t,T}}{K_0} - 1\right]^2 \tag{4}$$

όπου T-t είναι ο χρόνος μέχρι τη λήξη (μετρούμενος σε λεπτά της ώρας), $F_{t,T}$ είναι η τιμή ενός προθεσμιακού συμβολαίου εκπλήρωσης (forward) η οποία τεκμαίρεται από τις αγοραίες τιμές των at-the-money options, K_0 είναι η πρώτη τιμή εξάσκησης που βρίσκεται κάτω από το $F_{t,T}$, K_i είναι η τιμή εξάσκησης του i-th out-of-the-money option (δηλαδή call εάν $K_i > K_0$ και put εάν $K_i < K_0$, και put και call εάν $K_i = K_0$), $\Delta K_i = ½ (K_{i+1} - K_{i-1})$ είναι το διάστημα μεταξύ των τιμών εξάσκησης, r είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο ληκτότητας T, και $Q(K_i)$ είναι η μέση τιμή της τιμής αγοράς και πώλησης (bid-ask spread) για κάθε option με τιμή εξάσκησης K_i.

Η εξίσωση (4) χρησιμοποιείται για να υπολογίσει την τεκμαρτή μεταβλητότητα για δύο λήξεις T_1 και T_2, αντίστοιχα, οι οποίες εσωκλείουν την περίοδο των τριάντα ημερολογιακών ημερών. Στη συνέχεια, ο ΔΤΜ κατασκευάζεται με γραμμική παρεμβολή μεταξύ των v_{t,T_1} and v_{t,T_2} έτσι ώστε να αντιστοιχεί στις τριάντα ημερολογιακές ημέρες.[8] Το πλεονέκτημα ορισμού της μεταβλητότητας μέσω της εξίσωσης (4) είναι ότι είναι συμβατή με μια γενική κατηγορία στοχαστικών διαδικασιών που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την τιμή του υποκείμενου τίτλου (βλ. Jiang και Tian, 2005, και Carr και Wu, 2006). Πιο συγκεκριμένα, η κατασκευή του ΔΤΜ βασίζεται στην έννοια της «μη-παραμετρικής τεκμαρτής διακύμανσης» (model-free implied variance) που προτάθηκε από τους Britten–Jones και Neuberger (2000). Η θεωρητική θεμελίωση του ΔΤΜ επιτρέπει και μια ενδιαφέρουσα ερμηνεία αυτού, καθώς μπορεί να αποδειχτεί ότι το τετράγωνο του ΔΤΜ ισούται με την τιμή ενός προθεσμιακού συμβολαίου ανταλλαγής της διακύμανσης (variance swap) τα οποία διαπραγματεύονται ευρύτατα σε εξω-χρηματιστηριακές αγορές.[9]

---

[6] Ένα option είναι ένα χρηματοοικονομικό προϊόν το οποίο δίνει το δικαίωμα στον αγοραστή του να αγοράσει ή να πουλήσει (ανάλογα με το εάν το option είναι call option ή put option, αντίστοιχα) τον υποκείμενο τίτλο σε κάποια μελλοντική χρονική στιγμή T και να πληρώσει ή να λάβει, αντίστοιχα, την τιμή εξάσκησης K. Το αντισυμβαλλόμενο μέρος του option είναι ο πωλητής του ο οποίος λαμβάνει από τον αγοραστή του option την τιμή του option (premium) τη στιγμή τέλεσης της συμφωνίας. Το υπόδειγμα των Black–Scholes (1973) είναι ένα από τα πλέον γνωστά υποδείγματα αποτίμησης options και έχει επικρατήσει να χρησιμοποιείται για τον ορισμό και υπολογισμό της τεκμαρτής μεταβλητότητας των αποδόσεων του υποκείμενου τίτλου. Πιο συγκεκριμένα, η τεκμαρτή μεταβλητότητα ορίζεται ως η μεταβλητότητα που εξισώνει την αγοραία τιμή του option με τη θεωρητική τιμή των Black–Scholes (1973).

[7] Η χρήση των υποδειγμάτων των Black–Scholes–Merton (1973) για τον υπολογισμό της τεκμαρτής μεταβλητότητας δεν συνεπάγεται αποδοχή των συγκεκριμένων υποδειγμάτων και ως ακριβή υποδείγματα για την αποτίμηση των options. Είναι γνωστό ότι οι υποθέσεις αυτών των υποδειγμάτων δεν είναι ρεαλιστικές και ως αποτέλεσμα αυτού υπάρχει μια πλούσια βιβλιογραφία εναλλακτικών υποδειγμάτων αποτίμησης (βλ. Skiadopoulos, 2001, για μια ανασκόπηση της βιβλιογραφίας). Εντούτοις, τα συγκεκριμένα υποδείγματα χρησιμοποιούνται ως «μηχανισμοί» απεικόνισης των αγοραίων τιμών των options στις αντίστοιχες τεκμαρτές μεταβλητότητες.

[8] Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. το εγχειρίδιο κατασκευής του VIX, http://www.cboe.com/micro/vix/vixwhite.pdf

[9] Μια συμφωνία ανταλλαγής της διακύμανσης είναι ένα προθεσμιακό συμβόλαιο όπου στη λήξη του ο αγοραστής λαμβάνει (πληρώνει) τη

3. Δεδομένα

Για την εκτίμηση της ιστορικής μεταβλητότητας, χρησιμοποιούμε ημερήσιες τιμές κλεισίματος για τους χρηματιστηριακούς δείκτες S&P 500, DAX και FTSE/ASE-20 για την περίοδο 3.08.2006–15.12.2008. Για την ανάλυση των ΔΤΜ, χρησιμοποιούμε ημερήσιες τιμές κλεισίματος για τους ΔΤΚ VIX και VDAX-New (εφεξής VDAX) για την ίδια περίοδο. Οι δείκτες αυτοί απεικονίζουν την τεκμαρτή μεταβλητότητα των χρηματιστηριακών δεικτών S&P 500 και DAX, αντίστοιχα. Όλα τα παραπάνω στοιχεία αποκτήθηκαν από τη βάση δεδομένων Bloomberg. Με δεδομένο ότι για την ελληνική αγορά δεν υπάρχει επίσημος ΔΤΜ, κατασκευάζουμε το ΔΤΜ VASE-20 για την αντίστοιχη περίοδο που εξετάζουμε τους υπόλοιπους ευρωπαϊκούς δείκτες. Για την κατασκευή του ακολουθούμε τη γενική μεθοδολογία κατασκευής του VIX με κάποιες τροποποιήσεις όμως, που προτάθηκαν από τους Jiang και Tian (2005, 2007) προκειμένου να μειώσουμε τα αριθμητικά σφάλματα υπολογισμού που προέρχονται από το γεγονός ότι υπάρχει πεπερασμένος αριθμός options που διαπραγματεύονται. Επίσης, για σκοπούς σύγκρισης κατασκευάζουμε και τον δείκτη GVIX, όπως αυτός προτάθηκε και κατασκευάστηκε από τον Skiadopoulos (2004).

Τόσο ο VASE-20 όσο και ο GVIX αφορούν ΔΤΜ του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE/ASE-20. Για την κατασκευή τους χρησιμοποιούμε τις ημερήσιες τιμές εκκαθάρισης (settlement prices) των ευρωπαϊκών options με υποκείμενο τίτλο τον χρηματιστηριακό δείκτη FTSE/ASE-20.[10] Κάθε ημέρα διαπραγματεύονται έξι σειρές options με αντίστοιχες ληκτότητες: τρεις των κοντινότερων μηνών του μηνιαίου κύκλου και τρεις των κοντινότερων μηνών του τριμηνιαίου κύκλου, δηλαδή του Μαρτίου, Ιουνίου, Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου, μη περιλαμβανομένων των μηνών για τους οποίους υφίσταται εισηγμένη σειρά με βάση τον μηνιαίο κύκλο. Η ημερομηνία λήξης είναι η τρίτη Παρασκευή του μήνα λήξης. Ο πολλαπλασιαστής είναι πέντε ευρώ ανά μονάδα δείκτη. Σε κάθε σειρά options στο FTSE/ASE-20 διαπραγματεύονται κάθε ημέρα συμβόλαια με έντεκα διαφορετικές τιμές εξάσκησης για τα call options και άλλες τόσες για τα put options. Νέες τιμές εξάσκησης εισάγονται καθώς ο δείκτης αλλάζει τιμή στον χρόνο. Οι τιμές εξάσκησης ισαπέχουν κατά 50 μονάδες δείκτη.[11] Τέλος, συλλέξαμε και τιμές του επιτοκίου Euribor με ληκτότητες μιας, δύο, τριών εβδομάδων και ενός και δύο μηνών. Τα επιτόκια των ενδιάμεσων ληκτοτήτων υπολογίστηκαν με γραμμική παρεμβολή όπου αυτά απαιτήθηκαν και, εν συνεχεία, μετατράπηκαν σε συνεχώς επανατοκιζόμενα. Η μερισματική απόδοση του FTSE/ASE-20 υπολογίστηκε ως τεκμαρτή μερισματική απόδοση χρησιμοποιώντας την ισοδυναμία δικαιώματος αγοράς–δικαιώματος πώλησης (put-call parity) και τη σχέση αποτίμησης συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης σε υποκείμενο τίτλο που πληρώνει μέρισμα (βλ. και Ait-Sahalia και Lo, 1998, Skiadopoulos, 2004, και Linaras και Skiadopoulos, 2005, για περισσότερες λεπτομέρειες).

διαφορά μεταξύ της πραγματοποιηθείσας διακύμανσης και της προσυμφωνηθείσας τιμής του συμβολαίου (variance swap rate), εάν η διαφορά αυτή είναι θετική (αρνητική).

[10] Οι ξένοι ΔΤΜ χρησιμοποιούν τον μέσο όρο των τιμών αγοράς–πώλησης των options. Ο Skiadopoulos (2004) όμως βρήκε ότι αυτές είναι λιγότερο αξιόπιστες από τις τιμές εκκαθάρισης και για αυτό τον λόγο επιλέγουμε τη χρήση των τιμών εκκαθάρισης.

[11] Περισσότερες πληροφορίες για τα χαρακτηριστικά των options στο FTSE/ASE-20, μπορείτε να βρείτε και στην ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών, www.adex.ase.gr

4. Εκτίμηση μεταβλητότητας: εμπειρικά αποτελέσματα

4.1 Ιστορική μεταβλητότητα

Για την εκτίμηση της ιστορικής μεταβλητότητας βασιζόμαστε στην εξίσωση (2) χρησιμοποιώντας τον ακόλουθο εκτιμητή της τυπικής απόκλισης

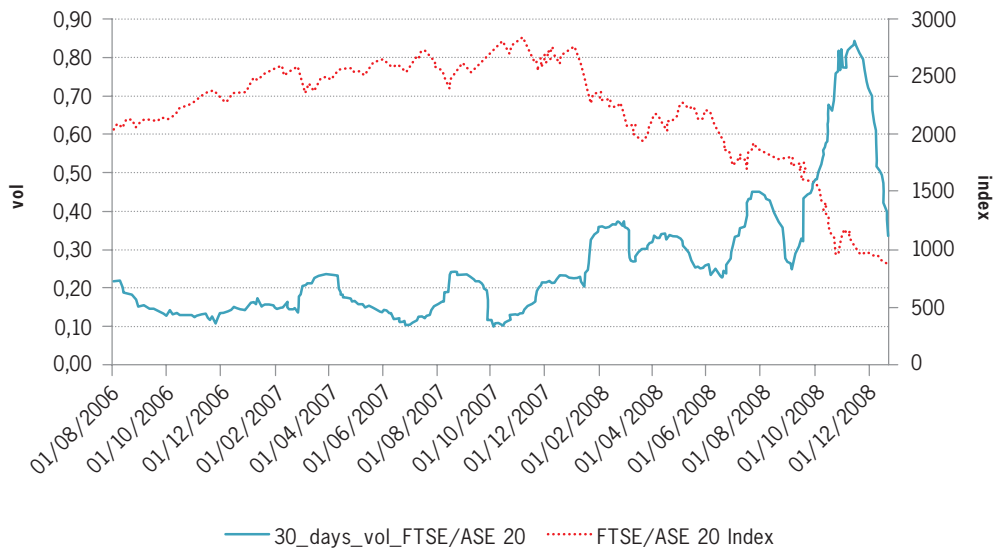
$$\hat{\sigma} = \sqrt{\frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N}(R_i - \bar{R})^2} \qquad (5)$$

όπου N είναι το μέγεθος δείγματος και $\bar{R}$ είναι ο αριθμητικός μέσος των συνεχώς επανατοκιζόμενων αποδόσεων.[12] Ακολουθώντας τον Figlewski (1997), υποθέτουμε ότι ο αριθμητικός μέσος ισούται με μηδέν και εκτιμούμε τη μεταβλητότητα ως κινητό μέσο όρο N ημερών, ώστε να συλλάβουμε το εμπειρικά παρατηρούμενο φαινόμενο της μεταβολής της μεταβλητότητας στον χρόνο.[13] Έτσι, σε κάθε χρονική στιγμή t, η ετησιοποιημένη μεταβλητότητα εκτιμάται ως

$$\hat{v}_t = \hat{\sigma}_t \times \sqrt{252} \qquad (6)$$

με δεδομένο ότι έχουμε ημερήσιες παρατηρήσεις. Στα πλαίσια της παρούσας εργασίας υπολογίζουμε την ιστορική μεταβλητότητα των τριάντα ημερών. Το Διάγραμμα 1 απεικονίζει την εξέλιξη της μεταβλητότητας του FTSE-ASE/20 στον χρόνο και της μεταβλητότητας αυτού. Δύο σημεία είναι άξια προσοχής. Πρώτον, παρατηρούμε ότι κατά περιόδους υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ των μεταβολών του χρηματιστηριακού δείκτη και των μεταβολών της μεταβλητότητας αυτού, κάτι που είναι γνωστό στη βιβλιογραφία ως «αποτέλεσμα μόχλευσης» (leverage effect, Christie, 1982).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 FTSE/ASE-20 και μεταβλητότητα 30 ημερών αυτού.
Περίοδος ανάλυσης: 1/08/2006–23/12/2008



[12] Στη βιβλιογραφία έχουν προταθεί μια σειρά από εναλλακτικούς τρόπους εκτίμησης της τυπικής απόκλισης των αποδόσεων όπως υποδείγματα εκθετικής εξομάλυνσης, υποδείγματα GARCH, κ.λπ. Για μία ανασκόπηση της βιβλιογραφίας, βλ. Alexander (2008).

[13] Η πρακτική αυτή έρχεται σε αντίθεση με την υπόθεση περί σταθερής μεταβλητότητας που υιοθετεί η GBM.

Προκειμένου να επιβεβαιώσουμε την αρνητική αυτή σχέση υλοποιούμε την ακόλουθη παλινδρόμηση

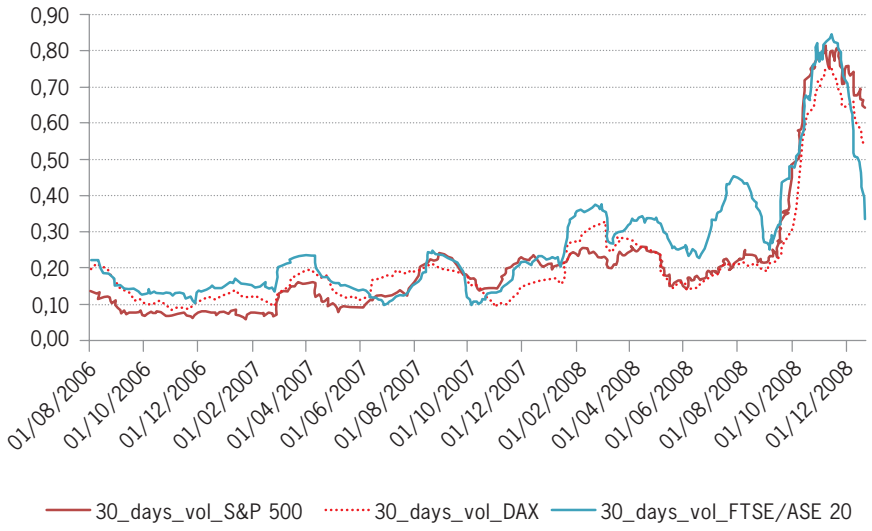
$$R_t = c + a\Delta vFTSE_t + u_t \tag{7}$$

όπου R_t συμβολίζει τις συνεχώς επανατοκιζόμενες αποδόσεις του δείκτη FTSE/ASE-20 και $\Delta vFTSE$ τις μεταβολές της μεταβλητότητας αυτού. Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης επιβεβαιώνουν το αποτέλεσμα μόχλευσης καθώς

$$\begin{aligned} R_t &= -0,0014 - 0,16\Delta vFTSE_t \\ &\quad (0,08) \quad (0,005) \end{aligned} \tag{8}$$

όπου σε παρένθεση εμφανίζονται τα p-values. Η δεύτερη παρατήρηση έχει να κάνει με την εξέλιξη της μεταβλητότητας του FTSE/ASE-20 στον χρόνο. Έτσι παρατηρούμε ότι αυτή διακυμαίνεται μεταξύ 10% και 20% από το 2006 έως τέλη του 2007. Ξεπερνάει το 20% τον Ιανουάριο του 2008 έχοντας ανοδική τάση και κυμαίνεται μεταξύ 20% και 30% μέχρι τον Αύγουστο του 2008. Εν συνεχεία, φτάνει μέχρι 81% τον Νοέμβριο του 2008 για να υποχωρήσει στη συνέχεια στο 33% στα τέλη Δεκεμβρίου 2008. Αξίζει να σημειώσουμε ότι η περίοδος Σεπτεμβρίου–Νοεμβρίου 2008 θεωρείται από τους περισσότερους αναλυτές ως εκείνη στην οποία κορυφώθηκε η χρηματοπιστωτική κρίση.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 Μεταβλητότητα των 30 ημερών των χρηματιστηριακών δεικτών FTSE/ASE-20, DAX S&P 500.
Περίοδος ανάλυσης: 1.08.2006–23.12.2008



Το Διάγραμμα 2 απεικονίζει την εξέλιξη της μεταβλητότητας του ελληνικού χρηματιστηριακού δείκτη σε σχέση με τη μεταβλητότητα του γερμανικού δείκτη DAX και του αμερικανικού S&P 500. Παρατηρούμε ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των μεταβολών των δεικτών. Αυτό επιβεβαιώνεται από τον Πίνακα 1, όπου απεικονίζονται οι σταυροειδείς συσχετίσεις των μεταβολών των δεικτών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Πίνακας συσχετίσεων των μεταβολών της μεταβλητότητας των 30 ημερών των χρηματιστηριακών δεικτών FTSE/ASE-20, DAX S&P 500.
Περίοδος ανάλυσης: 1.08.2006–23.12.2008.

	ΔvFTSE	**ΔvDAX**	**ΔvS&P 500**
ΔvFTSE	1,00	0,57	0,32
ΔvDAX	0,57	1,00	0,5
ΔvS&P 500	0,32	0,5	1,0

Παρατηρούμε ότι οι μεταβολές της μεταβλητότητας του FTSE/ASE-20 συσχετίζονται πιο έντονα με αυτή του ευρωπαϊκού δείκτη DAX παρά με την αντίστοιχη του αμερικανικού S&P 500. Επιπρόσθετα, οι τιμές των συντελεστών συσχέτισης είναι θετικές. Προς επιβεβαίωση αυτών των σχέσεων υλοποιούμε και την ακόλουθη παλινδρόμηση

$$\Delta vFTSE_t = c_1 + a_1 \Delta vDAX_t + b_1 \Delta vS\&P_t + u_t \tag{9}$$

τα αποτελέσματα της οποίας είναι

$$\Delta vFTSE_t = \underset{(0,62)}{-0,000222} + \underset{(0,00)}{0,62}\,\Delta vDAX_t + \underset{(0,19)}{0,0627}\,\Delta vS\&P_t, \quad R^2 = 0,33 \tag{10}$$

Τα αποτελέσματα της εξίσωσης (10) δείχνουν ότι η επίδραση της μεταβλητότητας του αμερικανικού χρηματιστηρίου σε αυτή του ελληνικού χρηματιστηρίου είναι στατιστικά ασήμαντη. Τέλος, ελέγχουμε κατά πόσο οι μεταβολές στην ιστορική μεταβλητότητα του FTSE/ASE-20 εξηγούνται από τις μεταβολές την προηγούμενη χρονική στιγμή της ιστορικής μεταβλητότητας των δεικτών DAX και S&P 500 (lead-lag relationship), δηλ.

$$\Delta vFTSE_t = c_2 + a_2 \Delta vDAX_{t-1} + b_2 \Delta vS\&P_{t-1} + e_t \tag{11}$$

τα αποτελέσματα της οποίας είναι

$$\Delta vFTSE_t = \underset{(0,41)}{0,04}\Delta vDAX_{t-1} + \underset{(0,02)}{0,14}\Delta vS\&P_{t-1}, \quad R^2 = 0,02 \tag{12}$$

Μπορούμε να δούμε από τα αποτελέσματα της εξίσωσης (12) ότι οι μεταβολές της μεταβλητότητας στο ελληνικό χρηματιστήριο «καθοδηγούνται» από αυτές του αμερικανικού, κάτι που είναι συνεπές με την αντίληψη των συμμετεχόντων στην αγορά.[14] Το φαινόμενο αυτό είναι επίσης συμβατό με την εμπειρική παρατήρηση της διάχυσης μεταβλητότητας από τις αμερικανικές προς τις ευρωπαϊκές αγορές (βλ. π.χ. Jiang, Konstantinidi, και Skiadopoulos, 2010).

4.2 Δείκτες Τεκμαρτής Μεταβλητότητας (ΔΤΜ)

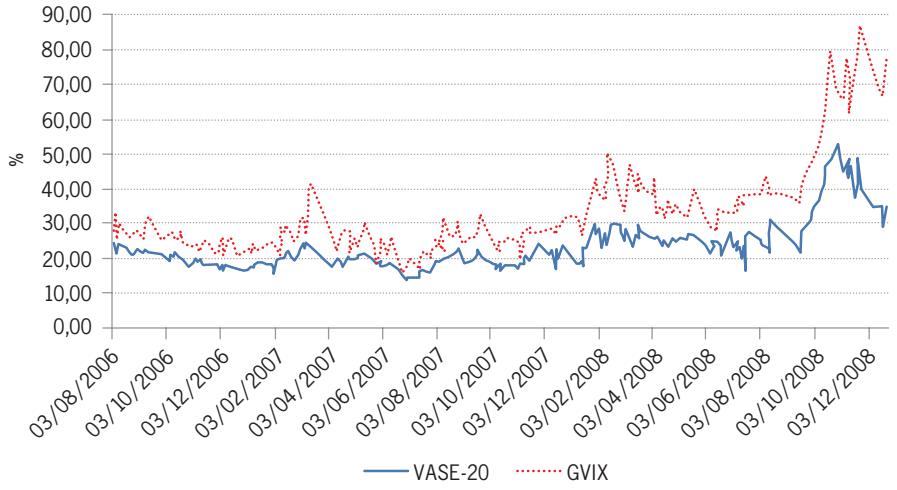
Στην παρούσα ενότητα παρουσιάζουμε την κατασκευή των ελληνικών ΔΤΜ GVIX και VASE-20, και σχολιάζουμε την εξέλιξή τους στον χρόνο σε σχέση με τους VIX και VDAX οι οποίοι παρακολουθούνται ευρύτατα από τους συμμετέχοντες στην ελληνική αγορά. Ο GVIX κατασκευάστηκε ακολουθώντας τη μεθοδολογία που προτάθηκε από τον Skiadopoulos (2004). Η μεθοδολογία αυτή ακολουθεί τον τρόπο κατασκευής του VXO λαμβάνοντας όμως υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά αναφορικά με τη ρευστότητα της ελληνικής αγοράς παραγώγων. Πιο συγκεκριμένα, ο GVIX απεικονίζει σε κάθε χρονική στιγμή την τεκμαρτή μεταβλητότητα ενός συνθετικού option που έχει πάντα τριάντα ημέρες για τη λήξη του και είναι *at-the-money.* Ο VASE-20 ακολουθεί τη μεθοδολογία του VIX στηριζόμενος στην υλοποίηση της εξίσωσης (4).

Για την κατασκευή του GVIX και VASE-20, χρησιμοποιήθηκαν μόνο οι τιμές εκκαθάρισης των options που θεωρούνται αξιόπιστες σύμφωνα με τα διεθνή επιστημονικά κριτήρια. Πιο συγκεκριμένα, εξαιρέθηκαν από τη βάση δεδομένων μας οι αγοραίες τιμές των options που είχαν χρόνο μέχρι τη λήξη λιγότερο από πέντε εργάσιμες ημέρες, όπως και αυτών με μηδενικό όγκο συναλλαγών. Επίσης, εξαιρέθηκαν οι τιμές των options που παραβίαζαν τα φράγματα arbitrage (arbitrage bounds) του Merton (1973). Τέλος, για την κατασκευή του VASE-20 ακολουθούμε τις μελέτες των Jiang και Tian (2005, 2007) και αποκτούμε μια συνεχή σειρά από τιμές options. Πιο συγκεκριμένα, για κάθε ημέρα και συγκεκριμένη ληκτότητα κάνουμε παρεμβολή

[14] Σε όλες τις παλινδρομήσεις, τα τυπικά σφάλματα των εκτιμητών είναι αυτά των Newey–West (1987) προκειμένου να διορθωθεί το όποιο πρόβλημα από την παρουσία αυτοσυσχέτισης και ετεροσκεδαστικότητας στους διαταρακτικούς όρους των παλινδρομήσεων. Θα πρέπει βέβαια να σημειώσουμε ότι το χαμηλό R^2 στην εξίσωση (12) υποδηλώνει ότι η διάχυση της μεταβλητότητας στην ελληνική αγορά μπορεί να λαμβάνει περισσότερες από μία ημέρες προκειμένου να συντελεστεί.

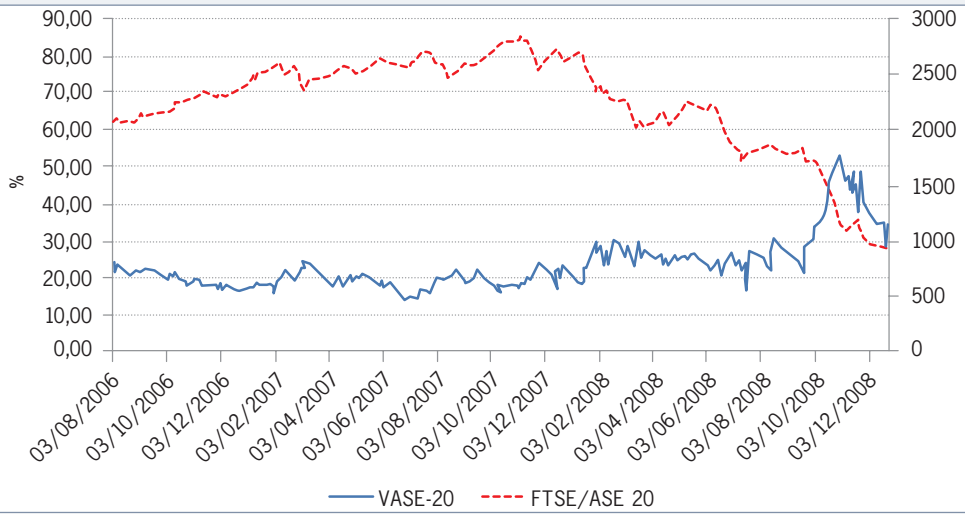
στον χώρο των τεκμαρτών μεταβλητοτήτων χρησιμοποιώντας cubic splines και εν συνεχεία μετατρέπουμε τις τεκμαρτές μεταβλητότητες στις αντίστοιχες αγοραίες τιμές των options χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα του Merton (1973) που επιτρέπει στον υποκείμενο τίτλο να πληρώνει μερίσματα.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 Εξέλιξη του VASE-20 και GVIX κατά την περίοδο 3.08.2006 έως 15.12.2008



Το Διάγραμμα 3 απεικονίζει τη μεταβολή του GVIX και VASE-20 κατά την περίοδο 3.08.2006–15.12.2008.[15] Μπορούμε να δούμε ότι ο GVIX λαμβάνει πάντα υψηλότερες τιμές από το VASE-20. Η τάση των δύο δεικτών είναι παρεμφερής. Θα επικεντρωθούμε στην ανάλυση του VASE-20, καθώς ο αλγόριθμος κατασκευής του είναι πιο κοντά με εκείνους των ξένων ΔΤΜ. Ο VASE-20 ακολουθεί μια διαδικασία ροπής προς το μέσο (mean-reverting process) κατά το διάστημα Ιανουάριος 2006 – Ιούλιος 2008 με μια μακροχρόνια μέση τιμή 20%. Η διαδικασία αυτή έχει επιβεβαιωθεί από πρωτότερη βιβλιογραφία και για ξένους ΔΤΜ (βλ. Dotsis, Psychoyios, και Skiadopoulos, 2007). Από τον Ιούλιο του 2008 όμως ο VASE-20 δείχνει μια έντονη ανοδική πορεία φτάνοντας στις 21.10.2008 στο 53% που αποτελεί και τη μέγιστη τιμή του.

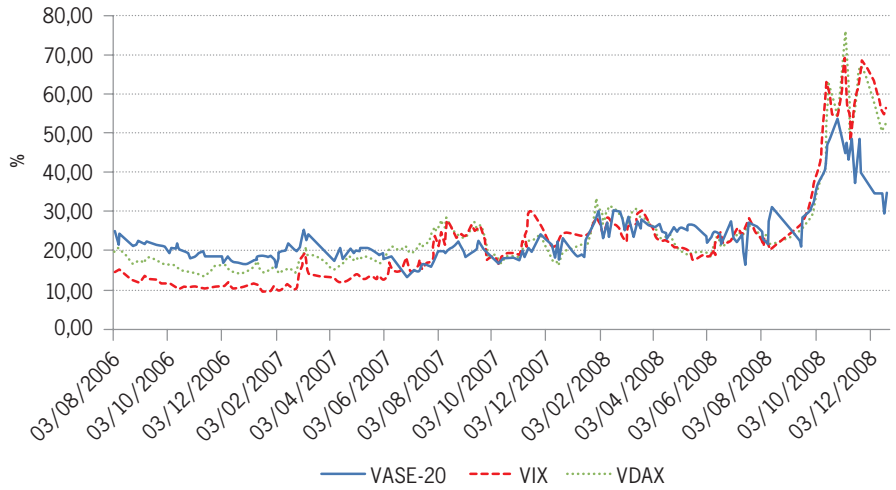
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4 Εξέλιξη του VASE-20 και FTSE/ASE-20 κατά την περίοδο 3.08.2006 έως 15.12.2008



[15] Εξαιτίας των περιορισμών που τέθηκαν στη χρησιμοποίηση των δεδομένων για την κατασκευή του VASE-20, αυτός μπορούσε να κατασκευαστεί μόνο για τις 274 από τις 592 ημέρες του δείγματος. Θα επικεντρωθούμε στον σχολιασμό κάποιων γραφημάτων, καθώς η στατιστική ανάλυση στις πρώτες διαφορές δεν είναι εφικτή λόγω του περιορισμένου αριθμού παρατηρήσεων που θα απομείνουν εάν διαφορίσουμε την αρχική μας σειρά.

Το Διάγραμμα 4 απεικονίζει την κίνηση στον χρόνο του VASE-20 και FTSE/ASE-20. Παρατηρούμε ότι το αποτέλεσμα μόχλευσης γίνεται ιδιαίτερα έντονο μετά τον Οκτώβριο του 2008 οπότε και ο FTSE/ASE-20 διασπάει καθοδικά το φράγμα των 1.770 μονάδων. Η ύπαρξη αυτού του αποτελέσματος αφήνει περιθώρια διαμόρφωσης επικερδών μετοχικών στρατηγικών στο ελληνικό χρηματιστήριο με τη χρήση τεχνικής ανάλυσης (βλ. Stendahl, 1994).[16]

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5 Εξέλιξη του VASE-20, VIX και VDAX κατά την περίοδο 3.08.2006 έως 15.12.2008



Τέλος, το Διάγραμμα 5 απεικονίζει την κίνηση στο χρόνο του VASE-20, VIX και VDAX. Παρατηρούμε ότι στο διάστημα Ιανουάριος 2006 έως Ιούνιο 2007, ο VASE-20 κινείται σε υψηλότερα επίπεδα από τους άλλους ΔΤΜ, υποδηλώνοντας μια νευρικότητα στην ελληνική αγορά. Η εικόνα αυτή όμως αντιστρέφεται τον Οκτώβριο 2008, όπου οι ξένοι ΔΤΜ λαμβάνουν πολύ υψηλότερες τιμές από τον ελληνικό με τον VDAX να φτάνει στα τέλη Οκτωβρίου στο 76,5% και το VIX να κλείνει κοντά στο 70% την ίδια περίοδο. Η εικόνα αυτή είναι αναμενόμενη, εάν σκεφτούμε ότι αντιστοιχεί στην περίοδο όπου διεθνείς επενδυτικές τράπεζες και οργανισμοί, όπως η Lehman Brothers, Merrill Lynch, Fannie Mae, Freddie Mac, Washington Mutual, Wachovia και AIG πτωχεύουν ή ζητάνε τη βοήθεια της κυβέρνησης των ΗΠΑ ή άλλων οργανισμών προκειμένου να μην πτωχεύσουν. Από την άλλη πλευρά, η ελληνική αγορά των options δεν δείχνει να ανησυχεί σε αντίστοιχο βαθμό με τις ξένες αγορές, καθώς οι ελληνικές τράπεζες δεν διακρατούν στα χαρτοφυλάκιά τους «τοξικά» περιουσιακά στοιχεία (π.χ. collateralized debt obligations, CDOs), στα οποία αποδίδεται εν πολλοίς η διόγκωση της κρίσης και οι υπέρογκες ζημίες των ξένων τραπεζικών ιδρυμάτων.

[16] Επίσης ο Skiadopoulos (2004) βρήκε στατιστική ένδειξη ότι ο FTSE/ASE-20 μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να προβλέψει τη μελλοντική κίνηση του GVIX και συνεπώς και τις τιμές των options στο FTSE/ASE-20.

5. Συμπεράσματα

Στο παρόν άρθρο αναλύσαμε τη μεταβλητότητα του μετοχικού δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE/ASE-20, όπως και του γερμανικού DAX και αμερικανικού S&P 500 κατά την περίοδο Αύγουστος 2006 – Δεκέμβριος 2008. Η ανάλυση έγινε εκτιμώντας τη μεταβλητότητα τόσο με τη μέθοδο της ιστορικής μεταβλητότητας όσο και με τη χρήση δεικτών τεκμαρτής μεταβλητότητας (ΔΤΜ). Στα πλαίσια αυτά, κατασκευάσαμε τους ΔΤΜ GVIX και VASE-20 που μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως ένα αξιόπιστο βαρόμετρο της μεταβλητότητας του ελληνικού χρηματιστηρίου αξιών. Επιπρόσθετα, οι δείκτες αυτοί μπορούν να χρησιμοποιηθούν και σε μια σωρεία άλλων εφαρμογών, όπως στη μέτρηση κινδύνου με τη χρήση του VaR, την πρόβλεψη της μελλοντικής μεταβλητότητας, την ανάπτυξη παραγώγων μεταβλητότητας και στη διαμόρφωση επικερδών μετοχικών στρατηγικών.

Και οι δύο προσεγγίσεις μας έδειξαν ότι η μεταβλητότητα κορυφώθηκε τον Οκτώβριο 2008, χρονική στιγμή που συμπίπτει με την κορύφωση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης. Αν και τα αίτια της κρίσης στις χώρες του εξωτερικού (ραγδαία πτώση τιμών ακινήτων, χρήση σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων από τραπεζικούς οργανισμούς) δεν παρατηρούνται στην ελληνική αγορά, είναι φανερό ότι η διεθνοποίηση των αγορών προκάλεσε διάχυση της μεταβλητότητας και στην ελληνική αγορά (βλ. και Jiang, Konstantinidi, και Skiadopoulos, 2010, για την επίδραση των οικονομικών ανακοινώσεων στη διάχυση της μεταβλητότητας).

Βιβλιογραφία

Alexander, C. (2008), Market Risk Analysis, Volume II: *Practical Financial Econometrics*, John Wiley & Sons.

Aït-Sahalia Y. και Lo, A. W. (1998), Nonparametric estimation of state-price densities implicit in financial asset prices, *Journal of Finance* 53, pp. 499-547.

Black, F., και Scholes, M. (1973), The pricing of options and corporate liabilities, *Journal of Political Economy* 81, pp. 637-654.

Brenner, M. και Galai, D. (1989), New financial instruments for hedging changes in volatility, *Financial Analysts Journal*, Ιούλιος–Αύγουστος, pp. 61-5.

Brenner, M. και Galai, D. (1993), Hedging volatility in foreign currencies, *Journal of Derivatives* 1, pp. 53-9.

Britten-Jones, M., και Neuberger, A. (2000), Option prices, implied price processes, and stochastic volatility, *Journal of Finance* 55, pp. 839-866.

Carr, P. και Madan, D. (1998), Towards a theory of volatility trading, in Volatility (Ed.) R. Jarrow, *Risk Publications*, pp. 417-27.

Carr, P. και Lee, R. (2009), Volatility derivatives, *Annual Review of Financial Economics*, 1.

Christie, A. (1982), The stochastic behavior of common stock variances: Value, leverage and interest rate effects, *Journal of Financial Economics* 3, pp. 407-432.

Corrado, C. J. και Miller, T. W. (2005), The forecast quality of CBOE implied volatility indexes, *Journal of Futures Markets* 25, pp. 339-373.

Dotsis, G., Psychoyios, D. και Skiadopoulos, G., 2007, An empirical comparison of continuous-time models of implied volatility indices, *Journal of Banking and Finance* 31, pp. 3584-3603.

Figlewski, S. (1997), Forecasting volatility, *Financial Markets, Institutions & Instruments* 6, New York University Salomon Center.

Fleming, J., Ostdiek, B. και Whaley, R. E. (1995), Predicting stock market volatility: a new measure, *Journal of Futures Markets* 15, pp. 265-302.

Giamouridis, D. και Skiadopoulos, G. (2010), The informational content of financial options for quantitative asset management: A review, in B. Scherer and K. Winston, eds: *Handbook of Quantitative Asset Management*, (Oxford University Press), υπό δημοσίευση.

Giot, P. (2005α), Implied volatility indexes and daily Value-at-Risk models, *Journal of Derivatives* 12, pp. 54-64.

Giot, P. (2005β), Relationships between implied volatility indices and stock index returns, *Journal of Portfolio Management* 31, pp. 92-100.

Gorton, G. (2009), Information, Liquidity, and the Panic of 2007, *American Economic Review, Papers and Proceedings* 99, pp. 567-572.

Granger, C. W. J. και Poon, S-H. (2003), Forecasting volatility in financial markets: A review, *Journal of Economic Literature* 41, pp. 478-539.

Hentschel, L. (2003), Errors in implied volatility estimation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, pp. 779-810.

Hull, J. (2008), *Options, Futures and other Derivatives*, Prentice Hall, 7η Έκδοση.

Jiang, G, Konstantinidi, E. και Skiadopoulos, G. (2010), Do news announcements affect volatility spillovers? Evidence from implied volatilities, Άρθρο εργασίας, University of Piraeus.

Jiang G. J. και Tian Y. S. (2007), Extracting model-free volatility from option prices: An examination of the VIX Index, *Journal of Derivatives* Άνοιξη 2007, pp. 1-26.

Jiang G. J. και Tian Y. S. (2005), The model-free implied volatility and its information content, *Review of Financial Studies* 18, pp. 1305-1342.

Konstantinidi, E. και Skiadopoulos, G. (2009), Are VIX futures prices predictable? An empirical investigation, *International Journal of Forecasting*, υπό δημοσίευση.

Konstantinidi, E., Skiadopoulos, G., και Tzagkaraki, E. (2008), Can the evolution of implied volatility be forecasted? Evidence from European and US implied volatility indices, *Journal of Banking and Finance* 32, pp. 2401-2411.

Kostakis, A., Panigirtzoglou, N. και Skiadopoulos, G. (2011), Market timing with option-implied distributions: A forward-looking approach, Management Science, υπό δημοσίευση.

Lambadiaris, G., Papadopoulou, L., Skiadopoulos, G. και Zoulis, I. (2003), VAR: History or simulation?, *RISK* 16, pp. 122-127.

Linaras, C. E. και Skiadopoulos, G. (2005), Implied volatility trees and pricing performance: Evidence from the S&P 100 options, *International Journal of Theoretical and Applied Finance* 8, pp. 1085-1106.

Markowitz, H. (1952), Portfolio selection, *Journal of Finance* 7, pp. 77-91.

Merton, R. C. (1973), Theory of rational option pricing, *Bell Journal of Economics and Management Science* 4, pp. 141-183.

Moraux, F., Navatte, P. και Villa, C. (1999), The Predictive Power of the French Market Volatility Index: A Multi Horizons Study, *European Finance Review* 2, pp. 303-320.

Newey, W. K. και West, K. D. (1987), A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix, *Econometrica* 55, pp. 703-708.

Psychoyios, D., Skiadopoulos, G. (2006), Volatility options: Hedging effectiveness, pricing, and model error, *Journal of Futures Markets* 26, pp. 1-31.

Psychoyios, D., Skiadopoulos, G., και Alexakis, P. (2003), A review of stochastic volatility processes: Properties and implications, *Journal of Risk Finance* 4, pp. 43-60.

Siriopoulos, C. και Fassas, A. (2008), An investor sentiment barometer – Greek implied volatility index (GRIV), Άρθρο εργασίας, University of Patras.

Skiadopoulos, G. (2001), Volatility smile consistent option models: A survey, *International Journal of Theoretical and Applied Finance* 4, pp. 403-437.

Skiadopoulos, G., Hodges, S. D. και Clewlow, L. (1999), The dynamics of the S&P 500 implied volatility surface, *Review of Derivatives Research* 3, pp. 263-82.

Stendahl, D. (1994), The volatility index, *Technical Analysis of Stocks and Commodities* 12, pp. 198-9.

Whaley, R. E. (1993), Derivatives on market volatility: hedging tools long overdue, *Journal of Derivatives* 1, pp. 71-84.

Whaley, R. E. (2000), The investor fear gauge, *Journal of Portfolio Management* 26, pp. 12-17.

Ερμηνεύοντας τα περιθώρια απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης την περίοδο που ακολούθησε το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης

Δρ Πλάτων Μονοκρούσος

ΒΟΗΘΟΣ ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ
ΕΠΙΚΕΦΑΛΗΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΗΣ ΤΡΕΧΟΥΣΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ
EUROBANK EFG

Περίληψη

Στην παρούσα εμπειρική μελέτη επιχειρείται η ερμηνεία και η πρόβλεψη των περιθωρίων απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης την περίοδο που ακολούθησε το ξέσπασμα της κρίσης στην αγορά ενυπόθηκων δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης στις ΗΠΑ (Ιούλιος 2007). Πριν την εν λόγω κρίση, οι αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων των χωρών μελών της ευρωζώνης παρουσίαζαν υψηλό βαθμό σύγκλισης με αυτές των αντίστοιχων γερμανικών κυβερνητικών τίτλων. Παρόλα αυτά, μετά από το ξέσπασμα της κρίσης, και κυρίως την περίοδο που ακολούθησε την κατάρρευση της αμερικανικής επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers (Σεπτέμβριος 2008), η ισχυρή αυτή σύγκλιση διερράγη, με την εξέλιξη των περιθωρίων απόδοσης να αντικατοπτρίζει, μεταξύ άλλων, τους ακόλουθους παράγοντες: α) βαθμός αποστροφής ανάληψης επενδυτικού κινδύνου στις διεθνείς αγορές, β) σχετικές συνθήκες ρευστότητας στις αγορές κυβερνητικών ομολόγων, γ) εγγενείς δημοσιονομικές και άλλες εξελίξεις στις χώρες μέλη της ΟΝΕ και μεταφορά μέρους του πιστωτικού κινδύνου από τον ιδιωτικό στον δημόσιο τομέα κατόπιν της υιοθέτησης από πολλές κυβερνήσεις της ευρωζώνης χρηματοοικονομικών πακέτων στήριξης του τραπεζικού τομέα, και δ) αυξημένοι φόβοι για τη βιωσιμότητα της ευρωζώνης και ανησυχίες σχετικά με τη ρευστότητα και κεφαλαιακή επάρκεια του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Θερμές ευχαριστίες στον κ. Εμμανουήλ Ματζάκη για τα πολύτιμα σχόλια.

1. Εισαγωγή και περίληψη εμπειρικών αποτελεσμάτων

Στην παρούσα έκθεση παρουσιάζουμε εμπειρική μελέτη σχετικά με την εξέλιξη των περιθωρίων απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης. Γενικά, ο υπολογισμός και η μέτρηση των συνιστωσών των περιθωρίων απόδοσης είναι ιδιαίτερα δύσκολη άσκηση που ενέχει μεγάλες θεωρητικές και τεχνικές δυσκολίες. Παρόλα αυτά, σειρά μελετών στη διεθνή βιβλιογραφία έχουν αναδείξει *τουλάχιστον* τρεις διακριτούς προσδιοριστικούς παράγοντες. Συγκεκριμένα: α) πιστωτικός κίνδυνος (credit risk), β) κίνδυνος ρευστότητας (liquidity risk), και γ) βαθμός αποστροφής των επενδυτών για την ανάληψη επενδυτικού κίνδυνου (international risk aversion).

Στην παρούσα μελέτη, υπολογίζουμε οικονομετρικό υπόδειγμα για την ερμηνεία των περιθωρίων απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων των χωρών της ευρωζώνης μετά το ξέσπασμα της κρίσης στην αγορά ενυπόθηκων δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης στις ΗΠΑ στα μέσα του 2007. Το υπό εξέταση υπόδειγμα συνδυάζει διαστρωματικά στοιχεία με χρονολογικές σειρές (Panel data). Ο ορίζοντας υπολογισμού είναι η περίοδος Ιούλιος 2007 – Σεπτέμβριος 2010 και η συλλογή των στοιχείων απαρτίζεται από μέσες μηνιαίες παρατηρήσεις για τα περιθώρια απόδοσης, καθώς και χρονοσειρές σχετικών μακροοικονομικών μεταβλητών. Ακολούθως, παρουσιάζουν περιληπτικά κάποια από τα κύρια ευρήματα της παρούσας μελέτης.

Πριν από την κρίση στην αγορά ενυπόθηκων δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης στις ΗΠΑ τον Ιούλιο του 2007, οι αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων των χωρών της ευρωζώνης παρουσίαζαν υψηλό βαθμό σύγκλισης με αυτές των αντίστοιχων γερμανικών κυβερνητικών τίτλων.[1, 2] Παρόλα αυτά, μετά από το ξέσπασμα της κρίσης, και κυρίως την περίοδο που ακολούθησε την κατάρρευση της αμερικανικής επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers, η εξέλιξη των περιθωρίων απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ζώνης ευρώ φαίνεται να αντικατοπτρίζει, μεταξύ άλλων, τους ακόλουθους παράγοντες:

α) Αυξημένη αποστροφή των επενδυτών για ανάληψη επενδυτικού κινδύνου και φυγή κεφαλαίων προς κλασικά «καταφύγια σταθερότητας» (flight-to-safety flows).

β) Εγγενείς παράγοντες (country-specific factors) που σχετίζονται, μεταξύ άλλων, με χρόνιες διαρθρωτικές αγκυλώσεις, υψηλά ελλείμματα και επίπεδα δημόσιου χρέους (π.χ. Ελλάδα), αλλά και την επιδείνωση της δημοσιονομικής θέσης των υπό εξέταση χωρών ως αποτέλεσμα της οικονομικής επιβράδυνσης. Να σημειωθεί ότι σε κάποιες χώρες (π.χ. Ιρλανδία) η δημοσιονομική επιδείνωση ενισχύθηκε περαιτέρω λόγω των μεγάλων πακέτων στήριξης προς τα εγχώρια τραπεζικά συστήματα. Τα πακέτα αυτά διοχετεύτηκαν σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που αντιμετώπιζαν σημαντικά προβλήματα ρευστότητας ή/και κεφαλαιακής επάρκειας και οδήγησαν σε ανάληψη μέρους του πιστωτικού τους κινδύνου από τον δημόσιο τομέα.

γ) Πιο πρόσφατα, και συγκεκριμένα το διάστημα που οδήγησε στην ανακοίνωση της παροχής 3-ετούς πακέτου διάσωσης της Ελλάδας ύψους €110 δισ. από τους ευρωπαίους εταίρους και το ΔΝΤ (Μάιος 2010), οι αυξανόμενοι φόβοι των επενδυτών σχετικά με τη βιωσιμότητα της ζώνης ευρώ και τη σταθερότητα του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος φαίνεται να έπαιξαν σημαντικό ρόλο στη ραγδαία άνοδο των ομολογιακών περιθωρίων απόδοσης.

δ) Για το σύνολο των χωρών της ευρωζώνης που εξετάζουμε στην παρούσα μελέτη (10 χώρες), η μέση μηνιαία τιμή των περιθωρίων απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων των υπό εξέταση χωρών έναντι του αντίστοιχου γερμανικού τίτλου την περίοδο Ιούλιος 2007 – Σεπτέμβριος 2010 που μπορεί να ερμηνευθεί από το οικονομετρικό μας υπόδειγμα, αναλύεται ως ακολούθως: 33,7% αυτής μπορεί να ερμηνευθεί από την εξέλιξη του *σχετικού* πιστωτικού κινδύνου (relative credit risk) των χωρών αυτών σε σχέση με τον πιστωτικό κίνδυνο της Γερμανίας κατά την αντίστοιχη περίοδο. Το υπόλοιπο 66,3 αποδίδεται στον

[1] Το αποτέλεσμα αυτό έχει τεκμηριωθεί σε σειρά εμπειρικών μελετών για τα περιθώρια απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης. Δείτε επίσης Eurobank EFG, Greece Macro Monitor, November 2009.

[2] Σύμφωνα με τους υπολογισμούς μας, η κυλιόμενη συσχέτιση (rolling correlation) 14 ημερών μεταξύ της απόδοσης του 10-ετούς χαρακτηριστικού ομολόγου της Ελλάδας και του αντίστοιχου τίτλου της Γερμανίας την περίοδο 1.1.2001–15.7.2007 ήταν περίπου 0,97.

βαθμό αποστροφής των επενδυτών για ανάληψη επενδυτικού κινδύνου (risk aversion) και τις σχετικές συνθήκες ρευστότητας στις αγορές κυβερνητικών ομολόγων (relative liquidity risk). Τα ποσοστά αυτά θα πρέπει να θεωρηθούν ως μέγιστες συνεισφορές, καθώς άλλοι παράγοντες (που δεν ερμηνεύονται από το οικονομετρικό μας υπόδειγμα) έπαιξαν ενδεχομένως σημαντικό ρόλο στην εξέλιξη των περιθωρίων απόδοσης κατά την υπό εξέταση περίοδο.

ε) Τα αποτελέσματά μας υποδεικνύουν ότι περίπου 55% του μέσου μηνιαίου περιθωρίου απόδοσης του 10-ετούς ελληνικού χαρακτηριστικού κυβερνητικού ομολόγου σε σχέση με τον αντίστοιχο γερμανικό τίτλο την περίοδο Ιούλιος 2007 – Σεπτέμβριος 2010 μπορεί να ερμηνευθεί από την τιμολογούμενη αύξηση του πιστωτικού κινδύνου της Ελλάδας σε σχέση με αυτόν της Γερμανίας. Το υπόλοιπο μέρος του περιθωρίου απόδοσης μπορεί να αποδοθεί στον βαθμό αποστροφής των επενδυτών για ανάληψη επενδυτικού κινδύνου και στις σχετικές συνθήκες ρευστότητας στις αγορές κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης. Τα ανωτέρω ποσοστά πρέπει επίσης να ερμηνευθούν ως ανώτατες συνεισφορές.

Το υπόλοιπο μέρος της παρούσας μελέτης έχει διαρθρωθεί ως ακολούθως: Το Κεφάλαιο 2 περιέχει περιληπτική επισκόπηση της βιβλιογραφίας σχετικά με τους προσδιοριστικούς παράγοντες των περιθωρίων απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων αναδυόμενων και ανεπτυγμένων οικονομιών. Το κεφάλαιο 3 παρουσιάζει ιστορική αναδρομή σχετικά με την εξέλιξη των περιθωρίων απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης την περίοδο πριν και μετά το ξέσπασμα της κρίσης στην αγορά ενυπόθηκων δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης στις ΗΠΑ τον Ιούλιο του 2007. Το κεφάλαιο 4 παρουσιάζει και αναλύει τα κύρια αποτελέσματα της εμπειρικής μας μελέτης. Το κεφάλαιο 5 παρουσιάζει τα βασικά συμπεράσματα της παρούσας μελέτης.

2. Ανασκόπηση βιβλιογραφίας

Ο επιμερισμός των περιθωρίων απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων στις επιμέρους τους συνιστώσες ενέχει, γενικά, μεγάλες θεωρητικές και τεχνικές δυσκολίες. Παρόλα αυτά, πρόσφατες εμπειρικές μελέτες έχουν τεκμηριώσει την ύπαρξη τουλάχιστον τριών διακριτών συνιστωσών. Συγκεκριμένα, α) πιστωτικός κίνδυνος, β) κίνδυνος ρευστότητας, και γ) βαθμός αποστροφής των επενδυτών για την ανάληψη επενδυτικού κίνδυνου.[3]

α) Πιστωτικός κίνδυνος

Ο πιστωτικός κίνδυνος αντικατοπτρίζει την πιστοληπτική ικανότητα μιας χώρας, δηλαδή την ικανότητα και βούλησή της να αποπληρώσει εγκαίρως το σύνολο των δανειακών της υποχρεώσεων (τόκους και χρεολύσια) προς τους διεθνείς δανειστές της. Πρόσφατες εμπειρικές μελέτες έχουν τεκμηριώσει την ύπαρξη στενής σχέσης μεταξύ των εγγενών θεμελιωδών μεγεθών μιας χώρας και των μεταβολών του τιμολογούμενου από τις αγορές πιστωτικού της κινδύνου. Οι Baldacci, Gupta and Mati (2008) αποδεικνύουν σε σχετική τους μελέτη ότι εγγενείς δημοσιονομικοί και πολιτικοί παράγοντες επηρεάζουν τη διαμόρφωση του τιμολογημένου πιστωτικού κινδύνου για την ομάδα αναδυόμενων οικονομιών τις οποίες εξετάζουν. Συγκεκριμένα, τα σχετικώς χαμηλότερα επίπεδα πολιτικού κινδύνου είναι συνήθως συναφή με χαμηλότερα περιθώρια αποδόσεων στις αγορές κυβερνητικών ομολόγων. Παρομοίως, η αυξημένη αξιοπιστία της δημοσιονομικής πολιτικής οδηγεί σε χαμηλότερα περιθώρια ομολογιακών αποδόσεων, ιδιαίτερα σε χώρες οι οποίες πτώχευσαν στο παρελθόν. Για τις χώρες της ευρωζώνης, πρόσφατες μελέτες έχουν τεκμηριώσει τη σημαντική επίδραση δημοσιονομικών μεταβλητών, όπως το δημόσιο έλλειμμα και χρέος στα περιθώρια απόδοσης

[3] Δείτε για παράδειγμα Attinasi, M., C. Checherita, C. Nickel (2009), "What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09", *ECB Working paper*, No. 1131.

των κυβερνητικών ομολόγων[4]. Τα υψηλά επίπεδα διαφάνειας της δημοσιονομικής πολιτικής και η ποιότητα των σχετικών δημοσιοποιημένων στοιχείων φαίνεται επίσης να έχουν σημαντική αρνητική συσχέτιση με τα περιθώρια απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων[5].

β) Κίνδυνος ρευστότητας

Πολλές μελέτες σχετικά με τους προσδιοριστικούς παράγοντες των περιθωρίων απόδοσης των κρατικών ομολόγων ανεπτυγμένων και αναδυόμενων αγορών έχουν εμπειρικά τεκμηριώσει την ύπαρξη στατιστικά σημαντικής επίδρασης των συνθηκών ρευστότητας στα περιθώρια ομολογιακών αποδόσεων[6]. Βέβαια, ο κίνδυνος ρευστότητας και ο πιστωτικός κίνδυνος είναι πολλές φορές διασυνδεδεμένοι υπό την έννοια ότι η χειροτέρευση της δημοσιονομικής θέσης μιας χώρας (π.χ. σημαντική αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος) οδηγεί συνήθως και σε μεγαλύτερη έκδοση δημόσιου χρέους (π.χ. με τη μορφή κυβερνητικών ομολόγων). Υποθέτοντας όλους τους άλλους παράγοντες σταθερούς, η πρώτη εξέλιξη τείνει να αυξήσει τα περιθώρια αποδόσεων, ενώ η δεύτερη να τα μειώσει, καθώς ενισχύει τη ρευστότητα της αγοράς και συνεπώς μειώνει το επιπλέον premium που απαιτούν οι επενδυτές για την ανάληψη του κινδύνου που σχετίζεται με τις συνθήκες ρευστότητας.

γ) Αποστροφή επενδυτικού κινδύνου

Στην πιο πρόσφατη βιβλιογραφία για τα περιθώρια απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων, δίδεται αυξανόμενη έμφαση σε σειρά άλλων προσδιοριστικών παραγόντων που, μεταξύ άλλων, περιλαμβάνουν: τις επιπτώσεις συστημικών γεγονότων (contagion effects), τη διάθεση των επενδυτών για ανάληψη επενδυτικού κινδύνου, τις προβλέψεις των αναλυτών για την εξέλιξη των επιτοκίων σε μεγάλες οικονομίες, όπως οι ΗΠΑ, και τα επίπεδα μεταβλητότητας στις διεθνείς αγορές. Για τις αγορές κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης, πρόσφατες εμπειρικές έρευνες τεκμηριώνουν την άποψη ότι ο βαθμός αποστροφής επενδυτικού κινδύνου από πλευράς των διεθνών επενδυτών έχει μεγαλύτερη επίπτωση στις αγορές ομολόγων χωρών με μεγάλα επίπεδα χρέους (Codogno et al. 2003) και δημοσιονομικών ελλειμμάτων (Haugh et al. 2009).

3. Η εξέλιξη των περιθωρίων απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης: Σύντομη ιστορική αναδρομή

Κατά την έναρξη της κρίσης στην αγορά ενυπόθηκων δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης στις ΗΠΑ στα τέλη της τρίτης εβδομάδας του Ιουλίου του 2007, η διαφορά απόδοσης του 10-ετούς χαρακτηριστικού ελληνικού κυβερνητικού ομολόγου από τον αντίστοιχο γερμανικό τίτλο ήταν περίπου 27,5 μονάδες βάσης (μβ), πολύ κοντά δηλαδή στα αντίστοιχα περιθώρια απόδοσης των 10-ετών κυβερνητικών ομολόγων Ιταλίας (25,5 μβ) και Ιρλανδίας (9 μβ). Ο Πίνακας Α1 ακολούθως παρουσιάζει κάποιες βασικές στατιστικές για τα 10-ετή περιθώρια απόδοσης κυβερνητικών ομολόγων ομάδας χωρών της ευρωζώνης για την περίοδο Μάρτιος 2003–Ιούλιος 2007.

---

[4] Δείτε για παράδειγμα, Faini, R. (2006); Bernoth, K., von Hagen, J. and L. Schuknecht (2004).

[5] Δείτε για παράδειγμα, Bernoth, K. and G. Wolff (2008).

[6] Δείτε για παράδειγμα, Barrios et al. (2009) and Attinasi, M., C. Checherita, C. Nickel (2009).

ΠΙΝΑΚΑΣ Α1 Sample statistics – 10yr government bond yield spreads vs Germany (in bps)
Sample: 3/14/2003–7/19/2007; end-of-week observations

	Austria	Belgium	Finland	France	Greece	Ireland	Italy	Netherlands	Portugal	Spain
Mean	3.7	4.8	1.7	3.0	21.4	-2.4	19.6	2.8	10.4	2.1
Median	3.5	5.1	1.3	2.9	21.5	-1.1	19.5	2.6	12.5	1.8
Maximum	21.7	14.8	16.8	14.0	43.3	10.2	42.4	17.7	21.8	12.2
Minimum	-8.0	-2.8	-11.2	-9.1	7.0	-14.6	10.7	-6.8	-3.1	-8.5
Std. Dev.	4.3	2.9	5.3	2.7	6.4	4.6	5.8	3.6	6.8	3.2
Skewness	0.37	0.23	0.29	-0.39	0.05	-0.32	0.64	0.26	-0.78	0.38
Kurtosis	4.04	3.54	2.79	6.54	2.77	3.07	3.28	3.84	2.25	3.58
Observations	227	139	227	227	227	84	227	227	138	227

ΠΗΓΗ: Eurobank EFG Research Bloomberg, Reuters

Στη μετέπειτα περίοδο έως τη διάσωση της αμερικανικής επενδυτικής τράπεζας Bear Stearns στις 16 Μαρτίου του 2008, τα περιθώρια απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της λεγόμενης *περιφέρειας της ευρωζώνης* (δηλ. χωρών όπως Ελλάδα, Ιρλανδία, Πορτογαλία, Ισπανία και Ιταλία) ανήλθαν σε υψηλά που είχαν να σημειωθούν από τις αρχές του 2001. Αντιθέτως, κατά την αντίστοιχη περίοδο οι αποδόσεις των γερμανικών κρατικών ομολόγων παρέμειναν σε χαμηλά επίπεδα παρουσιάζοντας ακόμη και πτωτική τάση, υποστηριζόμενα από τις αυξανόμενες προσδοκίες των επενδυτών για χαμηλότερους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης και πληθωρισμού στο μέλλον. Κατά την ολοκλήρωση των αγοραπωλησιών της 14ης Μαρτίου του 2008, δηλαδή μία ημέρα πριν την ανακοίνωση πακέτου διάσωσης της Bear Stearns από την Κεντρική Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) και την επενδυτική τράπεζα JPMorgan, η απόδοση του 10-ετούς χαρακτηριστικού γερμανικού ομολόγου ήταν περίπου 3,73% έναντι 4,44% στα τέλη της τρίτης εβδομάδας του Ιουλίου 2007. Την ίδια χρονική στιγμή, τα περιθώρια απόδοσης των 10-ετών ομολόγων Ελλάδας, Ιταλίας και Ιρλανδίας ήταν 68 μβ, 63 μβ and 41 μβ, αντίστοιχα.

Εμφανώς, η εμπλοκή του Αμερικανικού Δημοσίου στη διάσωση της Bear Sterns ενίσχυσε την (εκτιμώμενη από τους επενδυτές) αλληλεξάρτηση μεταξύ των δημοσιονομικών συνθηκών και των επιπέδων ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος[7]. Η εξέλιξη αυτή συνδυάστηκε με μια προσωρινή άνοδο των προσδοκιών πληθωρισμού –μεταξύ άλλων, λόγω τις μεγάλης ανόδου στις διεθνείς τιμές εμπορευμάτων το δεύτερο τρίμηνο 2008– προκαλώντας ακολούθως έντονες πτωτικές τάσεις στις τιμές των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης, με την απόδοση του 10-ετούς γερμανικού τίτλου να καταγράφει τον Ιούνιο του 2008 υψηλά άνω του 4,60%. Η εν λόγω απόδοση παρέμεινε σε επίπεδα άνω του 4,20% για το μεγαλύτερο μέρος του 3ου τριμήνου του ιδίου έτους, αλλά υποχώρησε σημαντικά μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers στα μέσα Σεπτεμβρίου του 2008. Η απόδοση του 10-ετούς γερμανικού ομολόγου υποχώρησε σε χαμηλά δεκαετιών, χαμηλότερα του 2,90%, το Ιανουάριο του 2009, εν μέσω αυξανόμενων ανησυχιών σχετικά με τη σταθερότητα του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος κατόπιν της κρατικοποίησης της τράπεζας Anglo Irish Bank στις 15 Ιανουαρίου του 2009.

[7] Δείτε για παράδειγμα, Mody, Ashoka, 2009, "From Bear Sterns to Anglo Irish: How Eurozone Sovereign Spreads Related to Financial Sector Vulnerability", IMF Working Papers WP/09/108.

Σε αντίθεση με τη μεγάλη υποχώρηση των βραχυπρόθεσμων, μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων αποδόσεων των κυβερνητικών ομολόγων ΗΠΑ και Γερμανίας μετά την κατάρρευση της Lehman, τα *περιθώρια* απόδοσης των κρατικών τίτλων των χωρών της περιφέρειας της ζώνης ευρώ αυξήθηκαν σημαντικά, αγγίζοντας τα υψηλότερα επίπεδά τους από την εγκαθίδρυση της ζώνης ευρώ τον Ιανουάριο του 1999 (Πίνακας Α2 και Γράφημα 1i). Ενδεικτικά, το περιθώριο απόδοσης του 10-ετούς χαρακτηριστικού ομολόγου της Ελλάδας σε σχέση με τον αντίστοιχο γερμανικό τίτλο κατέγραψε υψηλά πλησίον των 300 μβ στις 12 Μαρτίου του 2009, ενώ τα περιθώρια απόδοσης των αντίστοιχων χαρακτηριστικών ομολόγων Ιταλίας και Ιρλανδίας κατέγραψαν υψηλά πλησίον των 159 μβ και 284 μβ στις 27 Ιανουαρίου και 19 Μαρτίου 2009, αντίστοιχα. Να σημειωθεί εδώ ότι οι ανωτέρω εξελίξεις διέκοψαν μια μεγάλη περίοδο αξιοσημείωτου βαθμού σύγκλισης των περιθωρίων απόδοσης και σημαντικής σταθερότητας στις αγορές κυβερνητικών ομολόγων της ζώνης ευρώ η οποία, σε μεγάλο βαθμό, αντικατόπτριζε την εμπιστοσύνη των επενδυτών για τη σταθερότητα και τη βιωσιμότητα της νομισματικής ένωσης.

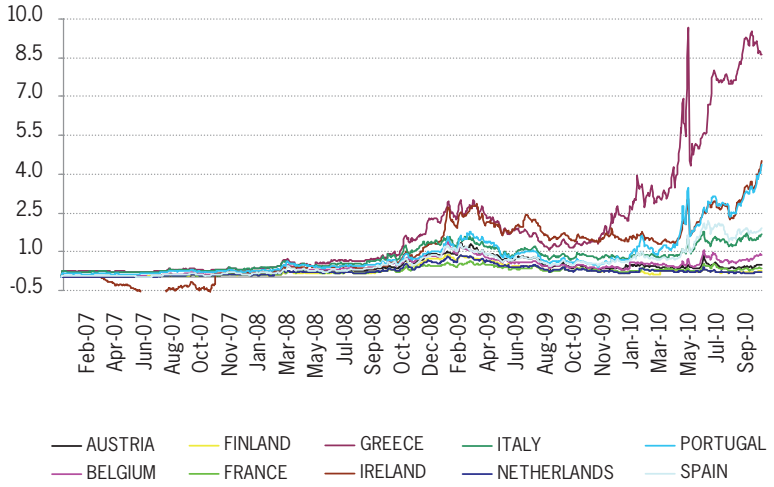
ΠΙΝΑΚΑΣ Α2 Sample statistics – 10yr government bond yield spreads vs Germany (in bps)
Sample: 7/19/2007–2/28/2010; end-of-week observations

	Austria	Belgium	Finland	France	Greece	Ireland	Netherlands	Portugal	Spain
Mean	41.7	45.3	31.7	25.5	124.7	104.2	29.4	65.6	49.2
Median	33.5	39.9	26.0	23.6	115.1	97.6	23.5	55.4	49.6
Maximum	120.0	133.7	92.6	62.7	367.8	286.5	83.4	175.3	117.3
Minimum	3.4	9.1	1.7	-2.1	26.4	-5.4	6.5	19.9	2.5
Std. Dev.	28.9	25.9	20.6	14.0	87.6	81.5	19.3	38.0	30.6
Skewness	0.75	0.99	0.98	0.46	0.67	0.37	1.09	0.99	0.41
Kurtosis	2.67	3.71	3.17	2.64	2.36	1.91	3.39	3.30	2.30
Observations	227	139	227	227	227	84	227	138	227

ΠΗΓΗ: Bloomberg, Reuters, Eurobank EFG Research

Η σημαντική ανάκαμψη της εμπιστοσύνης των επενδυτών για τις προοπτικές της διεθνούς οικονομίας από τα μέσα Μαρτίου του 2009, ως αποτέλεσμα των συντονισμένων προσπαθειών διεθνών οργανισμών, νομισματικών αρχών και κυβερνήσεων με στόχο τη στήριξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την τόνωση της ζήτησης, συντέλεσε σε γρήγορη αποκλιμάκωση των περιθωρίων απόδοσης στις αγορές κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης. Ενδεικτικά, το περιθώριο απόδοσης του 10-ετούς κυβερνητικού ομολόγου της Ελλάδας σε σχέση με τον αντίστοιχο γερμανικό τίτλο υποχώρησε τον Αύγουστο του 2009 σε χαμηλά πολλών μηνών, κοντά στις 108 μβ. Τα περιθώρια απόδοσης και άλλων χωρών της ευρωζώνης επίσης υποχώρησαν σημαντικά, με αυτά της Ιρλανδίας, Ισπανίας, Πορτογαλίας και Ιταλίας να καταγράφουν χαμηλά περί των 136 μβ, 45 μβ, 43 μβ και 6 μβ, αντίστοιχα, τον Αύγουστο του 2009.

ΓΡΑΦΗΜΑ 1i 10yr sovereign bond yield spreads vs Germany (in ppts)



ΠΗΓΗ: Bloomberg

Παρόλα αυτά, οι συνθήκες στις αγορές κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης επιδεινώθηκαν εκ νέου από τον Νοέμβριο του 2009, ως αποτέλεσμα των αυξανόμενων ανησυχιών σχετικά με την ικανότητα της Ελλάδας και άλλων χωρών της ζώνης ευρώ όπως Πορτογαλία, Ισπανία και Ιταλία να σταθεροποιήσουν τη δημοσιονομική τους θέση και να ικανοποιήσουν τις αυξανόμενες ανάγκες εξωτερικής χρηματοδότησης σε ένα περιβάλλον χαμηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης και συνεχιζόμενων δυσλειτουργιών στις διεθνείς πιστωτικές αγορές (Γράφημα 1i).

Κατά την έξαρση της κρίσης στις αγορές κυβερνητικού χρέους της ευρωζώνης στις αρχές Μαΐου του 2010, τα περιθώρια απόδοσης των κρατικών ομολόγων των χωρών μελών της περιφέρειας της ευρωζώνης ανήλθαν σε νέα υψηλά. Την 7η Μαΐου, το περιθώριο απόδοσης του χαρακτηριστικού 10-ετούς ομολόγου της Ελλάδας σε σχέση με τον αντίστοιχο γερμανικό τίτλο σημείωσε νέο υψηλό, περί τις 965 μβ, παρόλο που η χώρα είχε μόλις υπογράψει 3-ετές σταθεροποιητικό πρόγραμμα χρηματοδότησης ύψους 110 δισ. ευρώ με τους ευρωπαίους εταίρους της και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ). Συγκριτικά, την ίδια ημέρα, η απόδοση του 10-ετούς χαρακτηριστικού γερμανικού ομολόγου ήταν περίπου 2,80% έναντι επιπέδων άνω των 3,10% στα τέλη Δεκεμβρίου του 2009, δηλαδή τη χρονική περίοδο όπου οι τρεις μεγάλοι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης (Moody's, Standard & Poor's και Fitch) ξεκίνησαν κύκλο υποβαθμίσεων της πιστοληπτικής ικανότητας αριθμού χωρών της ευρωζώνης με προβληματικά δημοσιονομικά μεγέθη. Κατά την ολοκλήρωση των αγοραπωλησιών στην αγορά ομολόγων της 7ης Μαΐου του 2010, τα περιθώρια απόδοσης των 10-ετών χαρακτηριστικών ομολόγων Ιταλίας, Πορτογαλίας, Ισπανίας και Ιρλανδίας ήταν 147 μβ, 349 μβ, 164 μβ και 306 μβ, αντίστοιχα.

Ως απάντηση στις επιδεινούμενες συνθήκες στις αγορές χρέους κατά την εν λόγω περίοδο, οι κυβερνήσεις και τα αρμόδια όργανα της ζώνης ευρώ συμφώνησαν σε σειρά σημαντικών μέτρων πολιτικής με στόχο την ανακοπή της υπό εξέλιξη κερδοσκοπικής επίθεσης εναντίων χωρών μελών με προβληματικά δημοσιονομικά μεγέθη (συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας), καθώς και την αντιμετώπιση των βαθύτερων διαρθρωτικών αιτιών της κρίσης. Συγκεκριμένα, τη 10η Μαΐου 2010, οι υπουργοί οικονομικών της ΕΕ ανακοίνωσαν τη δημιουργία μηχανισμού έκτακτης ανάγκης (συνεπικουρούμενου από το ΔΝΤ) ύψους 750 δισ. για τη στήριξη χωρών μελών της ευρωζώνης οι οποίες αντιμετωπίζουν σοβαρά προβλήματα πρόσβασης στις διεθνείς αγορές πιστώσεων. Από την πλευρά της, η ΕΚΤ υιοθέτησε αριθμό νέων σημαντικών μέτρων πολιτικής σε μια προσπάθεια άμβλυνσης των εντάσεων και δυσλειτουργιών εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ευρωζώνης. Συγκεκριμένα, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα αποφάσισε τη διατήρηση πέραν του έτους 2010

της υφιστάμενης ελάχιστης αξιολόγησης BBB – για την αποδοχή ομολογιακών τίτλων με τη μορφή εγγύησης στις δημοπρασίες της για την παροχή ρευστότητας στις τράπεζες του ευρωσυστήματος. Για την περίπτωση της Ελλάδας, η ΕΚΤ επιπλέον κατήργησε το ελάχιστο αποδεκτό όριο πιστοληπτικής διαβάθμισης για την αποδοχή κυβερνητικών ομολόγων ως ενέχυρο στις δημοπρασίες της για παροχή ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα.

Κατά την περίοδο που ακολούθησε την υιοθέτηση των ανωτέρω μέτρων σημειώθηκε σημαντική αποκλιμάκωση των περιθωρίων απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης. Ενδεικτικά, το περιθώριο απόδοσης του ελληνικού 10-ετούς χαρακτηριστικού ομολόγου έναντι του αντίστοιχου γερμανικού τίτλου υποχώρησε σε χαμηλά 2 μηνών κάτω των 450 μβ τη 12η Μαΐου, ενώ τα περιθώρια απόδοσης των 10-ετών ομολόγων της Πορτογαλίας και της Ιρλανδίας σημείωσαν την ίδια ημέρα χαμηλά πολλών εβδομάδων, πλησίον των 159 μβ και 163 μβ, αντίστοιχα. Παρόλα αυτά, οι υποβόσκουσες αμφιβολίες των επενδυτών σχετικά με τον ρυθμό εφαρμογής των απαιτούμενων μέτρων δημοσιονομικής προσαρμογής σε χώρες της ευρωζώνης με υψηλά ελλείμματα και επίπεδα δημόσιου χρέους, καθώς οι ανησυχίες σχετικά με τη σταθερότητα του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος δεν άργησαν να ενισχυθούν εκ νέου.

Κατόπιν ενός σχετικά μικρού χρονικού διαστήματος κατά τη διάρκεια του οποίου τα περιθώρια απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης συνέχισαν να αποκλιμακώνονται, υποβοηθούμενα και από τη δημοσίευση των τεστ αντοχής για έναν σημαντικό αριθμό τραπεζών της ΕΕ στα τέλη Ιουλίου, τα περιθώρια απόδοσης επανήλθαν σε ανοδική τροχιά. Στην εξέλιξη αυτή συντέλεσαν μεταξύ άλλων και δημοσιεύματα τα οποία αμφισβήτησαν την εγκυρότητα των τεστ αντοχής, υπό την έννοια ότι σε αυτά δεν συνυπολογίστηκαν επαρκώς οι τοποθετήσεις των τραπεζών σε κυβερνητικά ομόλογα χωρών της ευρωζώνης. Οι αυξανόμενες ανησυχίες των επενδυτών σχετικά με τη φερεγγυότητα του τραπεζικού συστήματος της Ιρλανδίας συντέλεσαν επίσης στην επανενίσχυση των πιέσεων στις αγορές κυβερνητικών ομολόγων.

Από την πλευρά του, ο διεθνής οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης Standard and Poor's (S&P) ανακοίνωσε ότι η ιρλανδική κυβέρνηση θα χρειαζόταν να δαπανήσει υψηλότερο του αρχικώς προβλεπόμενου ποσού συνολικού ύψους 48 δισ. ευρώ για τη στήριξη της (πλέον ελεγχόμενης από το Δημόσιο) Anglo Irish Bank, ενώ η χρήση μεγαλύτερου του ανωτέρω ποσού θα οδηγούσε σε περαιτέρω υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας. Να σημειωθεί ότι στο χρονικό εκείνο σημείο, η S&P βαθμολογούσε την Ιρλανδία με διαβάθμιση AA- (δηλ. ισοδύναμη με αυτή της Fitch και μία βαθμίδα κάτω από αυτή της Moody's). Στο μεταξύ, μεγάλος αριθμός τραπεζών της ευρωζώνης, κυρίως στον λεγόμενο ευρωπαϊκό Νότο αλλά και στην Ιρλανδία, παρέμεναν εξαρτώμενες σε σημαντικό βαθμό από την ΕΚΤ για την άντληση ρευστότητας. Να σημειωθεί δε ότι έως εκείνο το χρονικό σημείο, οι τράπεζες Ελλάδας, Ιρλανδίας, Πορτογαλίας και Ισπανίας είχαν απορροφήσει ήδη άνω το 50% του συνολικού δανεισμού της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, παρόλο που το συνολικό ΑΕΠ των εν λόγω χωρών δεν υπερέβαινε το ένα πέμπτο αυτού της ευρωζώνης.

Στο περιβάλλον αυτό, η απόδοση του χαρακτηριστικού 10-ετούς γερμανικού τίτλου υποχώρησε στα τέλη Αυγούστου 2010 σε νέα χαμηλά ρεκόρ πλησίον του 2,10%, με τις τιμές των γερμανικών κυβερνητικών τίτλων να δέχονται ιδιαίτερη ώθηση από τη μετακίνηση επενδυτικών κεφαλαίων (fight-to-safety flows) από τα χρεόγραφα της λεγόμενης περιφέρειας της ευρωζώνης προς τις αγορές του πυρήνα (π.χ. Γερμανία), καθώς και τις προσδοκίες των επενδυτών για την εφαρμογή επιπλέον μέτρων χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ και άλλες ανεπτυγμένες χώρες, όπως Ιαπωνία και Μεγάλη Βρετανία. Τα περιθώρια απόδοσης των κυβερνητικών τίτλων Ιρλανδίας και Πορτογαλίας σημείωσαν σημαντική διεύρυνση στα τέλη Σεπτεμβρίου, με αυτό του 10-ετούς χαρακτηριστικού τίτλου της Ιρλανδίας να ανέρχεται σε νέα ιστορικά υψηλά πλησίον των 450 μβ την 28η ιδίου μήνα, εν μέσω ανησυχιών σχετικά με το δυνητικό κόστος για τη διάσωση του τραπεζικού συστήματος της χώρας. Η αντίστοιχη διαφορά απόδοσης του 10-ετούς κυβερνητικού ομολόγου της Πορτογαλίας έναντι του αντίστοιχου γερμανικού τίτλου διευρύνθηκε σε νέα υψηλά πλησίον των 430 μβ στα τέλη Σεπτεμβρίου, εν μέσω αμφιβολιών για την ικανότητα της κυβέρνησης της χώρας να εκπλήρωση τον δημοσιονομικό στόχο συγκράτησης του ελλείμματός της.

4. Οικονομετρικό υπόδειγμα συνδυασμού διαστρωματικών στοιχείων με χρονολογικές σειρές για την ερμηνεία των περιθωρίων απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης κατά την πρόσφατη διεθνή οικονομική κρίση

4.1 Χρονοσειρές στοιχείων και ερμηνευτικές μεταβλητές

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζουμε οικονομετρικό υπόδειγμα συνδυασμού διαστρωματικών στοιχείων με χρονολογικές σειρές (Panel data) για την ερμηνεία των περιθωρίων απόδοσης των 10-ετών χαρακτηριστικών κυβερνητικών ομολόγων ομάδας χωρών της ευρωζώνης. Οι χώρες που εξετάζονται στην παρούσα μελέτη συμπεριλαμβάνουν τις ακόλουθες, Ελλάδα, Πορτογαλία, Ισπανία, Βέλγιο, Ολλανδία, Αυστρία, Ιταλία, Ιρλανδία, Γαλλία, Φινλανδία και Γερμανία. Εξαιρούμε από την ανάλυσή μας τις υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης, καθώς αυτές δεν έχουν προς το παρόν αγορές 10-ετών κυβερνητικών ομολόγων ικανοποιητικού βάθους και βαθμού ρευστότητας. Οι χρονοσειρές που χρησιμοποιούμε στην ανάλυσή μας αποτελούνται από μέσες μηνιαίες παρατηρήσεις για την περίοδο που εκτείνεται από την έναρξη της διεθνούς κρίσης τον Ιούλιο του 2007 έως τον Σεπτέμβριο του 2010. Τα κύρια αποτελέσματα της έρευνάς μας παραμένουν γενικώς εύρωστα (robust) όταν χρησιμοποιούμε εναλλακτικούς συνδυασμούς ερμηνευτικών μεταβλητών, διαφορετικές συχνότητες (π.χ. εβδομαδιαία αντί μηνιαία) και ορίζοντες παρατήρησης των στοιχείων μας (π.χ. Σεπτέμβριος 2008–Σεπτέμβριος 2010). Επίσης, οι υπολογιζόμενες εκτιμήτριες του οικονομετρικού μας υποδείγματος γενικά τυγχάνουν υψηλού επιπέδου σημαντικότητας.

Η ακόλουθη εξίσωση περιγράφει τη δομή της βασικής εκτιμούμενης σχέσης (baseline specification) που υπολογίζουμε στην παρούσα εμπειρική μελέτη:

$$\begin{aligned}(Sovereign\ \text{Spread})_t = c + b_1 * (Sovereign\ \ Spread)_{t-1} + b_2 * (Budget\ Balance)_t \\ + b_3 * (Debt\ Ratio)_t + b_4 * (\text{Dummy})_{BankRescue} + b_5 * (Risk\ Aversion)_t \\ + b_6 * (Liquidity)_t + e_t\end{aligned}$$

Όπου, $SovereignSpread_t$ είναι η μέση μηνιαία τιμή (μήνας t) του περιθωρίου απόδοσης του 10-ετούς χαρακτηριστικού κυβερνητικού ομολόγου της υπό εξέταση χώρας έναντι του αντίστοιχου γερμανικού τίτλου (10-year government bond yield spread vs Germany, in levels).

Λίστα ανεξάρτητων ερμηνευτικών μεταβλητών

i. $SovereignSpread_{t-1}$ είναι η μέση μηνιαία τιμή του 10-ετούς περιθωρίου απόδοσης τον μήνα *t-1* (1st lag).

ii. *Δημοσιονομικές ερμηνευτικές μεταβλητές – proxies πιστωτικού κινδύνου*

- $BudgetBalance_t$ αναμενόμενο έλλειμμα/πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης της υπό εξέταση χώρας έναντι αυτού της Γερμανίας (σε ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ). Στην ανάλυσή μας χρησιμοποιούμε τον αριθμητικό μέσο των προβλέψεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (semiannual European Commission Forecasts) για το έλλειμμα/πλεόνασμα της υπό εξέταση χώρας για τα επόμενα δύο χρόνια (δηλ. t+1 και t+2), και τον αφαιρούμε από τις αντίστοιχες προβλέψεις για το δημοσιονομικό έλλειμμα/πλεόνασμα της Γερμανίας.
- $DebtRatio_t$ αναμενόμενη τιμή λόγου χρέους γενικής κυβέρνησης ως προς ΑΕΠ της υπό εξέταση χώρας έναντι αυτού της Γερμανίας. Στην ανάλυσή μας χρησιμοποιούμε τον αριθμητικό μέσο των προβλέψεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (semiannual European Commission Forecasts) για τον λόγο χρέους/ΑΕΠ της υπό εξέταση χώρας για τα επόμενα δύο χρόνια (δηλ. t+1 και t+2), και τον αφαιρούμε από τις αντίστοιχες προβλέψεις για τον λόγο χρέους/ΑΕΠ της Γερμανίας.

iii. $Dummy_{BankRescue}$ εγγενής ερμηνευτική μεταβλητή (dummy) που στοχεύει να ερμηνεύσει τις δημοσιονομικές επιπτώσεις των πακέτων στήριξης του τραπεζικού τομέα, τα οποία ανακοίνωσαν πολλές κυβερνήσεις της ευρωζώνης στα τέλη του 2008 (Πίνακας Α3). Η εν λόγω μεταβλητή παίρνει την τιμή της μονάδας ($Dummy_{BankRescue} = 1$) τον μήνα στον οποίο πραγματοποιήθηκε η ανακοίνωση του πακέτου στήριξης της υπό εξέταση χώρας, καθώς και τους επόμενους μήνες (και την τιμή μηδέν, όλους τους υπόλοιπους μήνες). Η βασική ιδέα εδώ είναι να εξετασθεί εάν και σε ποιον βαθμό τα πακέτα στήριξης συντέλεσαν στη διεύρυνση των περιθωρίων απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων, στον βαθμό βέβαια που αυτά συνέβαλαν σε κάποιου είδους μεταφορά του κινδύνου πτώχευσης από τον τραπεζικό τομέα στον δημόσιο τομέα.

ΠΙΝΑΚΑΣ Α3 Bank rescue packages (as % of country GDP)

Country	Date of (first) announcement	Cumulative recapitalisation	Cumulative guarantees*
AUSTRIA	13/10/08	5.0	26.0
BELGIUM	26/09/08	5.1	74.0
GERMANY	06/10/08	3.5	19.0
SPAIN	07/10/08	2.8	9.1
FINLAND	20/10/08	2.1	26.4
FRANCE	30/09/08	2.0	16.4
GREECE	15/10/08	5.2	6.0
IRELAND	29/9/08	5.0	259.0
ITALY	08/10/08	3.0	–
NETHERLANDS	26/09/08	18.0	33.7
PORTUGAL	13/10/08	2.3	11.9

NOTE: The table reflects the cumulative amounts of bank rescue packages as released in some countries in subsequent announcements

* Includes retail deposit guarantees.

ΠΗΓΗ: Attinasi, M., C, Checherita, C, Nickel (2009)

iv. $RiskAversion_t$: δείκτης αποστροφής επενδυτικού κινδύνου που στη βασική εκτιμούμενη σχέση (baseline specification) της παρούσας μελέτης αντιπροσωπεύεται από τον δείκτη *Itraxx Main index*. Εναλλακτικά, χρησιμοποιούμε επίσης έναν δεύτερο δείκτη αποστροφής επενδυτικού κινδύνου που συνάγεται ως η 1η κύρια συνιστώσα (1st principal component) της ακόλουθης ομάδας μεταβλητών:

α) LIBOROISSPREAD: Το περιθώριο (spread) μεταξύ των επιτοκίων LIBOR ενός μηνός και Overnight Indexed Swap rate (OIS), το οποίο αποτελεί έναν διεθνώς αναγνωρισμένο δείκτη για τη μέτρηση ρίσκου αντισυμβαλλόμενου μέρους (counterparty risk) στις αγορές χρήματος.

β) EURJPYVOL: Η τεκμαρτή μεταβλητότητα ενός μήνα για την ισοτιμία ευρώ-ιαπωνικού γιεν.

γ) VSTOXX: Η τεκμαρτή μεταβλητότητα συμβολαίων προαίρεσης στον χρηματιστηριακό δείκτη Dow Jones EURO STOXX 50.

δ) USTBBBSPREAD: Το περιθώριο απόδοσης μεταξύ των αμερικανικών εταιρικών ομολόγων με πιστωτικό κίνδυνο διαβάθμισης BBB και κυβερνητικών ομολόγων ΗΠΑ συγκρίσιμου χρόνου ωρίμανσης (time to maturity). Το εν λόγω περιθώριο απόδοσης αποτελεί ένδειξη του πιστωτικού κινδύνου στον ιδιωτικό εταιρικό τομέα.

Ο ακόλουθος Πίνακας Β1 παρουσιάζει τα βασικά αποτελέσματα της ανάλυσης κύριων συνιστωσών (principal components analysis) της μελέτης μας. Συγκεκριμένα, η 1η κύρια συνιστώσα ερμηνεύει σημαντικό ποσοστό (84% περίπου) της συνολικής μεταβλητότητας της υπό εξέταση ομάδας μεταβλητών. Επίσης, τα factor loadings δείχνουν ότι και οι τέσσερις υπό εξέταση μεταβλητές έχουν παρόμοιες συνεισφορές στον κοινό παράγοντα.

ΠΙΝΑΚΑΣ Β1 Principal Components Analysis
Sample: 2007M01 2010M09; Computed using ordinary correlations

Eigenvalues (Sum = 4, Average = 1)

Number	Value	Difference	Proportion	Cumulative Value	Cumulative Proportion
1	3.328372	2.916879	0.8321	3.328372	0.8321
2	0.411494	0.174779	0.1029	3.739866	0.9350
3	0.236715	0.213295	0.0592	3.976581	0.9941
4	0.023419	–	0.0059	4.000000	1.0000

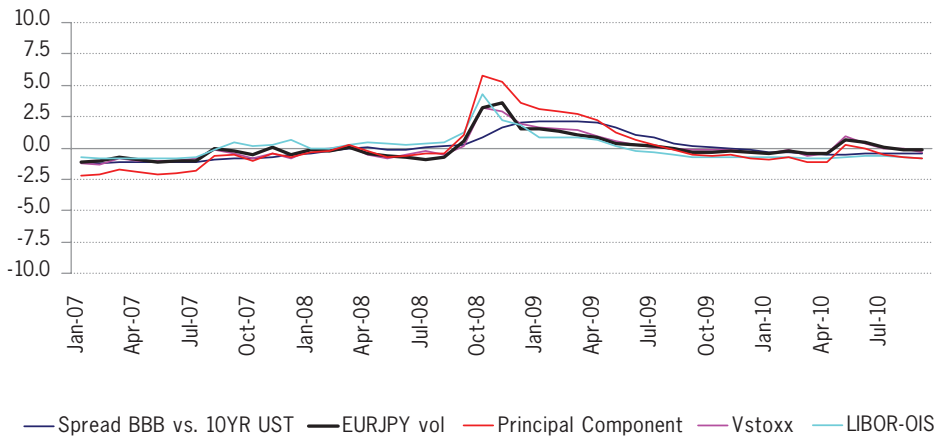
Eigenvectors (loading)

Variable	PC 1	PC 2	PC 3	PC 4
USTBBBSPREAD	0.466519	0.731932	0.481204	0.122794
EURJPYVOL	0.525919	-0.102403	-0.523218	0.662696
LIBOROISSPREAD	0.470572	-0.671530	0.571791	-0.025770
VSTOXX	0.533227	0.053258	-0.409561	-0.738303

ΠΗΓΗ: Eurobank EFG Research

Το Γράφημα 2i ακολούθως προσφέρει γραφική απεικόνιση της εξέλιξης των τεσσάρων μεταβλητών κινδύνου που χρησιμοποιούμε στην ανωτέρω ανάλυση κύριων συνιστωσών καθώς και αυτής της 1ης κύριας συνιστώσας.

ΓΡΑΦΗΜΑ 2i Risk Indicators & 1st Principal Component



ΠΗΓΗ: Eurobank EFG Research, Bloomberg

Με στόχο την τεκμηρίωση της ορθότητας και αποτελεσματικότητας της χρήσης ενός γενικού δείκτη αποστροφής επενδυτικού κινδύνου ως ερμηνευτική μεταβλητή στη βασική δομή του οικονομετρικού μας υποδείγματος, πραγματοποιήσαμε επίσης ανάλυση κύριων συνιστωσών επί του συνολικού σετ παρατηρήσεων των 10-ετών περιθωρίων ομολογιακών αποδόσεων που εξετάζουμε στην παρούσα μελέτη. Τα αποτελέσματα της εν λόγω άσκησης παρουσιάζονται στον Πίνακα Bii.

Όπως πιστοποιείται και στον Πίνακα Bii, ένας κοινός παράγοντας (στην περίπτωσή μας, η 1η κύρια συνιστώσα) ερμηνεύει το μεγαλύτερο ποσοστό της συνολικής μεταβλητότητας του Πίνακα συνδιακύμανσης (covariance matrix) του υπό εξέταση σετ περιθωρίων ομολογιακών αποδόσεων. Επίσης, τα factor loadings των περιθωρίων απόδοσης είναι σε γενικές γραμμές παρόμοιου μεγέθους. Επιπλέον, η 2η κύρια συνιστώσα υποδηλώνει θετικούς και στατιστικά σημαντικούς συντελεστές για Ελλάδα και Πορτογαλία, και σε κάπως μικρότερο βαθμό για Ιρλανδία και Ισπανία. Αυτό θα μπορούσε να ερμηνευθεί ως επιπλέον premium κινδύνου που απαιτούν οι επενδυτές κατά την αγορά κυβερνητικών χρεογράφων των εν λόγω χωρών με στόχο την αποζημίωσή τους έναντι των εγγενών ευπαθειών και αδυναμιών των χωρών αυτών (π.χ. ασθενείς δημοσιονομικές θέσεις, υψηλά επίπεδα χρέους κ.λπ.) κατά την περίοδο της πρόσφατης κρίσης.

α) $Liquidity_t$: δείκτης βαθμού ρευστότητας, που υπολογίζεται στη μελέτη μας ως η διαφορά μεταξύ του λόγου του συνολικού υφιστάμενου χρέους μιας χώρας σε σχέση με το συνολικό υφιστάμενο χρέος της ευρωζώνης και του αντίστοιχου λόγου της Γερμανίας. Τα στοιχεία για τον υπολογισμό της ανωτέρω μεταβλητής είναι διαθέσιμα σε μηνιαία συχνότητα από τη βάση δεδομένων ECB Securities Issues Statistics.

β) c και e_t: σταθερά και σφάλμα εκτίμησης, αντίστοιχα.

ΠΙΝΑΚΑΣ Bii Principal Components Analysis
Sample (adjusted): July 2007–September 2010
Computed using: Ordinary correlations

Eigenvalues: (Sum = 10, Average = 1)

Number	Value	Difference	Proportion	Cumulative Value	Cumulative Proportion
1	7.406221	5.092487	0.7406	7.406221	0.7406
2	2.313734	2.188588	0.2314	9.719955	0.972
3	0.125146	0.080151	0.0125	9.845101	0.9845
4	0.044995	0.013598	0.0045	9.890096	0.989
5	0.031396	0.00341	0.0031	9.921492	0.9921
6	0.027986	0.009774	0.0028	9.949478	0.9949
7	0.018211	0.005103	0.0018	9.967689	0.9968
8	0.013108	0.002475	0.0013	9.980798	0.9981
9	0.010634	0.002065	0.0011	9.991431	0.9991
10	0.008569	–	0.0009	10	1

Eigenvectors (loading):

Variable	PC 1	PC 2	PC 3	PC 4	PC 5
AUSTRIA 10yr	0.321216	-0.305075	-0.235187	0.009242	0.296498
BELGIUM 10yr	0.35388	-0.118986	0.441749	-0.03798	0.229688
FINLAND 10yr	0.286277	-0.400117	0.035777	0.541733	-0.455787
FRANCE 10yr	0.347324	-0.183783	-0.018257	-0.618814	0.078674
GREECE 10yr	0.255824	0.465283	0.09616	0.285161	-0.057856
IRELAND 10yr	0.330303	0.213204	-0.813426	0.042363	0.005464
ITALY 10yr	0.361243	0.080179	0.117227	-0.157851	-0.598665
NETHERLANDS 10yr	0.286387	-0.406283	0.04039	0.153806	0.267206
PORTUGAL 10yr	0.284627	0.405334	0.181612	0.319198	0.438046
SPAIN 10yr	0.317691	0.318068	0.169314	-0.297482	-0.142624

ΠΗΓΗ: Bloomberg, Eurobank EFG Research

4.2 Παρουσίαση και ερμηνεία εμπειρικών αποτελεσμάτων

Οι κάτωθι Πίνακες D1 & D2 συνοψίζουν τα βασικά αποτελέσματα της παρούσας μελέτης. Το οικονομετρικό υπόδειγμα που εκτιμούμε συνδυάζει διαστρωματικά στοιχεία με χρονολογικές σειρές, διορθωμένα για ετεροσκεδαστικότητα μεταξύ διαστρωμάτων και για αυτοσυσχετίσεις 1ου βαθμού (Panel Least Squares corrected for heteroskedasticity across panels and panel-specific 1st order autocorrelations). Η βασική εκτιμούμενη σχέση (baseline specification) της παρούσας μελέτης αντιστοιχεί στη δεύτερη στήλη του Πίνακα D1 ("*Model 1*"). Επιπλέον, εκτιμούμε αριθμό εναλλακτικών σχέσεων (alternative specifications) με διαφορετικούς συνδυασμούς ερμηνευτικών μεταβλητών σε σχέση με τη βασική. Τα εμπειρικά αποτελέσματα από την εκτίμηση των εναλλακτικών σχέσεων παρουσιάζονται στις στήλες *Model 2* έως *Model 11* των πινάκων D1 και D2. Οι βαθμοί σημαντικότητας 1%, 5% και 10%, των αντίστοιχων εκτιμητριών συμβολίζονται με 3, 2, και 1 αστερίσκους (***, ** και *, αντίστοιχα).

ΠΙΝΑΚΑΣ D1 Panel Data - Empirical Results
Dependent Variable: 10yr Sovereign Spread vs Germany
Method: Panel Least Squares
Sample (adjusted): 2007M08 2010M09; Period included: 38; Cross-sections included: 10;
Data frequency; monthtly
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Coefficients and significance levels[1]						
Variable	**Model 1**	**Model 2**	**Model 3**	**Model 4**	**Model 5**	**Model 6**
Constant	-0.086*	-0.077***	-0.053***	-0.034*	-0.001	-0.001
10yr Sovereign Spread (t-1)	1.092***	1.062***	1.045***	1.054***	1.102***	1.102***
Dummy-BankRescue	-0.061			-0.038	-0.057	-0.057
Budget Balance (t)	-0.008***	-0.007***	-0.011***	-0.012***	-0.007***	-0.007***
Debt Ratio (t)	0.001*	0.001***				
iTraxx Main (t)	0.07					
Market Liquidity (t)	-0.163*	-0.269***	-0.277***	-0.255***		
Dummy-EuroCrisis		0.145***				
Risk Aversion (t)		0.018***	0.013*	0.017*	0.015**	0.015*
(Dummy-EuroCrisis)*(Debt Ratio(t))			0.007***	0.007***		
(Dummy-BankRescue)*(Debt Ratio(t))						
(Debt Ratio(t))^2						

(*), (**), (***) Indicate significance at 10%, 5% and 1%, respectively
ΠΗΓΗ: Eurobank EFG Research

ΠΙΝΑΚΑΣ D2 Panel Data - Empirical Results
Dependent Variable: 10yr Sovereign Spread vs Germany
Method: Panel Least Squares
Sample (adjusted): 2007M08 2010M09; Period included: 38; Cross-sections included: 10;
Data frequency; monthtly
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Coefficients and significance levels[1]						
Variable		**Model 7**	**Model 8**	**Model 9**	**Model 10**	**Model 11**
Constant		-0.025**	-0.080***	-0.053***	-0.027**	-0.054***
10yr Sovereign Spread (t-1)		1.089***	1.054***	1.074***	1.093***	1.088***
Dummy-BankRescue						
Budget Balance (t)		-0.006*	-0.008***	-0.011**	-0.006*	-0.006*
Debt Ratio (t)					0.001*	0.001*
iTraxx Main (t)						
Market Liquidity (t)			-0.288***			-0.186**
Dummy-EuroCrisis			0.150**			
Risk Aversion (t)		0.010*	0.019***	0.001	0.001	0.010
(Dummy-EuroCrisis)*(Debt Ratio(t))						
(Dummy-BankRescue)*(Debt Ratio(t))		0.015**	0.001***			
(Debt Ratio(t))^2				0.001***		

(*), (**), (***) Indicate significance at 10%, 5% and 1%, respectively
ΠΗΓΗ: Eurobank EFG Research

Οι ερμηνευτικές μεταβλητές που συμπεριλαμβάνονται στις εναλλακτικές εκτιμούμενες σχέσεις που παρουσιάζονται στους Πίνακες D1 & D2 ορίζονται ως ακολούθως:

- $Dummy_EuroCrisis$ η οποία λαμβάνει την τιμή 1 τον Απρίλιο 2010 και μετά (και την τιμή 0 τους υπόλοιπους μήνες). Η dummy αυτή έχει σκοπό να εκτιμήσει τις επιπτώσεις (contagion effects) της πρόσφατης μεγάλης διεύρυνσης των περιθωρίων απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της Ελλάδας και άλλων χωρών της ευρωζώνης εν μέσω αυξανόμενων ανησυχιών σχετικά με τη σταθερότητα και διατηρησιμότητα της ευρωζώνης.
- $(Dummy_EuroCrisis)*(DebtRatio_t)$ είναι ερμηνευτική μεταβλητή dummy την οποία εισαγάγατε στο οικονομετρικό μας υπόδειγμα με πολλαπλασιαστική μορφή (π.χ. εμφανίζεται ως γινόμενο με τον λόγο χρέους ΑΕΠ μιας χώρας στο χρονικό σημείο t). Σκοπός της μεταβλητής αυτής είναι η εκτίμηση τυχόν ασυμμετρικών επιδράσεων στα περιθώρια απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων χωρών με ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα δημόσιου χρέους.
- $(Dummy_BankRescue)*(DebtRatio_t)$ είναι ερμηνευτική μεταβλητή (dummy) την οποία επίσης εισαγάγατε στο οικονομετρικό μας υπόδειγμα με πολλαπλασιαστική μορφή (π.χ. εμφανίζεται ως γινόμενο με τον λόγο χρέους ΑΕΠ μιας χώρας στο χρονικό σημείο t).

- $(Debt_t)^2$ είναι το τετράγωνο της ερμηνευτικής μεταβλητής $Debt_t$ το μήνα t. Η χρήση της ερμηνευτικής αυτής μεταβλητής έχει σκοπό να εκτιμήσει τυχόν μη-γραμμικότητες στον τρόπο με τον οποίο το ύψος του δημόσιου χρέους μιας χώρας μπορεί να επιδράσει στην εξέλιξη των περιθωρίων απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα που παρουσιάζονται στους Πίνακες D1 και D2 μπορούν να συνοψιστούν ως ακολούθως:

- Ο εκτιμούμενος συντελεστής της μεταβλητής $SovereignSpread_{t-1}$ (*δηλ. της μέσης μηνιαίας τιμής του 10-ετούς περιθωρίου απόδοσης τον μήνα t-1*) έχει θετικό πρόσημο και υψηλό βαθμό στατιστικής σημαντικότητας για όλες τις εναλλακτικές σχέσεις που εξετάζονται στην παρούσα μελέτη, υποδηλώνοντας υψηλό βαθμό αυτοσυσχέτισης 1ου βαθμού της εξηρτημένης μεταβλητής σε μηνιαίες συχνότητες. Είναι σημαντικό επιπλέον να τονισθεί ότι για την περίοδο πριν τον Μάρτιο του 2010, οι εκτιμούμενοι συντελεστές της μεταβλητής $SovereignSpread_{t-1}$ είναι στατιστικά σημαντικοί και (αυστηρώς) μικρότεροι της μονάδας για όλες τις εναλλακτικές σχέσεις που εξετάζονται στην παρούσα μελέτη. Για το σύνολο των στοιχείων που χρησιμοποιούμε (*συμπεριλαμβανομένων αυτών της περιόδου Απρίλιος 2010–Σεπτέμβριος 2010*), οι εκτιμούμενοι συντελεστές της μεταβλητής $SovereignSpread_{t-1}$ είναι στατιστικά σημαντικοί και μεγαλύτεροι της μονάδας. Τείνουμε να αποδώσουμε την ασυμφωνία αυτή σε υπερεκτιμήσεις (misspecifications) του οικονομετρικού μας υποδείγματος λόγω της εκρηκτικής ανόδου των περιθωρίων απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης, από τον Απρίλιο του 2010, εν μέσω αυξανόμενων ανησυχιών σχετικά με τη διατηρησιμότητα της ζώνης ευρώ.
- Οι δημοσιονομικές ερμηνευτικές μεταβλητές –$BudgetBalance_t$ και $DebtRatio_t$– είναι γενικά στατιστικά σημαντικές σε όλες τις εκτιμούμενες εναλλακτικές σχέσεις και οι συντελεστές τους παρουσιάζουν το (θεωρητικώς) σωστό πρόσημο (*αρνητικό και θετικό, αντιστοίχως*). Τα ανωτέρω βοηθούν στην εμπειρική τεκμηρίωση της ύπαρξης μιας συνιστώσας πιστωτικού κινδύνου (credit risk component) στα περιθώρια απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης. Να σημειωθεί ότι η εκτίμηση αρνητικού πρόσημου για τον συντελεστή της ερμηνευτικής μεταβλητής $BudgetBalance_t$ είναι διότι τα αντίστοιχα στοιχεία που χρησιμοποιούμε στο εμπειρικό μας υπόδειγμα εισέρχονται στους υπολογισμούς μας με αρνητικό πρόσημο (καθώς υποδεικνύουν δημοσιονομικά ελλείμματα).
- Οι εκτιμούμενοι συντελεστές των ερμηνευτικών μεταβλητών $ItraxxMain$, $RiskAversion_t$ και $Liquidity_t$ είναι στατιστικά σημαντικοί και έχουν επίσης τα (θεωρητικώς) σωστά πρόσημα. Συγκεκριμένα, οι δύο πρώτοι εξ αυτών είναι θετικοί, υποδηλώνοντας ότι μια αύξηση της αποστροφής των επενδυτών για την ανάληψη επενδυτικού κινδύνου τείνει να αυξήσει τα περιθώρια απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης (ceteris paribus basis). Από την άλλη πλευρά, ο εκτιμούμενος συντελεστής της ερμηνευτικής μεταβλητής $Liquidity_t$ είναι αρνητικός, υποδηλώνοντας ότι η αύξηση της σχετικής ρευστότητας της αγοράς κυβερνητικών ομολόγων μιας χώρας προκαλεί υποχώρηση στα περιθώρια απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της χώρας αυτής και αντιστρόφως.
- Ο εκτιμούμενος συντελεστής της ερμηνευτικής μεταβλητής $Dummy_BankRescue$ –που στοχεύει στην εκτίμηση τυχόν επιδράσεων στα περιθώρια ομολογιακών αποδόσεων από τα πακέτα στήριξης του χρηματοπιστωτικού τομέα που οι κυβερνήσεις της ευρωζώνης εισήγαγαν την περίοδο που ακολούθησε την κατάρρευση της Lehman– έχει το (θεωρητικώς) λάθος πρόσημο (και είναι στατιστικά μη-σημαντικός) στη βασική εκτιμούμενη σχέση και σε αυτές που περιγράφονται στις εξισώσεις 4 έως 6 (Models 4-6). Παρόλα αυτά, όταν υπολογίζονται σε πολλαπλασιαστική μορφή, οι συντελεστές αυτοί είναι θετικοί και στατιστικά σημαντικοί. Συνολικά, ερμηνεύουμε τα αποτελέσματα αυτά ως επιπλέον υποστηρικτική μαρτυρία για την υπόθεση ότι τα πακέτα στήριξης του τραπεζικού τομέα που εισήγαγαν οι κυβερνήσεις των χωρών μελών της ευρωζώνης στα τέλη του 2008 συντέλεσαν στη μεταφορά μέρους του πιστωτικού κινδύνου από τον ιδιωτικό στον δημόσιο τομέα.
- Η εκτιμούμενη ερμηνευτική μεταβλητή, $Dummy_EuroCrisis$, έχει το (θεωρητικώς) ορθό πρόσημο (θετικό) και είναι στατιστικά σημαντική όταν εκτιμάται μόνη της ή σε πολλαπλασιαστική μορφή (δηλ. πολλαπλασιαζόμενη με τον λόγο χρέους/ΑΕΠ της αντίστοιχης χώρας).

- Ο εκτιμούμενος συντελεστής της ερμηνευτικής μας μεταβλητής, ($Debt$)[2], είναι στατιστικά σημαντικός και έχει θετικό πρόσημο, υποδεικνύοντας, δυνητικά, μη-γραμμικές επιδράσεις στη σχέση μεταξύ του ύψους του δημόσιου χρέους μιας χώρας και των περιθωρίων απόδοσης των κυβερνητικών της ομολόγων. Τέλος, η τιμή της στατιστικής μας Durbin-Watson (DW) υποδεικνύει την ύπαρξη γραμμικών συσχετίσεων σε κάποιες από τις εκτιμούμενες σχέσεις. Άλλα διαγνωστικά τεστ στα σφάλματα εκτίμησης (τα οποία δεν εμφανίζονται στους ανωτέρω Πίνακες) υποδεικνύουν την ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας, ιδιαίτερα σε περιόδους υψηλής μεταβλητότητας μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers.

4.3 Συνεισφορές των ερμηνευτικών μεταβλητών στη διεύρυνση των ομολογιακών περιθωρίων απόδοσης

Στο πνεύμα των Attinasi, M., et al. (2009), προχωρούμε κατόπιν στον υπολογισμό της σχετικής συνεισφοράς κάθε μιας από τις εκτιμούμενες μεταβλητές ερμηνευτικές στη μέση μηνιαία τιμή των περιθωρίων απόδοσης. Για κάθε μία χώρα που εξετάζουμε, η συνεισφορά κάθε ερμηνευτικής μεταβλητής υπολογίζεται ως το γινόμενο μεταξύ του αριθμητικού της μέσου στην υπό εξέταση περίοδο και της εκτιμούμενης τιμής του συντελεστή της (σε απόλυτες τιμές). Η σχετική συνεισφορά κάθε ερμηνευτικής μεταβλητής εκτιμάται ακολούθως ως ο λόγος μεταξύ της απόλυτης τιμής της συνεισφοράς της (όπως αυτή υπολογίζεται στο προηγούμενο βήμα) και του αθροίσματος των απόλυτων τιμών των συνεισφορών του συνόλου των ερμηνευτικών μεταβλητών[8]. Τα αποτελέσματα των υπολογισμών αυτών συνοψίζονται στον Πίνακα D3. Συγκεκριμένα, οι πραγματικές και οι εκτιμούμενες τιμές των περιθωρίων απόδοσης (πρώτες δύο στήλες του Πίνακα D3), καθώς και οι αντίστοιχες σχετικές συνεισφορές των ερμηνευτικών μεταβλητών α) $BudgetBalance_t$ και $DebtRatio_t$ και β) $RiskAversion_t$ και $Liquidity_t$. Για παράδειγμα, η σειρά 1/στήλη 3 του Πίνακα D3 υποδεικνύει ότι περίπου το 8,4% του μέσου περιθωρίου απόδοσης των 10-ετών κυβερνητικών ομολόγων Αυστρίας και Γερμανίας την περίοδο Ιούλιος 2007 – Σεπτέμβριος 2010 μπορεί να αποδοθεί στην εξέλιξη στη σχετική πορεία των δημοσιονομικών μεγεθών των δύο χωρών. (i.e., relative expected fiscal deficit and debt ratios). Για το σύνολο των υπό εξέταση χωρών, η τελευταία σειρά του Πίνακα D3 υποδηλώνει ότι η μέση τιμή των περιθωρίων ομολογιακών αποδόσεων την περίοδο Ιούλιος – Σεπτέμβριος 2010, μπορεί να αποσυντεθεί ως ακολούθως: α) 33,7% αυτής μπορεί να ερμηνευθεί από την ταυτόχρονη εξέλιξη του πιστωτικού κινδύνου (όπως αυτός μετράται από τις δημοσιονομικές ερμηνευτικές μεταβλητές, $BudgetBalance_t$ και $DebtRatio_t$ και β) 66,3% μπορεί να αποδοθεί στην εξέλιξη του βαθμού αποστροφής των επενδυτών για ανάληψη επενδυτικού κινδύνου, τις ανησυχίες για τη διατηρησιμότητα της ευρωζώνης και τις σχετικές συνθήκες ρευστότητας. Τα ποσοστά πρέπει να ερμηνευθούν ως μέγιστες συνεισφορές καθώς άλλοι παράγοντες διαδραμάτισαν, ενδεχομένως, κάποιον επιπλέον ρόλο στην εξέλιξη των περιθωρίων απόδοσης.

[8] Για λόγους απλότητας, υποθέτουμε εδώ ότι $y_{it} - \rho^* y_{it-1}$ είναι περίπου ίσο με Δy_{it}, όπου y_{it} είναι π.χ. το 10-ετές περιθώριο απόδοσης της χώρας i στον μήνα t.

ΠΙΝΑΚΑΣ D3 Panel Data Model for euro area sovereign bond spreads: Contributors to average bond yield spreads

	10YR spreads vs Germany (average daily values in bps)		Contributors to period average spreads (%)	
	Actual	**Fitted**	**Credit risk**	**Risk aversion, euro area sustainability worries & liquidity risk**
AUSTRIA	44	45	8.4	91.6
BELGIUM	50	52	21.5	78.5
FINLAND	29	27	38.5	61.5
FRANCE	28	27	43.6	56.4
GREECE	224	220	55.0	45.0
IRELAND	130	133	33.1	66.9
ITALY	91	90	60.9	39.1
PORTUGAL	99	98	25.8	74.2
SPAIN	68	67	35.2	64.8
NETHERLANDS	29	29	15.4	84.6
Average	**79.2**	**78.8**	**33.7**	**66.3**

ΠΗΓΗ: Bloomberg & Eurobank EFG Research

Ειδικά για την περίπτωση της Ελλάδας, τα εμπειρικά μας αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι περίπου 55% του μέσου περιθωρίου απόδοσης του ελληνικού 10-ετούς χαρακτηριστικού κυβερνητικού ομολόγου την περίοδο Ιούλιος 2007 – Σεπτέμβριος 2010 μπορεί να ερμηνευθεί από την αύξηση του *σχετικού* πιστωτικού κινδύνου της χώρας. Το υπόλοιπο 45% αυτού εξηγείται από τις σχετικές συνθήκες ρευστότητας στις αγορές κυβερνητικών ομολόγων Ελλάδας και Γερμανίας και τον βαθμό αποστροφής των επενδυτών για ανάληψη επενδυτικού κινδύνου. Όπως τονίσθηκε και προηγουμένως τα ποσοστά αυτά πρέπει να θεωρηθούν ανώτατες συνεισφορές.

5. Συμπερασματικά σχόλια

Στην παρούσα εμπειρική μελέτη, εκτιμούμε οικονομετρικό υπόδειγμα (Panel Data Model) για την ερμηνεία και πρόβλεψη των περιθωρίων απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης την περίοδο μετά το ξέσπασμα της κρίσης στην αγορά ενυπόθηκων δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης στις ΗΠΑ (Ιούλιος 2007). Τα αποτελέσματά μας προσφέρουν νέα μαρτυρία υπέρ των δύο ακόλουθων υποθέσεων:

α) Την περίοδο μετά το ξέσπασμα της κρίσης στην αγορά ενυπόθηκων δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης, εγγενείς παράγοντες (σχετικός πιστωτικός κίνδυνος μιας χώρας και σχετικές συνθήκες ρευστότητας στην αγορά ομολόγων), αλλά και γενικότερα αίτια (βαθμός αποστροφής των επενδυτών για ανάληψη επενδυτικού κινδύνου) αναδείχθηκαν σε σημαντικούς συντελεστές επιρροής στην εξέλιξη των ομολογιακών περιθωρίων απόδοσης.

β) Μεγάλα πακέτα στήριξης του τραπεζικού κλάδου τα οποία ανακοίνωσαν οι ευρωπαϊκές κυβερνήσεις τους μήνες που ακολούθησαν την κατάρρευση της Lehman Brothers (Σεπτέμβριος 2008) οδήγησαν σε κάποιου είδους μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου από τον ιδιωτικό (τραπεζικό) τομέα στον δημόσιο τομέα. Η εξέλιξη αυτή φαίνεται να είχε κάποια επιπλέον αυξητική επίδραση στη μεγάλη άνοδο των περιθωρίων απόδοσης που επακολούθησε, κυρίως σε χώρες όπως π.χ. Ιρλανδία.

Συμπληρωματικά, στην παρούσα μελέτη διενεργούμε εμπειρικό επιμερισμό των περιθωρίων απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης στις επιμέρους τους συνιστώσες. Συγκεκριμένα, για το σύνολο των υπό εξέταση χωρών μελών της ευρωζώνης, οι εκτιμήσεις μας υποδεικνύουν ότι το μέσο 10-ετές περιθώριο απόδοσης των ομολόγων των χωρών αυτών έναντι του αντίστοιχου γερμανικού τίτλου (περίοδος Ιούλιος 2007 – Σεπτέμβριος 2010) το οποίο ερμηνεύεται από το οικονομετρικό μας υπόδειγμα μπορεί να επιμερισθεί ως ακολούθως: 33,7% αυτού οφείλεται στην παράλληλη εξέλιξη του εγγενούς (σχετικού) πιστωτικού κινδύνου των υπό εξέταση χωρών με το 66,3% να αποδίδεται στις σχετικές συνθήκες ρευστότητας στις αγορές ομολόγων της ευρωζώνης και σε γενικότερους παράγοντες, όπως ο βαθμός αποστροφής των επενδυτών για ανάληψη επενδυτικού κινδύνου και οι ανησυχίες για τη βιωσιμότητα της ζώνης ευρώ. Τα ποσοστά αυτά πρέπει να θεωρηθούν μέγιστες συνεισφορές στην εξέλιξη των περιθωρίων απόδοσης, καθώς επιπλέον παράγοντες (που δεν εξετάζονται στην παρούσα μελέτη) έπαιξαν δυνητικά ρόλο στην εξέλιξη αυτή.

Βιβλιογραφία

Andersson, M., Overby, L. J. and S. Sebestyen (2006), "Which News Moves the Euro Area Bond Market?", ECB Working Paper No. 631, May (published in German Economic Review, February 2009, pp. 1-31).

Ashoka Mody (2009), "From Bear Stearns to Anglo Irish: How Eurozone Sovereign Spreads Related to Financial Sector Vulnerability", IMF Working Paper, No. 09/108.

Attinasi, M.-G., Checherita, C. and Nickel, C. (2009), "What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?", ECB Working paper, No. 1131.

Barrios S., P. Iversen, M. Lewandowska and R. Setzer (2009), "Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis", European Economy, Economic Papers 388.

Bernoth, K. and G. B. Wolff (2008), "Fool the Markets? Creative Accounting, Fiscal Transparency and Sovereign Risk Premia", *Scottish Journal of Political Economy*, Scottish Economic Society, vol. 55(4), pp. 465-487.

Bernoth, K., von Hagen, J. and L. Schuknecht (2004), "Sovereign risk premia in the European government bond market", ECB Working Paper Series, No. 369.

Blanco, R., S. Brennan and I. Marsh (2005), "An empirical analysis of the dynamic relation between investment-grade bonds and credit default swaps", *Journal of Finance* 60(5), pp. 2255-2281.

Codogno, L., Favero, C. and A. Missale (2003), "Yield spreads on EMU government bonds", *Economic Policy*, October, pp. 505-532.

Diebold, F. X. and Li, C. (2006), "Forecasting the Term Structure of Government Bond Yields", *Journal of Econometrics* 130, pp. 337-364.

Faini, R. (2006), "Fiscal Policy and Interest Rates in Europe", *Economic Policy*, Vol. 21, No. 47, pp. 443-489, July 2006.

Haugh, D, Ollivaud, P. and D. Turner (2009), "What Drives Sovereign Risk Premiums? An Analysis of Recent Evidence from the Euro Area", OECD Economics Department, Working Paper No. 718.

Johnson, R. A. and D. W. Wichern, 1992, "Applied multivariate statistical analysis", 3rd ed. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.

Longstaff, F., Mithal, S. and Neis, E. (2005), "Corporate yield spreads: Default risk or liquidity? New evidence from the credit default swap market", *Journal of Finance* 60(5), pp. 2213.

Προσδιοριστικοί παράγοντες και κυκλικές αλλαγές του σπρεντ μεταξύ των ελληνικών και γερμανικών επιτοκίων

Ηλίας Τζαβαλής
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Περίληψη

Το άρθρο αυτό διερευνά τους μεσοπρόθεσμους (κυκλικούς) και βραχυχρόνιους παράγοντες που προσδιορίζουν το σπρεντ μεταξύ των ελληνικών και γερμανικών επιτοκίων ομολόγων. Το άρθρο βρίσκει ότι η αγορά ελληνικών ομολόγων χαρακτηρίζεται από δύο διαφορετικές καταστάσεις: την ανοδική και την καθοδική. Στην πρώτη κατάσταση το μέσο επίπεδο και η διακύμανση του σπρεντ είναι πολύ χαμηλές, ενώ στη δεύτερη συμβαίνει το αντίθετο. Ένα δεύτερο σημαντικό εύρημα του άρθρου είναι ότι η αποκλιμάκωση (μείωση) του σπρεντ και η μετάβαση από την καθοδική στην ανοδική κατάσταση της αγοράς ελληνικών ομολόγων συνδέεται με μείωση του πληθωρισμού και οικονομική ανάπτυξη. Οι δύο παράγοντες αυτοί βοήθησαν σημαντικά στην αποκλιμάκωση του σπρεντ των επιτοκίων την περίοδο 1999-2001 και στην ένταξη της ελληνικής οικονομίας στην ΟΝΕ.

Ο συγγραφέας θα ήθελε να ευχαριστήσει τους Π. Κορλίρα, Ι. Μονογυιό, Ν. Πιττή και Ν. Χριστοδουλάκη για σχόλιά τους σε μια πρώτη μορφή του άρθρου.

1. Εισαγωγή

Η διαφορά ανάμεσα στα ελληνικά και γερμανικά επιτόκια, που είναι γνωστή ως σπρεντ των επιτοκίων, θεωρείται στις χρηματαγορές ως δείκτης του πιστωτικού κινδύνου της ελληνικής οικονομίας και αποτελεί καθοριστικό παράγοντα της στρατηγικής διαχείρισης του δημοσιονομικού χρέους της χώρας. Το μέγεθος (ή άνοιγμα, όπως επίσης αναφέρεται στη βιβλιογραφία) του σπρεντ έχει μεγάλη σημασία στην τιμολόγηση εταιρικών ή τραπεζικών ομολόγων και μπορεί να αποτελέσει βασική μεταβλητή για την πρόβλεψη μελλοντικών μεταβολών στο ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ) μιας χώρας ή άλλες οικονομικές μεταβλητές, όπως είναι ο πληθωρισμός ή τα βραχυπρόθεσμα ονομαστικά και πραγματικά επιτόκια.[1]

Στο άρθρο αυτό θα προσπαθήσουμε να διερευνήσουμε τους προσδιοριστικούς παράγοντες του σπρεντ ανάμεσα στα ελληνικά και γερμανικά επιτόκια ομολόγων λήξης δέκα ετών.[2] Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, το σπρεντ αυτό καθορίζεται σε μεγάλο βαθμό από μεταβολές (ή νέα της αγοράς) που συνδέονται με ονομαστικές μεταβλητές της οικονομίας, όπως είναι ο πληθωρισμός, ή με μεταβλητές που αντιπροσωπεύουν πραγματικά μεγέθη της οικονομίας, όπως είναι ο ρυθμός ανάπτυξής της.[3] Μια σημαντική αύξηση του εγχώριου (ελληνικού) πληθωρισμού σε σχέση με τον γερμανικό, που συνήθως θεωρείται στην ανάλυση ότι είναι σταθερός, αναμένεται να οδηγήσει σε αύξηση του σπρεντ των ελληνογερμανικών επιτοκίων, καθώς οι εγχώριοι επενδυτές στην αγορά των ελληνικών ομολόγων θα θελήσουν να αντισταθμιστούν για τον κίνδυνο τυχόν απωλειών στις πραγματικές αποδόσεις τους. Σε αντίθεση με τον πληθωρισμό, μια αύξηση στον πραγματικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας τείνει να αποκλιμακώνει το σπρεντ αυτό, καθώς έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ και, κατά συνέπεια, τη βελτίωση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας λόγω μικρότερων δανειακών υποχρεώσεων ή καλύτερης εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους της.

Οι παραπάνω παράγοντες μπορούν να επηρεάζουν το ελληνογερμανικό σπρεντ επιτοκίων διαφορετικά σε δύο διαφορετικές καταστάσεις (ή καθεστώτα) της αγοράς ομολόγων που είναι γνωστές στη βιβλιογραφία ως η ανοδική (bull) και η καθοδική (bear). Οι δύο αυτές καταστάσεις της αγοράς ομολόγων μπορεί να καθορίζονται από εγχώριους οικονομικούς παράγοντες, όπως είναι οι καταστάσεις ύφεσης-ανάπτυξης της οικονομίας, το σχετικό ύψος του δημοσιονομικού χρέους ή του ελλείμματος, καθώς και από διεθνείς παράγοντες, όπως είναι η παγκόσμια οικονομική κατάσταση ή η οικονομική και πολιτική συγκυρία, γενικότερα.[4] Στην ανοδική κατάσταση της αγοράς, το μέγεθος (ή άνοιγμα) του παραπάνω σπρεντ των επιτοκίων και η διακύμανσή του αναμένονται να είναι μικρά. Το αντίθετο θα ισχύει στην καθοδική κατάσταση της αγοράς, όπου οι επενδυτικοί και πιστωτικοί κίνδυνοι αυξάνουν. Στην ανοδική κατάσταση της αγοράς μια αύξηση του πληθωρισμού ή μια μείωση του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας μπορεί να μην έχουν σημαντικές επιπτώσεις στο ελληνογερμανικό σπρεντ επιτοκίων, σε αντίθεση με ό,τι αναμένεται να συμβαίνει στην καθοδική κατάσταση. Στην τελευταία κατάσταση, δυσμενή νέα της αγοράς σε σχέση με τον πληθωρισμό, την αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος ή χρέους και τη μείωση του ρυθμού ανάπτυξης μπορούν να επηρεάζουν θετικά το σπρεντ αυτό και να αυξάνουν τη διακύμανσή του λόγω αύξησης των επενδυτικών και πιστωτικών κινδύνων των ελληνικών ομολόγων.[5]

---

[1] Βλέπε τις μελέτες των Hardouvelis (1994), Tzavalis and Wickens (1996, 1997) και Tzavalis (2003).

[2] Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι παράγοντες αυτοί είναι συστηματικοί και όχι συστημικοί. Με άλλα λόγια δεν λαμβάνουν υπόψη τους πιθανή κατάρρευση της αγοράς ομολόγων.

[3] Βλέπε Υποσημείωση 1 και τις μελέτες των Estrella and Hardouvelis (1991), Estrella (2005) και Ang, Piazzesi and Wei (2006).

[4] Για την ελληνική οικονομία, Κορλίρας (2010).

[5] Σημειώστε ότι μια αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος μπορεί να συνδέεται με μια αύξηση στον πληθωρισμό όταν προέρχεται από επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Επίσης, μπορεί να προέλθει από υστέρηση των δημόσιων εσόδων λόγω μείωσης του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας. Επομένως, και ο πληθωρισμός και ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης μιας οικονομίας αναμένεται να συσχετίζονται με δημοσιονομικές μεταβλητές, όπως είναι το έλλειμμα ή οι μεταβολές του χρέους του Δημοσίου. Έτσι, κάποιος μπορεί να θεωρήσει ότι οι μεταβλητές πληθωρισμός και οικονομική ανάπτυξη αντανακλούν επίσης βασικούς δημοσιονομικούς παράγοντες που επηρεάζουν άμεσα τα εγχώρια επιτόκια και τη διαφορά τους από τα γερμανικά.

Το παρόν άρθρο εκτιμά ένα υπόδειγμα δύο καταστάσεων του ελληνογερμανικού σπρεντ επιτοκίων και καταλήγει σε μια σειρά από συμπεράσματα για τους παράγοντες που το επηρεάζουν τόσο μεσοπρόθεσμα όσο και βραχυχρόνια. Πιο συγκεκριμένα, το άρθρο βρίσκει ότι πράγματι η αγορά των ελληνικών ομολόγων χαρακτηρίζεται από την ανοδική κατάσταση και την καθοδική. Οι δύο αυτές καταστάσεις έχουν τα χαρακτηριστικά που αναφέραμε προηγουμένως, σχετικά με το μέσο επίπεδο και διακύμανση του σπρεντ. Ένα δεύτερο σημαντικό εύρημα του άρθρου είναι ότι μια αποκλιμάκωση του σπρεντ μπορεί να προκύψει από μια μείωση του πληθωρισμού ή μια αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης. Οι παράγοντες αυτοί βρέθηκε να επηρεάζουν επίσης τη μετάβαση της αγοράς ελληνικών ομολόγων από την καθοδική στην ανοδική κατάσταση. Αυτοί συνετέλεσαν καθοριστικά στις μειώσεις του σπρεντ στην προενταξιακή περίοδο 1997-2001 της Ελλάδας στην ΟΝΕ.

Το άρθρο αυτό είναι διαρθρωμένο ως ακολούθως. Στο Τμήμα 2 παρουσιάζουμε και εκτιμάμε το οικονομετρικό υπόδειγμα του ελληνογερμανικού σπρεντ επιτοκίων που επιτρέπει για αλλαγές στις καταστάσεις της αγοράς. Επειδή το υπόδειγμα αυτό είναι μη γραμμικό και η ακριβής εκτίμησή του απαιτεί σημαντικό αριθμό παρατηρήσεων, η εκτίμησή του στηρίζεται σε μηνιαίες παρατηρήσεις. Αυτές ξεκινούν από τη μηνιαία παρατήρηση 1997:07 και φθάνουν ως τη 2010:08. Εκτός από την περίοδο ένταξης στην ΟΝΕ, η περίοδος αυτή του δείγματος καλύπτει σημαντικά την τελευταία χρηματοοικονομική κρίση, που βρέθηκε ότι ξεκίνησε να επηρεάζει την ελληνική αγορά ομολόγων από τις αρχές του έτους 2008. Τέλος, στο Τμήμα 3 παραθέτουμε τα κύρια συμπεράσματα του άρθρου.

2. Εμπειρική ανάλυση

Η εμπειρική μας ανάλυση ξεκινά με την εκτίμηση ενός απλού γραμμικού υποδείγματος του ελληνογερμανικού σπρεντ επιτοκίων με βάση το οποίο διερευνάται αν πράγματι ο εγχώριος πληθωρισμός και ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης μπορούν να προβλέψουν μελλοντικές μεταβολές στις τιμές του σπρεντ αυτού, όπως προβλέπει η οικονομική θεωρία. Στη συνέχεια, το υπόδειγμα αυτό επεκτείνεται για να επιτρέψει κυκλικές αλλαγές στο σπρεντ που οφείλονται στις δύο καταστάσεις της αγοράς ελληνικών ομολόγων, την ανοδική και καθοδική. Η επέκταση αυτή του γραμμικού υποδείγματος στηρίζεται στο Μαρκοβιανό υπόδειγμα αλλαγών μεταξύ διαφορετικών καθεστώτων της αγοράς (Markov Regime Switching model) που προτάθηκε στη βιβλιογραφία από τον Hamilton (1989).

2.1 Ένα γραμμικό υπόδειγμα του σπρεντ

Για να διαπιστώσουμε αν πράγματι το σπρεντ των επιτοκίων καθορίζεται στο δείγμα μας από τον ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας και τον πληθωρισμό, όπως προβλέπει η οικονομική θεωρία, στον Πίνακα 1 παρουσιάζουμε εκτιμήσεις του ακόλουθου γραμμικού υποδείγματος:[6]

$$R_{t+1}^{GR} - R_{t+1}^{GE} = \alpha + \varphi\,(R_t^{GR} - R_t^{GE}) + \beta y_t + \gamma \pi_t + \varepsilon_{t+1} \qquad (1)$$

[6] Σημειώστε ότι το υπόδειγμα θα μπορούσε να συμπεριλάβει και άλλες οικονομικές μεταβλητές που στη βιβλιογραφία έχει παρατηρηθεί ότι επηρεάζουν τα σπρεντ επιτοκίων, όπως είναι το δημοσιονομικό έλλειμμα ή οι μεταβολές του δημοσιονομικού χρέους. Όμως, οι παρατηρήσεις αυτές δίνονται σε τριμηνιαία βάση και μετά το έτος 2000, οπότε η χρήση τους περιορίζει τη δυνατότητα της οικονομετρικής ανάλυσης να παρέχει ακριβή αποτελέσματα λόγω μικρού αριθμού παρατηρήσεων. Όμως, όπως αναφέρεται στην υποσημείωση 5, οι μεταβολές των δημοσιονομικών αυτών μεταβλητών αντανακλώνται σε μεγάλο βαθμό στις δύο ερμηνευτικές μεταβλητές π_t και y_t του υποδείγματος (1).

όπου

R_{t+1}^{GR} - R_{t+1}^{GE} αποτελεί τη διαφορά (ή σπρεντ) ανάμεσα στα δεκαετή ελληνικά (GR) και γερμανικά (GE) επιτόκια τη μελλοντική περίοδο t+1,

y_t αποτελεί τον ρυθμό μεταβολής του προϊόντος της ελληνικής οικονομίας ανάμεσα στην τρέχουσα χρονική περίοδο t και την προηγούμενη περίοδο, t-1,

π_t αποτελεί τον τρέχοντα ρυθμό πληθωρισμού, και

ε_{t+1} αποτελεί τον διαταρακτικό όρο του υποδείγματος.

Η δυναμική μορφή του παραπάνω υποδείγματος και, ειδικότερα, η χρησιμοποίηση της μελλοντικής τιμής του σπρεντ των επιτοκίων μιας περιόδου προς τα εμπρός, δηλ. R_{t+1}^{GR} - R_{t+1}^{GE}, ως εξαρτημένης μεταβλητής, επιτρέπει τη χρησιμοποίησή του στην πρόβλεψη μελλοντικών επιπέδων του σπρεντ με βάση τις τρέχουσες παρατηρήσεις της αγοράς για τον πληθωρισμό π_t ή τον ρυθμό ανάπτυξης του προϊόντος y_t.[7] Το υπόδειγμα αυτό εκτιμήθηκε για την περίοδο 1997:07–2010:08 με βάση τη μέθοδο ελάχιστων τετραγώνων, χρησιμοποιώντας μηνιαίες παρατηρήσεις (βλέπε Πίνακα 2). Τα τυπικά σφάλματα των εκτιμημένων συντελεστών του υποδείγματος διορθώθηκαν για πιθανά προβλήματα ετεροσκεδαστικότητας ή αυτοσυσχέτισης χρησιμοποιώντας τη μέθοδο Newey-West.[8]

Όλα τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν στην εμπειρική μας ανάλυση προέρχονται από τη βάση δεδομένων του ΟΟΣΑ. Επειδή δεν υπάρχουν διαθέσιμα μηνιαία στοιχεία για τον υπολογισμό του ρυθμού μεταβολής του εγχώριου ακαθάριστου προϊόντος (ΑΕΠ) της ελληνικής οικονομίας y_t, στην ανάλυσή μας θα χρησιμοποιήσουμε τον δείκτη της βιομηχανικής παραγωγής (ΔΒΠ). Ο δείκτης αυτός προσεγγίζει ικανοποιητικά τις διαχρονικές μεταβολές του ΑΕΠ. Αυτό μπορεί να διαπιστωθεί από τον Πίνακα 1 που παρουσιάζει τις συσχετίσεις ανάμεσα σε όλες τις μεταβλητές του υποδείγματος (1), με τη χρονική υστέρηση που εξειδικεύονται σε αυτό, καθώς και με άλλες οικονομικές μεταβλητές που επηρεάζουν το σπρεντ R_{t+1}^{GR} - R_{t+1}^{GE} και δεν χρησιμοποιούνται στο υπόδειγμα επειδή υπολογίζονται σε τριμηνιαία βάση. Σημειώστε ότι οι συσχετίσεις αυτές έχουν υπολογιστεί με βάση τριμηνιαίες παρατηρήσεις. Πιο συγκεκριμένα, ο Πίνακας αυτός περιλαμβάνει τους συντελεστές συσχέτισης στις μεταβλητές του υποδείγματος (1) και τις ακόλουθες μεταβλητές: τον ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ (y_t_GDP), τον ρυθμό μεταβολής του ΔΒΠ (y_t_IPI), το έλλειμμα της κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ (gd_t) και τη μεταβολή του δημόσιου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ (Δb_t).

Τα αποτελέσματα του Πίνακα 1 και τα Γραφήματα των χρονολογικών παρατηρήσεων των μεταβλητών δείχνουν καθαρά ότι ο ρυθμός μεταβολής του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής παρουσιάζει υψηλή συσχέτιση με εκείνον του ΑΕΠ, ενώ ο πληθωρισμός φαίνεται να κινείται ανοδικά στις περιόδους υψηλών δημοσιονομικών ελλειμμάτων 2000-2001 και 2008-2010.[9] Τέλος, σημειώστε την υψηλή συσχέτιση που παρατηρείται ανάμεσα στους ρυθμούς μεταβολής του ΑΕΠ (ή του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής) και του πληθωρισμού που δείχνει ότι οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης που σημειώθηκαν κατά την περίοδο 2002-2007 μπορούν να συνδεθούν με επεκτατική δημοσιονομική πολιτική.

---

[7] Σημειώστε ότι το υπόδειγμα που δίνεται από τη σχέση (1) μπορεί επίσης να θεωρηθεί ως η ανηγμένη μορφή ενός εμπροστοβαρούς υποδείγματος προσδοκιών όπου το σπρεντ R_t^{GR} - R_t^{GE} καθορίζεται από τα αναμενόμενα τη χρονική στιγμή t μελλοντικά επίπεδα των μεταβλητών y_t και π_t, δηλαδή $E(y_{t+h} | I_t)$ και $E(\pi_{t+h} | I_t)$, όπου I_t αποτελεί το σύνολο πληροφοριών των επενδυτών την τρέχουσα περίοδο t. Αυτό περιλαμβάνει και τα τρέχοντα επίπεδα των μεταβλητών y_t και π_t.

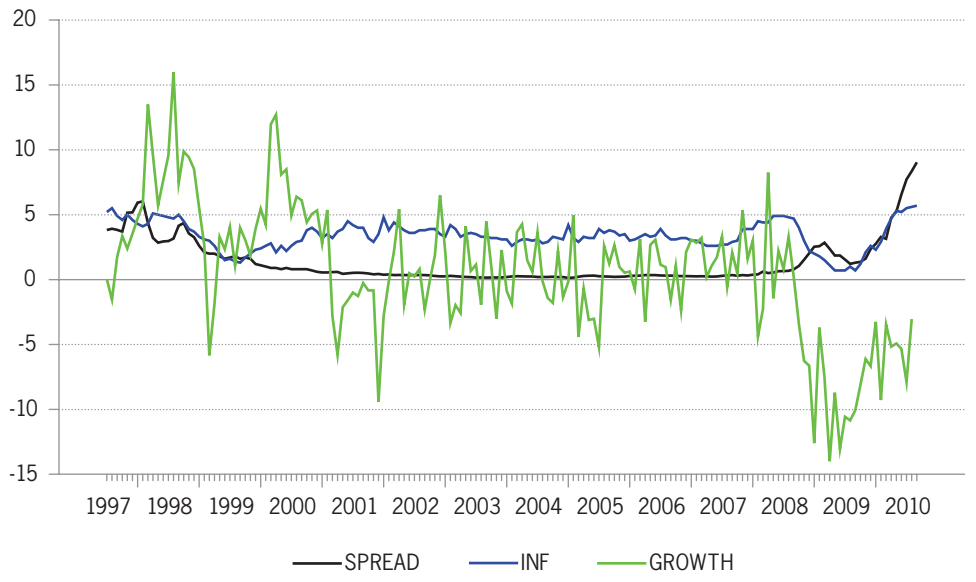
[8] Βλέπε Τζαβαλής (2008).

[9] Ανάλογα συμπεράσματα μπορούν να βρεθούν στις μελέτες των Faini (2006) και Laubach (2009).

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Συσχετίσεις μεταβλητών με βάση τριμηνιαία στοιχεία

	R_{t+1}^{GR} - R_{t+1}^{GE}	y_t_GDP	y_t_IPI	π_t	Gd_t
y_t_GDP	-0,77				
y_t_IPI	-0,52	0,78			
π_t	0,05	0,31	0,59		
Gd_t	-0,33	0,52	0,52	0,11	
Δb_t	0,42	-0,40	-0,15	-0,03	0,25

ΓΡΑΦΗΜΑ 1 Μηνιαίες παρατηρήσεις των μεταβλητών R_{t+1}^{GR} - R_{t+1}^{GE} (SPREAD), y_t (GROWTH) και π_t(INF) στην 1997:07–2010:10



Τα αποτελέσματα της εκτίμησης του υποδείγματος (1) δίνονται στον Πίνακα 1. Αυτά είναι συνεπή με τις προβλέψεις της οικονομικής θεωρίας, καθώς δείχνουν ότι μια αύξηση (μείωση) του σπρεντ R_{t+1}^{GR} - R_{t+1}^{GE} μπορεί να οφείλεται σε μια αύξηση (μείωση) του ρυθμού πληθωρισμού π_t. Αντίθετα, μια αύξηση (μείωση) του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας y_t (στην εμπειρική μας ανάλυση της βιομηχανικής παραγωγής) οδηγεί σε μείωση (αύξηση) του σπρεντ αυτού. Οι παραπάνω σχέσεις ανάμεσα στο σπρεντ R_{t+1}^{GR} - R_{t+1}^{GE} και τις μεταβλητές π_t και y_t είναι συνεπείς με τις συσχετίσεις των σειρών αυτών που παρουσιάζονται στον Πίνακα 1, καθώς και με τις μεταβολές τους που φαίνονται στο Γράφημα 1. Το Γράφημα αυτό δείχνει καθαρά ότι η μεγάλη μείωση του σπρεντ κατά την προενταξιακή περίοδο της Ελλάδας στην ευρωζώνη (1997-2001) συνδέεται άμεσα με τη σημαντική μείωση του πληθωρισμού την περίοδο αυτή και τις αυξήσεις στον ρυθμό ανάπτυξης της βιομηχανικής παραγωγής της ελληνικής οικονομίας στις περιόδους 1997-1998 και 1999-2001. Αντίθετα, η αυξητική τάση του σπρεντ R_{t+1}^{GR} - R_{t+1}^{GE} από τα μέσα του 2008 και μετά (που συμπίπτει με την περίοδο της τελευταίας χρηματοοικονομικής κρίσης) συνδέεται με τη μεγάλη πτώση του ρυθμού βιομηχανικής παραγωγής και τις ανοδικές τάσεις του πληθωρισμού.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Εκτίμηση του γραμμικού υποδείγματος του σπρεντ

$$R_{t+1}^{GR} - R_{t+1}^{GE} = \alpha + \varphi\,(R_t^{GR} - R_t^{GE}) + \beta y_t + \gamma\pi_t + \varepsilon_{t+1}$$

a	φ	β	γ	R^2=0,96
-0,27	1,02	-0,02	0,08	
(-2,95)	(59,24)	(-3,39)	(3,04)	

Σημείωση: t-στατιστικά βρίσκονται στις παρενθέσεις. Αυτά έχουν διορθωθεί για ετεροσκεδαστικότητα ή αυτοσυσχέτιση με τη μέθοδο Newey-West.

Εκτός όμως από τη σχέση ανάμεσα στο σπρεντ $R_{t+1}^{GR} - R_{t+1}^{GE}$ και τις μεταβλητές π_t και y_t, τα αποτελέσματα του Πίνακα 2 και του Γραφήματος 1 δείχνουν τη μεγάλη εμμονή αυτής να βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα την περίοδο 2001-2007, μετά τη συμμετοχή της Ελλάδας στην ΟΝΕ. Το συμπέρασμα αυτό μπορεί να επιβεβαιωθεί και από την εκτιμημένη τιμή του αυτοπαλίνδρομου συντελεστή φ, που δίδεται στον Πίνακα 1. Με βάση την εκτίμηση αυτή, δεν μπορεί να απορριφθεί η υπόθεση μοναδιαίας ρίζας στον αυτοπαλίδρομο συντελεστή του υποδείγματος (1), δηλαδή την υπόθεση φ =1.[10]

2.2 Υπόδειγμα του σπρεντ με διαφορετικές καταστάσεις της αγοράς ομολόγων

Για να παραστήσουμε οικονομετρικά τις δύο διαφορετικές καταστάσεις της αγοράς των ελληνικών ομολόγων (ή τις εναλλαγές τους) που αναφέρθηκαν στην εισαγωγή και πιθανά να επηρεάζουν το σπρεντ $R_{t+1}^{GR} - R_{t+1}^{GE}$, θα χρησιμοποιήσουμε τη μεταβλητή S_{t+1} η οποία ακολουθεί μια αλυσίδα Μαρκόβ και παίρνει τις ακόλουθες τιμές:

$$S_{t+1} = \begin{cases} 1, \text{ κατάσταση “1”} \\ 2, \text{ κατάσταση “2”} \end{cases}$$

όπου «1» και «2» αποτελούν τις δύο διαφορετικές καταστάσεις της αγοράς ομολόγων, την ανοδική και καθοδική, αντίστοιχα. Η μετάβαση από τη μια κατάσταση στην άλλη ανάμεσα στις περιόδους t και t+1 συμβαίνει με κάποια πιθανότητα p_{ij}. Οι πιθανότητες αυτές συλλέγονται στην ακόλουθη μήτρα πιθανοτήτων μετάβασης:

$$\mathbf{P} = \begin{bmatrix} p_{11} = 1 - p_{12} & p_{21} \\ p_{12} & p_{22} = 1 - p_{21} \end{bmatrix}$$

όπου p_{12} συμβολίζει την πιθανότητα μετάβασης από την κατάσταση «1» στη «2», ενώ p_{11} αποτελεί την πιθανότητα να παραμείνει η αγορά στην ίδια κατάσταση και την περίοδο t+1 (δηλ. στην «1»).

[10] Αυτό σημαίνει ότι, οικονομετρικά, οι επιδράσεις των δύο ερμηνευτικών μεταβλητών π_t και y_t του υποδείγματος (1), που βρέθηκαν ότι αποτελούν στάσιμες σειρές, μπορούν να θεωρηθούν στην πρώτη διαφορά του σπρεντ $R_t^{GR} - R_t^{GE}$, που είναι στάσιμη σειρά (δηλ. βαθμού ολοκλήρωσης μηδέν).

Το απλό γραμμικό υπόδειγμα (1) μπορεί να επεκταθεί για να συμπεριλάβει κυκλικές μεταβολές του σπρεντ $R_{t+1}^{GR} - R_{t+1}^{GE}$ οι οποίες εξηγούνται από τη μεταβλητή S_{t+1} ως εξής:[11]

$$R_{t+1}^{GR} - R_{t+1}^{GE} = \alpha_s + \varphi\,(R_t^{GR} - R_t^{GE}) + \beta_s y_t + \gamma_s \pi_t + \sigma_s z_{t+1} \qquad s=\{1,2\} \tag{2}$$

όπου z_{t+1} αποτελεί τον διαταρακτικό όρο του υποδείγματος, που θεωρείται ότι ακολουθεί την τυποποιημένη κανονική κατανομή, και $s=\{1,2\}$ δείχνει τις τιμές των συντελεστών του υποδείγματος ανάλογα με την κατάσταση που βρίσκεται η εγχώρια αγορά ομολόγων τη χρονική στιγμή $t+1$. Το παραπάνω υπόδειγμα μπορεί να γραφεί απλούστερα ως εξής:

$$R_{t+1}^{GR} - R_{t+1}^{GE} = \begin{cases} \alpha_1 + \varphi\,(R_t^{GR} - R_t^{GE}) + \beta_1 y_t + \gamma_1 \pi_t + \sigma_1 z_{t+1} & \text{αν} \quad S_{t+1} = 1 \\ \alpha_2 + \varphi\,(R_t^{GR} - R_t^{GE}) + \beta_2 y_t + \gamma_2 \pi_t + \sigma_2 z_{t+1} & \text{αν} \quad S_{t+1} = 2 \end{cases}$$

Πιο αναλυτικά, το υπόδειγμα αυτό προβλέπει ότι στην κατάσταση «1» της αγοράς ομολόγων η μέση τιμή και διακύμανση του σπρεντ $R_{t+1}^{GR} - R_{t+1}^{GE}$ είναι διαφορετική από εκείνη στην κατάσταση «2». Αν θεωρήσουμε ότι οι όλες οι μεταβλητές του υποδείγματος (2) αποτελούν στάσιμες χρονολογικές σειρές, τότε στις δύο διαφορετικές καταστάσεις «1» και «2» (που συμβολίζονται ως $s=\{1,2\}$) η μέση τιμή και διακύμανση του σπρεντ $R_t^{GR} - R_t^{GE}$ θα δίδονται αντίστοιχα ως εξής:

$$E_s\,(R_t^{GR} - R_t^{GE}) = \frac{\alpha_s + \beta_s\, E(y_t) + \gamma_s E(\pi_t)}{(1-\varphi)} \qquad s=\{1,2\}$$

και

$$Var_s\,(R_t^{GR} - R_t^{GE}) = \frac{\beta_s^2 + Var_s\,(y_t) + \gamma_s^2\, Var(\pi_t) + \beta_s\, \gamma_s Cov_s\,(y_t;\pi_t) + \sigma_s^2}{(1-\varphi^2)}$$

Οι παραπάνω σχέσεις δείχνουν καθαρά ότι η μέση τιμή του σπρεντ $R_t^{GR} - R_t^{GE}$ σε κάθε κατάσταση της αγοράς $s=\{1,2\}$, που συμβολίζεται ως $E_s\,(R_t^{GR} - R_t^{GE})$, σχετίζεται θετικά με τη μέση τιμή του πληθωρισμού $E(\pi_t)$ όταν $\gamma_s > 0$ και αρνητικά με εκείνη του ρυθμού μεταβολής του προϊόντος $E_s(y_t)$ όταν $\beta_s < 0$. Σημειώστε ότι η διακύμανση του σπρεντ $R_t^{GR} - R_t^{GE}$ σε κάθε κατάσταση $s=\{1,2\}$, που συμβολίζεται ως $Var_s\,(R_t^{GR} - R_t^{GE})$, μειώνεται όταν $\beta_s > 0$ και $\gamma_s < 0$ για $Cov_s(y_t;\pi_t) > 0$.

[11] Σημειώστε ότι, στο υπόδειγμα (2) ο αυτοπαλίνδρομος συντελεστής φ θεωρείται ότι δεν αλλάζει ανάμεσα στα δύο διαφορετικά καθεστώτα. Αυτό επιβεβαιώθηκε από την εμπειρική μας ανάλυση.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3 Εκτίμηση του υποδείγματος (2), με διαφορετικά καθεστώτα της αγοράς ομολόγων

Υπόδειγμα: $R_{t+1}^{GR} - R_{t+1}^{GE} = \alpha_s + \varphi\,(R_t^{GR} - R_t^{GE}) + \beta_s y_t + \gamma_s \pi_t + \sigma_s z_{t+1} \quad s=\{1,2\}$

φ	α_1	β_1	γ_1	σ_1	p_{12}	a_2	β_2	γ_2	σ_2	p_{21}
0,90	0,03	0,002	-0,001	0,04	0,02	-0,33	-0,04	0,20	0,53	0,02
(54,61)	(1,03)	(-0,14)	(1,72)	(13,92)	(5,83)	(-1,88)	(-3,13)	(4,05)	(11,90)	(3,98)

Υπόδειγμα: $R_{t+1}^{GR} - R_{t+1}^{GE} = \alpha_s + \varphi\,(R_t^{GR} - R_t^{GE}) + \sigma_s z_{t+1} \quad s=\{1,2\}$

φ	α_1			σ_1	p_{12}	a_2			σ_2	p_{21}
0,93	0,02			0,04	0,01	0,30			0,58	0,02
(61,67)	(2,93)			(13,06)	(4,74)	(3,72)			(11,09)	(4,03)

t-στατιστικά βρίσκονται στις παρενθέσεις.

Ο Πίνακας 3 παρουσιάζει τις εκτιμήσεις του υποδείγματος (2), χρησιμοποιώντας τον αλγόριθμο ΕΜ [βλέπε Hamilton (1989)]. Σημειώστε ότι, για λόγους σύγκρισης, στον Πίνακα παρουσιάζονται επίσης εκτιμήσεις και για την πιο απλή μορφή του υποδείγματος (2) που υποθέτει ότι $\beta_s = 0$ και $\gamma_s = 0$, σε όλες τις καταστάσεις φύσης $s=\{1,2\}$. Τα αποτελέσματα του Πίνακα 3 υποστηρίζουν καθαρά την ύπαρξη δύο διαφορετικών καταστάσεων στην αγορά ελληνικών ομολόγων. Στην κατάσταση «1» της αγοράς, το σπρεντ $R_t^{GR} - R_t^{GE}$ έχει μικρότερη μέση τιμή σε σχέση με την «2», η οποία είναι κοντά στο μηδέν (δηλ. $\mathrm{E}_{s=1}\,(R_t^{GR} - R_t^{GE}) = 0{,}25$), και πιο μικρή διακύμανση (δηλ. $Var_{s=1}\,(R_t^{GR} - R_t^{GE}) = 0{,}10$). Η κατάσταση αυτή μπορεί να χαρακτηριστεί ως ανοδική για την αγορά ελληνικών ομολόγων. Σε αυτή, οι όροι για τη χρηματοδότηση του δημόσιου χρέους είναι ευνοϊκότεροι. Αντίθετα, στην κατάσταση «2», και η διακύμανση του σπρεντ και η μέση τιμή του είναι μεγαλύτερες από εκείνες στην «1»· η διακύμανση βρέθηκε ως $Var_{s=2}\,(R_t^{GR} - R_t^{GE}) = 2{,}19$, ενώ η μέση τιμή ως $\mathrm{E}_{s=2}\,(R_t^{GR} - R_t^{GE}) = 3{,}75$).[12] Οι τιμές αυτές δείχνουν καθαρά ότι το σπρεντ ανάμεσα στα ελληνικά και γερμανικά επιτόκια είναι πιθανόν να κυμαίνεται σε ιδιαίτερα πολύ υψηλά επίπεδα στην κατάσταση «2». Έτσι, την κατάσταση αυτή μπορούμε να τη χαρακτηρίσουμε ως καθοδική.[13]

Για να διαπιστωθεί σε ποιες περιόδους του δείγματος εμφανίζονται οι δύο παραπάνω διαφορετικές καταστάσεις της αγοράς ομολόγων, στο Γράφημα 2 παραθέτουμε την πιθανότητα η αγορά ελληνικών ομολόγων να βρίσκεται στην κατάσταση «2», όπου και η διακύμανση και η μέση τιμή του σπρεντ $R_t^{GR} - R_t^{GE}$ είναι μεγαλύτερες, για όλες τις χρονικές περιόδους του δείγματος, t. Η πιθανότητα αυτή συμβολίζεται ως $\Pr(S_t = 2 \mid I_t)$, όπου I_t συμβολίζει το σύνολο των διαθέσιμων πληροφοριών της αγοράς την περίοδο t. Το Γράφημα αυτό της πιθανότητας $\Pr(S_t = 1 \mid I_t)$ βασίζεται στις εκτιμήσεις της πλήρους μορφής του υποδείγματος (2), που θεωρεί ότι $\beta_s \neq 0$ και $\gamma_s \neq 0$.[14] Όπως καθαρά αυτό δείχνει, η κατάσταση «2» της εγχώριας

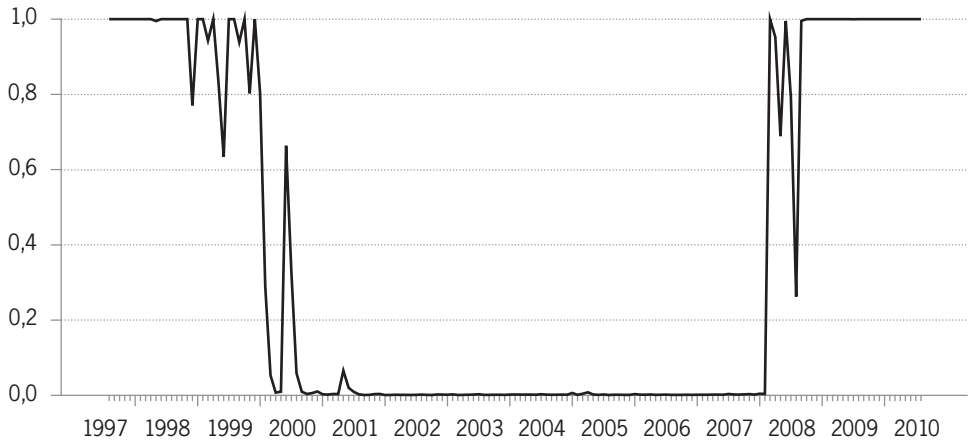
[12] Οι υπολογισμοί αυτοί έγιναν με βάση τις εκτιμήσεις του υποδείγματος διαφορετικών καταστάσεων του σπρεντ που θεωρεί ότι: $\beta_s = 0$ και $\gamma_s = 0$.

[13] Ένα άλλο αξιοσημείωτο αποτέλεσμα του Πίνακα 3 είναι ότι η εκτίμηση του αυτοπαλίνδρομου συντελεστή φ του υποδείγματος (2) είναι καθαρά μικρότερη της μονάδας και απορρίπτει την υπόθεση της μοναδιαίας ρίζας, που βρέθηκε ότι ισχύει για τον συντελεστή αυτό με βάση τις εκτιμήσεις του υποδείγματος (1). Αυτό μπορεί να αποδοθεί στο γεγονός ότι το υπόδειγμα (1) δεν προβλέπει για δομικές αλλαγές στους συντελεστές του που οφείλονται σε διαφορετικές καταστάσεις της αγοράς ομολόγων.

[14] Θα πρέπει να σημειωθεί ότι το Γράφημα αυτό δεν αλλάζει για τις εκτιμήσεις της μορφής του υποδείγματος (2) που θεωρεί ότι $\beta_s = 0$ και $\gamma_s = 0$.

αγοράς ομολόγων εμφανίζεται στις δύο ακόλουθες περιόδους: 1997:07–2000:3 και 2008:2–2010:08. Για όλη την ενδιάμεση περίοδο, δηλ. 2000:04–2008:01, η αγορά των ελληνικών ομολόγων φαίνεται να βρίσκεται στην κατάσταση «1», όπου η μέση τιμή και η διακύμανση του σπρεντ R_t^{GR} - R_t^{GE} είναι πολύ μικρότερες από εκείνες στην «2».

ΓΡΑΦΗΜΑ 2 Πιθανότητα της κατάστασης «2» (καθοδικής) της αγοράς $\Pr(S_t = 2 \mid I_t)$



Η αλλαγή της ελληνικής αγοράς ομολόγων από την κατάσταση «2» στην «1» στις αρχές του έτους 2000 μπορεί να αποδοθεί στις επιτυχείς προσπάθειες των ελληνικών οικονομικών αρχών να επιτύχουν τους στόχους που είχε θέσει η συνθήκη του Μάαστριχ για την ένταξη της δραχμής στην ευρωπαϊκή οικονομική νομισματική ένωση (ΟΝΕ). Αυτοί οι στόχοι προέβλεπαν τη μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, του πληθωρισμού και τη σταθεροποίηση του δημόσιου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ. Όπως δείχνει το Γράφημα 1, οι στόχοι αυτοί επιτεύχθηκαν και συνοδεύτηκαν από σημαντικούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης, η οποία διατηρήθηκε μέχρι και τις αρχές του έτους 2008, όπου ξεκίνησε η χρηματοοικονομική κρίση με την πτώχευση της Lehman Brothers. Η επαναφορά της αγοράς ομολόγων στην κατάσταση «2» μετά τις αρχές του έτους 2008 συνοδεύτηκε από μεγάλη πτώση του ρυθμού βιομηχανικής παραγωγής (και ΑΕΠ), μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα, καθώς και αύξηση των πληθωριστικών πιέσεων στο τέλος του έτους 2009 (βλέπε Γράφημα 1).

Ένα τρίτο συμπέρασμα που προκύπτει από τα αποτελέσματα του Πίνακα 3 είναι ότι, η θετική και αρνητική σχέση που βρέθηκε μεταξύ του σπρεντ R_t^{GR} - R_t^{GE} και των ερμηνευτικών μεταβλητών π_t και y_t, αντίστοιχα, στην εκτίμηση του απλού γραμμικού υποδείγματος του σπρεντ (βλέπε Πίνακα 2), παρατηρείται μόνο στην καθοδική κατάσταση της αγοράς, «2», για το υπόδειγμα (2) που ενσωματώνει τις διαφορετικές καταστάσεις της αγοράς ελληνικών ομολόγων. Το αποτέλεσμα αυτό είναι συνεπές με την προηγούμενή μας ανάλυση όσον αφορά στα μακροοικονομικά χαρακτηριστικά της κατάστασης «2» της αγοράς ελληνικών ομολόγων. Αυτό έχει μεγάλο ενδιαφέρον από πλευράς οικονομικής πολιτικής, καθώς προβλέπει ότι μια μείωση του σπρεντ R_t^{GR} - R_t^{GE} στην κατάσταση «2» της αγοράς ομολόγων μπορεί να προκύψει από μείωση του ρυθμού πληθωρισμού ή αύξηση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης. Η μείωση του πληθωρισμού μπορεί να είναι αποτέλεσμα οικονομικής ανάπτυξης ή να προκύψει από συσταλτική δημοσιονομική πολιτική, όπως έγινε στην προενταξιακή περίοδο της ελληνικής οικονομίας στην ΟΝΕ.

3. Συμπεράσματα

Στο άρθρο διερευνώνται οι βραχυχρόνιοι και μεσοπρόθεσμοι (κυκλικοί) παράγοντες που προσδιορίζουν το σπρεντ ανάμεσα στο ελληνικό και γερμανικό επιτόκιο ομολόγων δεκαετούς λήξης. Χρησιμοποιώντας μηνιαίες παρατηρήσεις από τον Ιούλιο του έτους 1997 έως τον Αύγουστο του έτους 2010, το άρθρο βρίσκει ότι υπάρχουν δύο καταστάσεις που χαρακτηρίζουν την αγορά ελληνικών ομολόγων: η ανοδική και η καθοδική. Στην πρώτη κατάσταση το σπρεντ χαρακτηρίζεται από πολύ χαμηλά επίπεδα μέσης τιμής και διακύμανσης, ενώ στη δεύτερη από πολύ υψηλά λόγω μεγαλύτερου επενδυτικού ή πιστωτικού κινδύνου. Στο δείγμα μας, η δεύτερη αυτή κατάσταση εμφανίζεται κατά την προενταξιακή περίοδο της ελληνικής οικονομίας στην ΟΝΕ (δηλ. 1997-2000) και στην περίοδο της τελευταίας χρηματοοικονομικής κρίσης (2008-2010).

Όσον αφορά στις βραχυχρόνιες διακυμάνσεις και τα μέσα επίπεδα του σπρεντ αυτού, το άρθρο βρίσκει ότι στην καθοδική κατάσταση της αγοράς ελληνικών ομολόγων υπάρχουν δύο παράγοντες: ο πληθωρισμός και ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας που μπορούν να συμβάλουν σημαντικά στην αποκλιμάκωση του σπρεντ. Πιο συγκεκριμένα, μειώσεις στα επίπεδα του σπρεντ μπορεί να ακολουθήσουν μειώσεις στο επίπεδο του πληθωρισμού ή αυξήσεις στους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης. Από την ανάλυσή μας προκύπτει ότι αυτό φαίνεται να χαρακτηρίζει την αλλαγή στην κατάσταση της αγοράς ομολόγων κατά την προενταξιακή περίοδο 1999-2001 της ελληνικής οικονομίας στην ΟΝΕ.

Βιβλιογραφία

Ελληνόγλωσση

Κορλίρας Π. (2010), «Νομισματική πολιτική και τραπεζικό σύστημα στην Ελλάδα: 1950-2000», *Μελέτες για το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα* (Επιμέλεια Έκδοσης: Ηλίας Τζαβαλής), Εκδόσεις ΟΠΑ.

Τζαβαλής Η. (2008), Οικονομετρία, Εκδόσεις ΟΠΑ.

Χριστοδουλάκης Ν. (2010), «Σύγκλιση επιτοκίων και διαχείριση διαθεσίμων κατά την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ 1994-2000», *Μελέτες για το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα* (Επιμέλεια Έκδοσης: Ηλίας Τζαβαλής), Εκδόσεις ΟΠΑ.

Ξενόγλωσση

Ang A., Piazzesi M. and Wei M. (2006), "What does the yield curve tell us about GDP growth", *Journal of Econometrics* 131, pp. 359-403.

Estrella A. (2005), "Why does the yield curve predict output and inflation?" *Economic Journal* 115, pp. 722-744.

Estrella A. and Hardouvelis G. (1991), "The term spread as a predictor of real economic activity", *Journal of Finance* 46, pp. 555-576.

Faini R. (2006), "Fiscal policy and interest rates in Europe", *Economic Policy* 21, pp. 443-489.

Hamilton J. (1989), "A new approach to the economic analysis of nonstationary time series and the business cycle", *Econometrica* 57, pp. 357-384.

Hardouvelis G. (1994), "The term structure spread and future changes in long and short rates in G7 countries", *Journal of Monetary Economics* 33, pp. 255-283.

Laubach T. (2009), "New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debts", *Journal of the European Economic Association* 7, pp. 455-464.

Tzavalis E. (2003), "The term premium and the puzzles of the expectations hypothesis of the term structure", *Economic Modelling* 21, pp. 73-93.

Tzavalis E., and Wickens M. R. (1997), "Explaining the failures of the term spread models of the rational expectations hypothesis of the term structure", *Journal Money, Credit and Banking* 29, pp. 364-380.

Περιγραφική απεικόνιση μη-στάσιμων χρηματοοικονομικών χρονοσειρών

Χωρικές κατανομές και χρόνος παραμονής

Δημήτριος Θωμάκος

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΛΟΠΟΝΝΗΣΟΥ

Περίληψη

Στο άρθρο αυτό παρουσιάζουμε τη χρήση μιας σύγχρονης μεθοδολογίας περιγραφής και απεικόνισης των εγγενών χαρακτηριστικών μιας μη-στάσιμης χρηματοοικονομικής χρονοσειράς, όπως οι τιμές μιας μετοχής, μια συναλλαγματική ισοτιμία κ.λπ. Η μεθοδολογία αυτή μας δίνει τη δυνατότητα να ερμηνεύσουμε τα χρονικά μεταβαλλόμενα χαρακτηριστικά μιας χρονοσειράς, εισάγοντας την έννοια της «χωρικής κατανομής του χρόνου παραμονής» σε ένα εύρος τιμών, αντικαθιστώντας έτσι την έννοια της συνάρτησης πιθανότητας (συχνότητας) που συναντάμε σε στάσιμες χρονοσειρές και στην κλασική στατιστική. Η εξήγηση της χρήσης της μεθοδολογίας γίνεται μέσα από παραδείγματα τεσσάρων πραγματικών χρονοσειρών, του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας, της τιμής του χρυσού και της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ με το δολάριο.

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον Καθηγητή κ. Γκίκα Χαρδούβελη για την πρόσκλησή του να συμμετέχω στον παρόντα τόμο, τον Καθηγητή κ. Ευθύμιο Τσιώνα για τα πολύ χρήσιμα σχόλιά του, καθώς και τον κ. Θεοδόση Σαμπανιώτη για τη βοήθειά του με τα δεδομένα των χρονοσειρών. Το λογισμικό ανοικτού κώδικα R χρησιμοποιήθηκε για την ανάλυση των δεδομένων. Οποιαδήποτε εναπομείναντα σφάλματα βαρύνουν τον συγγραφέα.

1. Εισαγωγή

Η κατανόηση της λειτουργίας των αγορών, αλλά και η πρόβλεψη της πορείας των, δεν μπορεί να γίνει χωρίς τη συνδρομή της οικονομετρικής ανάλυσης ενός μεγάλου όγκου χρηματοοικονομικών δεδομένων. Τα δεδομένα αυτά είναι κυρίως χρονοσειρές που αναφέρονται σε διαφορετικές μεταβλητές, όπως τιμές, αποδόσεις, κεφαλαιοποίηση, όγκος συναλλαγών κ.ά. Για την ανάλυση των δεδομένων αυτών η σύγχρονη βιβλιογραφία μάς προσφέρει μια λίστα οικονομετρικών μεθόδων που μας επιτρέπουν να εξετάσουμε και να ελέγξουμε θεωρίες, να δημιουργήσουμε χαρτοφυλάκια, να μετρήσουμε τον επενδυτικό κίνδυνο, να αξιολογήσουμε επενδυτικές στρατηγικές και πολλά άλλα. Η σημασία της χρήσης κατάλληλων μεθόδων στα πλαίσια της πραγματικής λειτουργίας των αγορών σε περιόδους κρίσης, όπως αυτής που διανύουμε, είναι απαραίτητη για μια καλά τεκμηριωμένη λήψη επιχειρηματικών και οικονομικών αποφάσεων. Με τη μεθοδολογία που παρουσιάζεται σε αυτή την εργασία δίνεται η δυνατότητα σε έναν χρηματοοικονομικό αναλυτή να δώσει μια πληροφορημένη απάντηση στο ερώτημα «για πόσο καιρό αναμένετε να διατηρούνται οι τιμές (π.χ. μιας μετοχής) κοντά στα σημερινά τους επίπεδα;». Με άλλα λόγια, η προτεινόμενη μεθοδολογία μπορεί δυνητικά να απαντήσει και στο ερώτημα «για πόσο καιρό αναμένεται να διαρκέσει η κρίση;». Έτσι συνδέονται οι τιμές στην αγορά με τον χρόνο που αυτές παραμένουν στα επίπεδα της κρίσης.

Η σημασία της έννοιας αυτής, του χρόνου που οι τιμές παραμένουν σε συγκεκριμένα επίπεδα, είναι πολύ σημαντική στη διαχείριση του χρηματοοικονομικού κινδύνου και έχει εγγενή πλεονεκτήματα σε σχέση με άλλες προσεγγίσεις. Στα πλαίσια της διαχείρισης της παρούσας κρίσης δεν γνωρίζουμε εκ των προτέρων πόσος χρόνος χρειάζεται για να έχουν αποτέλεσμα πάνω στην οικονομία και το χρηματιστήριο οι διάφορες διαρθρωτικές παρεμβάσεις που γίνονται. Μπορεί να επηρεάσουν την αγορά άμεσα ή σε διάρκεια χρόνου – πόσου χρόνου όμως δεν το γνωρίζουμε. Με τη μεθοδολογία που παρουσιάζεται εδώ ο αναμενόμενος χρόνος παραμονής είναι η κύρια μεταβλητή της ανάλυσης και όχι υποπροϊόν αυτής και έχουμε τη δυνατότητα να εκτιμήσουμε τον μέσο χρόνο που θα χρειαστεί για να ξεπεράσουμε τα τωρινά επίπεδα τιμών, για να επιστρέψουμε σε καλύτερα, ή για να διολισθήσουμε πιθανόν σε χειρότερα.

Στην προσπάθειά μας να εξηγήσουμε τα παραπάνω, έχουμε να αντιμετωπίσουμε τις εγγενείς ιδιότητες των χρονοσειρών που διαθέτουμε. Οι ιδιότητες αυτές, σε συνδυασμό με την οικονομική θεωρία, καθορίζουν την πορεία της ανάλυσής μας και το είδος των μεθόδων που είναι κατάλληλες για να έχουμε ερμηνεύσιμα αποτελέσματα. Στις περισσότερες περιπτώσεις τα αρχικά δεδομένα μας μετασχηματίζονται, π.χ. από τιμές σε αποδόσεις, γιατί το συνιστά είτε η οικονομική είτε η οικονομετρική θεωρία (είτε και οι δύο). Για παράδειγμα, η θεωρία χαρτοφυλακίου, η αξία στον κίνδυνο, η ανάλυση μεταβλητότητας χρησιμοποιούν όχι τις αρχικές τιμές των αξιογράφων αλλά τις αποδόσεις τους. Άλλες πάλι θεωρίες χρησιμοποιούν τις αρχικές τιμές τους στην ποσοτική ανάλυση, όπως η μεθοδολογία των υποδειγμάτων μοναδιαίας ρίζας και συνολοκλήρωσης. Τα οικονομετρικά «εργαλεία» όμως που μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε, και η ερμηνεία διαφόρων στατιστικών, εξαρτώνται από το είδος των δεδομένων που αναλύουμε: η χρήση αποδόσεων μας οδηγεί στην ανάλυση στάσιμων χρονολογικών σειρών, ενώ η χρήση τιμών στην ανάλυση μη-στάσιμων χρονολογικών σειρών (συγκεκριμένα σειρές με στοχαστικές, και πιθανόν αιτιοκρατικές, τάσεις).[1, 2] Οι διαφορές στην ερμηνεία των δεδομένων και των υποδειγμάτων μεταξύ αυτών των δύο κατηγοριών είναι πολύ σημαντικές.

Μία από τις σημαντικότερες διαφορές έγκειται στο γεγονός ότι τα εργαλεία περιγραφικής στατιστικής, που είναι προσβάσιμα σε όλους, δεν έχουν την ίδια ερμηνεία σε στάσιμες και μη-στάσιμες χρονοσειρές.

---

[1] Το είδος της μη-στασιμότητας που εξετάζουμε σε αυτή την εργασία αναφέρεται αποκλειστικά στην ύπαρξη τέτοιων στοχαστικών τάσεων και όχι σε άλλα μεταβαλλόμενα χαρακτηριστικά που δημιουργούν διαφορετικής μορφής μη-στασιμότητα, όπως χρονικά μεταβαλλόμενες ροπές.

[2] Μια χρονολογική σειρά ονομάζεται στάσιμη (κατά την ευρεία έννοια) όταν η μέση τιμή της και η διακύμανσή της είναι σταθερές και όχι χρονικά μεταβαλλόμενες. Διαγραμματικά αυτό σημαίνει ότι η σειρά δεν παρουσιάζει (στοχαστική ή/και αιτιοκρατική) τάση και το εύρος των μεταβολών της είναι περίπου το ίδιο, ανεξάρτητα από τη χρονική περίοδο που εξετάζουμε. Αντίθετα, χρονολογικές σειρές που παρουσιάζουν τάσεις και χρονικά μεταβαλλόμενη διακύμανση είναι μη-στάσιμες.

Έτσι, για παράδειγμα, σε μια σειρά αποδόσεων μπορούμε να μιλήσουμε για «μέση» απόδοση, για «τυπική απόκλιση» της απόδοσης, για την «κατανομή» των αποδόσεων κ.λπ. και να έχουμε έτσι μια αρχική αντίληψη για «τυποποιημένα χαρακτηριστικά» της χρονοσειράς μας. Τα ίδια περιγραφικά όμως μέτρα δεν παρουσιάζονται ποτέ όταν αναλύουμε μια σειρά τιμών, όπου η παρουσία στοχαστικών τάσεων και η «περιπλάνηση» των τιμών σε διαφορετικά επίπεδα, κάνουν την παραδοσιακή ερμηνεία των μέτρων αυτών αδύνατη. Παρόλα αυτά, τόσο στο ερευνητικό επίπεδο όσο και στο επίπεδο του μέσου επενδυτή, οι τιμές παίζουν σημαντικό ρόλο – πρακτικά και ψυχολογικά. Για παράδειγμα, όλοι μας έχουμε συναντήσει στον τύπο και σε συζητήσεις φράσεις όπως «ο τάδε δείκτης πηγαίνει στις *xxxx* μονάδες, η δείνα μετοχή θα πέσει στα *xx* ευρώ, το ευρώ θα ανατιμηθεί πάνω από τα 1,4 δολάρια» κ.ο.κ. Θα ήταν λοιπόν εξαιρετικά χρήσιμο, γι' αυτήν την «πρώτη ματιά» στα δεδομένα των τιμών, να είχαμε τη δυνατότητα χρήσης περιγραφικών στατιστικών, όπως έχουμε και για τις αποδόσεις. Επιπλέον, τα επίπεδα των τιμών στις αγορές, και όχι οι σχετικές μεταβολές τους, καθορίζουν πότε είμαστε και πότε βγαίνουμε από την κρίση.

Τη δυνατότητα αυτή μας τη δίνουν τα αποτελέσματα μιας σειράς, από τις λιγότερο γνωστές, εργασιών του πρωτοπόρου οικονομέτρη στην ανάλυση μη-στάσιμων χρονοσειρών P. C. B. Phillips. Στις εργασίες του "*Descriptive Econometrics for Non-Stationary Time Series with Empirical Applications*" (2001), "*Understanding the Fisher Equation*" (2004), και "*Econometric Analysis of Fisher Equation*" (2005), ο Phillips μας δίνει μια πλήρη ανάλυση για τη χρήση των περιγραφικών μέτρων σε μη-στάσιμες χρονοσειρές τιμών, με ιδιαίτερη έμφαση στην εισαγωγή, χρήση και ερμηνεία των εννοιών της χωρικής κατανομής και του χρόνου παραμονής. Όπως θα παρουσιάσουμε στην επόμενη ενότητα, όχι μόνο μπορούμε να κάνουμε χρήση περιγραφικών μεθόδων στις ίδιες τις τιμές, αλλά αποκτούμε και μια νέα αντίληψη για το τι ακριβώς σημαίνουν και πώς μπορούν να μας βοηθήσουν στην καλύτερη κατανόηση της πορείας των αγορών. Στη συζήτησή μας περιλαμβάνουμε και τον τρόπο με τον οποίο η προτεινόμενη μεθοδολογία μπορεί να χρησιμοποιηθεί στα πλαίσια της παρούσας κρίσης.

2. Μεθοδολογία (μέσα από το παράδειγμα του Γενικού Δείκτη του ΧΑ)

Έστω ότι έχουμε στη διάθεσή μας μια χρονοσειρά τιμών, π.χ. τις τιμές ενός χρηματιστηριακού δείκτη, μιας μετοχής, μιας συναλλαγματικής ισοτιμίας, ενός κρατικού ομολόγου ή κάτι συναφές. Η υπόθεση εργασίας είναι ότι η χρονοσειρά αυτή έχει ως εγγενές χαρακτηριστικό τη μη-στασιμότητα, που προέρχεται από την παρουσία στοχαστικών τάσεων.[3] Η μεταβλητότητα των τιμών της χρονοσειράς είναι τέτοια που οι τιμές της δεν επιστρέφουν απαραίτητα, ή σε πεπερασμένο χρόνο, σε κάποια σταθερή μέση τιμή, αλλά «περιπλανώνται» γύρω από διαφορετικά επίπεδα με μεταβαλλόμενη χρονική διάρκεια.

Σε μια χρονοσειρά σαν και αυτή που περιγράφουμε παραπάνω, ο υπολογισμός και η ερμηνεία περιγραφικών στατιστικών και της γραφικής απεικόνισης της κατανομής των τιμών της, έχουν σημαντικές διαφορές από μια στάσιμη χρονοσειρά, όπως μια χρονοσειρά αποδόσεων.[4] Για παράδειγμα, το Διάγραμμα

[3] Τεχνικά η έννοια της στοχαστικής τάσης παρουσιάζεται μέσω του υποδείγματος του τυχαίου βαδίσματος (ή μοναδιαίας ρίζας) με ή χωρίς εκτροπή. Για παράδειγμα, έστω ότι X_t είναι η χρονοσειρά που αναλύουμε και υποθέτουμε ότι ακολουθεί την εξίσωση διαφορών $X_t = \mu + X_{t-1} + e_t$, δηλαδή είναι συνάρτηση του όρου της εκτροπής μ, της προηγούμενης τιμής της και της στάσιμης χρονοσειράς e_t. Η λύση της εξίσωσης αυτής δίνεται από

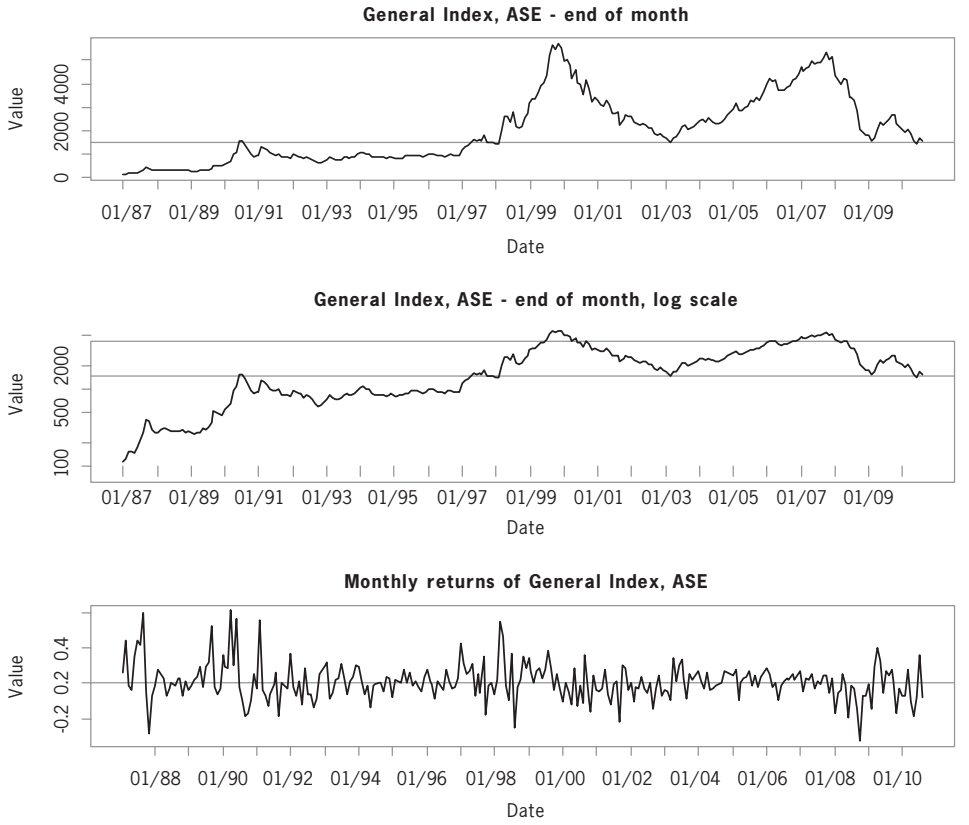
$$X_t = X_o + \mu t + \sum_{j=1}^{t} e_j$$

Ο όρος μt είναι η αιτιοκρατική γραμμική τάση και ο όρος των σωρευμένων τιμών $\sum_{j=1}^{t} e_j$ είναι η στοχαστική τάση. Η στάσιμη χρονοσειρά e_t, που «ωθεί» την κίνηση της X_t, έχει μηδενικό μέσο και πεπερασμένη διακύμανση, αλλά μπορεί να παρουσιάζει και άλλα χαρακτηριστικά όπως, για παράδειγμα, υπό συνθήκη μεταβαλλόμενη διακύμανση – η τελευταία είναι χαρακτηριστικό των χρηματοοικονομικών αποδόσεων.

[4] Για να κάνουμε κατανοητές τις διαφορές στην απεικόνιση και ερμηνεία της κατανομής τιμών και αποδόσεων, και να εξηγήσουμε την

1 παρουσιάζει τις μηνιαίες τιμές κλεισίματος του Γενικού Δείκτη (ΓΔ) του Χρηματιστηρίου Αθηνών (σε κανονική και λογαριθμική κλίμακα) και τις αντίστοιχες αποδόσεις, από τον 1/1987 έως και τον 8/2010. Στο Διάγραμμα είναι εμφανή τα διαφορετικά χαρακτηριστικά της πορείας του ΓΔ, τόσο στην κανονική όσο και στη λογαριθμική κλίμακα, και της πορείας των αποδόσεών του. Οι οριζόντιες γραμμές αντιστοιχούν στα επίπεδα των 1.500 μονάδων (για τις τιμές, κοντά στα σημερινά επίπεδα) και στο 0% για τις αποδόσεις, και με βάση αυτές τις γραμμές μπορούμε να δούμε τόσο το χαρακτηριστικό της «περιπλάνησης» των τιμών του δείκτη όσο και το χαρακτηριστικό της επιστροφής σε μια σταθερή τιμή των αποδόσεων. Οι τιμές κλεισίματος είναι παράδειγμα μιας μη-στάσιμης χρονοσειράς που παρουσιάζει στοχαστικές τάσεις και μεταβαλλόμενο μέσο και διακύμανση, ενώ οι τιμές των αποδόσεων είναι παράδειγμα στάσιμης χρονολογικής σειράς με σταθερό μέσο.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 Μηνιαίες τιμές και αποδόσεις για τον ΓΔ του ΧΑ



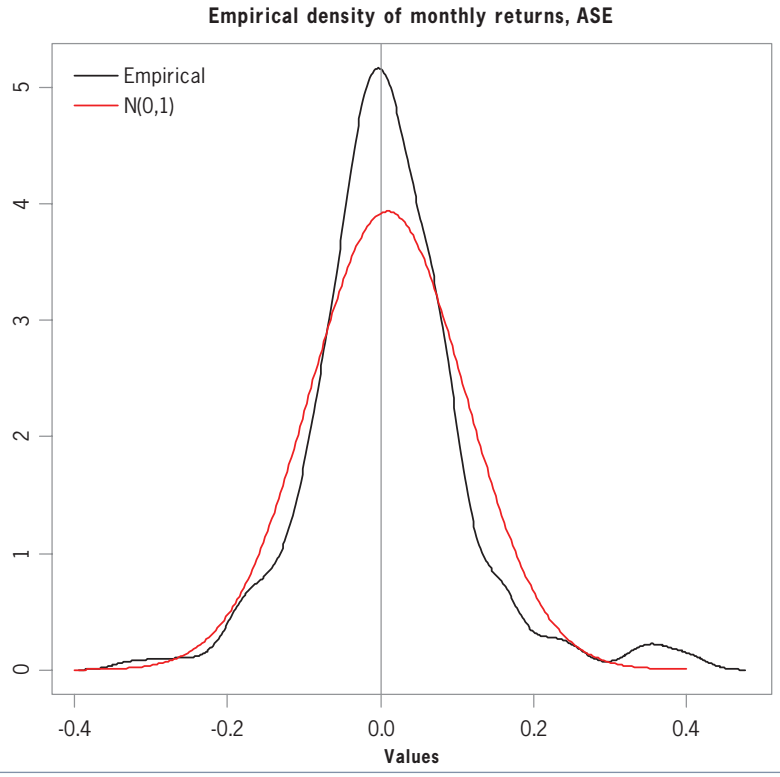
Για τη χρονοσειρά των αποδόσεων μπορούμε, λόγω της στασιμότητάς τους, να υπολογίσουμε την εμπειρική κατανομή τους και μέτρα περιγραφικής στατιστικής, που έχουν την καθιερωμένη τους ερμηνεία. Στο Διάγραμμα 2 παρουσιάζουμε την κατανομή αυτή, με την κανονική κατανομή σε επικάλυψη.[5] Μπορούμε να δούμε όλα τα χαρακτηριστικά των αποδόσεων, όπως την ύπαρξη μιας «κορυφής» (άξονας συμμετρίας), την ύπαρξη ακραίων τιμών και υψηλής κύρτωσης στα άκρα της εμπειρικής κατανομής, και τη σημαντική διαφοροποίηση από την κανονική κατανομή. Το σημαντικό στοιχείο εδώ είναι ότι, τόσο τα περιγραφι-

προτεινόμενη μεθοδολογία, θα χρησιμοποιήσουμε ένα παράδειγμα. Για περισσότερες λεπτομέρειες και τις αντίστοιχες εξισώσεις δείτε την προαναφερθείσα βιβλιογραφία.

[5] Ο μέσος και η διακύμανση της κανονικής κατανομής στο Διάγραμμα έχουν αντιστοιχιστεί στον δειγματικό μέσο και δειγματική διακύμανση των αποδόσεων.

κά μέτρα όσο και οι τιμές στον κάθετο άξονα του Διαγράμματος αντιστοιχούν σε χρονικά αμετάβλητα χαρακτηριστικά.[6] Συγκεκριμένα, η εμπειρική κατανομή αντιστοιχεί στη χρονικά αμετάβλητη περιθωριακή κατανομή πιθανότητας των αποδόσεων, που αντιστοιχεί στο διαθέσιμο δείγμα μας, και χαρακτηριστικά, όπως ο δειγματικός μέσος (0,91%) και η δειγματική τυπική απόκλιση (10,13%) αντιστοιχούν σε ροπές της κατανομής αυτής – δεδομένων των άλλων παραγόντων σταθερών, αναμένουμε ότι η χρονοσειρά των αποδόσεων θα επιστρέφει στη μέση τιμή με αποκλίσεις που θα αντιστοιχούν (σε πολλαπλάσια) της τυπικής απόκλισης, ανεξάρτητα από το σημείο του χρόνου που βρισκόμαστε. Τονίζουμε το γεγονός ότι η εμπειρική κατανομή αναφέρεται σε χαρακτηριστικά πιθανότητας – ή απλούστερα σε σχετική συχνότητα εμφάνισης των τιμών των αποδόσεων.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 Εμπειρική κατανομή των μηνιαίων αποδόσεων του ΓΔ του ΧΑ



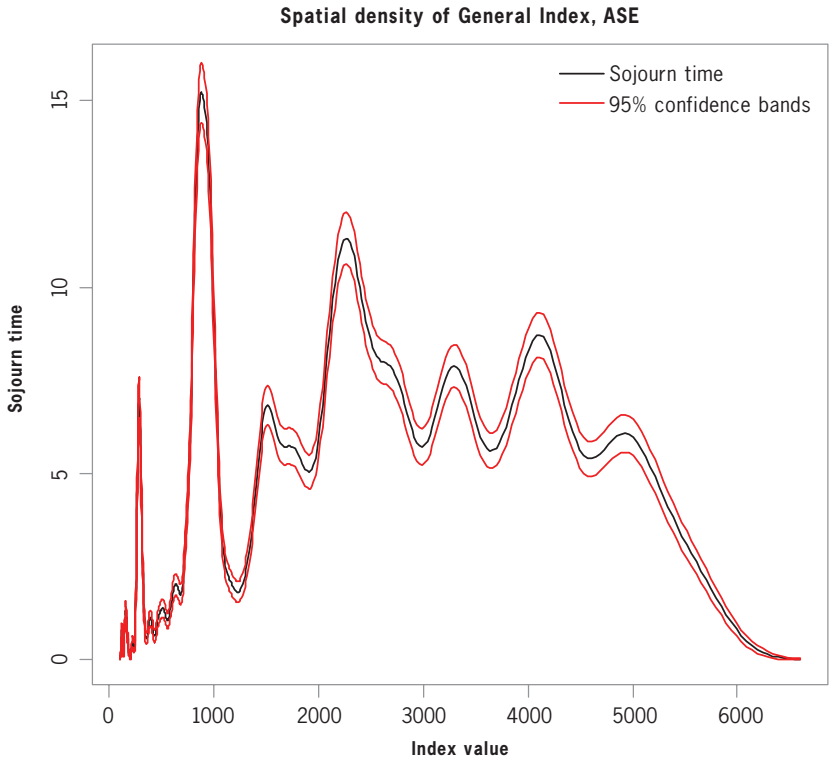
Μπορούμε να κάνουμε την ίδια ανάλυση με τις αποδόσεις και για τη χρονοσειρά των τιμών; Και εάν ναι, θα έχουμε την ίδια ερμηνεία για την εμπειρική κατανομή και τις περιγραφικές στατιστικές; Οι εργασίες του Phillips (2001, 2004 και 2005) μας δίνουν και τις δύο απαντήσεις: ναι, μπορούμε να κάνουμε παρόμοια ανάλυση και στις τιμές, αλλά η ερμηνεία των αποτελεσμάτων μας θα είναι πολύ διαφορετική. Για μια μη-στάσιμη χρονοσειρά, όπως αυτή των τιμών του ΓΔ, η εμπειρική κατανομή που θα υπολογίσουμε δεν θα αντιστοιχεί πλέον σε χαρακτηριστικά πιθανότητας και συχνότητας εμφάνισης των τιμών, αλλά θα αναφέρεται σε μια καινούργια έννοια: την έννοια του χρόνου παραμονής σε ένα επίπεδο ή εύρος (χωρικών) τιμών. *Η εμπειρική κατανομή σε μη-στάσιμες χρονοσειρές μετατρέπεται από κατανομή πιθανότητας σε χωρική κατανομή που μετρά όχι συχνότητα εμφάνισης των τιμών αλλά τον χρόνο παραμονής τους σε διαφορετικά επίπεδα.* Το αποτέλεσμα αυτό είναι σημαντικό, γιατί βλέπουμε ότι η μονάδα μέτρησης γίνεται ο χρόνος και όχι, όπως π.χ. στις αποδόσεις, η τυπική απόκλιση. Έτσι, έχουμε μια διαφορετική αντίληψη

[6] Είναι σημαντικό να τονίσουμε ότι, στα πλαίσια της περιγραφικής ανάλυσης, τα χαρακτηριστικά της εμπειρικής κατανομής που εξετάζουμε είναι τα «χωρίς συνθήκη» ονομαζόμενα. Χαρακτηριστικά, όπως η υπό συνθήκη διακύμανση, χρειάζονται υποδείγματα (π.χ. της οικογένειας GARCH) για να μπορέσουν να παρουσιαστούν και να γίνουν χρηστικά.

πλέον για την πορεία των τιμών, και όχι των αποδόσεων, χρησιμοποιώντας ένα «εργαλείο» που είναι ήδη διαθέσιμο, αλλάζοντας απλά την ερμηνεία των αποτελεσμάτων που μας δίνει. Με βάση αυτή τη νέα ερμηνεία για την εμπειρική κατανομή των τιμών μπορούμε να έχουμε και τη νέα ερμηνεία για τα μέτρα περιγραφικής στατιστικής: *τα (κατάλληλα σταθμισμένα) μέτρα περιγραφικής στατιστικής, όπως ο δειγματικός μέσος, αντιστοιχούν σε ροπές του χρόνου παραμονής*. Για παράδειγμα, ο δειγματικός μέσος τώρα θα αντιστοιχεί στον μέσο χρόνο παραμονής που αναμένουμε να έχουμε για κάθε επίπεδο τιμών – πάντα υποθέτοντας ότι οι υπόλοιποι παράγοντες που επηρεάζουν τις τιμές παραμένουν σταθεροί.

Η χωρική κατανομή του χρόνου παραμονής για τον ΓΔ στο παράδειγμά μας δίνεται στο Διάγραμμα 3, μαζί με ένα κατάλληλα υπολογισμένο 95% διάστημα εμπιστοσύνης.[7] Μπορούμε να δούμε ξεκάθαρα τις διαφορές με το Διάγραμμα 2 (που αντιστοιχούσε στην εμπειρική κατανομή πιθανότητας των αποδόσεων του ΓΔ). Στο τωρινό Διάγραμμα έχουμε πολλαπλές «κορυφές» που αντιστοιχούν σε διαφορετικά επίπεδα τιμών γύρω από τα οποία παρουσιάζεται συγκέντρωση στον χρόνο. Για παράδειγμα, παρατηρούμε χρονικές συγκεντρώσεις γύρω από τις (χωρικές) τιμές του δείκτη 875, 2.261, 4.109, 3.295 και 1.514 μονάδες (ταξινομημένες με βάση τον χρόνο παραμονής). Ο μέσος χρόνος παραμονής για όλο το διαθέσιμο δείγμα είναι 7,3 μήνες, ενώ ο μέσος χρόνος παραμονής για όλες τις ανωτέρω τιμές μαζί είναι 75,3 μήνες (6,3 χρόνια). Σημειώστε ότι όλες οι τιμές του χρόνου παραμονής είναι στατιστικά σημαντικές, καθώς το εύρος του διαστήματος εμπιστοσύνης γύρω από τη χωρική κατανομή είναι σχετικά μικρό.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 Χωρική κατανομή χρόνου παραμονής για τον ΓΔ του ΧΑ



Με βάση τα αποτελέσματα αυτά θα μπορούσαμε να πούμε ότι αναμένουμε να συνεχίσουμε να παρατηρούμε τον ΓΔ να «περιπλανάται» σε τιμές κοντά στα σημερινά του επίπεδα των 1.500 περίπου μονάδων[8]

[7] Το Διάγραμμα έχει κατασκευαστεί με βάση τις λογαριθμικές τιμές του ΓΔ, αλλά ο οριζόντιος άξονας των τιμών είναι εκφρασμένος σε γραμμική κλίμακα για ευκολία αντιστοίχισης με τις πραγματικές τιμές του ΓΔ.

[8] Από την ημερομηνία της πρώτης συγγραφής μέχρι και τώρα (8.6.2011) ο ΓΔ όντως μεταβάλλεται στο εύρος τιμών 1.250-1.700, ακριβώς γύρω από την περιοχή των 1.500 μονάδων.

–λίγο πάνω ή λίγο κάτω από αυτές– εκτός και εάν ξεπεράσει κάποια «κριτικά» επίπεδα: πτώση κάτω από τις 1.000 μονάδες θα οδηγούσε πιθανόν σε συγκέντρωση του χρόνου παραμονής κοντά στις 875-900 μονάδες για αρκετό διάστημα, ενώ για να «ξεφύγει» από τις σημερινές τιμές και να «περιπλανηθεί» σε μεγαλύτερες θα περιμέναμε να ξεπεράσει τις 2.000 μονάδες. Βλέπουμε λοιπόν με ποιον τρόπο η προτεινόμενη μεθοδολογία μπορεί να γίνει πρακτικά χρήσιμη δίνοντάς μας μια, οικονομετρικά τεκμηριωμένη και πλήρη, απεικόνιση του αναμενόμενου χρόνου παραμονής ΓΔ σε διαφορετικά επίπεδα τιμών[9].

Τέλος, με βάση την ίδια μεθοδολογία υπολογισμού της χωρικής κατανομής του χρόνου παραμονής για τις τιμές μπορούμε να υπολογίσουμε και την (επίσης χωρική) «συνάρτηση κινδύνου», που μας δίνει την πιθανοφάνεια (υπολογισμένη με βάση το συγκεκριμένο δείγμα που αναλύουμε) ότι η χρονοσειρά μας παίρνει μια συγκεκριμένη τιμή, έστω *x*, δεδομένου ότι μπορεί να πάρει τιμές μεγάλες τουλάχιστον όσο και η τιμή *x*. Η συνάρτηση κινδύνου ορίζεται ανάλογα με τη συνάρτηση του ρυθμού κινδύνου της κλασικής στατιστικής με βάση την κατανομή πιθανότητας, αλλά η ερμηνεία της διαφέρει καθώς γίνεται με βάση μονάδες χρόνου, και συνεισφέρει στην πληρέστερη κατανόηση των ιδιοτήτων μιας μη-στάσιμης χρονοσειράς – η δε ερμηνεία της θα δούμε ότι ταιριάζει με αυτά που είπαμε στην προηγούμενη παράγραφο.

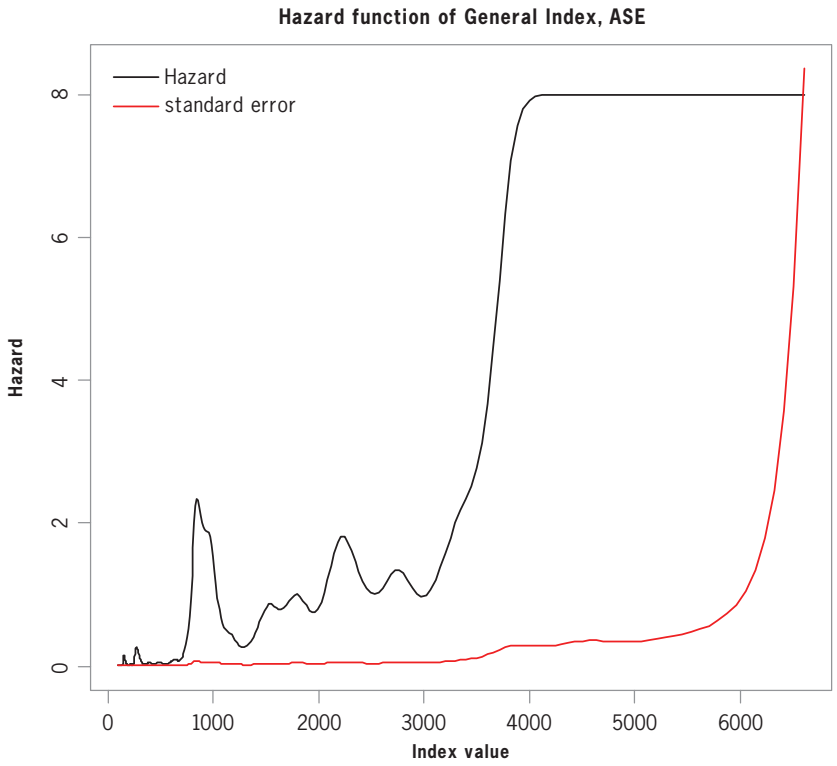
Στο Διάγραμμα 4 παρουσιάζεται η «συνάρτηση κινδύνου» για τις τιμές του ΓΔ, μαζί με το κατάλληλα υπολογισμένο τυπικό σφάλμα. Το αποτέλεσμα είναι πολύ ενδιαφέρον, καθώς παρουσιάζονται τρεις διακριτές περιοχές με ιδιαιτερότητες – που συνδέονται με τις τιμές που είδαμε ότι παρουσιάζουν μεγάλη συγκέντρωση χρόνου παραμονής στη χωρική κατανομή του Διαγράμματος 3. Η πρώτη περιοχή αντιστοιχεί γύρω από τις 875 μονάδες, η δεύτερη περιοχή αντιστοιχεί στις τιμές μεταξύ 1.500 και 3.000 μονάδων και η τρίτη περιοχή αντιστοιχεί στις τιμές πάνω από 4.000 μονάδες. Η συγκέντρωση γύρω από τις 875 μονάδες θα μπορούσε να ερμηνευθεί ως εξής: δεδομένου ότι ο ΓΔ έχει ήδη λάβει τιμές μεγαλύτερες από τις 875 μονάδες, υποθέτουμε ότι βρίσκεται (για παράδειγμα) στην περιοχή γύρω από τις 1.500 μονάδες. Περαιτέρω πτώση της τιμής σε χαμηλότερα επίπεδα αυξάνει την πιθανοφάνεια ο δείκτης να «περιπλανηθεί» για μεγάλο χρόνο παραμονής γύρω από τις 875 μονάδες, σε σχέση με τιμές μεγαλύτερες από τις 875 μονάδες. Εάν όμως οι τιμές του δείκτη κινηθούν ψηλότερα από τις 1.500 μονάδες αυξάνεται η πιθανοφάνεια να δούμε τον δείκτη να «περιπλανάται» για μεγάλο χρόνο παραμονής γύρω από την επόμενη «κορυφή» της συνάρτησης κινδύνου, που είναι γύρω από τις 2.261 μονάδες. Τέλος, παρατηρούμε ότι παρουσιάζεται ένα εύρος τιμών μεταξύ 3.000 και 4.000 μονάδων, στο οποίο η κλίση της συνάρτησης κινδύνου είναι υψηλή και χωρίζει ουσιαστικά τις τιμές σε δύο μεγάλες κατηγορίες. Στην περιοχή αυτή ο χρόνος παραμονής παρουσιάζει ταχύτατες μεταβολές και θα περιμέναμε είτε αύξηση των τιμών προς τις 4.000 μονάδες είτε πτώση των τιμών αρχικά προς τις 2.261 μονάδες είτε τελικά προς τις 875 μονάδες, όπως προαναφέρθηκε. Τέλος, μετά τις 4.000 μονάδες η συνάρτηση κινδύνου είναι σταθερή, που θα μπορούσε να ερμηνευθεί ότι έχουμε μια περιοχή σχετικής σταθεροποίησης των τιμών αναφορικά με τον χρόνο παραμονής τους.[10]

---

[9] Για έναν αναλυτή που χρησιμοποιεί αποκλειστικά μεθόδους τεχνικής ανάλυσης η παραπάνω παρουσίαση, που δίνει «κριτικές» χωρικές τιμές, θα μπορεί να φανεί πολύ χρήσιμη: έχει οικονομετρικό υπόβαθρο (που απουσιάζει από την τεχνική ανάλυση) και αναφέρεται σε αποτελέσματα που σχετίζονται με τις αποφάσεις της τεχνικής ανάλυσης. Για παράδειγμα, η τεχνική ανάλυση ορίζει (χωρικές) τιμές στήριξης και αντίστασης με ad hoc τρόπους ενώ η μεθοδολογία που προτείνεται εδώ κάνει κάτι παρόμοιο με τεκμηριωμένο τρόπο και με σημαντικά διαφορετική ερμηνεία (αυτή του χρόνου παραμονής).

[10] Παρατηρήστε την απότομη αύξηση του τυπικού σφάλματος της συνάρτησης κινδύνου πάνω από τις 5.500 με 6.000 μονάδες. Η επαγωγή στις ακραίες αυτές τιμές του δείγματος, ακόμη και εάν έχουμε στατιστικά σημαντικές τιμές για τη συνάρτηση κινδύνου, πρέπει να γίνεται με ιδιαίτερη προσοχή.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4 Συνάρτηση κινδύνου για τον ΓΔ του ΧΑ



3. Εμπειρικά παραδείγματα από άλλες χρονοσειρές

Η μεθοδολογία που παρουσιάσαμε στο προηγούμενο μέρος μπορεί, φυσικά, να χρησιμοποιηθεί για την περιγραφική ανάλυση και απεικόνιση οποιασδήποτε χρηματοοικονομικής χρονοσειράς. Στο μέρος αυτό παρουσιάζουμε αποτελέσματα από την εφαρμογή της μεθοδολογίας στις ημερήσιες τιμές της Εθνικής Τράπεζας, στις μηνιαίες τιμές του χρυσού και στην ημερήσια ισοτιμία του ευρώ με το δολάριο ΗΠΑ.[11]

Εθνική Τράπεζα

Για την ανάλυσή μας χρησιμοποιούμε ημερήσια δεδομένα για τις (αναπροσαρμοσμένες μετά την πρόσφατη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου) τιμές κλεισίματος της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας – της μεγαλύτερης πλέον (σε αριθμό μετοχών) εισηγμένης εταιρείας στο ΧΑ. Τα δεδομένα καλύπτουν την περίοδο 2001 με 2010 (έως και την 25.10.2010). Η γραφική απεικόνιση των δεδομένων και τα αντίστοιχα Γραφήματα της χωρικής κατανομής του χρόνου παραμονής και της συνάρτησης κινδύνου δίνονται στα Διαγράμματα 5 με 7.

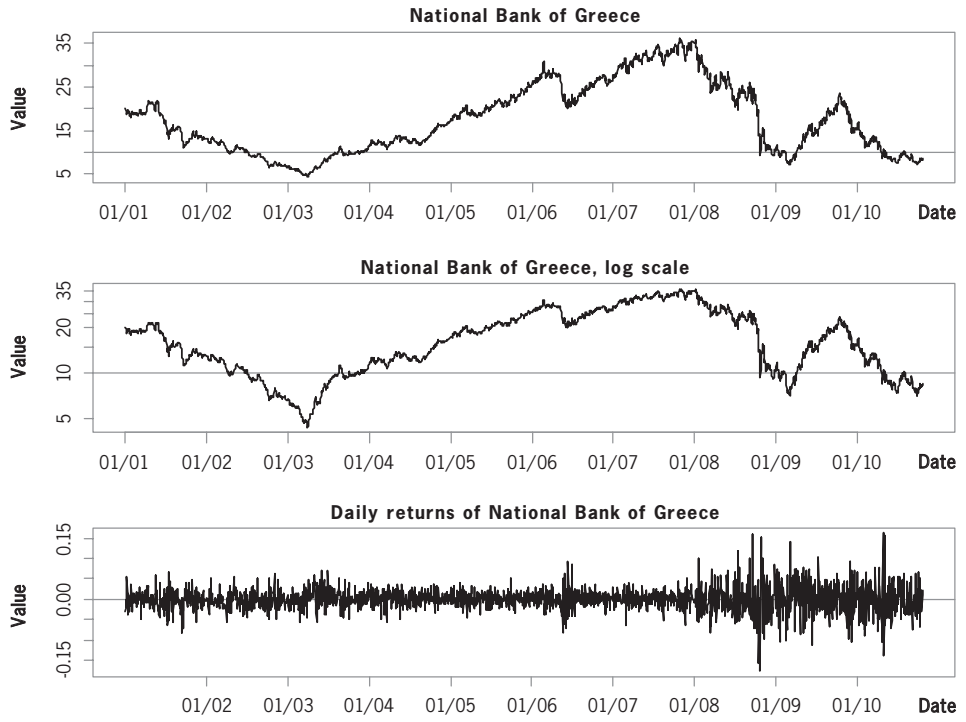
Στο Διάγραμμα 5 παρουσιάζουμε τις τιμές, σε κανονική και λογαριθμική κλίμακα, καθώς και τις ημερήσιες αποδόσεις. Οι οριζόντιες γραμμές στα Διαγράμματα των τιμών αντιστοιχούν στα 10 ευρώ, τιμή κοντά στην οποία διαπραγματεύεται η μετοχή της Εθνικής τις τελευταίες εβδομάδες. Η χωρική κατανομή του χρόνου παραμονής δίνεται στο Διάγραμμα 6, όπου και μπορούμε να διακρίνουμε τις χωρικές τιμές που χαρακτηρίζονται από τη μεγαλύτερη συγκέντρωση του χρόνου παραμονής. Όπως και στην περίπτωση του

[11] Για πλήρη συγκρισιμότητα όλα τα Διαγράμματα που ακολουθούν κατασκευάστηκαν με παρόμοιο τρόπο (μετασχηματισμοί και λεπτομέρειες απεικόνισης), όπως τα Διαγράμματα 1 με 4 του 2ου μέρους. Επίσης, για τις τρεις αυτές χρονοσειρές δεν παρουσιάζονται τα Διαγράμματα που αντιστοιχούν στο Διάγραμμα 2 του 2ου μέρους, αλλά είναι διαθέσιμα από τον συγγραφέα.

ΓΔ, μπορούμε και εδώ να παρατηρήσουμε ότι η τιμή της μετοχής έχει «περιπλανηθεί» για τον μεγαλύτερο χρόνο παραμονής γύρω από την τιμή των 12,5 ευρώ και των 19,04 με 21,04 ευρώ. Υπάρχουν όμως και άλλες «κορυφές» στη χωρική κατανομή, και συγκεκριμένα γύρω από τις τιμές των 9,80, 27,15 και 32,06 ευρώ, αλλά και δύο μικρότερες κορυφές γύρω από τα 6 και 7 ευρώ. Δείτε επίσης πώς η χωρική κατανομή μπορεί να ομαδοποιηθεί σε δύο τμήματα, ένα με εύρος τιμών από 5 έως 17 ευρώ και ένα με εύρος τιμών από 17 έως 35 ευρώ. Ο μέσος χρόνος παραμονής για όλο το δείγμα μας είναι 2,75 ημέρες, ενώ ο μέσος χρόνος παραμονής για τις τιμές με την υψηλότερη συγκέντρωση, που αναφέραμε παραπάνω (εκτός αυτών στα 6 και 7 ευρώ), είναι 802 ημέρες (3,2 χρόνια με 252 μέρες συναλλαγών ανά χρόνο).[12]

Στο Διάγραμμα 7 παρουσιάζουμε τη συνάρτηση κινδύνου για τη μετοχή της Εθνικής Τράπεζας. Στο Διάγραμμα αυτό είναι εμφανείς τρεις περιοχές ενδιαφέροντος: η πρώτη είναι γύρω από την τιμή των 9,80 ευρώ, η δεύτερη γύρω από την τιμή των 12,5 ευρώ και η τελευταία είναι το εύρος τιμών πάνω από τα 20 ευρώ. Οι τιμές αυτές είναι χαρακτηριστικές γιατί συμπεριλαμβάνουν όλο το εύρος τιμών που έχουν συστήσει εγχώριοι και ξένοι επενδυτικοί οίκοι[13] για τη μετοχή της Εθνικής Τράπεζας, ιδιαίτερα στο εύρος τιμών 9 με 15 ευρώ. Επιπλέον, παρατηρούμε ότι –δεδομένων των υψηλών τιμών που έχουμε ήδη δει στο παρελθόν για τη μετοχή– κινήσεις της μετοχής μέχρι περίπου τα 11,5 ευρώ θα ωθούν την τιμή να «περιπλανηθεί» κοντά στη συγκέντρωση χρόνου παραμονής των 9,8 ευρώ, ενώ κινήσεις της μετοχής πάνω από τα 16,5 ευρώ μπορεί να ωθήσουν την τιμή σε «περιπλάνηση» κοντά στη συγκέντρωση χρόνου παραμονής των 20 ευρώ. Είναι πάντως ενδιαφέρον να παρατηρήσουμε και τη μικρή αλλά ευκρινή κορυφή στα 7 ευρώ, τιμή κοντά στα σημερινά επίπεδα – θα μπορούσαμε να πούμε ότι αναμένεται μια «περιπλάνηση» γύρω από αυτήν την κορυφή μέχρι η τιμή της μετοχής να «σπάσει» το επίπεδο των 9 ευρώ. Είναι, τέλος, χαρακτηριστικό ότι η συνάρτηση κινδύνου γίνεται σταθερή μετά την τιμή των περίπου 25 ευρώ.

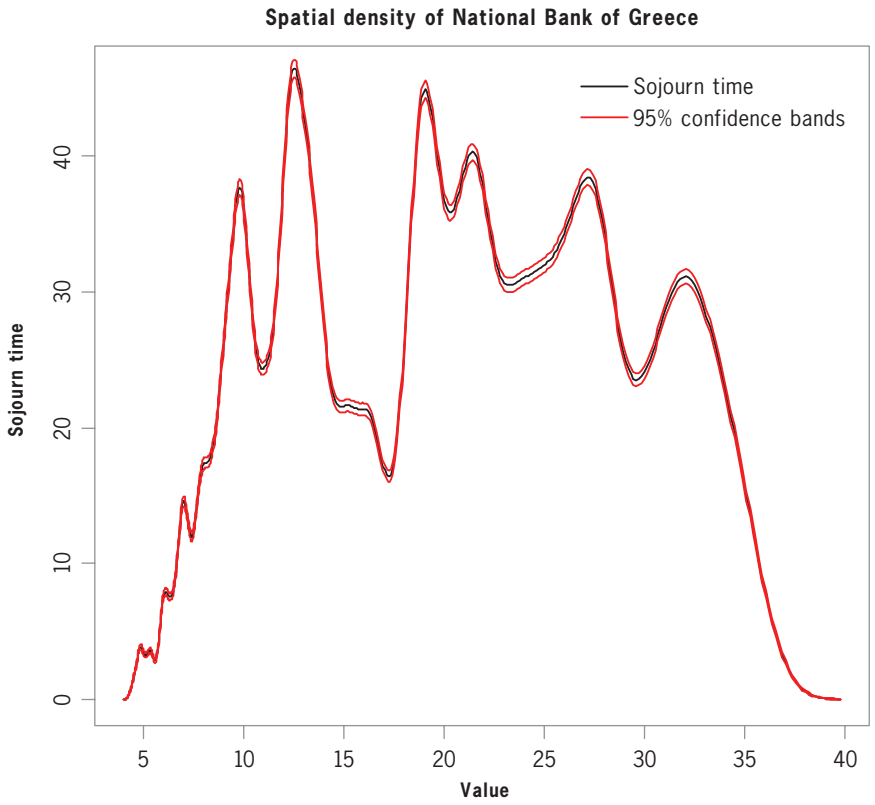
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5 Ημερήσιες τιμές και αποδόσεις για την Εθνική Τράπεζα



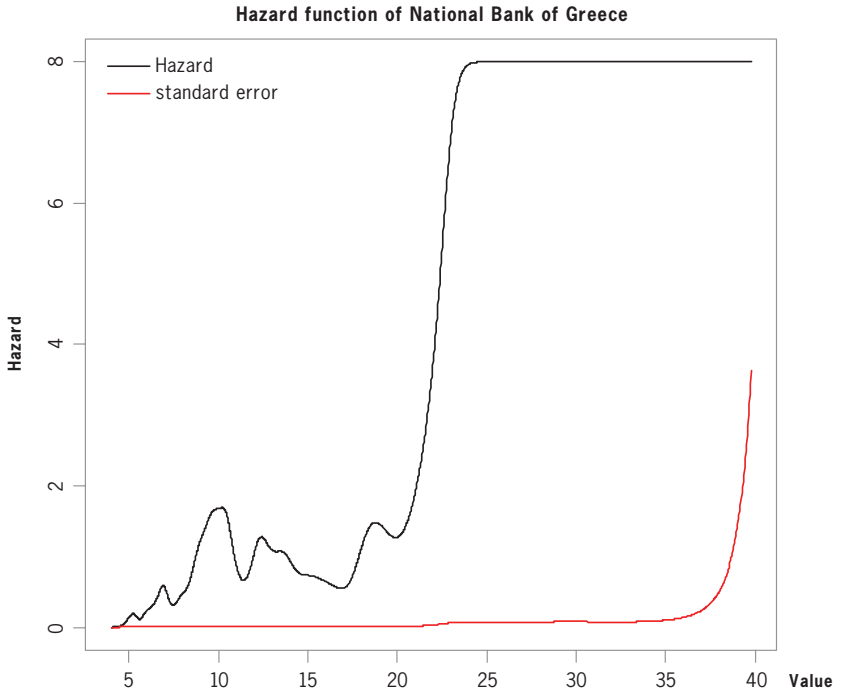
[12] Δείτε και τη μικρή κορυφή στα αριστερά με κέντρο κοντά στα 5 ευρώ, τη μέση τιμή της μετοχής για την περίοδο που τώρα διανύουμε.

[13] Κατά την ημερομηνία της πρώτης συγγραφής του άρθρου. Έκτοτε η τιμή της μετοχής διολίσθησε και κάτω από τα 5 ευρώ αλλά, όπως σημειώσαμε και στην προηγούμενη υποσημείωση, η χωρική κατανομή περιλαμβάνει χρόνο παραμονής και γύρω από την τιμή αυτή.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6 Χωρική κατανομή χρόνου παραμονής για την Εθνική Τράπεζα



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7 Συνάρτηση κινδύνου για την Εθνική Τράπεζα



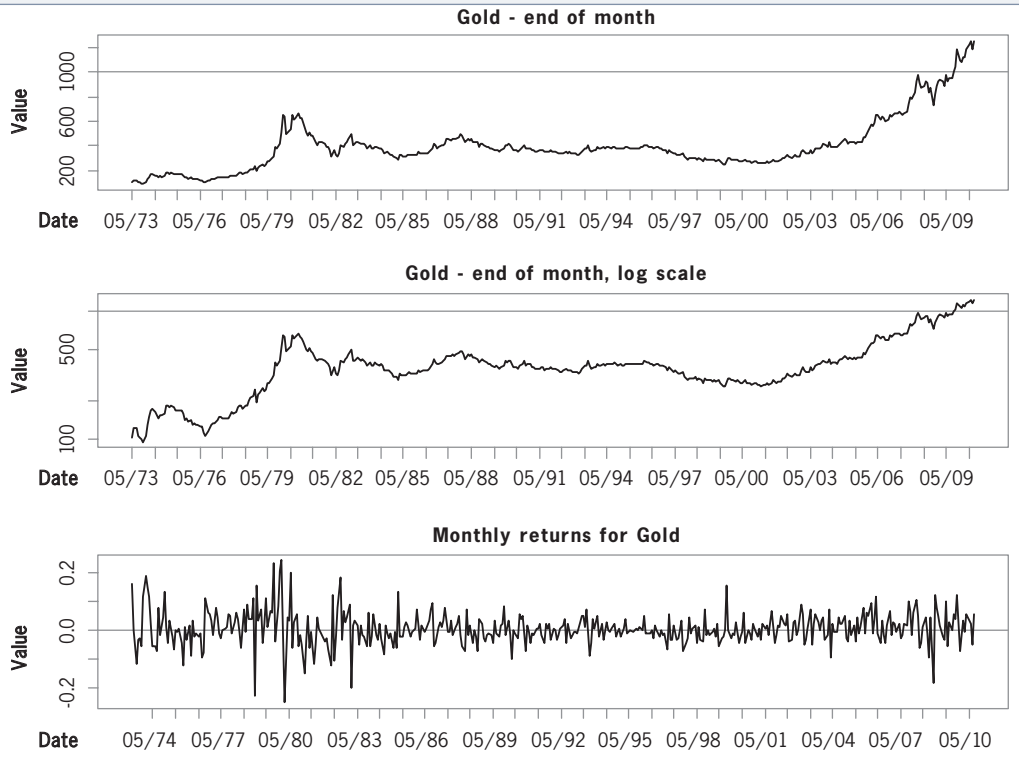
Χρυσός

Η πρόσφατη φρενίτιδα για τον χρυσό οδήγησε την τιμή του στα υψηλότερα ιστορικά του επίπεδα. Είναι, λοιπόν, ενδιαφέρον να κάνουμε μια ανάλυση για την ιστορική συμπεριφορά του χρυσού με βάση τη μεθοδολογία που παρουσιάσαμε. Χρησιμοποιούμε μηνιαία δεδομένα από τον 5/1973 έως και τον 8/2010. Στο Διάγραμμα 8 παρουσιάζουμε την ιστορική εξέλιξη των τιμών και τις αντίστοιχες μηνιαίες αποδόσεις. Οι οριζόντιες γραμμές στα Διαγράμματα των τιμών αντιστοιχούν στα 1.000 δολάρια, τιμή την οποία έχει πλέον ξεπεράσει ο χρυσός. Από το ίδιο Διάγραμμα παρατηρούμε ότι η τιμή του χρυσού από τις αρχές της δεκαετίας του 1980 μέχρι και περίπου το 2005-2006 κινείτο γύρω από τα 400 δολάρια, ενώ μετά άρχισε η ανοδική πορεία της. Η χρονοσειρά αυτή δεν παρουσιάζει τόσες «περιπλανήσεις» όσο οι δύο προηγούμενες σειρές που εξετάσαμε, αλλά μάλλον μια ιδιαίτερης μορφής τάση, είναι όμως ενδιαφέρον να δούμε τι διαφορές μπορεί να παρουσιάζει η χωρική κατανομή των τιμών της.

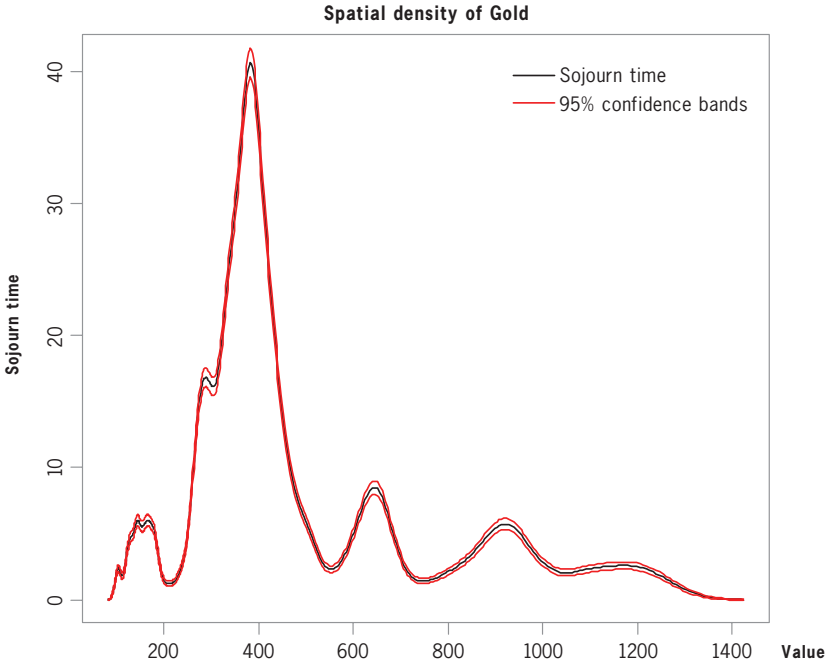
Στο Διάγραμμα 9 παρουσιάζουμε τη χωρική κατανομή του χρόνου παραμονής, όπου και η παραπάνω παρατήρηση αποτυπώνεται ξεκάθαρα, καθώς μπορούμε να δούμε μία κυριαρχούσα «κορυφή» γύρω από την τιμή των 380 δολαρίων. Στο Διάγραμμα υπάρχουν άλλες τρεις κορυφές γύρω από τις τιμές των 144, 643 και 917 δολαρίων και, ενδιαφέρον είναι ότι, μπορούμε να δούμε και τον πιθανό σχηματισμό μιας τέταρτης συγκέντρωσης χρόνου παραμονής γύρω από τα 1.200 δολάρια – προφανώς μια τέτοια συγκέντρωση αντανακλά την πρόσφατη και ταχύτατη άνοδο των τιμών του χρυσού. Ο μέσος χρόνος παραμονής για όλο το δείγμα είναι περίπου 6 μήνες, ενώ ο μέσος χρόνος παραμονής για τις ανωτέρω 4 τιμές με τη μεγαλύτερη συγκέντρωση είναι 160 μήνες (13 χρόνια).

Όπως και στις προηγούμενες χρονοσειρές που εξετάσαμε, το Διάγραμμα 10 με τη συνάρτηση κινδύνου μας παρουσιάζει μια διαφορετική οπτική για τη χωρική κατανομή του χρόνου παραμονής. Η συγκέντρωση γύρω από την τιμή των 400 δολαρίων είναι και εδώ εμφανής, με τη διαφορά ότι αποκαλύπτεται μια διπλή «κορυφή», γύρω από τις τιμές των 338 και 442 δολαρίων. Η δεύτερη «κορυφή» είναι γύρω από την τιμή των 643 δολαρίων, ενώ οι τιμές πάνω από τα 900 δολάρια οδηγούν σε σταθερή συνάρτηση κινδύνου με τη μέγιστη τιμή της. Με βάση την ιστορική πληροφόρηση από το δείγμα αυτό, θα μπορούσαμε να πούμε ότι πιθανές υποχωρήσεις της τιμής του χρυσού μέχρι και τα 1.000 δολάρια θα εξακολουθήσουν να οδηγούν σε «περιπλανήσεις» με συγκέντρωση του χρόνου παραμονής γύρω από τα 1.200 δολάρια – μια διόρθωση του χρυσού από τα σημερινά του επίπεδα, πάνω από τα 1.300 δολάρια, είναι πιθανό ότι θα οδηγούσε (σε πρώτη φάση) σε συγκέντρωση χρόνου παραμονής γύρω από αυτή την τιμή των 1.200 δολαρίων.

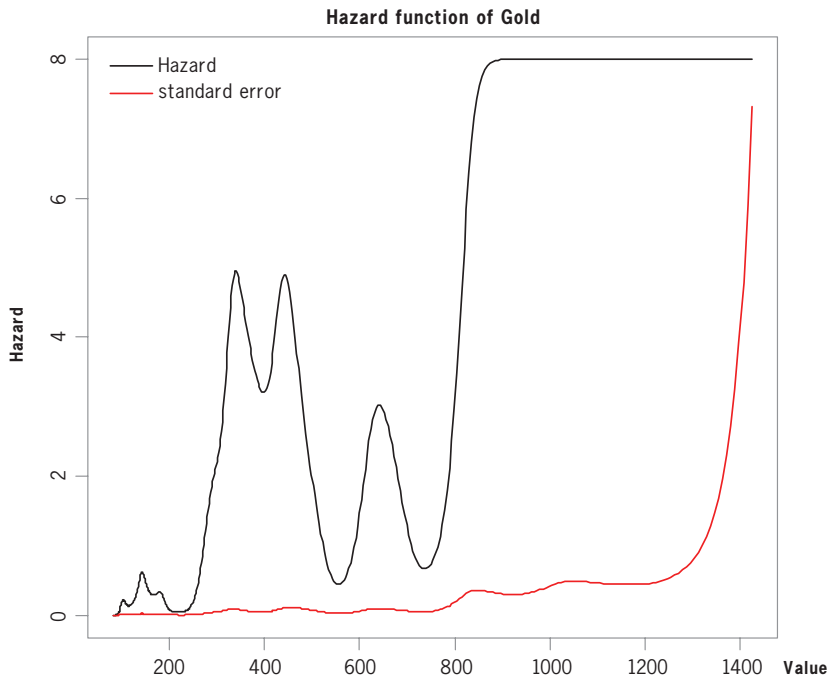
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8 Μηνιαίες τιμές και αποδόσεις για τον χρυσό



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9 Χωρική κατανομή του χρόνου παραμονής για τον χρυσό



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 10 Συνάρτηση κινδύνου για τον χρυσό

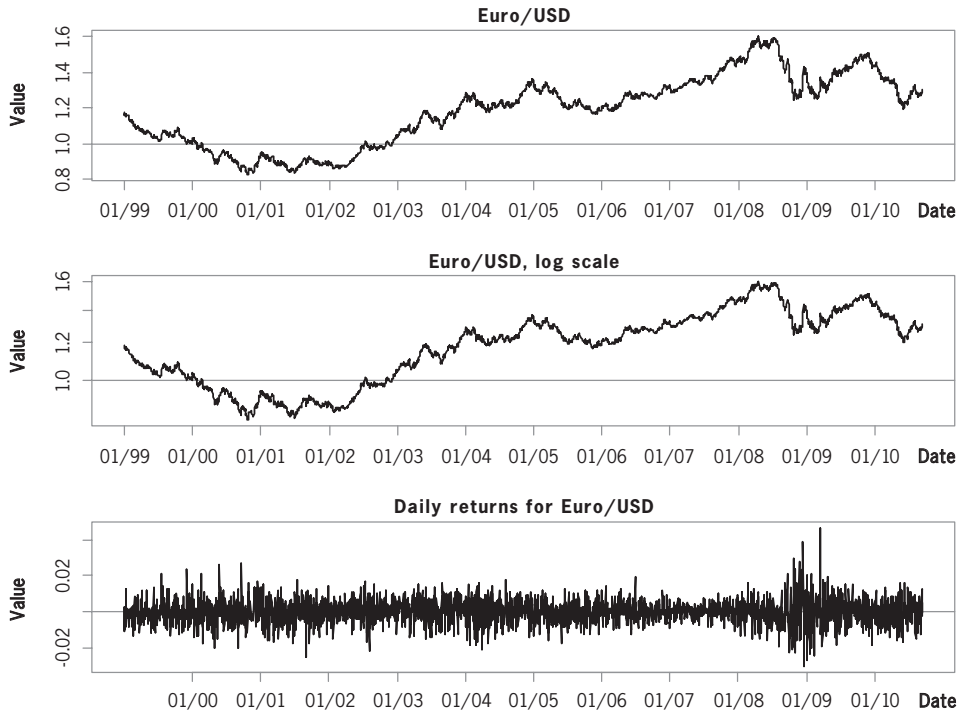


Ευρώ/δολάριο

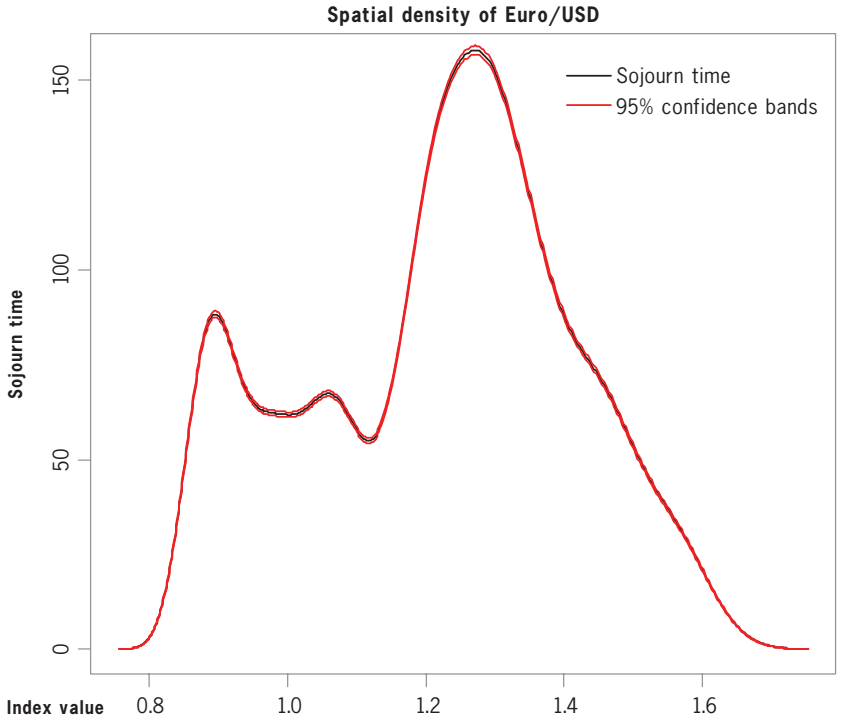
Η διαχρονική πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ με το δολάριο αποτελεί ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα χρηματοοικονομικής χρονοσειράς που ενδιαφέρει ακαδημαϊκούς και επενδυτές. Η εξέλιξη της ισοτιμίας αυτής, μετά την εισαγωγή του ευρώ το 1999, για τα πρώτα τρία περίπου χρόνια της ύπαρξης του κοινού νομίσματος, ήταν αυτή της υποτίμησης σε σχέση με το δολάριο. Από το 2002 και μετά το ευρώ ακολουθεί ανοδική τάση και εξακολουθεί να βρίσκεται σε επίπεδα αρκετά μεγαλύτερα της μονάδας. Χρησιμοποιούμε ημερήσια δεδομένα από το 1999 έως το 2010 (συγκεκριμένα έως τις 17.9.2010) και στο Διάγραμμα 11 παρουσιάζουμε την ισοτιμία (η οριζόντια γραμμή αντιστοιχεί στη μονάδα) και τις αντίστοιχες ημερήσιες αποδόσεις – η πορεία της ισοτιμίας, με την αρχική υποτίμηση και τη μετέπειτα άνοδο, αποτυπώνεται χαρακτηριστικά στο Διάγραμμα.

Η χρονοσειρά αυτή έχει χαρακτηριστικά παρόμοια με αυτά της χρονοσειράς του χρυσού και ίσως έχει «εύκολη» εξέλιξη, καθώς η περίοδος πριν το 2008 μπορεί να εξηγηθεί αρκετά καλά από δύο, σχεδόν γραμμικές, τάσεις. Είναι ενδιαφέρον λοιπόν να δούμε, και να συγκρίνουμε με τις προηγούμενες σειρές, τη χωρική κατανομή του χρόνου παραμονής. Η κατανομή δίνεται στο Διάγραμμα 12 και έχει μορφή παρόμοια, και απλούστερη, με την κατανομή του χρόνου παραμονής του χρυσού. Η μεγαλύτερη συγκέντρωση χρόνου παραμονής βρίσκεται γύρω από τις τιμές 0,9 και 1,27 με 1,30, με μια μικρότερη «κορυφή» να παρουσιάζεται γύρω από την τιμή 1,06. Ο μέσος χρόνος παραμονής για όλο το δείγμα είναι 1 ημέρα και ο μέσος χρόνος παραμονής γύρω στις τιμές με τη μεγαλύτερη συγκέντρωση είναι πρακτικά όλη η χρονική διάρκεια του δείγματος: και τα δύο αποτελέσματα (διαφορετικά από ό,τι έχουμε δει ως τώρα) είναι μάλλον φυσιολογικά δεδομένων των τάσεων που παρουσιάζει η ισοτιμία. Τέλος, στο Διάγραμμα 13 παρουσιάζουμε τη συνάρτηση κινδύνου η οποία, σε αυτή την περίπτωση, απλά απεικονίζει με άλλο τρόπο το προφανές: μετά το «σπάσιμο» της μονάδας η ανατίμηση του ευρώ συνεχίζεται μέχρι σήμερα. Έτσι, η πιθανοφάνεια να παρατηρήσουμε τιμές μικρότερες της μονάδας πέφτει απότομα και η συνάρτηση κινδύνου δεν έχει άλλο πληροφοριακό περιεχόμενο.

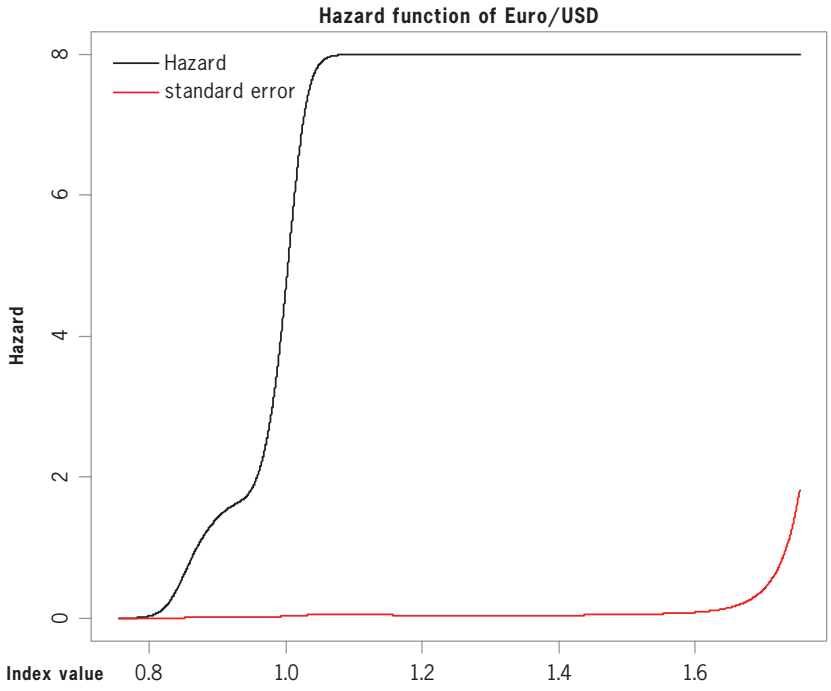
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 11 Ημερήσιες τιμές και αποδόσεις για την ισοτιμία ευρώ/δολαρίου



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 12 Χωρική κατανομή του χρόνου παραμονής για την ισοτιμία ευρώ/δολαρίου



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 13 Συνάρτηση κινδύνου για την ισοτιμία ευρώ/δολαρίου



4. Συμπεράσματα

Στην εργασία αυτή αναδεικνύεται μια «πτυχή» των μη-στάσιμων χρονοσειρών διαφορετική από ό,τι συναντάμε στις στάσιμες χρονοσειρές: η χωρική κατανομή του χρόνου παραμονής. Η νέα αυτή έννοια, ο χρόνος παραμονής, είναι πρακτικά χρήσιμη καθώς μας επιτρέπει να περιγράψουμε με σαφήνεια τη σχετική διάρκεια των «περιπλανήσεων» μιας μη-στάσιμης χρονοσειράς γύρω από διαφορετικά επίπεδα τιμών της. Η έννοια αυτή του χρόνου παραμονής γύρω από συγκεκριμένα επίπεδα τιμών είναι καινούργια και ουσιαστικής σημασίας σε περιόδους όπως αυτή που διανύουμε: όλοι θέλουν να έχουν μια, γενική έστω αντίληψη, για το πόσο χρόνο αναμένεται να διαρκέσει η κρίση και (επιπλέον) όσο αυτή διαρκεί σε τι επίπεδα αναμένουμε να κινηθούν οι αγορές.

Στην εργασία αυτή δείχνουμε πως μπορούμε να απεικονίσουμε και να ερμηνεύσουμε τη χωρική κατανομή του χρόνου παραμονής και να εκτιμήσουμε τον μέσο χρόνο παραμονής στις διαφορετικές χωρικές τιμές της χρονοσειράς. Με τη χρήση της κατανομής αυτής έχουμε μια άμεση, σαφή και πλήρη άποψη για τις «κρίσιμες» εκείνες τιμές της χρονοσειράς, γύρω από τις οποίες παρουσιάζεται η μεγαλύτερη συγκέντρωση χρόνου παραμονής. Επίσης, μπορούμε να υπολογίσουμε και να απεικονίσουμε τη «συνάρτηση κινδύνου» της χρονοσειράς, μιας συνάρτησης της χωρικής κατανομής που μας προσφέρει μια εναλλακτική εικόνα για τον χρόνο παραμονής και την (υπό συνθήκη) πιθανοφάνεια να παρατηρήσουμε διαφορετικές τιμές της χρονοσειράς.

Η χρηστικότητα της μεθοδολογίας αυτής τόσο σε ομαλές περιόδους όσο και σε περιόδους οικονομικής κρίσης είναι προφανής και σημαντική, καθώς μας προσφέρει απάντηση στο σημαντικό ερώτημα «πόσο χρόνο θα παραμείνουμε, κατά μέσο όρο, σε αυτά τα επίπεδα;». Η απάντηση δε αυτή δίνεται από τα δυναμικά χαρακτηριστικά της ίδιας της χρονοσειράς που αναλύουμε, χωρίς τη χρήση σεναρίων και προβλέψεων, και είναι η απλούστερη δυνατή επαγωγή που μπορούμε να έχουμε για το θέμα του μέσου χρόνου παραμονής αλλά και της διαχείρισης κρίσεων.

Βιβλιογραφία

Phillips, P. C. B. (2001), "Descriptive Econometrics for Non-Stationary Time Series with Empirical Illustrations", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 16, pp. 384-413.

Phillips, P. C. B. and Sun, Y. (2004), "Understanding the Fisher Equation", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 19, pp. 866-869.

Phillips, P. C. B. (2005), "Econometric Analysis of the Fisher Equation", *American Journal of Economics and Sociology*, vol. 61, pp. 125-168.

Ζ.
Ρυθμιστική παρέμβαση και εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα

«Βασιλεία III»:
Η αναθεώρηση του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου της Επιτροπής της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία με στόχο την ενδυνάμωση της σταθερότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος

Χρήστος Γκόρτσος
ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ
ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΓΕΝΙΚΟΣ ΓΡΑΜΜΑΤΕΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Περίληψη

Στις 16 Δεκεμβρίου 2010, εκδόθηκαν από την Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία οι δύο εκθέσεις που συνθέτουν το διεθνές κανονιστικό πλαίσιο που είναι γνωστό ως «Βασιλεία III». Πρόκειται για τη σημαντικότερη, ίσως, πρωτοβουλία της Επιτροπής μετά την πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση, μέσω της οποίας επιδιώκεται η ενίσχυση της μικρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης στη λειτουργία των τραπεζών, και η αντιμετώπιση, μέσω μακρο-προληπτικών πολιτικών, του συστημικού κινδύνου που μπορεί να εκδηλωθεί στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Το παρόν άρθρο, το οποίο έχει ως αντικείμενο τη συνοπτική παρουσίαση της «Βασιλείας III», είναι διαρθρωμένο σε τρεις ενότητες:

(α) Στην ενότητα Α παρατίθενται οι πηγές της «Βασιλείας III» και αναλύεται η αναγκαιότητα της υιοθέτησής του.

(β) Η ενότητα Β πραγματεύεται τις βασικές διατάξεις του νέου κανονιστικού πλαισίου, με διάκριση ανάμεσα σε εκείνες με τις οποίες επέρχονται τροποποιήσεις σε διατάξεις του ισχύοντος διεθνούς κανονιστικού πλαισίου («Βασιλεία II»), και σε εκείνες με τις οποίες καθιερώνονται, για πρώτη φορά σε διεθνές επίπεδο, «καινοτόμα στοιχεία» μικρο-προληπτικής και μακρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης.

(γ) Τέλος, στην ενότητα Γ επιχειρείται μια πρώτη αξιολόγηση της «Βασιλείας III», μέσα από τρεις βασικές επισημάνσεις.

Το παρόν άρθρο, επικαιροποιημένο μέχρι τον Μάρτιο του 2011, είναι βασισμένο στην (εκτενέστερη) συμβολή του γράφοντος στον Τιμητικό Τόμο του Ομότιμου Καθηγητή της Νομικής Σχολής του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών Νικόλαου Ρόκα (υπό έκδοση). Ο γράφων, ο οποίος φέρει αποκλειστικά την ευθύνη του περιεχομένου του άρθρου, επιθυμεί να εκφράσει ιδιαίτερες ευχαριστίες στον Ομότιμο Καθηγητή Γεώργιο Καλλιμόπουλο, τη λέκτορα Χριστίνα Λιβαδά και τον Κωνσταντίνο Γαλιάτσο για εξαιρετικά χρήσιμες παρατηρήσεις.

Α. Οι πηγές του νέου κανονιστικού πλαισίου και η αναγκαιότητα υιοθέτησής του

1. Οι εκθέσεις της Επιτροπής της Βασιλείας που αποτελούν τις πηγές της «Βασιλείας ΙΙΙ»

Στις 16 Δεκεμβρίου 2010, η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία ("Basel Committee on Banking Supervision", στο εξής η «Επιτροπή της Βασιλείας»)[1] υιοθέτησε και δημοσίευσε δύο σημαντικές εκθέσεις με τίτλο:

- *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*,[2] και
- *Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*.[3]

Οι εκθέσεις αυτές αποτελούν το προϊόν εκτενών διαβουλεύσεων που έλαβαν χώρα από το 2008, μεσούσης δηλαδή της «πρόσφατης» διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης (2007-2009).[4] Αμφότερες είναι *οιονεί* τελικές, καθώς, κατά τη διάρκεια των επόμενων μηνών, ενδέχεται να επέλθουν τροποποιήσεις ή/και προσθήκες στις διατάξεις τους, σύμφωνα με το τρέχον έργο της Επιτροπής της Βασιλείας. Ήδη, στις 13 Ιανουαρίου 2011, η Επιτροπή εξέδωσε δελτίο τύπου, με τίτλο: *Basel Committee issues final elements of the reforms to raise the quality of regulatory capital*.[5]

Οι δύο εν λόγω εκθέσεις είναι πλέον γνωστές συλλήβδην, ως το κανονιστικό πλαίσιο της «Βασιλείας ΙΙΙ» (στη συνέχεια «η Βασιλεία ΙΙΙ») και αποτελούν την πιο σημαντική, ίσως, αντίδραση της Επιτροπής της Βασιλείας στην πρόσφατη κρίση.[6] Με τις διατάξεις τους καθιερώνεται ένα νέο διεθνές κανονιστικό πλαίσιο για τις διεθνείς τράπεζες, με αναθεώρηση του ισχύοντος συναφούς πλαισίου και στόχο την ενδυνάμωση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος διεθνώς, μέσω:

- αφενός μεν της ενίσχυσης της μικρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης στη λειτουργία των τραπεζών, με στόχο την ενίσχυση της ανθεκτικότητας των τραπεζών σε περιόδους έντασης, και
- αφετέρου της αντιμετώπισης, μέσω μακρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης, του συστημικού κινδύνου που μπορεί να εκδηλωθεί στο σύνολο του τραπεζικού (και εν γένει του χρηματοπιστωτικού) συστήματος, και, κυρίως, της «προκυκλικής» μεγέθυνσης του εν λόγω κινδύνου σε βάθος χρόνου.

Με τον όρο «μακρο-προληπτικές πολιτικές του χρηματοπιστωτικού συστήματος» ("financial macro-prudential policies"), υποσύνολο του οποίου αποτελεί η μακρο-προληπτική ρυθμιστική παρέμβαση, ορίζεται το σύνολο των πολιτικών που υιοθετούνται για τον περιορισμό της έκθεσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος στον «συστημικό κίνδυνο», ο οποίος απορρέει από παράγοντες που δεν αφορούν μεμονωμένους φορείς παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών ή μεμονωμένες αγορές και υποδομές του χρηματοπιστωτικού συστήματος, αλλά

---

[1] Για τη σύνθεση και το έργο της Επιτροπής της Βασιλείας, βλέπε Herring and Litan (1995), σελ. 95-113, Norton (1995), σελ. 171-243, Walker (2001), σελ. 17-162, Γκόρτσο (2006), σελ. 259-307, και Giovanoli (2010), σελ. 25-26.

[2] Basel Committee on Banking Supervision (2010a): December, http://www.bis.org/publ/bcbs189.htm.

[3] Basel Committee on Banking Supervision (2010b): December, http://www.bis.org/publ/bcbs188.htm.

[4] Η χρήση του όρου «πρόσφατη» κρίση (και όχι «τρέχουσα» κρίση) έχει επιλεγεί, καθώς ο γράφων εκτιμά ότι αυτή εκτείνεται στο χρονικό διάστημα της τριετίας 2007-2009.

[5] Basel Committee on Banking Supervision (2011a), http://www.bis.org/press/p110113.htm.

[6] Για μια επισκόπηση του συνόλου του έργου της Επιτροπής που συνιστά την αντίδρασή της στην κρίση, βλέπε την ακόλουθη (δυναμική, καθώς διαρκώς επικαιροποιούμενη) ηλεκτρονική διεύθυνση: http://www.bis.org/bcbs/fincriscomp.htm.

έχουν γενικότερο χαρακτήρα.[7] *Μέσω των μακρο-προληπτικών πολιτικών επιδιώκεται η αντιμετώπιση των δύο διαστάσεων με τις οποίες εκδηλώνεται ο συστημικός κίνδυνος:*

(α) Η πρώτη είναι η «χρονική διάσταση» ("time-dimension"), δηλαδή η εξέλιξη του συστημικού κινδύνου σε βάθος χρόνου. Στο πλαίσιο αυτό, με τις μακρο-προληπτικές πολιτικές επιδιώκεται η ενίσχυση της ανθεκτικότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε περιόδους οικονομικής ύφεσης με περιορισμό της «προκυκλικότητας» ("procyclicality"), η οποία μπορεί να οδηγήσει σε μεγέθυνση του συστημικού κινδύνου λόγω αλληλεπιδράσεων που αναπτύσσονται είτε εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος, είτε μεταξύ του χρηματοπιστωτικού συστήματος και του πραγματικού τομέα της οικονομίας.[8]

(β) Η δεύτερη διάσταση είναι η «διατομεακή» ("cross-sectional dimension"), δηλαδή η κατανομή του κινδύνου στο χρηματοπιστωτικό σύστημα σε κάθε δεδομένο χρονικό σημείο. Στην περίπτωση αυτή, στόχος των μακρο-προληπτικών πολιτικών είναι ο περιορισμός της συγκέντρωσης του συστημικού κινδύνου, η οποία μπορεί να προκύψει:

- *είτε λόγω της ταυτόχρονης έκθεσης περισσοτέρων φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών σε κινδύνους από ομοειδή ανοίγματα,*
- *είτε λόγω της διασυνδεσιμότητας ("interconnectedness") αυτών των φορέων (και της μετάδοσης προβλημάτων μεταξύ τους), ιδίως αν αυτοί είναι «συστημικά σημαντικοί» ("systemically important financial institutions").*[9]

Με τη «Βασιλεία ΙΙΙ» επιδιώκεται, λοιπόν, κατ' αρχήν, μια σημαντική ενίσχυση του περιεχομένου των διατάξεων του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου και η καθιέρωση καινοτόμων μέσων μικρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης. Ο ουσιαστικά νέος άξονας όμως, το novum της «Βασιλείας ΙΙΙ», είναι η καθιέρωση κανόνων μακρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης. Υπό την έννοια αυτή, εύστοχη είναι η αναφορά του Hannoun ότι η «Βασιλεία ΙΙΙ» είναι ένα "*enhanced Basel II plus a macro-prudential overlay*".[10]

Επισημαίνεται, τέλος, ότι η Επιτροπή της Βασιλείας δρομολογεί και μια εκτενή τροποποίηση των διατάξεων του ισχύοντος διεθνούς κανονιστικού πλαισίου που αφορούν τις κεφαλαιακές απαιτήσεις των διεθνών τραπεζών για κάλυψη ειδικά έναντι των κινδύνων αγοράς. Παραδόξως, η σχετική έκθεση με τίτλο: *Revisions to the Basel II market risk framework* (η οποία είναι, ακόμα, σε στάδιο διαβούλευσης)[11] δεν εντάσσεται από την Επιτροπή στο πλαίσιο της «Βασιλείας ΙΙΙ», μολονότι αφορά, προφανώς, την ίδια θεματική ενότητα.

Σε ενωσιακό επίπεδο, η υιοθέτηση του εν λόγω έργου της Επιτροπής της Βασιλείας έχει ήδη δρομολογηθεί και θα ολοκληρωθεί με την έκδοση, πιθανότατα εντός του 2012, νομοθετικών πράξεων (Κανονισμού και Οδηγίας) του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου με τις οποίες θα επέλθουν ευρύτατες τροποποιήσεις σε διατάξεις των Οδηγιών 2006/48/ΕΚ και 2006/49/ΕΚ, καθώς και η προσθήκη νέων κεφαλαίων.

---

[7] Για την εν λόγω θεματική, η οποία αναδείχθηκε ιδιαίτερα μετά την πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση, βλέπε Committee on the Global Financial System (2010a), Galati and Moessner (2011), Financial Stability Board, International Monetary Fund and Bank for International Settlements (2011), και ειδικά για το ζήτημα της προκυκλικότητας, Χαρδούβελη (2011β) (ο οποίος χρησιμοποιεί τον όρο «υπερκυκλικότητα»).

[8] Για μια αναλυτική επισκόπηση των διαύλων μετάδοσης προβλημάτων μεταξύ του χρηματοπιστωτικού συστήματος και του πραγματικού τομέα της οικονομίας, βλέπε Basel Committee on Banking Supervision (2011c) και Galati and Moessner (2011), ενότητα 5.2.

[9] Για τα κριτήρια οριοθέτησης της έννοιας του όρου «συστημικά σημαντικοί φορείς παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών» (γνωστού πλέον με το ακρωνύμιο "SIFIs"), βλέπε Huertas and Lastra (2011), σελ. 255-258.

[10] Hannoun (2010), σελ. 9.

[11] Basel Committee on Banking Supervision (2011b), February, http://www.bis.org/publ/bcbs193.htm.

2. Η αναγκαιότητα υιοθέτησης του νέου κανονιστικού πλαισίου

2.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Η «Βασιλεία ΙΙΙ» αποτελεί (όπως προκύπτει προφανώς και από την επωνυμία της) τη δεύτερη μείζονα τροποποίηση ενός ήδη υφιστάμενου κανονιστικού πλαισίου που έχει διαμορφώσει η Επιτροπή της Βασιλείας (προϋποθέτει δηλαδή την ύπαρξη μιας «Βασιλείας Ι» και μιας «Βασιλείας ΙΙ»), η οποία κατέστη αναγκαία λόγω της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης (βλέπε αμέσως κατωτέρω, υπό 2.2).

Πράγματι, στο πλαίσιο της ενασχόλησής της με το ζήτημα της μικρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης στη λειτουργία των τραπεζών, η οποία χρονολογείται από τα μέσα της δεκαετίας του 1980, η Επιτροπή της Βασιλείας ανέλαβε πρωτοβουλίες για τη διεθνή σύγκλιση του περιεχομένου των κανόνων βάσει των οποίων γίνεται ο υπολογισμός και η εκπλήρωση των κεφαλαιακών απαιτήσεων των διεθνών τραπεζών για κάλυψη έναντι της έκθεσής τους σε διαφόρους κινδύνους, προϊόν της οποίας υπήρξε το 1988 η «Βασιλεία Ι»,[12] και το 2004 η «Βασιλεία ΙΙ»,[13] οι οποίες, όπως ισχύουν, συνθέτουν το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο.[14]

2.2 Τα αίτια της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης και οι δικαιολογητικές βάσεις της αναθεώρησης του 2010

Τα αίτια της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης υπήρξαν πολλά, και ανάγονται σε αστοχίες:

- της ρυθμιστικής παρέμβασης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα (μεταξύ άλλων και της έλλειψης επαρκών κανόνων μακρο-προληπτικής φύσεως),
- των ισχυόντων τραπεζικών λογιστικών προτύπων,
- της μικρο-προληπτικής εποπτείας που ασκείτο στους φορείς παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών,
- των ίδιων των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών (ιδίως σε σχέση με τα εσωτερικά κίνητρα απόδοσης-αμοιβών των στελεχών τους),
- αλλά και της δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής σε πολλά κράτη.[15]

Κατά το χρονικό σημείο εκδήλωσης της κρίσης, το 2007, στα περισσότερα κράτη το τραπεζικό σύστημα των οποίων επλήγη από αυτήν, η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών ήταν πάντως επαρκής,[16] σε αυτό δε συνέβαλε αναμφίβολα το γεγονός ότι τα περισσότερα από τα εν λόγω κράτη είχαν ενσωματώσει στο εθνικό τους δίκαιο τις διατάξεις της «Βασιλείας ΙΙ». Αυτό βέβαια αποδείχθηκε ότι δεν ήταν αρκετό για να αποτρέψει ούτε την εκδήλωση της κρίσης ούτε την επέλευση των προβλημάτων που ανέκυψαν εξ αιτίας της, λόγω της συνδρομής περισσοτέρων παραγόντων. Ειδικότερα:

(α) Όπως επισημαίνει η Επιτροπή της Βασιλείας, ένα από τα βασικά αίτια της κρίσης υπήρξε η υπερβολική «μόχλευση» του τραπεζικού συστήματος πολλών κρατών, η οποία έλαβε χώρα τόσο εντός όσο και εκτός

---

[12] Basel Committee on Banking Supervision (1988): "International convergence of capital measurement and capital standards", July, http://www.bis.org/publ/bcbsc111.htm.

[13] Basel Committee on Banking Supervision (2004): Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, A Revised Framework, June, http://www.bis.org/publ/bcbs107.htm.

[14] Οι διατάξεις της «Βασιλείας Ι» και της «Βασιλείας ΙΙ», όπως ίσχυαν το 2006, κωδικοποιήθηκαν σε ενιαίο κείμενο με τίτλο: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, A Revised Framework – Comprehensive Version, June, http://www.bis.org/publ/bcbs128.htm. Για μια αναλυτική παρουσίαση των διατάξεων της «Βασιλείας ΙΙ», βλέπε Gleeson (2010). Για μια συνοπτικότερη θεώρηση, βλέπε Γκόρτσο (2006), σελ. 298-299, 304-305 και 306-307, Sigrist (2006), και Macht (2007), σελ. 67-100.

[15] Για μια επισκόπηση των αιτίων της κρίσης, βλέπε από την εκτενέστατη πλέον βιβλιογραφία και αρθρογραφία, εντελώς ενδεικτικά, Borio (2008), Calomiris (2008), Eichengreen (2008), Goodhart (2009), σελ. 2-29, Posner (2010), σελ. 13-245, Lastra and Wood (2010), σελ. 537-545, Tirole (2010), σελ. 11-47, Σπαρτιώτη – Στουρνάρα (2010), σελ. 167-294, και Χαρδούβελη (2011α), σελ. 32-51.

[16] Η παρατήρηση αυτή δεν ισχύει για τις καλούμενες «επενδυτικές τράπεζες» ("investment banks") των ΗΠΑ, οι οποίες βρέθηκαν στο επίκεντρο της πρόσφατης κρίσης, και οι οποίες αποτέλεσαν τμήμα του καλούμενου "shadow banking system", το «αρρύθμιστο» του οποίου ανάγεται σε μια από τις βασικές αιτίες της. Βλέπε σχετικά, αντί άλλων, Posner (2010), σελ. 55-60, και Tirole (2010), σελ. 24-26.

ισολογισμού ενός σημαντικού αριθμού τραπεζών. Μολονότι δε οι συντελεστές κεφαλαιακής επάρκειας των εν λόγω τραπεζών ήταν κατ' αρχήν ισχυροί, η μόχλευση οδήγησε σε σταδιακή διάβρωσή τους. Η μόχλευση αυτή υπήρξε, εν μέρει τουλάχιστον, και προϊόν του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου για την κεφαλαιακή επάρκεια, καθώς οι τράπεζες, με στόχο να μειώσουν το κόστος από την εφαρμογή του, προσέφυγαν ευρέως σε τεχνικές «ρυθμιστικού αρμπιτράζ» ("regulatory capital arbitrage"), κυρίως δε σε «υπερβολική» τιτλοποίηση απαιτήσεων.[17]

(β) Ταυτόχρονα, αποδείχθηκε ότι πολλές τράπεζες δεν διέθεταν ούτε επαρκή αποθέματα ρευστότητας. Όπως αναφέρει χαρακτηριστικά η Επιτροπή της Βασιλείας, κατά τη διάρκεια της αρχικής «περιόδου ρευστότητας» ("liquidity phase") της πρόσφατης κρίσης, πολλές τράπεζες, ενώ είχαν επαρκή κεφαλαιακή επάρκεια, εν τούτοις αντιμετώπισαν δυσκολίες λόγω μη συνετής διαχείρισης της ρευστότητάς τους. Το γεγονός δε αυτό ανέδειξε τη σημαντικότητα της ύπαρξης επαρκούς ρευστότητας για την ομαλή λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών και του τραπεζικού συστήματος.

Ειδικότερα, πριν από την κρίση, η χρηματοδότηση των τραπεζών γινόταν με χαμηλό κόστος (κυρίως δε από τις αγορές δανειακών κεφαλαίων και τη διατραπεζική αγορά) και ήταν επαρκής. Με την εκδήλωση της κρίσης, η απότομη αναστροφή των συνθηκών στις αγορές ανέδειξε ανάγλυφα την ταχύτητα με την οποία μπορεί να εξαντληθεί η ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος. Αυτό κατέστησε αναγκαία την προσφυγή των τραπεζών που επλήγησαν από την κρίση στις κεντρικές τους τράπεζες για χρηματοδοτική στήριξη, γεγονός που οδήγησε τις τελευταίες στην υιοθέτηση των γνωστών ως «μη συμβατικών νομισματικών μέτρων» ("unconventional monetary policies").[18]

(γ) Μολονότι δεν υπάρχει καμία αμφιβολία ότι στην πρόσφατη κρίση ο συστημικός κίνδυνος του χρηματοπιστωτικού συστήματος υπήρξε εντονότατος, σαφές ήταν, επίσης, ότι το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο δεν περιείχε κανόνες για την πρόληψή του, ούτε ως προς τη χρονική του διάσταση ούτε ως προς τη διατομεακή. Αντίθετα, το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο για την κεφαλαιακή επάρκεια, ιδίως εφόσον ο υπολογισμός των κεφαλαιακών απαιτήσεων για κάλυψη έναντι του πιστωτικού κινδύνου γίνεται βάσει των εσωτερικών συστημάτων διαβάθμισης κινδύνου των τραπεζών (σύμφωνα με τις διατάξεις της «Βασιλείας ΙΙ»), κρίθηκε ότι αποτελεί έναν από τους παράγοντες που επιτείνει την προκυκλικότητα,[19] καθώς δημιουργεί το κίνητρο στις τράπεζες:

- κατά τη διάρκεια μεν της οικονομικής ανάπτυξης να συμβάλλουν στην περαιτέρω ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης, καθώς οι κεφαλαιακές απαιτήσεις που επιβάλλονται για τη χορήγηση δανείων και πιστώσεων είναι χαλαρότερες,
- κατά τη διάρκεια δε της ύφεσης της οικονομίας να περιορίζουν τη χορήγηση δανειακών κεφαλαίων, καθώς οι συναφείς κεφαλαιακές απαιτήσεις καθίστανται αυστηρότερες.[20]

2.3 Οι συνέπειες της κρίσης και η αντίδραση της Επιτροπής της Βασιλείας

Σε συνέχεια των ανωτέρω, πολλές τράπεζες διεθνώς (μικρές και μεγάλες, αρκετές δε από τις οποίες συστημικά σημαντικές) δεν ήταν σε θέση να απορροφήσουν τις ζημίες που προέκυψαν λόγω της κρίσης. Στην κορύφωσή της μάλιστα, το 2008, οι αγορές άσκησαν πίεση στις τράπεζες να μειώσουν τη μόχλευσή τους, με αποτέλεσμα:

▼ την εκτεταμένη μείωση της αξίας στοιχείων του ενεργητικού τους, και συνακόλουθα,

---

[17] Βλέπε σχετικά Tirole (2010), σελ. 19-21 και 28-32, και Goodhart (2010), σελ. 7-8. Για τις θετικές διαστάσεις της τιτλοποίησης απαιτήσεων, κυρίως ως εργαλείου διαχείρισης κινδύνων, βλέπε Albertazzi et. al. (2011).

[18] Βλέπε σχετικά Committee on the Global Financial System (2008), και Borio and Disyatat (2009). Ως προς τη διεθνή συνεργασία των κεντρικών τραπεζών για την παροχή ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα κατά τη διάρκεια της κρίσης, βλέπε Allen and Moessner (2010).

[19] Το ίδιο ισχύει και για τα ισχύοντα τραπεζικά λογιστικά πρότυπα (βλέπε σχετικά Lastra and Wood (2010), σελ. 539).

[20] Βλέπε σχετικά Tirole (2010), σελ. 32-33, Goodhart (2010), σελ. 8, και Basel Committee on Banking Supervision (2011c), σελ. 31-33, με εκτενή επισκόπηση της συναφούς αρθρογραφίας.

- την αύξηση των ζημιών τους, τη μείωση των ιδίων κεφαλαίων τους και τον περιορισμό της δυνατότητας χορήγησης πιστώσεων και δανείων σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά.[21]

Ταυτόχρονα, τα προβλήματα ρευστότητας υπήρξαν έντονα για σημαντικό χρονικό διάστημα.

Μεταξύ άλλων, αυτό είχε και ως αποτέλεσμα, πέραν των αρνητικών επιπτώσεων που επήλθαν στον πραγματικό τομέα της οικονομίας,[22] να αναγκαστεί το Δημόσιο σε πολλές περιπτώσεις (κατ' εξοχήν δε στις ΗΠΑ και σε αρκετά ευρωπαϊκά κράτη) να παρέμβει με στόχο τη στήριξη ή/και διάσωση τραπεζών[23] (και σε ορισμένες περιπτώσεις του συνόλου του τραπεζικού συστήματος[24]). Η εν λόγω παρέμβαση οδήγησε στην επιβάρυνση των κρατικών προϋπολογισμών των εν λόγω κρατών και στη δημιουργία, σε ορισμένες περιπτώσεις, σοβαρών δημοσιονομικών ανισορροπιών, ορισμένες από τις οποίες εξελίχθηκαν, μάλιστα, σε «δημοσιονομικές κρίσεις».[25]

Διαφορετική είναι η ελληνική περίπτωση. Στη χώρα μας, οι τράπεζες δεν ήταν εκτεθειμένες στους κινδύνους που οδήγησαν στη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση, αλλά η τρέχουσα δημοσιονομική κρίση (που έχει επηρεάσει δυσμενώς και τη ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος) είναι κατά κύριο λόγο προϊόν των σωρευμένων επί δεκαετίες δημοσιονομικών ανισορροπιών.[26]

Κατά συνέπεια, η Επιτροπή της Βασιλείας προχώρησε στην υιοθέτηση του νέου διεθνούς κανονιστικού πλαισίου, της «Βασιλείας ΙΙΙ», με γνώμονα την αντιμετώπιση των ως άνω αστοχιών που αναδείχτηκαν κατά την πρόσφατη κρίση. Ειδικότερα κρίθηκε (σύμφωνα με τα προαναφερθέντα) ότι η «Βασιλεία ΙΙ» δεν υπήρξε επαρκής, τα δε κενά της, όπως και ορισμένες διατάξεις της, συνέβαλαν (προφανώς στον βαθμό που τους αναλογεί), στην εκδήλωση της κρίσης και τις επακόλουθες αρνητικές επιπτώσεις της στον πραγματικό τομέα της οικονομίας.

Β. Οι διατάξεις της «Βασιλείας ΙΙΙ»: επισκόπηση

1. Συνολική θεώρηση

1.1 Συστηματική κατάταξη

Από συστηματική άποψη, οι διατάξεις της «Βασιλείας ΙΙΙ» μπορούν να καταταγούν σε δύο κατηγορίες:

(α) Στην πρώτη κατηγορία εντάσσονται οι διατάξεις μέσω των οποίων επέρχονται τροποποιήσεις σε διατάξεις του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου που διέπει την κεφαλαιακή επάρκεια των διεθνών τραπεζών (δηλαδή της «Βασιλείας ΙΙ»), καθώς και προσθήκες σε αυτό (βλέπε κατωτέρω, υπό 1.2).

(β) Στη δεύτερη κατηγορία εντάσσονται οι διατάξεις με τις οποίες καθιερώνονται «καινοτόμα στοιχεία», οι οποίες διακρίνονται περαιτέρω:

- σε εκείνες μέσω των οποίων καθιερώνονται νέοι κανόνες μικρο-προληπτικής, κυρίως, ρυθμιστικής παρέμβασης στη λειτουργία των τραπεζών (υπό 1.3.1),[27]
- σε εκείνες με τις οποίες καθιερώνονται κανόνες μακρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης (υπό 1.3.2).

---

[21] Basel Committee on Banking Supervision (2010a), παρ. 151.

[22] Βλέπε ενδεικτικά, αντί άλλων, Χαρδούβελη (2011α), σελ. 51-58.

[23] Για μια συνολική θεώρηση και αξιολόγηση των εν λόγω μέτρων, βλέπε Panetta et. al. (2009).

[24] Το πλέον χαρακτηριστικό παράδειγμα υπήρξε αυτό της Ισλανδίας (βλέπε σχετικά Claessens, Herring and Schoenmaker (2010), σελ. 51-53).

[25] Το πλέον χαρακτηριστικό και πρόσφατο παράδειγμα είναι αυτό της Ιρλανδίας. Για τη μετεξέλιξη των χρηματοπιστωτικών κρίσεων (εν γένει) σε δημοσιονομικές, βλέπε Ράπανο και Καπλάνογλου (2011), σελ. 231-238 (με περαιτέρω βιβλιογραφικές αναφορές).

[26] Βλέπε σχετικά, αντί άλλων, Χαρδούβελη (2011α), σελ. 58-73 και Ράπανο και Καπλάνογλου (2011), σελ. 238-245.

[27] Επικουρικά, οι εν λόγω διατάξεις επιτελούν και μακρο-προληπτική λειτουργία.

Όλες οι διατάξεις του νέου κανονιστικού πλαισίου προβλέπεται ότι θα αρχίσουν να εφαρμόζονται σταδιακά, από την 1η Ιανουαρίου 2013 μέχρι την 1η Ιανουαρίου 2019 (καταληκτική ημερομηνία πλήρους εφαρμογής). Για μια συνοπτική θεώρηση όλων των καθιερούμενων μεταβατικών διατάξεων, βλέπε τον Πίνακα του Παραρτήματος 4 της πρώτης από τις δύο εκθέσεις που συνθέτουν τη «Βασιλεία ΙΙΙ».

1.2 Τροποποιήσεις και προσθήκες στο ισχύον κανονιστικό πλαίσιο που διέπει την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών

1.2.1 Διατάξεις για τα ελάχιστα ίδια κεφάλαια των τραπεζών

Η σημαντικότερη τροποποίηση που επέρχεται στο ισχύον κανονιστικό πλαίσιο της Επιτροπής της Βασιλείας αναφορικά με την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών αφορά τον ορισμό των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων τους. Στη θεματική αυτή θα επανέλθουμε αναλυτικά κατωτέρω στην παρούσα ενότητα του άρθρου, υπό 2.

1.2.2 Διατάξεις για την κάλυψη των τραπεζών έναντι της έκθεσής τους στον πιστωτικό κίνδυνο[28]

Κατά τη διάρκεια της πρόσφατης κρίσης διαπιστώθηκε ότι ορισμένες τράπεζες υπέστησαν σημαντικές ζημίες από ανοίγματα για τα οποία δεν είχαν καθιερωθεί κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας. Για τον λόγο αυτό, με το νέο κανονιστικό πλαίσιο επιδιώκεται η ενίσχυση της κάλυψης των τραπεζών έναντι της έκθεσής τους στον πιστωτικό κίνδυνο από στοιχεία του χαρτοφυλακίου τους (εντός και εκτός ισολογισμού), όπως, π.χ., εξω-χρηματιστηριακά παράγωγα μέσα, συμφωνίες πώλησης και επαναγοράς, και δάνεια για την αγορά κινητών αξιών και θέσεων σε παράγωγα μέσα.

Περαιτέρω, καθιερώθηκαν διατάξεις αναφορικά με τα ακόλουθα:

(α) Κατά τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων για κάλυψη έναντι του πιστωτικού κινδύνου σύμφωνα με την τυποποιημένη προσέγγιση, οι τράπεζες οφείλουν να αξιολογούν τον πιστωτικό κίνδυνο των ανοιγμάτων τους, ανεξάρτητα από το αν υπάρχει ή όχι πιστοληπτική αξιολόγηση από Οίκους Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας ("credit rating agencies"), και να ελέγχουν κατά πόσο οι συντελεστές στάθμισης που εφαρμόζονται για τα εν λόγω ανοίγματα είναι κατάλληλοι ή όχι.

(β) Προκειμένου να αναγνωρίζουν ως «επιλέξιμο» έναν Οίκο Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας, οι εθνικές εποπτικές αρχές οφείλουν να ελέγχουν σε διαρκή βάση αν αυτός πληροί τα κατάλληλα κριτήρια, λαμβάνοντας ως σημείο αναφοράς τον αναθεωρημένο Κώδικα της IOSCO, του 2008, για τους Οίκους Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, Report of the Technical Committee).[29]

1.3 Τα «καινοτόμα στοιχεία»

1.3.1 Νέοι κανόνες μικρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης

1.3.1.1 Συντελεστής μόχλευσης[30]

Όπως προαναφέρθηκε, ένα από τα βασικά αίτια της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης υπήρξε η υπερβολική μόχλευση των τραπεζών. Για τον λόγο αυτό και με στόχο την αποφυγή της εμφάνισης του φαινομένου στο μέλλον (κυρίως λόγω των σημαντικών αρνητικών συνεπειών που συνεπάγονται για τον πραγματικό τομέα της οικονομίας οι διαδικασίες απομόχλευσης ("deleveraging") των τραπεζών σε περιόδους έντασης), με διατάξεις της «Βασιλείας ΙΙΙ» καθιερώνεται ένας απλός συντελεστής μόχλευσης, ο οποίος δεν βασίζεται στον κίνδυνο (δηλαδή τα στοιχεία του ενεργητικού και εκτός ισολογισμού των τραπεζών δεν

[28] Basel Committee on Banking Supervision (2010a), παρ. 97-121.

[29] Ο κώδικας είναι διαθέσιμος στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf.

[30] Basel Committee on Banking Supervision (2010a), παρ. 151-164.

σταθμίζονται με συντελεστές κινδύνου), και θα εφαρμόζεται συμπληρωματικά προς τις απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας (ως "backstop measure").

Ο συντελεστής μόχλευσης, το ύψος του οποίου ανέρχεται σε 3%, έχει σχεδιαστεί αρχικά ώστε να έχει:

- ως αριθμητή τα βασικά ίδια κεφάλαια των τραπεζών (σύμφωνα με τον νέο ορισμό[31]), και
- ως παρονομαστή τα ανοίγματά τους, εντός και εκτός ισολογισμού, βάσει της λογιστικής τους αξίας, χωρίς στάθμιση κατά τον κίνδυνο και (κατ' αρχήν) χωρίς δικαίωμα συμψηφισμού απαιτήσεων και υποχρεώσεων (όπως ισχύει κατά τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων),

σύμφωνα με τις λεπτομερείς διατάξεις του νέου κανονιστικού πλαισίου.

1.3.1.2 Συντελεστές ρευστότητας[32]

Με το νέο κανονιστικό πλαίσιο καθιερώνονται για πρώτη φορά σε διεθνές επίπεδο δύο συντελεστές ρευστότητας των τραπεζών ("liquidity ratios"):

- ένας βραχυχρόνιος, ο «συντελεστής κάλυψης ρευστότητας» ["liquidity coverage ratio", "LCR", κατωτέρω υπό (α)], και
- ένας μακροχρόνιος, ο «συντελεστής καθαρής σταθερής χρηματοδότησης» ["net stable funding ratio", "NSFR", υπό (β)].

(α) Ο συντελεστής κάλυψης ρευστότητας

Με την καθιέρωση του εν λόγω συντελεστή επιδιώκεται η διασφάλιση της ύπαρξης επαρκών, υψηλής ποιότητας ρευστοποιήσιμων στοιχείων του ενεργητικού, ώστε να καλυφθούν ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις. Ο εν λόγω συντελεστής, το ύψος του οποίου πρέπει να ισούται ή να υπερβαίνει το 100%, ορίζεται ως ο λόγος:

- του αποθέματος των υψηλής ποιότητας ρευστοποιήσιμων στοιχείων του ενεργητικού,
- προς το σύνολο των καθαρών ταμειακών εκροών κατά τη διάρκεια των επόμενων τριάντα (30) ημερολογιακών ημερών,

όπως αυτό και αυτές καθορίζονται με τις εκτενέστατες και λεπτομερείς διατάξεις του νέου κανονιστικού πλαισίου.

(β) Ο συντελεστής καθαρής σταθερής χρηματοδότησης

Με την καθιέρωση του συντελεστή καθαρής σταθερής χρηματοδότησης επιδιώκονται δύο στόχοι:

(α) Ο πρώτος συνίσταται στην αντιμετώπιση του προβλήματος που απορρέει από τον ετεροχρονισμό στη ρευστοποιησιμότητα στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού του ισολογισμού των τραπεζών ("liquidity mismatch").

(β) Επιδιώκεται, επίσης, η δημιουργία κινήτρων στις τράπεζες να χρησιμοποιούν σταθερές πηγές για τη χρηματοδότηση των περιουσιακών τους στοιχείων (περιλαμβανομένων των δανείων), η διάρκεια των οποίων υπερβαίνει το έτος.

Ο εν λόγω συντελεστής, το ύψος του οποίου πρέπει να υπερβαίνει το 100%, ορίζεται ως ο λόγος:

- της διαθέσιμης ποσότητας σταθερής χρηματοδότησης,
- προς την απαιτούμενη ποσότητα σταθερής χρηματοδότησης,

όπως αυτές καθορίζονται λεπτομερώς στο νέο κανονιστικό πλαίσιο.

---

[31] Βλέπε σχετικά κατωτέρω, υπό 2.1.2.

[32] Basel Committee on Banking Supervision (2010b), παρ. 16-186.

(γ) Εργαλεία παρακολούθησης του κινδύνου ρευστότητας από τις εποπτικές αρχές

Προκειμένου να διασφαλιστεί η κατάλληλη παρακολούθηση και αξιολόγηση του κινδύνου ρευστότητας από τις εποπτικές αρχές με ομοιόμορφο τρόπο, η Επιτροπή της Βασιλείας καθιερώνει πέντε εργαλεία παρακολούθησής του:

- τη συμβατική αναντιστοιχία ληκτοτήτων ("contractual maturity mismatch"),
- τη συγκέντρωση της χρηματοδότησης ("concentration of funding"),
- τα διαθέσιμα μη βεβαρημένα στοιχεία του ενεργητικού ("available unencumbered assets"),
- τον συντελεστή κάλυψης ρευστότητας ανά σημαντικό νόμισμα ("LCR by significant currency"), και
- τα εργαλεία παρακολούθησης εξελίξεων στην αγορά ("market-related monitoring tools").

Τα εργαλεία αυτά πρέπει να χρησιμοποιούνται από τις εποπτικές αρχές σε διαρκή βάση, ώστε να αποκτούν επαρκή και συγκεκριμένη πληροφόρηση αναφορικά με τις συνθήκες ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα και τις επιμέρους τράπεζες.

1.3.2 Κανόνες μακρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης

1.3.2.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Στη δεύτερη ενότητα των καινοτόμων στοιχείων της «Βασιλείας ΙΙΙ» εντάσσονται οι διατάξεις με τις οποίες καθιερώνονται για πρώτη φορά σε διεθνές επίπεδο κανόνες μακρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης. Ως προς τους εν λόγω κανόνες πρέπει να γίνει η ακόλουθη οριοθέτηση:

(α) Το νέο κανονιστικό πλαίσιο περιέχει ειδικές διατάξεις για την αντιμετώπιση της χρονικής διάστασης του συστημικού κινδύνου, δηλαδή τον περιορισμό της προκυκλικότητας. Στο πλαίσιο αυτό, οι τράπεζες καλούνται:

  (i) να δημιουργούν, σε ομαλές περιόδους, «κεφαλαιακό απόθεμα για λόγους συντήρησης» ("capital conservation buffer") (βλέπε κατωτέρω, υπό 1.3.2.2),

  (ii) να δημιουργούν, σε περιόδους υπερβολικής πιστωτικής επέκτασης, «αντικυκλικό (κεφαλαιακό) απόθεμα» ("countercyclical buffer") (υπό 1.3.2.3),

  (iii) να σχηματίζουν δυναμικές προβλέψεις ("forward-looking provisions") βάσει των αναμενόμενων ζημιών από στοιχεία του χαρτοφυλακίου τους,[33] και

  (iv) να καλύπτονται έναντι της υπερβολικής κυκλικότητας των ελάχιστων κεφαλαιακών τους απαιτήσεων.[34]

(β) Αντίθετα, για την αντιμετώπιση της διακλαδικής διάστασης του συστημικού κινδύνου δεν καθιερώνονται ειδικές διατάξεις. Κατά την κρίση, όμως, της Επιτροπής της Βασιλείας ορισμένοι από τους κανόνες που καθιερώνονται για την κάλυψη των τραπεζών έναντι της έκθεσής τους στον πιστωτικό κίνδυνο από συγκεκριμένα στοιχεία του χαρτοφυλακίου τους (σύμφωνα με τα μόλις προαναφερθέντα, υπό 1.2.2), θα έχουν θετική συμβολή και στην αντιμετώπιση αυτής της διάστασης του συστημικού κινδύνου.

1.3.2.2 Κεφαλαιακό απόθεμα για λόγους συντήρησης[35]

Σύμφωνα με το νέο κανονιστικό πλαίσιο, οι τράπεζες καλούνται να δημιουργούν κεφαλαιακό απόθεμα για λόγους συντήρησης ("capital conservation buffer"), επιπροσθέτως των ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων

---

[33] Basel Committee on Banking Supervision (2010a), παρ. 23-25.

[34] Η συσχέτιση μεταξύ των τεσσάρων (4) αυτών κατηγοριών κανόνων μακρο-προληπτικής πολιτικής αναδεικνύεται με σαφήνεια στην παρ. 31 της έκθεσης (*ibid*).

[35] *Ibid*, παρ. 123-132.

που πρέπει να τηρούν σε διαρκή βάση. Η δημιουργία αυτού του αποθέματος θα γίνεται σε ομαλές περιόδους (δηλαδή σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης και πιστωτικής επέκτασης) με σκοπό τη διασφάλιση της δυνατότητας απορρόφησης, μέσω αυτών, ζημιών που μπορεί να επέλθουν σε περιόδους έντασης του οικονομικού κύκλου.

Το απόθεμα αυτό, ύψους 2,5% του συνόλου των σταθμισμένων στοιχείων του ενεργητικού των τραπεζών (σύμφωνα με τις διατάξεις για τον συντελεστή κεφαλαιακής επάρκειας):

- θα αποτελείται αποκλειστικά από κύρια στοιχεία των βασικών ιδίων κεφαλαίων τους (σύμφωνα με τον νέο ορισμό[36]), και
- θα χρησιμοποιείται ώστε να αποφεύγεται, κατ' αρχήν, η προσφυγή στα ελάχιστα ίδια κεφάλαια για την απορρόφηση ζημιών.

Εφόσον μια τράπεζα κάνει χρήση του, θα οφείλει να το ανακτήσει άμεσα μέσω του περιορισμού της διανομής κερδών για την καταβολή μερισμάτων, την επαναγορά ιδίων μετοχών, ή την καταβολή bonuses στο προσωπικό.

1.3.2.3 Αντικυκλικό κεφαλαιακό απόθεμα[37]

Με τη «Βασιλεία III» καθιερώνεται η υποχρέωση των τραπεζών να δημιουργούν, σε εξαιρετικές περιπτώσεις, και ένα επιπλέον απόθεμα, το αντικυκλικό κεφαλαιακό απόθεμα ("countercyclical capital buffer"), ώστε να διασφαλιστεί ότι κατά τον καθορισμό των συνολικών κεφαλαιακών απαιτήσεών τους θα λαμβάνονται υπόψη, κατά το δυνατόν, πλήρως οι συνθήκες του μακρο-οικονομικού περιβάλλοντος στο οποίο λειτουργούν. Η ενεργοποίηση της υποχρέωσης των τραπεζών να δημιουργούν αυτό το απόθεμα και ο προσδιορισμός του ύψους του θα γίνεται από τις αρμόδιες αρχές που θα ορίσει κάθε κράτος, όταν αυτές κρίνουν ότι υφίσταται υπερβολική πιστωτική επέκταση η οποία ενέχει συστημικό κίνδυνο. Στο πλαίσιο αυτό, οι αρχές καλούνται:

- να ελέγχουν την πιστωτική επέκταση, καθώς και άλλους δείκτες βάσει των οποίων μπορεί να εντοπιστεί η πιθανότητα επέλευσης συστημικού κινδύνου, και
- να αξιολογούν κατά πόσο η πιστωτική επέκταση είναι (και σε ποιον βαθμό) «υπερβολική» και ενδέχεται να οδηγήσει στην επέλευση συστημικού κινδύνου, σε καταφατική δε περίπτωση να ενεργοποιούν την υποχρέωση.

Το ύψος του αντικυκλικού κεφαλαιακού αποθέματος θα κλιμακώνεται, κατά την κρίση των αρμοδίων αρχών, από 0% έως 2,5% του συνόλου των σταθμισμένων στοιχείων του ενεργητικού των τραπεζών (σύμφωνα με τις διατάξεις για τον συντελεστή κεφαλαιακής επάρκειας). Το απόθεμα:

- θα δημιουργείται με επέκταση του (μόλις προαναφερθέντος) κεφαλαιακού αποθέματος για λόγους συντήρησης, και
- θα αποτελείται επίσης, κατ' αρχήν τουλάχιστον, αποκλειστικά από κύρια στοιχεία των βασικών ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών (σύμφωνα με τον νέο ορισμό).

Ειδικά, οι διεθνώς δραστηριοποιούμενες τράπεζες (με θυγατρικές τραπεζικές επιχειρήσεις σε περισσότερα κράτη) οφείλουν να διαμορφώνουν το εν λόγω απόθεμα με βάση έναν σταθμισμένο μέσο όρο, ο οποίος θα συναρτάται προς την εγχώρια και τη διεθνή τους δραστηριότητα (δεδομένου ότι ο οικονομικός κύκλος στα επιμέρους κράτη μπορεί να μην είναι (και συνήθως δεν θα είναι) συγχρονισμένος).

---

[36] Βλέπε σχετικά κατωτέρω, υπό 2.1.2.

[37] Basel Committee on Banking Supervision (2010a), παρ. 136-149.

2. Ειδικά: οι διατάξεις για τα ελάχιστα ίδια κεφάλαια των τραπεζών[38]

2.1 Ορισμός των ελαχίστων ιδίων κεφαλαίων

2.1.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Η σημαντικότερη τροποποίηση που επέρχεται στο ισχύον κανονιστικό πλαίσιο της Επιτροπής της Βασιλείας αναφορικά με την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών αφορά αναμφισβήτητα τον ορισμό των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων τους. Όπως έχει προαναφερθεί, με την εν λόγω τροποποίηση επιδιώκεται η ενίσχυση της ποιότητας των ιδίων κεφαλαίων τους, μετά από την αξιολόγηση των (αρνητικών) εμπειριών που αντλήθηκαν κατά τη διάρκεια της πρόσφατης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης ως προς τη δυνατότητα των τραπεζών να απορροφήσουν, μέσω των ιδίων κεφαλαίων τους, ζημίες από τους κινδύνους στους οποίους εκτέθηκαν.

Στο πλαίσιο αυτό, κρίνεται σκόπιμο να γίνουν, κατ' αρχήν, οι ακόλουθες επισημάνσεις:

(α) Το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών κατά τον υπολογισμό των κεφαλαιακών τους απαιτήσεων, τα οποία καλούνται «ελάχιστα» ("minimum capital") δεδομένου ότι καθιερώνονται και τα δύο προαναφερθέντα κεφαλαιακά αποθέματα, θα συνεχίσει να αποτελείται από το άθροισμα:

- των βασικών ιδίων κεφαλαίων τους ("Tier 1 Capital"), τα οποία, όμως, πλέον κατατάσσονται σε δύο κατηγορίες (βλέπε κατωτέρω, υπό 2.1.2), διάκριση η οποία έχει σημασία ως προς τα σχετικά καθιερούμενα ποσοτικά όρια (βλέπε κατωτέρω, υπό 2.2), και
- των συμπληρωματικών ιδίων κεφαλαίων τους ("Tier 2 Capital", υπό 2.1.3).

Αντίθετα, ο εναλλακτικός ορισμός των ιδίων κεφαλαίων ("Tier 3 Capital"), με τον οποίον οι τράπεζες έχουν, σύμφωνα με το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο, τη δυνατότητα να εκπληρώνουν τις κεφαλαιακές τους απαιτήσεις για κάλυψη έναντι των κινδύνων αγοράς,[39] καταργείται.

(β) Οι καθιερούμενες τροποποιήσεις αφορούν τη σύνθεση της κάθε κατηγορίας ιδίων κεφαλαίων, καθώς και τα κριτήρια επιλεξιμότητας των στοιχείων των ιδίων κεφαλαίων για την ένταξή τους σε κάθε μία από αυτές.

2.1.2 Οι διατάξεις για τα βασικά ίδια κεφάλαια

Σύμφωνα με τη «Βασιλεία ΙΙΙ», τα βασικά ίδια κεφάλαια των τραπεζών θα αποτελούνται από δύο κατηγορίες στοιχείων:

- τα κύρια στοιχεία ("common equity Tier 1 capital", κατωτέρω υπό 2.1.2.1), και
- τα πρόσθετα στοιχεία ("additional Tier 1 capital", υπό 2.1.2.2).

2.1.2.1 Κύρια στοιχεία των βασικών ιδίων κεφαλαίων

Στα κύρια στοιχεία των βασικών ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών εντάσσονται τα ακόλουθα:

(α) Η αξία του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου σε επίπεδο κοινών μετοχών (με ή χωρίς δικαίωμα ψήφου), αποκλειομένων όλων των κατηγοριών προνομιούχων μετοχών, εφόσον πληρούνται συγκεκριμένες προϋποθέσεις.[40]

(β) Τα αποτελέσματα εις νέον ("retained earnings"), περιλαμβανομένων και των προσωρινών.

---

[38] *Ibid*, παρ. 48-93.

[39] Στην εν λόγω κατηγορία εντάσσονται βραχυχρόνια δάνεια μειωμένης εξασφάλισης (Basel Committee on Banking Supervision (2006), παρ. 49 (xiii)-(xiv)).

[40] Ειδικοί κανόνες καθιερώνονται αναφορικά με τις τράπεζες που δεν έχουν τη νομική μορφή της ανώνυμης εταιρείας (π.χ., συνεταιριστικές τράπεζες), οι οποίες δεν διαθέτουν μετοχικό κεφάλαιο.

(γ) Τα εμφανή αποθεματικά ("disclosed reserves").

(δ) Υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις, οι κοινές μετοχές οι οποίες έχουν εκδοθεί από θυγατρικές επιχειρήσεις των τραπεζών που υπάγονται στην ενοποιημένη εποπτεία τους, και κατέχονται από τρίτους ("minority interest").

(ε) Η διαφορά από την έκδοση των ανωτέρω κατηγοριών κοινών μετοχών υπέρ το άρτιο.

2.1.2.2 Πρόσθετα στοιχεία των βασικών ιδίων κεφαλαίων

Στα πρόσθετα στοιχεία των βασικών ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών εντάσσονται τα ακόλουθα:

(α) Προνομιούχες μετοχές και ομολογιακοί τίτλοι που πληρούν, κυρίως, τους ακόλουθους όρους:

- είναι μη καθορισμένης διάρκειας,
- έχουν εκδοθεί και το ποσό της έκδοσης έχει καταβληθεί πλήρως,
- είναι μειωμένης εξασφάλισης έναντι των καταθετών και όλων των εν γένει πιστωτών,
- δεν περιέχουν ρήτρα προσαύξησης της προκαθορισμένης απόδοσής τους σε περίπτωση μη άσκησης του δικαιώματος ανάκλησής τους ("step-up clause"), ή παρεμφερή ρήτρα ("redeem clause"),
- μπορούν να ανακληθούν από τον εκδότη τους μόνο μετά την παρέλευση πενταετίας, και εφόσον πληρούνται συγκεκριμένες προϋποθέσεις.

Σύμφωνα με το Παράρτημα που επισυνάπτεται στο προαναφερθέν (υπό Α 1) δελτίο τύπου της Επιτροπής της Βασιλείας της 13ης Ιανουαρίου 2011, οι προνομιούχες μετοχές και οι ομολογιακοί τίτλοι που εντάσσονται είτε στα πρόσθετα στοιχεία των βασικών ιδίων κεφαλαίων είτε στα συμπληρωματικά ίδια κεφάλαια των τραπεζών (βλέπε κατωτέρω, υπό 2.1.3), θα πρέπει, επιπλέον, να πληρούν τους όρους που αναφέρονται σε αυτό, ώστε να διασφαλιστεί η μέγιστη δυνατή ικανότητα απορρόφησης ζημιών ("loss absorbency").

(β) Υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις, τίτλοι με τα ως άνω χαρακτηριστικά οι οποίοι έχουν εκδοθεί από θυγατρικές επιχειρήσεις των τραπεζών που υπάγονται στην ενοποιημένη εποπτεία τους, κατέχονται από τρίτους, και δεν περιλαμβάνονται στα κύρια στοιχεία των βασικών ιδίων κεφαλαίων.

(γ) Η διαφορά από την έκδοση προνομιούχων μετοχών που εντάσσονται στην εν λόγω κατηγορία υπέρ το άρτιο.

Κατά συνέπεια, μεταξύ όλων των υπολοίπων αλλαγών που επέρχονται:

(i) οι προνομιούχες μετοχές μη καθορισμένης διάρκειας που δεν παρέχουν δικαίωμα σωρευτικού μερίσματος για παρελθούσες χρήσεις συνεχίζουν μεν να εντάσσονται στα βασικά ίδια κεφάλαια των τραπεζών, με ποσοτικούς όμως περιορισμούς,

(ii) οι καινοτόμοι τίτλοι ("innovative instruments") οι οποίοι, σύμφωνα με το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο, εντάσσονται στα βασικά ίδια κεφάλαια των τραπεζών μέχρι ποσοστού 15%[41] *θα παύσουν να περιλαμβάνονται σε αυτά.*

2.1.3 Οι διατάξεις για τα συμπληρωματικά ίδια κεφάλαια

Στην κατηγορία των συμπληρωματικών ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών εντάσσονται τα ακόλουθα στοιχεία:

(α) Προνομιούχες μετοχές και ομολογιακοί τίτλοι που πληρούν, κυρίως, τους όρους που αναφέρθηκαν προηγουμένως [υπό 2.1.2.2 (α)] αναφορικά με τα πρόσθετα στοιχεία των βασικών ιδίων κεφαλαίων, αλλά είναι ορισμένης διάρκειας, τουλάχιστον πενταετούς.

[41] Basel Committee on Banking Supervision (2006), Παράρτημα 1.

(β) Υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις, τίτλοι με τα ως άνω χαρακτηριστικά οι οποίοι έχουν εκδοθεί από θυγατρικές επιχειρήσεις των τραπεζών που υπάγονται στην ενοποιημένη εποπτεία τους, κατέχονται από τρίτους, και δεν περιλαμβάνονται στα βασικά ίδια κεφάλαια.

(γ) Η διαφορά από την έκδοση προνομιούχων μετοχών που εντάσσονται στην εν λόγω κατηγορία υπέρ το άρτιο.

(δ) Ορισμένα κεφάλαια για γενικούς τραπεζικούς κινδύνους ("general provisions/general loan-loss reserves"), εφόσον κατά τον υπολογισμό της κεφαλαιακής απαίτησης για κάλυψη έναντι του πιστωτικού κινδύνου ακολουθείται η τυποποιημένη προσέγγιση και τηρούνται, επιπλέον, συγκεκριμένες προϋποθέσεις.

Κατά συνέπεια, τα αφανή αποθεματικά ("undisclosed reserves"), καθώς και τα αποθεματικά από την αναπροσαρμογή πάγιων στοιχείων του ενεργητικού και οι διορθώσεις αξίας χρηματοπιστωτικών μέσων ("revaluation reserves"), τα οποία, σύμφωνα με το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο, εντάσσονται στα συμπληρωματικά ίδια κεφάλαια των τραπεζών,[42] *θα παύσουν να περιλαμβάνονται σε αυτά.*

2.1.4 Ειδικές διατάξεις

Αναλυτικές διατάξεις καθιερώθηκαν αναφορικά με τα στοιχεία που πρέπει να αφαιρούνται από τα επιμέρους στοιχεία των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών, οι οποίες είναι σαφώς αυστηρότερες εκείνων του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου. Με το νέο κανονιστικό πλαίσιο ενισχύεται, επίσης, σημαντικά το καθεστώς που διέπει την υποχρέωση των τραπεζών για τη δημοσιοποίηση στοιχείων αναφορικά με τη σύνθεση των ιδίων κεφαλαίων τους.

2.2 Τα καθιερούμενα νέα ποσοτικά όρια

Η Επιτροπή της Βασιλείας έθεσε τα ακόλουθα νέα ποσοτικά όρια όσον αφορά τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις των τραπεζών, τα οποία πρέπει να τηρούνται σε συνεχή βάση:

(α) Τα κύρια στοιχεία των βασικών ιδίων κεφαλαίων πρέπει να ανέρχονται σε ποσοστό τουλάχιστον 4,5% των σταθμισμένων στοιχείων του ενεργητικού των τραπεζών και των στοιχείων εκτός ισολογισμού.

(β) Το σύνολο των βασικών ιδίων κεφαλαίων πρέπει να ανέρχεται σε ποσοστό τουλάχιστον 6,0% των σταθμισμένων στοιχείων του ενεργητικού τους και των στοιχείων εκτός ισολογισμού (από 4,0% με βάση το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο).

(γ) Το σύνολο των ελαχίστων ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών (βασικών και συμπληρωματικών) θα συνεχίσει να ανέρχεται σε ποσοστό τουλάχιστον 8,0% των σταθμισμένων στοιχείων του ενεργητικού τους και των στοιχείων εκτός ισολογισμού. Επαγωγικά, πάντως, προκύπτει ότι το ύψος των συμπληρωματικών ιδίων κεφαλαίων δεν θα επιτρέπεται να υπερβαίνει το 2%.

Επισημαίνεται, επίσης, ότι τα κεφάλαια για γενικούς τραπεζικούς κινδύνους (τα οποία εντάσσονται, σύμφωνα με τα προαναφερθέντα, στα συμπληρωματικά ίδια κεφάλαια) δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν το 1,25% των σταθμισμένων στοιχείων του ενεργητικού τους και των στοιχείων εκτός ισολογισμού, όπως και σύμφωνα με το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο.

[42] *Ibid*, παρ. 49 (iv)-(vi).

ΠΙΝΑΚΑΣ Οι συνολικές κεφαλαιακές απαιτήσεις που θα επιβληθούν στις τράπεζες σύμφωνα με το νέο κανονιστικό πλαίσιο της Επιτροπής της Βασιλείας στο τέλος των καθιερούμενων μεταβατικών περιόδων (*)
(ποσοστά σε σχέση με το σύνολο των σταθμισμένων στοιχείων ενεργητικού και εκτός ισολογισμού)

	Κύρια στοιχεία βασικών ιδίων κεφαλαίων	**Σύνολο βασικών ιδίων κεφαλαίων**	**Συνολική κεφαλαιακή απαίτηση (βασικά και συμπληρωματικά ίδια κεφάλαια)**
1. Ελάχιστα ίδια κεφάλαια (από 1.1.2015)	4,5% (από 2%)	6,0% (από 4%)	8,0% (αμετάβλητο)
2. Κεφαλαιακό απόθεμα για λόγους συντήρησης (από 1.1.2019)	2,5% (νέο)		
3. Άθροισμα 1 και 2 (από 1.1.2019)	7,0%	8,5%	10,5%
Αντικυκλικό κεφαλαιακό απόθεμα (από 1.1.2019)	0 - 2,5% (νέο)		

(*) Για τις συστημικά σημαντικές τράπεζες ενδέχεται να καθιερωθεί επιπλέον κεφαλαιακή απαίτηση ύψους 2%

Γ. Αξιολόγηση

1. Ωφέλειες και κόστος από τη σταδιακή καθιέρωση των νέων κανόνων

Σύμφωνα με τα αναφερθέντα κατά την επισκόπηση (στην ενότητα Β) των διατάξεων της «Βασιλείας ΙΙΙ», η εφαρμογή τους προτείνεται από την Επιτροπή να γίνει σταδιακά από το 2013 και σε βάθος εξαετίας, ενώ ορισμένες από αυτές θα αποτελέσουν κατά πάσα βεβαιότητα, κατά τη διάρκεια των μεταβατικών περιόδων εποπτικής παρακολούθησης που καθιερώθηκαν, αντικείμενο τροποποίησης. Αυτό οδηγεί σε δύο συμπεράσματα, ένα θετικό και ένα αρνητικό:

(α) Το γεγονός ότι οι νέοι κανόνες δεν εφαρμόζονται αμέσως είναι, κατ' αρχήν, απόρροια του ότι η εφαρμογή τους, σε πλήρη ανάπτυξη και σωρευτικά, θα έχει σημαντικές επιπτώσεις στη λειτουργία των τραπεζών, λόγω του συνεπαγόμενου κόστους εφαρμογής. Οι κεφαλαιακές απαιτήσεις τους θα αυξηθούν σημαντικά (ιδίως σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης), ενώ η εφαρμογή των διατάξεων για τους συντελεστές ρευστότητας θα οδηγήσει σε ορισμένες περιπτώσεις σε αναπροσδιορισμό του επιχειρηματικού τους μοντέλου. Η ύπαρξη επαρκούς χρόνου προσαρμογής ήταν, συνεπώς, αναγκαία.

(β) Αντίθετα, το γεγονός ότι ορισμένες διατάξεις της «Βασιλείας ΙΙΙ» είναι σχεδόν βέβαιο ότι θα τροποποιηθούν δημιουργεί ένα περιβάλλον ασάφειας, το οποίο ενδέχεται να οδηγήσει σε καθυστερήσεις στην υιοθέτηση των κανόνων, πόσω μάλλον αφού η υιοθέτηση θα γίνει κατά τη διακριτική ευχέρεια εθνικών αρχών (βλέπε σχετικά αμέσως κατωτέρω, υπό 2).

2. Κίνδυνοι από την εφαρμογή των νέων κανόνων

Από τα μόλις προαναφερθέντα [υπό 1(α)] προκύπτει αβίαστα ότι τα περιθώρια κερδοφορίας των τραπεζών στο νέο περιβάλλον θα περιοριστούν αισθητά, όπως και οι αποδόσεις των ιδίων κεφαλαίων τους (όποια και αν είναι η δυνατότητα μετακύλισης του κόστους στους αποδέκτες των υπηρεσιών και όποια και αν είναι τα περιθώρια για περικοπή λειτουργικού κόστους).[43] Η παρατήρηση αυτή ισχύει κατά μείζονα λόγο, αν ληφθεί υπόψη το γεγονός ότι η «Βασιλεία ΙΙΙ» δεν είναι παρά μόνον μία από τις «δέσμες» μέτρων ρυθμιστικής παρέμβασης στη λειτουργία των τραπεζών που τελούν στην τρέχουσα συγκυρία υπό διαμόρφωση σύμφωνα με τα προαναφερθέντα.

Αυτό είναι, βέβαια, το τίμημα της ανάγκης θωράκισης της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος, διεθνώς, απέναντι στο ενδεχόμενο εκδήλωσης μιας νέας σημαντικής χρηματοπιστωτικής κρίσης, όπως η πρόσφατη. Ακόμα και αν είναι ορθός ο ισχυρισμός (τον οποίο ο γράφων ασπάζεται) ότι το νέο περιβάλλον χαρακτηρίζεται από τάσεις υπερβολικής ρυθμιστικής παρέμβασης ("overregulation"), οι εμπειρίες από την πρόσφατη κρίση καθιστούν τη λήψη αυστηρών μέτρων πολιτικά δικαιολογήσιμη (αν και όχι πάντοτε επαρκώς αιτιολογημένη).[44]

Στο πλαίσιο αυτό, όμως, ελλοχεύουν τρεις (τουλάχιστον) κίνδυνοι, η σημασία των οποίων δεν πρέπει να υποτιμηθεί:

(α) Κατ' αρχήν, η εφαρμογή των νέων κανόνων μπορεί, σε ορισμένες τουλάχιστον περιπτώσεις, να οδηγήσει σε περιορισμό της προσφοράς δανειακών κεφαλαίων από τις τράπεζες με αρνητικές επιπτώσεις στον πραγματικό τομέα της οικονομίας και την ανάπτυξη. Κατά συνέπεια, είναι κρίσιμο να υπάρξουν ακριβείς και αξιόπιστες εκτιμήσεις αναφορικά με την αναμενόμενη επίδραση των προαναφερθέντων παραγόντων στη δανειοδοτική δραστηριότητα των τραπεζών (ιδίως δε των μικρότερων και των εξειδικευμένων – στεγαστικών, αποταμιευτικών και συνεταιριστικών), τόσο σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης όσο και σε περιόδους ύφεσης.[45]

(β) Επιπλέον, δεδομένου ότι στο σύνολό του το τραπεζικό σύστημα θα κληθεί να αντλήσει από τις αγορές τεράστια ποσά ιδίων κεφαλαίων (έστω και σε βάθος εξαετίας), κατ' εξοχήν δε με την έκδοση κοινών μετοχών, η αναμενόμενη μείωση των αποδόσεων των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών θα τις φέρει σε ανταγωνιστικά μειονεκτική θέση προς τις επιχειρήσεις άλλων κλάδων της οικονομίας, οι αποδόσεις του κεφαλαίου των οποίων θα παραμείνουν σταθερές ή θα τείνουν να αυξάνονται.

Αξίζει να επισημανθεί ότι στις συστημικά σημαντικές τράπεζες ενδέχεται να επιβληθεί και μία επιπλέον (πέραν των προαναφερθεισών) κεφαλαιακή απαίτηση, ύψους 2% των σταθμισμένων στοιχείων του ενεργητικού τους και των στοιχείων τους εκτός ισολογισμού, η οποία θα πρέπει να καλυφθεί επίσης με κύρια στοιχεία των βασικών ιδίων κεφαλαίων τους. Αυτό συνεπάγεται ότι το μετοχικό κεφάλαιο των μεγάλων διεθνών τραπεζών ενδέχεται να πρέπει, in extremis, να οκταπλασιαστεί κατά τη διάρκεια των αμέσως επομένων ετών![46]

---

[43] Στο πλαίσιο αυτό ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η επισήμανση που προέρχεται από ένα μέλος της τραπεζικής εποπτικής κοινότητας, του Jochen Sanio, προέδρου της Bafin (δηλαδή της γερμανικής ενιαίας εποπτικής αρχής του χρηματοπιστωτικού συστήματος), ότι ορατός είναι ο κίνδυνος ο τραπεζικός κλάδος να μετατραπεί σε μια "low return industry" (Sanio (2011), σελ. 39).

[44] Για τους προβληματισμούς του γράφοντος αναφορικά με την υπερβολική ρυθμιστική παρέμβαση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα μετά την πρόσφατη κρίση, βλέπε Γκόρτσο (2009).

[45] Στην κατεύθυνση αυτή ως θετική αξιολογείται η έκθεση της Επιτροπής Basel Committee on Banking Supervision (2010d): "Results of the comprehensive quantitative impact study", December, http://www.bis.org/publ/bcbs186.htm. Βλέπε, επίσης, Angelini et. al. (2011), και Slovik and Cournède (2011).

[46] Βλέπε σχετικά Sanio (2011), σελ. 39.

Κατά συνέπεια, όσες τράπεζες δεν μπορέσουν να προβούν στην αναγκαία άντληση κεφαλαίων από τις αγορές, θα αναγκαστούν, για να συμμορφωθούν προς τις απαιτήσεις του νέου κανονιστικού πλαισίου, να προβούν:

- σε απομόχλευση, συρρικνώνοντας στην περίπτωση αυτή και τη δανειοδοτική τους δραστηριότητα, ή/και
- σε αναδιαρθρώσεις που θα οδηγήσουν σε ενίσχυση της συγκέντρωσης του τραπεζικού κλάδου, χωρίς να είναι προφανείς οι θετικές συνέργειες από αυτό.

(γ) Τέλος, η ανάγκη περιορισμού του κόστους το οποίο συνεπάγεται για τις τράπεζες η εφαρμογή του νέου κανονιστικού πλαισίου μπορεί να οδηγήσει:

- σε ένα νέο κύκλο «ρυθμιστικού αρμπιτράζ», κυρίως με τη μετατόπιση δραστηριοτήτων σε τμήματα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, τα οποία θα συνεχίσουν να μην τελούν υπό ρυθμιστική παρέμβαση και εποπτεία (το καλούμενο "shadow banking system", το οποίο, όπως προαναφέρθηκε, συνέβαλε καθοριστικά στην εκδήλωση της κρίσης), ή σε κράτη με χαλαρό ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο, και
- σε χρηματοπιστωτικές καινοτομίες που ενδέχεται να εκθέσουν τράπεζες σε κινδύνους που δεν είναι σήμερα εντοπισμένοι.

Αυτό καθιστά ακόμα μεγαλύτερη την ανάγκη αναβάθμισης του ρόλου των εποπτικών αρχών (οι οποίες επωμίζονται ούτως ή άλλως βαρύτερο έργο με το νέο κανονιστικό πλαίσιο), ώστε να είναι δυνατή η εκ μέρους τους διαρκής παρακολούθηση των εξελίξεων που θα λαμβάνουν χώρα, και η έγκαιρη εκ μέρους τους υποβολή προτάσεων για κατάλληλη προσαρμογή του ρυθμιστικού πλαισίου.

3. Το πρόβλημα της ανταγωνιστικής ισότητας

Η τελευταία, αλλά εξίσου σημαντική κατά τη γνώμη του γράφοντος, επισήμανση είναι απόρροια του γεγονότος ότι οι κανόνες της Επιτροπής της Βασιλείας εν γένει στερούνται νομικής δεσμευτικότητας και νομικού εξαναγκασμού.[47] Συνεπώς, η υιοθέτηση των διατάξεων της «Βασιλείας ΙΙΙ», εν όλω ή εν μέρει, επαφίεται στη διακριτική ευχέρεια του εθνικού νομοθέτη (και στην περίπτωση της Ευρωπαϊκής Ένωσης, του ενωσιακού), η δε εφαρμογή τους στις εθνικές εποπτικές αρχές.

Ένα, λοιπόν, από τα βασικότερα ζητήματα που ανακύπτουν αφορά την έκταση στην οποία θα γίνει η ενσωμάτωση της «Βασιλείας ΙΙΙ» στις εθνικές έννομες τάξεις, και κυρίως από ποια κράτη, ώστε να διασφαλιστούν όροι ανταγωνιστικής ισότητας ιδίως ανάμεσα στις τράπεζες που έχουν διεθνή δραστηριότητα και αντιμετωπίζουν έντονα τον διεθνή ανταγωνισμό (ο οποίος, μεταξύ άλλων, επηρεάζεται και από το ρυθμιστικό κόστος που επιβαρύνει τους ανταγωνιστές). Το ιστορικό προηγούμενο από την άρνηση ορισμένων κρατών μελών της ίδιας της Επιτροπής της Βασιλείας να προβούν στην ενσωμάτωση της «Βασιλείας ΙΙ» είναι πρόσφατο και χαρακτηριστικό.[48]

[47] Βλέπε σχετικά Giovanoli (2000), σελ. 33-44, Boyle and Chinkin (2007), σελ. 211-229, και Stein–von Buttlar (2009), σελ. 150.

[48] Ενδεικτική είναι η περίπτωση των ΗΠΑ. Μολονότι οι εποπτικές και νομισματικές αρχές τους πρωτοστάτησαν στην Επιτροπή για την υιοθέτηση του αποδεκτού της μεθόδου υπολογισμού της αξίας του χαρτοφυλακίου των τραπεζών βάσει των εσωτερικών τους συστημάτων διαβάθμισης του πιστωτικού κινδύνου, δεν έχουν ακόμα ενσωματώσει στο εσωτερικό τους δίκαιο τις σχετικές διατάξεις.

Βιβλιογραφία – αρθρογραφία

Ελληνόγλωσση

Γκόρτσος, Χρ. Βλ. (2009), «Το μέτρο της αναγκαίας αναπροσαρμογής του δημοσίου χρηματοπιστωτικού δικαίου ως συνέπεια της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης», *Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο*, τεύχος 2, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, σελ. 215-223.

Γκόρτσος, Χρ. Βλ. (2006), «Η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία», στο: Στεφάνου, Κ. Α. και Χρ. Βλ. Γκόρτσος: *Διεθνές Οικονομικό Δίκαιο*, σειρά μελετών Διεθνούς και Ευρωπαϊκού Οικονομικού Δικαίου, αρ. 1, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, κεφάλαιο δέκατο τρίτο, σελ. 259-307.

Ράπανος, Β. και Καπλάνογλου Γ. (2011), «Οικονομική κρίση και δημοσιονομική πολιτική: Η περίπτωση της Ελλάδας», στον συλλογικό τόμο: Καραμούζης, Ν. Β. και Γκ. Α. Χαρδούβελης (επιμέλεια): *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της ευρωζώνης: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;*, Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, Αθήνα, σελ. 229-266.

Σπαρτιώτης, Δ. – Ι. Στουρνάρας (2010), *Τα θεμελιώδη αίτια της κατάρρευσης των τραπεζών και των χρηματοπιστωτικών αγορών: η εμπειρία 2007-2008*, εκδόσεις Gutenberg, Αθήνα.

Χαρδούβελης, Γκ. Α. (2011α), «Το χρονικό της διεθνούς και της συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: Αίτια, αντιδράσεις, επιπτώσεις, προοπτική», στον συλλογικό τόμο: Καραμούζης, Ν. Β. και Γκ. Α. Χαρδούβελης (επιμέλεια): *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της ευρωζώνης: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;*, Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, Αθήνα, σελ. 31-128.

Χαρδούβελης, Γκ. Α. (2011β), «Η υπερκυκλικότητα του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος και προτάσεις για τη μείωσή της», στον συλλογικό τόμο: Καραμούζης, Ν. Β. και Γκ. Α. Χαρδούβελης (επιμέλεια): *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της ευρωζώνης: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;* Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, Αθήνα, σελ. 325-379.

Ξενόγλωσση

Albertazzi, U., Eramo, G., Gambacorta, L. and C. Salleo (2011), "Securitization is not that evil after all", BIS Working Papers, No. 341, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, March.

Allen, W. and R. Moessner (2010), "Central Bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008-2009", BIS Working Papers, No. 310, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, June.

Angelini, P., Clerc, L., Cúrdia, V., Gambacorta, L., Gerali, A., Locarno, A., Motto, R., Roeger, W., Van den Heuvel, S., and J. Vlček (2011), "Basel III: Long-term impact on economic performance and fluctuations", BIS Working Papers, No. 338, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, February.

Basel Committee on Banking Supervision. (2011c), "The transmission channels between the financial and real sectors: a critical survey of the literature", Working Paper, No. 18, February.

Borio, C. (2008), "The Financial Turmoil of 2007-?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations", BIS Working Papers, No. 251, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, March.

Borio, C. (2006), "Monetary and prudential policies at a crossroads? New challenges in the new century", BIS Working Papers, No. 216, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, September.

Borio, C. and P. Disyatat (2009), "Unconventional monetary policies: an appraisal", BIS Working Papers, No. 292, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, November.

Boyle, A. and Ch. Chinkin (2007), *The Making of International Law*, Oxford University Press, Oxford – New York.

Calomiris, Ch. W. (2008), "The subprime turmoil: What's old, what's new, and what's next", Jackson Hole Symposium: *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, Federal Reserve Bank of Kansas City, August.

Caprio, J. and D. Klingebiel (1999), *Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises*, World Bank database.

Claessens, St., Herring, R. J. and D. Schoenmaker (2010), "A safer world financial system: Improving the resolution of systemic institutions", Geneva Reports on the World Economy 12, International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva.

Committee on the Global Financial System (2010a), "Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences", CGFS Papers, No. 38, May.

Committee on the Global Financial System (2010b), "The role of margin requirements and haircuts in procyclicality", CGFS Papers, No. 36, March.

Committee on the Global Financial System (2008), "Central bank operations in response to the financial turmoil", CGFS Papers, No. 31, July.

Eichengreen, B. (2008), "Thirteen Questions about the Subprime Crisis", Conference of the Tobin Project: *Toward a new Theory of Financial Regulation*, While Oak Conference and Residency Center, February.

Financial Stability Board, International Monetary Fund and Bank for International Settlements (2011), *Macroprudential policy tools and frameworks*, February, at: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_1103.pdf.

Galati, G. and R. Moessner (2011), "Macroprudential policy – a literature review", BIS Working Papers, No. 337, February.

Giovanoli, M. (2010), "The International Financial Architecture and its Reform after the Global Crisis", in Giovanoli, M. and D. Devos (editors): *International Monetary and Financial Law: The global crisis*, Oxford University Press, pp. 3-39.

Giovanoli, M. (2000), "A New Architecture for the Global Financial Market: Legal Aspects of International Financial Standard Setting", in Giovanoli, M. (editor): *International Monetary Law – Issues for the New Millennium*, Oxford University Press, Oxford, pp. 3-59.

Gleeson, S. (2010), *International Regulation of Banking – Basel II: Capital and Risk Requirements*, Oxford University Press, Oxford – New York.

Goodhart, C. A. E. (2010), "The changing role of central banks", BIS Working Papers, No. 326, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, November.

Goodhart, C. A. E. (2009), *The Regulatory Response to the Financial Crisis*, Edward Elgar, Cheltenham, UK – Northhampton, MA, USA.

Hannoun, H. (2010), "Towards a Global Financial Stability Framework", speech at the 45th SEACEN Governor's Conference, Siem Reap province, Cambodia, February 26-27, at: http://www.bis.org/speeches/sp100303.htm.

Herring, R. J. and R. E. Litan (1995), *Financial Regulation in the Global Economy*, The Brookings Institution, Washington D.C.

Huertas, T. F. and R. M. Lastra (2011), "The perimeter issue: to what extent should *lex specialis* be extended to systemically significant financial institutions? An exit strategy from too big to fail", in: Lastra, R.M. (2011, editor): *Cross-Border Bank Insolvency*, Ofxord University Press, Oxford – New York, pp. 250-280.

Lastra, R. M. and G. Wood (2010), "The crisis of 2007-2009: nature, causes and reactions", *Journal of International Economic Law*, vol. 13, n. 3, September, Oxford University Press, Oxford, September, pp. 531-550.

Leaven, L. and F. Valencia (2008), "Systemic Banking Crises: A new Database", IMF Working Paper, WP/08/224, International Monetary Fund.

Macht, C. (2007), "Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht und Basel II – Bankenregulierung auf einem internationalen level paying field", Studien zum Bank- und Börsenrecht, Band 64, Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden.

Panetta, F. Faeh, Th., Grande, G., Ho, C., King, M., Levy, A., Signoretti, F. M., Taboga, M. and Zaghini A. (2009), "An assessment of financial sector rescue programmes", BIS Papers, No. 48, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, July.

Posner, R. A. (2010), *The Crisis of Capitalist Democracy*, Harvard University Press, Cambridge-Massachussets-London, England.

Reinhart, C. M. and Rogoff K. S. (2008), "The time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises", NBER Working Paper Series, Working Paper 13882, National Bureau of Economic Research, at: http://www.nber.org/papers/w13882.

Sanio, J. (2011), "Die Zukunftssorgen der Vorwegnehmer", *Die Bank*, Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis, Nr. 4, April, S. 36-40.

Sigrist, D. (2006), "Basel II – kurz erklärt", in W. Wiegand (Herausgeber): *Basel II: die rechtlichen Konsequenzen*, Institut für Bankrecht an der Universität Bern, Berner Bankrechtstag, Band 12, Stämpfli Verlag, Bern.

Slovik, P. and Cournède B. (2011), "Macroeconomic Impact of Basel III", OECD Economics Department Working Papers, No. 844, OECD Publishing, at: http://www. oecd.org/eco/Workingpapers.

Stein, T. – Ch. von Buttlar (2009), *Völkerrecht*, 12. Auflage, Academia Iuris, Carl Heymanns Verlag, Köln-München.

Tirole, J. (2010), "Lessons from the Crisis", in: Dewatripont, M., Rochet, J.-Ch. and J. Tirole: *Balancing the Banks: Global Lessons from the Financial Crisis*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, chapter 2, pp. 10-77.

Walker, G. A. (2001), "International Banking Regulation: Law, Policy and Practice", International Banking, Finance and Economic Law Series, Kluwer Law International, The Hague – London – New York.

Η χρηματοοικονομική ρύθμιση και το κόστος κεφαλαίου των πιστωτικών ιδρυμάτων

Σταύρος Θωμαδάκης
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Κωνσταντίνος Λοΐζος
ΔΙΔΑΚΤΩΡ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Περίληψη

Κεντρικό ζήτημα του άρθρου αυτού είναι η δημόσια ρύθμιση των χρηματοοικονομικών οργανισμών, στο πλαίσιο ενδογενών χρηματοοικονομικών κύκλων και κρίσεων. Υιοθετούμε τη θεώρηση των Minsky-Kindleberger και προσεγγίζουμε τη σταθερότητα και την εξομάλυνση των κύκλων ως άυλα δημόσια αγαθά. Σχολιάζουμε τη λειτουργία των λογιστικών συστημάτων και τις προτάσεις πολιτικής που έχουν παραχθεί από τη σημερινή κρίση, ειδικότερα τη «Βασιλεία III». Η επιμήκυνση του ορίζοντα των προσδοκιών σε διακυκλική προοπτική και η ευθυγράμμιση των κινήτρων των χρηματοοικονομικών φορέων με εκείνα των επιχειρηματιών και των φορολογουμένων θεωρούνται απαραίτητη βάση της ρύθμισης του μέλλοντος. Το επίπεδο και η εξέλιξη του κόστους κεφαλαίου εξαρτώνται από το αναδυόμενο καθεστώς της ρύθμισης και της εξομάλυνσης μελλοντικών φάσεων ευφορίας στις αγορές.

Ευχαριστούμε τον Χρήστο Γκόρτσο για χρήσιμες παρατηρήσεις. Η ευθύνη των γραφομένων ανήκει στους συγγραφείς.

1. Εισαγωγή

Η κρίση του 2007-2010 έφερε στο προσκήνιο το ζήτημα της χρηματοοικονομικής σταθερότητας σε κλίμακα που θυμίζει τη Μεγάλη Ύφεση του 1929. Η άμεση κρατική παρέμβαση σε διεθνές επίπεδο απέτρεψε την κατάρρευση του πιστωτικού συστήματος αλλά το κόστος ήταν υψηλό. Το ότι η χρηματοπιστωτική κρίση μετετράπη για πολλά κράτη σε δημοσιονομική κρίση σημαίνει ότι η μακροοικονομική αστάθεια παραμένει και θέτει σε κίνδυνο τις προσπάθειες για οικονομική ανάκαμψη.

Το μακροπρόθεσμο ερώτημα που τίθεται είναι: τι είδους χρηματοοικονομική ρύθμιση χρειαζόμαστε πραγματικά; Το σύνηθες δίλημμα στη συζήτηση μεταξύ αυτορρύθμισης και δημόσιας ρύθμισης της αγοράς αφορά τα οφέλη της σταθερότητας έναντι του σχετικού κόστους σε όρους αποτελεσματικότητας και καινοτομίας. Τόσο τα οφέλη όσο και τα κόστη αντανακλώνται στην εξέλιξη του σταθμισμένου μέσου κόστους κεφαλαίου των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων, καθώς αυτό αποτελεί τον αποδέκτη των συνεπειών των πολιτικών ρύθμισης. Επομένως, η εξέλιξη του κόστους κεφαλαίου είναι εύστοχος δείκτης της επιτυχίας της ρύθμισης.

Το περιβάλλον στο οποίο κρίνονται οι πολιτικές ρύθμισης παίζει καθοριστικό ρόλο. Μπορεί να χαρακτηρίζεται από «στατικότητα», «εξωγενή κυκλικότητα» ή «ενδογενή κυκλικότητα». Τόσο η μακροοικονομική όσο και η χρηματοοικονομική αστάθεια, αφορούν στις περιόδους κρίσης αλλά και στις περιόδους ευφορίας. Το ίδιο το γεγονός ότι είναι δύσκολο να διακρίνει κανείς τα οικονομικά θεμελιώδη σε μία αγορά που βιώνει αυτο-τροφοδοτούμενη ευφορία, αποδεικνύει ότι οι ρίζες της αστάθειας πρέπει να αναζητηθούν στη φάση της οικονομικής ανόδου και σε ενδογενείς παράγοντες.

Αυτά τα ζητήματα βαρύνουν σήμερα, καθώς η Βασιλεία III ανακοινώνει νέες ρυθμίσεις. Θεωρούμε ότι τα ερωτήματα που θέτουμε φωτίζουν όψεις της αποτελεσματικότητας των ρυθμίσεων για την κεφαλαιακή επάρκεια, τη ρευστότητα και τη μόχλευση.

Τα τμήματα 2, 3 και 4 περιγράφουν εναλλακτικά πλαίσια των ρυθμιστικών πολιτικών. Το στατικό περιβάλλον διαδέχονται εκείνα που χαρακτηρίζονται από κυκλικότητα, ενώ γίνεται η διάκριση μεταξύ εξωγενούς και ενδογενούς προέλευσής της. Στη συνέχεια, τα τμήματα 5 και 6 εξετάζουν τα λογιστικά πρότυπα, το πεδίο και τον εναλλακτικό–συγκυριακό χαρακτήρα των ρυθμιστικών κανόνων που επιβάλλονται στα πιστωτικά ιδρύματα. Τέλος, στο τμήμα 7 επανερχόμαστε στο κόστος κεφαλαίου των πιστωτικών ιδρυμάτων.

2. Ένας στατικός κόσμος

Οι Benston & Kaufman (1996) υποστηρίζουν ότι η κρατική παρέμβαση δεν δικαιολογείται από την ανάγκη αποφυγής τραπεζικών πτωχεύσεων. Η πειθαρχία που επιβάλλει η αγορά μπορεί να υποχρεώσει τις τράπεζες να μεριμνήσουν για τη ρευστότητά τους και να παράσχουν τις απαραίτητες πληροφορίες για τη φερεγγυότητά τους. Αντίθετα, η δημόσια ρύθμιση μπορεί να δημιουργήσει κίνητρα για ανάληψη κινδύνων. Η πειθαρχία της αγοράς θα επέβαλε στις κακοδιοικούμενες τράπεζες να πτωχεύσουν, θα αύξαινε την αποτελεσματικότητα του συστήματος χωρίς να πλήττει πληροφορημένους καταθέτες. Η εγγύηση καταθέσεων από το κράτος προκαλεί προβλήματα ηθικού κινδύνου, καθώς οι τράπεζες ωθούνται σε ριψοκίνδυνο δανεισμό, βέβαιες πως οι φορολογούμενοι θα πληρώσουν το κόστος της διάσωσής τους, αν αποτύχουν. Μόνο οι απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας είναι αποτελεσματικό εργαλείο για τη μείωση του ηθικού κινδύνου.

Σε στατικό περιβάλλον, η συνέπεια αυστηρότερων ορίων κεφαλαιακής επάρκειας είναι η αύξηση του μέσου κόστους κεφαλαίου των πιστωτικών ιδρυμάτων. Το αυξανόμενο κόστος κεφαλαίου οδηγεί σε αναζήτηση τοποθετήσεων σε πιο κερδοφόρες δραστηριότητες που όμως ενέχουν υψηλότερο κίνδυνο, με συνέπεια την αύξηση του συνολικού κινδύνου των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Αυτές οι παρατηρήσεις αναφέρονται ευρύτατα στη βιβλιογραφία. Περιγράφονται, για παράδειγμα, από τον VanHoose (2007) που αμφισβητεί την αποτελεσματικότητα των κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας της Βασιλείας ως προς τη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος. Η διατήρηση υψηλών αποθεματικών κεφαλαίου δεν μπορεί να εξασφαλίσει τη φερεγγυότητα ενός πιστωτικού ιδρύματος, εφόσον πραγματοποιείται μετατόπιση της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου σε υψηλότερου κινδύνου ενεργητικό ή αν η έγκαιρη διάγνωση κινδύνων «δυσμενούς επιλογής» εκ μέρους των πελατών του είναι ανεπαρκής.

Μία σειρά αναλύσεων τονίζουν πως η διατήρηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος έχει την έννοια του «δημόσιου αγαθού». Η κρατική ρύθμιση πρέπει να διατηρεί αυτή την ιδιότητα.

Η Dow (1996) θεωρεί τη ρευστότητα ή «χρηματικότητα» (moneyness) του παθητικού των τραπεζών ως δημόσιο αγαθό που πρέπει να εγγυάται το κράτος, εμπνέοντας εμπιστοσύνη στο κοινό σχετικά με την αξία του τραπεζικού χρήματος. Από αυτό προκύπτει και η σημασία του δανειστή ύστατης προσφυγής που παράγει εμπιστοσύνη στο χρηματοπιστωτικό σύστημα όταν αυτό στερείται ρευστότητας. Η ρευστότητα είναι στην πραγματικότητα μέγεθος στηριζόμενο σε κρατικές εγγυήσεις.

Για τον Llewellyn (1999), η χρηματοοικονομική ρύθμιση μπορεί να αποτελέσει λύση στο πρόβλημα της συστημικής σταθερότητας, όταν τα κοινωνικά κόστη των πτωχεύσεων των χρηματοπιστωτικών οργανισμών υπερτερούν από τα ιδιωτικά κόστη. Ακόμη και αν η πιθανότητα γενικής κατάρρευσης του συστήματος είναι μικρή, αν κάτι τέτοιο συνέβαινε πραγματικά, τα κόστη για το σύστημα θα δικαιολογούσαν τη ρύθμιση ως ασφάλιση κατά κινδύνων «μικρής πιθανότητας αλλά υψηλής σημαντικότητας». Άλλωστε, οι ηθικοί κίνδυνοι που σχετίζονται με την εγγύηση καταθέσεων και τα δάνεια ύστατης προσφυγής ενεργοποιούν την ανάγκη για προληπτική εποπτεία.

Η BCBS (2010) αποτιμά κόστη και οφέλη της ενίσχυσης των ρυθμίσεων. Τα οφέλη περιλαμβάνουν τη μείωση της πιθανότητας χρηματοοικονομικών κρίσεων. Τα κόστη αφορούν την πιθανή απώλεια προϊόντος λόγω των υψηλότερων επιτοκίων χορηγήσεων ως αντιστάθμισμα του μεγαλύτερου κόστους για τις τράπεζες. Η μελέτη αυτή υποστηρίζει ότι το καθαρό αποτέλεσμα είναι θετικό. Η MAG (2010) εξετάζει επιπροσθέτως τις επιπτώσεις στη μεταβατική περίοδο προς τα αυστηρότερα ρυθμιστικά πρότυπα και υποστηρίζει πως η διάρκεια αυτής της περιόδου είναι σημαντική.

Αν ο σκοπός της ρύθμισης είναι να ενισχύσει τη χρηματοοικονομική σταθερότητα και να διασφαλίσει την οικονομική μεγέθυνση, τότε το ζήτημα είναι αν η ρύθμιση θα οδηγήσει μακροπρόθεσμα στη μείωση ή στην αύξηση του κινδύνου του ενεργητικού των τραπεζών.

Σε ένα στατικό περιβάλλον είναι εύκολο να αποδοθούν ευθύνες στην κρατική παρέμβαση για διατάραξη της ισορροπίας της αγοράς. Το ζήτημα είναι πώς οι αγορές φτάνουν σε αυτή την ισορροπία. Εάν ο προσδιορισμός κρίσιμων μεταβλητών της αγοράς βασίζεται σε συμβατικές αντιλήψεις και πεποιθήσεις που εξαρτώνται άμεσα από την ομαλή λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος, τότε η κρατική παρέμβαση αποκτά έναν σημαντικό ρόλο ως εγγυητής της. Η παροχή αυτού του δημόσιου αγαθού είναι πολύτιμη για τους παράγοντες της αγοράς και, επομένως, πρέπει να ληφθεί υπόψη σε κάθε ανάλυση κόστους–οφέλους της ρύθμισης. Αν και φαίνεται παράδοξο, το κόστος κεφαλαίου μπορεί να αποβεί υψηλότερο εν απουσία κρατικών εγγυήσεων της ρευστότητας και φερεγγυότητας του συστήματος, στο μέτρο που οι αγορές δεν φτάνουν σε σημείο ισορροπίας που να αποκλείει το ενδεχόμενο συστημικής κρίσης.

3. Ένας κόσμος με εξωγενείς κύκλους

Ένα διαφορετικό περιβάλλον χαρακτηρίζεται από «εξωγενείς κύκλους». Μπορούμε να θεωρήσουμε αυτούς τους κύκλους ως επίταση των επιχειρηματικών κύκλων. Το ζήτημα που τίθεται εδώ είναι αν η δυναμική επίπτωση ενός σοκ που προκαλείται από τη ρυθμιστική παρέμβαση, διαταράσσει την ισορροπία και παράγει κυκλικότητα ή επιτείνει την προϋπάρχουσα εξωγενή κυκλικότητα.

Οι πιθανές κυκλικές επιπτώσεις των ευαίσθητων στον κίνδυνο κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας της Βασιλείας ΙΙ εξετάζονται από τους Estrella (2004), Gordy & Howells (2006) και Heid (2007). Ο Estrella (2004) οικοδομεί ένα δυναμικό στοχαστικό υπόδειγμα ορθολογικών προσδοκιών, όπου η κυκλικότητα εμφανίζεται λόγω του ότι οι απώλειες από αθέτηση δανειακών υποχρεώσεων ακολουθούν κυκλική κίνηση. Συμπεραίνει ότι σε έναν κόσμο που χαρακτηρίζεται από κόστη προσαρμογής, οι απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας που στηρίζονται στη μέθοδο VaR αποβαίνουν προ-κυκλικές στον βαθμό που στις υφέσεις, το *βέλτιστο* επίπεδο κεφαλαίου υπολείπεται χρονικά του επιπέδου που προσδιορίζεται από το VaR, ενώ το υπερβαίνει στις οικονομικές ανόδους.

Όμοια, οι Gordy & Howells (2006) ασχολούνται με την επίπτωση της προσέγγισης IRB στις απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας η οποία στηρίζεται στις εσωτερικές πιστοληπτικές βαθμολογήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων. Η προτιμώμενη μέθοδος αντιμετώπισης της προ-κυκλικότητας της προσέγγισης IRB είναι η χρήση κανόνων εξομάλυνσης όπως μία αυτο-παλίνδρομη (βαθμιαία) διαδικασία μεταβολής των ρυθμιστικών προτύπων προς το «οικονομικό κεφάλαιο». Το ζητούμενο είναι η αντιμετώπιση της προ-κυκλικότητας χωρίς συνέπειες για την ακρίβεια της πληροφόρησης που παρέχεται από τα ευαίσθητα στον κίνδυνο πρότυπα κεφαλαιακής επάρκειας και την αποτελεσματικότητα της πειθαρχίας της αγοράς.

Σύμφωνα με αυτές τις αναλύσεις, οι απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας της Βασιλείας ΙΙ οδηγούν στην επίταση της (εξωγενούς) κυκλικότητας στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Ωστόσο *αν* ο κόσμος διεπόταν από ορθολογικές προσδοκίες *ικανές να αντανακλούν πληροφορίες περί τα «δια-κυκλικά» θεμελιώδη της οικονομίας*, τότε η ρύθμιση (που παράγει προ-κυκλικότητα) θα ήταν περιττή. Αν όμως οι προσδοκίες δεν λειτουργούν δια-κυκλικά τότε χρειάζονται τρόποι απώθησης των προ-κυκλικών ιδιοτήτων της ρύθμισης.

4. Ένας κόσμος με ενδογενείς χρηματοοικονομικούς κύκλους

Γιατί διαφέρουν οι χρηματοοικονομικές αγορές; Μία γενικότερη αιτία είναι ότι αποτελούν αγορές για υποσχέσεις και συμβόλαια που εξαρτώνται από τις προσδοκίες και οι προσδοκίες μπορεί να λειτουργούν στην πραγματικότητα πολύ διαφορετικά από το αρχέτυπο των «ορθολογικών προσδοκιών».

Ο Crocket (2003) σημειώνει ότι, οι πραγματικές αξίες των στοιχείων ενεργητικού στις αγορές εξαρτώνται από ψυχολογικές παρορμήσεις. Οι αγορές αυτές είναι θεμελιακά διάφορες των αγορών προϊόντος και είναι επιρρεπείς στην αστάθεια η οποία εμφωλεύει στο φαινόμενο των αυτο-επιβεβαιούμενων προφητειών. Μία ρύθμιση που επιβάλλει μεγαλύτερη διαφάνεια στην εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να βελτιώσει τη διαχείριση κινδύνου μεμονωμένων πιστωτικών ιδρυμάτων, αλλά δεν μπορεί να συλλάβει τη συνολική συσσώρευση κινδύνου στο οικονομικό σύστημα. Μία τέτοια συσσώρευση λαμβάνει χώρα κατά την οικονομική άνοδο και εκδηλώνεται κατά την κρίση. Αυτά τα προβλήματα απαιτούν ρυθμιστικές δομές με μία συνολική προοπτική της οικονομίας, κάτι που η αυτορρύθμιση δεν παρέχει.

Ο Stiglitz (2001) επιχειρηματολογεί πως η μετάβαση στις απελευθερωμένες αγορές συνοδεύτηκε από την επικέντρωση στις απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας ως εργαλείου ρύθμισης συνεπούς με τη νέα ιδεολογία της αγοράς. Ωστόσο, η κεφαλαιακή επάρκεια δεν είναι πανάκεια. Σε περιόδους κρίσεων, οι απαι-

τήσεις κεφαλαιακής επάρκειας συμβάλλουν στη χειροτέρευση της κατάστασης των πιστωτικών ιδρυμάτων. Επιπροσθέτως, οι απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας σε περιόδους κρίσεων υποχρεώνουν τις τράπεζες να περιορίσουν τις πιστώσεις προς τις επιχειρήσεις που τις χρειάζονται, συμβάλλοντας έτσι στο βάθεμα της ύφεσης. Απαιτείται ενίσχυση της εποπτείας και περιορισμοί στον δανεισμό.

Αυτές οι ιδέες εισάγουν την άποψη ότι τα χρηματοοικονομικά φαινόμενα δεν αποτελούν υποπροϊόν των οικονομικών κύκλων του πραγματικού τομέα, αλλά έναν ξεχωριστό τομέα που παράγει κύκλους ενδογενώς. Άλλωστε και η πρόσφατη έρευνα από την BCBS (2011) για τους διαύλους μετάδοσης μεταξύ του χρηματοπιστωτικού και του πραγματικού τομέα της οικονομίας αναγνωρίζει την ύπαρξη ενός «χρηματοοικονομικού επιταχυντή» (financial accelerator) που αναφέρεται στη σημασία της χρηματοοικονομικής κατάστασης των δανειζομένων (borrower balance sheet channel) και των τραπεζών (bank balance sheet channel) για τη μετάδοση διαταραχών στον πραγματικό τομέα της οικονομίας ή/και την ενίσχυση των επιχειρηματικών κύκλων. Εάν αντιληφθούμε τον «κανονικό επιχειρηματικό κύκλο» ως αντανάκλαση της εξέλιξης των θεμελιωδών στοιχείων της πραγματικής οικονομίας τότε, οι χρηματοοικονομικοί κύκλοι αντανακλούν την αναποτελεσματικότητα ή αποτυχία της αγοράς λόγω της ύπαρξης θεμελιώδους αβεβαιότητας, διαμόρφωσης εκτιμήσεων βασισμένων σε συλλογικά διαμορφωμένες συμβατικές αντιλήψεις, αγελαίας συμπεριφοράς και ενός είδους «ανυπόμονης» ορθολογικότητας που αναζητεί βραχυπρόθεσμα κέρδη, συχνά όμως σε βάρος της μακροπρόθεσμης χρηματοοικονομικής σταθερότητας.

Ο Kindleberger (1978), βασιζόμενος στον Minsky και την «υπόθεση της χρηματοοικονομικής αστάθειας» ["financial instability hypothesis", Minsky (1972), (1977), (1978)] εισάγει μία τυπολογία των χρηματοοικονομικών κύκλων που έχει πέντε διαδοχικές φάσεις: «μετατόπιση» ("displacement"), «ευφορία» ("euphoria"), «μανία» ("mania"), «δυσχέρεια» ("distress") και «πανικό» ("panic"). Η «ευφορία» μετατρέπεται σταδιακά σε «φούσκα». Αυτό ακριβώς είναι το σημείο όπου οι χρηματοοικονομικοί φορείς παύουν να είναι παθητικοί δέκτες των συμβαινόντων στον πραγματικό τομέα και μετατρέπουν μία αρχικά εξωγενώς προκαλούμενη μετατόπιση σε ενδογενώς αυτοτροφοδοτούμενο παιχνίδι προσδοκιών. Ωστόσο, όσο ξετυλίγεται η φάση της ανόδου και οι τιμές και τα επιτόκια αυξάνονται, φτάνουμε σε σημείο καμπής, όπου παράγοντες της αγοράς με υπέρτερη πληροφόρηση θέλουν να δρέψουν τους καρπούς των επενδύσεών τους ρευστοποιώντας τις θέσεις τους. Από εκεί ξεκινά μία φάση πτώσης των τιμών και αύξησης της ζήτησης ρευστότητας μαζί με αυτή των επιτοκίων. Αυτή είναι η φάση της «χρηματοοικονομικής δυσχέρειας» ("financial distress") που μπορεί να μετατραπεί σε «πανικό» και κατάρρευση όσο οι τιμές συνεχίζουν να πέφτουν, οι χρεοκοπίες αυξάνονται και η ανάγκη για ρευστότητα γίνεται απελπιστική. Το υπόδειγμα του Kindleberger συνδυάζει τις εξωγενείς δονήσεις στην πραγματική οικονομία με τη δημιουργία θετικών ή αρνητικών χρηματοπιστωτικών «φουσκών» που αυτονομούνται και κυριαρχούν τόσο στη συμπεριφορά των μεμονωμένων παραγόντων της αγοράς όσο και σε ολόκληρη την οικονομία.

Το θεωρητικό οικοδόμημα του Minsky αφορά τον εγγενώς αποσταθεροποιητικό ρόλο των χρηματοοικονομικών δομών στην καπιταλιστική οικονομία. Όπως σημειώνει ο Minsky (1980a), το μίγμα των χρηματοοικονομικών θέσεων των οικονομικών μονάδων καθορίζει τον βαθμό χρηματοοικονομικής σταθερότητας. Γενικά, η χρηματοοικονομική δομή μιας οικονομικής μονάδας μπορεί να χαρακτηριστεί ως "hedge", "speculative" ή "Ponzi". Οι τρεις αυτές θέσεις δηλώνουν χρέωση μειούμενης βιωσιμότητας.

Σε περιόδους οικονομικής ανόδου τα χρέη αποπληρώνονται εύκολα και αυτό συμβάλλει στην αύξησή τους. Τότε όχι μόνο speculative αλλά ακόμη και Ponzi μονάδες γίνονται αποδεκτές ως οφειλέτες και επικυριαρχούν στο χρηματοοικονομικό τοπίο. Καθώς το χρέος αυξάνει, οι επενδύσεις αυξάνουν και οι τιμές αγοράς των περιουσιακών στοιχείων αυξάνουν επίσης. Ωστόσο, είτε λόγω της παρέμβασης της Κεντρικής Τράπεζας, είτε λόγω της αυξανόμενης υπερβάλλουσας ζήτησης πιστώσεων, τα επιτόκια βαίνουν αυξανόμενα κατά την εξέλιξη της φάσης της ανόδου [Minsky (1980b)]. Η άνοδος των επιτοκίων οδηγεί σε πτώση των τιμών των κεφαλαιουχικών αγαθών, ενώ η τιμή προσφοράς τους αυξάνει οδηγώντας τελικά σε πτώση της επενδυτικής ζήτησης. Η πτώση των επενδύσεων μεταφράζεται σε πτώση κερδών και αύξηση του λόγου των οφειλόμενων τοκοχρεολυσίων προς τις εισπράξεις. Επιπλέον, όπως τονίζει ο Minsky (1978), η εξάπλωση των μονάδων που χαρακτηρίζονται ως speculative και Ponzi στη διάρκεια της οικονομικής ανόδου καθιστά

την οικονομία πιο ευαίσθητη στις μεταβολές του επιτοκίου. Όταν τα κέρδη μειώνονται, [Minsky (1980a)], η διαδικασία δημιουργεί φαύλο κύκλο χρεοκοπιών, πτωτικών κερδών κ.λπ. Η περίοδος της ευημερίας μετατρέπεται σε μαρασμό.

Θεωρούμε ότι δύο κυρίως στοιχεία του πλαισίου Minsky–Kindleberger είναι κρίσιμα για την κατανόηση της δημόσιας ρύθμισης. Το πρώτο είναι ότι οι αυτο-τροφοδοτούμενες χρηματοπιστωτικές φάσεις ανόδου δεν απαιτούν «ψυχολογικές» υποθέσεις ανορθολογικής συμπεριφοράς, καθώς μπορούν να λάβουν χώρα ως αποτέλεσμα ατομικών ορθολογικών αποφάσεων. Ωστόσο, όσο εξελίσσονται, η ευπάθεια (fragility) του συστήματος αυξάνει και το συνολικό χρέος γίνεται λιγότερο βιώσιμο. Αυτό παραγνωρίζεται στον βαθμό που τα ασφάλιστρα κινδύνου δεν αντανακλούν την ευπάθεια του συστήματος. Στην πραγματικότητα, η συστημική ευπάθεια δεν συνυπολογίζεται στον προσδιορισμό των ορθολογικών αποφάσεων των ατόμων (ή ευρύτερα στην αντίληψη της πραγματικότητας που αυτά έχουν).

Το δεύτερο σημείο είναι ότι η αντιστροφή και η μετάβαση από την άνοδο στην ύφεση είναι ενδογενής, αφού η ζήτηση για πιστώσεις (λόγω των μειωμένων ασφαλίστρων κινδύνου και μυριάδας χρηματοοικονομικών καινοτομιών που διατηρούν χαμηλό το κόστος κεφαλαίου) υπερβαίνει την προσφορά, τα επιτόκια αυξάνονται και ό,τι ήταν κερδοφόρο στη φάση της ανόδου καθίσταται ζημιογόνο ή και αναξιόχρεο. Μία πιο χαλαρή νομισματική πολιτική μπορεί να καθυστερήσει αυτή την αντιστροφή αλλά δεν μπορεί να την εξαλείψει. Επομένως, κατανοούμε αυτή την ενδογενή διαδικασία υπό την έννοια ότι οι πράγματι ορθολογικές προσδοκίες των «θεμελιωδών» της οικονομίας εξαρτώνται από τη φάση του χρηματοπιστωτικού κύκλου, καθώς δεν είναι σε θέση να προβλέψουν την ίδια τους την (επακόλουθη) αντιστροφή. Εάν οι ορθολογικοί φορείς δεν μπορούν να αναλογισθούν την πιθανότητα της αντιστροφής της ίδιας της αντίληψής τους για την πραγματικότητα, αυτό δημιουργεί έδαφος για δημόσια ρύθμιση.

Το κόστος κεφαλαίου των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων εξαρτάται από δύο σύνολα προσδοκιών: τις δικές τους προσδοκίες για τη οικονομική κατάσταση των πελατών τους και τις προσδοκίες των χρηματοδοτών των τραπεζών για τη χρηματοπιστωτική κατάσταση *των ίδιων των τραπεζών*. Η αλληλεπίδραση μεταξύ των δύο συνόλων προσδοκιών καθορίζει την απόδοση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και τα κίνητρά τους για ανάληψη κινδύνου, όταν η αυτο-τροφοδοτούμενη εμπιστοσύνη στις ανθηρές χρηματοπιστωτικές, αγορές περιστέλλει τα ασφάλιστρα κινδύνου. Σε αυτό το πλαίσιο, το προφίλ κινδύνου των πιστωτικών ιδρυμάτων είναι ενδογενές φαινόμενο που καθορίζεται από τη φάση του χρηματοοικονομικού κύκλου.

5. Προ-κυκλικότητα και λογιστικοί κανόνες

Η έκθεση της Επιτροπής για τη Χρηματοοικονομική Σταθερότητα (FSF 2009) υποδεικνύει δύο βασικούς παράγοντες ως υπεύθυνους για προ-κυκλικά φαινόμενα: Ο πρώτος αφορά στις πρακτικές διαχείρισης κινδύνου που έχουν βραχύ ορίζοντα και δεν «βλέπουν δια-κυκλικά» [CGFS (2009)]. Πράγματι, εάν τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται στις προσεγγίσεις IRB όπως η πιθανότητα συμβατικής αθέτησης (probability of default), η ζημία για δεδομένο επίπεδο συμβατικών αθετήσεων (loss given default) και η έκθεση στον κίνδυνο αθέτησης των δανείων (exposure at default), στηρίζονται σε εκτιμήσεις που βασίζονται μόνο στο πρόσφατο παρελθόν, μπορεί να λειτουργήσουν προ-κυκλικά [Novoa, Scarlata & Solé (2009)]. Επομένως, τα χαμηλότερα ποσοστά επισφαλειών στην ανοδική φάση του κύκλου οδηγούν σε υποεκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου (credit risk). Αλλά και ο κίνδυνος αγοράς (market risk) μπορεί να υποεκτιμηθεί επίσης, στον βαθμό που υποδείγματα VaR δεν βασίζονται σε ορίζοντα που να καλύπτει έναν πλήρη κύκλο [CGFS (2009)].

Το δεύτερο μειονέκτημα, σύμφωνα με το FSF (2009), αφορά στη στρέβλωση των κινήτρων που αντιμετωπίζουν οι παράγοντες της αγοράς. Αν και μοιάζει ασαφής, η έννοια των κινήτρων βρίσκεται πίσω από μία σειρά από σημαντικούς μηχανισμούς που παράγουν προ-κυκλικότητα συμπεριλαμβανομένων των εξασφαλίσεων (collaterals), των περιθωρίων κάλυψης (margin requirements), της λογιστικής «Εύλογης Αξίας»

(fair value, ΛΕΑ στο εξής). Η ΛΕΑ συμβάλλει στην προ-κυκλικότητα καθώς δεσμεύει τους ισολογισμούς των πιστωτικών ιδρυμάτων να ακολουθούν τις μεταβλητές αξιολογήσεις της αγοράς.

Αν η χρηματοοικονομική κυκλικότητα είναι ενδογενής τότε η διαμόρφωση των προσδοκιών θα είναι επίσης κυκλική και το ζήτημα της κατάλληλης λογιστικής μεθόδου παρουσίασης χρειάζεται διαφορετική προσέγγιση. Οι λογιστικοί κανόνες και οι μέθοδοι παρουσίασης της τρέχουσας αξίας θα επηρεάσουν τον βαθμό στον οποίο τα δύο σύνολα προσδοκιών που καθορίζουν το εύρος επιτοκίων των πιστωτικών ιδρυμάτων, μεταβάλλονται ταυτόχρονα και κινούνται προς την ίδια ή αντίθετη κατεύθυνση. Εάν οι τράπεζες λειτουργούσαν σε διαφορετικό λογιστικό πλαίσιο από αυτό των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούν, αυτό θα οδηγούσε σε διαφοροποιήσεις στις προσδοκίες, καθαρά λόγω της αποκλίνουσας ποιότητας πληροφοριών που θα παρέχονταν από τα λογιστικά στοιχεία. Επομένως, ο τρόπος παρουσίασης των λογαριασμών, ακόμη και σε ένα αβέβαιο περιβάλλον όπου τα οικονομικά θεμελιώδη υπόκεινται σε μεταβολές, παραμένει βάση για τη διαμόρφωση των συμβατικών αντιλήψεων στις οποίες στηρίζεται η αποτίμηση.

Υπάρχουν συμβατικές θεωρήσεις (conventions) της αγοράς που καθορίζουν την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων. Υπάρχουν επίσης μετρήσεις των ρυθμιστικών αρχών που καθορίζουν τα όρια που πρέπει να τηρούν τα πιστωτικά ιδρύματα ώστε να επιτύχουν στόχους, όπως είναι η ασφάλεια και η σταθερότητα του συστήματος. Και τα δύο εδράζονται σε ένα λογιστικό πλαίσιο που βασίζεται στην εύλογη αξία. Η ρυθμιστική αρχή θα μπορούσε να κάνει χρήση διαφορετικών λογιστικών κανόνων από αυτά της υπόλοιπης αγοράς. Αυτή η επιλογή ενέχει τον κίνδυνο οι αγορές να επωμιστούν τον πολύ πιο περίπλοκο ρόλο διαμόρφωσης δύο κατηγοριών προσδοκιών για τα πιστωτικά ιδρύματα: μιας που βασίζεται στις τρέχουσες αξίες και μιας άλλης που στηρίζεται στις ρυθμιστικές αξίες.

Το ζήτημα που θίγεται άμεσα στη βιβλιογραφία είναι το κατά πόσον το λογιστικό πρότυπο του ιστορικού κόστους ή της λογιστικής απεικόνισης της τρέχουσας αξίας (mark-to-market accounting) είναι το πλέον κατάλληλο για όλους. Το πρότυπο της ΛΕΑ είναι κάτι παραπάνω από μία λογιστική αρχή, όπως σημειώνει ο Haldane (2010). Υπάρχει πρώτα απ' όλα το ζήτημα του κατά πόσον οι τιμές αγοράς πράγματι αντανακλούν «δίκαιες αποτιμήσεις», ένα ερώτημα που αφορά τη βασιμότητα της υπόθεσης της ορθολογικής κεφαλαιαγοράς (Efficient Market Hypothesis, ΕΜΗ). Οι περιπτώσεις αποτυχίας της ΕΜΗ αποτελούν ένα ισχυρό επιχείρημα κατά της ΛΕΑ στον βαθμό που οι τιμές αγοράς δεν είναι *εύλογες*.

Η θεμελιώδης δυσαρμονία τιμών αγοράς και πραγματικών αξιών εμπεριέχει τα υπερβολικά μεγάλα ασφάλιστρα ρευστότητας κατά την ύφεση, που οδηγούν σε υπερβολική μείωση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και σε αδικαιολόγητη κατάσταση αδυναμίας κάποιων πιστωτικών ιδρυμάτων. Τότε, η εκποίηση σε χαμηλές τιμές στοιχείων του ενεργητικού των ιδρυμάτων με προβλήματα ρευστότητας γίνεται η αφετηρία για μια καθοδική δίνη των τιμών που δικαιολογείται από τον πανικό και όχι από τις πραγματικές αξίες.

Με βάση αυτά, η ΛΕΑ εμφανίζεται τουλάχιστον ως το ακούσιο όργανο της προ-κυκλικότητας. Ωστόσο, αυτό αποτελεί μόνο τη μισή αλήθεια. Ακόμη κι αν οι περιπτώσεις αποτυχίας της ΕΜΗ θέτουν υπό αμφισβήτηση την αγοραία αποτίμηση, συνεχίζουν να συντρέχουν λόγοι για τους οποίους θα άξιζε να συνδέσει κανείς την εκτίμηση της αξίας των στοιχείων ενεργητικού με τις μεταβολές στις τιμές της αγοράς: 1) Προστασία των μετόχων από την καιροσκοπική πολιτική του μάνατζμεντ και την υπερβολική ανάληψη κινδύνου. 2) Ακόμη κι όταν οι τιμές δεν είναι οι πιο έγκυροι δείκτες της κίνησης των θεμελιωδών στοιχείων της οικονομίας, ωστόσο παραμένουν οι πιο *έγκαιροι* που διαθέτουμε [Haldane (2010)]. Εν ολίγοις, θα λέγαμε ότι η ΛΕΑ παραμένει πολύτιμη ως εργαλείο πειθαρχίας της αγοράς, ακόμη κι αν η ΕΜΗ είναι προβληματική.

Οι Laux & Leuz (2009) αναλύουν έναν συμβιβασμό μεταξύ καταλληλότητας και αξιοπιστίας. Ακόμη και αν οι τιμές της αγοράς δεν είναι πάντα κατάλληλες είναι λιγότερο επιρρεπείς σε μεθοδεύσεις και συγκαλύψεις. Άλλωστε, η πλήρης πρόσδεση της απεικόνισης των αξιών στις τιμές της αγοράς αναφέρεται μόνο στην αμιγή μορφή της ΛΕΑ η οποία πράγματι μπορεί να είναι προ-κυκλική. Ωστόσο, τα λογιστικά πρότυπα επιδέχονται και πιο περιορισμένη χρήση των τιμών της αγοράς, πράγμα που τροποποιεί τη μεταβλητότητα του αποτελέσματος αποτίμησης. Η εναλλακτική λύση της λογιστικής ιστορικού κόστους μπορεί να μην είναι η κατάλληλη απάντηση στα προβλήματα αυτά, καθώς το πληροφοριακό περιεχόμενό της είναι περιορισμένο

και ενίοτε απαρχαιωμένο. Άλλωστε, η λογιστική ιστορικού κόστους μπορεί να ενισχύσει τα στρεβλά κίνητρα δράσης των οικονομικών παραγόντων μέσω της λεγόμενης πρακτικής "gains trading" (η πρακτική της πώλησης υπερεκτιμημένων στοιχείων ενεργητικού με σκοπό την πρόωρη πραγματοποίηση κερδών, ενώ παράλληλα τα στοιχεία που παρουσιάζουν απώλειες αξίας διακρατούνται, και οι απώλειες δεν εμφανίζονται στους λογαριασμούς της επιχείρησης). Η τιτλοποίηση των δανείων ήταν μία εκδήλωση αυτής της πρακτικής που κυριάρχησε στην περίοδο πριν την τρέχουσα κρίση.

Ένα ισχυρό αντεπιχείρημα στη ΛΕΑ παρέχεται από τους Allen & Carletti (2007) οι οποίοι οικοδομούν ένα υπόδειγμα όπου η ρευστότητα της αγοράς αποβαίνει κρίσιμη στη διαμόρφωση των τιμών αγοράς. Η λογική της άποψής τους είναι η εξής: Πρέπει κανείς να διαχωρίζει τις αγορές με ανεπαρκή ρευστότητα. Σε αυτές οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων δεν αντανακλούν θεμελιώδεις αξίες αλλά τη ρευστότητα. Αυτή είναι η λεγόμενη τιμολόγηση ρευστότητας (liquidity pricing). Στις καθοδικές αγορές, η τιμολόγηση ρευστότητας οδηγεί σε τιμές που είναι αρκετά πιο χαμηλές από την πραγματική θεμελιώδη αξία. Η εξάρτηση της αποτίμησης από τις μεταβολές των τιμών σε τέτοια περίπτωση θα οδηγούσε σε καθοδική σπείρα ρευστοποιήσεων.

Η λογιστική ιστορικού κόστους, στον βαθμό που έχει τις αναφορές της στο παρελθόν, μπορεί να ενισχύσει την προ-κυκλικότητα μέσω των προβλέψεων για ζημίες από αθέτηση συμβάσεων δανείων και διαγραφή χρεών, οι οποίες αποτελούν καθυστερημένη αναγνώριση παλαιότερης κακής τιμολόγησης κινδύνου και επιβαρύνουν μία ήδη καταπτοημένη αγορά [Novoa, Scarlata & Solé (2009)]. Η επέκταση της ΛΕΑ και στις υποχρεώσεις ενός πιστωτικού ιδρύματος μπορεί να μετριάσει τη μεταβλητότητα της αξίας των στοιχείων του ισολογισμού, καθώς δρα ως μία, εκ των πραγμάτων, αντιστάθμιση της υποβάθμισης της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού. Η ΛΕΑ δρα ως σύστημα έγκαιρης προειδοποίησης για τους μετόχους και την εποπτική αρχή.

Η κριτική στη ΛΕΑ επιρρίπτει ευθύνες στο λογιστικό μέσο χωρίς να αγγίζει το ευρύτερο πλαίσιο που πραγματικά προσδιορίζει την αποτελεσματικότητά του ή τα ελαττώματά του. Ένας λογιστικός κανόνας που έχει την ικανότητα να αντανακλά τη μεταβολή στις αξίες των περιουσιακών στοιχείων, παρέχει στους παράγοντες των αγορών ένα ισχυρό εργαλείο ενάντια σε μεθοδεύσεις που αντανακλούν προβλήματα αντιπροσώπευσης (agency). Εάν αυτό που μας απασχολεί είναι ο τρόπος με τον οποίο διαμορφώθηκαν αυτές οι αποτιμήσεις αξίας, τότε αυτό ελάχιστα αφορά τη λογιστική μέθοδο που τις *αντανακλά*. Επομένως, το πολυσυζητημένο ζήτημα των λογιστικών κανόνων εξαρτάται στην πραγματικότητα από το ευρύτερο ρυθμιστικό πλαίσιο αναφοράς, την εξέλιξη του κόστους κεφαλαίου στην αγορά κατά τις διάφορες φάσεις του κύκλου και την ένταση των κύκλων.

6. Η ρύθμιση: αιτιολογία, μέσα και πεδίο εφαρμογής

Θεωρούμε τις επιθυμητές πολιτικές ρύθμισης ως εξαρτώμενες από τρεις παράγοντες: α) τη φάση του χρηματοπιστωτικού κύκλου, β) την ενδογένεια και τα στοιχεία της (όπως οι αυτο-επιβεβαιούμενες προφητείες), και γ) την αλληλεπίδραση κράτους-αγοράς και τα κίνητρα που αυτή παράγει.

Αυτοί οι παράγοντες υποστηρίζονται και από αναλύσεις που πηγάζουν από τη μελέτη της τρέχουσας κρίσης. Οι Demirgüç-Kunt & Servén (2010) για παράδειγμα, επιμένουν πως η παρούσα κρίση δεν αποτελεί απλώς ένδειξη αποτυχίας των ελεύθερων αγορών αλλά μάλλον «την αντίδραση των παραγόντων της αγοράς σε στρεβλά κίνητρα». Στο ίδιο πνεύμα, οι Carvajal et al. (2009) σημειώνουν πως οι απαιτήσεις μιας συνετής ρύθμισης «ορίζουν κίνητρα ώστε η [προκύπτουσα] συμπεριφορά να είναι σύμφωνη με τη συστημική σταθερότητα».

Επιπλέον, στις τρέχουσες αναλύσεις αναγνωρίζονται με σαφήνεια η ύπαρξη και ένταση του χρηματοοικονομικού κύκλου και η απόκλιση του ιδιωτικού από το κοινωνικό κόστος κεφαλαίου. Η «μακρο-προληπτική (macroprudential) ρύθμιση» κατά τον Ben Bernankee (2009) θα πρέπει να εστιάζει στους συστημικούς κινδύνους, δηλαδή στους κινδύνους που σχετίζονται με το ίδιο το χρηματοοικονομικό σύστημα. Ο Rajan

(2009) προτείνει τη δημιουργία ενός «κεφαλαίου συγκυρίας» (contingent capital), το οποίο θα συγκεντρώνεται από τις τράπεζες κατά την άνοδο όταν το κεφάλαιο είναι φτηνό, με σκοπό την ενίσχυση του συστήματος στην κάμψη.

Αναγνωρίζεται ευρέως ότι η εξέλιξη των ασφαλίστρων κινδύνου των επιχειρήσεων κυμαίνεται στον κύκλο. Δύο είναι οι κύριοι τύποι κινδύνου: ο κίνδυνος αγοράς και ο πιστωτικός κίνδυνος. Ο πιστωτικός κίνδυνος σχετίζεται με την πιθανότητα αθέτησης. Ο κίνδυνος αγοράς, από την άλλη πλευρά, αναφέρεται στις διακυμάνσεις των αξιών. Ωστόσο, οι δύο κίνδυνοι αλληλοσχετίζονται. Για παράδειγμα, σε μια αγορά που στερείται ρευστότητας, τα διαπραγματεύσιμα περιουσιακά στοιχεία που κανονικά υπόκεινται κυρίως σε κίνδυνο αγοράς μπορούν να μετατραπούν σε στοιχεία που διακρατούνται μέχρι τη λήξη, όπου κυριαρχεί ο πιστωτικός κίνδυνος. Από την άλλη πλευρά, πρακτικές όπως η τιτλοποίηση, μετατρέπουν τον πιστωτικό κίνδυνο σε κίνδυνο αγοράς. Είναι δύσκολο να ξεχωρίσει κανείς τα δύο είδη στην πράξη.

Οι δύο κίνδυνοι χαρακτηρίζουν τον ισολογισμό μιας τράπεζας και την αλληλεπίδραση μεταξύ των στοιχείων του. Εάν ο κίνδυνος αθέτησης αναφέρεται περισσότερο στα στοιχεία ενεργητικού που διακρατούνται μέχρι τη λήξη και ο κίνδυνος αγοράς περισσότερο στα διαπραγματεύσιμα στοιχεία, τότε και οι δύο τύποι κινδύνων και τα αντίστοιχα ασφάλιστρα κινδύνου επιδρούν στη μόχλευση της τράπεζας. Σύμφωνα με την CGFS (2009) αυτό που χαρακτήρισε τις πρόσφατες εξελίξεις ήταν η αύξηση τόσο των θέσεων μόχλευσης όσο και του ποσοστού των διαπραγματεύσιμων στοιχείων στους ισολογισμούς των πιστωτικών ιδρυμάτων συμβάλλοντας στην προ-κυκλικότητα. Η προ-κυκλικότητα στη ρευστότητα της αγοράς και τις τιμές των στοιχείων ενεργητικού σχετίζεται με την προ-κυκλικότητα των θέσεων μόχλευσης. Η πτώση του λόγου VaR προς μετοχικό κεφάλαιο κατά τη διάρκεια της ευφορίας παρέχει κίνητρο για παραπέρα μόχλευση και αυξανόμενη ανάληψη κινδύνου. Καθώς τα haircuts, triggers και margin requirements χαλαρώνουν κατά την άνοδο, παρέχουν επιπρόσθετο κίνητρο για μόχλευση. Η συνέπεια της αυξανόμενης μόχλευσης κατά την άνοδο είναι η ανεπάρκεια κεφαλαίων *και ρευστότητας* κατά την κάμψη.

Η δημιουργία προβλέψεων είναι ένα από τα σημαντικά εργαλεία ρύθμισης που έχουν ως σκοπό να επιμηκύνουν τον ορίζοντα. Ο δυναμικός σχηματισμός προβλέψεων (dynamic provisioning), καταλήγει στη δημιουργία γενικών προβλέψεων που συσσωρεύονται στη φάση της ανόδου αλλά μειώνονται στην κάμψη, όταν παράλληλα οι απώλειες που σχετίζονται με δάνεια οδηγούν και σε συγκεκριμένες (όχι γενικές) προβλέψεις. Από την άλλη πλευρά, ο αναπόφευκτος υποκειμενισμός που συνοδεύει την αναγνώριση και μέτρηση των ζημιών στο χαρτοφυλάκιο δανείων, μπορεί να οδηγήσει σε καθυστερημένο σχηματισμό προβλέψεων και αναβίωση της προ-κυκλικότητας.

Τόσο η CGFS (2009) όσο και η FSF (2009) συμφωνούν στο εύρος των ρυθμιστικών πολιτικών. Δεν είναι τυχαίο πως οι προτάσεις αφορούν το κεφάλαιο, τις προβλέψεις και την αλληλεπίδραση μεταξύ εκτίμησης αξίας και μόχλευσης. Οι συστάσεις σχετικά με το κεφάλαιο των τραπεζών περιλαμβάνουν τον σχηματισμό αντι-κυκλικών αποθεματικών τα οποία θα μπορούν να απορροφούν τις απώλειες στην ύφεση. Η μέτρηση κινδύνου μέσω της μεθόδου VaR για την εκτίμηση των λόγων κεφαλαιακής επάρκειας πρέπει να κάνει χρήση στοιχείων που να καλύπτουν έναν πλήρη κύκλο και να επικουρείται από stress testing για νέα προϊόντα με ανεπαρκή ιστορικά στοιχεία. Επιπλέον, ένα απλό κριτήριο μόχλευσης που να μην βασίζεται στην εκτίμηση κινδύνου στοιχείων του ενεργητικού, μπορεί να αποτρέψει τη διόγκωση του χρέους στη φάση της ευφορίας.

Αυτές οι συστάσεις πολιτικής αναγνωρίζουν πλήρως την κυκλική φύση των αγορών, αν και δεν αναγνωρίζουν ρητά την ενδογένεια των κύκλων. Οι νέοι κανόνες της Βασιλείας III είναι σε μεγάλο βαθμό εναρμονισμένοι με αυτές. Σύμφωνα με το Δελτίο Τύπου της Επιτροπής της Βασιλείας της 12ης Σεπτεμβρίου 2010, οι νέοι κανόνες είναι ο ακόλουθοι: Καταρχήν, προβλέπεται μία περίοδος βαθμιαίας εφαρμογής των νέων προτύπων η οποία εκτείνεται από το 2013 έως την 1η Ιανουαρίου 2019. Σε αυτή την περίοδο, τα ελάχιστα απαιτούμενα όρια κεφαλαιακής επάρκειας θα φτάσουν το επίπεδο του 4,5% σε κοινό μετοχικό κεφάλαιο, 6% σε όρους κεφαλαίου Tier 1 και 8% στο σύνολο. Επίσης εισάγεται βαθμιαία ένα αποθεματικό κεφάλαιο προστασίας (conservation capital buffer) της τάξης του 2,5% αυξάνοντας έτσι το επίπεδο του απαιτούμενου κεφαλαίου στο 10,5% στο σύνολο. Επιπλέον, θα πρέπει να υπάρξει ένα αντι-κυκλικό κεφαλαιακό αποθεματικό που θα κυμαίνεται μεταξύ του 0% και του 2,5% σύμφωνα με τις συνθήκες κάθε

χώρας και θα λειτουργεί ως αντίδραση σε περίπτωση υπερβολικής πιστωτικής μεγέθυνσης. Επιπρόσθετα μέτρα αφορούν την καθιέρωση ενός ποσοστού μόχλευσης 3%, ενώ από το 2015 και το 2018 αντίστοιχα θα εισαχθούν ελάχιστα ποσοστά κάλυψης ρευστότητας (Liquidity Coverage) και καθαρής σταθερής χρηματοδότησης (Net Stable Funding).

Αυτά τα μέτρα έχουν μία θετική προοπτική. Δύο καινοτόμες όψεις της Βασιλείας III είναι η μεγάλη περίοδος μετάβασης και η πρόβλεψη για (ενδεχόμενα) αντι-κυκλικά αποθεματικά. Η επιμηκυμένη μεταβατική περίοδος αντανακλά σαφώς τις έντονες αντιρρήσεις των τραπεζών –που είναι παραδεκτές– ότι η ταχεία εφαρμογή υψηλότερων απαιτήσεων κεφαλαίου θα χειροτέρευε την τρέχουσα πιστωτική κρίση. Η μακρά περίοδος μετάβασης εμπεριέχει την υπόθεση πως η επόμενη δεκαετία θα χαρακτηρίζεται από αργή ανάκαμψη η οποία μπορεί εύκολα να ανατραπεί λόγω έλλειψης επαρκών πιστώσεων. Αυτό μπορεί να ισχύει, αλλά κανείς δεν μπορεί να αποκλείσει επεισόδια υπερβολικής ευφορίας ακόμη και στο πλαίσιο μιας αργής ανάκαμψης. Η Βασιλεία III δεν θίγει καθόλου αυτό το ζήτημα.

Το αντι-κυκλικό αποθεματικό κεφαλαίου, από την άλλη πλευρά, είναι απάντηση στην προ-κυκλικότητα. Είναι δυνατό, διαφορετικές χώρες να αντιμετωπίσουν πιστωτικούς κύκλους που δεν εναρμονίζονται μεταξύ τους και αυτό μπορεί να οδηγήσει στο να τεθεί σε ενέργεια η πρόβλεψη του αντι-κυκλικού αποθεματικού κεφαλαίου σε διαφορετικές χρονικές στιγμές για κάθε χώρα. Ο συγκυριακός χαρακτήρας αυτού του αποθεματικού είναι πλήρως παραδεκτός σε ένα πλαίσιο χρηματοοικονομικών κύκλων. Ωστόσο, δύο ζητήματα μένουν εκκρεμή: πρώτον, γιατί είναι τόσο μικρό το μέγεθος αυτού του αποθεματικού (2,5% στο μέγιστο) και δεύτερον, πώς θα μπορούσε να οριοθετηθεί η πιστωτική μεγέθυνση, έτσι ώστε να μη μπορούν οι διαφορετικές χώρες να καταχραστούν τον συγκυριακό χαρακτήρα αυτής της ρύθμισης, ώστε να κερδίσουν κάποιο πλεονέκτημα υπέρ των τραπεζών τους στην περίοδο της ανόδου.

Υπάρχει και ένα ευρύτερο ερώτημα: εάν η «υπερβάλλουσα πιστωτική επέκταση» οδηγεί στην ανάγκη διατήρησης αντι-κυκλικών αποθεματικών κεφαλαίου από τις τράπεζες, γιατί να μην ελεγχθεί εξαρχής με άμεσο τρόπο; Δεν θα έπρεπε η νομισματική πολιτική να λειτουργεί παράλληλα με την πολιτική ρύθμισης σε αυτή την περίπτωση; Ή θεωρείται πως οριακά η επεκτατική νομισματική πολιτική μπορεί να συνυπάρξει με περιοριστικές ρυθμιστικές πολιτικές αύξησης των κεφαλαιακών αποθεμάτων για τις τράπεζες; Όμως τότε, δεν θα κινούνταν η πιστωτική επέκταση προς έναν μη-ρυθμιζόμενο χρηματοπιστωτικό τομέα που θα αναπτυσσόταν υπέρμετρα; Δεν είναι τυχαίο άλλωστε πως ο συντονισμός της «μακρο-προληπτικής» και της νομισματικής πολιτικής απασχολεί την τρέχουσα έρευνα στην BIS, όπως φαίνεται από τα ζητήματα που θέτουν οι Galati & Moessner (2011): τη χρήση της νομισματικής πολιτικής ως συμπληρωματικού εργαλείου για την αντιμετώπιση των χρηματοπιστωτικών ανισορροπιών αλλά και τη σχέση υποκατάστασης μεταξύ των δύο πολιτικών.

Γενικά, η Βασιλεία III περιλαμβάνει θετικά στοιχεία αλλά μοιάζει ανεπαρκής. Το ερώτημα με το οποίο πρέπει να αναμετρηθεί, από τη σκοπιά των χρηματοοικονομικών κύκλων, είναι απλό: είναι ικανή να επιβάλει την επιμήκυνση των οριζόντων των παραγόντων της αγοράς πέραν των κυκλικών φάσεων; Ωστόσο, τα απλά όρια μόχλευσης, η δυναμική μέριμνα προβλέψεων με δια-κυκλικό υπολογισμό των ποσοστών συμβατικής αθέτησης και τα συγκυριακά κεφαλαιακά αποθεματικά στον βαθμό που εναρμονίζονται μεταξύ των χωρών ώστε να αποφευχθεί το arbitrage μεταξύ των ρυθμιστικών καθεστώτων, παρέχουν μια προοπτική αλλαγής, εφόσον οι ρυθμιστικές αρχές τα χρησιμοποιήσουν με συντονισμένο τρόπο που *παραμένει συνεπής σε όλη τη διάρκεια του κύκλου*.

Το κρίσιμο ζήτημα που προκύπτει είναι πώς θα λειτουργήσουν οι κανόνες της Βασιλείας III, καθώς η οικονομία προχωρά σε μία φάση γενικευμένης χρηματοοικονομικής ευφορίας. Μετά την έξοδο από την παρούσα κρίση, όποια οικονομική άνοδος επακολουθήσει θα είναι επιβαρυμένη με την εμπειρία υψηλών ποσοστών συμβατικής αθέτησης και ασφαλίστρων κινδύνου. Θα υπάρξουν μανιώδεις συζητήσεις σχετικά με το αν η χρονική στιγμή της εφαρμογής των εργαλείων μπορεί να διακυβεύσει την οικονομική επέκταση. Αλλά θα υπάρξουν επίσης έντονες συζητήσεις, όταν η ανάκαμψη οδηγεί σε ευφορία 'αλά' Minsky-Kindleberger, κατά πόσον οι ρυθμιστικές αρχές με τις ενέργειές τους θα ακινητοποιήσουν κεφάλαια σε μία περίοδο όπου χώρες και κοινωνίες ολόκληρες ανταγωνίζονται μεταξύ τους στη διατήρηση της οικονομικής επέκτασης.

Επιπρόσθετα, το ευρύτερο ζήτημα που τίθεται από ρυθμιστικά καθεστώτα που εξαρτώνται από τη συγκυρία έχει να κάνει με το ποιος (και με ποια κριτήρια) κρίνει το σημείο μετάβασης από ένα συγκυριακό καθεστώς σε άλλο, και το εάν οι πολιτικές μεταξύ χωρών συγκλίνουν με έναν συντονισμένο τρόπο στα σημεία μεταβολής της συγκυρίας. Αυτό το ζήτημα δεν θίγεται στη Βασιλεία III, ούτε αποτελεί κεντρικό σημείο προβληματισμού στις τρέχουσες συζητήσεις. Όμως αποτελεί μείζον ζήτημα, εάν η ευφορία πρόκειται να ρυθμιστεί σε μία μακροπρόθεσμη προοπτική, ώστε να είναι δυνατή η επίτευξη υψηλού βαθμού συστημικής σταθερότητας. Η ιστορική εμπειρία δείχνει ότι το μεγαλύτερο ποσοστό άντλησης κεφαλαίων από τις τράπεζες λαμβάνει χώρα κατά την ευφορία, όταν το κόστος μετοχικού κεφαλαίου φαίνεται ασυνήθιστα χαμηλό. Ένα καθεστώς ρύθμισης που θα στηρίζεται αποκλειστικά στην επάρκεια κεφαλαίου θα έρθει σε αντιπαράθεση με τον εαυτό του, εάν οι κανόνες του αυστηροποιούνται σε περιόδους ευφορίας και μειώνουν την ευκαιρία που έχουν οι τράπεζες να αντλήσουν «φθηνό μετοχικό κεφάλαιο». Σε αυτό το πλαίσιο, η πρόταση του Rajan για «συγκυριακό κεφάλαιο» μπορεί να αποδειχτεί μια πιο ομαλή διέξοδος, αλλά πρέπει να υπόκειται σε έναν «έλεγχο πραγματικότητας» κατά την περίοδο της ύφεσης, όταν το ασφαλιστικό κεφάλαιο θα πρέπει να αντληθεί. Ποιος θα έχει το σθένος να εκτελέσει τα options του Rajan στην καθοδική φάση του χρηματοοικονομικού κύκλου;

Η επιμήκυνση των οριζόντων είναι μείζων πολιτικός και ρυθμιστικός στόχος. Μπορεί να ειδωθεί ως διαδικασία εναρμόνισης διαφορετικών κατηγοριών κινήτρων: αυτών των επιχειρηματιών στην πραγματική οικονομία με αυτά των πιστωτών τους και αυτά των συμμετεχόντων στις χρηματοοικονομικές αγορές με αυτά των φορολογουμένων. Οι μη-χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις θα βελτιστοποιούσαν τη δραστηριότητά τους με διαφορετικό τρόπο, εάν τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα υιοθετούσαν πιο μακροπρόθεσμη προοπτική της αγοράς, ενώ οι φορολογούμενοι θα προτιμούσαν οι χρηματοοικονομικοί φορείς να εσωτερικεύουν τόσο τα ιδιωτικά οφέλη όσο και τα κοινωνικά κόστη των πράξεών τους.

7. Προς ποια κατεύθυνση θα κινηθεί το κόστος κεφαλαίου των πιστωτικών ιδρυμάτων;

Άραγε, όλα αυτά θα οδηγήσουν τελικά σε ένα υψηλότερο κόστος κεφαλαίου για τις τράπεζες; Και εάν ναι, είναι καλό αυτό ή κακό; Σε ένα πλαίσιο χρηματοοικονομικών κύκλων η αποτίμηση αξιών και το κόστος κεφαλαίου είναι μεταβλητά και ακολουθούν τις φάσεις της ευφορίας και του μαρασμού. Επιπλέον, το θεωρητικό «δια-κυκλικό» κόστος κεφαλαίου των πιστωτικών ιδρυμάτων ουσιαστικά επιδοτείται από το Δημόσιο στον βαθμό που η πιθανότητα διάσωσής τους παραμένει σημαντική. Η εναρμόνιση του ιδιωτικού και του κοινωνικού κόστους σαφώς θα αυξήσει το «δια-κυκλικό» κόστος κεφαλαίου, καθώς θα επιβαρύνει τις τράπεζες με μία ασφαλιστική εισφορά για μελλοντικές διασώσεις ή ενδεχόμενη στήριξη. Αυτό θα αύξανε παρά θα μείωνε την κοινωνική ευημερία, εάν σκεφτεί κανείς πως τα χρήματα του φορολογουμένου ή το κυβερνητικό χρέος έχουν επίσης «κόστος κεφαλαίου». Από την άλλη πλευρά, ένα ρυθμιστικό καθεστώς που θα μείωνε την ένταση των κύκλων και θα παρήγαγε μία, ανώτερου βαθμού, συστημική σταθερότητα, θα μπορούσε πράγματι να μειώσει το κόστος κεφαλαίου, καθώς τα κοινωνικά κόστη που συνδέονται με την καθοδική φάση του κύκλου θα μειώνονταν.

Εν τέλει, οποιαδήποτε συζήτηση για το κόστος κεφαλαίου των τραπεζών δεν μπορεί να προχωρήσει χωρίς να αντιμετωπίσει ένα θεμελιακό ζήτημα: πώς θα αλλάξει το επιχειρηματικό υπόδειγμα των τραπεζών; Οι τράπεζες θα γίνουν περισσότερο ή λιγότερο ριψοκίνδυνες στην ευφορία εντός του νέου ρυθμιστικού πλαισίου; Και οι τραπεζικοί κίνδυνοι θα καταστούν αναγνωρίσιμοι εντός ενός «δια-κυκλικού» πλαισίου ή θα παραμείνουν καλυμμένοι μέχρι το ξέσπασμα μιας νέας κρίσης στο μέλλον; Αυτά τα ζητήματα θα κρίνουν τον προσδιορισμό του κόστους κεφαλαίου. Γι' αυτό τον λόγο θα έπρεπε να ιεραρχηθούν ψηλά στις προτεραιότητες της θεωρητικής έρευνας και των συζητήσεων πολιτικής.

Βιβλιογραφία

Allen, F. & E. Carletti (2007), "Mark-to-Market Accounting and Liquidity Pricing", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 45, Issues 2-3 (August), pp. 358-378.

Basel Committee on Banking Regulation (BCBR), (2010), "Group of Governors and Heads of Supervision announces higher global minimum capital standards", Press Release, 12 September.

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), (2010), "An Assessment of the Long-term Economic Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements", *BIS*, August.

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), (2011), "The Transmission Channels_Between the Financial and Real Sectors: A Critical Survey of the Literature", BIS, Working Paper No. 18, February.

Benston, G. J. & G. G. Kaufman (1996), "The Appropriate Role of Bank Regulation", *The Economic Journal*, Vol. 106, No. 436 (May), pp. 688-697.

Bernanke, B. S. (2009), "Financial Reform to Address Systemic Risk", Speech at the Council on Foreign Relations, March 10, Washington D.C., available at http://www. federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090310.htm.

Carvajal, A., R. Dodd, M. Moore, E. Nier, I. Tower & L. Zanforlin (2009), "The Perimeter of Financial Regulation", *IMF Staff Position Note*, SPN/09/07.

Committee on the Global Financial System (CGFS), (2009), "The Role of Valuation and Leverage in Procyclicality", *BIS*, CGFS *Papers* No. 34, April.

Committee on the Global Financial System (CGFS), (2010), "Macroprudential Instruments and Frameworks: A Stocktaking of Issues and Experiences", BIS, CGFS Papers No. 38, May.

Crockett, A. (2003), "Strengthening Financial Stability", in Booth, P. and D. Currie (Eds) *The Regulation of Financial Markets*, The Institute of Economic Affairs, London: Profile Books, pp. 44-62.

Demirgüç-Kunt A. & L. Servén (2010), "Are All the Sacred Cows Dead? Implications of the Financial Crisis for Macro- and Financial Policies", *The World Bank Research Observer*, February, pp. 1-34.

Dow, S. C. (1996), "Why the Banking System Should be Regulated", *The Economic Journal*, Vol. 106, No. 436 (May), pp. 698-707.

Estrella, A. (2004), "The Cyclical Behavior of Optimal Bank Capital", *Journal of Banking and Finance*, 28, pp. 1469-1498.

Financial Stability Forum (FSF), (2009), "Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System", April.

Galati, G. & R. Moessner (2011), "Macroprudential Policy – A Literature Review", BIS, Working Papers No. 337, February.

Gordy, M. B. & B. Howells (2006), "Procyclicality in Basel II" Can we Treat the Disease without Killing the Patient?", *Journal of Financial Intermediation*, 15, pp. 395-417.

Haldane, A. G. (2010), "Fair Value in Foul Weather", *Bank of England*, March.

Heid, F. (2007), "The Cyclical Effects of the Basel II Capital Requirments", *Journal of Banking and Finance*, 31, pp. 3885-3900.

Kindleberger, C. P. (1978), *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, New York: Basic Books.

Laux, C. & C. Leuz (2009, "The Crisis of Fair Value Accounting: Making Sense of the Recent Debate", University of Chicago Booth School of Business, The Initiative on Global Markets, Working Paper No. 33, April.

Llewellyn, D. (1999), "The Economic Rationale for Financial Regulation", *FSA Occasional Paper Series*, No. 1 (April), pp. 1-58.

Macroeconomic Assessment Group (MAG), (2010), "Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements", Interim Report, *BIS*, August.

Minsky, H. P. (1972), "Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster" in The Board of Governors of the Federal Reserve System, *Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism*, Washington, D.C., June, Vol. 3, reprinted in H. P. Minsky (1982) *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, New York: M. E. Sharpe.

Minsky, H. P. (1977), "The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to 'Standard' Theory", *Nebraska Journal of Economics and Business*, Winter, Vol. 16, No. 1, reprinted in H. P. Minsky (1982) *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, New York: M. E. Sharpe.

Minsky, H. P. (1978), "The Financial Instability Hypothesis: A Restatement", *Thames Papers in Political Economy*, Autumn, reprinted in H. P. Minsky (1982) Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance, Armonk, New York: M. E. Sharpe.

Minsky, H. P. (1980a), "Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles", in *The Business Cycle and Public Policy, 1929 – 80*, Joint Economic Committee, Congress of the United States, Washington, D.C.: US Government Printing Office, reprinted in H. P. Minsky (1982) Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance, Armonk, New York: M. E. Sharpe.

Minsky, H. P. (1980b), "Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism", *Journal of Economic Issues*, Vol. XIV, No. 2, June, reprinted in H. P. Minsky (1982) Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance, Armonk, New York: M. E. Sharpe.

Minsky, H. P. (1982), Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance, Armonk, New York: M. E. Sharpe.

Novoa, A., J. Scarlata & J. Solé (2009), "Procyclicality and Fair Value Accounting", IMF, Working Paper 09/39, March.

Rajan, R. G. (2009), "The Credit Crisis and the Cycle-Proof Regulation", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, September/October, pp. 397-402.

Stiglitz, J. E. (2001), "Principles of Financial Regulation: a Dynamic Portfolio Approach", *The World Bank Research Observer*, Vol. 16, No. 1 (Spring), pp. 1-18.

VanHoose, D. (2007), "Theories of Bank Behavior under Capital Regulation", *Journal of Banking & Finance*, 31, pp. 3680-3697.

Η θεσμική οργάνωση της χρηματοοικονομικής εποπτείας στην Ελλάδα

Προκλήσεις και προοπτικές μετά την κρίση

Παναγιώτης Σταϊκούρας
ΕΠΙΚΟΥΡΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΔΙΚΗΓΟΡΟΣ, LLM, Δ.Ν.

Περίληψη

Στόχος της παρούσας μελέτης είναι η κριτική ανάλυση των εναλλακτικών συστημάτων εποπτείας του χρηματοοικονομικού τομέα, καθώς και η ανάπτυξη προτάσεων για την οργάνωση της χρηματοοικονομικής εποπτείας στην Ελλάδα. Στο πλαίσιο αυτό, πραγματοποιείται, καταρχήν, μια θεωρητική και εμπειρική προσέγγιση των βασικών, εναλλακτικών προτάσεων για τη θεσμική οργάνωση της χρηματοοικονομικής εποπτείας (κατακερματισμένη και ενοποιημένη εποπτεία) και συζητείται ο εποπτικός ρόλος των εθνικών κεντρικών τραπεζών. Τέλος, εν είδει επιμέτρου, επιχειρείται μια κριτική παρουσίαση του ισχύοντος πλαισίου χρηματοοικονομικής εποπτείας στην Ελλάδα και κατατίθενται προτάσεις για τη βελτίωσή του προκειμένου να ανταποκριθεί αποτελεσματικότερα στα ιδιοσυγκρατικά χαρακτηριστικά της ελληνικής αγοράς.

Θερμές ευχαριστίες για τις εξαιρετικά εποικοδομητικές παρατηρήσεις του οφείλονται στον κ. Σταύρο Θωμαδάκη, Καθηγητή του Τμήματος Οικονομικών Επιστημών του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών.

1. Εισαγωγή

Η τρέχουσα κρίση ανέδειξε μια σειρά από σοβαρές αδυναμίες της κατεστημένης αρχιτεκτονικής του χρηματοοικονομικού συστήματος. Υπερβολική μόχλευση, ασύδοτη πιστωτική επέκταση, αδύναμοι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης, υπεραισιόδοξα μοντέλα αποτίμησης κινδύνων, ανεπαρκής διαφάνεια καινοτόμων προϊόντων, αναξιόπιστες εκτιμήσεις των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, προκυκλικότητα των λογιστικών συστημάτων και των μεθόδων υπολογισμού κεφαλαιακής επάρκειας, συνέστησαν ένα εκρηκτικό μείγμα ρυθμιστικών ανεπαρκειών με οδυνηρές συνέπειες. Επιπροσθέτως, το ξέσπασμα της κρίσης απέδειξε ότι τόσο τα εθνικά εποπτικά μοντέλα όσο και οι υπερ-εθνικές διαρθρώσεις τους υστέρησαν σημαντικά απέναντι στην ενοποιημένη και διασυνδεδεμένη πραγματικότητα των σημερινών χρηματοοικονομικών αγορών.[1]

Η παρούσα μελέτη στοχεύει τόσο στην κριτική ανάλυση των εναλλακτικών συστημάτων για τη θεσμική οργάνωση της χρηματοοικονομικής εποπτείας όσο και στην κατάθεση συγκεκριμένων προτάσεων για την περίπτωση της Ελλάδας. Στο πλαίσιο αυτό, η μελέτη οργανώνεται ως εξής: στο δεύτερο κεφάλαιο συζητούνται οι τέσσερις βασικές μορφές θεσμικής οργάνωσης της χρηματοοικονομικής εποπτείας· το τρίτο κεφάλαιο απαντά στο καίριο ερώτημα αναφορικά με τη θέση και τον ρόλο που καλούνται να επιτελέσουν οι εθνικές κεντρικές τράπεζες (στο εξής «ΚΤ») στο νέο χρηματοοικονομικό περιβάλλον· και, τέλος, εν είδει επιλόγου, παρατίθενται μερικές σκέψεις για το παρόν και το μέλλον της χρηματοοικονομικής εποπτείας στην Ελλάδα.

2. Οι εναλλακτικές προτάσεις για τη θεσμική οργάνωση της χρηματοοικονομικής εποπτείας

Οι θεμελιώδεις στόχοι της χρηματοοικονομικής ρύθμισης και εποπτείας είναι τρεις: έλεγχος της φερεγγυότητας των χρηματοοικονομικών οργανισμών σε μεμονωμένη-εξατομικευμένη βάση (μικροπροληπτική εποπτεία), διατήρηση της σταθερότητας του οικονομικού συστήματος (μακροπροληπτική εποπτεία) και διασφάλιση ότι οι καταναλωτές αντιμετωπίζονται δίκαια (προστασία καταναλωτών).[2]

Όλα τα εποπτικά συστήματα που θα εξεταστούν ασπάζονται τους παραπάνω στόχους, ωστόσο, η αποτελεσματικότητα που επιδεικνύουν αναφορικά με την υλοποίηση των στόχων αυτών μπορεί να παρουσιάζει διαβαθμίσεις, πάντα σε συνάρτηση με τα ιδιοσυγκρατικά χαρακτηριστικά της κάθε εθνικής αγοράς. Σε γενικές γραμμές, τα εποπτικά μοντέλα δύναται να καταταχθούν σε δύο ομάδες. Στην κατηγορία της «κατακερματισμένης εποπτείας» περιλαμβάνεται το «οργανικό μοντέλο» (institutional model) και το «λειτουργικό μοντέλο» (functional model). Από την άλλη μεριά, στην κατηγορία της «ενοποιημένης εποπτείας» ανήκει η εποπτεία από μια ενιαία αρχή (σύστημα ενιαίου επόπτη), καθώς και το μοντέλο εποπτείας με βάση τους ρυθμιστικούς-εποπτικούς στόχους (δυαρχικό ή δυαδικό σύστημα, twin peaks model).

[1] Επιτροπή των ΕΕ (2009).

[2] Goodhart/Hartmann/Llewellyn/Rojas-Suárez/Weisbrod (1998), Llewellyn (1999), Di Giorgio/Di Noia (2003), Herring/Carmassi (2008). Το αίτημα για την προστασία του ελεύθερου ανταγωνισμού διατρέχει το σύνολο της οικονομικής συμπεριφοράς και, για το λόγο αυτό, συνήθως δεν συμπεριλαμβάνεται στους ειδικότερους στόχους της χρηματοοικονομικής ρύθμισης/εποπτείας.

2.1 Το σύστημα της κατακερματισμένης εποπτείας

Το οργανικό μοντέλο εδράζεται στο νομικό χαρακτηρισμό των εποπτευόμενων οργανισμών ως πιστωτικά ιδρύματα, επενδυτικές επιχειρήσεις[3] ή ασφαλιστικές εταιρείες: για κάθε μια από τις τρεις κατηγορίες χρηματοοικονομικών οργανισμών προβλέπεται διαφορετική εποπτική αρχή, η οποία είναι αρμόδια τόσο για τη μικροπροληπτική εποπτεία όσο και για την προστασία των καταναλωτών.

Τα οργανικό σύστημα φαίνεται να ανταποκρίνεται καλύτερα σε αγορές όπου ο κάθε οργανισμός δραστηριοποιείται σε ορισμένο πεδίο χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης.[4] Υπό αυτές τις συνθήκες και μόνον, εμφανίζει το πλεονέκτημα της απλότητας, καθώς κάθε χρηματοοικονομικός οργανισμός ανάλογα με τη νομική του υπόσταση έχει διαφορετικό επόπτη, ενώ ταυτόχρονα το εν λόγω σύστημα προσεγγίζει με μεγαλύτερη ακρίβεια και αποτελεσματικότητα τις ιδιαιτερότητες του κάθε χρηματοοικονομικού τομέα και, συνεπώς, διευκολύνει την ανάπτυξη εποπτικής εξειδίκευσης.[5] Εξάλλου, το οργανικό σύστημα αποφεύγει την υπερβολική συγκέντρωση εξουσιών και επιτρέπει την καλλιέργεια ανταγωνισμού μεταξύ των διαφορετικών εποπτικών αρχών, γεγονός που κινητροδοτεί τη μεγαλύτερη αποτελεσματικότητά τους και καθιστά πιο δύσκολο τον αθέμιτο επηρεασμό τους από τους εποπτευόμενους οργανισμούς.[6]

Από την άλλη πλευρά, το οργανικό σύστημα παρουσιάζεται ασύμβατο με τη σύγχρονη τάση ολοκλήρωσης των αγορών η οποία οδηγεί στη διάρρηξη των παραδοσιακών, διαχωριστικών γραμμών μεταξύ οργανισμών και προϊόντων. Πράγματι, οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί ολοένα και εντονότερα επεκτείνουν τη δραστηριότητά τους σε όλο το φάσμα της διαμεσολάβησης, παρέχοντας υπηρεσίες σε υπερ-τομεακή βάση, ενώ η ραγδαία ανάπτυξη της τεχνολογίας και της χρηματοοικονομικής καινοτομίας έχει οδηγήσει στη δημιουργία υβριδικών προϊόντων. Στο πλαίσιο αυτό, το οργανικό σύστημα φαίνεται να οδηγεί σε ασυνέπειες, κενά και δυσλειτουργίες:

(α) διαφορετικές αρχές καθίστανται αρμόδιες για την εποπτεία των ίδιων υπηρεσιών,

(β) κατακερματίζεται και, συνεπώς, καθίσταται αναποτελεσματική η εποπτεία των χρηματοοικονομικών ομίλων,

(γ) αυξάνεται το κόστος εποπτείας λόγω του κατακερματισμού σε πολλαπλές αρχές,

(δ) αντίθετα με τα αναμενόμενα, ενδέχεται να αυξάνεται η πιθανότητα αθέμιτου επηρεασμού από τους εποπτευόμενους οργανισμούς, μιας και το μικρότερο μέγεθος και θεσμικό πρεστίζ των εποπτικών αρχών καθιστά τις τελευταίες περισσότερο ευάλωτες,

(ε) ανακύπτουν εποπτικές επικαλύψεις και κενά με περαιτέρω συνέπεια τη δημιουργία προσκομμάτων στη λογοδοσία των εποπτικών αρχών και στην αναζήτηση ευθυνών, γεγονός που μειώνει τη διαφάνεια του εποπτικού συστήματος.[7]

Το λειτουργικό σύστημα παρουσιάζεται ως βελτιωμένη παραλλαγή του οργανικού μοντέλου.[8] Εν προκειμένω, η εποπτεία (μικροπροληπτική εποπτεία/προστασία των καταναλωτών) κατανέμεται σε διαφορετικές αρχές ανάλογα με το είδος των υπηρεσιών που παρέχουν οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί. Τούτο σημαίνει ότι, σε αντίθεση με το οργανικό μοντέλο, εξασφαλίζεται ισότητα στην εποπτική αντιμετώπιση των

---

[3] Η βιβλιογραφία συχνά χρησιμοποιεί τον όρο «επιχειρήσεις της κεφαλαιαγοράς» (capital market firms). Περιλαμβάνονται και οι οργανισμοί (συλλογικής) διαχείρισης χαρτοφυλακίων.

[4] Στην περίπτωση αυτή, το οργανικό σύστημα ταυτίζεται με το λειτουργικό: εφόσον οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες είναι απολύτως διακριτές και παρέχονται από διαφορετικούς οργανισμούς η κάθε μία, η εποπτεία με βάση το νομικό χαρακτηρισμό των οργανισμών είναι ισοδύναμη και ταυτόσημη με την εποπτεία με βάση τις παρεχόμενες υπηρεσίες (τράπεζες/τραπεζικές υπηρεσίες, επενδυτικές επιχειρήσεις/επενδυτικές υπηρεσίες, ασφαλιστικές εταιρείες/ασφαλιστικές υπηρεσίες).

[5] Lannoo (1999, 2000), Hadjiemmanuil (2003), Di Giorgio/Di Noia (2005), Wymeersch (2007), G30 (2008).

[6] Όπ.π.

[7] Όπ.π.

[8] Υπό προϋποθέσεις το οργανικό και το λειτουργικό σύστημα μπορεί να ταυτίζονται (βλ. υποσημείωση 4).

χρηματοοικονομικών οργανισμών όταν παρέχουν ίδιες υπηρεσίες.[9] Κατά τα άλλα, ωστόσο, το λειτουργικό σύστημα δεν παύει να φέρει όλες τις προαναφερθείσες ασθένειες του οργανικού μοντέλου. Δύο νέες ανησυχίες, δε, εγείρουν πρόσθετα ερωτηματικά:

(α) Στο πλαίσιο της ολοκλήρωσης των αγορών αλλά και λόγω της έμφυτης τάσης των εποπτικών αρχών για προστασία και περαιτέρω επέκταση των δικαιοδοτικών τους ορίων είναι πιθανόν να ανακύψουν εποπτικές διαμάχες ως προς το ποιος είναι αρμόδιος για την εποπτεία καινοτόμων-υβριδικών υπηρεσιών και προϊόντων.[10]

(β) Το κόστος συμμόρφωσης για τους εποπτευόμενους οργανισμούς αυξάνεται, μιας και οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί που δραστηριοποιούνται σε περισσότερους από έναν τομέα διαμεσολάβησης (π.χ., ένα πιστωτικό ίδρυμα που παρέχει τραπεζικές και επενδυτικές υπηρεσίες) ελέγχονται, αδειοδοτούνται και εποπτεύονται από περισσότερες αρχές.[11]

2.2 Η ενοποιημένη εποπτεία

(i) Εποπτεία από μια ενιαία αρχή

Η ανάληψη από μια ενιαία αρχή τόσο της μικροπροληπτικής εποπτείας όσο και της προστασίας των καταναλωτών για το σύνολο των χρηματοοικονομικών οργανισμών και υπηρεσιών αποτελεί την πιο ακραία μορφή ολοκλήρωσης-ενοποίησης της χρηματοοικονομικής εποπτείας.

Τα πλεονεκτήματα που προσφέρει το εν λόγω εποπτικό σύστημα είναι πολυποίκιλα:

(α) εξασφαλίζεται η αποτελεσματική εποπτεία των χρηματοοικονομικών ομίλων, μιας και ο ενιαίος επόπτης αποκτά μια «πανοραμική» εικόνα του συνόλου των δραστηριοτήτων και κινδύνων που αναλαμβάνουν οι εποπτευόμενοι οργανισμοί,

(β) δημιουργούνται οικονομίες κλίμακας και φάσματος και κατ' επέκταση μειώνεται το κόστος εποπτείας και συμμόρφωσης (π.χ., δημιουργείται ένα ενιαίο κέντρο διοικητικής υποστήριξης, γνωστοποίησης ρυθμιστικών πληροφοριών και αδειοδότησης των χρηματοοικονομικών οργανισμών),

(γ) εξαλείφονται τόσο τα τυχόν εποπτικά κενά και δικαιοδοτικές διαμάχες μεταξύ των εποπτικών αρχών όσο και οι ανισότητες στην εποπτική αντιμετώπιση οργανισμών που παρέχουν ομοειδείς υπηρεσίες και αναλαμβάνουν παρόμοιους κινδύνους,

(δ) η αναζήτηση ευθυνών για τυχόν εποπτικές αποτυχίες είναι διαυγής και αναμφισβήτητη, γεγονός που ενισχύει τους μηχανισμούς λογοδοσίας και τη διαφάνεια,

(ε) το μεγαλύτερο μέγεθος και το ενισχυμένο θεσμικό πρεστίζ του ενιαίου επόπτη καθιστούν πιο δύσκολο τον αθέμιτο επηρεασμό του από τους εποπτευόμενους φορείς,

(στ) μεταξύ άλλων και λόγω του αυξημένου θεσμικού του εκτοπίσματος, ο ενιαίος επόπτης έχει μεγαλύτερες δυνατότητες ανάπτυξης ενός συνεπούς, μακρόπνοου και αξιόπιστου συστήματος διαχείρισης ανθρώπινου δυναμικού αλλά και προσφοράς εργασίας με περισσότερες προοπτικές.[12]

Από την άλλη μεριά, δεν λείπουν και οι πιο επιφυλακτικές φωνές.

Πρώτον, παρά την τάση ολοκλήρωσης των αγορών, η ρύθμιση και κατ' επέκταση η εποπτεία των χρηματοοικονομικών οργανισμών δεν μπορεί παρά να εξακολουθεί σε μεγάλο βαθμό να είναι κατακερματισμένη

---

[9] Hadjiemmanuil (2003), Di Giorgio/Di Noia (2005), G30 (2008).

[10] Goodhart (2002), Hadjiemmanuil (2003).

[11] Dale/Wolfe (1998), Hadjiemmanuil (2003), Di Giorgio/Di Noia (2005), G30 (2008).

[12] Goodhart/Hartmann/Llewellyn/Rojas-Suárez/Weisbrod (1998), Briault (1999, 2002), Lanoo (1999, 2000), Abrams/Taylor (2000), Di Giorgio/Di Noia (2003), Hadjiemmanuil (2003), Ferran (2003), Davies (2004), Llewellyn (2006), Wymeersch (2007), Herring/Carmasi (2008), G30 (2008).

λόγω των θεμελιωδών διαφορών που παραμένουν σε ισχύ μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων, επενδυτικών επιχειρήσεων και ασφαλιστικών εταιρειών. Κατ' ακολουθία, οφείλει να διαφοροποιείται τόσο ο μηχανισμός διαχείρισης κινδύνων όσο και η εποπτική φιλοσοφία.[13]

Δεύτερον, υφίσταται ασυμβατότητα στους στόχους, μεθοδολογία και φιλοσοφία της μικροπροληπτικής εποπτείας και της προστασίας των καταναλωτών, με συνέπεια τη συχνή εμφάνιση συγκρούσεων. Για παράδειγμα, η ικανοποίηση καταναλωτών που έχουν γίνει αποδέκτες καταχρηστικών/απατηλών συμπεριφορών ή η ανακοίνωση δυσμενών στοιχείων αναφορικά με την εσωτερική οργάνωση ή την ποιότητα διοίκησης χρηματοοικονομικών οργανισμών μπορεί να υπονομεύσει την ίδια τη φερεγγυότητα των οργανισμών αυτών. Στο πλαίσιο αυτό, υποστηρίζεται ότι η αποτελεσματική εξισορρόπηση των αλληλοσυγκρουόμενων εποπτικών στόχων δεν είναι εφικτή υπό τη σκέπη μιας ενιαίας εποπτικής αρχής.[14]

Τρίτον, η υπερβολική συγκέντρωση εξουσιών επιτείνει τον κίνδυνο υιοθέτησης καταχρηστικών συμπεριφορών εκ μέρους του επόπτη, ενώ το μεγάλο μέγεθος της ενιαίας αρχής θα οδηγήσει σε αύξηση της γραφειοκρατίας, φαινόμενο που μπορεί να επιταθεί εάν η εκτελεστική εξουσία διαγνώσει στο πρόσωπο του ενιαίου επόπτη την ευκαιρία για ανάθεση πρόσθετων και ετερόκλητων αρμοδιοτήτων (Christmas-tree-effect).[15]

Τέταρτον, υποστηρίζεται ότι η έλλειψη ανταγωνισμού μεταξύ περισσότερων αρχών εξαλείφει τα κίνητρα για συνεχή βελτίωση του ενιαίου επόπτη.[16]

Τέλος, προβάλλεται ο ισχυρισμός ότι ο ενιαίος επόπτης καλλιεργεί «ηθικό κίνδυνο» (moral hazard), μιας και δημιουργεί την ανακριβή αντίληψη στους καταναλωτές ότι υφίσταται κοινή και ισοδύναμη εγγύηση των περιουσιακών τους στοιχείων ανεξαρτήτως του οργανισμού με τον όποιο έχουν συναλλαχθεί.[17]

(ii) Εποπτεία με βάση τους ρυθμιστικούς – εποπτικούς στόχους (δυαρχικό/δυαδικό σύστημα)

Το δυαρχικό σύστημα προβλέπει την ίδρυση δύο αρχών, κάθε μία από τις οποίες καθίσταται αρμόδια για την επίτευξη διαφορετικών εποπτικών στόχων, ανεξάρτητα από το νομικό χαρακτηρισμό των οργανισμών και το είδος των παρεχόμενων υπηρεσιών: η μία αρχή είναι αρμόδια για τη μικροπροληπτική εποπτεία και η άλλη για την προστασία των καταναλωτών.[18] Τα βασικά πλεονεκτήματα του συγκεκριμένου συστήματος εντοπίζονται στα εξής:

(α) επιτυγχάνεται αποτελεσματική εποπτική κάλυψη των χρηματοοικονομικών ομίλων,

(β) ο διαχωρισμός με βάση τους εποπτικούς στόχους επιτρέπει την εξοικονόμηση σημαντικών πόρων, διότι οδηγεί στον σχηματισμό αρχών εντός των οποίων αναπτύσσονται ποικίλες φυσικές συνέργειες λόγω της κοινής εποπτικής και ρυθμιστικής φιλοσοφίας που διέπει το κάθε εποπτικό αντικείμενο,

(γ) οι στόχοι και αρμοδιότητες της κάθε αρχής είναι διαυγείς, και συνεπώς, ενισχύεται τόσο η διαφάνεια της εποπτικής δομής όσο και οι μηχανισμοί λογοδοσίας,

(δ) η διάκριση με βάση τους εποπτικούς στόχους επιτρέπει σε κάθε αρχή να επιδιώξει ανεπηρέαστα την εκπλήρωση των αρμοδιοτήτων της δίχως τον κίνδυνο παραγκωνισμού ή υπονόμευσής της προς όφελος της έτερης αρχής.[19]

Από την άλλη πλευρά, υποστηρίζεται ότι το δυαρχικό σύστημα παρουσιάζει εγγενείς αδυναμίες που το καθιστούν λιγότερο αποτελεσματικό από το μοντέλο του ενιαίου επόπτη. Πιο συγκεκριμένα, η διάκριση

---

[13] Goodhart/Hartmann/Llewellyn/Rojas-Suárez/Weisbrod (1998), Hadjiemmanuil (2003), Llewellyn (2006), Herring/Carmasi (2008).

[14] Taylor (1995, 2009), Goodhart/Hartmann/Llewellyn/Rojas-Suárez/Weisbrod (1998), Carmichael (2000), Abrams/Taylor (2000), Di Giorgio/Di Noia (2003), Hadjiemmanuil (2003), Llewellyn (2006), Herring/Carmasi (2008).

[15] Abrams/Taylor (2000), Llewellyn (2006).

[16] Goodhart/Hartmann/Llewellyn/Rojas-Suárez/Weisbrod (1998), Llewellyn (2006).

[17] Goodhart/Hartmann/Llewellyn/Rojas-Suárez/Weisbrod (1998), Hadjiemmanuil (2003), Llewellyn (2006).

[18] Taylor (1995, 1997, 2009), Lannoo (1999, 2000), Di Giorgio/Di Noia (2005), G30 (2008).

[19] Taylor (1995, 1997, 2009), Dale/Wolfe (1998), Goodhart/Hartmann/Llewellyn/Rojas-Suárez/Weisbrod (1998), Di Giorgio/Di Noia (2003, 2005), Carmichael (2004), Cooper (2006), Llewellyn (2006), US Treasury Department (2008), pp. 142.

μεταξύ μικροπροληπτικής εποπτείας και προστασίας των καταναλωτών δεν είναι τόσο σαφής όσο υποθέτει το δυαρχικό σύστημα, γεγονός που αναμένεται να δημιουργεί συχνά εποπτικές διαμάχες και επικαλύψεις.[20] Επιπροσθέτως, οι οικονομίες που διασφαλίζει η λειτουργία δύο αρχών είναι σε κάθε περίπτωση μικρότερες σε σχέση με την ενιαία εποπτική αρχή, ιδίως λαμβάνοντας υπόψη ότι οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί –ανεξαρτήτως του εύρους των υπηρεσιών που παρέχουν– θα αδειοδοτούνται και εποπτεύονται από δύο διαφορετικές αρχές.[21] Τέλος, προβλήματα συνεργασίας, ανταλλαγής πληροφοριών και συντονισμού μεταξύ των δύο εποπτικών αρχών υπονομεύουν την αποτελεσματικότητα της εποπτείας, όπως ακριβώς συμβαίνει στο οργανικό και λειτουργικό σύστημα.[22]

2.3 Από τη θεωρία στην πράξη: τα εμπειρικά πορίσματα για τη θεσμική οργάνωση της χρηματοοικονομικής εποπτείας

Η συζήτηση που προηγήθηκε ανέδειξε σε θεωρητικό επίπεδο τα προτερήματα και μειονεκτήματα του κάθε εποπτικού συστήματος, όμως παραμένει ατελής στον βαθμό που δεν συνοδεύεται από εμπειρική ανάλυση. Στο πλαίσιο αυτό, εντοπίζονται τρεις ομάδες σχετικών εμπειρικών ερευνών.

Η πρώτη ομάδα μελετών ασχολείται με την επίδραση της «ποιότητας της εποπτικής διακυβέρνησης» (supervisory governance) στη χρηματοοικονομική σταθερότητα. Η ποιότητα της εποπτικής διακυβέρνησης προσδιορίζεται από τέσσερις παραμέτρους: ανεξαρτησία, λογοδοσία, διαφάνεια, ακεραιότητα. Τα αποτελέσματα καταδεικνύουν ότι εκείνοι οι χρηματοοικονομικοί επόπτες που εξασφαλίζουν μεγάλες επιδόσεις στα παραπάνω χαρακτηριστικά (ανεξαρτήτως του υιοθετούμενου εποπτικού συστήματος) ενισχύουν τη χρηματοοικονομική σταθερότητα.[23]

Μια διαφορετική ομάδα ερευνών επικεντρώνεται στον εντοπισμό των παραγόντων που επηρεάζουν την επιλογή του εποπτικού συστήματος. Ειδικότερα, στους παράγοντες που φαίνεται να βαρύνουν στην τελική επιλογή περιλαμβάνονται τα εξής:

(α) Ο βαθμός ανάπτυξης χρηματοοικονομικών ομίλων και διάτρησης των διαχωριστικών γραμμών μεταξύ υπηρεσιών/προϊόντων εντός της εθνικής αγοράς. Όσο μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς καταλαμβάνουν οι χρηματοοικονομικοί όμιλοι και όσο λιγότερο εμφανείς καθίστανται οι διαφοροποιήσεις μεταξύ των χρηματοοικονομικών προϊόντων/υπηρεσιών τόσο περισσότερο αναγκαία φαντάζει η επιλογή ενός από τα συστήματα ενοποιημένης εποπτείας.[24]

(β) Το μέγεθος της εθνικής οικονομίας. Για τις χώρες με μικρό μέγεθος οικονομίας και σχετικά περιορισμένους πόρους, η ενοποιημένη εποπτεία προσφέρει πολύτιμες οικονομίες κλίμακας και φάσματος.[25]

(γ) Ο βαθμός συγκέντρωσης στον χρηματοοικονομικό τομέα. Η ενοποιημένη προσέγγιση φαίνεται να αποτελεί αποτελεσματικότερο αντίβαρο στη συσσώρευση οικονομικής δύναμης που συνεπάγεται ο υψηλός βαθμός συγκέντρωσης στον χρηματοοικονομικό τομέα.[26]

(δ) Οι ιδιαιτερότητες των εθνικών νομικών συστημάτων, και ιδίως, η εμπέδωση επαρκών βαθμών ανεξαρτησίας (προσωπικής και λειτουργικής) των εποπτικών αρχών σε συνδυασμό με την καθιέρωση εξισορροπητικών μηχανισμών λογοδοσίας και ελέγχου.[27]

---

[20] Briault (1999), Di Giorgio/Di Noia (2003), Wymeersch (2007).

[21] Όπ.π.

[22] Όπ.π.

[23] Για μια εξαιρετική βιβλιογραφική ανάλυση, βλ. Quintyn (2007).

[24] Taylor/Flemming (1999), Hawkesby (2000), Mwenda/Flemming (2001), De Luna Martvnez/Rose (2003), Hadjiemmanuil (2003).

[25] Όπ.π.

[26] Όπ.π.

[27] Όπ.π. Βλ., επίσης, Das/Quintyn (2002), Das/Quintyn/Chenard (2004), Hópkes/Quintyn/Taylor (2005), Quintyn/Ramirez/Taylor (2007), καθώς και υποσημείωση 23 και συνοδεύον κείμενο.

(ε) Η δυνατότητα προσέλκυσης και διατήρησης επαρκούς και ικανού προσωπικού – στοιχείο που συνδέεται άμεσα με την προαναφερόμενη λειτουργική-οικονομική ανεξαρτησία των αρχών.[28]

(στ) Η εμπειρία που έχει αποκτηθεί από την αποτελεσματικότητα των υφιστάμενων εποπτικών δομών.[29]

(ζ) Η χρονική συγκυρία και οι μεταρρυθμιστικές προτεραιότητες που έχει θέσει η κάθε χώρα.[30]

Καταληκτικά, οι έρευνες επισημαίνουν ότι τα ιδιοσυγκρατικά χαρακτηριστικά του κάθε εθνικού, νομικο-πολιτικο-οικονομικού συστήματος επιδρούν σημαντικά στη δόμηση και αποτελεσματικότητα της χρηματοοικονομικής εποπτείας.[31] Συνεπώς, οποιαδήποτε κρίση ως προς την υπεροχή του ενός έναντι του άλλου εποπτικού συστήματος είναι τουλάχιστον παρακινδυνευμένη.[32]

Παρά ταύτα, μια τρίτη, πιο πρόσφατη αλλά και πιο περιορισμένη σε όγκο, ομάδα μελετών προσπαθεί να διαγνώσει, έστω σε αδρές γραμμές και με οριακές συγκρίσεις, κατά πόσο υφίσταται βέλτιστη δομή στη χρηματοοικονομική εποπτεία. Οι έρευνες αυτές καταλήγουν ότι η ενοποιημένη προσέγγιση συνδέεται θετικά τόσο με την αποτελεσματικότερη εποπτεία (κυρίως των επενδυτικών και ασφαλιστικών υπηρεσιών), όσο και με ενισχυμένη ρυθμιστική και εποπτική συνοχή-συνέπεια σε διατομεακό επίπεδο.[33]

2.4 Η θέση της Κεντρικής Τράπεζας στο νέο περιβάλλον της χρηματοοικονομικής εποπτείας

Ο ρόλος που καλείται να διαδραματίσει η ΚΤ στο σύγχρονο περιβάλλον της χρηματοοικονομικής εποπτείας χρήζει ιδιαίτερης συζήτησης για δύο λόγους. Πρώτον, στις αρμοδιότητες της ΚΤ περιλαμβάνεται και η διατήρηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας. Συνεπώς, η ΚΤ εμφανίζεται ως φυσικός ανάδοχος της μακροπροληπτικής εποπτείας, δηλαδή, του τρίτου εποπτικού στόχου για τον οποίο δεν έχει γίνει λόγος μέχρι το σημείο αυτό. Δεύτερον, υπάρχει έντονος επιστημονικός διάλογος ως προς την ανάθεση ή όχι και της μικροπροληπτικής εποπτείας στην ΚΤ.

Η κρατούσα αντίληψη πρεσβεύει ότι, ιστορικά-παραδοσιακά, η ανάληψη της μακροπροληπτικής εποπτείας από τις εθνικές ΚΤ αποτελεί φυσική συνέπεια και αδήριτη αναγκαιότητα. Καταρχήν, στο πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής και εποπτείας των συστημάτων πληρωμών, οι ΚΤ διατηρούν γραμμές άμεσης, ακριβούς και τακτικής πληροφόρησης αναφορικά με την κατάσταση των συμμετεχόντων στην αγορά, γεγονός που επιτρέπει τον έγκαιρο εντοπισμό κινδύνων που απειλούν τη χρηματοοικονομική σταθερότητα.[34] Εξάλλου, οι ΚΤ απολαμβάνουν ισχυρά εχέγγυα ανεξαρτησίας. Το επιχείρημα, εν προκειμένω, είναι ότι η αποτελεσματική διατήρηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας απαιτεί τόσο την υιοθέτηση μιας εποπτικής προσέγγισης με μακροχρόνιο ορίζοντα όσο και την πλήρη διασφάλιση ότι, σε περιόδους κρίσης, ο επόπτης θα μπορεί να λάβει τα απαραίτητα διορθωτικά μέτρα άμεσα, αποφασιστικά και ανεπηρέαστα, γεγονός που προϋποθέτει σταθερούς μηχανισμούς

---

[28] Όπ.π. Βλ., επίσης, Quintyn/Taylor (2002), Seelig/Novoa (2009).

[29] Όπ.π.

[30] Όπ.π.

[31] Για μια περιεκτική σύνοψη της βιβλιογραφίας αναφορικά με την πολιτική οικονομία της επιλογής και εξέλιξης των εποπτικών συστημάτων, βλ. Σταϊκούρας (2011).

[32] Κατά την άποψη της Επιτροπής De Larosière (The De Larosière Report (2009), παρ. 189), αυτός ο πλουραλισμός των εθνικών εποπτικών συστημάτων δεν επηρεάζει την ίδρυση και λειτουργία του νεοσυσταθέντος Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (ΕΣΧΕ): "Finally, the ESFS should be neutral with respect to national supervisory structures: national supervisory structures have been chosen for a variety of reasons and it would be impractical to try to harmonise them – even though it may well be that the current trend could continue towards the emergence of a dual 'twin peaks' system (banks, insurance companies and other financial institutions being covered by the same authority and markets/conduct of business by another one)".

[33] Čihak/Podpiera (2006, 2008), Arnone/Darbar/Gambini (2007), Masciandaro/Quintyn (2009).

[34] Schinasi (2003), Squam Lake WG (2009). Για τις χώρες της ευρωζώνης, ωστόσο, η ανάληψη από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (στο εξής, ΕΚΤ) της αρμοδιότητας άσκησης της νομισματικής πολιτικής (άρθρα 127-133 της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση) αποδυναμώνει το πρώτο σκέλος του επιχειρήματος.

ανεξαρτησίας. Πράγματι, μια σχετικά πιο πρόσφατη ομάδα εμπειρικών ερευνών υπογραμμίζει με ιδιαίτερη έμφαση τη θετική σχέση μεταξύ εποπτικής ανεξαρτησίας και χρηματοοικονομικής σταθερότητας.[35]

Η ανάθεση της μικροπροληπτικής εποπτείας στην ΚΤ, από την άλλη μεριά, συνιστά πηγή έντονων αντιπαραθέσεων.

Οι σκεπτικιστές θεωρούν ένα τέτοιο ενδεχόμενο ως απευκταίο και προβάλλουν προς υποστήριξη αυτής της άποψης δύο βασικά επιχειρήματα. Πρώτον, η άσκηση νομισματικής πολιτικής και η μικροπροληπτική εποπτεία αποτελούν αλληλοσυγκρουόμενες αρμοδιότητες. Ειδικότερα, η μικροπροληπτική εποπτεία είναι εξαιρετικά χρονοβόρα και, επομένως, λειτουργεί από πλευράς προσήλωσης και εξοικονόμησης πόρων ανθρώπινου δυναμικού εις βάρος τόσο της νομισματικής πολιτικής όσο και της μακροπροληπτικής εποπτείας. Επίσης, τυχόν αποτυχία στην άσκηση μικροπροληπτικής εποπτείας μπορεί να υπονομεύσει το κύρος και την αξιοπιστία της ΚΤ, στοιχεία που είναι θεμελιωδώς απαραίτητα για την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής και της μακροπροληπτικής εποπτείας. Τέλος, η μικροπροληπτική εποπτεία νοθεύει την ορθολογική λήψη αποφάσεων νομισματικής πολιτικής: σε περιόδους που απαιτείται σκλήρυνση της νομισματικής πολιτικής, η ΚΤ μπορεί να καθυστερεί την αύξηση των επιτοκίων ή να προβαίνει σε περαιτέρω μείωσή τους ή ακόμη και να χαλαρώνει τα κριτήρια παροχής επείγουσας ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα, προκειμένου να στηρίξει τράπεζες που αντιμετωπίζουν προβλήματα.[36] Δεύτερον, η ανάθεση και της μικροπροληπτικής εποπτείας στην ΚΤ οδηγεί σε υπερβολική συγκέντρωση εξουσιών, γεγονός που καθιστά πιο δύσκολο τον έλεγχό της.[37]

Ο αντίλογος, ιδίως λαμβάνοντας υπόψη τα διδάγματα της τρέχουσας κρίσης, ακούγεται πειστικότερος. Η οργάνωση και λειτουργία αποτελεσματικών μηχανισμών λογοδοσίας μπορεί να αντιμετωπίσει το πρόβλημα της υπερβολικής συγκέντρωσης εξουσιών.[38] Εξάλλου, η εμπειρική έρευνα δεν έχει αποδείξει με στατιστική σημαντικότητα την αιτιώδη συνάφεια μεταξύ της συγκέντρωσης της μικροπροληπτικής εποπτείας και νομισματικής πολιτικής στην ΚΤ, αφενός, και της νόθευσης της νομισματικής πολιτικής, αφετέρου.[39] Ένα τμήμα των ερευνών, μάλιστα, αντιστρέφει το επιχείρημα υποστηρίζοντας ότι ο συνδυασμός των δύο ρόλων οδηγεί σε σημαντικές συνέργειες οι οποίες υπερακοντίζουν κατά πολύ τις όποιες ανησυχίες έχουν διατυπωθεί.[40] Ειδικότερα, προκύπτει ότι η ανάθεση της μικροπροληπτικής εποπτείας στην ΚΤ αποτελεί, όχι μόνο φυσική επιλογή, αλλά και αναγκαιότητα, με δεδομένο ότι (α) οι τράπεζες συνιστούν τους «αγωγούς» μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στην αγορά, (β) η εποπτεία των συστημάτων πληρωμής από την ΚΤ αναπόφευκτα συνεπάγεται την απόκτηση πληροφοριών μικροπροληπτικής φύσης για τη φερεγγυότητα των συμμετεχόντων στα συστήματα αυτά, (γ) η υπηρέτηση του «φυσικού» ρόλου της ΚΤ σχετικά με τη διατήρηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας συνδέεται στενά με τη μικροπροληπτική εποπτεία, (δ) τα εχέγγυα ανεξαρτησίας κατά την άσκηση νομισματικής πολιτικής από την ΚΤ συνιστούν πολύτιμη ασφαλιστική δικλείδα και για την αποτελεσματική μικροπροληπτική εποπτεία, και (ε) η άμεση, συνεχής και «από πρώτο χέρι» πληροφόρηση για την κατάσταση των τραπεζών διευκολύνει σε καίριο βαθμό την αποτελεσματική άσκηση τόσο της νομισματικής πολιτικής όσο και του ρόλου της ΚΤ ως παρόχου επείγουσας ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα.[41]

---

[35] Quintyn/Taylor (2002), Das/Quintyn/Chenard (2004), Hópkes/Quintyn/Taylor (2005), Klomp/De Haan (2009).

[36] Goodhart/Schoenmaker (1995), Abrams/Taylor (2000), ECB (2001), Goodhart (2002), Hadjiemmanuil (2003), Llewellyn (2006), Herring/Carmassi (2008).

[37] Abrams/Taylor (2000), ECB (2001), Hadjiemmanuil (2003), Llewellyn (2006), Herring/Carmassi (2008).

[38] Quintyn/Taylor (2002).

[39] Βλ., ενδεικτικά, Heller (1991), Goodhart/Schoenmaker (1995b), Di Noia/Di Giorgio (1999), Ioannidou (2008).

[40] Goodhart/Schoenmaker (1995), Peek/Rosenberg/Tootell (1999), Healey (2001), Herrero/Del Río (2003).

[41] Abrams/Taylor (2000), ECB (2001), Hadjiemmanuil (2003), Llewellyn (2006).

3. Επίμετρο: μερικές σκέψεις για την οργάνωση της χρηματοοικονομικής εποπτείας στην Ελλάδα

Το σύστημα της χρηματοοικονομικής εποπτείας στην Ελλάδα οργανώνεται, στις βασικές του γραμμές, ως εξής:

- Η Τράπεζα της Ελλάδος (στο εξής «ΤτΕ») είναι η αρμόδια εποπτική αρχή για την:
  - (α) μικροπροληπτική εποπτεία των πιστωτικών και χρηματοδοτικών ιδρυμάτων, των ιδρυμάτων ηλεκτρονικού χρήματος και των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, και
  - (β) προστασία των καταναλωτών υπηρεσιών που παρέχουν οι παραπάνω οργανισμοί, με την εξαίρεση των επενδυτικών υπηρεσιών.[42]
- Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (στο εξής «ΕΚ») είναι η αρμόδια εποπτική αρχή για:
  - (α) τη μικροπροληπτική εποπτεία των ανωνύμων εταιρειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (ΑΕΠΕΥ), των ανωνύμων εταιρειών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ), των ανωνύμων εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου (ΑΕΕΧ), των ανωνύμων εταιρειών επενδύσεων ακίνητης περιουσίας (ΑΕΕΑΠ) και των ανωνύμων εταιρειών επενδυτικής διαμεσολάβησης (ΑΕΕΔ),
  - (β) την προστασία των καταναλωτών τόσο των υπηρεσιών που παρέχουν οι παραπάνω οργανισμοί όσο και των επενδυτικών υπηρεσιών που παρέχονται από πιστωτικά ιδρύματα,[43] και
  - (γ) τις οργανωμένες αγορές που λειτουργούν στην Ελλάδα, με την εξαίρεση της Ηλεκτρογενούς Δευτερογενούς Αγοράς Τίτλων της οποίας διαχειριστής και βασικός επόπτης είναι η ΤτΕ (με την ΕΚ να διατηρεί –παρότι ασαφώς διατυπωμένες– ορισμένες εποπτικές αρμοδιότητες).
- Το νεοσυσταθέν με το άρθρο 20 του ν. 3867/2010 (Α 128) Συμβούλιο Συστημικής Ευστάθειας στο Υπουργείο Οικονομικών (σε συνεργασία με την ΤτΕ) είναι αρμόδιο για τη μακροπροληπτική εποπτεία και τη διασφάλιση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας.

Είναι προφανές ότι το ελληνικό εποπτικό μοντέλο παρουσιάζει έντονες ιδιομορφίες που το καθιστούν ιδιαίτερο ή ακόμη και καινοφανές. Μέχρι το 2007, το ελληνικό εποπτικό σύστημα θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως αμιγώς οργανικό, με την εποπτεία (μικροπροληπτική εποπτεία/προστασία των καταναλωτών) για τα μεν πιστωτικά/χρηματοδοτικά ιδρύματα και ιδρύματα ηλεκτρονικού χρήματος να ανήκει στην ΤτΕ,

---

[42] Θα πρέπει να διευκρινιστούν, ωστόσο, τα εξής: Ως προς την προστασία των καταναλωτών τραπεζικών υπηρεσιών, η αρμοδιότητα της ΤτΕ αφορά στην εποπτεία της διαφάνειας των συναλλαγών (άρθρο 25§6 του ν. 3601/2007, ΦΕΚ Α 178). Η αρμοδιότητα αυτή δεν καλύπτει σε καμία περίπτωση όλα τα θέματα που σχετίζονται με την προστασία των καταναλωτών, ούτε βεβαίως αυτά που αφορούν την τήρηση των κανόνων ανταγωνισμού μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων, ούτε γενικότερα θέματα της εξισορρόπησης των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων καταναλωτών και πιστωτικών ιδρυμάτων (π.χ., ζητήματα καταχρηστικότητας των γενικών όρων των συναλλαγών). Τέτοιου είδους θέματα εντάσσονται στο γενικό πλαίσιο προστασίας του καταναλωτή το οποίο υπάγεται στην αρμοδιότητα του Υπουργείου Ανάπτυξης (Γενική Γραμματεία Καταναλωτή). Βλ. σχετικά στην ιστοσελίδα της ΤτΕ <http://www.bankofgreece.gr/BoGDocuments/Πλαίσιο_Εποπτικές_Αρμοδιότητες.pdf>. Ως προς τις ασφαλιστικές εταιρείες, η ΤτΕ ασκεί την προληπτική χρηματοοικονομική εποπτεία, ενώ το τμήμα της προστασίας των καταναλωτών-ασφαλισμένων καλύπτεται επί του παρόντος από τη Γενική Γραμματεία Καταναλωτή. Βλ. σχετικά άρθρο 9 του π.δ. 252/1996 (ΦΕΚ Α 186), καθώς και την ιστοσελίδα <http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/deia/tasks.aspx>. Το άρθρο 48§3 του ν. 3746/2009 (ΦΕΚ Α 27) προβλέπει τη δυνατότητα έκδοσης Κανονισμού Δεοντολογίας για τις ασφαλιστικές εταιρείες, ωστόσο η υιοθέτηση του εν λόγω Κώδικα δεν περιορίζει την εφαρμογή του ν. 2251/1994 (ΦΕΚ Α 191) για την προστασία των καταναλωτών. Σε κάθε περίπτωση, πάντως, για τις κυρώσεις που επιβάλλονται σε πιστωτικά ιδρύματα και ασφαλιστικές εταιρείες επί παραβάσεων του ν. 2251/1994 καθιερώνεται η προηγούμενη γνωμοδότηση της ΤτΕ κατόπιν αίτησης του Γενικού Γραμματέα Καταναλωτή (άρθρο 13α§6 του ν. 2251/1994).

[43] Παρότι με βάση τον ν. 3606/2007 (άρθρα 25-30) ένα καίριο τμήμα του πεδίου της προστασίας των επενδυτών-καταναλωτών τίθεται υπό την εποπτική αρμοδιότητα της ΕΚ, η εφαρμογή του ν. 2251/1994 για την προστασία των καταναλωτών εξακολουθεί να είναι σε πλήρη ισχύ. Και στην προκειμένη περίπτωση, για τις κυρώσεις που επιβάλλονται σε εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών επί παραβάσεων του ν. 2251/1994 καθιερώνεται η προηγούμενη γνωμοδότηση της ΕΚ κατόπιν αίτησης του Γενικού Γραμματέα Καταναλωτή (άρθρο 13α§6 του ν. 2251/1994). Για την εκ μέρους της ΕΚ ανάληψη της εποπτείας των κανόνων προστασίας των καταναλωτών επενδυτικών υπηρεσιών που παρέχονται από πιστωτικά ιδρύματα, βλ. υποσημειώσεις 44-45 και συνοδεύον κείμενο.

για τις δε ΑΕΠΕΥ, ΑΕΕΔ (πρώην ΕΛΔΕ), ΑΕΔΑΚ, ΑΕΕΧ, ΑΕΕΑΠ να ανατίθεται στην ΕΚ και, τέλος, για τις ασφαλιστικές εταιρείες να ανήκει στην Επιτροπή Εποπτείας Ιδιωτικής Ασφάλισης (στο εξής «ΕΠΕΙΑ»).[44] Με τον ν. 3606/2007 (άρθρο 59§1) μεταφέρθηκε, από την ΤτΕ στην ΕΚ, η εποπτική αρμοδιότητα για την προστασία των καταναλωτών επενδυτικών υπηρεσιών που προσφέρουν πιστωτικά ιδρύματα, ενώ ο ν. 3867/2010 (άρθρο 1) κατήργησε τη με μόλις 6 χρόνια ζωής ΕΠΕΙΑ και μετέφερε τις εποπτικές της αρμοδιότητες *en block* στην ΤτΕ.

Η επιλογή που έγινε με τον ν. 3606/2007 για ενοποίηση της εποπτείας των κανόνων προστασίας των καταναλωτών επενδυτικών υπηρεσιών υπό τη σκέπη της ΕΚ θεωρείται εύλογη. Η εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων παροχή επενδυτικών (όχι ασφαλιστικών) υπηρεσιών βάσει του καθιερωμένου, Κοινοτικού προτύπου της καθολικής τραπεζικής (universal banking) συνοδεύτηκε από τη σταδιακή εναρμόνιση των κανόνων τόσο για τον εντοπισμό και αντιμετώπιση των κινδύνων που συνδέονται με την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών/προϊόντων όσο και για την προστασία των καταναλωτών τέτοιων υπηρεσιών/προϊόντων.[45] Η ανάληψη της εποπτείας των τελευταίων από την ΕΚ, επομένως, αποτελεί ένα πρώτο, ορθολογικό, βήμα για την ενοποίηση της εποπτείας πιστωτικών ιδρυμάτων και επενδυτικών επιχειρήσεων, δεδομένου ότι συνάδει με το μοντέλο οργάνωσης και λειτουργίας που έχει επιλέξει και ρυθμίσει ο Κοινοτικός νομοθέτης για τους εν λόγω οργανισμούς.

Από την άλλη πλευρά, η πιο πρόσφατη νομοθετική πρωτοβουλία (ν. 3867/2010) κρίνεται μάλλον αποσπασματική και επιπόλαιη.

Πρώτον, σε κανένα στάδιο της νομοπαρασκευαστικής διαδικασίας δεν λήφθηκε υπόψη η συζήτηση για τη σοβαρή πιθανότητα σύγκρουσης μεταξύ μικροπροληπτικής εποπτείας και προστασίας των καταναλωτών, όταν οι δύο αυτοί στόχοι αναλαμβάνονται από την ίδια εποπτική αρχή, ούτε αξιολογήθηκε η σχετική εμπειρία της πρόσφατης κρίσης. Στη Μεγάλη Βρετανία, η έρευνα που διεξήχθη αναφορικά με τα αίτια της κρίσης και την κατάρρευση της Northern Rock κατέδειξε ότι, όταν η επίτευξη και των δύο εποπτικών στόχων ανατίθεται στην ίδια αρχή, αποτελεί σχεδόν φυσική συνέπεια να δίδεται έμφαση στην προστασία των καταναλωτών εις βάρος της μικροπροληπτικής εποπτείας λόγω του πολιτικά ευαίσθητου και «εξωστρεφούς» χαρακτήρα που έχει ο πρώτος έναντι του δεύτερου εποπτικού-ρυθμιστικού στόχου.[46]

Δεύτερον, η πρόσφατη νομοθετική πρωτοβουλία αποτυγχάνει να σταθμίσει με ακρίβεια τις ιδιαιτερότητες της ελληνικής αγοράς, με αποτέλεσμα να θέτει ανορθολογικές προτεραιότητες:

- Η παρουσία χρηματοπιστωτικών ομίλων ετερογενών δραστηριοτήτων (συμμετοχή μιας τουλάχιστον τράπεζας ή επενδυτικής επιχείρησης και μιας τουλάχιστον ασφαλιστικής εταιρείας) στην ελληνική αγορά είναι υποτυπώδης.[47] Εξάλλου, όπως υπογραμμίζει η ΤτΕ σε πρόσφατη έκθεσή της, η συμμετοχή των ελληνικών τραπεζικών ομίλων στο μετοχικό κεφάλαιο των ασφαλιστικών εταιρειών καταλαμβάνει στις περισσότερες περιπτώσεις πολύ μικρό ποσοστό επί των ιδίων κεφαλαίων τους σε ενοποιημένη βάση, επομένως δεν αναμένεται να υπάρχουν σημαντικές συστημικές επιπτώσεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα από τυχόν δυσμενή μεταβολή των ασφαλιστικών μεγεθών.[48] Αντιθέτως, όπως προαναφέρθηκε, η ελληνική αγορά έχει υιοθετήσει το πρότυπο της καθολικής τραπεζικής, ενώ ιδιαίτερα σημαντική είναι η παρουσία των τραπεζικών ομίλων ομοιογενών δραστηριοτήτων, δηλαδή, ομίλων με τη συμμετοχή πιστωτικών ιδρυμάτων και επενδυτικών επιχειρήσεων. Επομένως, για να ακριβολογεί

[44] Με τον ν. 3229/2004 (ΦΕΚ Α 38) οι εποπτικές αρμοδιότητες για τις ασφαλιστικές εταιρείες πέρασαν από το Υπουργείο Εμπορίου στη νεοσυσταθείσα τότε ΕΠΕΙΑ.

[45] Βλ. Οδηγία 89/646/ΕΟΚ ΕΕΕΚ L 386/1, ιδίως Παράρτημα Ι, Οδηγία 2006/48/ΕΚ, ιδίως Παράρτημα Ι, καθώς και Οδηγία 2009/138/ΕΚ, άρθρο 18. Βλ., επίσης, Οδηγία 2006/49/ΕΚ σχετικά με την κεφαλαιακή επάρκεια του χαρτοφυλακίου συναλλαγών των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων επενδύσεων, καθώς και Οδηγίες 2006/48/ΕΚ και 2004/39/ΕΚ, οι οποίες θέτουν κοινές αρχές για την αδειοδότηση πιστωτικών ιδρυμάτων και επενδυτικών επιχειρήσεων.

[46] House of Lords (2009), σελ. 33, FSA (2009), σελ. 87, HM Treasury (2009), σελ. 56, Taylor (2009).

[47] Βλ. <http://ec.europa.eu/internal_market/financial-conglomerates/docs/201007_conglomerates_en.pdf>.

[48] Τράπεζα της Ελλάδος (2010), σελ. 89.

κανείς, η κινητήριος δύναμη για την ενοποίηση της εποπτείας θα πρέπει να εντοπιστεί πρωτίστως στην αποτελεσματική αντιμετώπιση των κινδύνων που συνεπάγεται η διείσδυση των τραπεζών στον χώρο των επενδυτικών υπηρεσιών.

- Συναφώς προς τα ανωτέρω, η «τραπεζοασφάλιση» (bancassurance) στην Ελλάδα αφορά στη διανομή ασφαλιστικών προϊόντων από τα πιστωτικά ιδρύματα και όχι στην εκ μέρους των τελευταίων πρωτογενή ανάληψη της εγγυητικής ευθύνης που ενέχουν τα προϊόντα αυτά.[49] Αν και επίσημα στοιχεία για τον βαθμό ανάπτυξης του bancassurance στην Ελλάδα δεν υπάρχουν, οι εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ασφαλίσεων (CEA) είναι ότι το bancassurance στην Ελλάδα γνωρίζει συγκριτικά μικρή άνθηση.[50] Αξίζει να επισημανθεί δε ότι, καίτοι είθισται να γίνεται αναφορά μόνο στο bancassurance λόγω της πρωταγωνιστικής συμμετοχής των τραπεζών στην ασφαλιστική διαμεσολάβηση, ρόλο διανομέα ασφαλιστικών προϊόντων δύνανται να αναλάβουν και οι επενδυτικές επιχειρήσεις.

Με βάση την προηγηθείσα συζήτηση, η υιοθέτηση του κλασικού δυαρχικού συστήματος φαντάζει ως πιο ορθολογική προσέγγιση για την περίπτωση της Ελλάδας. Η ΕΚ θα αποτελεί τον έναν εποπτικό πυλώνα αναλαμβάνοντας την εποπτεία των κανόνων προστασίας των καταναλωτών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (τραπεζικών, επενδυτικών επιχειρήσεων, ασφαλιστικών εταιρειών), καθώς και την εποπτεία των αγορών, ενώ η ΤτΕ θα συνιστά τον έτερο πυλώνα αναλαμβάνοντας τη μικροπροληπτική εποπτεία του συνόλου των χρηματοοικονομικών οργανισμών.[51] Το εν λόγω σύστημα ενοποιημένης εποπτείας:

- αντικατοπτρίζει πιο αποτελεσματικά τα προαναφερθέντα χαρακτηριστικά της ελληνικής αγοράς αναφορικά με την παρουσία χρηματοοικονομικών ομίλων (ομοιογενών και ετερογενών δραστηριοτήτων), καθώς και τον βαθμό ανάπτυξης της καθολικής τραπεζικής και τραπεζοασφάλισης,[52]
- λαμβάνει υπόψη τη συζήτηση που έχει αναπτυχθεί για τη σοβαρή πιθανότητα σύγκρουσης μεταξύ των εποπτικών στόχων όταν η υλοποίησή τους ανατίθεται στην ίδια αρχή,[53]
- διασφαλίζει την ομαλότερη μετάβαση στο νέο εποπτικό σύστημα και συνάδει με το επίκαιρο αίτημα για αποτελεσματικότερη μακροπροληπτική εποπτεία, δεδομένου ότι, ήδη από το 2007, η προστασία των καταναλωτών επενδυτικών υπηρεσιών που παρέχονται από πιστωτικά ιδρύματα έχει ανατεθεί στην ΕΚ, ενώ η εκ μέρους της ΤτΕ ανάληψη της μικροπροληπτικής εποπτείας όλων των χρηματοοικονομικών οργανισμών δημιουργεί σημαντικές συνέργειες προς αξιοποίηση στο πλαίσιο άσκησης και της μακροπροληπτικής εποπτείας.

Τέλος, σε ό,τι αφορά στην άσκηση της μακροπροληπτικής εποπτείας, η σύσταση του Συμβουλίου Συστημικής Ευστάθειας στο Υπουργείο Οικονομικών αποτελεί επί της αρχής καλοδεχούμενη πρωτοβουλία, μιας και η σύνθεσή του εξασφαλίζει έναν δίαυλο άμεσης επικοινωνίας μεταξύ των εποπτικών αρχών του χρηματοοικονομικού τομέα. Ωστόσο, η διατύπωση των αρμοδιοτήτων του Συμβουλίου, ιδίως σε σχέση με τις εξουσίες που ήδη απολαμβάνει η ΤτΕ για τη διατήρηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας,[54] παραμένει ασαφής και ενδέχεται να προκαλέσει σύγχυση. Μια προσφορότερη λύση, ιδιαιτέρως στο πλαίσιο ενός δυαρχικού μοντέλου εποπτείας που περιγράφηκε ανωτέρω, θα ήταν η σύσταση του Συμβουλίου Συστημικής Ευστάθειας, με αποφασιστικές αρμοδιότητες και συγκεκριμένα εργαλεία άσκησης μακροπροληπτικής εποπτείας, εντός της ΤτΕ. Η συγκεκριμένη οργάνωση αντικατοπτρίζει καλύτερα τον ρόλο που ήδη έχει η ΤτΕ αναφορικά με τη διατήρηση της συστημικής σταθερότητας και θα εξασφαλίζει μεγαλύτερες συνέργειες μεταξύ μικρο- και μακρο-προληπτικής εποπτείας.

---

[49] Στην Ελλάδα, το καθεστώς διανομής ασφαλιστικών προϊόντων διέπεται από το π.δ. 190/2006 για την ασφαλιστική διαμεσολάβηση (ΦΕΚ Α 196) σε συνδυασμό με την Υπουργική Απόφαση Κ3-8010 (ΦΕΚ Β 1600).

[50] CEA (2010).

[51] Για την εποπτεία των κανόνων που αφορούν στον ανταγωνισμό η αρμοδιότητα θα παραμείνει στην Επιτροπή Ανταγωνισμού.

[52] Βλ. υποσημειώσεις 47-50 και συνοδεύον κείμενο.

[53] Βλ. υποσημείωση 46 και συνοδεύον κείμενο.

[54] Το άρθρο 55Α του Καταστατικού της Τράπεζας της Ελλάδος ορίζει ότι: «Στόχοι της εποπτείας είναι η σταθερότητα και αποτελεσματικότητα του πιστωτικού συστήματος και γενικότερα του χρηματοπιστωτικού τομέα της οικονομίας».

Βιβλιογραφία

Ελληνόγλωσση

Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (Επιτροπή των ΕΕ), *Ανακοίνωση της Επιτροπής: Χρηματοπιστωτική Εποπτεία* (Βρυξέλλες, 27.5.2009, COM(2009) 252 τελικό).

Σταϊκούρας Π. (2011), "Η αρχιτεκτονική της χρηματοοικονομικής εποπτείας μετά την κρίση: τάσεις και προοπτικές για την Ελλάδα" 59 *Νομικό Βήμα* 242.

Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ), *Έκθεση Για Την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα* (Ιούλιος 2010).

Ξενόγλωσση

Abrams R., Taylor M. (2000), "Issues in the unification of financial sector supervision", IMF Working Paper 213.

Arnone M., Darbar S., Gambini A. (2007), "Banking supervision: quality and governance", IMF Working Paper 82.

Briault C. (1999), "The rationale for a single financial services regulator", *FSA Occasional Paper Series* 2.

Briault C. (2002), "Revisiting the rationale for a single financial services regulator", *FSA Occasional Paper Series* 16.

Carmichael J., "Australia's approach to regulatory reform", in J. Carmichael, A. Fleming, D. Llewellyn (eds), *Aligning Financial Supervisory Structures With Country Needs* (World Bank Institute, 2004), pp. 93-113.

Carmichael J., "The Australian model of integrated regulation" (Ομιλία σε συνέδριο της IOSCO στην Αυστραλία, 17.5.2000).

European Insurance and Reusurance Federation (CEA), (2010), "Insurance Distribution Channels In Europe" (CEA Statistics No. 39, March 2010).

Čihak M., Podpiera R. (2006), "Is one watchdog better than three? International experience with integrated financial sector supervision", IMF Working Paper 57.

Čihak M., Podpiera R. (2008), "Integrated supervision: which model?", 19 *North American Journal of Economics and Finance* 135.

Cooper J. (2006), "The integration of financial regulatory authorities: the Australian experience" (Μελέτη που παρουσιάσθηκε στο 30ό ετήσιο συνέδριο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς της Βραζιλίας με τίτλο: *Assessing the Present, Conceiving the Future*, 4–5.9.2006).

Dale R., Wolfe S. (1998), "The structure of financial regulation", 6 *Journal of Financial Regulation and Compliance* 326.

Das U., Quintyn M. (2002), "Crisis prevention and crisis management: the role of regulatory governance", IMF Working Paper 163.

Das U., Quintyn M., Chenard K. (2004), "Does regulatory governance matter for financial system stability? An empirical analysis", IMF Working Paper 89.

Davies H., "Integrated regulation in the United Kingdom and the lessons for others", in J. Carmichael, A. Fleming, D. Llewellyn (eds), *Aligning Financial Supervisory Structures With Country Needs* (World Bank Institute, 2004), pp. 233-255.

De Luna Martvnez J., Rose T. (2003), "International survey of integrated financial sector supervision", World Bank Policy Research Working Paper 3096.

Di Giorgio G., Di Noia C. (2003), "Financial market regulation and supervision: how many peaks for the Euro area?", 28 *Brooklyn Journal of International Law* 463.

Di Giorgio G., Di Noia C. (2005), "Towards a new architecture for financial regulation and supervision in Europe", 14 *Journal of Financial Transformation* 145.

Di Noia C., Di Giorgio G. (1999), "Should bank supervision and monetary policy tasks be given to different agencies?", 2 *International Finance* 361.

European Central Bank (ECB), *The Role Of Central Banks In Prudential Supervision* (March 2001).

Ferran E. (2003), "Examining the United Kingdom's experience in adopting the single financial regulator model", 28 *Brooklyn Journal of International Law* 257.

Financial Services Authority (FSA), *The Turner Review: A Regulatory Response To The Global Banking Crisis* (March 2009).

Goodhart C. (2002), "The organizational structure of banking supervision", 31 *Economic Notes: Review of Banking, Finance and Monetary Economics* 1.

Goodhart C., Hartmann P., Llewellyn D., Rojas-Suárez L., Weisbrod S., "Financial Regulation: Why, How And Where Now?" (Routledge, 1998).

Goodhart C., Schoenmaker D. (1995), "Should the functions of monetary policy and banking supervision be separated?", 47 Oxford Economic Papers 539.

Goodhart C., Schoenmaker D., "Institutional separation between supervisory and monetary authorities", in C. Goodhart (ed.), *The Central Bank And The Financial System* (MIT Press, 1995b), pp. 333-413.

Group of Thirty (G30), The Structure Of Financial Supervision: Approaches And Challenges In A Global Market Place (Washington D.C., October 2008).

Hadjiemmanuil C., "Institutional structure of financial regulation: a trend towards 'megaregulators'?", in J. Norton, C. Hadjiemmanuil (eds), *Yearbook of International Financial and Economic Law 2000-2001* (Kluwer Law International 2003), pp. 127-190.

Hawkesby C., "Central banks and supervisors: the question of institutional structure and responsibilities", in L. Halme, C. Hawkesby, J. Healey, I. Saapar, F. Soussa (eds), *Financial Stability And Central Banks: Selected Issues For Financial Safety Nets And Market Discipline* (Bank of England, 2000), pp. 95-128.

Healey J., "Financial stability and the central bank: international evidence", in R. Brealey, A. Clarj, C. Goodhart, J. Healey, G. Hoggarth, D. Llewellyn, C. Shu, P. Sinclair, F. Soussa (eds), *Financial Stability And Central Banks: A Global Perspective* (Routledge, 2001).

Heller R., "Prudential supervision and monetary policy", in J. Frenkel, M. Goldstein (eds), *Essays In Honor of Jacques J. Polak* (IMF and De Nederlandsche Bank, 1991), pp. 269-281.

Herrero A., Del Río P. (2003), "Financial stability and the design of monetary policy", *Banco de España Documento de Trabajo* 315.

Herring R., Carmassi J. (2008), "The structure of cross-sector financial supervision", 17 *Financial Markets, Institutions & Instruments* 51.

HM Treasury, *Reforming Financial Markets* (CM 7667, July 2009).

Hópkes E., Quintyn M., Taylor M. (2005), "The accountability of financial sector supervisors: principles and practice", IMF Working Paper 51.

House of Lords Select Committee on Economic Affairs, *Banking Supervision And Regulation: Volume* I (June 2009).

Ioannidou V. (2008), "Does monetary policy affect the central bank's role in bank supervision?", 14 *Journal of Financial Intermediation* 58.

Klomp J., De Haan J. (2009), "Central bank independence and financial stability", 5 *Journal of Financial Stability* 321.

Lannoo K., "Challenges to the structure of financial supervision in the EU", in Kaufman G. (ed.), *Bank Fragility and Regulation: Evidence From Different Countries* (Elsevier Science, 2000), pp. 121-161.

Lannoo K., "Financial supervision in EMU", in J. Norton (ed.), *Yearbook of International Financial and Economic Law 1998* (Kluwer Law International 1999), pp. 145-171.

Llewellyn D. (1999), "The economic rationale for financial regulation", *FSA Occasional Paper* 1.

Llewellyn D. (2006), "Institutional structure of financial regulation and supervision: the basic issues" (Μελέτη που παρουσιάσθηκε σε σεμινάριο της Παγκόσμιας Τράπεζας με τίτλο *Aligning Supervisory Structures with Country Needs*, Washington D.C., 6–7.6.2006).

Masciandaro D., Quintyn M. (2009), "After the big bang and before the next one? Reforming the financial supervision architecture and the role of central bank: a review of worldwide trends, causes and effects (1998-2008)", *Paolo Baffi Centre Research Paper* 37.

Mwenda K., Flemming A., "International developments in the organizational structure of financial services supervision" (Μελέτη που παρουσιάσθηκε σε σεμινάριο της Παγκόσμιας Τράπεζας, 20.9.2001).

Peek J., Rosengren E., Tootell G. (1999), "Is bank supervision central to central banking?" 114 *Quarterly Journal of Economics* 629.

Quintyn M., Governance of Financial Supervisors and its Effects – A Stocktaking Exercise (SUERF-The European Money and Finance Forum, 2007).

Quintyn M., Ramirez S., Taylor M. (2007), "The fear of freedom: politicians and the independence and accountability of financial sector supervisors", IMF Working Paper 25.

Quintyn M., Taylor M. (2002), "Regulatory and supervisory independence and financial stability", IMF Working Paper 46.

Schinasi G. (2003), "Responsibility of central banks for stability in financial markets", IMF Working Paper 121.

Seelig S., Novoa A. (2009), "Governance practices at financial regulatory and supervisory agencies", IMF Working Paper 135.

Squam Lake Working Group on Financial Regulation, *A Systemic Regulator For Financial Markets* (Council on Foreign Relations, Center for Geoeconomic Studies, May 2009).

Taylor M., " 'Twin Peaks': A Regulatory Structure For The New Century" (Centre For the Study of Financial Innovation, December 1995).

Taylor M. (1997), "Redrawing the regulatory map: a proposal for reform", 5 *Journal of Financial Regulation and Compliance* 49.

Taylor M. (2009), "The road from 'twin peaks' – and the way back", 16 *Connecticut Insurance Law Journal* 61.

Taylor M., Flemming A. (1999), "Integrated financial supervision: lessons from northern European experience", World Bank Policy Research Working Paper 2223.

The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Report (The De Larosière Report), 2009.

US Treasury Department, Blueprint For A Modernized Financial Regulatory Structure (March 2008).

Wymeersch E. (2007), "The structure of financial supervision in Europe: about single financial supervisors, twin peaks and multiple financial supervisors", 8 *European Business Organization Law Review* 237.

Η ρυθμιστική παρέμβαση στις αγορές κεφαλαίου στην Ευρωπαϊκή Ένωση ως συνέπεια της κρίσης

Χριστίνα Λιβαδά
ΛΕΚΤΟΡΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΝΟΜΙΚΗΣ
ΕΘΝΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΠΟΔΙΣΤΡΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΕΙΔΙΚΗ ΝΟΜΙΚΗ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΕΕΤ

Άννα Βασίλα
ΔΙΔΑΚΤΩΡ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΕΘΝΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΠΟΔΙΣΤΡΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΟΣ ΣΥΝΕΡΓΑΤΗΣ ΕΕΤ

Περίληψη

Η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε την ανάγκη ορισμένων μεταρρυθμίσεων που θα διασφαλίσουν την ενίσχυση της σταθερότητας, της διαφάνειας και της αποτελεσματικότητας της λειτουργίας των κεφαλαιαγορών, καθώς και την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών. Προς τον σκοπό της εκπλήρωσης των στόχων αυτών αναλήφθηκαν πρωτοβουλίες για την υιοθέτηση ενός μεγάλου αριθμού μέτρων ρυθμιστικής παρέμβασης σε μακροοικονομικό και μικροοικονομικό επίπεδο. Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η παρουσίαση των ήδη αναληφθέντων ή υπό εκπόνηση μέτρων ρυθμιστικής παρέμβασης σε ευρωπαϊκό επίπεδο σε ό,τι αφορά τη λειτουργία των κεφαλαιαγορών, τα οποία διακρίνονται συστηματικά σε δύο κατηγορίες: (α) τις νομικές πράξεις που εκδόθηκαν ή τελούν υπό εκπόνηση ως άμεσο αποτέλεσμα της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης, και (β) τις νομικές πράξεις η αναθεώρηση των οποίων είχε δρομολογηθεί ήδη πριν από την έναρξη της κρίσης, επηρεάστηκε όμως σαφώς από αυτήν στον βαθμό που ελήφθησαν υπόψη οι νέες πτυχές στη λειτουργία των αγορών κεφαλαίου, που αναδείχτηκαν από την κρίση.

Θερμότατες ευχαριστίες στον κ. Χρ. Γκόρτσο, Αναπληρωτή Καθηγητή Διεθνούς Οικονομικού Δικαίου, Πάντειο Πανεπιστήμιο Αθηνών και στον κ. Π. Σταϊκούρα, Επίκουρο Καθηγητή του Πανεπιστημίου Πειραιώς, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής, για τις πολύτιμες υποδείξεις και παρατηρήσεις τους.

1. Εισαγωγή

Η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση, (η οποία ξεκίνησε ήδη τον Αύγουστο του 2007, κορυφώθηκε ωστόσο τον Σεπτέμβριο του 2008 με την κατάρρευση της αμερικανικής επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers),[1] ανέδειξε την ανάγκη ορισμένων μεταρρυθμίσεων που θα διασφαλίσουν σε ό,τι αφορά τις κεφαλαιαγορές, την ενίσχυση της σταθερότητάς τους, της διαφάνειας και της αποτελεσματικότητας της λειτουργίας τους, καθώς και την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών.[2] Προς τον σκοπό της εκπλήρωσης των στόχων αυτών υιοθετήθηκαν ή, σε κάθε περίπτωση, αναλήφθηκαν πρωτοβουλίες για την υιοθέτηση ενός μεγάλου αριθμού μέτρων ρυθμιστικής παρέμβασης σε μακροοικονομικό και μικροοικονομικό επίπεδο.[3]

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η παρουσίαση των ήδη αναληφθέντων ή υπό εκπόνηση μέτρων ρυθμιστικής παρέμβασης σε ευρωπαϊκό επίπεδο σε ό,τι αφορά τη λειτουργία των κεφαλαιαγορών.[4] Τα εν λόγω μέτρα διακρίνονται συστηματικά σε δύο κατηγορίες:

(α) τις νομικές πράξεις που εκδόθηκαν ή τελούν υπό εκπόνηση ως άμεσο αποτέλεσμα της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης (υπό 2), και

(β) τις νομικές πράξεις η αναθεώρηση των οποίων είχε δρομολογηθεί ήδη πριν από την έναρξη της κρίσης, επηρεάστηκε όμως σαφώς από αυτήν στον βαθμό που ελήφθησαν υπόψη οι νέες πτυχές στη λειτουργία των αγορών κεφαλαίου, που αναδείχτηκαν από την κρίση (υπό 3). Οι νομικές πράξεις που εντάσσονται στην ενότητα αυτή επηρεάστηκαν συνεπώς έμμεσα από την κρίση.

2. Τα μέτρα ρυθμιστικής παρέμβασης που υπήρξαν άμεσο αποτέλεσμα της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης

2.1 Διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων

Στις 30 Απριλίου 2009 υποβλήθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρόταση Οδηγίας αναφορικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (εφεξής ΔΟΕΕ),[5] πεδίο το οποίο, μέχρι τότε, δεν αποτελούσε αντικείμενο ρύθμισης σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Στόχος της πρότασης Οδηγίας είναι η καθιέρωση ενός εναρμονισμένου πλαισίου υποχρεώσεων για τις επιχειρήσεις που εμπλέκονται στη διαχείριση και τη διοίκηση των εναλλακτικών επενδυτικών κεφαλαίων, δηλαδή των κεφαλαίων που δεν εμπίπτουν στις δια-

---

[1] Βλ. ενδεικτικά, *Γκ. Χαρδούβελη*, Η Χρηματοοικονομική Κρίση και το Μέλλον της Παγκόσμιας Οικονομίας, Οικονομία και Αγορές, Eurobank Research, 2009 και *Ν. Καραμούζη*, Τα Αίτια της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης και ο Ρόλος του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος, Οικονομία και Αγορές, Eurobank Research, 2009.

[2] European Commission (2010): *Regulating financial services for sustainable growth,* Communication, June, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/com2010_en.pdf.

[3] Βλ., αντί άλλων, *Χρ. Βλ. Γκόρτσο*, Το μέτρο της αναγκαίας αναπροσαρμογής του δημόσιου χρηματοπιστωτικού δικαίου ως συνέπεια της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης, *Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο*, 2/2009, σελ. 215 επ., *του ιδίου*, Η πορεία προς την «αναπροσαρμογή» του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου ως συνέπεια της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης, *Ευρωπαίων Πολιτεία*, 1/2009, σελ. 43 επ. και την εκεί παραπεμπόμενη βιβλιογραφία.

[4] Οι θεσμικές εξελίξεις στον τομέα των κεφαλαιαγορών σε ό,τι αφορά την αναπροσαρμογή του ευρωπαϊκού πλαισίου άσκησης εποπτείας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα δεν εξετάζονται στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας. Βλ., ενδεικτικά, *Chr. Gortsos*, The Proposals of the Larosière Group on the Future of Financial Supervision in the European Union, in International Monetary and Financial Law (ed. M. Giovanoli, D. Devos), 2010, σελ. 127 επ., *J.-V. Louis*, The Implementation of the Larosière Report: A Progress Report, in International Monetary and Financial Law (ed. M. Giovanoli, D. Devos), 2010, σελ. 146 επ.

Δεν εξετάζονται επίσης νομικές πράξεις που εκδόθηκαν κατά το χρονικό αυτό διάστημα, αλλά δεν επηρεάστηκαν από την κρίση, όπως για παράδειγμα η Οδηγία 2009/65/ΕΚ.

[5] Πρόταση Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «*σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων και για την τροποποίηση των οδηγιών 2004/39/ΕΚ και 2009/.../ΕΚ*» (COM 2009, 207 τελικό).

τάξεις της Οδηγίας για τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες,[6] όπως τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds), τα ιδιωτικά μετοχικά κεφάλαια (private equity funds), τα κεφάλαια που επενδύουν στην κτηματαγορά (real estate funds), τα κεφάλαια που επενδύουν στην αγορά εμπορευμάτων (commodity funds) και τα κεφάλαια που επενδύουν σε έργα υποδομής (infrastructure funds).

Όπως επισημαίνεται στην αιτιολογική έκθεση της πρότασης Οδηγίας, σε σχέση με τα εναλλακτικά αυτά επενδυτικά κεφάλαια, διαπιστώθηκε κατά τη διάρκεια της κρίσης ότι εκτίθενται σε πολλούς κινδύνους, οι οποίοι αφορούν άμεσα όχι μόνον τους επενδυτές, αλλά και τη σταθερότητα και ακεραιότητα των κεφαλαιαγορών. Οι κίνδυνοι αυτοί είναι ποικίλης φύσεως και περιλαμβάνουν τον συστημικό κίνδυνο, στον βαθμό στον οποίο συστημικά σημαντικά πιστωτικά ιδρύματα επενδύουν σε μεγάλη έκταση σε αυτά, μικροοικονομικούς προληπτικούς κινδύνους, κίνδυνο για την προστασία των επενδυτών είτε λόγω ανεπαρκούς πληροφόρησής τους σχετικά με την επενδυτική πολιτική που ακολουθείται από τα κεφάλαια αυτά και τη διαχείριση κινδύνων είτε λόγω σύγκρουσης συμφερόντων, αλλά και κινδύνους για την ακεραιότητα της αγοράς λόγω ενδεχόμενης κατάχρησης αγοράς και έλλειψης διαφάνειας.[7] Παρά το γεγονός ότι η λειτουργία των εναλλακτικών αυτών επενδυτικών κεφαλαίων δεν σχετίζεται άμεσα με τα αίτια που οδήγησαν στη χρηματοπιστωτική κρίση, οι κίνδυνοι οι οποίοι συνδέονται με τη δραστηριότητά τους μπορεί να θεωρηθεί ότι σε ορισμένες τουλάχιστον περιπτώσεις συνέβαλαν στην αναταραχή που δημιουργήθηκε ιδίως, αλλά όχι μόνο, σε ό,τι αφορά τα προβλήματα ρευστότητας που αναδείχτηκαν κατά τη διάρκεια της κρίσης.[8]

Η πρόταση Οδηγίας καθορίζει:

- τους κανόνες χορήγησης άδειας λειτουργίας των ΔΟΕΕ (προϋποθέσεις και διαδικασία αδειοδότησης και προϋποθέσεις ανάκλησης της άδειας λειτουργίας τους),
- τις προϋποθέσεις που πρέπει να διέπουν την άσκηση της δραστηριότητάς τους με την καθιέρωση, μεταξύ άλλων, κανόνων για τις συγκρούσεις συμφερόντων, τη διαχείριση κινδύνων, τις απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας, και τις οργανωτικές απαιτήσεις που πρέπει να πληρούν, και
- τις απαιτήσεις διαφάνειας που πρέπει να τηρούν έναντι των επενδυτών και των αρμόδιων εποπτικών αρχών.

Η επίτευξη συμφωνίας για την υιοθέτηση της Οδηγίας, στην οποία επήλθαν περισσότερες από 1.600 τροποποιήσεις κατά τη νομοπαραγωγική διαδικασία, κατέστη εφικτή μόλις στις 19 Οκτωβρίου 2010.[9] Οι κύριοι προβληματισμοί που διατυπώθηκαν σχετικά, συνοψίζονται στην πιθανότητα ανάδειξης φαινομένων προστατευτισμού έναντι των εναλλακτικών επενδυτικών κεφαλαίων τρίτων χωρών, τη μείωση της ανταγωνιστικότητας των αντίστοιχων ευρωπαϊκών και την απουσία ενός ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου σε διεθνές επίπεδο.

2.2 Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας

Στις 17 Νοεμβρίου 2009 εκδόθηκε ο Κανονισμός 1060/2009/ΕΚ για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (εφεξής ΟΑΠΙ).[10] Σκοπός του Κανονισμού ήταν η συνολική ρύθμιση της λειτουργίας και της εποπτείας των ΟΑΠΙ σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Η έκδοση του Κανονισμού κρίθηκε αναγκαία στο μέτρο που αναγνωρίστηκε ότι οι ΟΑΠΙ συνέβαλαν σημαντικά στη χρηματοπιστωτική κρίση για δύο κυρίως λόγους:

---

[6] Βλ. Οδηγία 2009/65/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 13ης Ιουλίου 2009 «*για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ)* (αναδιατύπωση)».

[7] Βλ. αιτιολογική έκθεση πρότασης Οδηγίας σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, σελ. 3.

[8] *Ibid*, σελ. 3-4.

[9] Βλ. ανακοίνωση του Επιτρόπου M. Barnier στο Συμβούλιο EcoFin στις 19 Οκτωβρίου 2010, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/barnier/docs/speeches/20101019/statement_en.pdf.

[10] Βλ. Κανονισμό (ΕΚ) 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Σεπτεμβρίου 2009, «*για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας*» (ΕΕ L 302, 17.11.2009, σελ. 1-31).

αφενός μεν δεν αξιολογούσαν ορθά ορισμένα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και αφετέρου δεν προσάρμοσαν έγκαιρα τις αξιολογήσεις τους ακόμη και όταν εκδηλώθηκαν προβλήματα στην αγορά. Ο Κανονισμός εφαρμόζεται σε αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, οι οποίες:

- προορίζονται να χρησιμοποιηθούν για κανονιστικούς ή άλλους σκοπούς από πιστωτικά ιδρύματα, επιχειρήσεις επενδύσεων, ασφαλιστικές επιχειρήσεις, αντασφαλιστικές επιχειρήσεις, ΟΣΕΚΑ ή ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών που είναι εγκατεστημένα σε κράτος μέλος της ΕΕ, και
- κοινοποιούνται δημοσίως ή διανέμονται με την καταβολή συνδρομής.

Για να είναι δυνατή η χρήση αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας από τα ως άνω ευρωπαϊκά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, θα πρέπει:

- αφενός μεν οι αξιολογήσεις αυτές να εκδίδονται από ΟΑΠΙ που είναι εγκατεστημένος σε κράτος μέλος της ΕΕ, και
- αφετέρου οι ΟΑΠΙ αυτοί να είναι εγγεγραμμένοι σε μητρώο, σύμφωνα με τις σχετικές διατάξεις του Κανονισμού.

Οι διατάξεις του Κανονισμού ρυθμίζουν, μεταξύ άλλων:

- τις προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται από τους ΟΑΠΙ για την έκδοση αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας,
- την εποπτεία των δραστηριοτήτων αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας,
- τις αρμοδιότητες της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών[11] και των εθνικών αρμόδιων εποπτικών αρχών σχετικά με τη λειτουργία των ΟΑΠΙ, και
- τις αρχές που πρέπει να διέπουν τη συνεργασία μεταξύ των εθνικών αρμόδιων εποπτικών αρχών και αυτών με τις αρμόδιες εποπτικές αρχές τρίτων χωρών.

Από τις 7 Δεκεμβρίου 2010, τα πιστωτικά ιδρύματα, οι επιχειρήσεις επενδύσεων, οι ασφαλιστικές και οι αντασφαλιστικές επιχειρήσεις, που είναι εγκατεστημένες στην ΕΕ, καθώς και οι ΟΣΕΚΑ δύνανται να χρησιμοποιούν για κανονιστικούς σκοπούς μόνον τις αξιολογήσεις που έχουν εκδοθεί από ΟΑΠΙ, ο οποίος είναι εγκατεστημένος στην Κοινότητα και έχει εγγραφεί σε μητρώο, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στον Κανονισμό.[12] Οι ως άνω ΟΑΠΙ δύνανται επίσης να προσυπογράφουν αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας που έχει εκδοθεί σε τρίτη χώρα, αναλαμβάνοντας ωστόσο πλήρως την ευθύνη για την αξιολόγηση αυτή και υπό την προϋπόθεση ότι τηρούνται οι όροι που τίθενται σχετικά στον Κανονισμό.[13] Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που σχετίζονται με επιχειρήσεις εγκατεστημένες σε τρίτες χώρες ή με χρηματοπιστωτικά μέσα εκδοθέντα σε τρίτες χώρες και εκδίδονται από ΟΑΠΙ εγκατεστημένο σε τρίτη χώρα μπορούν να χρησιμοποιούνται στην Κοινότητα για κανονιστικούς σκοπούς, χωρίς να έχουν προσυπογραφεί σύμφωνα με τα προαναφερθέντα, εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις που τίθενται σχετικά στον Κανονισμό, εκ των οποίων η μία είναι η Επιτροπή να έχει αναγνωρίσει το νομοθετικό και εποπτικό πλαίσιο της τρίτης χώρας ως ισοδύναμο με τις απαιτήσεις του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009.[14]

---

[11] Για την εν λόγω Αρχή, η οποία διαδέχτηκε, σύμφωνα με την Έκθεση de Larosière, τη CESR, βλ. ενδεικτικά τη βιβλιογραφία που αναφέρεται ανωτέρω στην υποσημείωση 4.

[12] Κανονισμός (ΕΚ) 1060/2009, άρθρο 4, παρ. 1 και άρθρο 41.

[13] *Ibid*, άρθρο 4, παρ. 2-6.

[14] *Ibid*, άρθρο 5. Στο πλαίσιο αυτό, εκδόθηκε ήδη στις 21 Μαΐου 2010 Συμβουλή της CESR προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ως προς την ισοδυναμία μεταξύ του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου της ΕΕ και των ΗΠΑ (διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=6642). Περαιτέρω, στις 9 Ιουνίου 2010 η CESR δημοσίευσε τη Συμβουλή της σχετικά με την ισοδυναμία μεταξύ του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου της ΕΕ και της Ιαπωνίας (διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=6927).

Επιπροσθέτως, με τον ως άνω Κανονισμό προβλέπεται η δημιουργία, υπό την αιγίδα της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών κεντρικού αρχείου, προσβάσιμου στο κοινό, στο οποίο οι ΟΑΠΙ θα παρέχουν πληροφορίες με τυποποιημένη μορφή σχετικά με τα ιστορικά δεδομένα των επιδόσεών τους, καθώς και σχετικά με παλαιότερες αξιολογήσεις τους και τις αλλαγές που έχουν επέλθει σε αυτές.[15]

Ήδη στις 2 Ιουνίου 2010, υποβλήθηκε πρόταση τροποποίησης του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009/ΕΚ,[16] με την οποία προτείνεται η ανάθεση της διασφάλισης της τήρησης των διατάξεων του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009 στην Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών – με την εξαίρεση του άρθρου 4, παρ. 1, την ευθύνη τήρησης του οποίου θα έχουν οι εθνικές αρμόδιες αρχές. Προς τον σκοπό αυτό προτείνεται η εν λόγω Αρχή να μπορεί, μεταξύ άλλων, να ζητήσει από ΟΑΠΙ, πρόσωπα που συμμετέχουν σε δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, αξιολογούμενες επιχειρήσεις και σχετιζόμενους με αυτές τρίτους, καθώς και από άλλα πρόσωπα που σχετίζονται ή συνδέονται άλλως με τους ΟΑΠΙ ή με δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, να της παρέχουν όλες τις πληροφορίες που είναι αναγκαίες για την εκτέλεση των καθηκόντων της, καθώς επίσης και να διενεργεί έρευνες και επιτόπιες επιθεωρήσεις σε ό,τι αφορά την τήρηση των διατάξεων του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009.

2.3 Εξω-χρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα

Η ανάγκη ρυθμιστικής παρέμβασης στον τρόπο λειτουργίας της αγοράς εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων αναδείχτηκε ιδιαίτερα έντονα κατά την πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση. Η παρ' ολίγον κατάρρευση της Bear Sterns, η πτώχευση της Lehman Brothers και η διάσωση μέσω δημόσιας στήριξης της AIG αφενός μεν ανέδειξαν κενά στον τρόπο λειτουργίας της αγοράς εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων και αφετέρου δημιούργησαν προβληματισμό σε σχέση με τον ρόλο των συμβάσεων αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (credit default swaps) κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Η αντίδραση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ήταν άμεση. Συγκεκριμένα, στις 3 Ιουλίου 2009 δημοσίευσε Ανακοίνωση αναφορικά με τη διασφάλιση της ύπαρξης ασφαλών και αποτελεσματικών αγορών παραγώγων,[17] στην οποία αναφερόταν στον ρόλο που διαδραμάτισαν τα παράγωγα προϊόντα στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, αλλά και στα οφέλη και τους κινδύνους των αγορών αυτών.[18] Επίσης, από την 31η Ιουλίου 2009 ξεκίνησε με πρωτοβουλία των συμμετεχόντων της αγοράς η διαδικασία εκκαθάρισης των συμβάσεων αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου μέσω δύο ευρωπαϊκών κεντρικών αντισυμβαλλομένων.[19]

Στη συνέχεια, στις 20 Οκτωβρίου 2009, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε δεύτερη Ανακοίνωση αναφορικά με τη διασφάλιση της ύπαρξης ασφαλών και αποτελεσματικών αγορών παραγώγων,[20] στην οποία

---

[15] Κανονισμός (ΕΚ) 1060/2009, άρθρο 11.

[16] Βλ. πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «*για την τροποποίηση του Κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας*» (COM 2010, 289 τελικό).

[17] European Commission (2009): *Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets,* Communication, July, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/communication_en.pdf.

[18] European Commission (2009): *Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets,* Commission Staff Working Paper, July, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/report_en.pdf. Βλ. επίσης European Commission (2009): *Possible initiatives to enhance the resilience of OTC Derivatives Markets*, Consultation document, July, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/derivatives/derivatives_consultation.pdf.

[19] Από την ημερομηνία αυτή και εφεξής, αποφασίστηκε –μέσω αυτορρύθμισης– οι συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου που αφορούν ευρωπαϊκές επιχειρήσεις και δείκτες διαπραγμάτευσης, οι οποίοι βασίζονται στις εν λόγω επιχειρήσεις, να εκκαθαρίζονται μέσω δύο ευρωπαϊκών κεντρικών αντισυμβαλλομένων, το ICE Clear και το Eurex Clearing. Στόχος του εγχειρήματος ήταν η ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας μέσω της διασφάλισης της αποτελεσματικότερης διαχείρισης του κινδύνου για τις ευρωπαϊκές συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου.

[20] European Commission (2009): *Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets: Future policy actions*, Communication, October, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0563:FIN:EN:PDF.

αναφέρονταν τα μέτρα που προτίθετο να υιοθετήσει εντός του 2010 προκειμένου να ικανοποιήσει το αίτημα για μεγαλύτερη σταθερότητα και διαφάνεια στην αγορά παραγώγων.

Τέλος, στις αρχές Σεπτεμβρίου 2010, υποβλήθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρόταση Κανονισμού για τα εξω-χρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα κεντρικά αρχεία καταγραφής συναλλαγών (trade repositories), με την οποία επιδιώκεται η εναρμόνιση σε ευρωπαϊκό επίπεδο των κανόνων που διέπουν τα συμβόλαια εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων και η ενίσχυση της ασφάλειας και της διαφάνειας στην αγορά αυτή.[21]

Στο πεδίο εφαρμογής της πρότασης Κανονισμού υπόκεινται οι συμβάσεις παραγώγων σε χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης εξω-χρηματιστηριακά.[22] Τα κυριότερα σημεία της πρότασης Κανονισμού συνοψίζονται στα ακόλουθα:

- Καθιέρωση της υποχρέωσης κοινοποίησης σε κεντρικά αρχεία καταγραφής συναλλαγών όλων των συμβάσεων εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων, προκειμένου να ενισχυθεί η διαφάνεια και να καθίσταται δυνατός ο εντοπισμός πιθανών συστημικών κινδύνων. Αρμόδια για την εποπτεία των κεντρικών αυτών αρχείων και για την έγκριση της εγγραφής ή τη διαγραφή των εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων από αυτά θα είναι η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών.
- Καθιέρωση υποχρέωσης εκκαθάρισης μέσω κεντρικού αντισυμβαλλομένου των συμβάσεων εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων που πληρούν τα οριζόμενα στην πρόταση Κανονισμού κριτήρια επιλεξιμότητας, όπως, ενδεικτικά, υψηλό επίπεδο ρευστότητας. Για τις συμβάσεις εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων που δεν πληρούν τα προαναφερθέντα κριτήρια επιλεξιμότητας, θα πρέπει να διασφαλίζεται η ύπαρξη άλλων κατάλληλων διαδικασιών μείωσης και ελέγχου, σε κάθε περίπτωση, του λειτουργικού και του πιστωτικού κινδύνου, όπως, ενδεικτικά, η επιβολή υψηλότερων κεφαλαιακών απαιτήσεων.
- Καθιέρωση διεξοδικών υποχρεώσεων αναφορικά με τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους σε σχέση με την αδειοδότησή τους, τις απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας που πρέπει να πληρούν, και τις υποχρεώσεις οργανωτικών απαιτήσεων, επαγγελματικής συμπεριφοράς και προληπτικών απαιτήσεων που πρέπει να τηρούν.

2.4 Ανοικτές πωλήσεις (short selling)

Κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης –και ιδίως από τον Σεπτέμβριο του 2008– οι αρμόδιες εποπτικές αρχές σε αρκετά κράτη μέλη της ΕΕ έλαβαν έκτακτα μέτρα για τον περιορισμό ή την απαγόρευση των ανοικτών πωλήσεων σε ορισμένες ή σε όλες τις κατηγορίες κινητών αξιών.[23] Σε ορισμένα κράτη μέλη τέθηκαν επίσης περιορισμοί σε ό,τι αφορά τις συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου.[24] Λόγω της απουσίας νομοθετικού πλαισίου σε ευρωπαϊκό επίπεδο, οι προσεγγίσεις που ακολουθήθηκαν σχετικά ήταν αρκετά διαφοροποιημένες μεταξύ τους.

---

[21] Πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «*για τα εξω-χρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών*» (COM 2010, 484/5).

[22] Βλ. Παράρτημα Ι, Τμήμα Γ, σημεία 4 έως 10 Οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

[23] Βλ. European Securities and Markets Authority (2011): *Measures adopted by competent authorities on short selling – Updated* February 2011, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=5237.

[24] Βλ. δελτίο τύπου της BaFin, της 18ης Μαΐου 2010: *Bafin prohibits naked short-selling transactions and naked CDS in government bonds of euro zone*, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://www.bafin.de/cln_179/nn_721140/SharedDocs/Mitteilungen/EN/2010/pm_100518_cds_leerverkauf_allgemeinverfuegungen_en.html.

Με γνώμονα την εναρμόνιση σε ευρωπαϊκό επίπεδο, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέβαλε τον Σεπτέμβριο του 2010 πρόταση Κανονισμού,[25] σύμφωνα με την οποία, ως ανοικτή πώληση μετοχών ή ομολόγων ορίζεται η πώληση των εν λόγω χρηματοπιστωτικών μέσων, τα οποία ο πωλητής δεν κατέχει κατά τη στιγμή της σύναψης της σύμβασης πώλησης. Στο πεδίο εφαρμογής της πρότασης Κανονισμού υπόκεινται:

- όλα τα χρηματοπιστωτικά μέσα που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης εντός της ΕΕ, αλλά και εξω-χρηματιστηριακά,
- τα παράγωγα προϊόντα,[26] τα οποία σχετίζονται με χρηματοπιστωτικό μέσο ή εκδότη χρηματοπιστωτικού μέσου που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης εντός της ΕΕ και εξω-χρηματιστηριακά, και
- οι χρεωστικοί τίτλοι (debt instruments), οι οποίοι εκδίδονται από κράτος μέλος της ΕΕ ή από την ΕΕ, καθώς και παράγωγα προϊόντα[27] που συνδέονται με χρεωστικούς τίτλους κράτους μέλους ή της ΕΕ.

Σημαντικά σημεία της πρότασης Κανονισμού αποτελούν μεταξύ άλλων:

- Η καθιέρωση υποχρέωσης γνωστοποίησης στις αρμόδιες αρχές ή στο κοινό, κατά περίπτωση, σημαντικών ανοικτών θέσεων σε μετοχές. Συγκεκριμένα, ορίζεται ότι τα φυσικά και νομικά πρόσωπα που προβαίνουν σε πράξεις ανοικτών πωλήσεων οφείλουν να γνωστοποιούν στις αρμόδιες αρχές την καθαρή ανοικτή θέση που διατηρούν, όταν αυτή ξεπερνά το 0,2% του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας εταιρείας και κάθε φορά που η θέση μεταβάλλεται κατά 0,1%. Επιπλέον, όταν η καθαρή ανοικτή θέση ξεπερνά το 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας εταιρείας και κάθε φορά που η θέση μεταβάλλεται κατά 0,1%, τα πρόσωπα που διατηρούν την εν λόγω ανοικτή θέση υποχρεούνται να τη δημοσιοποιήσουν στο επενδυτικό κοινό.
- Η καθιέρωση υποχρέωσης γνωστοποίησης στις αρμόδιες αρχές σημαντικών ανοικτών θέσεων σε χρεωστικούς τίτλους κράτους μέλους και ακάλυπτων θέσεων σε συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου, όταν οι ανωτέρω θέσεις υπερβούν ένα συγκεκριμένο όριο το οποίο θα καθοριστεί από την Επιτροπή, ανάλογα με το ύψος των εκδόσεων των χρεωστικών τίτλων χρέους για κάθε κράτος μέλος και της ΕΕ, καθώς και ανάλογα με το μέγεθος των θέσεων που κατέχουν οι συμμετέχοντες της αγοράς σε χρεωστικούς τίτλους κράτους μέλους ή της ΕΕ.
- Η καθιέρωση περιορισμών σε ό,τι αφορά τη διενέργεια ακάλυπτων ανοικτών πωλήσεων, όταν δηλαδή ο πωλητής δεν κατέχει κατά τη σύναψη της σύμβασης πώλησης τους τίτλους. Ειδικότερα, σύμφωνα με την πρόταση Κανονισμού κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο απαιτείται πριν προβεί σε πράξη ανοικτής πώλησης τίτλων είτε να έχει δανειστεί τα συγκεκριμένα χρηματοπιστωτικά μέσα, είτε να έχει συνάψει συμφωνία για να τα δανειστεί, είτε να έχει προβεί σε σύναψη συμφωνίας με τρίτο μέρος, δυνάμει της οποίας το τρίτο μέρος έχει επιβεβαιώσει ότι έχει εξασφαλίσει τους τίτλους προκειμένου να τους δανείσει στο ανωτέρω (φυσικό ή νομικό) πρόσωπο.
- Η καθιέρωση διαδικασιών buy-in και επιβολής προστίμων σε περίπτωση καθυστερήσεων στον διακανονισμό.
- Η καθιέρωση δυνατότητας παρέμβασης των αρμόδιων αρχών, περιλαμβανομένης της δυνατότητάς τους σε περίπτωση ακραίων εξελίξεων στις αγορές να απαγορεύουν τις ανοικτές πωλήσεις ή τις συναλλαγές με συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου και ο καθορισμός των σχετικών αρμοδιοτήτων της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών.

---

[25] Πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «*για τις ανοικτές πωλήσεις και ορισμένες πτυχές των συμβάσεων αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου*» (COM 2010, 482).

[26] Βλ. Οδηγία 2004/39/ΕΚ, Παράρτημα Ι, τμήμα Γ, σημεία 4-10.

[27] *Ibid.*

- Η καθιέρωση εξαιρέσεων από τις ως άνω υποχρεώσεις εφόσον ο κύριος τόπος διαπραγμάτευσης είναι εκτός της ΕΕ ή στις περιπτώσεις ειδικής διαπραγμάτευσης, οι οποίες γίνεται δεκτό ότι διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο για την παροχή ρευστότητας.

2.5 Συστήματα αποζημίωσης των επενδυτών

Στις 12 Ιουλίου 2010 υποβλήθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρόταση Οδηγίας σε ό,τι αφορά την τροποποίηση της Οδηγίας 97/9/ΕΚ για τα συστήματα αποζημίωσης επενδυτών.[28] Όπως επισημαίνεται στην αιτιολογική έκθεση της πρότασης Οδηγίας, αν και δεν υπάρχουν απτές ενδείξεις που να υποδηλώνουν ότι η χρηματοπιστωτική κρίση συνέβαλε στην αύξηση των απαιτήσεων αποζημίωσης από τα συστήματα που διέπονται από την Οδηγία 97/9/ΕΚ, ωστόσο, τα τελευταία χρόνια, η Επιτροπή έχει λάβει πολλές καταγγελίες επενδυτών σχετικά με την εφαρμογή της Οδηγίας, οι οποίες κατά κύριο λόγο αφορούσαν το επίπεδο κάλυψης και τον τρόπο χρηματοδότησης των συστημάτων αυτών, καθώς και καθυστερήσεις στη χορήγηση της αποζημίωσης. Στο πλαίσιο αυτό, κρίθηκε αναγκαία η αναθεώρηση της εν λόγω Οδηγίας με σκοπό:

- την ευθυγράμμισή της με την Οδηγία 2004/39/ΕΚ (MiFID) τόσο σε ό,τι αφορά τις επενδυτικές υπηρεσίες που υπόκεινται στο πεδίο εφαρμογής της, όσο και σε σχέση με την κατηγοριοποίηση των πελατών (ιδιώτες και επαγγελματίες),
- την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών και της εμπιστοσύνης τους στις κεφαλαιαγορές,
- τη διασφάλιση ίσων όρων ανταγωνισμού όσον αφορά την κάλυψη διαφορετικών κατηγοριών χρηματοπιστωτικών προϊόντων,
- τη διασφάλιση επαρκούς χρηματοδότησης των συστημάτων, και
- την εξασφάλιση ταχείας αποζημίωσης των επενδυτών.

Η παροχή αποζημίωσης στους επενδυτές από το σύστημα αφορά είτε την απόδοση στους επενδυτές κεφαλαίων, τα οποία διακρατά η επιχείρηση επενδύσεων για λογαριασμό τους σε σχέση με την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών είτε την επιστροφή σε αυτούς τίτλων οι οποίοι τους ανήκουν και τους οποίους διακρατά, διοικεί ή διαχειρίζεται για λογαριασμό τους η επιχείρηση επενδύσεων. Η παροχή αποζημίωσης ενεργοποιείται σύμφωνα με την Οδηγία 97/9/ΕΚ όταν πληρούται μία από τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

(α) οι αρμόδιες αρχές έχουν διαπιστώσει ότι, κατά τη γνώμη τους, μια επιχείρηση επενδύσεων δεν φαίνεται προς το παρόν ικανή να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της που απορρέουν από απαιτήσεις επενδυτών, για λόγους που έχουν άμεση σχέση με την οικονομική της κατάσταση, και δεν προβλέπεται ότι θα καταστεί ικανή στο προσεχές μέλλον, ή όταν

(β) δικαστική αρχή, βασιζόμενη σε λόγους που έχουν άμεση σχέση με την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης επενδύσεων, εξέδωσε απόφαση, η οποία έχει ως αποτέλεσμα την αναστολή της δυνατότητας των επενδυτών να επιδιώξουν την ικανοποίηση των απαιτήσεών τους έναντι της εν λόγω επιχείρησης επενδύσεων.

Τα κυριότερα σημεία της πρότασης Οδηγίας είναι τα ακόλουθα:

- αύξηση του ύψους αποζημίωσης ανά επενδυτή από είκοσι χιλιάδες σε πενήντα χιλιάδες ευρώ,
- επέκταση της παροχής κάλυψης και σε κατόχους μεριδίων ΟΣΕΚΑ, εφόσον (α) η αρμόδια αρχή έχει διαπιστώσει ότι ένας θεματοφύλακας ή τρίτος στον οποίο έχουν κατατεθεί τα περιουσιακά στοιχεία του ΟΣΕΚΑ αδυνατεί, προς το παρόν, να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του προς τον ΟΣΕΚΑ, για λόγους που

[28] Πρόταση Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «*για την τροποποίηση της Οδηγίας 97/9/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τα συστήματα αποζημιώσεως των επενδυτών*» (COM 2010, 371 τελικό).

έχουν άμεση σχέση με την οικονομική κατάσταση του θεματοφύλακα ή του τρίτου, ούτε προβλέπεται ότι θα καταστεί ικανός στο προσεχές μέλλον, ή (β) δικαστική αρχή, βασιζόμενη σε λόγους που έχουν άμεση σχέση με την οικονομική κατάσταση του θεματοφύλακα ή τρίτου στον οποίο έχουν κατατεθεί τα περιουσιακά στοιχεία του ΟΣΕΚΑ, εξέδωσε απόφαση, η οποία έχει ως αποτέλεσμα την αναστολή της δυνατότητας του ΟΣΕΚΑ να επιδιώξει την ικανοποίηση των απαιτήσεών του έναντι του θεματοφύλακα ή του εν λόγω τρίτου,

- καθιέρωση υποχρέωσης αποζημίωσης των επενδυτών το αργότερο εντός τριών μηνών αφότου αποδειχθεί το βάσιμο της απαίτησης και προσδιοριστεί το ύψος της (με δυνατότητα παράτασης που ζητείται σε έκτακτες περιστάσεις από τις αρμόδιες αρχές),
- καθιέρωση κανόνων που αφορούν τη χρηματοδότηση των συστημάτων αποζημίωσης επενδύσεων,
- βελτίωση της παρεχόμενης πληροφόρησης προς τους επενδυτές αναφορικά με το βαθμό κάλυψης των περιουσιακών τους στοιχείων, και
- καθιέρωση δυνατότητας για ένα σύστημα αποζημίωσης επενδυτών κράτους μέλους να μπορεί να λαμβάνει δάνειο από συστήματα αποζημίωσης επενδυτών που λειτουργούν στα λοιπά κράτη μέλη της ΕΕ, εφόσον τα κεφάλαιά του δεν επαρκούν για την κάλυψη των αποζημιώσεων και πληρούνται οι προβλεπόμενες σχετικά στην Οδηγία προϋποθέσεις.

3. Τα μέτρα ρυθμιστικής παρέμβασης που επηρεάστηκαν έμμεσα από την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση

3.1 Αναθεώρηση της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων

Στο πλαίσιο της αναθεώρησης της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και σε συνέχεια των σχετικών διαβουλεύσεων που έλαβαν χώρα την άνοιξη του 2010, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (εφεξής CESR) δημοσίευσε στις 29 Ιουλίου 2010 τη Συμβουλή της προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή,[29] εστιάζοντας, σε συνέχεια της κρίσης, αφενός μεν στην ενίσχυση της διαφάνειας των συναλλαγών σε μετοχές και αφετέρου στην καθιέρωση υποχρεώσεων διαφάνειας στις αγορές μη μετοχικών τίτλων, τόσο σε προ-συναλλακτικό όσο και σε μετα-συναλλακτικό επίπεδο. Σύμφωνα με τη CESR, η διαφάνεια στις συναλλαγές διαδραματίζει ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στη διασφάλιση ίσων όρων ανταγωνισμού μεταξύ των διαφορετικών τρόπων διαπραγμάτευσης, την ορθή διαμόρφωση των τιμών και την αποτελεσματική εφαρμογή των κανόνων βέλτιστης εκτέλεσης.[30]

Λαμβάνοντας υπόψη την ανωτέρω Συμβουλή της CESR, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε στις 8 Δεκεμβρίου 2010 κείμενο διαβούλευσης αναφορικά με την αναθεώρηση της Οδηγίας για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID).[31] Το κείμενο της διαβούλευσης αφορά την τροποποίηση των διατάξεων της MiFID επί των ακόλουθων θεματικών:

---

[29] Committee of European Securities Regulators (2010): *CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review – Equity Markets*, Report, July, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=7004.

[30] *Ibid*, σελ. 6-7.

[31] European Commission (2010): *Public Consultation on the review of the markets in financial instruments directive (MiFID)*, Consultation paper, December, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf.

- (μικρο)-δομή των αγορών,
- ενίσχυση της προ-συναλλακτικής και μετα-συναλλακτικής διαφάνειας στις αγορές μετοχών της ΕΕ και υιοθέτηση νέων κανόνων διαφάνειας στις αγορές μη μετοχικών τίτλων,
- βελτιώσεις σε ό,τι αφορά την ενιαία καταγραφή και παροχή στοιχείων (market data consolidation),
- υιοθέτηση κανόνων για την αγορά παραγώγων επί εμπορευμάτων,
- παροχή διευκρινίσεων και διεύρυνση του καθεστώτος γνωστοποίησης συναλλαγών,
- ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών και βελτιώσεις στην παροχή επενδυτικών υπηρεσιών,
- περαιτέρω σύγκλιση του ρυθμιστικού πλαισίου και των εποπτικών πρακτικών, και
- ενίσχυση των εποπτικών εξουσιών.

Η πρόταση Οδηγίας για την αναθεώρηση της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ αναμένεται να υποβληθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το δεύτερο τρίμηνο του 2011.

3.2 Αναθεώρηση της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ για την κατάχρηση αγοράς

Στις 25 Ιουνίου 2010 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε σχέδιο κειμένου διαβούλευσης αναφορικά με την αναθεώρηση της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ για την κατάχρηση αγοράς.[32] Αν και η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση δεν φαίνεται να συνετέλεσε στην αύξηση των περιστατικών κατάχρησης αγοράς σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ωστόσο ανέδειξε την ταχύτητα με την οποία αντιδρούν οι αγορές στην πληροφόρηση και την τεράστια σημασία της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις αγορές. Επίσης, η εμφάνιση υψηλής μεταβλητότητας στις αγορές κρατικών ομολόγων προκάλεσε συζητήσεις σχετικά με τον ρόλο που διαδραμάτισαν οι συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου προς αυτή την κατεύθυνση.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή με την αναθεώρηση της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ επιθυμεί να επιτύχει τους ακόλουθους στόχους:

- να ενισχυθούν η ακεραιότητα της αγοράς και η προστασία του επενδυτή,
- να ενισχυθεί η αποτελεσματική εφαρμογή των κανόνων αποφυγής και αντιμετώπισης περιπτώσεων κατάχρησης αγοράς,
- να αυξηθεί σε όρους κόστους η αποτελεσματικότητα του νομοθετικού πλαισίου μέσα από τη μείωση των διακριτικών ευχερειών και της εισαγωγής εναρμονισμένων προτύπων,
- να βελτιωθεί η διαφάνεια, η εποπτεία, η ασφάλεια και η ακεραιότητα των αγορών παραγώγων, και τέλος,
- να ενισχυθεί ο συντονισμός μεταξύ των αρμόδιων εθνικών αρχών και να εξαλειφθούν κατά το δυνατόν οι περιπτώσεις ρυθμιστικού αρμπιτράζ. Ουσιαστικό ρόλο για την επίτευξη του στόχου αυτού αναμένεται να διαδραματίσει εν προκειμένω η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών.

Η πρόταση αναθεώρησης της Οδηγίας αναμένεται να υποβληθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το πρώτο τρίμηνο του 2011.

[32] European Commission (2010): *Public consultation on a revision of the Market Abuse Directive (MAD),* Consultation paper, June, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mad/consultation_paper.pdf.

3.3 Αναθεώρηση της Οδηγίας 2003/71/ΕΚ για το ενημερωτικό δελτίο

Στις 11 Δεκεμβρίου 2010 εκδόθηκε η Οδηγία 2010/73/ΕΕ με την οποία αναθεωρείται αρκετά εκτεταμένα η Οδηγία 2003/71/ΕΚ για το ενημερωτικό δελτίο.[33] Τα βασικότερα σημεία της αναθεώρησης συνοψίζονται στα εξής:

i. Προσθήκη νέων ορισμών

(α) Ειδικοί επενδυτές: για τους σκοπούς των ιδιωτικών τοποθετήσεων κινητών αξιών (private placements), οι επιχειρήσεις επενδύσεων και τα πιστωτικά ιδρύματα δύνανται να θεωρούν ως ειδικούς επενδυτές τα φυσικά ή νομικά πρόσωπα, τα οποία οι εν λόγω εταιρείες θεωρούν ως επαγγελματίες πελάτες ή επιλέξιμους αντισυμβαλλομένους σύμφωνα με το παράρτημα ΙΙ και το άρθρο 24 της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων.

(β) Βασική πληροφόρηση: εισάγεται η έννοια της βασικής πληροφόρησης, δηλαδή της ουσιαστικής και κατάλληλης πληροφόρησης που πρέπει να παρέχεται στους επενδυτές προκειμένου να τους επιτρέπει να κατανοούν τη φύση και τους κινδύνους που διέπουν τις κινητές αξίες και να λαμβάνουν ενημερωμένες επενδυτικές αποφάσεις. Η βασική πληροφόρηση θα πρέπει να περιλαμβάνει τα ακόλουθα στοιχεία:

- σύντομη περιγραφή των κινδύνων και των βασικών χαρακτηριστικών του εκδότη ή του εγγυητή, περιλαμβανομένων των περιουσιακών του στοιχείων, των υποχρεώσεων και της χρηματοοικονομικής του θέσης,
- σύντομη περιγραφή των κινδύνων και των βασικών χαρακτηριστικών της επένδυσης στο συγκεκριμένο είδος κινητών αξιών, περιλαμβανομένων των δικαιωμάτων που εμπεριέχουν οι κινητές αξίες,
- τους γενικούς όρους της προσφοράς, περιλαμβανομένων εκτιμήσεων για τις χρεώσεις που επιβαρύνουν τον επενδυτή και προέρχονται από τον εκδότη ή τον εγγυητή,
- λεπτομερή στοιχεία για την αποδοχή προς διαπραγμάτευση, και
- τους σκοπούς που πρόκειται να ικανοποιηθούν μέσω της συγκεκριμένης προσφοράς και στοιχεία για τη χρήση των προσόδων που θα προέλθουν από αυτή.

ii. Αλλαγές σε ό,τι αφορά το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου

Με τη νέα Οδηγία ορίζεται ότι, μεταξύ άλλων, θα πρέπει να παρέχεται στον επενδυτή η ως άνω βασική πληροφόρηση [υπό i(β)] μέσω του καλούμενου περιληπτικού σημειώματος.

iii. Τροποποιήσεις αναφορικά με την ευθύνη για το ενημερωτικό δελτίο

Τα κράτη μέλη θα πρέπει να διασφαλίζουν ότι δεν αποδίδεται αστική ευθύνη σε οποιοδήποτε πρόσωπο αποκλειστικά και μόνο βάσει του περιληπτικού σημειώματος, συμπεριλαμβανομένης οποιασδήποτε μετάφρασής του, εκτός αν το εν λόγω σημείωμα είναι παραπλανητικό, ανακριβές ή ασυνεπές, αναγιγνωσκόμενο μαζί με τα άλλα μέρη του ενημερωτικού δελτίου και δεν παρέχει βασικές πληροφορίες που βοηθούν τους επενδυτές στην απόφασή τους να επενδύσουν σε αυτές τις κινητές αξίες.

---

[33] Οδηγία 2010/73/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 24ης Νοεμβρίου 2010 «*για τροποποίηση των Οδηγιών 2003/71/ΕΚ σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους προς διαπραγμάτευση και 2004/109/ΕΚ για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά*», ΕΕ L 327/11.12.2010, σελ. 1-12. Βλ. επίσης ESMA (2011): *Request for technical advice on possible delegated acts concerning the Prospectus Directive (2003/71/EC) as amended by the Directive 2010/73/EU*, Call for evidence, January, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=7450.

iv. Τροποποιήσεις σε ό,τι αφορά τα συμπληρώματα του ενημερωτικού δελτίου

Σύμφωνα με τη νέα Οδηγία, κάθε σημαντικό νέο στοιχείο, τεχνικό σφάλμα ή ανακρίβεια στις πληροφορίες που περιέχει το ενημερωτικό δελτίο, το οποίο είναι ικανό να επηρεάσει την εκτίμηση για τις κινητές αξίες και το οποίο ανακύπτει ή διαπιστώνεται μεταξύ του χρόνου που μεσολαβεί από την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου έως την οριστική λήξη της δημόσιας προσφοράς, ή, ανάλογα με την περίπτωση, την έναρξη της διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά (όποια από τις δύο προκύπτει αργότερα), αναφέρεται σε συμπλήρωμα του ενημερωτικού δελτίου. Το συμπλήρωμα αυτό εγκρίνεται εντός επτά εργάσιμων ημερών κατ' ανώτατο όριο και δημοσιεύεται σύμφωνα με όσα ισχύουν για τη δημοσίευση του αρχικού ενημερωτικού δελτίου. Το περιληπτικό σημείωμα και οι ενδεχόμενες μεταφράσεις του πρέπει επίσης να συμπληρώνονται, εφόσον αυτό απαιτείται, προκειμένου να ληφθούν υπόψη οι νέες πληροφορίες που περιλαμβάνονται στο συμπλήρωμα.

Οι επενδυτές οι οποίοι έχουν ήδη συμφωνήσει να αγοράσουν κινητές αξίες ή να εγγραφούν πριν από τη δημοσίευση του συμπληρώματος, έχουν το δικαίωμα, εντός δύο εργάσιμων ημερών από τη δημοσίευση του συμπληρώματος, να αποσύρουν την προσφορά τους, υπό την προϋπόθεση ότι το σημαντικό νέο στοιχείο, τεχνικό σφάλμα ή ανακρίβεια προέκυψε πριν από την οριστική λήξη της δημόσιας προσφοράς και την παράδοση των κινητών αξιών. Η περίοδος αυτή μπορεί να παραταθεί από τον εκδότη ή τον προσφέροντα. Η τελική ημερομηνία για την άσκηση του δικαιώματος απόσυρσης θα πρέπει να αναφέρεται στο συμπλήρωμα του ενημερωτικού δελτίου.

3.4 Αναθεώρηση της Οδηγίας 2004/109/ΕΚ για τη διαφάνεια

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε στις 27 Μαΐου 2010 έκθεση σχετικά με την εφαρμογή της Οδηγίας 2004/109/ΕΚ «*για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά*», σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 33 της εν λόγω Οδηγίας.[34] Σκοπός της έκθεσης είναι να παρουσιαστούν οι επιπτώσεις και τα βασικά ζητήματα που εγείρει η εφαρμογή της Οδηγίας, προκειμένου να εντοπιστούν τα σημεία εκείνα που χρήζουν περαιτέρω επεξεργασίας και, ενδεχομένως, αναθεώρησης, ιδίως σε συνέχεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης και της ανάγκης που δημιουργήθηκε, συνακόλουθα, για την ενίσχυση της προστασίας του επενδυτή και της διαφάνειας στις αγορές. Είχε προηγηθεί, τον Φεβρουάριο του 2010 δημόσια διαβούλευση αναφορικά με την επέκταση της υποχρέωσης κοινοποίησης της απόκτησης σημαντικών συμμετοχών και σε χρηματοπιστωτικά μέσα άλλα εκτός των μετοχών.

Επίσης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε τον Μάιο του 2010 ερωτηματολόγιο[35] σχετικά με την ανάγκη επικαιροποίησης και εκσυγχρονισμού της Οδηγίας 2004/109/ΕΚ για θέματα που αφορούν:

---

[34] European Commission (2010): *Operation of Directive 2004/109/EC on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market,* Report, May, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/directive/com-2010-243_en.pdf. Βλ. επίσης European Commission (2010): *The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues*, Staff working document, May, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/directive/sec-2010_611_en.pdf.

[35] European Commission (2010): *Consultation document on the modernization of the Directive 2004/109/EC on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are submitted to trading on a regulated market*, Consultation document, May, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/directive/consultation_questions_en.pdf.

- την έλλειψη δημοσιοποίησης για παράγωγα προϊόντα που διακανονίζονται σε μετρητά (cash-settled derivatives), η οποία έχει οδηγήσει σε αυξημένο κίνδυνο ύπαρξης «κρυφής ιδιοκτησίας» ("hidden ownership"),
- τον πιθανό κίνδυνο από την ύπαρξη «κενής ψήφου» ("empty voting"),
- τη διευκόλυνση των εκδοτών μικρών επιχειρήσεων, και
- την ύπαρξη αποκλίσεων σε ό,τι αφορά τη συμμόρφωση με την Οδηγία σε εθνικό επίπεδο.

3.5 Κεντρικά Αποθετήρια Αξιών

Στις 13 Ιανουαρίου 2011 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε κείμενο διαβούλευσης αναφορικά με την καθιέρωση ενός ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου για τα Κεντρικά Αποθετήρια Αξιών και την εναρμόνιση ορισμένων πτυχών του διακανονισμού των κινητών αξιών στην Ευρωπαϊκή Ένωση.[36] Το κείμενο διακρίνεται σε δύο μέρη εκ των οποίων:

Το πρώτο μέρος επικεντρώνεται στην ανάγκη εφαρμογής ενός εναρμονισμένου ρυθμιστικού πλαισίου για τα Αποθετήρια και, ειδικότερα, αφορά τα ακόλουθα:

- το πεδίο εφαρμογής του ρυθμιστικού πλαισίου,
- διάφορα ζητήματα αδειοδότησης και εποπτείας των Αποθετηρίων,
- ζητήματα πρόσβασης και διαλειτουργικότητας, και
- διάφορα ζητήματα προληπτικής εποπτείας.

Το δεύτερο μέρος επικεντρώνεται στην ανάγκη εναρμόνισης ορισμένων πτυχών κατά τον διακανονισμό των κινητών αξιών στην ΕΕ, όπως:

- την εφαρμογή ενιαίων κανόνων κατά τον διακανονισμό (settlement discipline),
- την εναρμόνιση των κύκλων διακανονισμού σε ευρωπαϊκό επίπεδο, και
- την εφαρμογή ενός ενιαίου καθεστώτος για την επιβολή κυρώσεων.

Από το πεδίο εφαρμογής της επικείμενης νομικής πράξης εξαιρούνται:

- οι κεντρικές τράπεζες που παρέχουν υπηρεσίες αποθετηρίου, και
- οι οργανισμοί διαχείρισης δημόσιου χρέους.

Η ημερομηνία λήξης της διαβούλευσης ήταν η 1η Μαρτίου 2011, ενώ η νομοθετική πρόταση αναμένεται να οριστικοποιηθεί περί τον Ιούνιο του 2011.

[36] European Commission (2011): *Public consultation on Central Securities Depositories (CSDs) and on the harmonisation of certain aspects of securities settlement in the European Union*, Consultation paper, January, διαθέσιμο στην ακόλουθη ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2011/csd/consultation_csd_en.pdf.

4. Συμπεράσματα

Όπως σαφώς προκύπτει από τα προαναφερθέντα, η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε αφενός μεν την ανάγκη αντιμετώπισης των κενών που εντοπίστηκαν στην ευρωπαϊκή νομοθεσία σε σχέση με την άσκηση ρυθμιστικής παρέμβασης στις κεφαλαιαγορές σε συγκεκριμένες θεματικές, και αφετέρου την ανάγκη ενίσχυσης ή/και διεύρυνσης του πεδίου εφαρμογής υφιστάμενων ρυθμίσεων με γνώμονα τη βελτίωση της προστασίας των επενδυτών και την ενίσχυση της εμπιστοσύνης τους στις αγορές.

Οι προαναφερθείσες νομικές πράξεις, που είτε έχουν ήδη υιοθετηθεί είτε τελούν υπό εκπόνηση αποτελούν ένα μέρος μόνο των δράσεων που έχουν αναληφθεί σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ως αποτέλεσμα (άμεσο ή έμμεσο) της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης. Οι προτάσεις και τα μέτρα που λαμβάνονται για τη διασφάλιση συνολικά της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και της αποτελεσματικότητας της λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος εν γένει είναι πολλά και εκτείνονται σε όλο το φάσμα των επιμέρους τομέων του. Τα ευρωπαϊκά όργανα και φορείς, αλλά και οι αρμόδιες ρυθμιστικές και εποπτικές αρχές των κρατών μελών έχουν επιφορτιστεί με το ιδιαιτέρως σημαντικό και σύνθετο έργο της κατά το δυνατόν ταχύτερης και ασφαλούς ανάκαμψης των οικονομιών των κρατών μελών και της επαναφοράς της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις αγορές, χωρίς ωστόσο να υπάρξουν αρνητικές επιπτώσεις στη λειτουργία των τελευταίων.

Πρωτοβουλίες υπό εξέλιξη όπως αυτές που αφορούν, μεταξύ άλλων, την επιβολή ειδικών κανόνων για τους συστημικά σημαντικούς φορείς παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, την εύρυθμη εξυγίανσή τους σε περίπτωση που αντιμετωπίζουν προβλήματα βιωσιμότητας, την αύξηση των κεφαλαιακών απαιτήσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων επενδύσεων, την επιβολή απαιτήσεων ρευστότητας, καθώς και την επιβολή ειδικής φορολόγησης των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών με απώτερο στόχο την αποφυγή επιβάρυνσης των φορολογουμένων σε περίπτωση κρίσης, είναι μερικά μόνο από τα μέτρα που πρόκειται να ληφθούν σε ό,τι αφορά τη ρυθμιστική παρέμβαση στον χρηματοπιστωτικό τομέα, εκτός του τομέα των κεφαλαιαγορών.

Είναι σαφές ότι το ρυθμιστικό περιβάλλον τροποποιείται σημαντικά στον χρηματοπιστωτικό τομέα ως αποτέλεσμα της κρίσης. Μένει να αποδειχθεί κατά πόσο θα λειτουργήσει εξίσου αποτελεσματικά.[37]

[37] Το παρόν άρθρο έχει επικαιροποιηθεί μέχρι τον Απρίλιο του 2011.

Εργαλεία και τεχνικές παρακολούθησης του συστημικού κινδύνου και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας

Η εφαρμογή τους στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα

Ηλίας Λεκκός
ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ ΜΟΝΑΔΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΚΑΙ ΑΓΟΡΩΝ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Γιάννης Κουτελιδάκης
ΟΙΚΟΝΟΜΟΛΟΓΟΣ ΜΟΝΑΔΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΚΑΙ ΑΓΟΡΩΝ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Ειρήνη Στάγγελ
ΟΙΚΟΝΟΜΟΛΟΓΟΣ ΜΟΝΑΔΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΚΑΙ ΑΓΟΡΩΝ
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Περίληψη

Το βασικό δίδαγμα από την παρούσα χρηματοπιστωτική κρίση είναι ότι θα πρέπει να αναπτυχθεί μια μακροεποπτική προσέγγιση σκοπός της οποίας θα είναι να εξασφαλίσει τη βιωσιμότητα και λειτουργία του συνολικού τραπεζικού συστήματος ανεξάρτητα από την αστοχία μεμονωμένων τραπεζικών οργανισμών. Παρά λοιπόν το γεγονός ότι ένα από τα κορυφαία ζητήματα στην ατζέντα όλων των εποπτικών αρχών είναι η διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και η ελαχιστοποίηση των συστημικών κινδύνων, η εμπειρική εξέταση των θεμάτων αυτών σε σχέση με το ελληνικό τραπεζικό σύστημα παραμένει εξαιρετικά περιορισμένη. Με σκοπό να συμπληρώσουμε τα υφιστάμενα κενά αναπτύξαμε, στην παρούσα μελέτη, μια σειρά εργαλείων και μαθηματικών υποδειγμάτων που μας επιτρέπουν αφενός να καταγράψουμε με ακρίβεια και αφετέρου να παρακολουθήσουμε τη δυναμική εξέλιξη των επιπέδων συστημικού κινδύνου του ελληνικού τραπεζικού κλάδου. Σε πιο περιγραφικό/απεικονιστικό επίπεδο δημιουργήσαμε ένα Χάρτη Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, ο οποίος μας επιτρέπει να συγκρίνουμε τη διαχρονική εξέλιξη των πιο βασικών παραμέτρων του ελληνικού συστημικού κινδύνου. Ταυτόχρονα, αξιοποιώντας το μαθηματικό υπόδειγμα του Merton, εκτιμήσαμε την ιστορική εξέλιξη του Δείκτη Απόστασης Χρεοκοπίας των ελληνικών τραπεζών και αναλύσαμε τις βασικές παραμέτρους οι οποίες τον έχουν οδηγήσει στα πρόσφατα ιστορικά χαμηλά. Τέλος, στα πλαίσια ενός υποδείγματος προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων εξετάσαμε τις επιπτώσεις στην ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου των ελληνικών τραπεζών μη-αναμενόμενων μεταβολών τόσο στην ιδιωτική οικονομική δραστηριότητα όσο και στις συνθήκες στην αγορά εργασίας.

Θα θέλαμε να εκφράσουμε τις ευχαριστίες μας στον κριτή του άρθρου κ. Ν. Τσαβέα, τα σχόλια και οι παρατηρήσεις του οποίου συνέβαλαν καθοριστικά στη βελτίωση του περιεχομένου της μελέτης μας. Το παρόν άρθρο εκφράζει τις προσωπικές απόψεις των συγγραφέων και δεν αντιπροσωπεύει τις θέσεις και τις απόψεις της Τράπεζας Πειραιώς.

1. Εισαγωγή

Η πρωτοφανής έκταση και διάρκεια της πρόσφατης οικονομικής και χρηματοπιστωτικής κρίσης κατέδειξαν με τρόπο δραματικό τα κενά και τις αδυναμίες των εθνικών και υπερεθνικών εποπτικών αρχών αρχικά να διαγνώσουν και, στη συνέχεια, να διαχειριστούν μια κρίση συστημικού χαρακτήρα στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η καταβαράθρωση του κύρους των εποπτικών αρχών γίνεται ακόμα μεγαλύτερη από το γεγονός ότι η κρίση αυτή ξέσπασε σε μια χρονική συγκυρία όπου κατά κοινή παραδοχή το παγκόσμιο τραπεζικό και χρηματοπιστωτικό σύστημα βρισκόταν στην ακμή του, καθώς το ευνοϊκό οικονομικό περιβάλλον σε συνδυασμό με την ανάπτυξη καινοτόμων χρηματοπιστωτικών εργαλείων είχαν οδηγήσει σε ισχυρή κερδοφορία, ενώ καινούργιοι εποπτικοί κανόνες είχαν συμβάλει καθοριστικά στην ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των μεγαλύτερων τραπεζικών οργανισμών. Η αποτυχία των αρχών ήταν τόσο απρόσμενη και τόσο πρωτοφανής, ώστε να δημιουργήσει εύλογα ερωτήματα σχετικά με το πώς οι πιο έμπειρες εποπτικές αρχές απέτυχαν με τέτοιο εντυπωσιακό τρόπο να περιφρουρήσουν τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Ένα μεγάλο μέρος της απάντησης σε αυτό το ερώτημα βρίσκεται στο ότι τα μαθήματα που είχαν αντλήσει οι εποπτικές αρχές από τις τραπεζικές κρίσεις του πρόσφατου παρελθόντος, τις είχαν ωθήσει στο να ταυτίζουν την έννοια του συστημικού κινδύνου και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας με εκείνη της ευρωστίας και σταθερότητας καθενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού σε μεμονωμένη βάση. Πιο συγκεκριμένα, οι πιο πρόσφατες τραπεζικές κρίσεις, όπως αυτές στις ΗΠΑ (1984-91), στη Μεγάλη Βρετανία (1991-94) και στις σκανδιναβικές χώρες (1991-1993), είχαν ουσιαστικά προκληθεί από μια μερίδα χρηματοπιστωτικών οργανισμών οι οποίοι είχαν αναλάβει επενδυτικούς και τραπεζικούς κινδύνους δυσανάλογους με την κεφαλαιακή τους βάση. Αρχικά, η στρατηγική αυτή αποδείχθηκε εξαιρετικά κερδοφόρος, στη συνέχεια όμως, οδήγησε σε σημαντικές ζημιές, οι οποίες διάβρωσαν τους ήδη ανεπαρκείς δείκτες κεφαλαιακής τους επάρκειας. Αντιμέτωπες με το ενδεχόμενο η κρίση στα συγκεκριμένα τραπεζικά ιδρύματα να υπονομεύσει την εμπιστοσύνη των καταθετών σε ολόκληρο το τραπεζικό σύστημα, οι αρχές δεν είχαν άλλη λύση από το να παρέμβουν και να στηρίξουν κεφαλαιακά τα πιο αδύναμα τραπεζικά ιδρύματα, με σημαντικό όμως κόστος για ολόκληρη την οικονομία [βλ. Lindgren, Garcia και Saal (1996), και Hoggarth και Saporta (2001)]. Συνέπεια αυτών των κρίσεων ήταν η δημιουργία μιας κοινής παραδοχής (consensus) ότι αναγκαία και ικανή συνθήκη για τον μετριασμό του συστημικού κινδύνου στο τραπεζικό σύστημα ήταν η εξασφάλιση ότι, κάθε ένας χρηματοπιστωτικός οργανισμός θα διαθέτει αρκετά κεφάλαια για να μπορεί να απορροφήσει ζημίες που είναι δυνατόν να προκύψουν από τους κινδύνους που αναλαμβάνει (π.χ. κίνδυνο αγοράς, πιστωτικό κίνδυνο, λειτουργικό κίνδυνο και κίνδυνο ρευστότητας). Η ανάγκη αυτή εποπτείας κάθε τραπεζικού ιδρύματος σε μεμονωμένη ή μικροεποπτική βάση κατέληξε στο να κωδικοποιηθεί και να επισημοποιηθεί σε παγκόσμιο μάλιστα επίπεδο με τη Συνθήκη της Βασιλείας ΙΙ.

Το καθεστώς αυτό για πάνω από μία δεκαετία φαινόταν ότι είχε επιφέρει τα επιθυμητά αποτελέσματα, καθώς ο τραπεζικός τομέας σε παγκόσμιο επίπεδο γνώρισε περιόδους μεγάλης κερδοφορίας και οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας είχαν διαμορφωθεί σε επίπεδα αρκετά υψηλότερα από τα ελάχιστα αποδεκτά όρια που είχαν καθιερωθεί από τη Βασιλεία ΙΙ.[1] Ταυτόχρονα, η περίοδος αυτής της κεφαλαιακής ανασυγκρότησης και κερδοφορίας του τραπεζικού κλάδου συνέπεσε με μία γενικότερη περίοδο μείωσης των μακροοικονομικών κινδύνων, ελέγχου των πληθωριστικών πιέσεων στην παγκόσμια οικονομία και περιορισμού της μεταβλητότητας (και συνεπώς της αβεβαιότητας) των ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης.[2] Ο συνδυασμός των δύο αυτών θετικών εξελίξεων σε τραπεζικό και μακροοικονομικό επίπεδο είχε μια μη-προσδοκώμενη αλλά καταλυτική συνέπεια: την εμπέδωση ενός κλίματος σταθερότητας και εμπιστοσύνης στην επενδυτική κοινότητα, η οποία με τη σειρά της οδήγησε στην πτώση των ασφαλίστρων κινδύνου (risk premia), στην υποεκτίμηση των

[1] Να τονίσουμε εδώ ότι πολλές εθνικές εποπτικές αρχές είχαν επιβάλει στα εθνικά τραπεζικά τους συστήματα δείκτες εποπτικών κεφαλαίων υψηλότερους από τους ελάχιστους δείκτες που προβλέπει η Βασιλεία ΙΙ.

[2] Επειδή ακριβώς η περίοδος αυτή χαρακτηρίζεται από μια σημαντική μείωση της μεταβλητότητας (volatility) των ρυθμών μεταβολής του ΑΕΠ στις κυριότερες οικονομίες του πλανήτη, έχει χαρακτηριστεί ως Περίοδος Παρατεταμένης Ομαλότητας (Great Moderation Period). Η περίοδος αυτή στις ΗΠΑ αφορά το διάστημα 1985-2007, ενώ στην ευρωζώνη το διάστημα 1992-2007.

αναλαμβανομένων επενδυτικών κινδύνων και τελικά στη νομοτελειακή αύξηση του βαθμού επικινδυνότητας των επενδυτικών χαρτοφυλακίων [βλ. Goodhart (2010) και Minsky (1977, 1982, 1986)].

Οι επενδυτικές στρατηγικές και αποφάσεις που διαμορφώθηκαν και εφαρμόστηκαν μέσα σε αυτό το περιβάλλον οδήγησαν σε συνεχώς διευρυνόμενες ανισορροπίες, π.χ. στις αγορές ακινήτων, οι οποίες κατέρρευσαν με θεαματικό ομολογουμένως τρόπο από τα μέσα του 2007 και ύστερα. Οι διαδοχικές φάσεις της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης που ακολούθησε είναι ήδη πολύ γνωστές σε όλους μας και γι' αυτό τον λόγο δεν θα θέλαμε να αναφερθούμε εκτενώς σε αυτές. Ωστόσο, μία από τις πτυχές της κρίσης στην οποία θα θέλαμε να σταθούμε ιδιαίτερα είναι ότι, στην παρούσα συγκυρία απειλήθηκε η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, παρά το γεγονός ότι η μεγάλη πλειοψηφία των διεθνών τραπεζικών οργανισμών όχι μόνο πληρούσαν αλλά και ξεπερνούσαν τα όρια κεφαλαιακής επάρκειας που είχαν θεσπίσει οι εποπτικές αρχές. Το καινούργιο στοιχείο που εισήγαγε η πρόσφατη κρίση και ένας από τους βασικούς παράγοντες αποτυχίας του υφιστάμενου (μικρο)εποπτικού πλαισίου ήταν η αδυναμία των αρχών να αντιληφθούν έγκαιρα ότι τα τελευταία 15 τουλάχιστον χρόνια ο βαθμός αλληλεξάρτησης και διασύνδεσης των τραπεζικών ιδρυμάτων –ιδιαίτερα μέσω των διατραπεζικών αγορών και των αγορών παραγώγων– είχε αυξηθεί σε τέτοιο υπέρμετρο βαθμό, έτσι ώστε η παραμικρή αμφιβολία για την ευρωστία ορισμένων μόνο μονάδων του τραπεζικού συστήματος (π.χ. Lehman Brothers) θα ήταν ικανή να οδηγήσει σε κλυδωνισμό ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού οικοδομήματος. Προκειμένου λοιπόν οι αρχές να αποτρέψουν την κλιμάκωση της κρίσης ανέλαβαν αυτές τον ρόλο του Έσχατου Δανειστή (Lender of last resort), διοχετεύοντας απεριόριστα ποσά ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα.

Το βασικό, λοιπόν, δίδαγμα από την παρούσα κρίση [βλ. Caruana (2010), Yellen (2009), IMF (2009)] είναι ότι στο σημερινό παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον, η μικροεποπτική προσέγγιση δεν είναι ικανή από μόνη της να εξασφαλίσει τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Παράλληλα, θα πρέπει να αναπτυχθεί μια μακροεποπτική προσέγγιση, σκοπός της οποίας θα είναι να εξασφαλίσει τη βιωσιμότητα και λειτουργία του συνολικού τραπεζικού συστήματος, ανεξάρτητα από την αστοχία μεμονωμένων τραπεζικών οργανισμών. Αυτή λοιπόν η νέα στροφή προς μια μακροεποπτική αντιμετώπιση του συστημικού κινδύνου καθιστά επιτακτική την ανάγκη για την ανάπτυξη νέων εργαλείων και τεχνικών που θα επιτρέψουν τόσο στις εποπτικές αρχές όσο και στην επενδυτική κοινότητα να διαγνώσουν σε ένα αρχικό επίπεδο τα πρώτα σημάδια εκδήλωσης συστημικών κινδύνων και σε δεύτερο επίπεδο να διαχειριστούν με το μικρότερο δυνατό κόστος τις συνέπειες μιας συστημικής χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Η μορφή της νέας αυτής μακροεποπτικής προσέγγισης τελεί ακόμα υπό διαμόρφωση. Ωστόσο, η εκτίμησή μας είναι ότι η νέα αυτή προσέγγιση θα κινηθεί ταυτόχρονα προς δύο παράλληλους άξονες. Ο ένας άξονας θα αποτελείται από τη δημιουργία νέων υπερεθνικών εποπτικών αρχών και οργάνων, σκοπός των οποίων θα είναι ο συντονισμός των εθνικών εποπτικών αρχών και ο εναρμονισμός των εθνικών εποπτικών πλαισίων [βλ. de Larosière (2009), Turner (2009), Βασιλεία III (2010)]. Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ο άξονας αυτός έχει ήδη αρχίσει να υλοποιείται από τον Δεκέμβριο του 2010 με την ίδρυση του European Systemic Risk Board (ESRB) υπό τη διοίκηση του κ. Trichet, προέδρου της ΕΚΤ. Ταυτόχρονα όμως, θα πρέπει να αναπτυχθούν και νέα εργαλεία και τεχνικές παρακολούθησης και ανάλυσης της σταθερότητας του συνόλου του χρηματοπιστωτικού συστήματος [βλ. Gadanez και Kaushik (2009), IMF (2009), Fell και Schinasi (2005) και Hanschel και Monnin (2005)]. Προς αυτή την κατεύθυνση έρχεται να συμβάλει η δική μας μελέτη, η οποία επικεντρώνεται στο να αναπτύξει, για πρώτη φορά, τρεις αλληλοσυμπληρούμενες τεχνικές μέτρησης και ανάλυσης των συστημικών κινδύνων του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Πιο συγκεκριμένα, στο πρώτο τμήμα της μελέτης παρουσιάζουμε την εκτίμηση ενός Χάρτη Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Ο χάρτης αυτός μας επιτρέπει να απεικονίσουμε με τρόπο απλό και κατανοητό τις μεταβολές όλων των βασικών παραμέτρων που καθορίζουν την εξέλιξη του συστημικού κινδύνου στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα. Παράλληλα, στο δεύτερο μέρος χρησιμοποιούμε το υπόδειγμα εταιρικής χρεοκοπίας του Merton (1974) για να εκτιμήσουμε τον Δείκτη Απόστασης από Χρεοκοπία του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος και να τον αντιπαραβάλουμε με τον αντίστοιχο δείκτη της Πορτογαλίας. Τέλος, στο τελευταίο στάδιο της μελέτης μας κατασκευάζουμε ένα μοντέλο εξέλιξης των μη-εξυπηρετούμενων δανείων του ελληνικού τραπεζικού συστήματος και εξετάζουμε την εξέλιξη της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου των ελληνικών τραπεζών κάτω από εναλλακτικά σενάρια για τη μεταβολή τόσο της οικονομικής δραστηριότητας όσο και της απασχόλησης.

2. Χάρτης χρηματοοικονομικής σταθερότητας

Όπως είναι κατανοητό η ευρωστία και σταθερότητα του οικονομικού και πιστωτικού συστήματος δεν αποτελούν μονοδιάστατες και απλουστευτικές έννοιες. Αντίθετα καθορίζονται και επηρεάζονται από πολλές μεταβλητές, οι οποίες είναι πολύ πιθανό να μην εξελίσσονται προς την ίδια κατεύθυνση ή με τον ίδιο ρυθμό. Αυτή ακριβώς η πολυπλοκότητα του συστήματος είναι πιθανό να οδηγήσει είτε σε σύγχυση, όταν διαφορετικοί αναλυτές εστιάζονται σε μία μόνο από τις διαστάσεις του, είτε σε πολύπλοκες και δυσνόητες προσεγγίσεις, όταν επιχειρείται μια συνολική ανάλυσή του. Για τον λόγο αυτό, πιστεύουμε ότι ως πρώτο βασικό εργαλείο για την ανάλυση της κατάστασης του συστημικού κινδύνου και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας της ελληνικής οικονομίας είναι χρήσιμη η κατασκευή ενός Χάρτη Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας, ο οποίος μας δίνει τη δυνατότητα να απεικονίσουμε με απλό και κατανοητό τρόπο την εξέλιξη της μεγαλύτερης πλειονότητας των μεταβλητών που συνθέτουν την εικόνα του συστημικού κινδύνου στην ελληνική οικονομία.

2.1 Διαστάσεις του Χάρτη

Η επιλογή των διαστάσεων του Χάρτη, δηλαδή η επιλογή των μεταβλητών που αντανακλούν την κατάσταση της ελληνικής οικονομίας, θα πρέπει να είναι τέτοια ώστε να περιλαμβάνει το μέγιστο της πληροφόρησης με τον πιο περιληπτικό τρόπο. Η δική μας επιλογή περιλαμβάνει δύο μεταβλητές που συνοψίζουν τις διεθνείς οικονομικές και χρηματοπιστωτικές εξελίξεις, οι οποίες φυσικά και έχουν αντίκτυπο στην ελληνική οικονομία, καθώς και τρεις μεταβλητές που αντανακλούν τις μεταβολές στην ελληνική ιδιωτική οικονομική δραστηριότητα, τη συμβολή του δημόσιου τομέα στην οικονομία, καθώς και τον δείκτη χρηματοπιστωτικής πίεσης. Σε κάθε περίπτωση θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν περισσότερες ή λιγότερες μεταβλητές, αλλά κρίνουμε ότι πέντε μεταβλητές επαρκούν για τους σκοπούς του άρθρου αυτού. Πιο συγκεκριμένα:

- *Παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα*

  Οι μεταβολές στην παγκόσμια οικονομία μετρούνται από τον μέσο όρο των δεικτών ISM των ΗΠΑ και του δείκτη ESI της ευρωζώνης. Ο σύνθετος δείκτης ISM/ESI μας δίνει μια ιδέα για την πορεία της οικονομίας δύο ανεπτυγμένων οικονομιών, των ΗΠΑ και της ευρωζώνης. Οι δείκτες ISM και ESI είναι πρόδρομοι δείκτες δραστηριότητας για τη συνολική οικονομία. Ο πρώτος (ISM) αφορά τις ΗΠΑ και είναι στην ουσία ο μέσος όρος των δεικτών ISM Manufacturing (που μετρά τη μεταποιητική δραστηριότητα) και ISM Non-Manufacturing (που μετρά τη δραστηριότητα στον τομέα των υπηρεσιών). Ο δεύτερος (ESI) αφορά την ευρωζώνη συνολικά (και μεταποίηση και υπηρεσίες) και εκδίδεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Ο δείκτης ISM/ESI είναι ο μέσος όρος των δύο δεικτών.

- *Δείκτης Πιστωτικών Συνθηκών ΗΠΑ και ευρωζώνης*

  Ο Δείκτης Πιστωτικών Συνθηκών (Credit Conditions Index) CCI-US&EU είναι ο μέσος όρος των δεικτών CCI-US και CCI-EU της Τράπεζας Πειραιώς και μας δείχνει τον βαθμό χρηματοπιστωτικής πίεσης στις δύο αυτές ανεπτυγμένες οικονομίες συνολικά και χρησιμοποιούνται ως ένδειξη της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής πίεσης. Οι δύο αυτοί δείκτες προκύπτουν από τον συνδυασμό επτά χρηματοπιστωτικών μεταβλητών δηλ. Ted Spread, 2YR swap spread, AAA/Treasury spread, BBB/AAA spread, την κυλιόμενη συσχέτιση (rolling correlation) ανάμεσα στις αποδόσεις ομολόγων και μετοχών, τους δείκτες VSTOXX και VIX, έναν δείκτη μεταβλητότητας για τον χρηματοπιστωτικό τομέα και έναν δείκτη που αντανακλά τις μετατοπίσεις της καμπύλης επιτοκίων. Σε αυτές τις μεταβλητές, εφαρμόζουμε τη Μέθοδο Κύριων Συνιστωσών και χρησιμοποιούμε την πρώτη κύρια συνιστώσα που προκύπτει ως δείκτη CCI-US&EU.

- *Δείκτης Χρηματοπιστωτικής Πίεσης (Greek Financial Distress Index)*

  Ο δείκτης στοχεύει στην καταγραφή των αναγκών για χρηματοδότηση και εισροή νέων κεφαλαίων τόσο στον δημόσιο τομέα όσο και στους κλάδους των τραπεζών, μη-χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών (βλ. Greek Economic Review, Ιανουάριος 2010).

Για την κατασκευή του δείκτη εξετάστηκε ένα πλήθος μεταβλητών που αντικατοπτρίζουν διαφορετικές μορφές αυτής της δανειακής και χρηματοπιστωτικής πίεσης, ενώ συνθέσαμε τις σημαντικότερες εξ αυτών σε έναν και μοναδικό δείκτη, οι μεταβολές του οποίου θα αντανακλούν τις γενικότερες συνθήκες στην ελληνική οικονομία. Στην κατασκευή του δείκτη εφαρμόζεται η Μέθοδος των Κύριων Συνιστωσών (Principal component), σύμφωνα με την οποία υπολογίζεται το μέγεθος και το πρόσημο της στάθμισης της κάθε μεταβλητής αναλογικά με τον βαθμό συσχέτισής της με τις υπόλοιπες μεταβλητές του δείκτη.

Ειδικότερα, ο δείκτης κατασκευάστηκε με βάση μεταβλητές που δεν υπόκεινται σε συχνές και σημαντικές αναθεωρήσεις και ταυτόχρονα δημοσιοποιούνται με σχετικά μικρή χρονική υστέρηση. Χρησιμοποιούνται, συνεπώς, μεταβλητές όπως το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (χωρίς καύσιμα και πλοία), η αξία ακάλυπτων επιταγών, τα επίπεδα δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου, το μέσο μηνιαίο spread μεταξύ επιτοκίου δεκαετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου με το αντίστοιχο του Γερμανικού, η διακύμανση των spreads, τα δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα και οι καταθέσεις του τελευταίου στις τράπεζες και, τέλος, οι καταθέσεις που προέρχονται από λοιπές χώρες της ευρωζώνης και χώρες εκτός αυτής. Οι μεταβλητές δεν υπόκεινται σε εποχικές διακυμάνσεις και έχουν τυποποιηθεί με βάση το μέσο και την τυπική απόκλιση.

▼ *Δείκτες ιδιωτικής και δημόσιας δραστηριότητας*

Σκοπός των δύο αυτών δεικτών είναι να ανιχνεύσουν και να συνθέσουν τους παράγοντες εκείνους που επηρεάζουν τη μεταβολή του ΑΕΠ από την πλευρά του ιδιωτικού και δημόσιου τομέα. Για την κατασκευή των βασικών δεικτών ιδιωτικού και δημόσιου τομέα χρησιμοποιούνται στατιστικά στοιχεία που δημοσιοποιεί η Ελληνική Στατιστική Αρχή, η Eurostat και το Υπουργείο Οικονομικών. Στα επιλεγμένα στοιχεία, τα οποία δεν υπόκεινται σε εποχικές διακυμάνσεις και ακραίες τιμές (irregular), εφαρμόζεται και εδώ η Μέθοδος των Κύριων Συνιστωσών (Principal component).

Συγκεκριμένα, ο δείκτης ιδιωτικής δραστηριότητας (private) συνθέτει μεταβλητές όπως, ο δείκτης βιομηχανικής παραγωγής, ο δείκτης όγκου στο λιανικό εμπόριο (χωρίς καύσιμα και λιπαντικά), ο αριθμός νέων αδειών ιδιωτικής κατασκευαστικής δραστηριότητας και οι δείκτες κύκλου εργασιών σε χονδρικό εμπόριο, αυτοκίνητα και υπηρεσίες. Παράλληλα, ο δείκτης δημόσιας δραστηριότητας (public) συνδέεται με τις πρωτογενείς δαπάνες του τακτικού προϋπολογισμού, καθώς και με τις δαπάνες του προγράμματος δημόσιων επενδύσεων.

Σημαντικό στοιχείο στους παραπάνω σύνθετους δείκτες είναι ότι μέσω γραμμικής παλινδρόμησης ερμηνεύουν τις μεταβολές του πραγματικού ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας.

2.2 Κατάρτιση του Χάρτη

Έχοντας καταλήξει στις μεταβλητές που θα χρησιμοποιηθούν, το επόμενο βήμα είναι η επεξεργασία των μεταβλητών αυτών, έτσι ώστε να είναι συμβατές και συγκρίσιμες μεταξύ τους. Πιο συγκεκριμένα, παίρνουμε τα στοιχεία σε τριμηνιαία βάση και μετά υπολογίζουμε τον μέσο όρο και την τυπική απόκλιση της αρχικής σειράς. Με βάση αυτά κανονικοποιούμε τη σειρά, δηλαδή αφαιρούμε από το κάθε στοιχείο τον μέσο όρο και διαιρούμε το αποτέλεσμα με την τυπική απόκλιση. Η κανονικοποιημένη σειρά που προκύπτει μας δίνει στην ουσία πόσες τυπικές αποκλίσεις απέχει από τον μέσο όρο το κάθε στοιχείο. Έπειτα, παίρνουμε τα στοιχεία για τις συγκεκριμένες περιόδους που μας ενδιαφέρουν και τα παραθέτουμε στον Χάρτη. Για να εξασφαλίσουμε ότι όλοι οι δείκτες κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση, δηλ. ότι αύξηση των δεικτών ισοδυναμεί με επιδείνωση, αντιστρέψαμε το πρόσημο στον δείκτη παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας και στους δείκτες εγχώριας ιδιωτικής και δημόσιας δραστηριότητας. Συνεπώς, όσο αυξάνεται το μέγεθος που απεικονίζουμε στο Διάγραμμα τόσο αυξάνει και η πίεση.

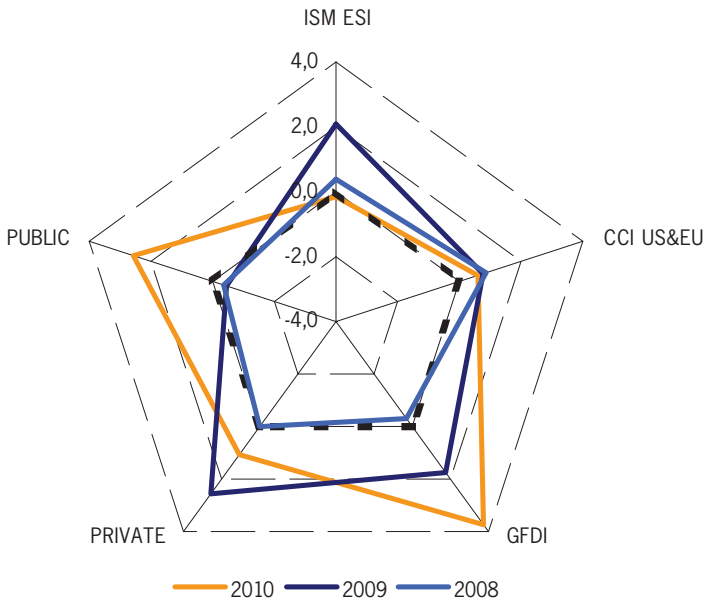
Στην τελική του μορφή ο Χάρτης Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας μας δίνει τον αριθμό των τυπικών αποκλίσεων κάθε μεγέθους (π.χ. Δείκτη Χρηματοπιστωτικής Πίεσης) από τον μακροχρόνιο μέσο όρο του. Όσο περισσότερες τυπικές αποκλίσεις είναι ο δείκτης πάνω (κάτω) από τον μέσο όρο του, τόσο αυξημένη (μειωμένη) είναι η πίεση στον χρηματοπιστωτικό τομέα της χώρας.

2.3 Αποτελέσματα

Πρόσφατες εξελίξεις

Στο Διάγραμμα 1 παρουσιάζουμε τον Χάρτη Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας για τα έτη 2008, 2009 και 2010. Το Διάγραμμα αυτό μας επιτρέπει να συγκρίνουμε τις πιέσεις που ασκούνται στην ελληνική οικονομία από την περίοδο που ξεκίνησε η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση έως σήμερα. Από το Διάγραμμα 1 προκύπτει ότι το 2009 ήταν το έτος όπου οι συνθήκες στην παγκόσμια οικονομία (δείκτης ISM/ESI) έφτασαν στο χειρότερό τους σημείο, ενώ ταυτόχρονα η ελληνική ιδιωτική δραστηριότητα υποχώρησε σε πρωτοφανή χαμηλά επίπεδα. Παράλληλα, οι συνθήκες χρηματοδότησης της ελληνικής οικονομίας επιδεινώθηκαν αισθητά. Αντίθετα, η αύξηση των δημόσιων δαπανών και επενδύσεων στήριξε την ελληνική οικονομία. Με την έλευση του 2010 παρατηρούμε μια αντιστροφή αυτής της εικόνας, καθώς καταγράφεται μια σημαντική επιδείνωση τόσο των συνθηκών χρηματοδότησης (GFDI) όσο και των δημόσιων δαπανών και επενδύσεων. Αντίθετα, καταγράφεται σημαντική βελτίωση του διεθνούς οικονομικού κλίματος, καθώς και μια οριακή βελτίωση της ιδιωτικής επιχειρηματικής δραστηριότητας.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 Χάρτης Πρόσφατων Εξελίξεων

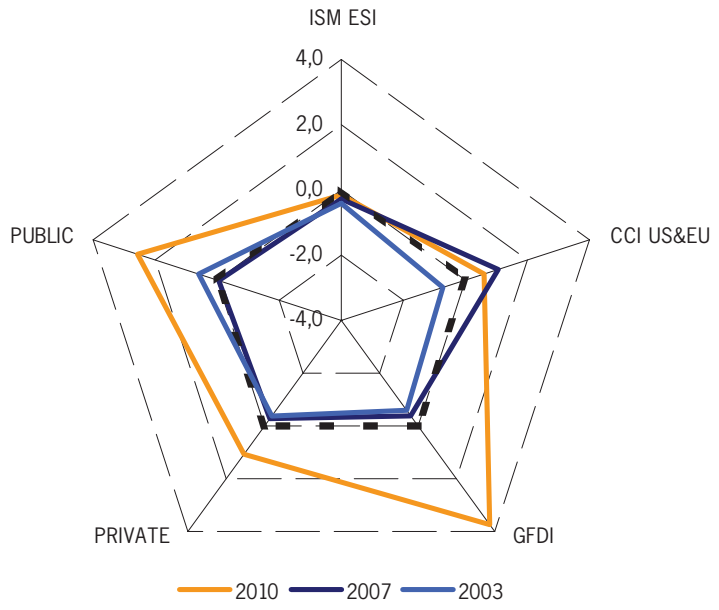


ΠΗΓΗ: Ecowin & Τράπεζα Πειραιώς

Μακροχρόνιες εξελίξεις

Η εξέταση του Χάρτη για μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα, όπως στο Διάγραμμα 2, που απεικονίζονται τα έτη 2010, 2007 και 2003, μας επιτρέπει να διακρίνουμε με μεγαλύτερη ευκρίνεια τις πιο μακροχρόνιες και δομικές αλλαγές οι οποίες συντελούνται στην ελληνική οικονομία. Από το Διάγραμμα αυτό είναι προφανής η υποχώρηση τόσο της ιδιωτικής όσο και της δημόσιας οικονομικής δραστηριότητας, καθώς και η δραματική επιδείνωση της χρηματοδότησης της ελληνικής οικονομίας.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 Χάρτης Μακροχρόνιων Εξελίξεων



ΠΗΓΗ: Ecowin & Τράπεζα Πειραιώς

3. Δείκτης Απόστασης από Χρεοκοπία του ελληνικού τραπεζικού συστήματος

Ο Χάρτης Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας που παρουσιάσαμε στην προηγούμενη ενότητα, προσφέρει μια συνοπτική διαγραμματική απεικόνιση των εξελίξεων στην ελληνική οικονομία. Το δεύτερο εργαλείο ανάλυσης που πιστεύουμε ότι θα συμβάλει καταλυτικά στην καταγραφή και κατανόηση των εξελίξεων αναφορικά με την ευρωστία του ελληνικού τραπεζικού συστήματος είναι η εκτίμηση του Δείκτη Απόστασης από Χρεοκοπία (ΔΑΧ) των ελληνικών τραπεζών.

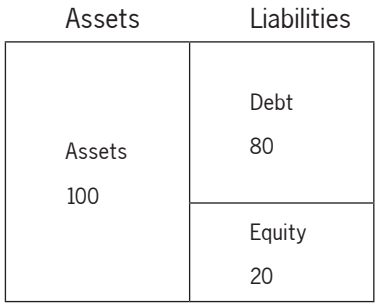
Ο Δείκτης Απόστασης από Χρεοκοπία, ο οποίος βασίζεται στο μαθηματικό υπόδειγμα του Merton (1974) και έχει καθιερωθεί ως ένας από τους πιο χρήσιμους πρόδρομους δείκτες χρηματοπιστωτικής σταθερότητας [βλ. Krainer και Lopez (2001), Gropp, Vesala, και Vulpes (2006) και Chan-Lau, Jobert, και Kong (2004)], αντανακλά την πιθανότητα που έχει ένας οργανισμός σε βάθος χρόνου να μηδενιστεί η αξία των ιδίων κεφαλαίων του. Η μεγάλη χρησιμότητα αυτού του δείκτη είναι ότι δεν βασίζεται σε αμιγώς λογιστικά στοιχεία ισολογισμών. Αντίθετα, ενσωματώνει και τις εκτιμήσεις των αγορών αναφορικά με την ευρωστία της επιχείρησης.

Για να εκτιμήσουμε τον δικό μας δείκτη απόστασης από χρεοκοπία δεν περιοριζόμαστε σε έναν ή περισσότερους τραπεζικούς οργανισμούς. Αντίθετα επεκτείνουμε την ανάλυσή μας σε ολόκληρο το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, το οποίο το προσεγγίζουμε ως μια ενιαία οντότητα.

3.1 Θεωρητικό υπόβαθρο

Ο Δείκτης Απόστασης από Χρεοκοπία βασίζεται στη θεμελιώδη έρευνα του Merton (1974) αναφορικά με τη χρεοκοπία των επιχειρήσεων. Στο υπόδειγμα εταιρικής χρεοκοπίας που ανέπτυξε ο Merton υποθέτει ότι κάθε εταιρεία έχει μια υπεραπλουστευμένη δομή ισολογισμού που αποτελείται από τα στοιχεία του ενεργητικού (Assets) από τη μία και τα στοιχεία του παθητικού που αποτελούνται από δανεισμό ή χρέος (Debt), καθώς και από ίδια κεφάλαια (Equity).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 Υπόδειγμα Εταιρικού Ισολογισμού



Σύμφωνα με τον Merton, η έννοια της εταιρείας περιορισμένης ευθύνης (limited liability) σημαίνει ότι οι κάτοχοι των ίδιων κεφαλαίων έχουν το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση, να αποπληρώσουν τους κατόχους του χρέους και να αγοράσουν το υπόλοιπο του παθητικού της εταιρείας. Πρακτικά αυτό σημαίνει ότι η αξία των ίδιων κεφαλαίων, δηλαδή η αξία της εταιρείας είναι ίση με τη διαφορά ανάμεσα στην αξία του Ενεργητικού και του Παθητικού (Χρέους). Μόλις η διαφορά αυτή γίνει ίση με το μηδέν, τότε είναι προς όφελος των μετόχων να αφήσουν την εταιρεία να χρεοκοπήσει. Επομένως, η αξία της εταιρείας πρέπει κάθε στιγμή να είναι ίση με:

$$[\text{Καθαρή Αξία}]=\max\{[\text{Αξία Ενεργητικού}] - [\text{Χρέος}],0\} \quad (1)$$

Σε αυτό το πλαίσιο, το σύνολο της αξίας του χρέους σηματοδοτεί ένα σημείο το οποίο ουσιαστικά οριοθετεί το επίπεδο εταιρικής χρεοκοπίας.

Ο λόγος για τον οποίο ο Merton χρησιμοποίησε αυτό το ομολογουμένως υπερ-απλουστευτικό υπόδειγμα είναι ότι η εξίσωση (1) περιγράφει ουσιαστικά την αξία ενός δικαιώματος προαίρεσης (call option) το οποίο μπορεί να τιμολογηθεί με βάση το υπόδειγμα Black-Scholes. Συνεπώς, εάν υποθέσουμε ότι η αξία του ενεργητικού της εταιρείας ακολουθεί μια γεωμετρική κίνηση κατά Brown (Geometric Brownian Motion):

$$dV_A = \mu V_A dt + \sigma_A dW \quad (2)$$

(με μ να είναι η τάση (drift) της αξίας του ενεργητικού, W μια κλασική διαδικασία Wiener και σ_A η διακύμανση (volatility) του ενεργητικού), καθώς και ότι η αξία του χρέους είναι ίση με X_t και έχει διάρκεια ίση με T-t τότε η αξία της καθαρής θέσης της εταιρείας θα είναι ίση με

$$V_E = V_A N(d_1) - X e^{-r(T-t)} N(d_2) \quad (3)$$

Όπου:

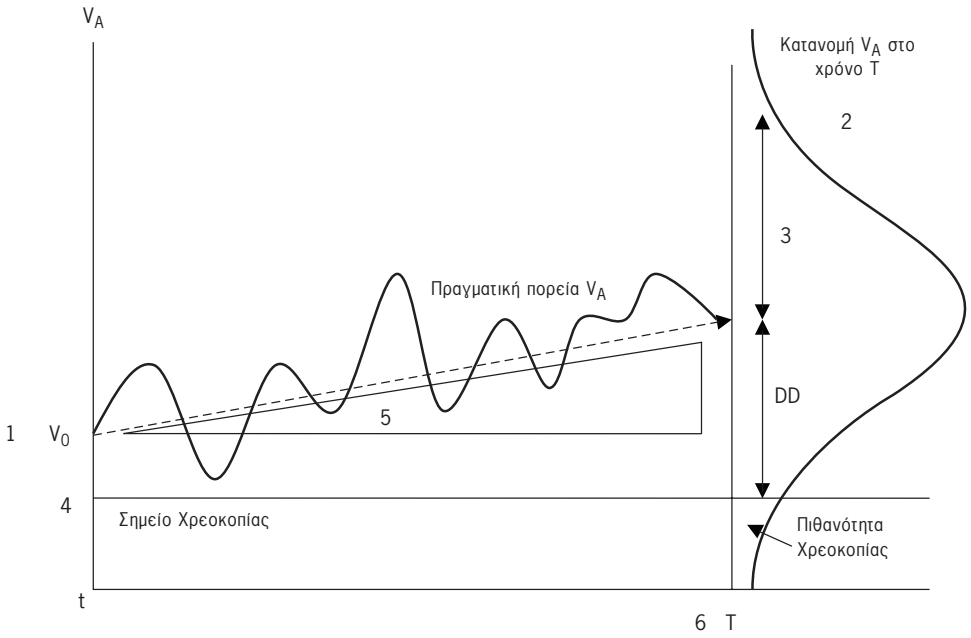
$$d_1 = \frac{\ln(V_A / X) + (r + \frac{1}{2}\sigma_A^2)(T-t)}{\sigma_A \sqrt{(T-t)}} \quad (3.α)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma_A \sqrt{(T-t)} \quad (3.β)$$

r είναι το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο κρατικών ομολόγων, και $N(.)$ η συνάρτηση πυκνότητας-πιθανότητας της τυπικής κανονικής κατανομής.

Σύμφωνα όμως με τους Crosbie και Bohn (2003), η πιο βασική συμβολή του υποδείγματος Merton δεν είναι τόσο ο μαθηματικός τύπος της αξίας της καθαρής θέσης μιας εταιρείας, όσο το γεγονός ότι μας επιτρέπει να υπολογίσουμε τη διαφορά ή απόσταση που χωρίζει κάθε επιχείρηση από τη χρεοκοπία σε διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες (βλ. Διάγραμμα 4).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4 Απόσταση από Χρεοκοπία (DD)



1. Η αξία του ενεργητικού στον χρόνο 0.
2. Η κατανομή της αξίας του ενεργητικού στον χρόνο T-t.
3. Η μεταβλητότητα της αξίας του ενεργητικού στον χρόνο T-t.
4. Το Σημείο Χρεοκοπίας.
5. Ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης της αξίας ενεργητικού στο διάστημα [t,T].
6. Η τιμή του T.

Σε μαθηματικούς όρους η απόσταση αυτή μπορεί να εκφραστεί ως:

$$DD = \frac{\ln \frac{V_A}{X_t} + \left(\mu - \frac{\sigma_A^2}{2}\right)(T-t)}{\sigma_A \sqrt{(T-t)}} \tag{4}$$

Με απλά λόγια η Απόσταση Χρεοκοπίας συμβολίζει τη διαφορά ανάμεσα στην αξία Ενεργητικού και Παθητικού εκφρασμένη σε πολλαπλάσια της μεταβλητότητας του ενεργητικού δηλαδή

$$\begin{bmatrix} \text{Απόσταση από} \\ \text{τη Χρεοκοπία} \end{bmatrix} = \frac{[\text{Αξία Ενεργητικού}] - [\text{Σημείο Χρεοκοπίας}]}{[\text{Αξία Ενεργητικού}][\text{Μεταβλητότητα Ενεργητικού}]}$$

ή

$$DD = \frac{V_A - X}{V_A \sigma_A} \tag{5}$$

3.2 Εκτίμηση του Δείκτη Απόστασης Χρεοκοπίας

Τα 3 βήματα που χρειάζονται για τον υπολογισμό του Δείκτη Απόστασης Χρεοκοπίας (ΔΑΧ) είναι:

1. *Υπολογισμός της αξίας και μεταβλητότητας του ενεργητικού (V_A, σ_A, μ).* Καθώς τα μεγέθη αυτά δεν είναι γνωστά και δεν δίνονται κάπου, πρέπει να τα υπολογίσουμε με βάση την αξία των ιδίων κεφαλαίων (equity) που παίρνουμε από το χρηματιστήριο και με βάση τη λογιστική αξία (book value) του παθητικού που παίρνουμε από τους ισολογισμούς της εταιρείας. Τέλος, το μ υπολογίζεται ως ο μέσος όρος των μηνιαίων ρυθμών μεταβολής του V_A.
2. *Υπολογισμός της Απόστασης από τη Χρεοκοπία (ΔΑΧ).* Αυτή υπολογίζεται από τον τύπο (5) με βάση την αξία και τη μεταβλητότητα του ενεργητικού, καθώς και το Σημείο Χρεοκοπίας, τα οποία μεγέθη παίρνουμε από το πρώτο βήμα.
3. *Υπολογισμός της Πιθανότητας Χρεοκοπίας (Pt).* Αυτή υπολογίζεται απευθείας από το ΔΑΧ με βάση εμπειρικούς πίνακες που αντιστοιχούν σε συγκεκριμένες τιμές του ΔΑΧ σε πιθανότητα χρεοκοπίας. Στο παρόν δεν θα ασχοληθούμε με το βήμα αυτό αλλά θα συγκρίνουμε την Απόσταση από τη Χρεοκοπία με προηγούμενες χρονικές τιμές του ίδιου μέτρου, καθώς δεν έχουμε πρόσβαση στους εμπειρικούς πίνακες (όπως της KMV για παράδειγμα) με βάση τους οποίους υπολογίζεται η συγκεκριμένη πιθανότητα.

Όπως είδαμε παραπάνω, για να υπολογίσουμε την Απόσταση από τη Χρεοκοπία χρειαζόμαστε την αξία των ίδιων κεφαλαίων (V_E), τη μεταβλητότητά της (σ_E), καθώς και το ύψος των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων (X).

Την αξία των ίδιων κεφαλαίων (V_E) τη βρίσκουμε από το Bloomberg παίρνοντας την κεφαλαιοποίηση των μετοχών που μας ενδιαφέρουν. Όσον αφορά την Ελλάδα, πήραμε τις μετοχές των 13 τραπεζών που συναλλάσσονται στο Χρηματιστήριο και θεωρήσαμε ότι αντιστοιχούν στο 100% του τραπεζικού συστήματος της χώρας. Όσον αφορά την Πορτογαλία, πήραμε τις μετοχές των 5 μεγαλύτερων τραπεζών.

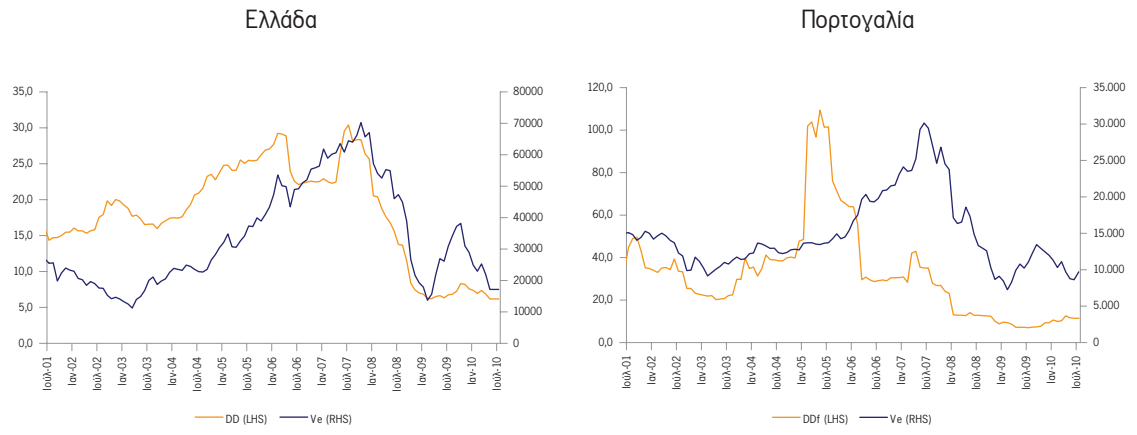
Για να υπολογίσουμε τη μεταβλητότητα σ_E, πήραμε αρχικά τις πρώτες λογαριθμικές διαφορές σε έναν τραπεζικό δείκτη, ή όπου αυτός δεν υπήρχε (Πορτογαλία), τον κατασκευάσαμε με βάση την κεφαλαιοποίηση και την τιμή των μετοχών. Κατόπιν πήραμε την τυπική διακύμανση (standard deviation) των πρώτων διαφορών αυτών πολλαπλασιασμένη με την τετραγωνική ρίζα της περιόδου που χρησιμοποιούσαμε (12 για μηνιαία στοιχεία και 260 για ημερήσια).

Για τη λογιστική αξία των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων X, χρησιμοποιήσαμε κατευθείαν τα στοιχεία από την ΕΚΤ για την Ελλάδα, αλλά για την περίπτωση της Πορτογαλίας αυτό δεν ήταν εφικτό, καθώς η ΕΚΤ δημοσιοποιεί στοιχεία μόνο για το 100% του τραπεζικού συστήματος και όχι για κάθε τράπεζα ξεχωριστά. Έτσι έπρεπε να βρούμε το ποσοστό του τραπεζικού συστήματος στο οποίο αντιστοιχούν οι πέντε μεγαλύτερες τράπεζες, το οποίο επίσης υπολογίζει η ΕΚΤ (Concentration Index, CI). Αυτό ήταν 69,1% για την Πορτογαλία. Έτσι επιμερίσαμε το χρέος με βάση το ποσοστό αυτό. Ο τύπος τώρα που χρησιμοποιήσαμε για τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις ήταν: Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις + 0,5 * Μακροχρόνιες Υποχρεώσεις.

3.3 Περιγραφή αποτελεσμάτων

Στα Διαγράμματα 5, 6 και 7 απεικονίζουμε τους δείκτες απόστασης από χρεοκοπία (ΔΑΧ) του ελληνικού και πορτογαλικού τραπεζικού συστήματος μαζί με τους βασικούς προσδιοριστικούς παράγοντες του ΔΑΧ. Ο μέσος όρος του ΔΑΧ για την Πορτογαλία (στην περίοδο Ιούλιος/2001 έως Ιούλιος/2010) είναι 32,4 μονάδες και 17,8 μονάδες για την Ελλάδα. Οι δείκτες αυτοί όμως δεν είναι άμεσα συγκρίσιμοι, καθώς στην περίπτωση της Ελλάδας ο δείκτης αντανακλά την απόσταση από χρεοκοπία ολόκληρου του τραπεζικού συστήματος, ενώ στην περίπτωση της Πορτογαλίας στον δείκτη έχουν συμπεριληφθεί μόνο τα μεγαλύτερα τραπεζικά ιδρύματα, γεγονός που επηρεάζει θετικά το ΔΑΧ της Πορτογαλίας. Ταυτόχρονα, η συμπεριφορά του ΔΑΧ Ελλάδας και Πορτογαλίας είναι αισθητά διαφορετική, καθώς στην περίπτωση της Ελλάδας καταγράφεται μια σταδιακή αλλά συνεχής βελτίωση, η οποία κορυφώνεται στην περίοδο 2006-2007, ενώ αντίθετα στην Πορτογαλία ο δείκτης περνάει απότομα από πολύ υψηλές τιμές την περίοδο 2004-2005, για να επιστρέψει εξίσου απότομα σε πολύ χαμηλές τιμές στις οποίες φαίνεται να παραμένει από τις αρχές του 2007 μέχρι τα μέσα του 2010. Πέρα πάντως από τη διαφορετική συμπεριφορά των 2 δεικτών, ενδεικτικό της πίεσης που υφίστανται αυτή την περίοδο και τα 2 τραπεζικά συστήματα είναι ότι ο ΔΑΧ-Ελλάδας κυμαίνεται στο 6,2 ενώ ο ΔΑΧ-Πορτογαλίας στο 11,4, σημαντικά κάτω από τον μακροχρόνιο μέσο όρο τους, με την Ελλάδα να βρίσκεται σε συγκριτικά δυσμενέστερη θέση.

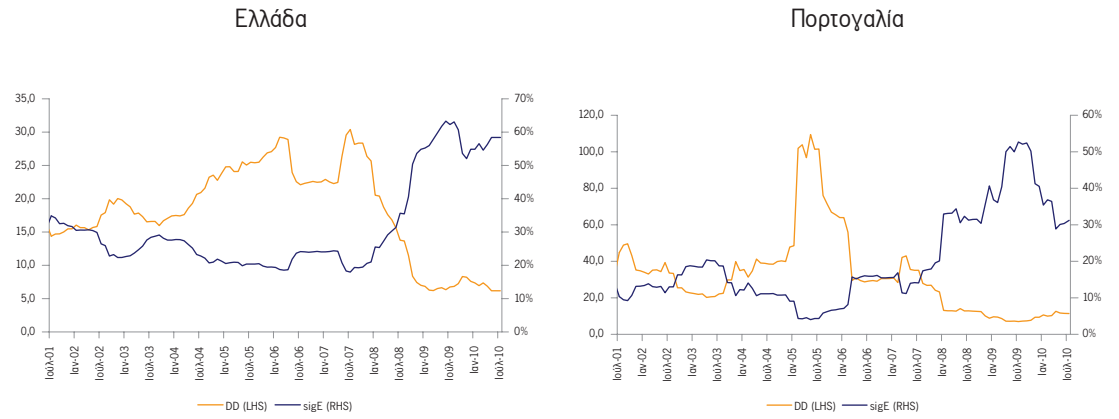
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5 ΔΑΧ και Αξία Ιδίων Κεφαλαίων (V_E)



ΠΗΓΗ: Ecowin & Τράπεζα Πειραιώς

Στο Διάγραμμα 6, παρουσιάζουμε τη συσχέτιση ανάμεσα στο ΔΑΧ και τη μεταβλητότητα των ιδίων κεφαλαίων. Όπως προκύπτει από το συγκεκριμένο Διάγραμμα, η συσχέτιση μεταξύ ΔΑΧ και μεταβλητότητας ιδίων κεφαλαίων είναι έντονα αρνητική. Η αρνητική αυτή συσχέτιση έγκειται στο ότι εφόσον σύμφωνα με το υπόδειγμα Merton (1974) που έχουμε χρησιμοποιήσει, η αύξηση της μεταβλητότητας των ιδίων κεφαλαίων συνεπάγεται αύξηση της μεταβλητότητας της αξίας ολόκληρου του ενεργητικού, γεγονός το οποίο μεταφράζεται σε αύξηση της πιθανότητας η αξία του ενεργητικού να υποχωρήσει χαμηλότερα από το ύψος των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων της τράπεζας. Συνεπώς, υψηλότερη μεταβλητότητα ισοδυναμεί με εντονότερη πτώση του ΔΑΧ.

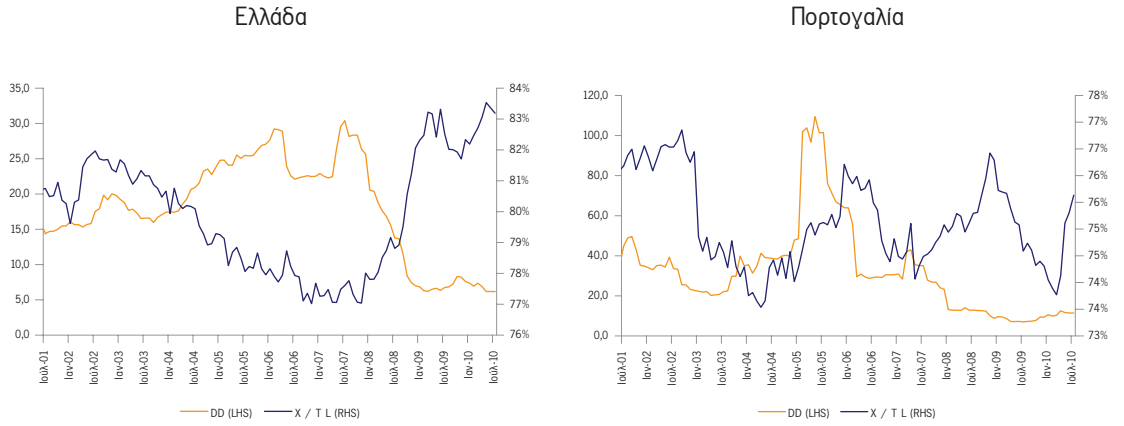
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6 ΔΑΧ και Μεταβλητότητα Ιδίων Κεφαλαίων (σ_E)



ΠΗΓΗ: Ecowin & Τράπεζα Πειραιώς

Τέλος στο Διάγραμμα 7, αποτυπώνουμε τη σχέση μεταξύ ΔΑΧ και λόγου ληξιπρόθεσμων προς συνολικών υποχρεώσεων. Και εδώ η συσχέτιση είναι αρνητική, καθώς όσο υψηλότερο είναι το επίπεδο ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων σε σχέση με το συνολικό παθητικό τόσο μικρότερη είναι και η απόσταση από χρεοκοπία. Αξίζει εδώ να αναφέρουμε ότι τόσο στην Ελλάδα όσο και στην Πορτογαλία ο λόγος αυτός βαίνει αυξανόμενος (κάτι που υποδηλώνει στροφή σε βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7 ΔΑΧ και Λόγος Ληξ. Υποχρεώσεων προς Συνολικό Παθητικό



ΠΗΓΗ: Ecowin & Τράπεζα Πειραιώς

4. Σχέση μεταξύ μακροοικονομικών εξελίξεων και ποιότητας δανειακού χαρτοφυλακίου

Στην τελευταία, αλλά όχι λιγότερο σημαντική ενότητα της μελέτης μας, διερευνούμε τη σχέση ανάμεσα στις μακροοικονομικές εξελίξεις και στην ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου των ελληνικών τραπεζών. Η ανάλυσή μας αυτή ακολουθεί το παράδειγμα μιας σειράς άλλων μελετών [βλ. Boss et al. (2004), Frøyland και Larsen (2002), Kearns (2004), Pesola (2005) και Virolainen (2004)], οι οποίες εξετάζουν με μια σειρά μεθοδολογικών προσεγγίσεων τη σχέση ανάμεσα στις χρεοκοπίες επιχειρήσεων και νοικοκυριών και τις μεταβολές του οικονομικού κύκλου. Χρησιμοποιώντας τις μελέτες αυτές ως σημείο αναφοράς και προσαρμόζοντας την προσέγγισή μας ανάλογα με τις ιδιομορφίες και περιορισμούς που θέτουν τα ελληνικά στατιστικά στοιχεία, αναπτύσσουμε ένα οικονομετρικό υπόδειγμα το οποίο συνδέει τον σχηματισμό νέων μη-εξυπηρετούμενων δανείων με τις μεταβολές στην απασχόληση του εργατικού δυναμικού και τη μεταβολή στο επίπεδο της ιδιωτικής οικονομικής δραστηριότητας. Έχοντας εκτιμήσει το οικονομετρικό μοντέλο εξετάζουμε την επίδραση μη-αναμενόμενων διαταράξεων (τις οποίες ορίζουμε ως μεταβολές στα κατάλοιπα των οικονομετρικών εξισώσεών μας) στις δύο αυτές μακροοικονομικές μεταβλητές πάνω στη ροή των νέων μη-εξυπηρετούμενων δανείων σε βάθος χρόνου.

4.1 Υπολογισμός στοιχείων νέων μη-εξυπηρετούμενων δανείων, απασχόλησης και ιδιωτικής οικονομικής δραστηριότητας

Ως ένδειξη για τη μεταβολή της οικονομικής δραστηριότητας χρησιμοποιούμε τον Δείκτη Ιδιωτικής Δραστηριότητας ($\mathrm{Pr}iv_act_t$) που αναλύσαμε στο τμήμα 2.1 της παρούσας μελέτης. Αντίστοιχα, για τη μεταβολή της απασχόλησης ($empl_gr_t$) αντλήσαμε στοιχεία από την έρευνα εργατικού δυναμικού της ΕΛ.ΣΤΑΤ. Τέλος, τα στοιχεία αναφορικά με τον λόγο συνολικών δανείων σε καθυστέρηση προς τη συνολική αξία των πιστοδοτήσεων μας δόθηκαν από την Τράπεζα της Ελλάδος. Τα στοιχεία είναι διαθέσιμα σε ετήσια βάση για την περίοδο 2001-2004 και τριμηνιαία από το 2005 έως το β΄ τρίμηνο του 2010. Στα ετήσια στοιχεία έγινε αναγωγή σε τριμηνιαία, όχι όμως με τη μέθοδο της γραμμικής προβολής (linear interpolation). Αντίθετα, χρησιμοποιήσαμε τη μεθοδολογία του Friedman (1962), σύμφωνα με την οποία η αναγωγή γίνεται με τη βοήθεια μιας βοηθητικής μεταβλητής η οποία είναι διαθέσιμη τόσο σε τριμηνιαία όσο και σε ετήσια συχνότητα και η οποία παρουσιάζει υψηλό βαθμό συσχέτισης με την αρχική μας μεταβλητή. Στην περίπτωσή μας η αναγωγή της αξίας των πιστοδοτήσεων (γνωστή μόνο σε ετήσια συχνότητα) σε τριμηνιαία βάση έγινε με τη βοήθεια του συνολικού ύψους δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα (μεταβλητή που είναι διαθέσιμη τόσο σε ετήσια όσο και σε τριμηνιαία συχνότητα). Αντίστοιχα, τα ετήσια στοιχεία αναφορικά με την αξία των δανείων σε καθυστέρηση μετατράπηκαν σε τριμηνιαία με τη βοήθεια του κινητού αθροίσματος τεσσάρων τριμήνων της αξίας των ακάλυπτων επιταγών (στοιχεία διαθέσιμα από την Τειρεσίας ΑΕ).

Ο τελικός σκοπός μας είναι να εκτιμήσουμε τη ροή, δηλαδή τον σχηματισμό νέων μη-εξυπηρετούμενων δανείων, που σχηματίζονται κάθε τρίμηνο στα τραπεζικά χαρτοφυλάκια. Για τον σκοπό αυτό ορίζουμε τις ακόλουθες μεταβλητές:

$$LNew_t = npl_t - npl_{(t-1)} + W_t$$
$$\Delta npl_{(t)} = npl_{(t)} - npl_{(t-1)}$$

Όπου: npl_t: σωρευτική αξία των δανείων σε καθυστέρηση τη χρονική περίοδο t

W_t: αξία των διαγραφών τη χρονική περίοδο t

$LNew_t$: νέα ροή δανείων σε καθυστέρηση

$\Delta npl_{(t)}$: η πρώτη διαφορά της npl

Ωστόσο, οι μεταβλητές npl_t και W_t επηρεάζονται σε σημαντικό βαθμό από εποχικές διακυμάνσεις. Συνεπώς, εφαρμόζεται η μέθοδος (Census X-12)[3] με σκοπό να απομονωθεί η εποχική συνιστώσα και ο μη συστηματικός όρος (άρρυθμη συνιστώσα) και να λαμβάνουμε τις νέες χρονολογικές σειρές ($npl^{(tc)}$ και $w^{(tc)}$ αντίστοιχα) που συνθέτουν την τάση και τις κυκλικές διακυμάνσεις των αρχικών σειρών.

Συνεπώς, η νέα ροή δανείων σε καθυστέρηση $LNew_t$ τη χρονική περίοδο t προκύπτει ως εξής:

$LNew_t^{(tc)} = \Delta npl_t^{(tc)} + w_t^{(tc)}$, όπου $\Delta npl_t^{tc} = npl_{(t)}^{tc} - npl_{(t-1)}^{tc}$.

Τέλος, η αξία αποτυπώνεται ως ο λόγος $LNew_t^{(tc)}$προς το σύνολο των πιστοδοτήσεων Lt, μεταβλητή στην οποία έχει επίσης γίνει απαλοιφή των εποχικών διακυμάνσεων.

$$LNewRatio_t = \frac{LNew_t^{(tc)}}{L_t^{tc}}$$

4.2 Οικονομετρικό υπόδειγμα

Προκειμένου να μελετήσουμε το μέγεθος και τη διάρκεια επίδρασης που ασκούν μη προσδοκώμενες μεταβολές/διαταράξεις των μακροοικονομικών μεταβλητών στον σχηματισμό νέων μη-εξυπηρετούμενων δανείων, είναι απαραίτητο να εκτιμήσουμε ένα σύστημα εξισώσεων το οποίο να περιγράφει τη δυναμική συμπεριφορά και των τριών μεταβλητών. Με βάση τη στατιστική σημαντικότητα των μεταβλητών το σύστημα στο οποίο καταλήγουμε είναι το εξής:

$$\Pr iv_act_t = f\left(\Pr iv_act_{(t-1)}, \Pr iv_act_{(t-2)}\right)$$

$$empl_gr_t = f\left(empl_gr_{(t-1)}, \Pr iv_act_{(t-2)}\right)$$

$$LNewRatio_t = f\left(empl_gr_t, \Pr iv_act_t\right)$$

Η ερμηνεία του συστήματος αυτού είναι ότι η ιδιωτική οικονομική δραστηριότητα εξαρτάται μόνο από τη δική της δυναμική, ενώ αντίθετα, οι μεταβολές στην απασχόληση εξαρτώνται τόσο από τις πρόσφατες συνθήκες στην αγορά εργασίας όσο και από τα πρόσφατα επίπεδα οικονομικής δραστηριότητας. Τέλος, η ροή των μη-εξυπηρετούμενων δανείων (ως ποσοστό των συνολικών πιστοδοτήσεων) εξαρτάται από τις τρέχουσες συνθήκες στην απασχόληση και την οικονομική δραστηριότητα. Πιο συγκεκριμένα, η τελευταία αυτή εξίσωση λαμβάνει την εξής μορφή:

$LNewRatio = 0.0049 - 0.094 priv_act - 0.061 empl_gr$, $R_{adj}^2 = 0.839$, se = 0.001103

Std. Error (0.013) (0.025)

Τα πρόσημα και των δύο μεταβλητών είναι, όπως αναμενόταν, αρνητικά, καθώς αύξηση τόσο της ιδιωτικής δραστηριότητας όσο και της απασχόλησης συνεπάγεται μείωση των μη-εξυπηρετούμενων δανείων. Τέλος, η αξιοπιστία του υποδείγματός μας είναι σημαντική καθώς ερμηνεύει το 84% της μεταβλητότητας των μη-εξυπηρετούμενων δανείων.

[3] Με τη μέθοδο Census X-12 τα δεδομένα της αρχικής σειράς ελέγχονται για ακραίες τιμές και προσαρμόζονται κατάλληλα με στόχο την εποχική εξομάλυνση. Στη συνέχεια, οι συνιστώσες της τάσης και του κύκλου υπολογίζονται με βάση ένα κεντρικό μέσο. Τα αποτελέσματα του υποδείγματος δίνουν μια νέα χρονολογική σειρά που συνθέτει τις συνιστώσες της τάσης και του κύκλου.

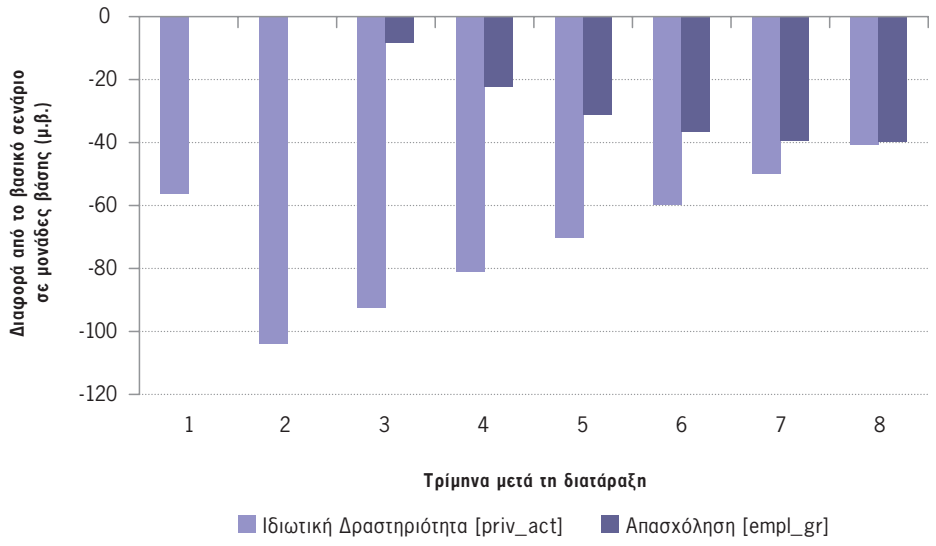
4.3 Μακροοικονομικά σενάρια

Έχοντας εκτιμήσει το οικονομετρικό μοντέλο, το επόμενο στάδιο της έρευνάς μας είναι να εξετάσουμε την επίδραση που ασκούν οι δύο μακροοικονομικές μεταβλητές στα μη-εξυπηρετούμενα δάνεια. Για τον σκοπό αυτό δημιουργούμε τρία εναλλακτικά σενάρια:

Βασικό σενάριο: Στο σενάριο αυτό αφήνουμε το μοντέλο να «τρέξει» χωρίς κανενός είδους διατάραξη για περίοδο 2 ετών (8 τριμήνων), την οποία θεωρούμε αρκετή για την αξιολόγηση της σημασίας και του μεγέθους κάθε μη-αναμενόμενης διατάραξης. Καθώς δεν υπάρχει καμία μη αναμενόμενη μεταβολή στις μεταβλητές, το σενάριο αυτό θα χρησιμοποιηθεί ως μέτρο σύγκρισης των 2 εναλλακτικών σεναρίων.

Σενάριο Α: Πτώση της ιδιωτικής οικονομικής δραστηριότητας. Σύμφωνα με αυτό το σενάριο υποθέτουμε ότι η ιδιωτική οικονομική δραστηριότητα μειώνεται απότομα κατά περίπου 60 μονάδες βάσης (μ.β.) – μείωση η οποία αντιστοιχεί σε πτώση ίση με 2 τυπικές αποκλίσεις της μεταβλητής αυτής. Το αποτέλεσμα αυτής της διατάραξης στην ιδιωτική οικονομική δραστηριότητα αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 8. Με βάση το Διάγραμμα αυτό, η πτώση στην οικονομική δραστηριότητα θα φτάσει στην κορύφωσή της το δεύτερο τρίμηνο μετά την αρχική πτώση και θα συνεχίσει να συρρικνώνεται για τα επόμενα 6 τρίμηνα. Ταυτόχρονα, 2 τρίμηνα μετά την αρχική διατάραξη η πτώση στην ιδιωτική δραστηριότητα θα αρχίσει να επηρεάζει αρνητικά και την απασχόληση.

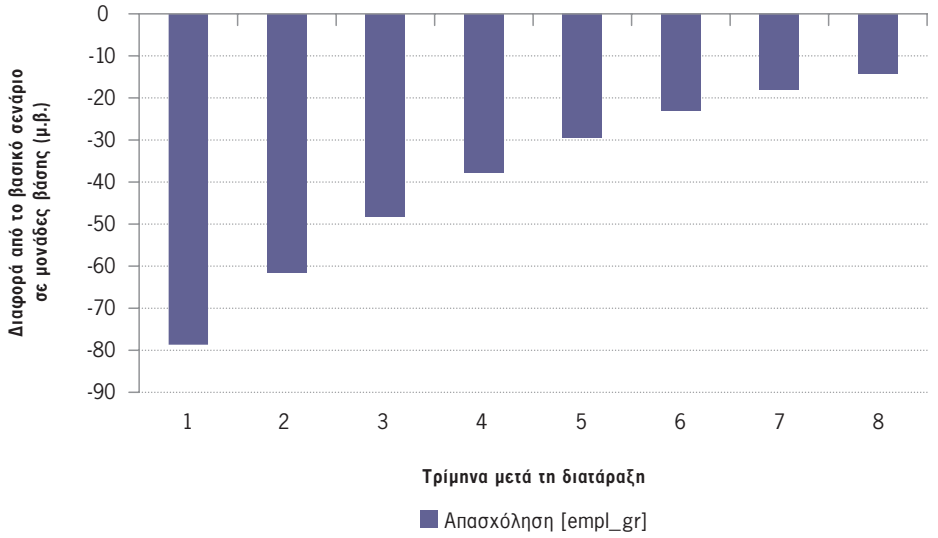
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8 Επίπτωση από τη διατάραξη της Ιδιωτικής Οικονομικής Δραστηριότητας



ΠΗΓΗ: Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΛ.ΣΤΑΤ., Υπολογισμοί Τράπεζας Πειραιώς

Σενάριο Β: Πτώση στην απασχόληση. Στο δεύτερο σενάριο εξετάζουμε τις επιπτώσεις μιας αυτόνομης πτώσης στο επίπεδο της απασχόλησης ίση με 2 τυπικές αποκλίσεις. Σε αυτό το σενάριο (βλ. Διάγραμμα 9) οι επιπτώσεις στην ιδιωτική δραστηριότητα είναι μηδενικές, ενώ οι επιπτώσεις στην ίδια την απασχόληση εξασθενούν πολύ πιο γρήγορα.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9 Επίπτωση από τη διατάραξη της Απασχόλησης

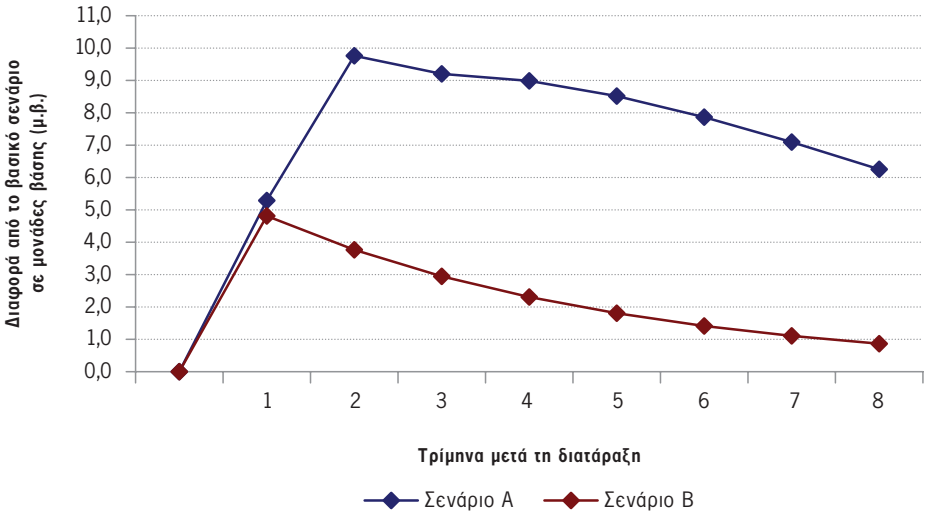


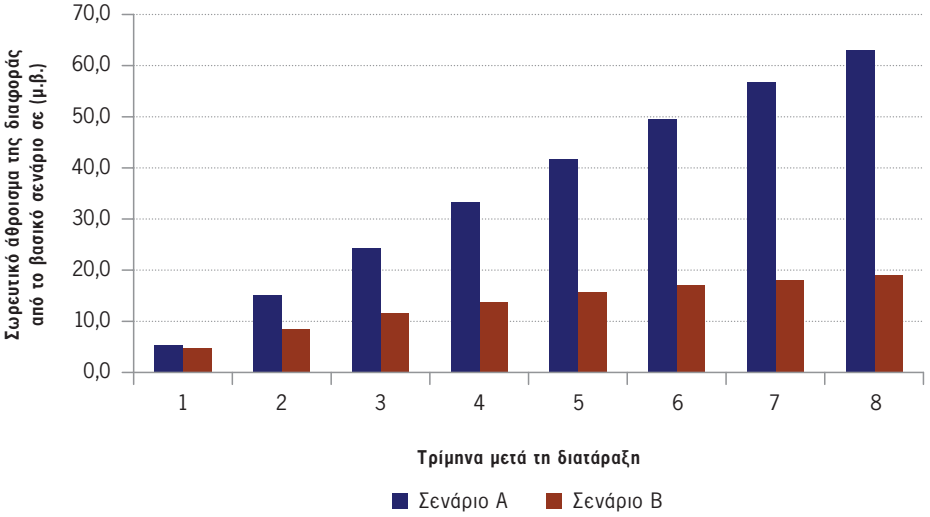
ΠΗΓΗ: Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΛ.ΣΤΑΤ., Υπολογισμοί Τράπεζας Πειραιώς

4.4 Αποτελέσματα

Στα Διαγράμματα 10 και 11 συγκρίνουμε την επίπτωση των σεναρίων Α και Β στα μη-εξυπηρετούμενα νέα δάνεια με το βασικό σενάριο το οποίο, όπως αναφέραμε, δεν περιέχει κανενός είδους διαταραχές. Από το Διάγραμμα 10 προκύπτει ότι μια διατάραξη στην ιδιωτική δραστηριότητα θα αυξήσει τη ροή και των νέων μη-εξυπηρετούμενων δανείων κατά 5 μ.β. την πρώτη περίοδο και 10 μ.β. τη δεύτερη περίοδο, ενώ η επίδραση αυτής της διατάραξης θα εξακολουθεί να είναι ισχυρή καθ' όλη τη διάρκεια των επόμενων 6 τριμήνων. Αντίθετα, μια πτώση της απασχόλησης έχει μεν αντίστοιχο αποτέλεσμα το πρώτο τρίμηνο, η επίδραση όμως της μεταβολής αυτής εξασθενεί πολύ πιο γρήγορα. Κοιτάζοντας τέλος το Διάγραμμα 11 με τις σωρευτικές μεταβολές, βλέπουμε ότι μια μεταβολή στην ιδιωτική οικονομική δραστηριότητα θα αυξήσει συνολικά τα νέα μη-εξυπηρετούμενα δάνεια κατά 63 μ.β. σε βάθος 2 ετών, ενώ αντίστοιχα η πτώση της απασχόλησης κατά 19 μ.β.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ 10-11 Επίπτωση στον λόγο νέων μη-εξυπηρετούμενων δανείων προς το σύνολο από διατάραξη στην Ιδιωτική Οικονομική Δραστηριότητα (Σενάριο Α) και στην Απασχόληση (Σενάριο Β)





ΠΗΓΗ: Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΛ.ΣΤΑΤ., Υπολογισμοί Τράπεζας Πειραιώς

5. Συμπεράσματα

Παρά το γεγονός ότι ένα από τα κορυφαία ζητήματα στην ατζέντα όλων των εποπτικών αρχών και υπερεθνικών συντονιστικών οργανισμών είναι η διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και η ελαχιστοποίηση των συστημικών κινδύνων στον παγκόσμιο τραπεζικό κλάδο, η εμπειρική εξέταση των θεμάτων αυτών αναφορικά με το ελληνικό τραπεζικό σύστημα παραμένει εξαιρετικά περιορισμένη. Με σκοπό να συμπληρώσουμε τα υφιστάμενα κενά αναπτύξαμε στην παρούσα μελέτη μια σειρά εργαλείων και μαθηματικών υποδειγμάτων που μας επιτρέπουν αφενός να καταγράψουμε με ακρίβεια και αφετέρου να παρακολουθήσουμε τη δυναμική εξέλιξη των επιπέδων συστημικού κινδύνου του ελληνικού τραπεζικού κλάδου. Σε πιο περιγραφικό/απεικονιστικό επίπεδο δημιουργήσαμε έναν Χάρτη Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας ο οποίος μας επιτρέπει να συγκρίνουμε τη διαχρονική εξέλιξη των πιο βασικών παραμέτρων του ελληνικού συστημικού κινδύνου. Ταυτόχρονα, αξιοποιώντας το μαθηματικό υπόδειγμα του Merton, εκτιμήσαμε την ιστορική εξέλιξη του Δείκτη Απόστασης Χρεοκοπίας των ελληνικών τραπεζών και αναλύσαμε τις βασικές παραμέτρους οι οποίες τον έχουν οδηγήσει στα πρόσφατα ιστορικά χαμηλά. Τέλος, στα πλαίσια ενός υποδείγματος προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων εξετάσαμε τις επιπτώσεις στην ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου των ελληνικών τραπεζών μη-αναμενόμενων μεταβολών τόσο στην ιδιωτική οικονομική δραστηριότητα όσο και στις συνθήκες στην αγορά εργασίας.

Βιβλιογραφία

BIS, Basel Committee on Banking Supervision, Group of Governors and Heads of Supervision announces higher global minimum capital standards, 12 September 2010.

Black, Fischer and Myron Scholes (1973), "The pricing of options and corporate liabilities", *Journal of Political Economy*, 81, pp. 637-659.

Boss, Michael, Krenn, Gerald, Schwaiger, Markus, Wegschaider, Wolfgang (2004), "Stress testing the Austrian Banking System", *Oesterreichische Nationalbank, Banking Sector and Financial Stability*.

Caruana, J. (2010), "Macroprudential policy: working towards a new consensus", Speech delivered at the high level meeting on: "The Emerging Framework for Financial Regulation and Monetary Policy" jointly organized by the BIS's Financial Stability Institute and the IMF Institute, Washington DC, 23 April 2010.

Crosbie, Peter and Bohn Jeff (2003), Modelling Default Risk, *Moody's KMV*, December 18 2003.

Chan-Lau, J., A. Jobert and J. Kong (2004), "An Option-Based Approach to Bank Vulnerabilities in Emerging Markets," IMF Working Paper, No. 04/33 (Washington: International Monetary Fund).

Chan-Lau, J., and N. R. Sy Amado (2006), "Distance-to-Default in Banking: A Bridge Too Far?", IMF Working Paper, No. 06/215 (Washington: International Monetary Fund).

Chou Heng-Chih (2005), Expected Default Probability, Credit Spreads and Distance-from-default, *The Journal of American Academy of Business*, Cambridge, Vol. 7, Num. 1, September 2005.

de Larosière, Jacques, et al. (2009), Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Brussels, 25 February 2009.

Fell, J., and Schinasi, G. (2005), "Assessing Financial Stability: Exploring the Boundaries of Analysis", *National Institute Economic Review*, 192, April 2005.

Friedman M. (1962), "The interpolation of time series by related series", *National Bureau of Economic Research*.

Frøyland, Espen, Larsen, Kai (2002), "How vulnerable are financial institutions to macroeconomic changes? An analysis based on stress testing", *Norges Bank, Financial Stability*, May 2002.

Gedanecz B., and Kaushik, J. (2009), "Measures of financial stability – a review", *IFC Bulletin*, 3, July 2009.

Goodhart, C. (2010), "The Role of Macro-Prudential Supervision" Presented at the Federal Reserve Bank of Atlanta 2010 Financial Markets Conference: Up from the Ashes: The Financial System after the Crisis, Atlanta, Georgia, May 12, 2010.

Greek Economic Review (2010), Δείκτης Χρηματοπιστωτικής Πίεσης, Μονάδα Οικονομικής Ανάλυσης και Αγορών, Τράπεζα Πειραιώς, Ιανουάριος 2010.

Gropp, R. E., J. Vesala, and G. Vulpes (2006), "Equity and Bond Market Signals as Leading Indicators of Bank Fragility," *Journal of Money, Credit and Banking*, 38, 2006, pp. 399-428.

Hanschel, E. and Monnin, P. (2005), "Measuring and forecasting stress in the banking sector: evidence from Switzerland", BIS Papers, 22, April 2005.

Hoggarth, G. and Sapporta, V. (2001), "Costs of banking system instability, some empirical evidence", *Bank of England Financial Stability Review*, 10, London.

IMF (2009), *Global Financial Stability Report*, 2009-01, Chapter 3: Detecting Systemic Risk, April 2009.

Kearns, Allen (2004), "Loan Losses and the Macroeconomy; A Framework for Stress Testing Credit Institutions' Financial Well Being", *Central Bank of Ireland, Financial Stability Report*, 2004.

Krainer, J. and J. A. Lopez (2001), "Incorporating Equity Market Information into Supervisory Monitoring Models," FRBSF Working Paper 2001-14 (San Francisco: Federal Reserve Bank).

Lindgren, C-J., Garcia, G. and Saal, M. (1996), "Bank soundness and macroeconomic policy", IMF Occasional Papers 135, Washington DC.

Merton, Robert C. (1974), On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates, *Journal of Finance* 29, pp. 449-470.

Minsky, H. P. (1977), "A Theory of Systemic Fragility", in E. I. Altman and A. W. Sametz (eds), Financial Crises, Wiley, New York.

Minsky, H. P. (1982), Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance (Armonk, NY: M. E. Sharpe, Inc.).

Minsky, H. P. (1986), "Stabilizing an Unstable Economy", Yale University Press, New Haven.

Pesola, Jarmo (2005), "Banking fragility and distress: An econometric study of macroeconomic determinants", Bank of Finland Research Discussion Papers 13, 2005.

Turner, A. Chairman (2009), The Turner Review, A regulatory response to the global banking crisis, FSA, March 2009.

Vassalou, Maria and Xing, Yuhang (2004), "Default Risk in Equity Returns", *The Journal Of Finance*, Vol. Lix, No. 2, April 2004.

Virolainen, Kimmo (2004), "Macro stress testing with a macroeconomic credit risk model for Finland", Bank of Finland Discussion Papers 18, 2004.

Yellen, J. L. (2009), "Linkages between Monetary and Regulatory Policy: Lessons from the Crisis", *FRBSF Economic Letter* 36, November 23, 2009.

Συνοπτικά Βιογραφικά Συγγραφέων

Αλεξάκης Παναγιώτης: Καθηγητής Οικονομικής των Επιχειρήσεων και Αγορών στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών. Έλαβε το πτυχίο του από το Τμήμα Οικονομικών Επιστημών (1975) του Πανεπιστημίου Αθηνών και συνέχισε τις σπουδές του στο Πανεπιστήμιο Stirling Μεγάλης Βρετανίας και Queen's, Οντάριο Καναδά. Είναι κάτοχος PhD (1981) από το Πανεπιστήμιο Stirling. Υπήρξε υπότροφος του Κοινωφελούς Ιδρύματος Αλέξανδρος Σ. Ωνάσης. Διετέλεσε Πρόεδρος του Χρηματιστηρίου Αθηνών (2000-2004). Το ερευνητικό του έργο έχει αναγνωριστεί διεθνώς.

Αναστασάτος Αναστάσιος: Senior Economist του ομίλου της Eurobank EFG. Είναι κάτοχος Διδακτορικού και Μεταπτυχιακού από το Πανεπιστήμιο του Warwick και πτυχίου από το Τμήμα ΔΕΟΣ του ΟΠΑ. Έχει διατελέσει Λέκτορας στο Πανεπιστήμιο του Loughborough και Οικονομολόγος της Τράπεζας της Ελλάδος. Το ερευνητικό του έργο εστιάζεται στους τομείς των διεθνών μακροοικονομικών και χρηματοοικονομικών.

Αντζουλάτος Άγγελος: Καθηγητής Τραπεζικής στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Διετέλεσε Πρόεδρος, καθώς και διευθυντής των Μεταπτυχιακών σπουδών στο ίδιο τμήμα. Σπούδασε στο ΕΜΠ (Σχολή Μηχανολόγων Μηχανικών) και στο Stern School of Business, New York University (MBA, PhD). Έχει εργαστεί στο ερευνητικό τμήμα της Federal Reserve Bank of New York και στο ΙΟΒΕ. Έχει, επίσης, διδάξει στο Stern. Τα τρέχοντα ερευνητικά ενδιαφέροντά του εστιάζονται σε τραπεζική και χρηματοοικονομικές κρίσεις. Το έργο του έχει δημοσιευθεί σε έγκριτα διεθνή ακαδημαϊκά περιοδικά, όπως Journal of Money, Credit and Banking, Journal of International Money and Finance κ.ά.

Απέργης Νικόλαος: Καθηγητής και Πρόεδρος στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Επικεφαλής των μεταπτυχιακών προγραμμάτων σπουδών. Ειδικεύεται στην Εφαρμοσμένη Μακροοικονομική και Πολιτική. Έχει Διδακτορικό από το Fordham University. Πολυγραφότατος, έχει πάνω από 130 διεθνείς δημοσιεύσεις σε επιστημονικά περιοδικά κύρους, όπως Journal of Banking and Finance, Public Choice κ.ά. Είναι μέλος σε διεθνείς οικονομικές ενώσεις, μέλος του Executive Committee, Atlantic Economic Association και Εκδότης του International Journal of Economic Research.

Ασημέλης Ιωάννης: Προϊστάμενος Διεύθυνσης Capital Management και Τραπεζικής Εποπτείας της Alpha Bank. Απόφοιτος Τμήματος Στατιστικής και Ασφαλιστικής Επιστήμης του Πανεπιστημίου Πειραιώς με μεταπτυχιακές σπουδές στα Χρηματοοικονομικά στο University of Manchester. Κάτοχος πρώτου επιπέδου του επαγγελματικού πιστοποιητικού Chartered Financial Analyst και κάτοχος της άδειας του Ειδικού Διαπραγματευτή της Αγοράς Παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Βασίλα Άννα: Διδάκτορας του Τμήματος Οικονομικών Επιστημών του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών και Επιστημονικός Συνεργάτης της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών. Οι εργασίες της έχουν δημοσιευτεί σε επιστημονικά περιοδικά της Ελλάδας και του εξωτερικού.

Βέττας Νικόλαος: Καθηγητής στο Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών και Πρόεδρος του Τμήματος Οικονομικής Επιστήμης (2007-11). Μέλος του Economic Advisory Group for Competition Policy της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Research Fellow στο CEPR και Associate Editor των Journal of Industrial Economics, International Journal of Industrial Organization και Journal of the European Economic Association. Έχει εργαστεί στα Duke University και INSEAD και έχει υπάρξει μέλος της Ελληνικής Επιτροπής Ανταγωνισμού και της Εκτελεστικής Επιτροπής του European Association for Research in Industrial Economics. Έχει δημοσιεύσει άρθρα του σε διεθνή περιοδικά κύρους, όπως στα Review of Economic Studies, International Economic Review κ.ά.

Βολιώτης Δημήτριος: Λέκτορας στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Έχει διδακτορικό από το Εθνικό και Καποδιστριακό Πανεπιστήμιο Αθηνών. Στο παρελθόν έχει εργαστεί στη Μονάδα Οικονομικής Έρευνας και Ανάλυσης του Υπουργείου Οικονομικών. Τα ερευνητικά του ενδιαφέροντα στρέφονται γύρω από την οικονομική θεωρία και τη θεωρία παιγνίων, με δημοσιεύσεις σε ακαδημαϊκά περιοδικά κύρους, όπως Economic Theory, International Game Theory Review κ.ά.

Γκόρτσος Χρήστος: Αναπληρωτής Καθηγητής Διεθνούς Οικονομικού Δικαίου στο Πάντειο Πανεπιστήμιο Αθηνών, καθώς και επισκέπτης Καθηγητής στο Europa-Institut του Πανεπιστημίου του Saarland. Από τον Ιούλιο του 2000 είναι ο Γενικός Γραμματέας της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών. Σπούδασε νομικά, οικονομικά και χρηματοοικονομική στα Πανεπιστήμια Αθηνών και Ζυρίχης, στο Wharton Business School του Πανεπιστημίου της Πενσυλβάνια και στο Ανώτατο Ινστιτούτο Διεθνών Σπουδών του Πανεπιστημίου της Γενεύης, του οποίου είναι και διδάκτωρ. Διδάσκει και συγγράφει στα πεδία του διεθνούς και ευρωπαϊκού νομισματικού και χρηματοπιστωτικού δικαίου, καθώς και της οικονομικής ανάλυσης του δικαίου.

Ζαγορήσιος Νικόλαος: Διευθυντής Διεύθυνσης Θεμάτων Capital Management & Τραπεζικής Εποπτείας στην Alpha Bank. Κάτοχος πτυχίων Χημείας, Πανεπιστήμιο Αθηνών, MBA, Πανεπιστήμιο Warwick, και των επαγγελματικών πιστοποιητικών Securities Institute Diploma, Financial Derivatives Representative και CFA. Έχει εργασθεί στη NatWest Markets στο Λονδίνο στους τομείς διαχειρίσεως κινδύνων αγοράς και πιστωτικού κινδύνου.

Θεοφιλάκου Νάνσυ: Προϊσταμένη Τμήματος στη Δ/νση Μακροοικονομικής Ανάλυσης & Προβλέψεων του Υπουργείου Οικονομικών. Υποψήφια διδάκτορας του Οικονομικού Τμήματος του Πανεπιστημίου Αθηνών. Κάτοχος δύο Μεταπτυχιακών στα Οικονομικά (ΟΠΑ & ΕΚΠΑ) και στη Δημόσια Διοίκηση. Έχει εργαστεί στη Μονάδα Οικονομικής Έρευνας & Ανάλυσης του Συμβουλίου Οικονομικών Εμπειρογνωμόνων (ΥΠ.ΟΙΚ.).

Θωμαδάκης Σταύρος: Καθηγητής Χρηματοοικονομικής Επιστήμης στο Πανεπιστήμιο Αθηνών. Απόφοιτος του Yale (BA στα Οικονομικά) και MIT Sloan School (PhD στα Χρηματοοικονομικά). Έχει διατελέσει Πρόεδρος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (1996-2004), Πρόεδρος της IOSCO (2000-2004), Πρόεδρος του Επιστημονικού Συμβουλίου της ΕΕΤ, Πρόεδρος του ΔΣ του ΚΕΠΕ, ενώ δραστηριοποιήθηκε σε πολλές ευρωπαϊκές επιτροπές. Συγγραφέας επιστημονικών άρθρων σε διεθνή ακαδημαϊκά περιοδικά κύρους, όπως το Quarterly Journal of Economics, Review of Economics and Statistics, Bell Journal of Economics, κ.ά.

Θωμάκος Δημήτριος: Καθηγητής Εφαρμοσμένης Οικονομετρίας στο Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου. Διδακτορικές σπουδές στο Πανεπιστήμιο Columbia της Νέας Υόρκης των ΗΠΑ. Επίκουρος καθηγητής στο Πολιτειακό Πανεπιστήμιο της Φλώριδας, ΗΠΑ. Μέλος του Editorial Board Modern Applied Statistical Methods, με εκτενές συγγραφικό έργο σε διεθνή επιστημονικά περιοδικά κύρους, όπως Review of Economics and Statistics, Journal of International Money and Finance κ.ά. Διετέλεσε σύμβουλος στη Merrill Lynch.

Θωμόπουλος Άνθιμος: Εκτελεστικό Μέλος του ΔΣ και Αναπληρωτής Διευθύνων Σύμβουλος της Εθνικής Τράπεζας & μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής. Είναι διπλωματούχος Ηλεκτρολόγος Μηχανολόγος και κάτοχος μεταπτυχιακού στη Χρηματοοικονομική και στην Επιστήμη των Υπολογιστών. Έχει διατελέσει Γενικός Διευθυντής Οικονομικών (CFO), Λειτουργικής Στήριξης (COO) και Λιανικής Τραπεζικής (Head of Retail Banking) της ΕΕΤ. Είναι ορκωτός λογιστής και ελεγκτής (ICAEW) και πιστοποιημένος Χρηματοοικονομικός Αναλυτής (CFA Charterholder).

Κουρογένης Νικόλαος: Επίκουρος Καθηγητής στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Έχει πτυχίο Μαθηματικών από το ΕΚΠΑ και Διδακτορικό από το ΕΜΠ. Τα ερευνητικά του ενδιαφέροντα εστιάζονται στις Ποσοτικές Μεθόδους στη Χρηματοοικονομική, και στην Οικονομετρία. Έχει δημοσιεύσει εργασίες σε διεθνή οικονομετρικά περιοδικά κύρους, όπως Econometric Reviews, Journal of Time Series Analysis, κ.ά.

Κουτελιδάκης Γιάννης: Οικονομολόγος της Μονάδας Οικονομικής Ανάλυσης και Αγορών της Τράπεζας Πειραιώς με αντικείμενο την ανάλυση των οικονομιών της ευρωζώνης και των BRICs. Κατέχει πτυχίο M.Eng. από το Πανεπιστήμιο της Οξφόρδης και είναι πιστοποιημένος αναλυτής από την FSA. Έχει επίσης εργαστεί στην HSBC και στην Crédit Suisse.

Λεκκός Ηλίας: Διευθυντής στη Μονάδα Οικονομικής Ανάλυσης και Αγορών της Τράπεζας Πειραιώς. Μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου του ΙΟΒΕ και του Επιστημονικού Συμβουλίου της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών. Έχει σπουδάσει οικονομικά στο Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών και έχει master από το Πανεπιστήμιο του Warwick και διδακτορικό από το Πανεπιστήμιο του Lancaster. Έχει εργαστεί στην Τράπεζα της Αγγλίας, στην HBOS Treasury Services, στη Standard & Poor's και στην Eurobank-EFG. Επιστημονικές του εργασίες έχουν δημοσιευτεί σε διεθνή ακαδημαϊκά περιοδικά κύρους, όπως Journal of Banking and Finance, Journal of Fixed Income κ.ά.

Λιβαδά Χριστίνα: Λέκτορας του Τμήματος Νομικής του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών. Είναι Ειδική Νομική Σύμβουλος της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών και δικηγόρος Αθηνών. Το συγγραφικό της έργο αφορά κυρίως θέματα τραπεζικού δικαίου και δικαίου της κεφαλαιαγοράς, καθώς και ζητήματα εταιρικού δικαίου.

Λιούκας Σπύρος: Καθηγητής στο Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Τμήμα Διοικητικής Επιστήμης & Τεχνολογίας. Διδάσκει στα μεταπτυχιακά International MBA, Athens MBA, Ανθρωπίνων Πόρων και διευθύνει το νέο μεταπτυχιακό στη Δημόσια Πολιτική & Διοίκηση. Έχει διατελέσει πρόεδρος των Τμημάτων ΔΕΤ και Μάρκετινγκ. Είναι απόφοιτος του ΕΜΠ, έχει PhD από το London Business School, ενώ διετέλεσε μέλος του διδακτικού προσωπικού του LBS. Διετέλεσε Πρέσβης της Ελλάδας στον ΟΟΣΑ από το 1996 έως το 2001. Έχει δημοσιεύσει σε ακαδημαϊκά περιοδικά κύρους, όπως Management Science, European Economic Review κ.ά.

Λοΐζος Κωνσταντίνος: Σπούδασε Κοινωνιολογία και Δημόσια Διοίκηση και έλαβε διπλώματα MSc in Financial Economics (London), MPhil in Economics και DPhil in Economics (Athens). Ως ερευνητής έχει συνεργαστεί με την Τράπεζα της Ελλάδος. Στα επιστημονικά του ενδιαφέροντα περιλαμβάνονται η λειτουργία και η ρύθμιση των χρηματοπιστωτικών θεσμών από θεωρητική και ιστορική σκοπιά.

Μαλλιαρόπουλος Δημήτριος: Καθηγητής Χρηματοοικονομικής στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς και σύμβουλος οικονομικών μελετών της Eurobank. Σπούδασε κοινωνιολογία και οικονομικές επιστήμες στο Freie Universitaet Berlin, όπου και πήρε το διδακτορικό του σε θέματα διεθνούς χρηματοοικονομικής. Έχει εργαστεί στην Deutsche Bundesbank, την Invesco, την Εθνική Τράπεζα, ενώ δίδαξε στα Πανεπιστήμια Brunel, London Metropolitan University και Freie Universitaet Berlin. Δημοσίευσε σε διεθνή ακαδημαϊκά περιοδικά κύρους, όπως το Journal of Business, Journal of Banking and Finance κ.ά.

Μαρούλης Δημήτριος: Διευθυντής Οικονομικής Αναλύσεως στην Alpha Bank. Σπούδασε οικονομικά στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς (BA 1972) και συνέχισε τις σπουδές του στο London School of Economics (MSc 1978) και στο University of Essex (PhD 1985). Στην περίοδο 1975-1992 εργάσθηκε στο ΚΕΠΕ ως ερευνητής και στην περίοδο 1992-1997 εργάσθηκε στο Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας ως Γραμματεύς του Συμβουλίου Οικονομικών Εμπειρογνωμόνων.

Μασουράκης Μιχάλης: Ανώτερος Διευθυντής Οικονομικών Μελετών στην Alpha Bank. Σπούδασε οικονομικά στο Graduate Center of the City University of New York (PhD, 1983). Εργάσθηκε στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο στην Washington και στο Συμβούλιο Οικονομικών Εμπειρογνωμόνων στην Αθήνα. Διετέλεσε Αναπληρωματικό Μέλος στη Νομισματική Επιτροπή της Ευρωπαϊκής Ένωσης (1988-1996) και Μέλος του ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (2000-2004).

Μιχαλόπουλος Γεώργιος: Διευθυντής της Διεύθυνσης Χρηματοοικονομικού Σχεδιασμού και Διαχειρίσεως της Alpha Bank. Πτυχιούχος της Μαθηματικής Σχολής Αθηνών, κάτοχος MBA από το City University Business School του Λονδίνου. Μέλος των Διοικητικών Συμβουλίων της Alpha Finance και της Alpha Bank Romania και εκπρόσωπος της Alpha Bank στις επιτροπές Treasurers, Εποπτείας Τραπεζών και Διαχειρίσεως Κινδύνων της Τραπέζης της Ελλάδος.

Μονοκρούσος Πλάτων: Βοηθός Γενικός Διευθυντής και επικεφαλής της Διεύθυνσης Τρέχουσας Οικονομικής Ανάλυσης της Eurobank EFG. Είναι Διδάκτωρ του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών και κατέχει δύο μεταπτυχιακούς τίτλους σπουδών σε οικονομική θεωρία (MA Economics) και διοίκηση επιχειρήσεων (MBA) από τα πανεπιστήμια της Μασαχουσέτης των ΗΠΑ, Clark University και Boston College, αντίστοιχα. Επίσης κατέχει πτυχίο Μαθηματικού από το Πανεπιστήμιο Κρήτης.

Μόσχος Δημήτρης: Καθηγητής στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών και Οικονομικός Σύμβουλος στην Εμπορική Τράπεζα. Κάτοχος διδακτορικού τίτλου στα Οικονομικά του Πανεπιστημίου Essex. Το ευρύ ερευνητικό του έργο επικεντρώνεται στον χώρο της εφαρμοσμένης οικονομετρίας και καλύπτει θέματα μακροοικονομικής, νομισματικής πολιτικής, αγορών χρήματος και κεφαλαίου, καθώς και θέματα της ελληνικής οικονομίας. Έχει δημοσιεύσει σε επιστημονικά περιοδικά κύρους, όπως Journal of Money, Credit and Banking, Journal of Development Economics κ.ά.

Νικολακόπουλος Καλλίνικος: Οικονομολόγος - Αναλυτής Πληροφοριακών Συστημάτων του Υπουργείου Οικονομικών. Κάτοχος πτυχίου οικονομικών επιστημών του Πανεπιστημίου Μακεδονίας και μεταπτυχιακού ανάλυσης πληροφοριακών συστημάτων στο ΕΛ.ΚΕ.ΠΑ. Τα ερευνητικά του ενδιαφέροντα επικεντρώνονται σε θέματα δημόσιας οικονομικής ανάλυσης, μάρκετινγκ, χρηματοοικονομικής διοίκησης και εφαρμογών πληροφορικής.

Πανοπούλου Αικατερίνη: Επίκουρη Καθηγήτρια στο Τμήμα Στατιστικής και Ασφαλιστικής Επιστήμης του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Ολοκλήρωσε τη διδακτορική της διατριβή στο Τμήμα Τραπεζικής και Χρηματοοικονομικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Άρθρα της έχουν δημοσιευθεί σε διεθνή ακαδημαϊκά περιοδικά, όπως Econometrics Journal, Journal of International Money and Finance κ.ά.

Πάντσιος Αρχοντής: Καθηγητής Οικονομίας και Κοσμήτορας Ακαδημαϊκών Υποθέσεων στο Αμερικανικό Κολέγιο Θεσσαλονίκης (ACT). Κάτοχος διπλώματος στα οικονομικά και μαθηματικά από το Bates College, καθώς και Μεταπτυχιακού και Διδακτορικού στα οικονομικά από το Binghamton University, State University of New York. Έχει διδάξει σε πανεπιστήμια των Ηνωμένων Πολιτειών καθώς και στο ΑΠΘ. Έχει δημοσιεύσει για θέματα που αφορούν στα οικονομικά των συγκρούσεων, με εφαρμογές στην απεργιακή δραστηριότητα και στις διεθνείς σχέσεις.

Πιττής Νικήτας: Καθηγητής στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς. PhD Τμήμα Οικονομικών, Birkbeck College, University of London. Έχει διατελέσει Πρόεδρος του ίδιου Τμήματος, Επιστημονικός Εταίρος του National Institute of Economic and Social Research της Μεγάλης Βρετανίας, Επιστημονικός Υπεύθυνος του Τμήματος Μακροοικονομικής Ανάλυσης και Προβλέψεων του Ερευνητικού Τμήματος της UBS στη Ζυρίχη και Καθηγητής Οικονομετρίας στο Πανεπιστήμιο Κύπρου. Το ευρύ επιστημονικό έργο του είναι αναγνωρισμένο διεθνώς και εστιάζεται στις περιοχές της Διεθνούς Χρηματοοικονομικής, Θεωρητικής και Εφαρμοσμένης Οικονομετρίας, με δημοσιεύσεις σε ακαδημαϊκά περιοδικά κύρους, όπως Econometric Theory, Journal of Financial Econometrics κ.ά.

Σιμιντζή Έλενα: Σπούδασε Οικονομικά στο University of Warwick (MSc) και Χρηματοοικονομική και Τραπεζική Διοικητική στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς (BSc). Σήμερα εκπονεί το διδακτορικό της στα Χρηματοοικονομικά στο London Business School. Στα ενδιαφέροντά της περιλαμβάνονται η Χρηματοοικονομική Διοικητική, Βιομηχανική Οργάνωση, και Private Equity. Στο παρελθόν εργάστηκε στη Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων της Eurobank EFG.

Σκιαδόπουλος Γεώργιος: Αναπληρωτής Καθηγητής στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς, Associate Research Fellow στο Πανεπιστήμιο του Warwick και Honorary Senior Visiting Fellow στο City University. Έχει διδακτορικό από το University of Warwick, και MSc από το London School of Economics. Είναι Μέλος του Academic Advisory Council στο Professional Risk Managers International Association (PRMIA) και του Editorial Board στο Journal of Business Finance and Accounting. Έχει δημοσιεύσει σε επιστημονικά περιοδικά κύρους, όπως το Management Science, Journal of Banking and Finance κ.ά.

Στάγγελ Ειρήνη: Οικονομολόγος στη Μονάδα Οικονομικής Ανάλυσης της Τράπεζας Πειραιώς, με κύρια αρμοδιότητα την ανάλυση των εξελίξεων στην ελληνική οικονομία και την ανάπτυξη οικονομετρικών μοντέλων. Κάτοχος πτυχίου Οικονομικών Επιστημών (ΕΚΠΑ) και Msc Στατιστικής (ΟΠΑ). Επιπλέον, έχει εργαστεί στο ΙΟΒΕ ως ερευνήτρια από το 1999.

Σταϊκούρας Παναγιώτης: Επίκουρος Καθηγητής στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Δικηγόρος Παρ' Αρείω Πάγω. LLM in Banking and Finance Law (University of London). Διδάκτωρ Νομικής από το London School of Economics and Political Science. Τα επιστημονικά του ενδιαφέροντα είναι στον χώρο του οικονομικού δικαίου με έμφαση στο δίκαιο κεφαλαιαγοράς, με δημοσιεύσεις σε επιστημονικά περιοδικά κύρους, όπως Review of Finance, Journal of Corporate Law Studies κ.ά.

Σταματίου Θεόδωρος: Οικονομολόγος στη Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων της Eurobank EFG. Ολοκλήρωσε τη διδακτορική του διατριβή στο Τμήμα Τραπεζικής και Χρηματοοικονομικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Στα ερευνητικά του ενδιαφέροντα περιλαμβάνονται η μικροδομή των αγορών, η χρηματοοικονομική ανάλυση και η τρέχουσα χρηματοοικονομική κρίση.

Στεφανάδης Χριστόδουλος: Αναπληρωτής Καθηγητής στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Κάτοχος διδακτορικού στα οικονομικά από το New York University. Έχει εργασθεί ως επίκουρος καθηγητής στο University of Arizona και ως οικονομολόγος στο Federal Reserve Bank of New York. Οι ερευνητικές του εργασίες εστιάζονται σε Χρηματοοικονομική Επιχειρήσεων, Πολιτική Οικονομία, κ.ά. και έχουν δημοσιευθεί σε διεθνή ακαδημαϊκά περιοδικά κύρους, όπως American Economic Journal, RAND Journal of Economics, Journal of Law and Economics, κ.ά.

Στουρνάρας Γιάννης: Καθηγητής στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών και Γενικός Διευθυντής στο ΙΟΒΕ. Κάτοχος Master και Διδακτορικού (MPhil 1980, DPhil 1982) από το Πανεπιστήμιο της Οξφόρδης. Έχει δημοσιεύσει σε ακαδημαϊκά περιοδικά κύρους, όπως Journal of Development Economics, Oxford Economic Papers κ.ά. Ως Πρόεδρος του Συμβουλίου Οικονομικών Εμπειρογνωμόνων του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών συμμετείχε στις διαπραγματεύσεις για τη συμμετοχή της Ελλάδας στην ΟΝΕ. Από τον Ιούλιο του 2000 μέχρι τον Μάρτιο του 2004 ήταν Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος της Εμπορικής Τράπεζας και Αντιπρόεδρος της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών.

Τζαβαλής Ηλίας: Καθηγητής Χρηματοοικονομικής Οικονομετρίας στο Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών και Διευθυντής μεταπτυχιακών σπουδών στη Χρηματοοικονομική. Υπήρξε καθηγητής στο Πανεπιστήμιο του Λονδίνου (Queen Mary). Απέκτησε το διδακτορικό του από το London Business School. Έχει δημοσιεύσει άρθρα του σε διεθνούς κύρους ακαδημαϊκά περιοδικά, όπως το Econometrica, Journal of Econometrics, Econometric Reviews κ.ά. Είναι associate editor του Journal of Empirical Finance.

Τραυλός Νικόλαος: Πρύτανης και Κάτοχος της Επώνυμης Ακαδημαϊκής Έδρας στη Χρηματοοικονομική «Καίτη Κυριακοπούλου» του ALBA Graduate Business School. Κάτοχος PhD, MPhil, MBA, New York University, Leonard Stern School of Business, Πτυχίο (BSc), Πανεπιστήμιο Αθηνών. Έχει διδάξει στο Boston College, στο City University of New York, στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς και στο Cardiff Business School. Το επιστημονικό έργο του έχει δημοσιευθεί στα πλέον έγκυρα διεθνή επιστημονικά περιοδικά, όπως το Journal of Finance, κατατάσσοντάς τον ανάμεσα στους κορυφαίους χρηματοοικονομολόγους διεθνώς.

Τσιριγωτάκης Ηλίας: Στέλεχος της διεύθυνσης Στρατηγικού Σχεδιασμού & Οικονομικής Ανάλυσης της Εθνικής Τράπεζας. Σπούδασε Οικονομικά στο Πανεπιστήμιο Αθηνών και πραγματοποίησε μεταπτυχιακές σπουδές στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

Τσιριτάκης Εμμανουήλ: Αναπληρωτής Καθηγητής στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς και Πρόεδρος της Επιτροπής Εξετάσεων Πιστοποίησης Επαγγελματικής Επάρκειας για την Παροχή Επενδυτικών Υπηρεσιών. Πραγματοποίησε σπουδές (MA, PhD) στα Οικονομικά με ειδίκευση στη Βιομηχανική Οργάνωση (Industrial Organization) στο Πολιτειακό Πανεπιστήμιο της Βιρτζίνια (Virginia Tech). Διετέλεσε Πρόεδρος του Τμήματος, καθώς και Διευθυντής του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών. Οι επιστημονικές του δημοσιεύσεις εστιάζονται στη Χρηματοοικονομική των Επιχειρήσεων και στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου και έχουν δημοσιευθεί στο Managerial Finance, Journal of Finance and Strategic Decisions κ.ά.

Τσομώκος Δημήτριος: Καθηγητής στο Said Business School του Πανεπιστημίου της Οξφόρδης και Εταίρος στο Management στο Κολέγιο St. Edmund Hall. BA, MA, MPhil και PhD, Yale University. Έχει εργαστεί στην Τράπεζα της Αγγλίας και έχει διατελέσει σύμβουλος σε πολλές κεντρικές τράπεζες. Έχει δημοσιεύσει σε διεθνή επιστημονικά περιοδικά κύρους όπως Economic Theory, Journal of Mathematical Economics κ.ά. Είναι συνδημιουργός του υποδείγματος χρηματοπιστωτικής σταθερότητας Goodhart-Tsomocos.

Τσούμας Χρήστος: Ερευνητής στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Ολοκλήρωσε τη διδακτορική του διατριβή στο Τμήμα Τραπεζικής και Χρηματοοικονομικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Άρθρα του έχουν δημοσιευθεί σε διεθνή ακαδημαϊκά περιοδικά, όπως Journal of International Money and Finance, Review of International Economics κ.ά.

Χαραλαμπίδης Μιχαήλ: Chief Risk Officer του Ελληνικού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας από τον Ιούνιο 2011, ενώ κατείχε την ίδια θέση στον Όμιλο Τράπεζας Πειραιώς (2008-2011). Σπούδασε Οικονομικά στο Πανεπιστήμιο Αθηνών και κατέχει Μεταπτυχιακό Τίτλο (MSc) στα Διεθνή Οικονομικά, Τραπεζικά και Χρηματοοικονομικά του University of Wales της Μ. Βρετανίας. Με εμπειρία σε Εθνική, Ιονική και Τράπεζα της Ελλάδος. Διετέλεσε πρόεδρος της Επιτροπής Ελέγχου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και του Ευρωπαϊκού Ταμείου Επενδύσεων στο Λουξεμβούργο (2000-2005). Εργάστηκε στη Δ/νση Οικονομικών Μελετών της Ιονικής Τράπεζας & της Τράπεζας της Ελλάδος (1993-1997).

Χαρδούβελης Γκίκας: Καθηγητής στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς, Οικονομικός Σύμβουλος του ομίλου Eurobank EFG. Ερευνητικός Εταίρος στο CEPR, Επικεφαλής του Επιστημονικού Συμβουλίου της ΕΕΤ, μέλος του Ακαδημαϊκού Συμβουλίου του CIIM και της Εκτελεστικής Επιτροπής του ΙΟΒΕ. BA & MSc Harvard University στα Εφαρμοσμένα Μαθηματικά, PhD UC Berkeley στα Οικονομικά. Εμπειρία στη Fed, Τράπεζα Ελλάδος και ως Επικεφαλής του Οικονομικού Γραφείου του Πρωθυπουργού. Οι αναφορές στο επιστημονικό έργο του, που έχει δημοσιεύσει σε American Economic Review, Quarterly Journal of Economics, Journal of Finance κ.ά., τον ανέδειξαν στους 50 κορυφαίους στον κόσμο στον ευρύτερο τομέα της εφαρμοσμένης οικονομετρίας την περίοδο 1989-1995.

Χορταρέας Γεώργιος: Καθηγητής Μακροοικονομικής Θεωρίας και Πολιτικής (υπό διορισμό) στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών. Κάτοχος διδακτορικού διπλώματος από το University of Connecticut (1999). Έχει εργαστεί στην Τράπεζα της Αγγλίας (1999-2004) και στο Πανεπιστήμιο του Essex ως Αναπληρωτής Καθηγητής Διεθνούς Χρηματοοικονομικής (2004-2007). Έχει δημοσιεύσει σε ακαδημαϊκά περιοδικά κύρους, όπως Economic Journal, Journal of Banking and Finance κ.ά.

Τα ενυπόγραφα άρθρα εκφράζουν την προσωπική άποψη του γράφοντος,
η δε ορθογραφία και διατύπωση αυτών ακολουθούν την επιθυμία των συγγραφέων.