

# ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ

## ΤΕΥΧΟΣ 43



ΙΟΥΛΙΟΣ  
2016



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ



# ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ

ΤΕΥΧΟΣ 43



ΙΟΥΛΙΟΣ  
2016



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

**ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**

Ελευθ. Βενιζέλου 21  
102 50 Αθήνα

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

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών - Γραμματεία

Τηλ. +30 210 320 2393

Fax +30 210 323 3025

Τυπώθηκε στο  
Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών  
της Τράπεζας της Ελλάδος

ISSN 1105 - 8544

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΟΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΗΣ ΕΞΩΣΤΡΕΦΕΙΑΣ ΤΩΝ ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ</b>	<b>7</b>
Νίκος Βέττας Ιωάννης Γιωτόπουλος Ευαγγελία Βαλαβανιώτη Svetoslav Danchev	
<b>Η ΜΕΤΑΒΑΣΗ ΣΤΗ ΝΕΑ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ – ΒΡΜ6</b>	<b>21</b>
Στυλιανή Μπέλλη Κωνσταντίνα Μπακινέζου	
<b>ΦΥΓΗ ΑΝΘΡΩΠΙΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ: Η ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΤΑΣΗ ΜΕΤΑΝΑΣΤΕΥΣΗΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΩΝ ΣΤΑ ΧΡΟΝΙΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ</b>	<b>33</b>
Σοφία Λαζαρέτου	
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ: ΑΝΑΓΚΑΙΑ ΑΛΛΑ ΜΗ ΙΚΑΝΗ ΣΥΝΘΗΚΗ ΓΙΑ ΤΗ ΔΑΝΕΙΟΔΟΤΗΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ</b>	<b>59</b>
Φαίδων Καλφάογλου	
<b>ΔΟΚΙΜΙΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ</b> (Ιανουάριος – Ιούνιος 2016)	<b>85</b>
<b>ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΑΡΘΡΩΝ ΠΟΥ ΔΗΜΟΣΙΕΥΘΗΚΑΝ ΣΕ ΠΡΗΓΟΥΜΕΝΑ ΤΕΥΧΗ ΤΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΔΕΛΤΙΟΥ</b>	<b>91</b>



# ΟΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΗΣ ΕΞΩΣΤΡΕΦΕΙΑΣ ΤΩΝ ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ\*

**Νίκος Βέττας**

Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (IOBE)

Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

και Centre for Economic Policy Research, UK

**Ιωάννης Γιωτόπουλος**

Τμήμα Οικονομικών Επιστημών, Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου

**Ευαγγελία Βαλαβανιώτη**

Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (IOBE)

**Svetoslav Danchev**

Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (IOBE)

## I ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η εξαγωγική δραστηριότητα αποτελεί ένα σημαντικό στοιχείο της λειτουργίας των μικρών και των νέων επιχειρήσεων, που τους επιτρέπει να δημιουργήσουν αξία, να αναπτυχθούν, όπως και να έχουν πρόσβαση σε νέα γνώση και τεχνολογίες (Yeoh 2004). Η δημιουργία νέων επιχειρήσεων με εξαγωγικό προσανατολισμό αποτελεί πλέον ένα κρίσιμο ζήτημα επιχειρηματικότητας που έχει προσελκύσει το ενδιαφέρον της ακαδημαϊκής κοινότητας και των διαμορφωτών πολιτικής στην Ελλάδα, καθώς συμβάλλει στην παραγωγική ανασυγκρότηση της χώρας, στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας και γενικότερα στην οικονομική ανάπτυξη. Άλλωστε, έχει γίνει πλέον σαφές ότι το “νέο αναπτυξιακό πρότυπο” της χώρας πρέπει να εκφράζεται από την υψηλότερη σχετική συμμετοχή των εξαγωγών στο εθνικό προϊόν.

Γενικότερα, σε μια εποχή που χαρακτηρίζεται από αυξανόμενη παγκοσμιοποίηση και όπου ο διεθνής ανταγωνισμός γίνεται ολοένα και πιο έντονος, οι νέες επιχειρήσεις χρειάζεται να ακολουθήσουν στρατηγικές διεθνοποίησης και εξωστρέφειας προκειμένου να ανταποκριθούν επιτυχώς, να είναι μεσοπρόθεσμα βιώσιμες και να αξιοποιήσουν ευκαιρίες για διεξόδου σε αγορές εκτός των συνόρων (Porter 1986, 1990).

Ειδικά τα τελευταία έτη, η ραγδαία τεχνολογική εξέλιξη, η ευρεία διάχυση των Τεχνολο-

γιών Πληροφορικής και Επικοινωνιών (ΤΠΕ) και η ψηφιακή ανάπτυξη επιτρέπουν την ανάδειξη και παρουσία νέων επιχειρήσεων με εξωστρεφή χαρακτήρα (Oniatt and McDougall 1994). Με άλλα λόγια, η εξάπλωση του διαδικτύου και η ραγδαία ανάπτυξη του ηλεκτρονικού εμπορίου φαίνεται ότι δημιουργούν σημαντικές ευκαιρίες για τη διεξόδου και εδραίωση νέων επιχειρήσεων σε αγορές εκτός των συνόρων, καθώς παρέχουν μοναδικούς, αποδοτικούς και εναλλακτικούς διαύλους για την προσέγγιση πελατών σε παγκόσμιο επίπεδο.

Ενδεικτικά, οι McDougall et al. (1994) και οι Oniatt and McDougall (2005) διατύπωσαν ένα θεωρητικό υπόβαθρο, σύμφωνα με το οποίο οι νέες επιχειρήσεις με διεθνή προσανατολισμό έχουν την ικανότητα να εντοπίζουν ευκαιρίες στο εξωτερικό, είναι σε ετοιμότητα να συνδυάσουν πόρους σε διαφορετικές διεθνείς αγορές και μπορούν επίσης να αξιοποιούν σε διεθνές επίπεδο ικανότητες που σχετίζονται με την απορρόφηση γνώσης και τη δικτύωση. Όπως επισημαίνουν οι Hessels and van Stel (2011), οι νέες επιχειρήσεις με εξωστρεφή χαρακτήρα κατά τη διαδικασία διεθνοποίησής τους τείνουν να αναπτύσσουν εξειδικευμένο ανθρώπινο κεφάλαιο και καινοτόμες δεξιότητες. Ως εκ τούτου, η σημασία των νέων επιχειρήσεων με εξαγωγική δραστηριότητα

\* Η παρούσα εμπειρική έρευνα αποτελεί τμήμα ευρύτερης μελέτης με τίτλο “Χαρακτηριστικά Νέων Επιχειρήσεων στην Ελλάδα”, την οποία εκπόνησε το IOBE με τη στήριξη της Τράπεζας της Ελλάδος.

μπορεί να αποδοθεί σε μεγάλο βαθμό στον καταλυτικό ρόλο που αυτές μπορούν να διαδραματίσουν στη διάχυση νέας γνώσης και την απορρόφηση τεχνολογίας, που με τη σειρά τους αναμένεται να έχουν συμβολή στην εισαγωγή νέων καινοτόμων λύσεων, στη βελτίωση της παραγωγικότητας και επομένως στην οικονομική ανάπτυξη.

Η παρούσα εμπειρική ανάλυση έχει ως σκοπό να διερευνηθούν οι παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση των νέων επιχειρήσεων στην Ελλάδα να διεισδύσουν σε διεθνείς αγορές. Εκτός από την κατανόηση μιας κρίσιμης διάστασης της ελληνικής οικονομίας, τα εμπειρικά ευρήματα και συμπεράσματα της έρευνας έχουν ως απώτερο στόχο τη διατύπωση προτάσεων πολιτικής σχετικά με την ενίσχυση της επιχειρηματικής εξωστρέφειας στην οικονομία και της ανταγωνιστικότητας του εθνικού επιχειρηματικού συστήματος.

Η μελέτη είναι διαρθρωμένη ως εξής: Στη δεύτερη ενότητα παρουσιάζεται το βασικό θεωρητικό και εμπειρικό υπόβαθρο και πραγματοποιείται μια σύντομη επισκόπηση της εμπειρικής βιβλιογραφίας που έχει εξετάσει την εξωστρέφεια των επιχειρήσεων. Στην τρίτη ενότητα περιγράφονται τα δεδομένα και η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκαν, ενώ στην τέταρτη ενότητα παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα. Τέλος, η πέμπτη ενότητα συνοψίζει τα αποτελέσματα της μελέτης, διατυπώνοντας και κάποιες ενδεικτικές και προκαταρκτικές προτάσεις πολιτικής για την ενίσχυση της εξωστρέφειας των νέων επιχειρήσεων.

## **2 ΣΥΝΤΟΜΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΕΞΩΣΤΡΕΦΕΙΑ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Οι μεταβλητές που ενσωματώνονται στο οικονομικό υπόδειγμα για τις εκτιμήσεις της παρούσας εμπειρικής ανάλυσης έχουν επιλεγεί με βάση τη διαθεσιμότητα των δεδομένων και τα ερευνητικά ερωτήματα που εξετάζονται, σε συνδυασμό με το θεωρητικό και

εμπειρικό υπόβαθρο που έχει αναπτυχθεί από τη διεθνή βιβλιογραφία για τη διερεύνηση παραγόντων που επηρεάζουν την εξωστρέφεια και τη διεθνοποίηση των επιχειρήσεων και το οποίο περιγράφεται συνοπτικά παρακάτω. Γενικά, οι προσδιοριστικοί παράγοντες μπορούν να διακριθούν σε αυτούς που σχετίζονται με την κάθε επιχείρηση, αλλά και σε εκείνους που συνδέονται με το ευρύτερο περιβάλλον λειτουργίας της, όπως τα χαρακτηριστικά του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται και χωρικά χαρακτηριστικά.

### **2.1 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΣΕ ΕΠΙΠΕΔΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ**

Μια βασική μεταβλητή που συνδέεται με την εξωστρέφεια μιας επιχείρησης είναι η χρονική διάρκεια που αυτή δραστηριοποιείται σε μια αγορά. Οι νεοεισερχόμενες επιχειρήσεις σε μια αγορά γενικά θεωρούνται περισσότερο ευάλωτες και χρειάζονται χρόνο “μαθαίνοντας” από την παρουσία τους στην αγορά, βελτιώνοντας έτσι τη διοικητική τους λειτουργία και τις μεθόδους παραγωγής τους. Οι Zahra et al. (1997) επιβεβαιώνουν την ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ ηλικίας και εξωστρέφειας των επιχειρήσεων, όπως επίσης και ο Calof (1994).

Μια δεύτερη βασική μεταβλητή που εξετάζεται στη διεθνή βιβλιογραφία ως πιθανός παράγοντας που επηρεάζει την εξωστρέφεια των επιχειρήσεων είναι εκείνη του μεγέθους. Αρκετές εμπειρικές έρευνες διαπιστώνουν την ύπαρξη θετικής συσχέτισης μεταξύ μεγέθους και εξωστρέφειας των επιχειρήσεων (π.χ. Kaynak and Kuan 1993, Moini 1995, Zahra et al. 1997). Γενικότερα, υπάρχουν εμπειρικές ενδείξεις ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις είναι και οι περισσότερο δραστήριες εκτός συνόρων, ανεξάρτητα από το αν το μέγεθος ορίζεται με βάση τον κύκλο εργασιών, την αξία του ενεργητικού ή με τον αριθμό των απασχολούμενων.

Επίσης, η διεθνής βιβλιογραφία που ερευνά την απόφαση των επιχειρήσεων να εξάγουν υποστηρίζει πως το υψηλό αρχικό κόστος που αντιμετωπίζουν όταν σχεδιάζουν να εισέλθουν σε ξένες αγορές μπορεί να είναι αποτρεπτικό.



Το κόστος αυτό συνδέεται στενά με τη συλλογή πληροφορήσης σχετικά με το περιβάλλον στις ξένες αγορές, την αναβάθμιση και προσαρμογή της ποιότητας του προϊόντος και τους διαύλους προώθησης των πωλήσεων (Bernard and Jensen 2004, Roberts and Tybout 1997). Σε αυτή την κατεύθυνση, οι Greenaway et al. (2007) διερευνούν το ρόλο που διαδραματίζουν οι χρηματοδοτικοί περιορισμοί των επιχειρήσεων στην απόφασή τους να γίνουν εξωστρεφείς. Τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης εμπειρικής εργασίας φανερώουν πως οι επιχειρήσεις με υψηλή ρευστότητα και χαμηλό βαθμό δανειακής επιβάρυνσης τείνουν να είναι εξωστρεφείς, ενώ αντίθετα οι επιχειρήσεις με σημαντικά προβλήματα ρευστότητας και δανειακής επιβάρυνσης δεν πραγματοποιούν εξαγωγική δραστηριότητα.

## 2.2 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΣΕ ΕΠΙΠΕΔΟ ΚΛΑΔΟΥ

Σύμφωνα με τους Hensler et al. (1997), αν και οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο δεν είναι απαραίτητα όμοιες μεταξύ τους, τείνουν να αντιμετωπίζουν όμοιες πιθανότητες επιβίωσης και προοπτικές ανάπτυξης, ενώ εφαρμόζουν παραπλήσιες μεθόδους παραγωγής. Επομένως, η κλαδική διάσταση θα πρέπει να λαμβάνεται σοβαρά υπόψη όταν εξετάζονται προσδιοριστικοί παράγοντες της επίδοσης των επιχειρήσεων, όπως είναι η εξαγωγική τους δραστηριότητα.

Οι κλαδικές διαστάσεις που λαμβάνονται υπόψη στην παρούσα εμπειρική εργασία αφορούν, πρώτον, την ένταση των κλάδων σε Τεχνολογίες Πληροφορικής και Επικοινωνιών (ΤΠΕ) και, δεύτερον, την ένταση των κλάδων σε δραστηριότητες εντάσεως γνώσης. Δεδομένου ότι δεν έχουμε διαθέσιμα στοιχεία σχετικά με την υιοθέτηση ΤΠΕ και την ένταση γνώσης σε επίπεδο επιχειρήσεων, η ενσωμάτωση αυτών των στοιχείων έστω και σε κλαδικό επίπεδο μπορεί να οδηγήσει σε ενδιαφέροντα ευρήματα. Εάν το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις χαρακτηρίζεται ως υψηλής εντάσεως ΤΠΕ ή γνώσης, τότε υπάρχουν μεγαλύτερα περιθώρια και για τις επιχειρήσεις να υιοθετήσουν

ΤΠΕ ή να απορροφήσουν γνώση σε σχέση με τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε ένα περιβάλλον με χαμηλή ένταση ΤΠΕ και γνώσης (Giotopoulos and Fotopoulos 2010, Giotopoulos 2014).

Αναφορικά με το ρόλο των ΤΠΕ στη διεύθυνση των νέων επιχειρήσεων σε ξένες αγορές, έχει επισημανθεί εδώ και δύο δεκαετίες περίπου από τη σχετική βιβλιογραφία – από τότε δηλαδή που οι ΤΠΕ βρίσκονταν σε πρώιμο στάδιο ανάπτυξης και όχι ραγδαίας ανέλιξης και διάχυσης όπως σήμερα – ότι οι ΤΠΕ και η ψηφιακή ανάπτυξη διευκολύνουν σημαντικά την ανάδειξη και την ισχυρή παρουσία των εξαγωγικών νέων επιχειρήσεων (Oviatt and McDougall 1994), κυρίως επειδή το διαδίκτυο προσφέρει αποδοτικούς εναλλακτικούς διαύλους για την εξεύρεση νέων πελατών σε διεθνείς αγορές.

Σε ό,τι αφορά τις επιχειρήσεις εντάσεως γνώσης, οι δραστηριότητές τους σύμφωνα με τον Coviello (1994) χαρακτηρίζονται από την υψηλή προστιθέμενη αξία της επιστημονικής γνώσης, που ενσωματώνεται με τη σειρά της τόσο στην παροχή υπηρεσιών όσο και στις διεργασίες για την εκροή αυτών. Σύμφωνα με τους Miles et al. (1995), οι κλάδοι επιχειρηματικών υπηρεσιών εντάσεως γνώσης χαρακτηρίζονται από τους ισχυρούς δεσμούς που έχουν με την επαγγελματική γνώση, αποτελούν πηγές δημιουργίας πληροφορίας και γνώσης ή αξιοποιείται η γνώση για την παραγωγή ενδιάμεσων υπηρεσιών οι οποίες μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εισροές στις παραγωγικές διαδικασίες των πελατών τους. Επίσης, αποτελούν βασικούς κλάδους προμηθευτών και, μέσα από τους μακροπρόθεσμους δεσμούς που δημιουργούν με τον τομέα της μεταποίησης (σχέσεις B2B), συνεισφέρουν σημαντικά στην εισαγωγή καινοτομίας. Σε αυτό το πλαίσιο, οι Czarnitzki and Spielkamp (2003) χαρακτηρίζουν τους κλάδους Knowledge Intensive Business Services (KIBS) ως “γέφυρες καινοτομίας”. Βάσει αυτών των διαρθρωτικών χαρακτηριστικών, οι συγκεκριμένοι κλάδοι αναμένεται να δημιουργούν ένα περιβάλλον για τις επιχειρήσεις που διευ-

κολύνει την απόφασή τους για εξαγωγική δραστηριότητα, καθώς έχουν τη δυνατότητα να στοιχειοθετήσουν μια κρίσιμη μάζα προμηθευτών με πιθανή συμβολή στην καινοτομικότητα για τους εκτός των συνόρων επιχειρηματικούς πελάτες.

### 2.3 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΣΕ ΧΩΡΙΚΟ ΕΠΙΠΕΔΟ

Τέλος, όταν εξετάζεται η επίδοση των επιχειρήσεων λαμβάνεται υπόψη και η χωρική διάσταση. Στην ανάλυσή μας, ένα από τα ερευνητικά ερωτήματα που τίθενται είναι αν και με ποιο τρόπο η εξαγωγική επίδοση των νέων επιχειρήσεων επηρεάζεται από το βαθμό αστικοποίησης των περιοχών όπου βρίσκεται η έδρα τους και όπου ασκείται η βασική παραγωγική δραστηριότητά τους.

Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, η συγκέντρωση υψηλής ποιότητας ανθρώπινου δυναμικού, η δικτύωση μεταξύ των επιχειρήσεων και η διάχυση γνώσης εντός γεωγραφικών ορίων επιτρέπουν στις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε μητροπολιτικές περιοχές να αξιοποιούν χωρικές εξωτερικότητες, γνωστές ως “agglomeration economies” (π.χ. Jaffe et al. 1993, Krugman 1998). Οι εξωτερικές αυτές οικονομίες, σύμφωνα και με τη θεωρία της νέας οικονομικής γεωγραφίας που διατύπωσε ο Krugman (1998), οφείλονται σε παράγοντες που χαρακτηρίζουν γεωγραφικές περιφέρειες με υψηλό βαθμό αστικοποίησης, καθώς σε αυτές συνήθως παρατηρείται μεγαλύτερη συγκέντρωση υψηλής ποιότητας ανθρώπινου δυναμικού. Δηλαδή σε αυτές τις περιοχές υπάρχει μια δεξαμενή εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού, με τεχνογνωσία και με δεξιότητες, που έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους αναζήτησης από τις επιχειρήσεις. Επιπλέον, όταν μια οικονομική δραστηριότητα είναι συγκεντρωμένη σε ένα γεωγραφικό χώρο, υπάρχει υψηλή πιθανότητα να συγκεντρωθούν και οι προμηθευτές του κλάδου στη συγκεκριμένη γεωγραφική ζώνη, δίνοντας έτσι τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις του κλάδου να βρουν εξειδικευμένους πόρους, πρώτες ύλες, εξοπλισμό και σε περισσότερο ανταγωνιστικές τιμές.

Σε αυτή την κατεύθυνση, οι Freeman et al. (2012) υποστηρίζουν πως τα μεγάλα μητροπολιτικά κέντρα παρουσιάζουν πλεονέκτημα, καθώς οι επιχειρήσεις έχουν ευκολότερη πρόσβαση σε δίκτυα, υποδομές και συμβουλευτικές δομές ή υπηρεσίες που σχετίζονται με τις εξαγωγές και επομένως αναμένεται να επιτυγχάνουν υψηλότερες εξαγωγικές επιδόσεις σε σχέση με τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε λιγότερο αστικοποιημένες περιοχές.

## 3 ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

### 3.1 ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Η εξαρτημένη μεταβλητή του υποδείγματος προκύπτει από τη διαίρεση των πωλήσεων προς διεθνείς αγορές με το συνολικό κύκλο εργασιών της επιχείρησης. Τα διαθέσιμα στοιχεία για το ποσοστό εξαγωγών αφορούν την περίοδο 2010-2012 και συνολικά απαρτίζουν ένα δείγμα 8.764 παρατηρήσεων για επιχειρήσεις που ιδρύθηκαν την περίοδο 2000-2004. Οι πληροφορίες για τα ποσοστά εξαγωγών των επιχειρήσεων αντλήθηκαν από τους εταιρικούς καταλόγους της ICAP (Ελληνικός Οικονομικός Οδηγός) για τα έτη 2012, 2013 και 2014. Η συλλογή των ανεξάρτητων μεταβλητών, που περιγράφονται αμέσως μετά, πραγματοποιήθηκε από τη βάση δεδομένων της Hellastat, που παρέχει χρηματοοικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων τα οποία έχουν δημοσιευθεί στους ισολογισμούς και τις καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσεως. Επιπλέον, η συγκεκριμένη βάση δεδομένων παρέχει πληροφορίες για το έτος ίδρυσης, για τον κλάδο οικονομικής δραστηριότητας και την περιοχή δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων.

### 3.2 ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ

Με βάση το θεωρητικό και εμπειρικό υπόβαθρο που αναπτύχθηκε στην ενότητα 2, κατασκευάστηκαν οι μεταβλητές του υποδείγματος, οι οποίες περιγράφονται στους Πίνακες 1 έως 3.

Στη συνέχεια, πραγματοποιείται μια συνοπτική διαγραμματική απεικόνιση της κατανομής του μέσου ποσοστού εξαγωγών των υπό εξέταση επιχειρήσεων ανά περίοδο ίδρυσης, ανά τομέα δραστηριοποίησης και ανά κατηγορία μεγέθους επιχειρήσεων.

Παρατηρείται ότι η εξωστρέφεια μεταβάλλεται σε σχέση με το έτος ίδρυσης, και επομένως με την ηλικία μιας επιχείρησης (βλ. Διάγραμμα 1), καθώς οι νεότερες επιχειρήσεις φαίνεται να εμφανίζουν αισθητά χαμηλότερα ποσοστά εξαγωγών.

Παρακάτω, η ανάλυση επικεντρώνεται στις νέες επιχειρήσεις με έτος ίδρυσης από το 2000

έως το 2004, ξεκινώντας με τη διαγραμματική απεικόνιση του μέσου ποσοστού εξαγωγών των νέων επιχειρήσεων ανά τομέα δραστηριοποίησης.

Μεταξύ των τομέων δραστηριοποίησης, κάποιοι τομείς ξεχωρίζουν αισθητά έναντι άλλων σε σχέση με τον εξαγωγικό τους προσανατολισμό. Συγκεκριμένα, το μερίδιο των εξαγωγών στις πωλήσεις των επιχειρήσεων στους τομείς της Γεωργίας και Κτηνοτροφίας (Κατηγορία Α στο ΣΤΑΚΟΔ 2003), της Αλιείας (Κατ. Β), των Ορυχείων και Λατομείων (Κατ. Γ) και τέλος της Μεταποίησης (Κατ. Δ) είναι αισθητά υψηλότερο σε σύγκριση με τους άλλους τομείς (βλ. Διάγραμμα 2).

**Πίνακας 1 Μεταβλητές του υποδείγματος**

Όνομα μεταβλητής	Τρόπος μέτρησης μεταβλητής
<b>Εξωστρέφεια (exports)</b>	Πωλήσεις σε ξένες αγορές ως ποσοστό του συνολικού κύκλου εργασιών.
<b>Ηλικία (age)</b>	Φυσικός λογάριθμος της ηλικίας της επιχείρησης, η οποία έχει υπολογιστεί ως η διαφορά του έτους για το οποίο έχει αντληθεί πληροφόρηση από τον αντίστοιχο ισολογισμό μείον το έτος ίδρυσης της επιχείρησης.
<b>Μέγεθος (size group)</b>	Κατηγοριοποίηση των επιχειρήσεων βάσει του μέσου όρου του κύκλου εργασιών για την εξεταζόμενη περίοδο, ακολουθώντας τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις διακρίνονται σε: α) πολύ μικρές (micro), με κύκλο εργασιών έως 2 εκατ. ευρώ, β) μικρές, με κύκλο εργασιών 2-10 εκατ. ευρώ, γ) μεσαίες, με κύκλο εργασιών 10-50 εκατ. ευρώ, και δ) μεγάλες, με κύκλο εργασιών μεγαλύτερο των 50 εκατ. ευρώ. Κατηγορική μεταβλητή που λαμβάνει την τιμή 1 για τις πολύ μικρές επιχειρήσεις, την τιμή 2 για τις μικρές, την τιμή 3 για τις μεσαίες και την τιμή 4 για τις μεγάλες.
<b>Ρευστότητα (liquidity)</b>	Λόγος κυκλοφορούντος ενεργητικού προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.
<b>Βαθμός δανειακής επιβάρυνσης (indebtedness)</b>	Λόγος συνολικών υποχρεώσεων προς σύνολο ενεργητικού της επιχείρησης.
<b>Κλάδοι μεταποίησης εντάσεως ΤΠΕ (ict-manuf dummy)</b>	Ψευδομεταβλητή που λαμβάνει την τιμή 1 όταν η επιχείρηση ανήκει σε κλάδο μεταποίησης εντάσεως ΤΠΕ και 0 σε διαφορετική περίπτωση. Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ, ως ict-manuf ορίζονται οι κλάδοι “κατασκευής μηχανών γραφείου και Η/Υ”, “κατασκευής μονωμένων συρμάτων και καλωδίων”, “κατασκευής ηλεκτρονικών λυχνιών και ηλεκτρικών εξαρτημάτων”, “κατασκευής τηλεοπτικών και ραδιοφωνικών πομπών και δεκτών και συσκευών εγγραφής” και “κατασκευής οργάνων και συσκευών μέτρησης, επαλήθευσης, δοκιμών”.
<b>Κλάδοι υπηρεσιών εντάσεως ΤΠΕ (ict-serv dummy)</b>	Ψευδομεταβλητή που λαμβάνει την τιμή 1 όταν η επιχείρηση ανήκει σε κλάδο υπηρεσιών εντάσεως ΤΠΕ και 0 σε διαφορετική περίπτωση. Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ, ως ict-serv ορίζονται οι κλάδοι “χονδρικού εμπορίου ηλεκτρικών οικιακών συσκευών”, “ηλεκπικοινωνιών”, “εκμίσθωσης μηχανημάτων και εξοπλισμού” και “πληροφορικής”.
<b>Κλάδοι υπηρεσιών εντάσεως επιχειρηματικής γνώσης (kibs dummy)</b>	Ψευδομεταβλητή που λαμβάνει την τιμή 1 όταν οι επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε κλάδους kibs και 0 σε διαφορετική περίπτωση. Σύμφωνα με τη Eurostat, ως kibs ορίζονται οι κλάδοι “πληροφορικής”, “Ερευνας και Ανάπτυξης”, οι “νομικές δραστηριότητες”, οι “δραστηριότητες αρχιτεκτόνων και μηχανικών”, οι “συμβουλευτικές υπηρεσίες”, οι “υπηρεσίες τεχνικών δοκιμών και αναλύσεων” και οι “υπηρεσίες διαφήμισης”.
<b>Περιοχή δραστηριοποίησης (location dummy)</b>	Ψευδομεταβλητή που λαμβάνει την τιμή 1 για τους νομούς Αττικής και Θεσσαλονίκης, δηλαδή τα δύο μεγαλύτερα αστικά κέντρα, και την τιμή 0 για τους υπόλοιπους νομούς.

Πηγή: Υπολογισμοί των συγγραφέων.



**Πίνακας 2 Περιγραφικές στατιστικές συνεχών μεταβλητών, επιχειρήσεις που ιδρύθηκαν την περίοδο 2000-2004**

Όνομα μεταβλητής	Αριθμός παρατηρήσεων	Μέση τιμή	Τυπική απόκλιση
Εξωστρέφεια (exports)	8.848	0,064	0,18
Ηλικία (age)	135.980	5,68	3,26
Μέγεθος (mean size)*	96.076	3,29	35,1
Ρευστότητα (liquidity)	84.526	0,62	0,32
Βαθμός δανειακής επιβάρυνσης (indebtedness)	82.743	0,75	42,4

Πηγή: Υπολογισμοί των συγγραφέων.

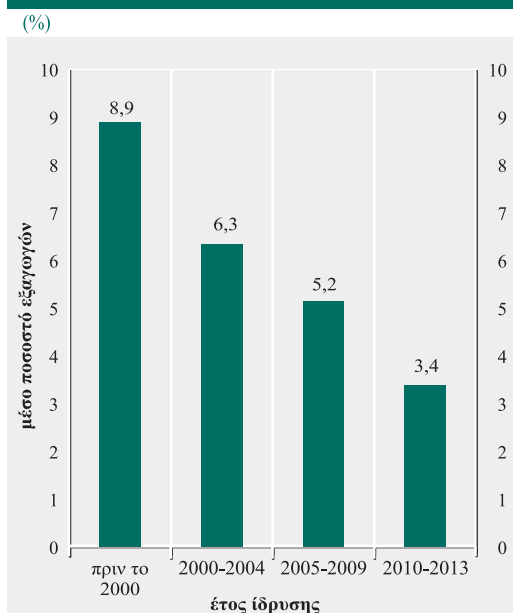
\* Μέσος όρος του κύκλου εργασιών ανά επιχείρηση για την εξεταζόμενη περίοδο (2010-2012) σε εκατ. ευρώ.

**Πίνακας 3 Περιγραφικές στατιστικές διακριτών μεταβλητών, επιχειρήσεις που ιδρύθηκαν την περίοδο 2000-2004**

Όνομα μεταβλητής	Αριθμός παρατηρήσεων	D <sub>i</sub> =1	D <sub>i</sub> =0
Κλάδοι μεταποίησης εντάσεως ΤΠΕ (ict-manuf dummy)	136.321	99,7%	0,3%
Κλάδοι υπηρεσιών εντάσεως ΤΠΕ (ict-serv dummy)	136.321	97%	3%
Κλάδοι υπηρεσιών εντάσεως επιχειρηματικής γνώσης (kibs dummy)	136.321	91%	9%
Περιοχή δραστηριοποίησης (location dummy)	136.321	36%	64%

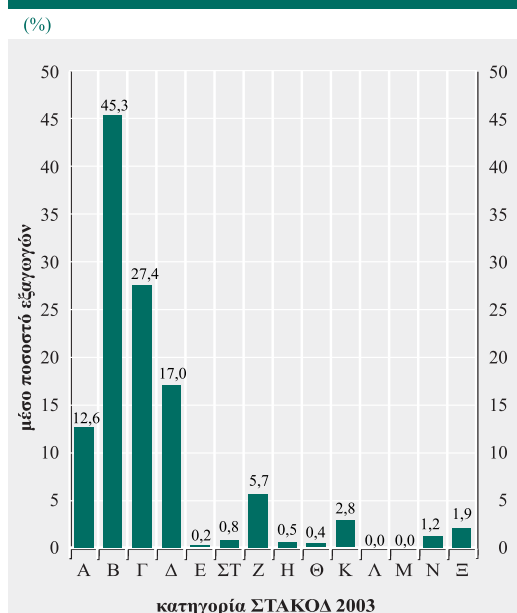
Πηγή: Υπολογισμοί των συγγραφέων.

**Διάγραμμα 1 Μέσο ποσοστό εξαγωγών των επιχειρήσεων ανά περίοδο ίδρυσης**



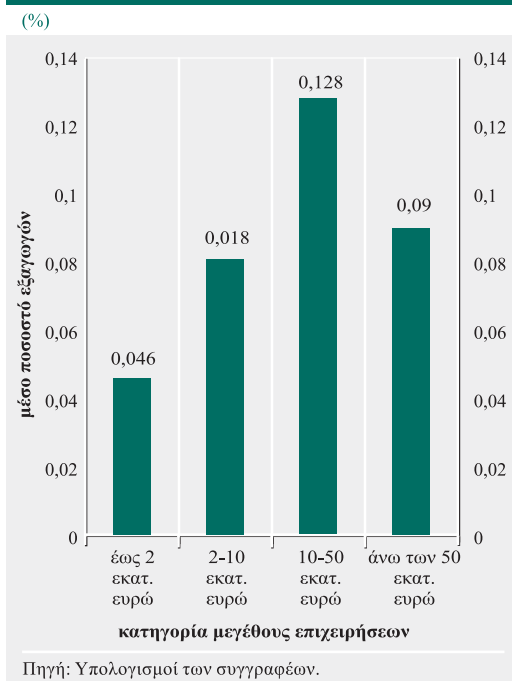
Πηγή: Υπολογισμοί των συγγραφέων.

**Διάγραμμα 2 Μέσο ποσοστό εξαγωγών των νέων επιχειρήσεων 2000-2004, ανά τομέα δραστηριοποίησης**



Πηγή: Υπολογισμοί των συγγραφέων.

**Διάγραμμα 3 Εξαγωγές ανά κατηγορία μεγέθους επιχειρήσεων**



Όσον αφορά το μέγεθος μιας επιχείρησης (βλ. Διάγραμμα 3), οι μικρότερες επιχειρήσεις (με κύκλο εργασιών μέχρι και 2 εκατ. ευρώ) εμφανίζουν το μικρότερο μέσο ποσοστό εξαγωγών. Σε γενικές γραμμές, το μέσο ποσοστό εξαγωγών αυξάνεται με το μέγεθος, ωστόσο οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις (με κύκλο εργασιών άνω των 50 εκατ. ευρώ) έχουν μικρότερο μέσο ποσοστό εξαγωγών σε σχέση με επιχειρήσεις μεσαίου μεγέθους (με κύκλο εργασιών 10-15 εκατ. ευρώ).

### 3.3 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Για τη διερεύνηση των προσδιοριστικών παραγόντων της εξωστρέφειας νέων επιχειρήσεων χρησιμοποιήσαμε συνδυασμό διαχρονικών και διαστρωματικών στοιχείων. Συγκεκριμένα, εφαρμόστηκε ένα μη ισορροπημένο υπόδειγμα συνδυασμού χρονοσειρών και διαστρωματικών δεδομένων (unbalanced panel data), το οποίο ελέγχεται για θέματα ετερογένειας (Arellano and Bover 1995, Baltagi 2008). Η υπό εκτίμηση συνάρτηση έχει την εξής γενική μορφή:

$$exports = f\{size\ group, age, liquidity, indebtedness, ict-manuf\ dummy, ict-serv\ dummy, kibs\ dummy, location\ dummy\}$$

Για την εκτίμηση του υποδείγματος εφαρμόστηκε τόσο η οικονομετρική μέθοδος των σταθερών επιδράσεων (fixed effects), στην οποία μεταβάλλεται ο σταθερός όρος ανά διαστρωματική μονάδα (δηλαδή στην ανάλυσή μας, ανά επιχείρηση), όσο και η υπόθεση των τυχαίων επιδράσεων (random effects), στην οποία ο σταθερός όρος είναι κοινός για όλες τις διαστρωματικές οντότητες και οι διαστρωματικές διαφορές θεωρείται ότι μεταβάλλονται τυχαία, ενσωματωμένες στα κατάλοιπα της παλινδρόμησης.

Και στις δύο περιπτώσεις πραγματοποιείται ομαδοποίηση των δεδομένων (clustering) κατά τομέα προκειμένου να λαμβάνεται υπόψη η πιθανή συσχέτιση των παρατηρήσεων εντός κάθε διαστρωματικής ομάδας, γεγονός που οδηγεί σε περισσότερο αποτελεσματική εκτίμηση των τυπικών σφαλμάτων.

Η επιλογή μεταξύ των δύο υποδειγμάτων δίδεται μέσω του ελέγχου του Hausman. Το αποτέλεσμα του ελέγχου είναι  $\chi^2(3)=3,81$  και  $Prob>\chi^2=0,28$ , το οποίο αναδεικνύει το υπόδειγμα των τυχαίων επιδράσεων ως καταλληλότερο για να ερμηνεύσει τη σχέση των εξαγωγών με τις λοιπές μεταβλητές. Εξάλλου, η μέθοδος των τυχαίων επιδράσεων απαιτεί την εκτίμηση λιγότερων παραμέτρων, άρα έχει μεγαλύτερο βαθμό ελευθερίας και μικρότερη διακύμανση.

Προτού προχωρήσουμε στην ερμηνεία των αποτελεσμάτων, σημειώνουμε ότι από τον στατιστικό έλεγχο του Wald απορρίπτεται η υπόθεση ότι τα αποτελέσματα είναι από κοινού μη στατιστικά σημαντικά.

## 4 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Εξετάζοντας τα εμπειρικά αποτελέσματα που προέκυψαν με τη μέθοδο των τυχαίων επιδράσεων για το σύνολο του δείγματος (βλ.

δεύτερη στήλη στον Πίνακα 4), καταλήγουμε στα εξής συμπεράσματα. Παρατηρούμε ότι η μεταβλητή *location* έχει αρνητικό πρόσημο και είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Αυτό σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις που είναι εγκατεστημένες στην περιφέρεια, εκτός δηλαδή των νομών Αττικής και Θεσσαλονίκης, εμφανίζουν μεγαλύτερη διείσδυση σε ξένες αγορές. Μια πιθανή ερμηνεία του εμπειρικού αυτού ευρήματος ενδεχομένως αποτελεί το γεγονός ότι η εξαγωγική δραστηριότητα των ελληνικών επιχειρήσεων εστιάζεται κυρίως σε αγροτικά προϊόντα, μεταλλεύματα, τρόφιμα και ορισμένα άλλα προϊόντα μεταποίησης, ενώ η κλαδική διάθροση των αστικών περιοχών καλύπτεται σε μεγαλύτερο βαθμό από υπηρεσίες.

Στον αντίποδα, ο συντελεστής της ηλικίας (*age*) έχει –όπως αναμενόταν– θετικό πρόσημο σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Το εύρημα αυτό κινείται σε αντίστοιχη κατεύθυνση με τη διεθνή βιβλιογραφία. Συγκεκριμένα, ο Calof (1994) προβάλλει θεωρητικά επιχειρήματα που αναδεικνύουν ότι η εξαγωγική συμπεριφορά των επιχειρήσεων τείνει να ενισχύεται καθώς εξελίσσεται ο οργανωσιακός κύκλος ζωής τους. Καθώς οι επιχειρήσεις μεγαλώνουν σε ηλικία και εδραιώνονται στην αγορά, ο εξαγωγικός προσανατολισμός γίνεται ολοένα και περισσότερο μια βιώσιμη στρατηγική επιλογή.

Ομοίως, ο συντελεστής εκτίμησης για το μέγεθος των επιχειρήσεων (*size group*) είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Το αποτέλεσμα αυτό ερμηνεύεται από το γεγονός ότι οι μικρότερες επιχειρήσεις δεν έχουν τη δυναμική που απαιτείται για να στραφούν σε ξένες αγορές. Αντίθετα, όσο μεγαλύτερου μεγέθους είναι μια επιχείρηση, τόσο περισσότεροι είναι οι πόροι της και τόσο μικρότερη είναι η δυνατότητα που έχει να αξιοποιήσει επαρκείς ευκαιρίες ανάπτυξης στο εγχώριο περιβάλλον (Calof 1994). Επίσης, καθώς μια επιχείρηση μεγεθύνεται, αυξάνεται η πιθανότητα να ξεπεράσει επιτυχώς εμπόδια εξωστρέφειας που τυχόν αντιμετωπίζει (Zahra et al. 1997).

**Πίνακας 4 Προσδιοριστικοί παράγοντες εξωστρέφειας – Υπόδειγμα τυχαίων επιδράσεων για επιχειρήσεις που ιδρύθηκαν την περίοδο 2000-2004**

Εξαρτημένη μεταβλητή: exports	Σύνολο δείγματος	Μεταποίηση
<i>location</i>	-0,032*** (0,006)	-0,045*** (0,020)
<i>age</i>	0,030*** (0,007)	0,082*** (0,023)
<i>size group</i>	0,033*** (0,004)	0,075*** (0,015)
<i>ict-manuf</i>	0,434*** (0,072)	0,343*** (0,112)
<i>ict-serv</i>	0,042*** (0,017)	-
<i>kibs</i>	-0,028*** (0,011)	-
<i>indebtedness</i>	-0,007* (0,003)	-0,027* (0,015)
<i>liquidity</i>	0,013** (0,0078)	-0,040 (0,032)
<i>constant term</i>	-0,041*** (0,017)	-0,079 (0,061)
<b>Αριθμός παρατηρήσεων</b>	8764	1863
<b>Χρονική περίοδος</b>	2010-2012	2010-2012
Έλεγχος του Wald (P-value)	163,93 (0,00)	56,00 (0,00)
Έλεγχος του Hausman (P-value)	3,81 (0,28)	2,82 (0,42)
Έλεγχος LM (P-value)	6467,06 (0,00)	1308,48 (0,00)
<b>Mean VIF</b>	4,46	6,56

Σημειώσεις: Τα \*, \*\*, \*\*\* υποδηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%, 5% και 1% αντίστοιχα. Σε παρένθεση αναγράφεται το τυπικό σφάλμα, εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά.  
Πηγή: Υπολογισμοί των συγγραφέων.

Ός προς τα χαρακτηριστικά ΤΠΕ, τόσο στις επιχειρήσεις της Μεταποίησης όσο και στις επιχειρήσεις του τομέα Υπηρεσιών, η ύπαρξη αυτών των χαρακτηριστικών επιδρά θετικά στο βαθμό εξωστρέφειας μιας επιχείρησης, όταν ελέγχεται η επίδραση των λοιπών ερμηνευτικών μεταβλητών (και ειδικά του μεγέθους της επιχείρησης) που εντάσσονται στο υπόδειγμα. Συγκεκριμένα, για τις επιχειρήσεις της Μεταποίησης, αν μια επιχείρηση μετακινηθεί ως προς την δραστηριοποίησή της από *non-ict manuf* σε *ict-manuf* κλάδους, τότε αναμένεται να αυξηθεί κατά 0,43 μονάδες (ή 43 ποσοστιαίες μονάδες) ο βαθμός εξωστρέ-

φειας. Μικρότερη, αλλά το ίδιο στατιστικά σημαντική (1% επίπεδο σημαντικότητας), είναι η επίδραση της μεταβλητής *ict-serv* στο βαθμό εξωστρέφειας.

Το ανωτέρω αποτέλεσμα ενδεχομένως μπορεί να ερμηνευθεί από το γεγονός ότι η τεχνολογία συνιστά μια πολύ σημαντική πηγή για την απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος στις διεθνείς αγορές (Miller 1994). Η τεχνολογική εξειδίκευση σύμφωνα και με τους Ito and Pucik (1993) αναμένεται να συνδέεται θετικά με την εξωστρέφεια των νέων επιχειρήσεων, καθώς οι νέες επιχειρήσεις που ειδικεύονται στην εκροή προϊόντων και υπηρεσιών υψηλής έντασης τεχνολογίας αναμένεται να έχουν ευρύτερες δυνατότητες να εξάγουν σε σχέση με τις επιχειρήσεις που ειδικεύονται στην παραγωγή προϊόντων με χαμηλή τεχνολογική ένταση (Samiee and Walters 1990). Αρκετές εμπειρικές έρευνες στη διεθνή βιβλιογραφία υποστηρίζουν την ύπαρξη της συγκεκριμένης σχέσης (π.χ. Cavusgil 1984, Moïni 1995, Walters and Samiee 1990, Zahra et al. 1997).

Ως προς τα χαρακτηριστικά έντασης γνώσης (kibs: Knowledge Intensive Business Services), αυτά εμφανίζονται στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, με αρνητικό ωστόσο πρόσημο. Επομένως, προκύπτει το συμπέρασμα ότι οι κλάδοι έντασης γνώσης έχουν μειωμένο εξαγωγικό προσανατολισμό, όπως άλλωστε αναμενόταν από τη φύση τους, καθώς οι περισσότεροι κλάδοι που ανήκουν στον τομέα των υπηρεσιών χαρακτηρίζονται σε μεγάλο βαθμό ως μη εμπορεύσιμοι κλάδοι της οικονομίας.

Ως προς το βαθμό των υποχρεώσεων μιας επιχείρησης προς τρίτους, αυτή σχετίζεται αρνητικά με το βαθμό εξωστρέφειας σε επίπεδο σημαντικότητας 10%. Ουσιαστικά, προκύπτει ότι, όταν μια επιχείρηση έχει πολλές υποχρεώσεις σε σχέση με το σύνολο του κεφαλαίου της, αυτό δυσχεραίνει τυχόν εξαγωγικές δραστηριότητες. Τέλος, όπως ήταν αναμενόμενο, η ρευστότητα αποτελεί στατιστικά σημαντικό παράγοντα εξωστρέφειας, ενισχύοντας

την άποψη ότι οι εξωστρεφείς επιχειρήσεις βασίζονται στις εξαγωγικές τους δραστηριότητες στην ύπαρξη ρευστότητας.

Τα ενδιαφέροντα αποτελέσματα που καταγράφονται παραπάνω μπορούν να ερμηνευθούν υπό το πρίσμα της διεθνούς βιβλιογραφίας η οποία ερευνά θέματα που σχετίζονται με την επίδραση των χρηματοδοτικών περιορισμών στην εξωστρέφεια των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, η μελέτη του Melitz (2003) αναφορικά με την εξαγωγική δραστηριότητα των επιχειρήσεων επισημαίνει το ρόλο του μη ανακτήσιμοι κόστους (*sunk cost*) ως εμπόδιου για τη διεθνοποίηση των νέων επιχειρήσεων στα πρώτα στάδια του κύκλου ζωής τους. Παράλληλα, η ύπαρξη ασυμμετριών πληροφόρησης στις αγορές κεφαλαίων αναδεικνύει τον κρίσιμο ρόλο που αναμένεται να έχουν οι χρηματοδοτικοί παράγοντες για τον προσδιορισμό της εξαγωγικής συμπεριφοράς των επιχειρήσεων (π.χ. Chaney 2005, Manova 2006). Σε αυτό το πλαίσιο, ορισμένες εμπειρικές μελέτες επιβεβαιώνουν ότι οι επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται ως χρηματοοικονομικά υγιείς είναι περισσότερο πιθανό να γίνουν εξωστρεφείς. Συνεπώς, οι χρηματοδοτικοί περιορισμοί δρουν ως εμπόδιο για τη διεύθυνση των επιχειρήσεων σε αγορές εκτός των συνόρων, καθώς μια καλύτερη πρόσβαση σε εξωτερικούς χρηματοδοτικούς πόρους μπορεί να αυξήσει σημαντικά την πιθανότητα για συμμετοχή των επιχειρήσεων σε εξαγωγικές δραστηριότητες και επίσης μειώνει το χρόνο που χρειάζονται οι επιχειρήσεις προκειμένου να βγουν σε ξένες αγορές (Bellone et al. 2010).

Για να εντοπίσουμε τυχόν προβλήματα πολυσυγγραμμικότητας και να εξασφαλίσουμε ότι οι εκτιμητές είναι συνεπείς, παρατηρούμε τις τιμές ελέγχου *1/VIF* (*VIF*: Variance Inflation Factor) και καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι το οικονομετρικό υπόδειγμα που εκτιμήσαμε δεν αντιμετωπίζει κάποιο πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας.

Εναλλακτικά προς το υπόδειγμα τυχαίων επιδράσεων και αφού έχει απορριφθεί το υπό-

δείγμα των σταθερών επιδράσεων μέσω του ελέγχου του Hausman, πραγματοποιούμε έναν έλεγχο Breusch-Pagan με Lagrange πολλαπλασιαστική ή αλλιώς έλεγχο LM για την καταλληλότητα του υποδείγματος έναντι ενός απλού υποδείγματος OLS. Το αποτέλεσμα του ελέγχου απορρίπτει τη μηδενική υπόθεση ότι δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά μεταξύ των επιχειρήσεων (no panel effect), οπότε και η επιλογή του υποδείγματος τυχαίων επιδράσεων κρίνεται αποτελεσματική.

Στη συνέχεια, για να ελέγξουμε την ανθεκτικότητα των αποτελεσμάτων μας, πραγματοποιούμε πρόσθετες εκτιμήσεις χρησιμοποιώντας εναλλακτικές προσεγγίσεις με στόχο να ελέγξουμε την επίδραση οικονομετρικών προβλημάτων, όπως η ετερογένεια και η ετεροσκεδαστικότητα. Πρώτο βήμα προς αυτή την κατεύθυνση είναι να επανεκτιμήσουμε το υπόδειγμα τυχαίων επιδράσεων που επιλέξαμε επιλέγοντας ομαδοποίηση ανά τομέα δραστηριότητας. Τα αποτελέσματα, ωστόσο, αυτού του εγχειρήματος ανέδειξαν λιγότερους στατιστικά σημαντικούς παράγοντες και μικρότερο διάστημα εμπιστοσύνης, αναδεικνύοντας ως πρόβλημα στις εκτιμήσεις την ετερογένεια μεταξύ των τομέων δραστηριότητας. Αυτό το αποτέλεσμα προκύπτει διότι, μεταξύ των τομέων που εξετάζουμε, υπάρχουν κάποιοι με εντονότερη εξαγωγική δραστηριότητα, όπως για παράδειγμα ο τομέας της Μεταποίησης.

Στη συνέχεια, ακολουθούμε την ίδια διαδικασία με την αντίστοιχη που εφαρμόσαμε για το συνολικό δείγμα (2000-2004) επιλέγοντας μόνο τις επιχειρήσεις του τομέα της Μεταποίησης και πραγματοποιούμε εκτιμήσεις με τη μέθοδο των τυχαίων και των σταθερών επιδράσεων. Οι υπόλοιποι τομείς δεν παρέχουν αντιπροσωπευτικό δείγμα για να εξαγάγουμε ασφαλή συμπεράσματα.

Το δείγμα αποτελείται από 1.863 παρατηρήσεις. Με βάση τα αποτελέσματα από τον έλεγχο του Hausman, επιλέχθηκε και σε αυτή την ανάλυση ως καταλληλότερο το υπόδειγμα τυχαίων επιδράσεων.

Στην περίπτωση του δείγματος της Μεταποίησης, με εξαίρεση τη μεταβλητή της ρευστότητας η οποία δεν προκύπτει στατιστικά σημαντική και το βαθμό υποχρεώσεων που είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 10%, όλες οι υπόλοιπες μεταβλητές προκύπτουν στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 1%, όπως και στο συνολικό δείγμα (βλ. τρίτη στήλη στον Πίνακα 4).

Κλείνοντας την ενότητα των εμπειρικών αποτελεσμάτων, είναι σκόπιμο να επισημανθεί ότι τα αποτελέσματα για τις νέες επιχειρήσεις του επιμέρους δείγματος (2000-2004) επιβεβαιώθηκαν με την ίδια σημαντικότητα και με τα ίδια πρόσημα και για το σύνολο των επιχειρήσεων (2000-2012).

## 5 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ο βαθμός εξωστρέφειας μιας επιχείρησης, όπως φαίνεται από το υπόδειγμα που αναλύθηκε, εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τον τομέα δραστηριότητας της επιχείρησης. Κατά κύριο λόγο, αυξημένη εξωστρέφεια έχουν οι επιχειρήσεις του Πρωτογενούς Τομέα και της Μεταποίησης, οι οποίες σαφώς δεν παρέχουν υπηρεσίες έντασης γνώσης προς επιχειρήσεις, αλλά διαθέτουν Τεχνολογίες Πληροφορικής και Επικοινωνιών.

Το μέγεθος της επιχείρησης αποτελεί και αυτό καθοριστικό παράγοντα εξαγωγικού προσανατολισμού, με τις μεγαλύτερες να εμφανίζονται περισσότερο εξωστρεφείς. Αντίστοιχα συμπεράσματα προκύπτουν και για την ηλικία μιας επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις που έχουν ήδη εδραιωθεί στο χώρο τείνουν να έχουν μεγαλύτερη επιτυχία στη διείσδυση σε αγορές εκτός των συνόρων. Απαραίτητο παράγοντα για την αυξημένη εξαγωγική δράση των επιχειρήσεων αποτελεί και η ρευστότητα, αλλά και οι περιορισμένες υποχρεώσεις προς τρίτους.

Επομένως, από την ανάλυση μπορεί να αναδειχθεί και η σημασία της ενεργοποίησης και ανάπτυξης αποτελεσματικών συμβουλευτικών δομών για τις νέες επιχειρήσεις, με σκοπό την



ενίσχυση της εξωστρέφειάς τους. Μια πολιτική προς αυτή την κατεύθυνση οφείλει να περιλαμβάνει την αποτελεσματική παροχή υποστηρικτικών υπηρεσιών, όπως α) διευκόλυνση της μεταφοράς πληροφοριών και γνώσης αναφορικά με τις εκτός των συνόρων αγορές και τη ζήτηση για τεχνολογία, β) βοήθεια στην ανάπτυξη ενός στρατηγικού σχεδίου δράσης σχετικά με διεθνείς δραστηριότητες, γ)

εργαλεία δικτυοποίησης με πιθανούς στρατηγικούς επιχειρηματικούς εταίρους που δραστηριοποιούνται ήδη σε ξένες αγορές, δ) καθιέρωση ενός πρακτικού οδηγού για το επιχειρείν σε χώρες εντός και εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ε) εξάλειψη πιθανών νομικών εμποδίων, στ) ενημέρωση για πιθανούς τρόπους χρηματοδότησης της εξαγωγικής δραστηριότητας.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Arellano, M. and O. Bover (1995), “Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-Components Models”, *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51.
- Baltagi, B. (2008), *Econometric Analysis of Panel Data*. John Wiley & Sons.
- Bellone, F., P. Musso, L. Nesta and S. Schiavo (2010), “Financial Constraints and Firm Export Behaviour”, *The World Economy*, 33(3), 347-373.
- Bernard, A.B. and J.B. Jensen (2004), “Why Some Firms Export”, *Review of Economics and Statistics*, 86(2), 561-569.
- Calof, J.L. (1994), “The Relationship between Firm Size and Export Behavior Revisited”, *Journal of International Business Studies*, 25(2), 367-387.
- Cavusgil, S.T. (1984), “Organizational Characteristics Associated with Export Activity”, *Journal of Management Studies*, 21(1), 3-22.
- Chaney, T. (2005), “Liquidity Constrained Exporters”, mimeo, University of Chicago.
- Coviello, N.E. (1994), “Internationalizing the Entrepreneurial High Technology, Knowledge-Intensive Firm” (Doctoral dissertation, ResearchSpace@ Auckland).
- Czarnitzki, D. and A. Spielkamp (2003), “Business Services in Germany: Bridges for Innovation”, *The Service Industries Journal*, 23(2), 1-30.
- Freeman, J., C. Styles and M. Lawley (2012), “Does Firm Location Make a Difference to the Export Performance of SMEs?”, *International Marketing Review*, 29(1), 88-113.
- Giotopoulos, I. (2014), “Dynamics of Firm Profitability and Growth: Do Knowledge-Intensive (Business) Services Persistently Outperform?”, *International Journal of the Economics of Business*, 21(3), 291-319.
- Giotopoulos, I. and G. Fotopoulos (2010), “Intra-Industry Growth Dynamics in the Greek Services Sector: Firm-Level Estimates for ICT-Producing, ICT-Using, and Non-ICT Industries”, *Review of Industrial Organization*, 36(1), 59-74.
- Greenaway, D., A. Guariglia and R. Kneller (2007), “Financial Factors and Exporting Decisions”, *Journal of International Economics*, 73(2), 377-395.
- Hensler, D.A., R.C. Rutherford and T.M. Springer (1997), “The Survival of Initial Public Offerings in the Aftermarket”, *Journal of Financial Research*, 20(1), 93-110.
- Hessels, J. and A. van Stel (2011), “Entrepreneurship, Export Orientation, and Economic Growth”, *Small Business Economics*, 37(2), 255-268.
- Ito, K. and V. Pucik (1993), “R&D Spending, Domestic Competition, and Export Performance of Japanese Manufacturing Firms”, *Strategic Management Journal*, 14(1), 61-75.
- Jaffe, A.B., M. Trajtenberg and R. Henderson (1993), “Geographic Localization of Knowledge Spillovers as Evidenced by Patent Citations”, *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 577-598.
- Kaynak, E. and W.K. Kuan (1993), “Environment, Strategy, Structure, and Performance in the Context of Export Activity: An Empirical Study of Taiwanese Manufacturing Firms”, *Journal of Business Research*, 27(1), 33-49.
- Krugman, P. (1998), “What’s New About the New Economic Geography?”, *Oxford Review of Economic Policy*, 14(2), 7-17.
- Manova, K. (2006), “Credit Constraints, Heterogeneous Firms and International Trade”, mimeo, available at SSRN: <http://ssrn.com/paper=952552>.
- McDougall, P., S. Shane and B.M. Oviatt (1994), “Explaining the Formation of International New Ventures: The Limits of Theories from International Business Research”, *Journal of Business Venturing*, 9(6), 469-487.
- Melitz, M.J. (2003), “The Impact of Trade in Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity”, *Econometrica*, 71(6), 1695-1725.
- Miles, I., N. Kastrinos, R. Bilderbeek, P. Den Hertog, K. Flanagan, W. Huntink and M. Bouman (1995), “Knowledge-intensive business services: users, carriers and sources of innovation”. European Innovation Monitoring System (EIMS) Reports.

- Miller, R. (1994), "Global R&D Networks and Large-scale Innovations: The Case of the Automobile Industry", *Research Policy*, 23(1), 27-46.
- Moini, A. (1995), "An Inquiry into Successful Exporting: An Empirical Investigation Using a Three-Stage Model", *Journal of Small Business Management*, 33(3), 9-25.
- Oviatt, B.M. and P.P. McDougall (1994), "Toward a Theory of International New Ventures", *Journal of International Business Studies*, 25(1), 45-64.
- Oviatt, B.M. and P.P. McDougall (2005), "Defining International Entrepreneurship and Modeling the Speed of Internationalization", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(5), 537-554.
- Porter, M.E. (ed.) (1986), *Competition in Global Industries*. Harvard Business Press.
- Porter, M.E. (1990), *The Competitive Advantage of Nations*. New York: Free Press.
- Roberts, M.J. and J.R. Tybout (1997), "The Decision to Export in Colombia: An Empirical Model of Entry with Sunk Costs", *The American Economic Review*, 87(4), 545-564.
- Samiee, S. and P.G. Walters (1990), "Influence of Firm Size on Export Planning and Performance", *Journal of Business Research*, 20(3), 235-248.
- Yeoh, P.L. (2004), "International Learning: Antecedents and Performance Implications among Newly Internationalizing Companies in an Exporting Context", *International Marketing Review*, 21(4/5), 511-535.
- Zahra, S.A., D.O. Neubaum and M. Huse (1997), "The Effect of the Environment on Export Performance among Telecommunications New Ventures", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 22(1), 25-46.



# Η ΜΕΤΑΒΑΣΗ ΣΤΗ ΝΕΑ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ – BPM6

Στυλιανή Μπέλλη  
Διεύθυνση Στατιστικής

Κωνσταντίνα Μπακινέζου  
Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών

## I ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το 2015 η Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ) δημοσίευσε τα στατιστικά στοιχεία του Ισοζυγίου Πληρωμών και της Διεθνούς Επενδυτικής Θέσης χρησιμοποιώντας τη νέα μεθοδολογία που ανέπτυξε το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) και περιγράφεται στην 6η έκδοση του Εγχειριδίου για το Ισοζύγιο Πληρωμών και τη Διεθνή Επενδυτική Θέση (Balance of Payments and International Investment Position Manual – BPM6). Το εγχειρίδιο αυτό θέτει τα διεθνή πρότυπα κατάρτισης των στατιστικών του ισοζυγίου πληρωμών και της διεθνούς επενδυτικής θέσης.

Το ΔΝΤ δημοσίευσε την 6η έκδοση του ανωτέρω εγχειριδίου (BPM6) το 2009, για να αντικαταστήσει την 5η έκδοση του 1993. Η βασική δομή του ισοζυγίου πληρωμών, η οποία περιλαμβάνει το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, το ισοζύγιο κεφαλαίων και το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών, παρέμεινε η ίδια υπό τη νέα έκδοση. Όμως, το υφιστάμενο πλαίσιο στατιστικής καταγραφής και αποτύπωσης των διεθνών οικονομικών σχέσεων τροποποιήθηκε ώστε να ληφθούν υπόψη τόσο τεχνικές όσο και οικονομικές αλλαγές. Νέες υποκατηγορίες, νέες ταξινομήσεις, πιο λεπτομερείς αναλύσεις, καθώς και η εισαγωγή νέων συναλλαγών οι οποίες δεν καταγράφονταν πριν, αυξάνουν τη δυνατότητα παροχής αναλυτικότερων πληροφοριών του στατιστικού συστήματος. Επίσης, δεδομένου ότι η μεθοδολογία του BPM6 σχεδιάστηκε για να προωθήσει την εναρμόνιση των στατιστικών του ισοζυγίου πληρωμών και της διεθνούς επενδυτικής θέσης με τους εθνικούς λογαριασμούς, οι έννοιες, η ορολογία και η κωδικοποίηση των στοιχείων έχουν πλέον εναρμονιστεί πλήρως.

Οι νέοι κανόνες είναι υποχρεωτικοί για τις χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) σύμφωνα με το σχετικό Κανονισμό του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου, όπως αυτός τροποποιήθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.<sup>1</sup> Επιπλέον, οι στατιστικές υποχρεώσεις των κεντρικών τραπεζών του Ευρωσυστήματος προς την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) ορίζονται λεπτομερώς σε σχετικές κατευθυντήριες γραμμές της ΕΚΤ.<sup>2</sup> Η υιοθέτηση της 6ης έκδοσης του εγχειριδίου από τις χώρες της ΕΕ έγινε προοδευτικά μέσα στο 2014, ενώ η ΕΚΤ και η Eurostat δημοσίευσαν το ισοζύγιο πληρωμών της ευρωζώνης και της ΕΕ με βάση τους νέους κανόνες στο τέλος του 2014.

Η αναθεώρηση της μεθοδολογίας του ισοζυγίου πληρωμών έγινε σκόπιμα ταυτόχρονα με την αναθεώρηση της μεθοδολογίας των εθνικών λογαριασμών, ώστε να επιτευχθεί μεγαλύτερη συνέπεια στην ορολογία και στον τρόπο καταγραφής των οικονομικών μεγεθών. Επισημαίνεται ότι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, το ΔΝΤ, ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ), τα Ηνωμένα Έθνη και η Παγκόσμια Τράπεζα, από κοινού, αναθεώρησαν και δημοσίευσαν το νέο Σύστημα Εθνικών Λογαριασμών το 2008 (SNA 2008).<sup>3</sup> Ειδικότερα για τις χώρες-μέλη της ΕΕ, οι λογι-

1 Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 184/2005 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 12ης Ιανουαρίου 2005, σχετικά με τις κοινοτικές στατιστικές για το ισοζύγιο πληρωμών, το διεθνές εμπόριο υπηρεσιών και τις άμεσες ξένες επενδύσεις, και Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 555/2012 της Επιτροπής, της 22ας Ιουνίου 2012, για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 184/2005 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τις κοινοτικές στατιστικές για το ισοζύγιο πληρωμών, το διεθνές εμπόριο υπηρεσιών και τις άμεσες ξένες επενδύσεις, όσον αφορά την επικαιροποίηση των απαιτήσεων για στοιχεία και των ορισμών.

2 Κατευθυντήρια γραμμή ΕΚΤ/2011/23, της 9ης Δεκεμβρίου 2011, σχετικά με τις υποχρεώσεις παροχής στατιστικών στοιχείων που θεσπίζει η ΕΚΤ όσον αφορά τα στατιστικά στοιχεία του εξωτερικού τομέα και η τροποποίησή της ΕΚΤ/2013/25, της 30ής Ιουλίου 2013.

3 European Commission, IMF, OECD, UN, World Bank (2009), System of National Accounts 2008 (SNA 2008).

στικοί κανόνες προσδιορίζονται με μεγαλύτερη ακρίβεια και ανάλυση από το ESA 2010,<sup>4</sup> και η μετάβαση στο ESA 2010 πραγματοποιήθηκε μέσα στο 2014, ταυτόχρονα με τη μετάβαση στη νέα μεθοδολογία του BPM6.

Στην περίπτωση της Ελλάδος, η μετάβαση στη νέα μεθοδολογία κατάρτισης του ισοζυγίου πληρωμών συνοδεύθηκε και από μια επιπλέον σημαντική αλλαγή, η οποία συνδέεται κυρίως με την αναγκαιότητα εναρμόνισης των στατιστικών στοιχείων ισοζυγίου πληρωμών με τους εθνικούς λογαριασμούς. Συγκεκριμένα, τα στοιχεία των διακανονισμών που χρησιμοποιούνταν από την ΤτΕ για την κατάρτιση του ισοζυγίου αγαθών αντικαταστάθηκαν από τα στοιχεία εξωτερικού εμπορίου της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής (ΕΛΣΤΑΤ) και παράλληλα ενσωματώθηκαν στις εισαγωγές και οι εκτιμήσεις των εθνικών λογαριασμών της ΕΛΣΤΑΤ για τις παράνομες δραστηριότητες. Ως αποτέλεσμα των αλλαγών αυτών, αναθεωρήθηκε το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, καθώς και ο λόγος αυτού προς το ΑΕΠ, ο οποίος παρακολουθείται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στο πλαίσιο της Διαδικασίας Μακροοικονομικών Ανισορροπιών (Macroeconomic Imbalances Procedure – MIP).<sup>5</sup> Ωστόσο, η ανάλυση των αναθεωρημένων σειρών από το 2002 δείχνει σημαντική προσαρμογή της οικονομίας, που επιτεύχθηκε σταδιακά, προς τον ισοσκελισμό του εξωτερικού ελλείμματος.

Η εργασία που ακολουθεί έχει στόχο την παρουσίαση των αλλαγών που εισήγαγε η υιοθέτηση του νέου εγχειριδίου BPM6 (ενότητα 2), την περιγραφή της διαδικασίας ενσωμάτωσης των στοιχείων της ΕΛΣΤΑΤ στο ισοζύγιο αγαθών (ενότητα 3) και τη σύγκριση των αποτελεσμάτων των αλλαγών αυτών με τις παλαιές σειρές των μεγεθών του ισοζυγίου πληρωμών (ενότητα 4).

## 2 ΟΙ ΚΥΡΙΟΤΕΡΕΣ ΑΛΛΑΓΕΣ ΠΟΥ ΕΙΣΗΓΑΓΕ ΤΟ BPM6

Το αναθεωρημένο εγχειρίδιο του ΔΝΤ λαμβάνει υπόψη σημαντικές εξελίξεις που έλαβαν

χώρα στη διεθνή οικονομία μετά τις αρχές της δεκαετίας του '90, όταν δηλαδή δημοσιεύθηκε η 5η έκδοση του εγχειριδίου (BPM5, 1993).

Οι κύριοι παράγοντες που επηρέασαν την αναθεώρηση σχετίζονται με την παγκοσμιοποίηση, με κύρια χαρακτηριστικά την εκτεταμένη χρήση διασυνοριακών διαδικασιών παραγωγής, την πολυπλοκότητα των δομών των πολυεθνικών εταιριών και τη διεθνή κινητικότητα της εργασίας.

Στις διεθνοποιημένες οικονομίες, μεγάλη βαρύτητα αποκτούν τα στοιχεία των ισολογισμών (balance sheet data), δηλαδή τα στοιχεία υπολοίπων ενεργητικού και παθητικού, ως εργαλείο ανάλυσης των διεθνών οικονομικών εξελίξεων, του βαθμού έκθεσης της οικονομίας στο εξωτερικό οικονομικό περιβάλλον, της επικινδυνότητας και διατηρησιμότητας μιας κατάστασης. Τα στοιχεία αυτά αντανακλώνται στη διεθνή επενδυτική θέση και γ' αυτό το λόγο, σε σύγκριση με το προηγούμενο εγχειρίδιο, το BPM6 καλύπτει τη διεθνή επενδυτική θέση πολύ εκτενέστερα.

Επίσης, η πολυπλοκότητα των χρηματοοικονομικών προϊόντων που προέκυψε από την τεχνολογική ανάπτυξη και τις χρηματοπιστωτικές καινοτομίες οδήγησε στην ανάγκη επικαιροποίησης της στατιστικής καταγραφής αυτών των μέσων, με σκοπό την καλύτερη παρακολούθησή τους.

### 2.1 ΟΙ ΚΥΡΙΟΤΕΡΕΣ ΑΛΛΑΓΕΣ ΣΤΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΑΓΑΘΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ

Το BPM6 επαναπροσδιορίζει τα όρια μεταξύ αγαθών και υπηρεσιών (βλ. Πίνακα 1). Το ισοζύγιο αγαθών ορίζεται ως το σύνολο των συναλλαγών που σχετίζεται με παραγόμενα αγαθά εφόσον υπάρχει αλλαγή ιδιοκτησίας

4 Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 549/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Μαΐου 2013, για το σύστημα Εθνικών και Περιφερειακών Λογαριασμών της ΕΕ.

5 Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 1176/2011 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Νοεμβρίου 2011, σχετικά με την πρόληψη και τη διόρθωση των υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών. Επίσης, "Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances", *European Economy, Occasional Papers*, 92, February 2012.

**Πίνακας Ι Οι κυριότερες αλλαγές που σχετίζονται με τη μετάβαση στο ΒΡΜ6**

BMP5		BMP6	
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ</b>			
<i>Αγαθά</i>	Εμπορεύματα	<i>Αγαθά</i>	Εμπορεύματα <i>εκ των οποίων προμήθειες εφοδίων</i>
	Προμήθειες εφοδίων		Τριγωνικές συναλλαγές
	Επισκευές		
	Επεξεργασία		
<i>Υπηρεσίες</i>		<i>Υπηρεσίες</i>	Επισκευές
			Επεξεργασία
	Μεταφορές		Μεταφορές <i>εκ των οποίων ταχυδρομικές/courier</i>
	Ταξιδιωτικό		Ταξιδιωτικό
	Κατασκευαστικές		Κατασκευαστικές
	Ασφαλιστικές		Ασφαλιστικές και συνταξιοδοτικές
	Χρηματοοικονομικές υπηρεσίες		Χρηματοοικονομικές υπηρεσίες <i>εκ των οποίων FISIM</i>
	Χρεώσεις για τη χρήση δικαιωμάτων διανοητικής ιδιοκτησίας (royalties)		Χρεώσεις για τη χρήση δικαιωμάτων διανοητικής ιδιοκτησίας (royalties)
	Υπηρεσίες πληροφορικής και πληροφόρησης		Υπηρεσίες τηλεπικοινωνιών, πληροφορικής και πληροφόρησης
	Επικοινωνίες <i>εκ των οποίων ταχυδρομικές/courier εκ των οποίων τηλεπικοινωνίες</i>		
	Λοιπές επιχειρηματικές υπηρεσίες <i>εκ των οποίων τριγωνικές συναλλαγές (merchating)</i>		Λοιπές επιχειρηματικές υπηρεσίες
	Υπηρεσίες προσωπικές, πολιτιστικές και ψυχαγωγικές		Υπηρεσίες προσωπικές, πολιτιστικές και ψυχαγωγικές
	Αγαθά και υπηρεσίες της γενικής κυβέρνησης		Αγαθά και υπηρεσίες της γενικής κυβέρνησης
<i>Εισοδήματα</i>	Εισόδημα από εργασία	<i>Πρωτογενή εισοδήματα</i>	Εισόδημα από εργασία
	Εισόδημα από επενδύσεις <i>συμπεριλαμβανομένου FISIM</i>		Εισόδημα από επενδύσεις <i>μη συμπεριλαμβανομένου FISIM</i>
			Λοιπό πρωτογενές εισόδημα <i>εκ των οποίων μέρος από πρώην τρέχουσες μεταβιβάσεις γενικής κυβέρνησης εκ των οποίων ενοίκια</i>
<i>Τρέχουσες μεταβιβάσεις</i>	Τρέχουσες μεταβιβάσεις γενικής κυβέρνησης	<i>Δευτερογενή εισοδήματα</i>	Μέρος από πρώην τρέχουσες μεταβιβάσεις γενικής κυβέρνησης
	Μεταναστευτικά εμβάσματα		Μεταναστευτικά εμβάσματα
	Λοιπά		Λοιπά
<b>ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ</b>			
<i>Άμεσες επενδύσεις</i>	Κατοίκων στο εξωτερικό	<i>Άμεσες επενδύσεις</i>	Απαιτήσεις
	Μη κατοίκων στην Ελλάδα		Υποχρεώσεις
<i>Επενδύσεις χαρτοφυλακίου</i>	Απαιτήσεις	<i>Επενδύσεις χαρτοφυλακίου</i>	Απαιτήσεις
	Υποχρεώσεις		Υποχρεώσεις
<i>Παράγωγα</i>		<i>Παράγωγα</i>	
<i>Λοιπές επενδύσεις</i>	Απαιτήσεις	<i>Λοιπές επενδύσεις</i>	Απαιτήσεις <i>εκ των οποίων ευρωτραπεζογραμμάτια</i>
	Υποχρεώσεις		Υποχρεώσεις <i>εκ των οποίων ευρωτραπεζογραμμάτια εκ των οποίων υποχρεώσεις σε SDR</i>
<i>Μεταβολή συναλλαγματικών διαθεσίμων</i>		<i>Μεταβολή συναλλαγματικών διαθεσίμων</i>	

μεταξύ κατοίκου και μη κατοίκου (αρχή της αλλαγής ιδιοκτησίας). Ως εκ τούτου, αναταξινομούνται οι τριγωνικές συναλλαγές (merchasing),<sup>6</sup> καθώς και τα αγαθά για επεξεργασία ή επισκευή.

Οι τριγωνικές συναλλαγές, σύμφωνα με την παλαιά μεθοδολογία, είχαν τη μορφή μιας υπηρεσίας μεταπώλησης, όπου το αγαθό αγοράζεται και στη συνέχεια μεταπωλείται χωρίς ουσιαστική μετατροπή, και περιλαμβάνονταν στο ισοζύγιο υπηρεσιών. Αντίθετα, η νέα μεθοδολογία δίνει έμφαση στην αλλαγή ιδιοκτησίας του αγαθού και γι' αυτό οι τριγωνικές συναλλαγές παρουσιάζονται ως χωριστή υποκατηγορία στο ισοζύγιο αγαθών. Τα αγαθά που αγοράζονται στο πλαίσιο των τριγωνικών συναλλαγών αποτελούν αρνητική εξαγωγή (και όχι εισαγωγή), διότι αγοράζονται με μοναδικό σκοπό να πωληθούν (θετικές εξαγωγές).<sup>7</sup> Αυτή η αλλαγή δεν επηρεάζει το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Συγκεκριμένα στην περίπτωση της Ελλάδος, δεν επηρεάζει ουσιαστικά ούτε το ισοζύγιο αγαθών, αφού η συντριπτική πλειοψηφία των τριγωνικών συναλλαγών ήδη καταγράφονταν ως αγαθά στο ελληνικό ισοζύγιο πληρωμών.

Οι καθαρές εξαγωγές αγαθών για επεξεργασία ή επισκευή αναταξινομούνται από τα αγαθά στις υπηρεσίες, σύμφωνα με τη νέα μεθοδολογία. Σύμφωνα με την παλαιά μεθοδολογία, η κίνηση αγαθών για επεξεργασία, κατά την οποία το αγαθό υφίσταται σημαντική μετατροπή χωρίς όμως να αλλάξει ιδιοκτησία, καταγράφονταν στο ισοζύγιο υπηρεσιών, καθώς η αξία της παρεχόμενης υπηρεσίας περιλαμβανόταν στην αξία του εμπορεύματος. Στο BPM6, η επεξεργασία καταχωρείται στις υπηρεσίες ως “υπηρεσίες επεξεργασίας αγαθών με χρήση υλών που ανήκουν σε τρίτους”. Εφόσον η ιδιοκτησία του αγαθού δεν αλλάζει χέρια, τότε δεν δημιουργείται ανάγκη καταγραφής στις διεθνείς συναλλαγές αγαθών. Η ίδια αρχή ισχύει και για τις διασυνοριακές επισκευές αγαθών.

Γενικότερα, η εφαρμογή της αρχής της αλλαγής ιδιοκτησίας στο ισοζύγιο πληρωμών οδήγησε σε περισσότερες θεωρητικές διαφορές

μεταξύ των στατιστικών του ισοζυγίου πληρωμών και των στατιστικών εξωτερικού εμπορίου. Τέτοιες διαφορές εντοπίζονται όταν τα αγαθά διασχίζουν τα σύνορα (στοιχείο πολύ σημαντικό για τις στατιστικές εξωτερικού εμπορίου) χωρίς να υπάρχει αλλαγή στην ιδιοκτησία μεταξύ κατοίκων και μη κατοίκων. Προκειμένου να επιτευχθεί η μετάβαση από τα στοιχεία εξωτερικού εμπορίου στο ισοζύγιο αγαθών του ισοζυγίου πληρωμών, οι διεθνείς οργανισμοί προτείνουν συγκεκριμένες στατιστικές προσαρμογές, στις οποίες θα γίνει εκτενέστερη αναφορά στο δεύτερο μέρος αυτού του άρθρου, όταν θα περιγράψουμε τις επιπτώσεις από την ενσωμάτωση των στοιχείων εξωτερικού εμπορίου της ΕΛΣΤΑΤ στο ισοζύγιο αγαθών.

Η αλλαγή μεθοδολογίας απαιτεί και ορισμένες αναταξινομήσεις στο ισοζύγιο των υπηρεσιών. Συγκεκριμένα, οι “υπηρεσίες επικοινωνίας” καταργούνται και οι μεν ταχυδρομικές/courier υπηρεσίες μετακινούνται στις “μεταφορικές υπηρεσίες”, οι δε τηλεπικοινωνίες μετακινούνται στις “υπηρεσίες τηλεπικοινωνιών, πληροφορικής και πληροφόρησης”.

Στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, πέρα από τις υπηρεσίες που χρεώνονται με ρητές επιβαρύνσεις (π.χ. προμήθειες), εισάγεται και η έννοια της υπηρεσίας χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης που μετρείται έμμεσα (Financial Intermediation Services Indirectly Measured – FISIM). Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα παρέχουν ορισμένες χρηματοοικονομικές υπηρεσίες για τις οποίες αμείβονται έμμεσα, μέσω του περιθωρίου επιτοκίου. Συγκεκριμένα, ο συνολικός τόκος μπορεί να θεωρηθεί ότι περιλαμβάνει δύο στοιχεία: ένα στοιχείο εισοδήματος (“καθαρός τόκος”) και μία αμοιβή υπηρεσίας (FISIM). Δηλαδή οι τράπεζες παρέχουν στους καταθέτες τους επι-

6 Ως τριγωνική συναλλαγή ορίζεται η αγορά αγαθών που αποκτήσει κάτοικος (της οικονομίας που υποβάλλει στοιχεία) από μη κάτοικο, η οποία συνδυάζεται με τη μετέπειτα μεταπώληση των ίδιων αγαθών σε άλλον μη κάτοικο, χωρίς αυτά να βρίσκονται στην οικονομία που υποβάλλει τα στοιχεία.

7 Οι καθαρές εξαγωγές αγαθών στο πλαίσιο τριγωνικών συναλλαγών, οι οποίες αποτελούν τη διαφορά μεταξύ πωλήσεων και αγορών αγαθών, μπορούν να είναι αρνητικές στην περίπτωση ζημιών ή μεταβολών στα αποθέματα.



τόκια χαμηλότερα από εκείνα που χρεώνουν τους δανειολήπτες τους. Το περιθώριο που προκύπτει χρησιμοποιείται εν μέρει από τις τράπεζες για την κάλυψη των εξόδων τους και την παροχή λειτουργικού πλεονάσματος.

Σύμφωνα με την παλαιά μεθοδολογία, το FISIM δεν καταγραφόταν χωριστά από το συνολικό τόκο και επομένως δεν περιλαμβανόταν στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες αλλά στο ισοζύγιο εισοδημάτων. Στο BPM6, το FISIM εκτιμάται για τα δάνεια και τις καταθέσεις έναντι των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και αποδίδεται στο ισοζύγιο υπηρεσιών. Ο καθαρός τόκος ως μέρος του συνολικού τόκου (χωρίς FISIM) συνεχίζει να αποτελεί μέρος του ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων (ισοζυγίου εισοδημάτων στο BPM5).

Οι υπηρεσίες FISIM εκτιμώνται από την ΕΛΣΤΑΤ στο πλαίσιο των Εθνικών Λογαριασμών, με τη χρήση ενός υποδείγματος όπου η απόκλιση του πραγματικού επιτοκίου από το επιτόκιο αναφοράς (το οποίο δεν περιλαμβάνει FISIM) χρησιμοποιείται ως η τιμή με την οποία θα πολλαπλασιαστεί η κατάθεση ή το δάνειο, ως ποσοτικό στοιχείο. Σημειώνεται ότι προς το παρόν το FISIM δεν περιλαμβάνεται στο ισοζύγιο πληρωμών, καθώς αναπτύσσονται από κοινού αναθεωρημένες εκτιμήσεις της ΕΛΣΤΑΤ σε συνεργασία με την Τράπεζα της Ελλάδος.

## 2.2 ΟΙ ΕΝΝΟΙΕΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΚΑΙ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΩΝ

Η άλλη σημαντική αλλαγή που αφορά την ταξινόμηση και την παρουσίαση των στοιχείων του ισοζυγίου πληρωμών είναι η εισαγωγή δύο νέων συνιστωσών, του *ισοζυγίου πρωτογενών εισοδημάτων* και του *ισοζυγίου δευτερογενών εισοδημάτων* στη θέση των παλαιότερων, του ισοζυγίου εισοδημάτων και ισοζυγίου τρεχουσών μεταβιβάσεων αντίστοιχα, προκειμένου να επιτευχθεί μεγαλύτερη συνέπεια με τους εθνικούς λογαριασμούς.

Το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων περιλαμβάνει ροές οι οποίες σχετίζονται με τις

εισπράξεις των οικονομικών φορέων για τη συμβολή τους στην παραγωγική διαδικασία (εισοδήματα από εργασία) ή για την παροχή των χρηματοοικονομικών περιουσιακών τους στοιχείων (εισοδήματα από επενδύσεις) ή από την ενοικίαση φυσικών πόρων σε άλλους οικονομικούς φορείς (ενοίκια).

Αποτελείται από τα εισοδήματα εξαρτημένης εργασίας (αμοιβές, μισθοί), τα εισοδήματα από επενδύσεις (τόκοι, μερίσματα, κέρδη) και από τα λοιπά πρωτογενή εισοδήματα, τα οποία περιλαμβάνουν μεγέθη που προηγουμένως ανήκαν στις τρέχουσες μεταβιβάσεις. Η υποκατηγορία των λοιπών πρωτογενών εισοδημάτων περιλαμβάνει κυρίως φόρους και επιδοτήσεις επί των προϊόντων ή της παραγωγής, καθώς επίσης και μισθώματα από την εκμετάλλευση φυσικών πόρων (π.χ. υπέδαφος).

Το ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων ως έννοια βρίσκεται πλησιέστερα στις παλαιές τρέχουσες μεταβιβάσεις. Ωστόσο, στο εξής θα παρουσιάσει λιγότερες εισπράξεις, εξαιτίας του γεγονότος ότι οι εισπράξεις από ορισμένα ταμεία της ΕΕ (κυρίως FEOGA) έχουν αναταξινομηθεί στα λοιπά πρωτογενή εισοδήματα.

## 2.3 ΟΙ ΚΥΡΙΟΤΕΡΕΣ ΑΛΛΑΓΕΣ ΣΤΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

### 2.3.1 Αλλαγές στα πρόσημα

Η νέα μεθοδολογία του BPM6 δίνει ιδιαίτερη έμφαση στη σχέση μεταξύ των ροών του χρηματοοικονομικού ισοζυγίου και των υπολοίπων των απαιτήσεων και υποχρεώσεων, που εμφανίζονται στη ΔΕΘ. Συγκεκριμένα, οι μεταβολές των τελευταίων κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου προκύπτουν είτε από συναλλαγές στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών είτε από μεταβολές στις αποτιμήσεις των μεγεθών είτε από άλλου είδους στατιστικές προσαρμογές. Ακολουθώντας αυτή τη λογική, η χρήση του προσήμου στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών αλλάζει για να συμβαδίζει με τις μεταβολές

**Πίνακας 2 Αλλαγή στο πρόσημο στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών που σχετίζεται με τη μετάβαση στο BPM6**

BMP5	BMP6
<i>Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών</i>	<i>Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών</i>
Η αύξηση των απαιτήσεων παρουσιάζεται με αρνητικό πρόσημο ( - )	Η αύξηση των απαιτήσεων παρουσιάζεται με θετικό πρόσημο ( + )
Η αύξηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων (απαιτήσεων) παρουσιάζεται με αρνητικό πρόσημο ( - )	Η αύξηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων (απαιτήσεων) παρουσιάζεται με θετικό πρόσημο ( + )
Η αύξηση των υποχρεώσεων παρουσιάζεται με θετικό πρόσημο ( + )	Η αύξηση των υποχρεώσεων παρουσιάζεται με θετικό πρόσημο ( + )
Η αύξηση των καθαρών απαιτήσεων παρουσιάζεται με αρνητικό πρόσημο ( - )	Η αύξηση των καθαρών απαιτήσεων παρουσιάζεται με θετικό πρόσημο ( + )

στη διεθνή επενδυτική θέση (βλ. Πίνακα 2). Οι καθαρές εκροές κεφαλαίων αυξάνουν τις καθαρές απαιτήσεις έναντι του εξωτερικού και καταγράφονται με θετικό πρόσημο, σε αντίθεση με την προηγούμενη πρακτική. Το αρνητικό πρόσημο στις απαιτήσεις δεν θα υποδηλώνει πλέον αύξηση των απαιτήσεων (εκροή) και το θετικό πρόσημο στις απαιτήσεις δεν θα υποδηλώνει πλέον μείωση των απαιτήσεων (εισροή). Αντίθετα, το θετικό πρόσημο θα σημαίνει αύξηση των απαιτήσεων, ενώ το αρνητικό πρόσημο μείωση των απαιτήσεων. Κατ' αντιστοιχία, το θετικό πρόσημο στις υποχρεώσεις σημαίνει αύξηση αυτών και το αρνητικό πρόσημο μείωσή τους, όπως συνέβαινε μέχρι τώρα.

Κατά τον ίδιο τρόπο, η μεταβολή των συναλλαγματικών διαθεσίμων αλλάζει και αυτή πρόσημο. Η αύξηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων παρουσιάζεται πλέον με θετικό πρόσημο, ενώ η μείωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων με αρνητικό πρόσημο.

### 2.3.2 Αλλαγές στις ξένες άμεσες επενδύσεις

Άλλη σημαντική αλλαγή στην παρουσίαση των στοιχείων είναι η καταγραφή των άμεσων επενδύσεων με βάση την αρχή των απαιτήσεων/υποχρεώσεων αντί για την αρχή της “κατεύθυνσης της επένδυσης” που ίσχυε μέχρι σήμερα. Πιο συγκεκριμένα, η αρχή της “κατεύθυνσης της επένδυσης” είχε ως κύριο χαρακτηριστικό την καταγραφή των στοιχείων

σε καθαρούς όρους, δηλαδή από το αρχικό κεφάλαιο που επένδυσε ο άμεσος επενδυτής αφαιρούνταν όλες οι αντίστροφες επενδύσεις (από την εταιρία άμεσης επένδυσης προς τον άμεσο επενδυτή).

Σύμφωνα με την αρχή των απαιτήσεων/υποχρεώσεων, η οποία ισχύει στο BPM6, η παρουσίαση των στοιχείων των άμεσων επενδύσεων γίνεται με βάση το αν αυτά αποτελούν απαίτηση ή υποχρέωση ως προς τη χώρα αναφοράς. Έτσι, για την Ελλάδα παραδείγματος χάριν, όλες οι επενδύσεις από Έλληνες κατοίκους προς το εξωτερικό καταγράφονται ως απαιτήσεις και όλες οι επενδύσεις από ξένους κατοίκους προς την Ελλάδα καταγράφονται ως υποχρεώσεις.

Η χρησιμότητα αυτού του τρόπου παρουσίασης έγκειται πάνω απ' όλα στο γεγονός ότι συμβαδίζει με τη γενικότερη παρουσίαση των λογαριασμών του ισοζυγίου χρηματοοικονομικών συναλλαγών και της διεθνούς επενδυτικής θέσης. Επίσης είναι συνεπής και με την παρουσίαση των στοιχείων του ισολογισμού μιας κανονικής εταιρίας και έτσι διευκολύνει τη σύγκριση μεταξύ δεδομένων. Σημειώνεται ότι η νέα μεθοδολογία δεν επηρεάζει το καθαρό ισοζύγιο των άμεσων επενδύσεων, αλλά αυξάνει τόσο τις απαιτήσεις όσο και τις υποχρεώσεις. Επισημαίνεται ότι τα στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών της Ελλάδος δεν επηρεάζονται σημαντικά από την εφαρμογή αυτής της νέας αρχής.

### 2.3.3 Αλλαγές στη στατιστική καταγραφή της έκδοσης τραπεζογραμματίων

Συγχρόνως με τη μετάβαση στη μεθοδολογία του BPM6 εφαρμόζονται και μερικές επιπλέον αλλαγές στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών – και συγκεκριμένα στις λοιπές επενδύσεις – οι οποίες συνδέονται με πρόσφατες αποφάσεις της ΕΚΤ και της Eurostat σχετικά με τη στατιστική καταγραφή από τα κράτη-μέλη της ευρωζώνης των εκδόσεων τραπεζογραμματίων.

Η καταγραφή των τραπεζογραμματίων ευρώ στο ισοζύγιο πληρωμών και τη διεθνή επενδυτική θέση βασιζόταν μέχρι τώρα στην παραδοχή ότι τόσο η πραγματική ποσότητα χαρτονομισμάτων που θέτει στην κυκλοφορία η εκάστοτε εθνική κεντρική τράπεζα όσο και η ποσότητα που διακρατείται από τους κατοίκους της κάθε χώρας ισούνται με την επίσημη ποσότητα έκδοσης, η οποία βασίζεται στην κλειδα συμμετοχής στο κεφάλαιο της ΕΚΤ (Capital Share Mechanism). Έτσι, δεν λαμβάνονταν υπόψη οι διασυννοριακές ροές χαρτονομισμάτων μετά την έκδοσή τους. Ταυτόχρονα, οι αντισταθμιστικές συναλλαγές των διασυννοριακών ροών χαρτονομισμάτων (π.χ. αγορές αγαθών και υπηρεσιών από τους τουρίστες) καταγράφονταν στο ισοζύγιο πληρωμών. Αυτό το γεγονός οδήγησε σε μία μη ισορροπημένη μέτρηση των σχετικών μεγεθών, στο βαθμό που οι διασυννοριακές ροές χαρτονομισμάτων δεν αντικατοπτρίζονταν από τις αντισταθμιστικές συναλλαγές.

Προκειμένου να διορθωθεί η κατάσταση αυτή και να επιτευχθεί εναρμόνιση με τα ήδη προσαρμοσμένα στοιχεία των εθνικών χρηματοπιστωτικών λογαριασμών (Financial Accounts), η ΕΚΤ και η Eurostat αποφάσισαν από κοινού ότι οι εκδόσεις τραπεζογραμματίων των εθνικών κεντρικών τραπεζών πάνω (ή κάτω) από την κλειδα συμμετοχής στο κεφάλαιο της ΕΚΤ θα αποτελούν αντίστοιχα υποχρεώσεις (ή απαιτήσεις) των χωρών-μελών έναντι του Ευρωσυστήματος. Επιπλέον, τα τραπεζογραμμάτια ευρώ που διακρατούνται από τους κατοίκους της κάθε χώρας-μέλους

και βρίσκονται πάνω ή κάτω από την επίσημη έκδοση τραπεζογραμματίων βασιζόμενη στο Capital Share Mechanism θα αποτελούν αντίστοιχα απαιτήσεις ή υποχρεώσεις των χωρών-μελών έναντι του εξωτερικού.

Το καθαρό αποτέλεσμα των δύο παραπάνω φαινομένων αντιστοιχεί σε εισαγωγές ή εξαγωγές τραπεζογραμματίων ευρώ μετά την έκδοσή τους, οι οποίες θα πρέπει θεωρητικά να αντανakλούν μία εξερχόμενη ή εισερχόμενη συναλλαγή (η οποία πληρώθηκε με χαρτονόμισμα και καταγράφηκε στο ισοζύγιο πληρωμών).

Στην Ελλάδα, μέχρι πρότινος, τα στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών και της διεθνούς επενδυτικής θέσης δεν περιλάμβαναν καμία προσαρμογή σε σχέση με τα τραπεζογραμμάτια, ακολουθώντας την ισχύουσα πρακτική. Η αλλαγή στην καταγραφή των σχετικών συναλλαγών που συντελέστηκε με το BPM6 επηρεάζει σημαντικά τις ακαθάριστες ροές και θέσεις στο εξωτερικό, αλλά έχει μικρή έως μηδαμινή επίπτωση στα καθαρά μεγέθη.

### 2.3.4 Οι υποχρεώσεις σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα (SDR)

Η κατανομή των ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων του ΔΝΤ στα μέλη του θα εμφανίζεται ως υποχρέωση του δικαιούχου στην κατηγορία των λοιπών επενδύσεων του ισοζυγίου πληρωμών και της διεθνούς επενδυτικής θέσης, με αντίστοιχη εγγραφή των ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων ως απαίτησης στα συναλλαγματικά διαθέσιμα.

## 3 Η ΕΝΣΩΜΑΤΩΣΗ ΤΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΗΣ ΕΛΣΤΑΤ ΣΤΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ

Στο πλαίσιο της αναθεώρησης της μεθοδολογίας κατάρτισης του ισοζυγίου πληρωμών, η Τράπεζα της Ελλάδος ενσωμάτωσε τα στοιχεία εμπορευματικών συναλλαγών της ΕΛΣΤΑΤ στην κατάρτιση του ισοζυγίου αγα-

θών (διαδικασία ευρύτατα διαδεδομένη στα κράτη-μέλη της ΕΕ) αντί των στοιχείων διακανονισμών που χρησιμοποιούνταν έως τον Ιούνιο του 2015. Η αλλαγή αυτή είχε ως αποτέλεσμα σημαντικές μεταβολές στο μέγεθος του ισοζυγίου αγαθών και κατά συνέπεια στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ενώ οι μεταβολές των μεγεθών που αφορούν υπηρεσίες ήταν αμελητέες.

Με την αλλαγή αυτή, χρησιμοποιούνται πλέον οι ίδιες πρωτογενείς πηγές στοιχείων στη διαδικασία κατάρτισης τόσο του ισοζυγίου πληρωμών όσο και του Λογαριασμού με την Αλλοδαπή των εθνικών λογαριασμών. Συγκεκριμένα, για τα αγαθά η πηγή είναι τα στοιχεία εμπορευματικών συναλλαγών της ΕΛΣΤΑΤ και για τις υπηρεσίες η έρευνα συνόρων της ΤτΕ για τις ταξιδιωτικές υπηρεσίες και τα στοιχεία διακανονισμών της ΤτΕ για τις λοιπές υπηρεσίες. Σημειώνεται ότι στο παρελθόν οι διαφορές μεταξύ των εθνικών λογαριασμών και του ισοζυγίου πληρωμών ήταν συνέπεια των διαφορών στη μεθοδολογική προσέγγιση και στον τρόπο συλλογής των στοιχείων για συναλλαγές που αφορούν αγαθά. Παράλληλα, η αλλαγή αυτή έχει συμβάλει σημαντικά στην εναρμόνιση της μεθοδολογίας κατάρτισης του ισοζυγίου πληρωμών με εκείνη των εθνικών λογαριασμών.

Τα στοιχεία της αξίας των εξαγωγών και εισαγωγών που ανακοινώνει η ΕΛΣΤΑΤ κάθε μήνα είναι η κύρια πηγή για τις συναλλαγές που αφορούν εμπορεύματα και αντιπροσωπεύουν το μεγαλύτερο μέρος (πάνω από το 90%) των μεγεθών των εισπράξεων από εξαγωγές και της δαπάνης για εισαγωγές του ισοζυγίου αγαθών.<sup>8</sup> Κατά τη διαδικασία όμως της κατάρτισης του ισοζυγίου πληρωμών προκύπτουν ορισμένες διαφοροποιήσεις από τα στοιχεία που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ κάθε μήνα.

Τα στατιστικά στοιχεία του εξωτερικού εμπορίου περιλαμβάνουν στοιχεία για προμήθειες εφοδίων – κυρίως καυσίμων από ξένες ναυτιλιακές και αεροπορικές εταιρίες, τα οποία καταγράφονται στις εξαγωγές – και στοιχεία για επεξεργασία αγαθών. Οι προμήθειες εφο-

δίων από ελληνικές εταιρίες στο εξωτερικό δεν καταγράφονται αντίστοιχα στις εισαγωγές από την ΕΛΣΤΑΤ, εφόσον δεν συλλέγονται στα ελληνικά τελωνεία. Για το λόγο αυτό, κατά την κατάρτιση του ισοζυγίου πληρωμών, στις εισαγωγές αγαθών προστίθενται και οι προμήθειες εφοδίων με βάση τα στοιχεία τα οποία συλλέγονται από την ΤτΕ. Τα στοιχεία που αφορούν επεξεργασία αγαθών εξαιρούνται από την κατάρτιση του ισοζυγίου αγαθών, αλλά στοιχεία της ΤτΕ για υπηρεσίες επεξεργασίας και επισκευών περιλαμβάνονται στο ισοζύγιο υπηρεσιών, όπως έχει ήδη αναφερθεί. Επίσης, κατά την κατάρτιση του ισοζυγίου πληρωμών χρησιμοποιούνται τα στοιχεία που συλλέγονται από την ΤτΕ για τις αγοραπωλησίες πλοίων (εξαιρώντας τα στοιχεία που συλλέγονται από την ΕΛΣΤΑΤ) και για τις τριγωνικές συναλλαγές.

Επιπλέον, όσον αφορά τις εισαγωγές, η διαδικασία κατάρτισης του ισοζυγίου πληρωμών απαιτεί τη μετατροπή της αξίας των εισαγωγών της ΕΛΣΤΑΤ, οι οποίες ανακοινώνονται σε όρους CIF (cost, insurance, freight), σε όρους FOB (free on board).<sup>9</sup> Τέλος, στις εισαγωγές περιλαμβάνεται και εκτίμηση της ΕΛΣΤΑΤ για το ύψος των μη δηλούμενων εισαγωγών, οι οποίες αφορούν κυρίως παράνομες δραστηριότητες (λαθρεμπόριο αλκοολούχων ποτών, προϊόντων καπνού, ναρκωτικών και άλλων προϊόντων, π.χ. ρούχων).

<sup>8</sup> Τα στοιχεία για το ενδοκοινοτικό εμπόριο συλλέγονται μέσω ειδικού εντύπου (δήλωση Intrastat) που υποβάλλουν οι επιχειρήσεις, για αξία συναλλαγών που είναι μεγαλύτερη του στατιστικού ορίου αναγγελίας, όπως αυτό προσδιορίζεται από την ΕΛΣΤΑΤ για κάθε έτος. Οι συναλλαγές μικρότερης αξίας, για τις οποίες δεν υπάρχει υποχρέωση υποβολής δήλωσης Intrastat, υπολογίζονται με βάση τους ευρωπαϊκούς κανονισμούς, από τα στοιχεία των Ανακεφαλωτικών Πινάκων Ενδοκοινοτικών Παραδόσεων και Αποκτήσεων, που υποχρεούνται όλες οι επιχειρήσεις να υποβάλλουν στο Υπουργείο Οικονομικών. Τα στοιχεία για τις εισαγωγές και εξαγωγές από και προς τρίτες χώρες εκτός ΕΕ (Extrastat), συγκοινωνούνται από τα τελωνεία μέσω Ενιαίου Διοικητικού Εντύπου. Στα στοιχεία αυτά ενσωματώνονται και τα προσωρινά στοιχεία των “ελλειπόντων τελωνειακών διασαφήσεων”, τα οποία συμπληρώνονται και οριστικοποιούνται στη συνέχεια και αφορούν κυρίως πετρελαιοειδή. Σημειώνεται όμως ότι τα στοιχεία για τα “πετρελαιοειδή” όπως δημοσιεύονται σε μηνιαία βάση από την ΕΛΣΤΑΤ δεν περιλαμβάνουν κωδικούς που δεν αφορούν πετρελαιοειδή (όπως π.χ. ανθρακίτης, λιγνίτης) και ηλεκτρική ενέργεια, τα οποία όμως λαμβάνονται υπόψη για την κατάρτιση του ισοζυγίου πληρωμών.

<sup>9</sup> Αυτό γίνεται με την εφαρμογή ενός σταθερού συντελεστή μετατροπής CIF/FOB ύψους 5% (δηλαδή  $FOB = (1-0,05) * CIF$ ). Η διαφορά που προκύπτει κατανέμεται στις μεταφορικές και ασφαλιστικές υπηρεσίες και καταγράφεται στο ισοζύγιο υπηρεσιών.

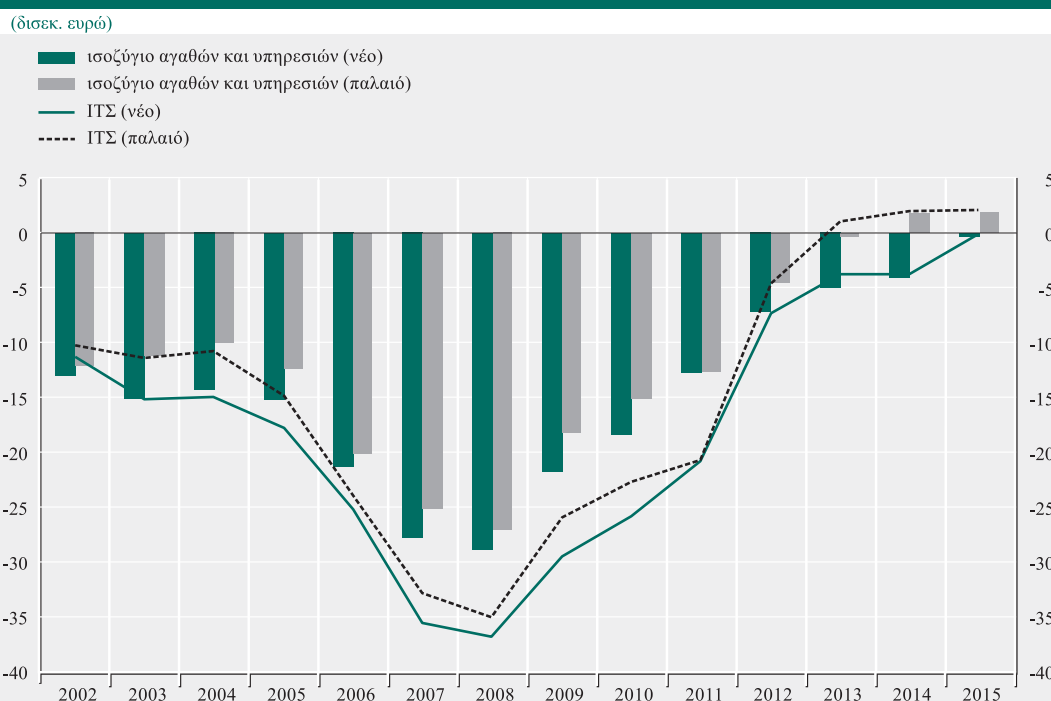
#### 4 ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ ΣΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ 2002-2015

Οι σημαντικότερες μεταβολές στα αναθεωρημένα στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών προέρχονται από την ενσωμάτωση των στοιχείων της ΕΛΣΤΑΤ στο ισοζύγιο αγαθών και από το συνυπολογισμό των εκτιμήσεων της ΕΛΣΤΑΤ για τις συναλλαγές που αφορούν παράνομες δραστηριότητες στις εισαγωγές. Σε σύγκριση με τα προηγούμενως δημοσιευμένα στοιχεία, τα αναθεωρημένα στοιχεία δείχνουν το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (και του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών, το οποίο αποτελεί το μεγαλύτερο μέρος του) σε υψηλότερα επίπεδα (βλ. Διαγράμματα 1 και 2). Διατηρείται όμως η εικόνα των εξελίξεων, ειδικότερα η θετική τάση στο διάστημα 2009-2015, κατά το οποίο το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μειώθηκε ως ποσοστό του ΑΕΠ κατά 15 ποσοστιαίες μονάδες και το έλλειμμα του

ισοζυγίου αγαθών κατά 8,5 μονάδες. Ειδικότερα, οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών έφθασαν το 30% του ΑΕΠ το 2015, έναντι 19% το 2009.

Τα αναθεωρημένα στοιχεία δείχνουν υψηλότερα επίπεδα τόσο των εξαγωγών όσο και των εισαγωγών κατά τη διάρκεια της περιόδου προσαρμογής μετά την κατάρρευση του παγκόσμιου εμπορίου το 2009 (βλ. Διάγραμμα 3). Σε σχέση με την εικόνα που παρουσίαζαν οι προηγούμενες σειρές, η ανοδική τάση των εξαγωγών φαίνεται να επιβραδύνεται από το 2012 και μετά και η μείωση των εισαγωγών ακολουθεί βραδύτερο ρυθμό, με αποτέλεσμα να καταγραφεί μεγαλύτερο έλλειμμα στο ισοζύγιο αγαθών. Η ανοδική δυναμική των εξαγωγών μετά το 2009 πάντως διατηρείται και με την ενσωμάτωση των νέων στοιχείων στο ισοζύγιο και παραμένει ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες για τη βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

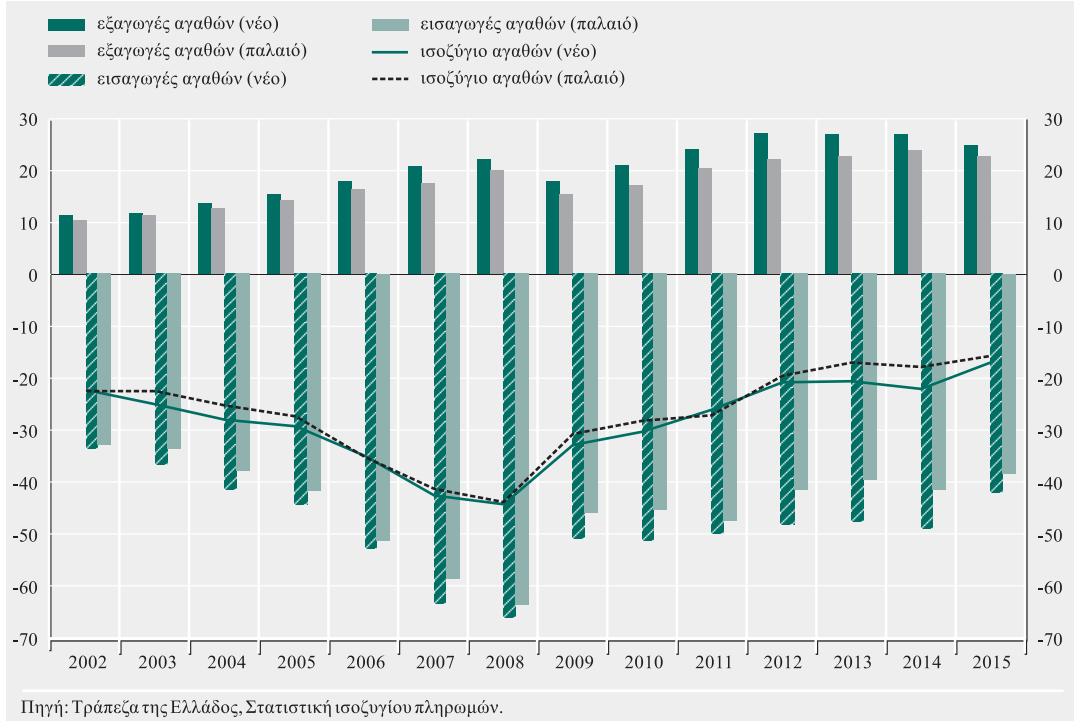
**Διάγραμμα 1** Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστική ισοζυγίου πληρωμών.

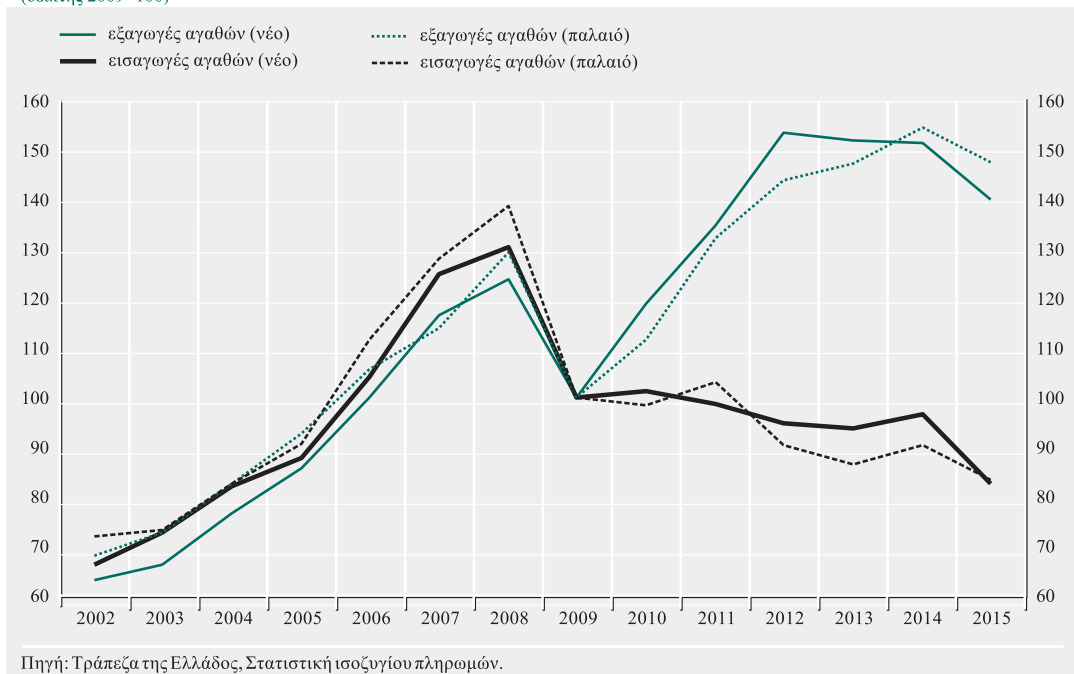
## Διάγραμμα 2 Βασικά μεγέθη του ισοζυγίου αγαθών

(δίσεκ. ευρώ)



## Διάγραμμα 3 Εξαγωγές και εισαγωγές αγαθών

(δείκτης 2009=100)



## 5 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η νέα μεθοδολογία κατάρτισης του ισοζυγίου πληρωμών, όπως ορίζεται στην 6η έκδοση του Εγχειριδίου για το Ισοζύγιο Πληρωμών και τη Διεθνή Επενδυτική Θέση (Balance of Payments and International Investment Position Manual – BPM6), παρέχει ολοκληρωμένη μέθοδο καταγραφής και παρακολούθησης των μεταβολών στις διεθνείς συναλλαγές, εξαιρετικά σημαντική για τη διάγνωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών. Επίσης, συμβάλλει στη στενότερη εναρμόνιση του ισοζυγίου πληρωμών με άλλες μακροοικονομικές στατιστικές και ιδιαίτερα με τους εθνικούς λογαριασμούς.

Η ενσωμάτωση των στατιστικών εξωτερικού εμπορίου της ΕΛΣΤΑΤ στο ισοζύγιο αγαθών της Τράπεζας της Ελλάδος, η οποία πραγματοποιήθηκε ταυτόχρονα με τη μετάβαση στο BPM6, αποτελεί μία από τις σημαντικότερες αλλαγές στη μεθοδολογία κατάρτισης του ισοζυγίου πληρωμών και τον κύριο λόγο αναθε-

ώρησης των μεγεθών του ισοζυγίου αγαθών και κατά συνέπεια του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Η εφαρμογή της νέας μεθοδολογίας είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Η ανάλυση όμως των σειρών που καταρτίστηκαν με βάση τη νέα μεθοδολογία, για την περίοδο 2002-2015, δείχνει τη σημαντική θετική προσαρμογή της οικονομίας από το 2009 και μετά με αποτέλεσμα τον ισοσκελισμό του εξωτερικού ελλείμματος.

Τέλος, επισημαίνεται ότι η μετάβαση στη νέα μεθοδολογία (BPM6) δεν είναι τελική. Αποτελεί μέρος μιας συνεχιζόμενης διαδικασίας με στόχο την ακριβέστερη καταγραφή των μεγεθών που αφορούν τις εξωτερικές συναλλαγές και την πληρέστερη εναρμόνισή τους με τους Εθνικούς Λογαριασμούς. Έτσι θα βελτιωθεί περαιτέρω η πληροφόρηση που παρέχει το ισοζύγιο πληρωμών για την αξιολόγηση των εξελίξεων και την άσκηση πολιτικής.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

IMF (2009), “Balance of Payments and International Investment Position Manual – BPM6”, 6th edition BPM6.

Τράπεζα της Ελλάδος (2015), *Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2015*, Ειδικό θέμα IV.3: “Η ενσωμάτωση των στοιχείων εμπορευματικών συναλλαγών της ΕΛΣΤΑΤ στη διαδικασία κατάρτισης του Ισοζυγίου Πληρωμών”, σελ. 87-89.

### Ιστοσελίδα

<http://www.ecb.europa.eu/stats/external/bpm6/html/index.en.html>.

### Πηγές δεδομένων

Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστική Ισοζυγίου Πληρωμών.



# ΦΥΓΗ ΑΝΘΡΩΠΙΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ: Η ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΤΑΣΗ ΜΕΤΑΝΑΣΤΕΥΣΗΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΩΝ ΣΤΑ ΧΡΟΝΙΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Σοφία Λαζαρέτου\*

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών

## I ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο ρόλος του ανθρώπινου κεφαλαίου και γενικότερα της γνώσης στην αναπτυξιακή διαδικασία αποτελούν καθοριστικά στοιχεία της θεωρίας της “ενδογενούς ανάπτυξης”, όπως διατυπώθηκε από τους Romer (1986, 1989), Lucas (1988), Azariadis and Drazen (1990) και Becker (1993).<sup>1</sup> Βασικό επιχείρημα είναι ότι η οικονομία που συσσωρεύει υψηλής ποιότητας ανθρώπινο κεφάλαιο, το οποίο απασχολείται στην παραγωγική διαδικασία, νέμεται τους καρπούς της τεχνολογικής προόδου, βελτιώνει την παραγωγικότητα και την ανταγωνιστικότητά της και επιδεικνύει υψηλό και διατηρησιμο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης. Δεν είναι τυχαίο ότι από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 επικράτησε ο όρος “οικονομία της γνώσης” (knowledge-driven ή knowledge-based economy, OECD 1996), καταδεικνύοντας με αυτό τον τρόπο τη σχέση ανάμεσα στην οικονομία της αγοράς και στη γνώση. Η γνώση με την έννοια που μας ενδιαφέρει εδώ συντελεί στη δημιουργία νέων προϊόντων και υπηρεσιών, στον αποτελεσματικότερο συνδυασμό της εργασίας και του φυσικού κεφαλαίου και στην καινοτομία. Βασικός φορέας γνώσης είναι το ανθρώπινο κεφάλαιο. Προτεραιότητα της πολιτείας είναι η δημιουργία, διατήρηση και προστασία του ανθρώπινου κεφαλαίου της χώρας.

Το 2007 ήταν το τελευταίο έτος κατά το οποίο η ελληνική οικονομία κατέγραψε θετικό ρυθμό αύξησης του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ). Από τότε μέχρι σήμερα βρίσκεται σε μια παρατεταμένη ύφεση, που οφείλεται όχι μόνο στον αντίκτυπο της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008, αλλά και στις σοβαρές μόνιμες ενδογενείς αδυναμίες της. Μετά από μια βραχύβια ανάσχεση της ύφεσης το 2014, η ελληνική οικονομία εισήλθε εκ νέου σε ύφεση το 2015 και, όπως φαίνεται με βάση τις πλέον πρόσφατες προβλέψεις, θα παραμείνει σε υφεσιακή τροχιά και το 2016.<sup>2</sup> Προσδιοριστικοί παράγοντες

του νέου επεισοδίου ύφεσης είναι η πολιτική αστάθεια το προηγούμενο έτος, οι παρατεταμένες διαπραγματεύσεις με τους δανειστές της χώρας το πρώτο εξάμηνο του 2015 που οδήγησαν στην επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και τις τραπεζικές συναλλαγές, καθώς και τα νέα μέτρα οικονομικής προσαρμογής στο πλαίσιο του τρίτου προγράμματος χρηματοδοτικής διευκόλυνσης προκειμένου να επιτευχθούν οι αναθεωρημένοι δημοσιονομικοί στόχοι.<sup>3</sup> Η μεγάλη εξάλλου καθυστέρηση της ολοκλήρωσης της πρώτης αξιολόγησης του τρίτου προγράμματος και της συμφωνίας για την επικαιροποίηση του προγράμματος εμπόδισε επί μακρόν την εκταμίευση της χρηματοδοτικής στήριξης, αύξησε την αβεβαιότητα του επενδυτικού κοινού και ενέτεινε την υφεσιακή διαταραχή.

Άμεση συνέπεια της μακρόχρονης δυσμενούς διεθνούς και εγχώριας μακροοικονομικής συγκυρίας είναι η εκτίναξη του ποσοστού ανεργίας, ιδιαίτερα των νέων, σε πρωτόγνωρα

\* Ευχαριστίες οφείλονται στον Παναγιώτη Καπόπουλο για μια γόνιμη ανταλλαγή απόψεων και στατιστικών στοιχείων, καθώς και στον Κωνσταντίνο Βούλγαρη για την αποσαφήνιση των ορισμών. Ευχαριστίες επίσης οφείλονται στον Θεόδωρο Μητράκο, τον Γιώργο Χονδρογιάννη, τον Ισαάκ Σαμπεθά και τη Χιόνα Μπαλφούσια που διάβασαν με υπομονή το χειρόγραφο και έκαναν σχόλια και διορθώσεις. Οι απόψεις που παρουσιάζονται στο άρθρο αυτό είναι της συγγραφέως και δεν αντανακλούν κατ' ανάγκην τις απόψεις της Τράπεζας της Ελλάδος. Τυχόν λάθη ή παραλείψεις βαρύνουν αποκλειστικά τη συγγραφέα.

- 1 Η “νέα θεωρία της οικονομικής ανάπτυξης” αντιδιαστέλλεται με τη νεοκλασική θεωρία, η οποία υπερτονίζει το ρόλο του φυσικού κεφαλαίου ως μοχλού ανάπτυξης. Βλ. επίσης Mankiw et al. (1992) και Jones (2002). Η σύγχρονη διατύπωση της βασίζεται στις προγενέστερες εργασίες των Arrow (1962), Uzawa (1965), Nelson and Phelps (1966) και Welch (1970).
- 2 Το 2014 ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ για πρώτη φορά μετά το 2007 ήταν θετικός, αν και ισχνός (0,7%). Το δεύτερο εξάμηνο του 2015, η οικονομία διολίσθησε εκ νέου στην ύφεση (-1,9%) και σε ετήσια βάση ο ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ διαμορφώθηκε σε -0,2%. Για το 2016, προβλέπεται μικρή ύφεση της τάξεως του -0,3%. Βλ. European Commission, *Spring 2016 Economic Forecast*, 3 May.
- 3 Με βάση την εξέλιξη των μεταβλητών ροών και αποθέματος, το επίπεδο οικονομικής ευημερίας της χώρας χειροτέρευσε αισθητά. Μεταξύ 2008 και 2014 το καθαρό διαθέσιμο εθνικό εισόδημα μειώθηκε κατά 27%, η τελική καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών κατά 19%, η εθνική αποταμίευση ως ποσοστό του ΑΕΠ έγινε εντονότερα αρνητική σημειώνοντας περαιτέρω πτώση από -6% σε -9,5% και τα νοικοκυριά απώλεσαν το 1/3 του καθαρού συνολικού πλούτου τους (αξία ακινήτων, κινητές αξίες, ρευστά διαθέσιμα). Βλ. ΕΛΣΤΑΤ, Eurostat, OECD και Credit Suisse (2015).

επίπεδα. Επακόλουθο της μαζικής ανεργίας είναι η απώλεια ανθρώπινου κεφαλαίου, που λαμβάνει δύο κυρίως μορφές: πρώτον, απαξίωση ικανοτήτων και δεξιοτήτων εξαιτίας είτε της μακράς αδράνειας και απραξίας είτε της υποαπασχόλησης σε θέσεις εργασίας που απαιτούν μικρότερη εξειδίκευση (brain waste) και, δεύτερον, μαζική φυγή στο εξωτερικό του πλέον υγιούς και παραγωγικού τμήματος του ανθρώπινου δυναμικού της χώρας (brain drain).

Ως ανθρώπινο κεφάλαιο ορίζεται το σύνολο των γνώσεων, ικανοτήτων, δεξιοτήτων και της κατάρτισης που αποκτά ο άνθρωπος με σπουδές και επαγγελματική εμπειρία. Ποσοτικά μετρείται με την παρούσα αξία των προσδοκώμενων απολαβών σε όλη τη διάρκεια του κύκλου του εργασιακού βίου του ατόμου. Είναι γνωστό στη θεωρία και στην πράξη ότι, όταν μειώνεται η ζήτηση εργασίας, δηλαδή όταν μετατοπίζεται προς τα κάτω και αριστερά η καμπύλη της ζήτησης εργασίας με δεδομένη την προσφορά εργασίας, τότε η αγορά εργασίας ισορροπεί σε χαμηλότερο σημείο που συνδυάζει μικρότερο μέσο μισθό και χαμηλότερο επίπεδο απασχόλησης, με αποτέλεσμα την αύξηση της ανεργίας. Σε συνθήκες συνεχούς υποχώρησης της ζήτησης για εργασία, το πρόβλημα της ανεργίας οξύνεται τόσο ως προς το μέγεθος όσο και προς το βαθμό εμμονής της. Απόρροια είναι η οικονομική μετανάστευση, που εκδηλώνεται με τη μαζική μετακίνηση των ανέργων με προσόντα προς οικονομίες με ισχυρή ζήτηση εργασίας και υψηλότερες προσδοκώμενες απολαβές. Συνήθως η μετανάστευση αφορά εκείνο το τμήμα του εργατικού δυναμικού που έχει αποκτήσει στη χώρα καταγωγής ή προέλευσης, πριν από την έναρξη του μεταναστευτικού ρεύματος, υψηλής ποιότητας μόρφωση και διαθέτει υψηλό βαθμό εξειδίκευσης. Αφορά δηλαδή το πλέον ικανό και παραγωγικό τμήμα του εγχώριου εργατικού δυναμικού.

Σήμερα, στην οικονομία και την κοινωνία της παγκοσμιοποίησης, που κυριαρχείται από πλήρη και ελεύθερη κινητικότητα αγαθών, υπηρεσιών και κεφαλαίων, οι ροές ανθρώπι-

νου κεφαλαίου μεταξύ χωρών αυξήθηκαν, μολονότι το μέγεθος και η κατεύθυνσή τους εξακολουθούν να προσδιορίζονται σε μεγάλο βαθμό όχι μόνο από παράγοντες που σχετίζονται άμεσα με τη διεθνή ή/και τοπική πολιτική και μακροοικονομική συγκυρία, αλλά και από τη μεταναστευτική πολιτική που ασκείται τόσο από τις χώρες υποδοχής (ποσοτώσεις, ειδικές μορφές εργασίας) όσο και από τις χώρες εξόδου (κίνητρα παραμονής ή επανόδου, φορολόγηση εισοδημάτων που αποκτήθηκαν στο εξωτερικό).<sup>4</sup>

Στην Ελλάδα της κρίσης, το φαινόμενο της εκροής ανθρώπινου κεφαλαίου, γνωστό με τον όρο “διαρροή” ή “έξοδος εγκεφάλων” (brain drain), έχει λάβει μεγάλες διαστάσεις. Από το 2008 μέχρι το 2013, σχεδόν 223 χιλιάδες νέοι, κάτοικοι Ελλάδος, ηλικίας 25-39 ετών εξήλθαν μόνιμα από τη χώρα με κατεύθυνση τις περισσότερο ανεπτυγμένες χώρες, αναζητώντας εργασία με καλύτερη αμοιβή και καλύτερες προοπτικές κοινωνικής και οικονομικής προόδου. Είναι η γενιά που επηρεάστηκε περισσότερο από την κρίση, γνωστή ως “generation E” (expats) ή “generation G” (young, talented and Greek) ή “generation We”. Συχνές, σχεδόν σε καθημερινή βάση, είναι οι αναφορές των διεθνών και εγχώριων μέσων ενημέρωσης στο ελληνικό φαινόμενο της κλιμακούμενης εκροής ανθρώπινου δυναμικού. Την τελευταία διετία αρκετές δειγματοληπτικές έρευνες έχουν επίσης διεξαχθεί για τον εντοπισμό των ποιοτικών χαρακτηριστικών του (βλ. EUI 2013, ICAP Group 2015, 2016, Endeavor Greece 2014, Labrianidis and Vogiatzis 2013, Δαμανάκης κ.ά. 2014, Labrianidis and Pratsinakis 2016). Τα αποτελέσματα όλων των ερευνών συγκλίνουν στο ότι το σύγχρονο κύμα

4 Μεταξύ 1990 και 2013, ο αριθμός των μεταναστών διεθνώς αυξήθηκε κατά 50%, φθάνοντας τα 232 εκατομμύρια ανθρώπους (βλ. United Nations 2013 και OECD 2015). Από αυτούς, 6 στους 10 ζουν και εργάζονται στις ανεπτυγμένες οικονομίες, ενώ 3 στους 10 ζουν και εργάζονται στην Ευρώπη. Στις χώρες του ΟΟΣΑ ο αριθμός των μεταναστών ηλικίας 15 ετών και άνω ξεπέρασε τα 100 εκατομμύρια, με 3 στους 10 να είναι απόφοιτοι τριτοβάθμιας εκπαίδευσης. Οι τελευταίοι αντιπροσωπεύουν το 11% του πληθυσμού των χωρών υποδοχής. Ειδικότερα, το 2010-11 περισσότερο από το 1/3 των μεταναστών αυτών προήλθε από τις ευρωπαϊκές χώρες, διαμορφώνοντας το τρίτο μεγαλύτερο ποσοστό μετανάστευσης μορφωμένων ανθρώπων μετά την Αφρική και τη Λατινική Αμερική (5,3%, έναντι 10,8% και 7,4% αντίστοιχα. Βλ. Arslan et al. 2014).

μετανάστευσης αφορά νέους, άγαμους και με υψηλή μόρφωση. Μεταξύ των σημαντικότερων λόγων μετακίνησης καταγράφονται όχι μόνο η ανεργία και η δυσμενής οικονομική συγκυρία, αλλά και η έλλειψη μέριμνας από την πολιτεία για την παροχή ευκαιριών αριστείας και εξέλιξης.

Η ισχυρή εκδήλωση του φαινομένου και η δυναμική του καθιστούν επιτακτικά αναγκαίο, πρώτον, να αποτυπωθούν και να καταγραφούν τα χαρακτηριστικά του, δεύτερον, να διερευνηθούν οι λόγοι για τους οποίους εκδηλώνεται στην παρούσα συγκυρία και, τρίτον, να εντοπιστούν οι αρνητικές επιπτώσεις για την εγχώρια οικονομία. Αυτά τα τρία ζητούμενα αποτελούν τους άξονες στους οποίους θα κινηθεί η παρούσα μελέτη, πριν καταλήξει με τη διατύπωση ενός ελάχιστου συνόλου έξι προτάσεων πολιτικής που μπορούν να βοηθήσουν στον περιορισμό του φαινομένου.

## 2 ΣΥΓΧΡΟΝΟΙ ΕΛΛΗΝΕΣ ΜΕΤΑΝΑΣΤΕΣ

Η μετανάστευση και η φτώχεια είναι αδιαμφισβήτητα οι δύο πιο επώδυνες συνέπειες που βιώνει μια κοινωνία σε συνθήκες παρατεταμένης οικονομικής κρίσης. Σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα διαθέσιμα στατιστικά στοιχεία, ο αριθμός των μόνιμως εξελθόντων κατοίκων Ελλάδος ηλικίας 15-64 ετών το 2013 ήταν σχεδόν τριπλάσιος από ό,τι το 2008, ξεπερνώντας τις 100 χιλιάδες άτομα. Σωρευτικά, μεταξύ των ετών της κρίσης 2008-2013, 427 χιλιάδες μόνιμοι κάτοικοι Ελλάδος εξήλθαν μόνιμα από τη χώρα.<sup>5</sup> Εξάλλου, μεταξύ των ετών 2010 και 2013 σχεδόν 209 χιλιάδες Έλληνες υπήκοοι και σχεδόν 187 χιλιάδες μη Έλληνες υπήκοοι, μόνιμοι κάτοικοι Ελλάδος, εξήλθαν μόνιμα από τη χώρα. Το 2014 ο συνολικός αριθμός των εξερχομένων μεταναστών εκτιμάται σε 106,8 χιλιάδες άτομα (ΕΛΣΤΑΤ).

Αναλυτικότερα, με βάση τα στοιχεία επισκεψιμότητας του βρετανικού δικτυακού τόπου εύρεσης εργασίας CV-library, ο αριθμός των επισκέψεων από κατοίκους Ελλάδος που

αναζητούν εργασία στη Μεγάλη Βρετανία διπλασιάστηκε το μήνα Ιούλιο του 2015 σε σχέση με τον ίδιο μήνα του 2014, σημειώνοντας μέση εβδομαδιαία αύξηση κατά 26%, όταν μάλιστα τα ιστορικά στοιχεία καταδεικνύουν παραδοσιακά μείωση για όλες τις χώρες κατά τους καλοκαιρινούς μήνες.<sup>6</sup> Με βάση τα στατιστικά στοιχεία του Ευρωπαϊκού Κέντρου για την Ανάπτυξη της Επαγγελματικής Κατάρτισης (CEDEFOP), ο αριθμός των επισκέψεων σχετικά με τα βιογραφικά σημειώματα Europass από την Ελλάδα για το 2014 διατηρήθηκε υψηλός (310,5 χιλιάδες), κοντά στα επίπεδα του 2013 (327,4 χιλιάδες), ενώ το πρώτο επτάμηνο του 2015, αν και παρουσίασε κάμψη, έφθασε τις 190,5 χιλιάδες, σχεδόν διπλάσιος από ό,τι το 2008. Εξάλλου, σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας της Endeavor Greece (2014), 46% των ερωτηθέντων νέων ηλικίας 18-34 ετών σκέπτονται να εγκατασταθούν στο εξωτερικό και 36% αυτών είναι έτοιμοι να το πράξουν το επόμενο έτος. Γίνεται επομένως αντιληπτό ότι η ελληνική οικονομία και κοινωνία βιώνει εκ νέου στην ιστορία της μια σύγχρονη φάση μαζικής μετανάστευσης.

Ιστορικά και παραδοσιακά, η Ελλάδα συγκαταλέγεται στις χώρες με πλούσια εμπειρία αποδημίας. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1, στο διάστημα των τελευταίων 100 ετών η Ελλάδα γνώρισε τρεις φάσεις μαζικής μετανάστευσης. Η τρίτη από αυτές βεβαίως βρίσκεται ακόμη σε εξέλιξη, ωστόσο η ολοκλήρωση των δύο προηγούμενων φάσεων αποκαλύπτει τρία βασικά χαρακτηριστικά του φαινομένου: (α) μεγάλη χρονική διάρκεια (επιμονή),<sup>7</sup> (β) μεγάλη ένταση, μετρούμενη με βάση το μέγεθος της ροής, και (γ) καθυστέρηση άνω των δύο ετών κατά μέσο όρο στην έναρξη του φαινομένου σε σχέση με το χρόνο καταγραφής ενός σημαντικά υψηλού ποσοστού ανεργίας.

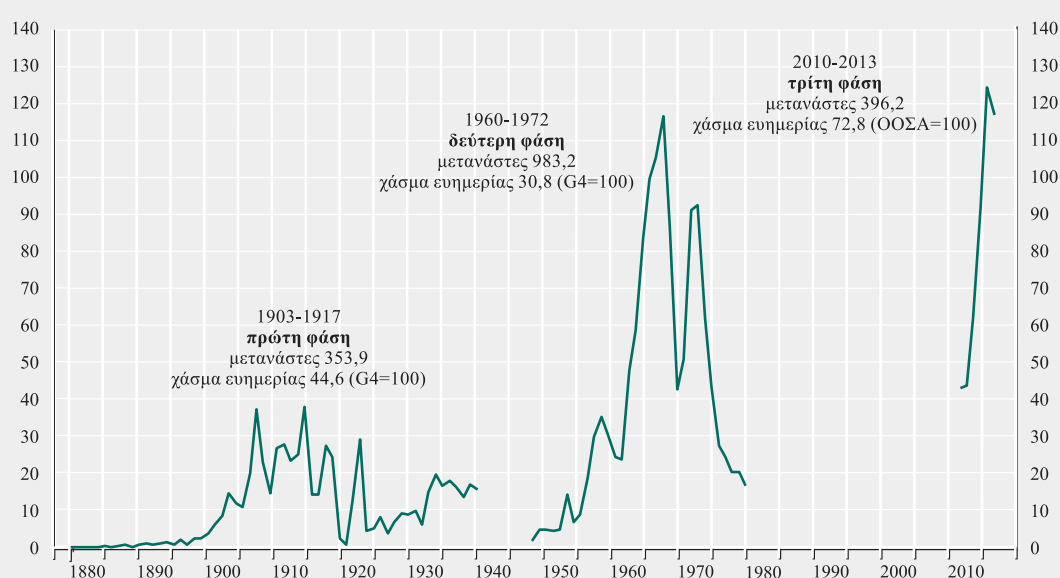
<sup>5</sup> Τα στοιχεία (με βάση τη στατιστική απογραφή στη χώρα αναχώρησης και μόνιμης παραμονής) αφορούν την εκτιμώμενη ροή των μόνιμως εξελθόντων κατοίκων Ελλάδος.

<sup>6</sup> Βλ. CV-library press release 27.7.2015.

<sup>7</sup> Η μέση διάρκεια της συνεχούς αύξησης της εξερχόμενης ροής ήταν 10 έτη.

## Διάγραμμα 1 Φάσεις μετανάστευσης

(ροή μονίμως εξελθόντων σε χιλιάδες άτομα)



Πηγές: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ, Στατιστική Επετηρίδα (ψηφιακή βιβλιοθήκη), Eurostat, Emigration Statistics, ΟΟΣΑ, Κωστέλενος κ.ά. (2007), SEEMHN SEE Macro History Database (2014), NBER Historical Database και Maddison (2003).  
 Σημειώσεις: Εξερχόμενοι μετανάστες: κάτοικοι Ελλάδος, όλες οι ηλικιακές ομάδες. Αφορούν τους εξερχόμενους από τη χώρα νόμιμης ή μόνιμης κατοικίας με παραμονή στο εξωτερικό για περισσότερο από ένα έτος. Ναυτικοί, επισκέπτες-περιηγητές και εμπορικοί αντιπρόσωποι δεν λαμβάνονται υπόψη. Μεταξύ των ετών 1932 και 1938 περιλαμβάνονται τόσο οι νέοι μετανάστες όσο και οι επιμετανάστες (δηλαδή αυτοί που επέστρεψαν προσωρινά και ξαναφεύγουν). Μέχρι το 1924 περιλαμβάνονται μόνο οι υπερωκεάνιες χώρες, 1932-1938 όλες οι "χώρες μεταναστεύσεως" (υπερωκεάνιες, Ευρώπη και Μεσόγειος), 1946-1954 όλες οι χώρες εκτός Ευρώπης και Μεσογείου και από το 1955 όλες οι χώρες. Το 1977 σταματά η συγκέντρωση στοιχείων. Χάσμα ενημερίας σε όρους κατά κεφαλήν ΑΕΠ σε δολάρια ισοδύναμης αγοραστικής δύναμης έτους 1990 και 2008. 1903-1917 και 1963-1972: % στο G4=100 (ΗΠΑ, Ην. Βασίλειο, Γαλλία και Γερμανία), 2010-2013: % στον ΟΟΣΑ=100 (34 χώρες).

Για τους σκοπούς της παρούσας ανάλυσης, ορίζεται ως *φάση μετανάστευσης* το χρονικό διάστημα που ξεκινά από το έτος κατά το οποίο σημειώθηκε απότομη και μεγάλη αύξηση της ροής των εξερχομένων, τουλάχιστον ίση με 50% σε σχέση με το αμέσως προηγούμενο έτος και αφού είχαν προηγηθεί τουλάχιστον δύο συνεχή έτη στα οποία η εκροή ήταν μικρού και σταθερού μεγέθους. Η φάση ολοκληρώθηκε το έτος εκείνο στο οποίο η εκροή μειώθηκε τουλάχιστον κατά 50% σε σχέση με το αμέσως προηγούμενο έτος και για τα δύο επόμενα έτη το μέγεθος της ροής παρέμεινε σταθερό στο νέο χαμηλό επίπεδο. Σύμφωνα με το κριτήριο αυτό,<sup>8</sup> εύκολα ταυτοποιούνται τρεις φάσεις μετανάστευσης με βάση τα στοιχεία που παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 1: 1903-1917, 1960-1972 και 2010-2013. Πολλοί και διαφορετικοί ήταν οι λόγοι που οι Έλληνες κάθε φορά μετανάστευαν, κυρίως όμως οικονομι-

κοί.<sup>9</sup> Δεν είναι τυχαίο ότι και οι τρεις φάσεις έλαβαν χώρα μετά από μία έντονη υφεσιακή διαταραχή που διεύρυνε το χάσμα ενημερίας της χώρας σε σχέση με τα πιο ανεπτυγμένα κράτη και τροφοδότησε τη μαζική φυγή ανθρώπων, νέων στην πλειοψηφία τους, που αναζητούσαν νέες ευκαιρίες και δυνατότητες προόδου. Ενδεικτική είναι η σύγκριση των δύο προγενέστερων επεισοδίων με το τρέχον επεισόδιο φυγής όσον αφορά τα ποιοτικά χαρακτηριστικά τους. Κατά το πρώτο επεισόδιο φυγής, κύριος προορισμός ήταν οι "υπερωκεάνιες χώρες" (ΗΠΑ, Αυστραλία, Καναδάς, Βραζιλία

<sup>8</sup> Αν και ad hoc, το κριτήριο περιγράφει ικανοποιητικά τα δύο ιστορικά επεισόδια μετανάστευσης 1903-1917 και 1960-1972. Μεμονωμένες απότομες αυξήσεις της εξερχόμενης ροής, που δεν διαρκούν όμως περισσότερο από ένα ή δύο συνεχή έτη, συνδέονται περισσότερο με έντονα πολιτικά και εθνικά γεγονότα όπως το 1920-21 και το 1955-56.

<sup>9</sup> Μέρος του δεύτερου κύματος μετανάστευσης, τα έτη 1969-1971, οφείλεται πρωτίστως σε πολιτικούς λόγους (επιβολή της δικτατορίας το 1967).

και ΝΑ Αφρική). Επτά στους 10 ήταν ηλικίας 15-44 χρονών, λιγότεροι από 2 στους 10 ήταν γυναίκες και στη συντριπτική τους πλειοψηφία ήταν ανειδίκευτοι εργάτες και αγρότες, χαμηλού μορφωτικού επιπέδου, που απασχολήθηκαν στις χώρες υποδοχής συνήθως ως υπηρέτες και εργάτες. Για μια ενδελεχή ανάλυση των ποιοτικών χαρακτηριστικών του πρώτου κύματος μεταναστών, βλ. Tastsoglou and Stubos (1992). Το δεύτερο επεισόδιο μετανάστευσης αφορούσε κυρίως νέους ηλικίας 20-34 χρονών (7 στους 10), 5 στους 10 δήλωναν χειρώνακτες, ενώ 4 στους 10 ήταν ανεπάγγελτοι. Έξι στους 10 κατευθύνθηκαν στη Γερμανία και στο Βέλγιο και απασχολήθηκαν ως βιομηχανικοί εργάτες. Αντίθετα, η τωρινή φυγή αφορά νέους μορφωμένους με επαγγελματική εμπειρία τουλάχιστον δύο ετών στη χώρα μας, που κατευθύνονται κυρίως στη Γερμανία, το Ηνωμένο Βασίλειο και τα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα.<sup>10</sup>

## Ροή

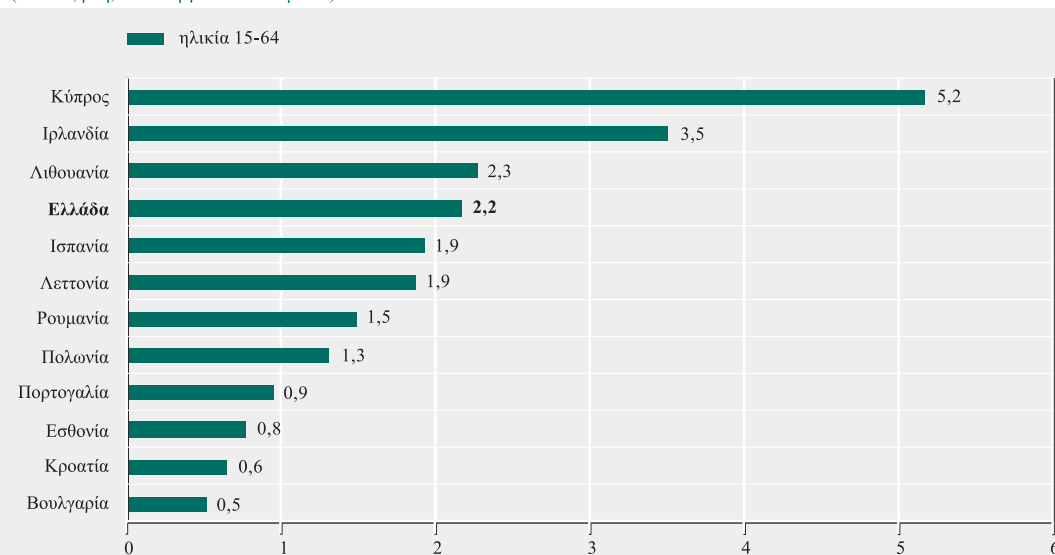
Η μετανάστευση κατά κανόνα επηρεάζεται από ένα πλέγμα οικονομικών, κοινωνικών και

πολιτικών παραγόντων που δρουν ως παράγοντες ώθησης (push factors) στη χώρα καταγωγής και ως παράγοντες έλξης (pull factors) στη χώρα προορισμού. Η ανεργία, η πολιτική αστάθεια, η έλλειψη θεμελιωδών ατομικών ελευθεριών, οι εχθροπραξίες, ο κίνδυνος απώλειας ζωής, η οικονομική και κοινωνική υστέρηση, η απουσία ευκαιριών εξέλιξης και προκοπής συνιστούν παράγοντες ώθησης από μια συνήθως αναπτυσσόμενη χώρα προς μια ανεπτυγμένη. Παράγοντες έλξης συνιστούν οι ευκαιρίες επιστημονικής και επαγγελματικής εξέλιξης, η καλύτερα αμειβόμενη εργασία, η δυνατότητα ανάληψης ερευνητικών και επιχειρηματικών πρωτοβουλιών, οι καλές συνθήκες εργασίας και το σταθερό πολιτικό και οικονομικό περιβάλλον. Παραδοσιακά, η ατλαντική οικονομία (δηλαδή οι ΗΠΑ και η Ευρώπη) θεωρείται σημαντικός πόλος έλξης μεταναστών. Όμως, η σχετική οικονομική ευημερία και το ανεπτυγμένο κράτος πρόνοιας, καθώς και η μελλοντική υψηλή ζήτηση εργα-

<sup>10</sup> Triandafyllidou and Gropas (2014), ICAP Group (2015) και Labrianidis and Pratsinakis (2016).

## Διάγραμμα 2 Εξερχόμενοι μετανάστες ανά χώρα προέλευσης (2013)

(σύνολο, ροή, % του εργατικού δυναμικού)

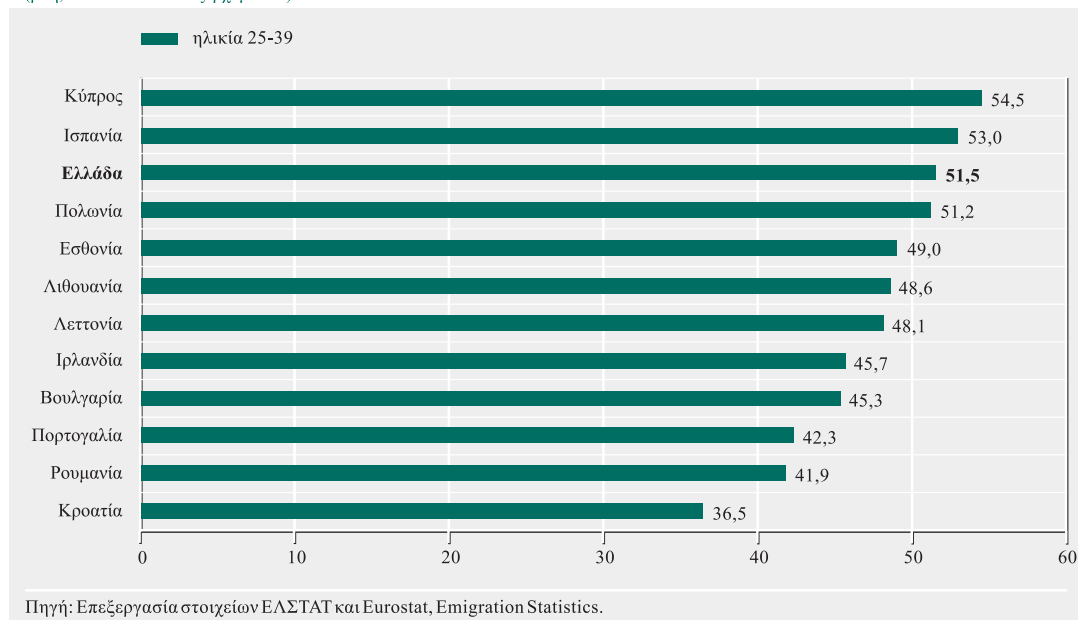


Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ και Eurostat, Emigration Statistics.

Σημειώσεις: Μόνιμα εξελθόντες με παραμονή τουλάχιστον για 12 μήνες σε χώρα διαφορετική από τη χώρα προέλευσης. Ως εργατικό δυναμικό νοείται ο ενεργός πληθυσμός (απασχολούμενοι και άνεργοι).

### Διάγραμμα 3 Εξερχόμενοι μετανάστες ανά χώρα προέλευσης, νέοι σε ηλικία (2013)

(ροή, % του συνόλου εξερχομένων)



σίας εξαιτίας του γηρασμένου ευρωπαϊκού πληθυσμού, καθιστούν την οικονομία της ΕΕ τον πλέον δημοφιλή πόλο έλξης.

Στη διάρκεια του 2013 περίπου 3,4 εκατ. άτομα μετανάστευσαν σε κάποιο από τα κράτη-μέλη της ΕΕ.<sup>11</sup> Ταυτόχρονα, καταγράφηκαν τουλάχιστον 2,8 εκατ. εξερχόμενοι μετανάστες από τα κράτη-μέλη της ΕΕ είτε σε τρίτες χώρες είτε σε κάποιο άλλο κράτος-μέλος. Αν και τα περισσότερα κράτη-μέλη κατέγραψαν μεγαλύτερη εισερχόμενη μετανάστευση μετά τη μικρή κάμψη τα χρόνια της ύφεσης, η Ελλάδα (όπως και η Βουλγαρία, η Ιρλανδία, η Ισπανία, η Κύπρος, η Κροατία, η Πολωνία, η Πορτογαλία, η Ρουμανία, η Εσθονία, η Λεττονία και η Λιθουανία) είχε καθαρή θετική εξερχόμενη ροή.

Όπως παρατηρείται στα Διαγράμματα 2 και 3, η Ελλάδα για το 2013<sup>12</sup> έχει την τέταρτη χειρότερη επίδοση μεταξύ των 12 κρατών-μελών της ΕΕ με θετική καθαρή μεταναστευτική εκροή, μετά την Κύπρο, την Ιρλανδία και τη Λιθουανία, με βάση το μέγεθος της ροής των μονίμως εξελθόντων κατοίκων Ελλάδος ως

ποσοστού στο εργατικό δυναμικό της χώρας, και την τρίτη χειρότερη επίδοση μετά την Κύπρο και την Ισπανία με βάση το ποσοστό των νέων σε ηλικία εξερχόμενων μεταναστών. Συγκεκριμένα, οι εξερχόμενοι μετανάστες ηλικίας 15-64 ετών αντιπροσωπεύουν περισσότερο από το 2% του εργατικού δυναμικού της χώρας, ενώ η συμμετοχή των νέων της πλέον παραγωγικής ηλικίας 25-39 ετών ξεπερνά το 50% του συνόλου των εξερχομένων.

#### Απόθεμα

Με βάση τα στοιχεία της απογραφής του 2010-11, το ποσοστό των αποφοίτων τριτοβάθμιας εκπαίδευσης που ζουν μονίμως σε κάποια άλλη χώρα του ΟΟΣΑ ήταν αρκετά μικρότερο από το μέσο όρο 15 ευρωπαϊκών χωρών και σχεδόν το μισό του ποσοστού των Γάλλων και Βρετανών (βλ. Διάγραμμα 4). Εξάλλου, το ποσοστό των γυναικών ήταν το μικρότερο μεταξύ των 34 χωρών του ΟΟΣΑ (βλ. Διάγραμμα 5). Τούτο σημαίνει ότι με βάση τα

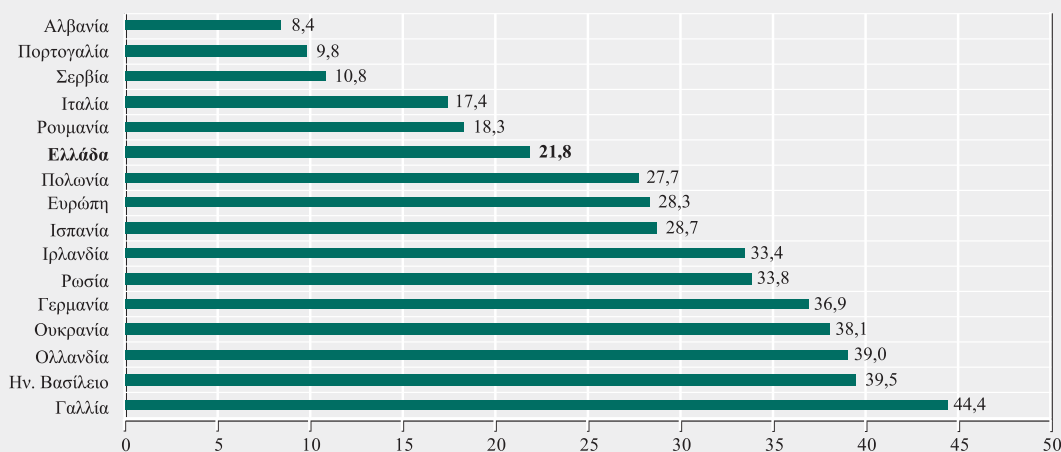
<sup>11</sup> Eurostat. Μεταξύ αυτών, 1,4 εκατ. προέρχονταν από τρίτες χώρες και 1,2 εκατ. από κάποιο κράτος-μέλος της ΕΕ.

<sup>12</sup> Τελευταίο έτος διαθέσιμων συγκριτικών στατιστικών στοιχείων.

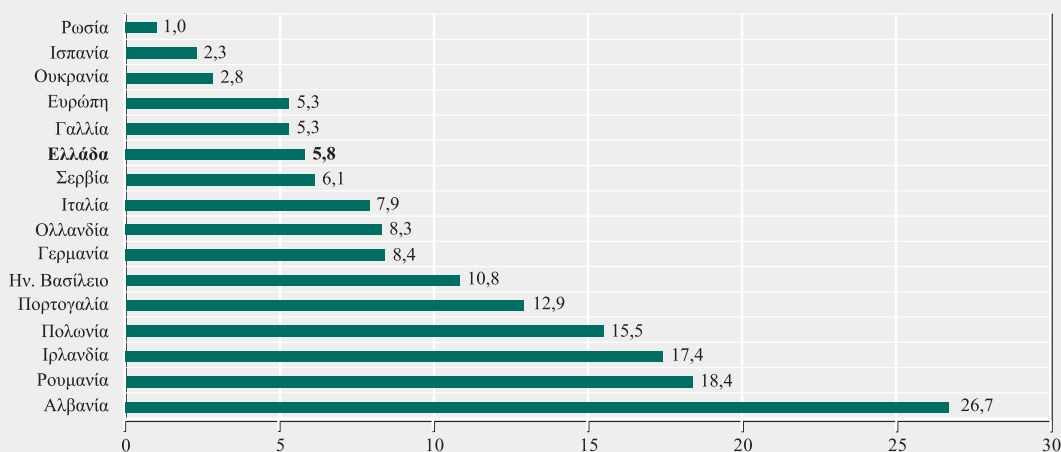
#### Διάγραμμα 4 Μετανάστευση Ευρωπαίων τριτοβάθμιας εκπαίδευσης (2010-2011)

(%)

##### Α. Ως ποσοστό του συνόλου των εξερχόμενων μεταναστών της αντίστοιχης χώρας (15+)



##### Β. Ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού της αντίστοιχης χώρας



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων OECD-UNDESA (2015), OECD (2015), DIOC 2010/11 και Barro-Lee (1993).

Σημειώσεις: Μόνιμα εξελθόντες (παραμονή σε ξένη χώρα για τουλάχιστον 12 μήνες), τριτοβάθμια εκπαίδευση=επίπεδα 5-8, ISCED 2011, ανώτερη και ανώτατη πρώτη (πτυχίο) και δεύτερης βαθμίδας (μεταπτυχιακός τίτλος και διδακτορικό δίπλωμα), απόθεμα, με κριτήριο τη χώρα γέννησης. Ως εργατικό δυναμικό νοείται ο ενεργός πληθυσμός (απασχολούμενοι και άνεργοι).

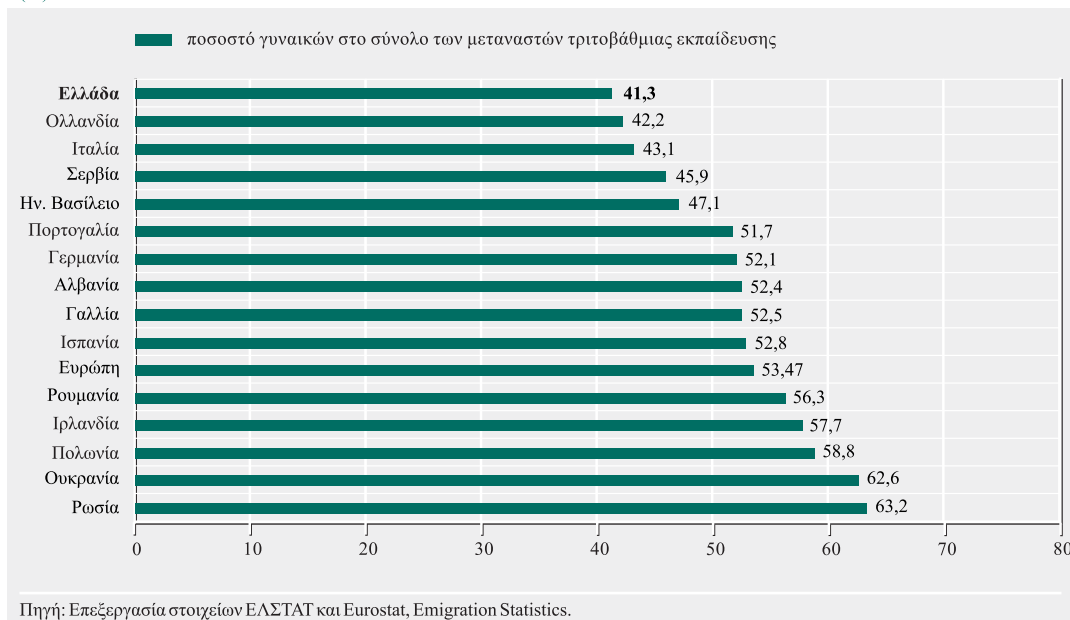
στοιχεία της τελευταίας απογραφής που περιγράφουν τη μεταβλητή του αποθέματος, η κινητικότητα των κατοίκων Ελλάδος υψηλού μορφωτικού επιπέδου μέχρι το 2010 δεν μπορεί να θεωρηθεί μεγάλη. Οι ικανοποιητικές αποδοχές, το μονοψήφιο ποσοστό ανεργίας των αποφοίτων τριτοβάθμιας εκπαίδευσης, η εύρεση εργασίας στο δημόσιο τομέα και τα ευεργετικά αποτελέσματα του κράτους πρόνοιας ήταν παράγοντες που επέδρασαν ανα-

σταλτικά στην κινητικότητα των κατοίκων Ελλάδος μεταξύ των ανεπτυγμένων χωρών στα χρόνια πριν από την κρίση του 2010.<sup>13</sup> Μετά το έτος αυτό όμως η εικόνα άλλαξε σημαντικά.

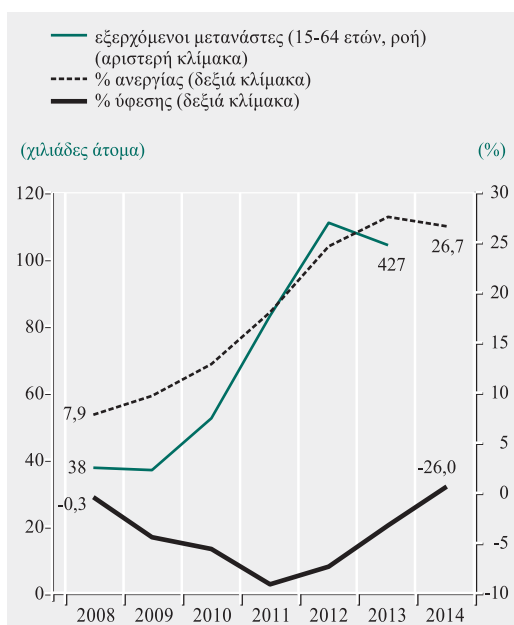
<sup>13</sup> Βλ. European Commission (2010). Σύμφωνα με τα στοιχεία της Eurostat, το ποσοστό ανεργίας των ατόμων με τριτοβάθμια εκπαίδευση στο σύνολο του ενεργού πληθυσμού (15-64 ετών) ήταν σε μέσα ετήσια επίπεδα 8,5% και 7,9% το 2007 και το 2008 αντίστοιχα, ενώ για την ηλικιακή ομάδα 25-39 ετών ήταν 9,9% και 9,7% αντίστοιχα.

### Διάγραμμα 5 Μετανάστευση Ευρωπαίων γυναικών τριτοβάθμιας εκπαίδευσης (2010-2011)

(%)



### Διάγραμμα 6 Μετανάστευση, ανεργία και ύφεση (2008-2014)



Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Eurostat και ΕΛΣΤΑΤ.  
Σημείωση: Ο αριθμός των εξερχόμενων μεταναστών για το έτος 2013 και το ποσοστό ύφεσης για το έτος 2014 αναγράφονται σωρευτικά.

Το Διάγραμμα 6 συνδυάζει την εξελικτική πορεία του ποσοστού ανεργίας και του ρυθμού μείωσης του ΑΕΠ (ποσοστού ύφεσης) με την πορεία της εξερχόμενης μεταναστευτικής ροής κατά τα χρόνια της κρίσης. Από την απλή επισκόπηση του διαγράμματος δύο είναι οι αξιωματικότερες παρατηρήσεις: πρώτον, αν και το πλήθος των παρατηρήσεων είναι αρκετά μικρό, οι μεταβλητές φαίνεται να συμμεταβάλλονται. Με άλλα λόγια, η ελληνική οικονομία και κοινωνία “επένδυσε” στη φυγή ως αντίδραση στην εκτίναξη του ποσοστού ανεργίας και στην ταχεία βύθισή της στην ύφεση και στη φτώχεια. Μια σταθερή εξερχόμενη ροή σχεδόν 38 χιλιάδων ατόμων στα έτη 2008 και 2009 υπερδιπλασιάστηκε μέσα σε δύο μόνο έτη (2010-2011), για να ξεπεράσει το 2013 τις 104 χιλιάδες άτομα<sup>14</sup> και σχεδόν τις 427 χιλιάδες σωρευτικά για όλη την περίοδο. Δεύτερον, η μετανάστευση, όπως και η ανεργία, ως κοινωνικά φαινόμενα χαρακτηρίζονται στην εμφάνισή τους τόσο από χρονική υστέρηση (time lag) όσο και από εμμονή (persistence).

<sup>14</sup> Για το έτος 2013, 4 στα 10 άτομα είναι γυναίκες και περισσότεροι από 1 στους 2 νέοι ηλικίας 25-39 ετών.



Παρά την πιστοποιούμενη με βάση το ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ είσοδο της χώρας στην ύφεση ήδη από το 2008, την κλιμάκωση της ύφεσης το 2009 και την αύξηση του ποσοστού ανεργίας κατά δύο ποσοστιαίες μονάδες σε σχέση με το 2008, η εξερχόμενη ροή παρέμεινε αμετάβλητη. Με υστέρηση ενός και πλέον έτους υψηλής ανεργίας, η μεταναστευτική ροή άρχισε να αυξάνεται απότομα από το 2010 και για τα επόμενα έτη να επιμένει, παρά τη σταδιακή αποκλιμάκωση της ύφεσης από το 2012.

### 3 ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ “ΔΙΑΡΡΟΗΣ ΕΓΚΕΦΑΛΩΝ” ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΣΗΜΕΡΑ

#### 3.1 ΟΡΙΣΜΟΣ

Ίσως το παλαιότερο και δημοφιλέστερο αντικείμενο ανάλυσης στην οικονομική επιστήμη αφορά το ερώτημα γιατί κάποιες οικονομίες είναι πλούσιες και κάποιες άλλες παραμένουν φτωχές και ποιες πολιτικές πρέπει να ακολουθήσει μια φτωχή χώρα για να επιταχύνει την αναπτυξιακή της διαδικασία ώστε να ξεφύγουν οι πολίτες της από τη φτώχεια. Η οικονομική θεωρία εξηγεί ότι το επίπεδο εκπαίδευσης και η ποιότητα του εργατικού δυναμικού κάθε χώρας προσδιορίζουν το μέγεθος του χάσματος οικονομικής ανάπτυξης και ευημερίας μεταξύ χωρών. Προτείνει δηλαδή ως τρόπο επίλυσης της οικονομικής υστέρησης των φτωχών χωρών την αφιέρωση πόρων για τη βελτίωση της παρεχόμενης εκπαίδευσης σε όλες τις βαθμίδες, αφού η βελτιούμενη εκπαίδευση αυξάνει το κατά κεφαλήν εισόδημα των χωρών αυτών. Συνηθισμένο όμως είναι το φαινόμενο εξαιρετικά ταλαντούχοι και μορφωμένοι υπήκοοι φτωχών χωρών να επιλέγουν, μετά την ολοκλήρωση των βασικών τους σπουδών στις ανώτατες βαθμίδες στη χώρα προέλευσης, να εργαστούν σε μια πλούσια ανεπτυγμένη χώρα.

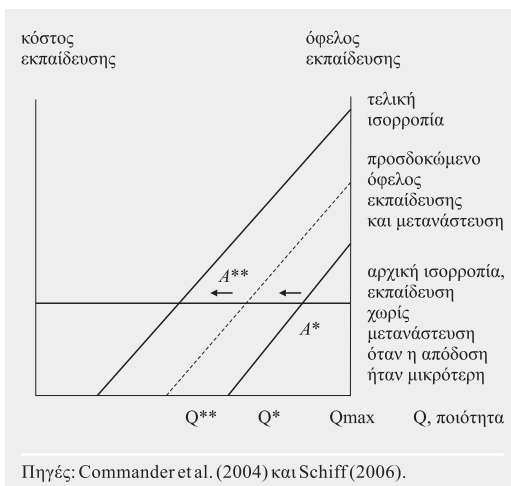
Ο όρος “διαρροή εγκεφάλων”, “μετανάστευση/έξοδος/φυγή ανθρώπινου κεφαλαίου” (brain drain/migration or exodus) έγινε δημοφιλής τη δεκαετία του 1960, όταν χρησιμοποιήθηκε ευρέως στο Ηνωμένο Βασίλειο

για να περιγράψει τη μαζική εισροή Ινδών επιστημόνων, κυρίως ιατρών και μηχανικών (βλ. Cohen 1997), αλλά και τη δεκαετία του 1990 στις ΗΠΑ για να περιγράψει τη μαζική εισροή ειδικευμένου υγειονομικού προσωπικού από τις χώρες της Αφρικής και επιστημονικού δυναμικού από τις χώρες της Λατινικής Αμερικής. Έκτοτε, με τον όρο “διαρροή εγκεφάλων” περιγράφεται στη διεθνή βιβλιογραφία η “μαζική εκροή μορφωμένων και ταλαντούχων ανθρώπων (ικανών πτυχιούχων και πολύτιμων επαγγελματιών), συνήθως από τις φτωχές χώρες με λιγότερο ευνοϊκό εργασιακό περιβάλλον προς τις ανεπτυγμένες πλούσιες χώρες στις οποίες οι προοπτικές επαγγελματικής εξέλιξης και προόδου καθώς και η αμοιβή εργασίας είναι καλύτερες” (βλ. Cambridge Advanced Learner’s Dictionary and Thesaurus, Cambridge University Press).

Με τον ίδιο όρο περιγράφεται όχι μόνο η έξοδος ανθρώπων, αλλά και η απώλεια — τόσο σε όρους κοινωνικούς όσο και οικονομικούς — που επιφέρει για εκείνες τις χώρες προέλευσης όπου η μέση δημόσια δαπάνη εκπαίδευσης, εξειδίκευσης και επιστημονικής κατάρτισης είναι μεγάλη. Άμεση επίπτωση του φαινομένου είναι ότι η επένδυση στην εκπαίδευση δεν επιφέρει εν τέλει επιτάχυνση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης της χώρας όταν ένα κρίσιμο τμήμα του υψηλής ποιότητας εργατικού δυναμικού της εξέρχεται μονίμως από τη χώρα. Περαιτέρω, κάθε προσπάθεια περιορισμού της παρατηρούμενης έλλειψης συγκεκριμένων δεξιοτήτων μέσω της βελτίωσης της εκπαίδευσης καθίσταται μάταιη, εάν δεν συνοδεύεται από ισχυρά αντικίνητρα εξόδου (βλ. Alpha Bank 2015, 2016 και Trachana 2013).

Η βλάβη για την εθνική οικονομία γίνεται εύκολα αντιληπτή με τη χρήση ενός παραδείγματος στατικής ισορροπίας, όπως απεικονίζεται στο Σχήμα 1. Είναι γενικά παραδεκτό ότι η κατανομή των ικανοτήτων και του ταλέντου σε έναν πληθυσμό δεν είναι σε καμία περίπτωση ομοιόμορφη, με αποτέλεσμα οι ιδιαίτερες ικανότητες ενός ατόμου να είναι αυτές που εν τέλει προσδιορίζουν το προσδοκώμενο όφελος της εκπαίδευσης ενώ το κόστος παρα-

**Σχήμα 1** Στατική ισορροπία μιας οικονομίας με μετανάστευση και εκπαίδευση



μένει σταθερό. Υποθέτουμε ότι στην περίπτωση αδυναμίας μετανάστευσης ή έλλειψης κινήτρων μετανάστευσης το προσδοκώμενο όφελος της εκπαίδευσης είναι οι εγχώριες μισθολογικές απολαβές:

$$\text{Προσδοκώμενη απόδοση} = W_D$$

Στην αντίθετη περίπτωση, καθορίζεται από τις μισθολογικές απολαβές της χώρας προορισμού, δηλαδή

$$\text{Προσδοκώμενη απόδοση} = p W_F + (1-p) W_D$$

όπου  $p$  είναι η πιθανότητα μετανάστευσης ικανών ατόμων ( $0 \leq p \leq 1$ ), η οποία μετρείται ως η αναλογία των μεταναστευόντων στο σύνολο του εγχώριου εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού και προσδιορίζεται ενδογενώς, αφού εξαρτάται από την πολιτική μετανάστευσης της χώρας εισδοχής, π.χ. από την αριθμητική ποσόστωση των εισερχόμενων ξένων επιστημόνων. Θεωρούμε ότι η πιθανότητα  $p$  είναι ίδια μεταξύ των πολύ ικανών και ικανών ατόμων, δηλαδή η επιλογή των ικανών ατόμων για μετανάστευση είναι τυχαία μεταξύ του πληθυσμού.

Εάν  $p=0$ , τότε  $\text{προσδοκώμενο όφελος} = W_D$  και προσδιορίζει ένα επίπεδο ποιότητας

$Q^* < Q_{max}$  (βλ. Σχήμα 1) με μέσο επίπεδο ποιότητας  $(Q^* + Q_{max})/2$ , όπου  $Q_{max}$  είναι το ανώτατο δυνατό επίπεδο ποιότητας εργατικού δυναμικού.

Εάν  $0 < p < 1$ , δηλ. κατά την περίοδο που λαμβάνει χώρα η μετανάστευση των πιο μορφωμένων και ικανών ατόμων, το προσδοκώμενο όφελος της εκπαίδευσης είναι ο σταθμικός μέσος όρος των απολαβών στις χώρες εισόδου και εξόδου:

$$\text{Προσδοκώμενη απόδοση} = p W_F + (1-p) W_D$$

και προσδιορίζει ένα επίπεδο ποιότητας του εναπομείναντος εξειδικευμένου εργατικού δυναμικού  $Q^{**} (Q^{**} < Q^* < Q_{max})$  με ένα μέσο επίπεδο  $(Q^{**} + Q_{max})/2$ , το οποίο είναι μικρότερο από ό,τι στην περίπτωση της μη μετανάστευσης, αφού ( $Q^{**} < Q^*$ ). Συνεπώς, το όπιο όφελος σε όρους εκπαίδευσης και ποιότητας  $(Q^{**} - Q^*)/2$  είναι αρνητικό και το τελικό αποτέλεσμα είναι η μείωση του αποθέματος ανθρώπινου κεφαλαίου.

Εξετάζοντας τη δυναμική του φαινομένου, κατά την πρώτη περίοδο που λαμβάνει χώρα η μετανάστευση, το προσδοκώμενο όφελος είναι μεγάλο, με αποτέλεσμα να σημειωθεί την επόμενη περίοδο αύξηση της ζήτησης για εκπαίδευση και αύξηση του αριθμού των μορφωμένων ατόμων (σημείο ισορροπίας  $A^*$ ). Η αύξηση αυτή είναι όμως βραχυχρόνια, αφού, καθώς η μετανάστευση λαμβάνει μορφή μαζικής φυγής, η πιθανότητα μετανάστευσης μειώνεται λόγω της αυστηροποίησης των αριθμητικών ποσοτώσεων και των κατώτερων των προσδοκιών μισθολογικών απολαβών λόγω της αυξημένης προσφοράς ικανών ατόμων στη χώρα εισδοχής, με αποτέλεσμα η ζήτηση για εκπαίδευση να μειώνεται και μαζί και η ποιότητα του εργατικού δυναμικού (σημείο ισορροπίας  $A^{**}$ ). Η οικονομία μακροχρόνια ισορροπεί έχοντας ένα μικρότερο σε μέγεθος και χειρότερο σε ποιότητα ανθρώπινο κεφάλαιο (σημείο ισορροπίας αριστερά του  $A^{**}$ ).<sup>15</sup>

<sup>15</sup> Για μια εμπειρική απόδειξη της αρνητικής επίδρασης της μαζικής μετανάστευσης στην εκπαίδευση και στο ρυθμό ανάπτυξης, βλ. Beine et al. (2003) και Lucas (2005).

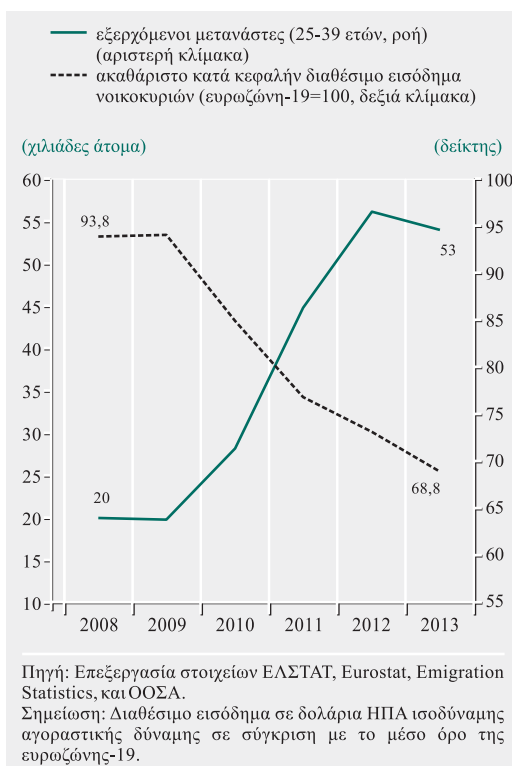
Είναι χαρακτηριστικό ότι μετά τη δεύτερη μεγάλη φάση μετανάστευσης Ελλήνων στο εξωτερικό τις δεκαετίες του 1960 και 1970, που αφορούσε ανειδίκευτους εργάτες και αγρότες εξαιτίας της υπερβάλλουσας προσφοράς φθηνών εργατικών χεριών,<sup>16</sup> στη μεταπολιτευτική Ελλάδα το φαινόμενο της “διαρροής εγκεφάλων” παρέμενε άγνωστο, αφού οι εξερχόμενοι νέοι για σπουδές τριτοβάθμιας εκπαίδευσης κατά τις δεκαετίες του 1980 και 1990 ως επί το πλείστον επέστρεφαν, εκμεταλλευόμενοι το θετικό ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης, κυρίως από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, και το ευνοϊκό εργασιακό περιβάλλον, που ήταν εφάμιλλο αυτού των ανεπτυγμένων ευρωπαϊκών χωρών. Σε αυτή την περίπτωση τα οικονομικά οφέλη είναι ευκόλως μετρήσιμα, αφού οι παλιννοστούντες νέοι επιστήμονες συνέβαλλαν αποφασιστικά αυξάνοντας το εγχώριο απόθεμα επιστημονικής γνώσης και τεχνογνωσίας και ταυτόχρονα κόμιζαν εμπειρία σύγχρονων τρόπων οργάνωσης και διοίκησης.

Η εγχώρια εκδοχή του φαινομένου άρχισε να απασχολεί τη διεθνή και ελληνική αρθρογραφία μετά το 2012.<sup>17</sup>

### 3.2 ΠΟΣΟΤΙΚΗ ΑΠΟΤΥΠΩΣΗ

Η ποσοτική αποτύπωση προϋποθέτει την ύπαρξη συγκρίσιμων στατιστικών στοιχείων, που θα επιτρέψουν όχι μόνο την καταγραφή του φαινομένου και την παρακολούθηση της εξέλιξής του στο χρόνο, αλλά κυρίως την κατανόηση των γενεσιουργών του αιτίων. Τότε μόνο θα είναι δυνατή η χάραξη σωστής πολιτικής και η αποτελεσματική εφαρμογή μέτρων περιορισμού του ή ακόμη και αναστροφής του. Για τους σκοπούς της παρούσας ανάλυσης, χρησιμοποιούμε τις στατιστικές βάσεις δεδομένων της ΕΛΣΤΑΤ, της Eurostat και του ΟΟΣΑ με βάση την καταγραφή των εξερχόμενων μεταναστών στη χώρα αναχώρησης και παραμονής. Πληροφορίες σχετικά με τα ποιοτικά χαρακτηριστικά των εξερχόμενων μεταναστών αντλούνται από τα αποτελέσματα τριών ερευνών (survey data) που διεξήχθησαν από το Πανεπιστήμιο Μακεδονίας

**Διάγραμμα 7 Μετανάστευση νέων και διαθέσιμο εισόδημα (2008-2013)**



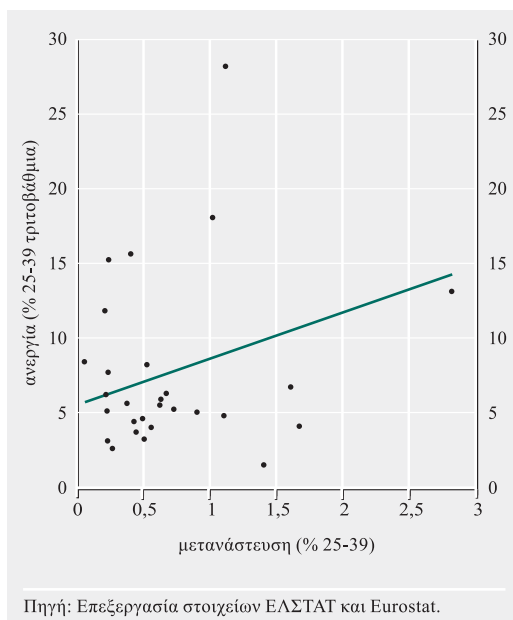
(Μονάδα Περιφερειακής Ανάπτυξης και Πολιτικής, Ιούνιος 2015), το European University Institute στο πλαίσιο του EUI Global Governance Programme (2013) και το University Research Institute EPI (2015, HO Survey).

Εάν θεωρηθεί ότι η αξία του ανθρώπινου κεφαλαίου προσεγγίζεται ποσοτικά από την παρούσα αξία των μελλοντικών προσδοκώμενων εισοδημάτων που θα αποκομίσει ο εργαζόμενος κατά την οικονομικά ενεργό ζωή του, τότε μπορεί να θεωρηθεί ότι η καθοδική πορεία του κατά κεφαλήν διαθέσιμου εισοδήματος αποτέλεσε ισχυρό κίνητρο εξόδου (βλ. Matsaganis 2013). Όπως φαίνεται στο

<sup>16</sup> Απόρροια της γενιάς των baby boomers, αλλά και του χαμηλού μέσου μορφωτικού επιπέδου.

<sup>17</sup> Ενδεικτικό του μεγέθους και της έντασης της εξερχόμενης ροής είναι το γεγονός ότι στη διεθνή αρθρογραφία έχει επιτραπεί ο όρος Greek brain drain. Βλ. Euronews, 24.4.2014, Der Spiegel, 10.4.2013, BBC News, 29.5.2013, The Economist, 10.7.2015.

**Διάγραμμα 8** Ανεργία και μετανάστευση (ΕΕ-28, 2013)



Διάγραμμα 7, οι δύο μεταβλητές κινούνται αντίστροφα. Η ετήσια ροή των μόνιμως εξελθόντων κατοίκων Ελλάδος ηλικίας 25-39 ετών αυξήθηκε από 20 χιλιάδες το 2008 σε 53 χιλιάδες το 2013, ενώ αθροιστικά σχεδόν 223 χιλιάδες άτομα της συγκεκριμένης ηλικιακής ομάδας εξήλθαν μόνιμα από τη χώρα.<sup>18</sup> Την ίδια περίοδο, ο δείκτης του κατά κεφαλήν ακαθάριστου διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών μειώθηκε από 93,8% του μέσου όρου της ευρωζώνης των 19 το 2008 σε μόλις 68,8% το 2013, επιβεβαιώνοντας την πορεία απόκλισης της ελληνικής οικονομίας από την οικονομία της ευρωζώνης.

Δεύτερο ισχυρό κίνητρο εξόδου είναι η παρατεταμένη και υψηλή ανεργία. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 8, το οποίο συσχετίζει το ποσοστό ανεργίας των νέων τριτοβάθμιας εκπαίδευσης στις 28 χώρες της ΕΕ για το 2013 με το ποσοστό μετανάστευσης της ίδιας ηλικιακής ομάδας και εκπαιδευτικής βαθμίδας, η συσχέτιση είναι θετική και στατιστικά σημαντική. Στην Ελλάδα σχεδόν 4 στους 10 ήταν άνεργοι και από αυτούς οι 7 στους 10 ήταν μακροχρόνια άνεργοι. Σχεδόν 4 στους 10 ανέργους είναι

απόφοιτοι τριτοβάθμιας εκπαίδευσης, ενώ περισσότεροι από 7 στους 10 είναι άνεργοι απόφοιτοι τριτοβάθμιας εκπαίδευσης ηλικίας μεταξύ 25-44 ετών. Αν και η διαθεσιμότητα στατιστικών στοιχείων με κριτήριο το μορφωτικό επίπεδο είναι εξαιρετικά περιορισμένη, το 88% αυτών που εξήλθαν μόνιμως από τη χώρα ήταν πτυχιούχοι ελληνικού πανεπιστημίου, 60% ήταν κάτοχοι μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών που αποκτήθηκε είτε στην αλλοδαπή είτε στη χώρα και το 11% κάτοχοι διδακτορικού διπλώματος που αποκτήθηκε κυρίως στην αλλοδαπή (βλ. Triandafyllidou and Isaakyan 2014). Ο κύριος όγκος αυτών που επέλεξαν ευρωπαϊκή χώρα ως χώρα προορισμού κατευθύνθηκε στη Μεγάλη Βρετανία, τη Γερμανία και την Ολλανδία.

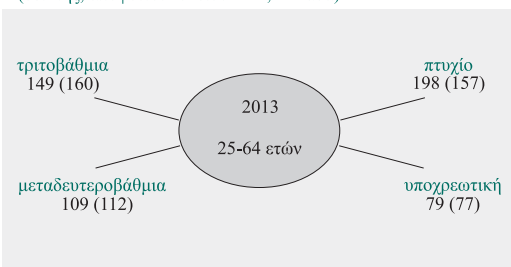
#### 4 ΕΚΠΑΙΔΕΥΣΗ, ΑΝΘΡΩΠΙΝΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΑΙ BRAIN DRAIN

Το ύψος της εθνικής δαπάνης για την παιδεία συχνά θεωρείται ως ο βασικός προσδιοριστικός παράγοντας του επιπέδου εκπαίδευσης και συνεπώς και του σχηματισμού ανθρωπίνου κεφαλαίου, που αποτελεί κρίσιμο ερμηνευτικό παράγοντα του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης. Η άποψη που κυριάρχησε στη νέα θεωρία οικονομικής ανάπτυξης είναι ότι οι φτωχές αναπτυσσόμενες οικονομίες μπορούν μέσω της επένδυσης σε ανθρώπινο κεφάλαιο να επιταχύνουν την αναπτυξιακή τους διαδικασία. Εξάλλου, το κίνητρο για εκπαίδευση είναι ισχυρό και για τα άτομα, αφού ένα υψηλότερο επίπεδο εκπαίδευσης συναρτάται κατά κανόνα με υψηλότερη αμοιβή εργασίας. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 9, στην Ελλάδα οι απόφοιτοι τριτοβάθμιας εκπαίδευσης ήταν το 2013 οι καλύτερα αμειβόμενοι μεταξύ όλων των ομάδων με βάση το επίπεδο μόρφωσής τους. Η μέση αμοιβή ενός αποφοίτου τριτο-

<sup>18</sup> Για την κατανόηση του μεγέθους της εκροής και των μελλοντικών επιπτώσεων στην εγχώρια οικονομία αρκεί να ληφθεί υπόψη ότι με βάση τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ ο αριθμός αυτών που έλαβαν πτυχίο πανεπιστημιακής εκπαίδευσης, μεταπτυχιακό τίτλο σπουδών και διδακτορικό δίπλωμα στη λήξη του ακαδημαϊκού έτους 2012-13 ανερχόταν σε 42.852 και ο αριθμός των εν ενεργεία φοιτητών σε όλες τις βαθμίδες της ανώτατης τριτοβάθμιας εκπαίδευσης ήταν 224.715.

### Διάγραμμα 9 Αμοιβή εργασίας και επίπεδο εκπαίδευσης (2013)

(δείκτης, απόφοιτοι λυκείου=100, Ελλάδα)



Πηγή: OECD, *Education at a glance 2015, OECD Indicators: Greece*, Table A61a.

Σημειώσεις: Στην παρένθεση αναγράφεται η μέση αμοιβή της αντίστοιχης ομάδας για τις 34 χώρες του ΟΟΣΑ για το ίδιο έτος, με βάση το 2011 International Standard Classification System of Education (ISCSE): υποχρεωτική 0-2, λυκειακή και μεταδευτεροβάθμια 3-4, τριτοβάθμια (πτυχίο, μεταπτυχιακός τίτλος, διδακτορικό) 5-8. Δεν υπάρχουν αναλυτικά στοιχεία για τους κατόχους μεταπτυχιακού και διδακτορικού τίτλου σπουδών (επίπεδα 7-8).

αντίστοιχο μέσο όρο των χωρών του ΟΟΣΑ, ήταν 1,4 φορές μεγαλύτερη από τη μέση αμοιβή ενός αποφοίτου μεταλυκειακής εκπαίδευσης και σχεδόν διπλάσια από την αμοιβή ενός αποφοίτου υποχρεωτικής εκπαίδευσης.<sup>19</sup>

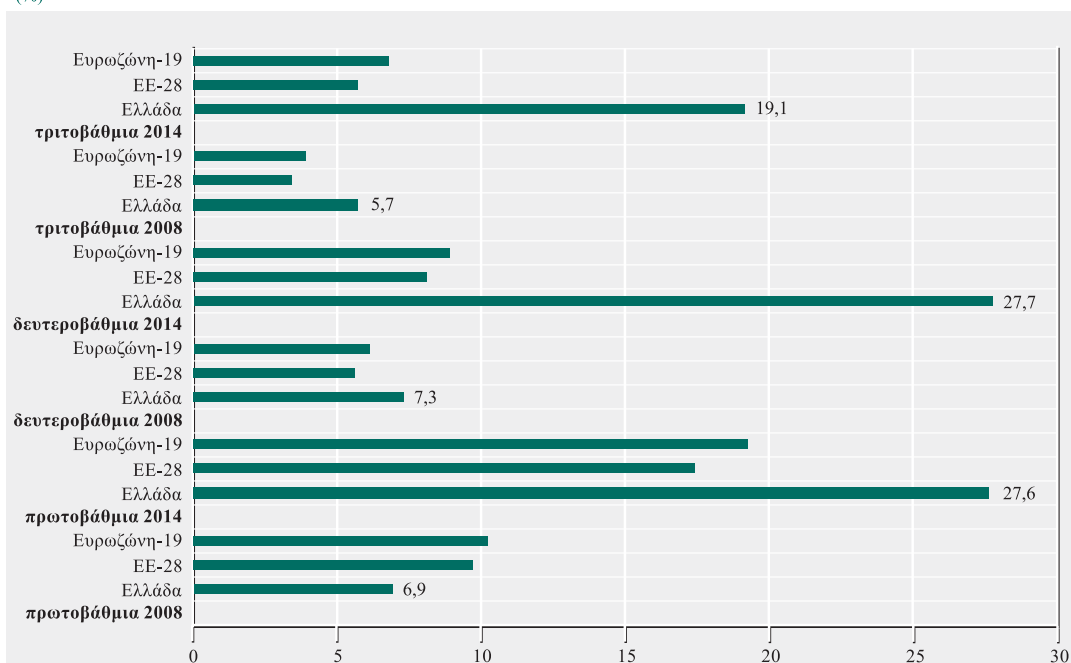
Ωστόσο, δεν πρέπει να παραγνωρίζεται η σημασία της ποιότητας της παρεχόμενης εκπαίδευσης και συνεπώς του παραγόμενου ανθρώπινου κεφαλαίου. Η σύνδεση του γνωστικού αντικείμενου με το αντικείμενο της παραγωγής, η έγκαιρη αντίληψη των συντελούμενων αλλαγών στο διεθνή χάρτη της αγοράς εργασίας, τα κίνητρα εισόδου και παραμονής στην εγχώρια αγορά εργασίας και ο βαθμός προσαρμοστικότητάς της, καθώς και η προθυμία για άσκηση πολιτικών φιλικών προς την επιχειρηματικότητα προσδιορίζουν

βάθμιας εκπαίδευσης όλων των επιπέδων και ηλικιακών ομάδων, αν και μικρότερη από τον

<sup>19</sup> Για το ρόλο που παίζει στην Ελλάδα το ύψος της αμοιβής της εργασίας ως κίνητρο εισόδου στην τριτοβάθμια εκπαίδευση, βλ. Παπαπέτρου (2007), Μητράκος, Τσακλόγλου και Χολέζας (2010) και Livanos and Pouliakas (2011).

### Διάγραμμα 10 Ανεργία και επίπεδο εκπαίδευσης (2008 και 2014)

(%)

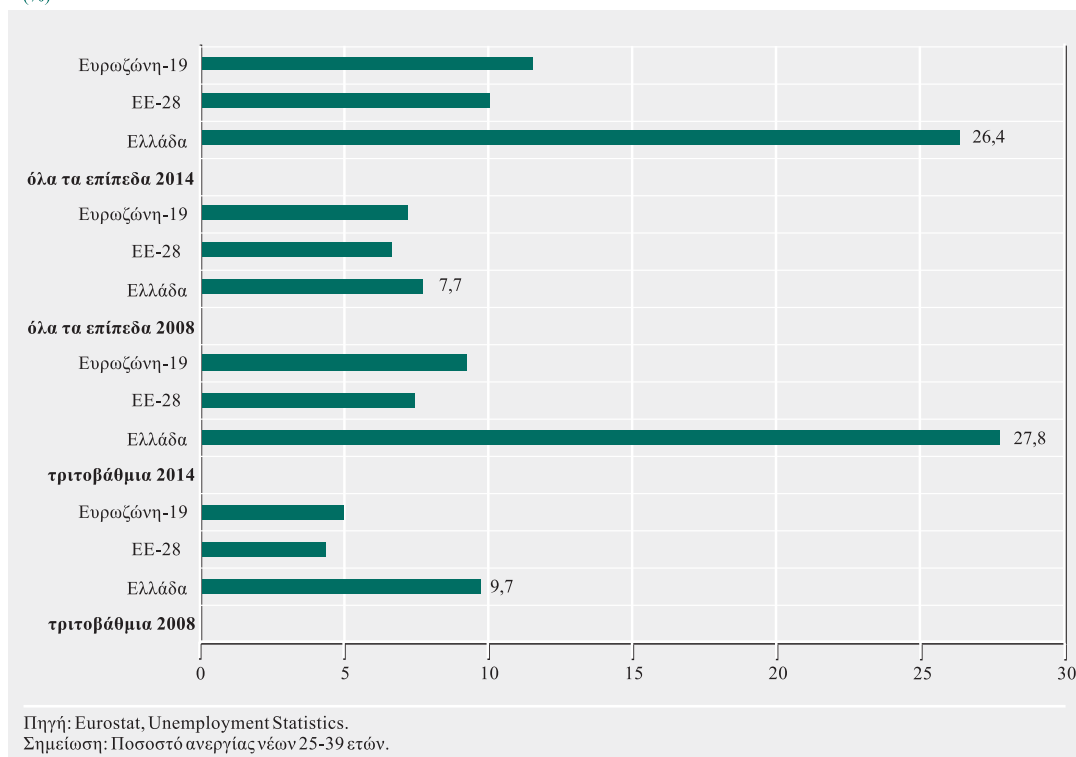


Πηγή: Eurostat, Unemployment Statistics.

Σημειώσεις: Ποσοστό ανεργίας ανά βαθμίδα εκπαίδευσης, 25-64 ετών. Πρωτοβάθμια 0-2, δευτεροβάθμια 3-4, τριτοβάθμια 5-8, 2011 ISCED.

## Διάγραμμα 11 Ανεργία νέων και επίπεδο εκπαίδευσης (2008 και 2014)

(%)



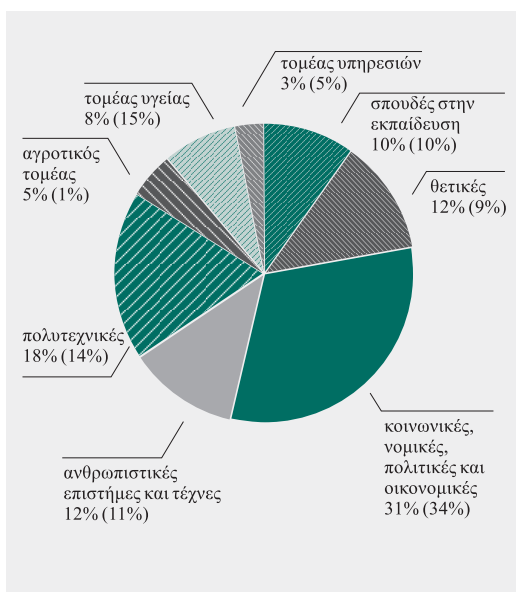
τα ποιοτικά χαρακτηριστικά του υφιστάμενου αποθέματος ανθρώπινου κεφαλαίου. Αν και είναι γενικώς παραδεκτό ότι η πρωτοφανής έξαρση της ανεργίας των νέων είναι το σύμπτωμα της κρίσης που οφείλεται στη μαζική έλλειψη ζήτησης για εργασία, η επισκόπηση των ποιοτικών χαρακτηριστικών της ανεργίας και του συστήματος της εκπαίδευσης κρίνεται αναγκαία για τη βαθύτερη κατανόηση των αιτιών της σύγχρονης φάσης μετανάστευσης.

Μέχρι το 2008, έτος καταγραφής του χαμηλότερου ποσοστού ανεργίας τόσο στην Ελλάδα όσο και στην ΕΕ, ένα ανώτερο επίπεδο εκπαίδευσης εξασφάλιζε εν πολλοίς ένα χαμηλότερο ποσοστό ανεργίας για τους αποφοίτους τριτοβάθμιας εκπαίδευσης. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 10, το 2008 το ποσοστό ανεργίας των αποφοίτων τριτοβάθμιας εκπαίδευσης στην Ελλάδα ήταν το χαμηλότερο μεταξύ όλων των βαθμίδων εκπαίδευσης, αν και παρέ-

μενε υψηλότερο περισσότερο από 2 ποσοστιαίες μονάδες από τον αντίστοιχο μέσο όρο της ΕΕ και της ευρωζώνης για το ίδιο έτος.

Ωστόσο, με βάση την εικόνα που παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 11, η εκπαίδευση δεν φαίνεται να αποτέλεσε καθοριστικό παράγοντα για τη μείωση της ανεργίας των μορφωμένων νέων στα χρόνια πριν από την κρίση. Το 2008, στην Ελλάδα το ποσοστό ανεργίας των μορφωμένων νέων ηλικίας 25-39 ετών ήταν κατά 2 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερο (9,7%) από το γενικό ποσοστό ανεργίας (7,7%) και υπερδιπλάσιο από το μέσο όρο της ΕΕ για την ίδια ηλικιακή ομάδα και το ίδιο επίπεδο μόρφωσης (4,3%). Αυτό όμως που είναι ενδεικτικό της ποιότητας της παρεχόμενης εκπαίδευσης είναι το γεγονός ότι, σε αντίθεση με την Ελλάδα, η ανεργία των μορφωμένων νέων στην ΕΕ και στην οικονομία της ευρωζώνης τόσο πριν από την κρίση (το 2008) όσο και μετά την κρίση (το 2014) ήταν κατά 2

**Διάγραμμα 12 Κατανομή αποφοίτων ανά γνωστικό αντικείμενο στην Ελλάδα (2014)**



Πηγή: ΟΟΣΑ.

Σημειώσεις: Όλα τα επίπεδα τριτοβάθμιας εκπαίδευσης 5-8, % του συνόλου πτυχιούχων. Το 2014 το ποσοστό των πτυχιούχων τριτοβάθμιας εκπαίδευσης στον ενεργό πληθυσμό ηλικίας 25-64 ετών ήταν 28%. Στην παρένθεση αναγράφεται η αντίστοιχη μέση τιμή των 34 χωρών του ΟΟΣΑ.

ποσοστιαίες μονάδες και πλέον μικρότερη από το ποσοστό ανεργίας στο σύνολο του πληθυσμού και για όλα τα επίπεδα εκπαίδευσης.

Σε ποσοτικούς όρους, το απόθεμα του ανθρώπινου κεφαλαίου μετρούμενο με την παρούσα αξία των προσδοκώμενων απολαβών στη χώρα μας ακολούθησε πορεία σύγκλισης με το μέσο όρο της ΕΕ, η ποιότητά του όμως αποκλίνει. Μια συγκριτική στατιστική αποτύπωση παρουσιάζεται στον Πίνακα 1. Τρία συμπεράσματα συνάγονται. Πρώτον, αν και το ποσοστό των αποφοίτων τριτοβάθμιας εκπαίδευσης στον ενεργό πληθυσμό αυξήθηκε σημαντικά μεταξύ των ετών 2010 (25%) και 2014 (28%), προσεγγίζοντας το μέσο όρο των χωρών του ΟΟΣΑ (34%), ωστόσο εξακολουθεί να υπολείπεται. Εξάλλου, με βάση την κατανομή των πτυχιούχων ανά γνωστικό αντικείμενο (βλ. Διάγραμμα 12), η πλειοψηφία τους (6 στους 10) προέρχεται είτε από τις κοινωνικές, πολιτικές και οικονομικές επιστήμες είτε από τις θετικές/πολυτεχνικές σχολές, αναλογία που είναι σαφώς υψηλότερη από το μέσο όρο του ΟΟΣΑ. Επομένως, η αιτία της μεταναστευτικής ροής των νέων θα πρέπει να

**Πίνακας 1 Το ανθρώπινο κεφάλαιο στην Ελλάδα με αριθμούς**

(2010 και 2014)

Δείκτες	2010	2014
A. Κάτοχοι τίτλου τριτοβάθμιας εκπαίδευσης (% 25-64 ετών)	25 (30)	28 (34)
– βασικό πτυχίο		23 (16)
– μεταπτυχιακός τίτλος		3 (12)
B. Κάτοχοι τίτλου τριτοβάθμιας εκπαίδευσης (% 25-34 ετών)	31 (37)	39 (41)
Γ. Δαπάνη για έρευνα και ανάπτυξη (R&D) (% του ΑΕΠ) <sup>1</sup>	0,6 (1,93) (1,99)	0,83 (2,03) (2,11)
Δ. Ανθρώπινο δυναμικό σε τομείς της επιστήμης και της τεχνολογίας (% 25-64 ετών) <sup>2</sup>	32,5 (40,5)	35,4 (44,4)
Ε. Αριθμός αιτήσεων για διπλώματα ευρεσιτεχνίας (ανά εκατ. κατοίκους, 2012) <sup>3</sup>	7,28 (112,6) (139,4)	

Σημείωση: Για τα Α και Β, εντός παρενθέσεως η αντίστοιχη τιμή για τις 34 χώρες του ΟΟΣΑ. Για τα Γ, Δ και Ε, εντός παρενθέσεως οι αντίστοιχες τιμές της ΕΕ-28 και της ευρωζώνης-19.

Πηγές: OECD (2015), Eurostat και World Bank.

1 Συνολική δαπάνη, δημόσια και ιδιωτική, από όλους τους φορείς, δημόσιους, ιδιωτικούς, επιχειρηματικούς, μη κερδοσκοπικούς, πανεπιστήμια. Καλύπτει τη δαπάνη για βασική έρευνα, εφαρμοσμένη έρευνα και ανάπτυξη πειραμάτων.

2 Είτε έχουν ολοκληρώσει ανώτατες σπουδές είτε απασχολούνται στους τομείς αυτούς.

3 Αριθμός αιτήσεων στο European Patent Office (EPO) ανεξαρτήτως αποτελέσματος.

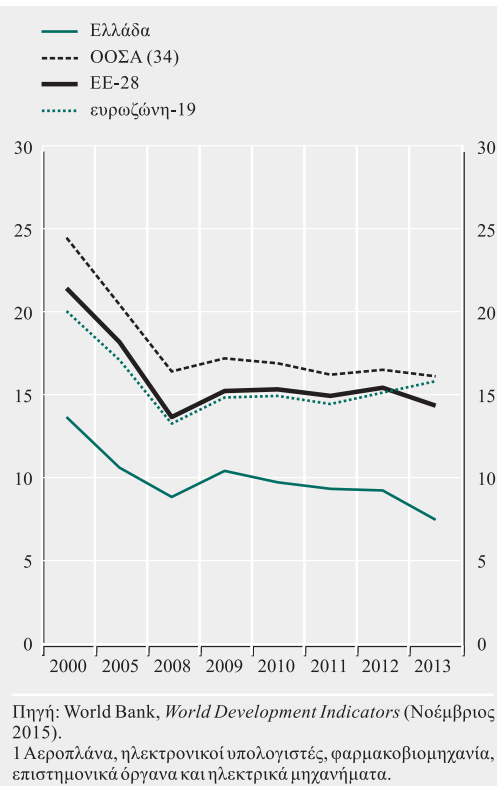
αναζητηθεί στην εγγενή αδυναμία της εγχώριας παραγωγικής μηχανής να απορροφήσει τους αποφοίτους αυτούς.

Δεύτερον, η επικέντρωση στο ποσοτικό μέγεθος του αποθέματος του ανθρώπινου κεφαλαίου θα πρέπει να γίνει με μεγάλη επιφύλαξη, αφού κρίνεται απαραίτητη η εξέταση της ποιοτικής σύνθεσής του. Σύμφωνα με τα στοιχεία του Πίνακα 1, παρατηρείται ότι στην Ελλάδα για το 2014 η συντριπτική πλειοψηφία των αποφοίτων τριτοβάθμιας εκπαίδευσης (που αποτελούν το 28% των ατόμων ηλικίας 25-64 ετών) αφορά κατόχους πρώτου πτυχίου (23%), έναντι 16% στον ΟΟΣΑ, και μόνον ένας στους 10 πτυχιούχους κατέχει μεταπτυχιακό τίτλο σπουδών (3% των ατόμων ηλικίας 25-64 ετών). Η αντίστοιχη αναλογία στις χώρες του ΟΟΣΑ είναι συντριπτικά μεγαλύτερη, ένας στους 2. Τούτο δηλώνει ότι ο προσανατολισμός του εγχώριου οικονομικού υποδείγματος στον τομέα των υπηρεσιών και πρωτίστως στο δημόσιο τομέα αποτέλεσε τον κύριο προσδιοριστικό παράγοντα μαζικής απορρόφησης κατόχων πρώτου πτυχίου στα χρόνια πριν από την κρίση. Η στατιστική απεικόνιση του χάρτη της απασχόλησης των πτυχιούχων πανεπιστημιακής εκπαίδευσης επιβεβαιώνει το συμπέρασμα αυτό. Για το 2014 περισσότεροι από 7 στους 10 πτυχιούχους εργαζόμενους ηλικίας 25-64 χρονών απασχολούνται ως υπάλληλοι και από αυτούς οι 2 στους 10 εργάζονται στο Δημόσιο,<sup>20</sup> ενώ 3 στους 10 δημοσίους υπαλλήλους είναι πτυχιούχοι.<sup>21</sup> Περαιτέρω, ο πολύ μικρός αριθμός κατόχων μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών μαρτυρεί την εγγενή αδυναμία της εγχώριας παραγωγικής μηχανής να δημιουργήσει νέα προϊόντα και να αναπτύξει την έρευνα και την τεχνολογία, υποδηλώνοντας με αυτό τον τρόπο ότι η ελληνική οικονομία με το παρόν παραγωγικό υπόδειγμα μπορεί να ανταγωνίζεται στο διεθνές εμπόριο μόνο μέσω της μείωσης των τιμών και λιγότερο μέσω της βελτίωσης της ποιότητας των παραγόμενων προϊόντων.

Τρίτον, εάν γίνει δεκτό ότι η ποιότητα του ανθρώπινου κεφαλαίου συναρτάται θετικά με τη δαπάνη για έρευνα και καινοτομία, τότε η

**Διάγραμμα 13 Εξαγωγές προϊόντων εντάσεως έρευνας και τεχνολογίας<sup>1</sup>**

(% του συνόλου των εξαγωγών των προϊόντων μεταποίησης)



Ελλάδα με βάση το κριτήριο αυτό κατατάσσεται στην πέμπτη χειρότερη θέση μεταξύ των χωρών της ΕΕ. Αν και η δαπάνη αυτή αυξήθηκε ως ποσοστό του ΑΕΠ μεταξύ 2010 και 2014, εξακολουθεί να υπολείπεται από το μέσο όρο της ΕΕ: είναι 2,5 φορές μικρότερη. Σημαντικά μικρότερος είναι επίσης ο αριθμός των ατόμων που είτε ολοκλήρωσαν ανώτατες σπουδές στην επιστήμη και τεχνολογία (S&T) είτε απασχολούνται στους τομείς αυτούς.<sup>22</sup> Ως ποσοστό στον ενεργό πληθυσμό (25-64 ετών), το 2014 δεν ξεπέρασαν το 35,4%, έναντι 44,4% στην ΕΕ. Τέλος, σημαντικά μικρός είναι και ο αριθμός των αιτήσεων

<sup>20</sup> Το 2010 η αναλογία ήταν 3 στους 10.

<sup>21</sup> Eurostat και Απογραφή Μητρώου Ανθρώπινου Δυναμικού Ελληνικού Δημοσίου.

<sup>22</sup> Είτε έχουν ολοκληρώσει με επιτυχία σπουδές τριτοβάθμιας εκπαίδευσης (HRSTE, ISED2011 levels 5-8) είτε απασχολούνται στους τομείς αυτούς δίχως σπουδές σε ανώτατο επίπεδο αλλά διαθέτουν τεχνική ή επαγγελματική εξειδίκευση (HRSTO, ISCO-08, major groups 2 and 3).



## Πίνακας 2 Παγκόσμιος Δείκτης Ταλέντων

(Ελλάδα, 2011 και 2015, βαθμολογία με άριστα το 100)

Δείκτες	2011	2015
<b>Ικανότητα ανάπτυξης ταλέντων</b>	42,7	34,0
<b>Ποιότητα εργατικού δυναμικού</b>	49,3	49,0
Ερευνητές σε R&D	27,6	27,4
Τεχνικοί σε R&D	50,0	50,0
Γλωσσικές δεξιότητες	50,0	50,0
Ποσοστό εγγραμμάτων	95,6	96,9
<b>Ποιότητα πανεπιστημιακής εκπαίδευσης</b>	54,1	48,9
Ποσοστό εγγραφής	92,4	85,5
Συνολική δαπάνη (% του ΑΕΠ)	60,8	53,8
Πανεπιστήμια στα κορυφαία 500 παγκοσμίως	4,6	2,9
<b>Ποιότητα υποχρεωτικής εκπαίδευσης</b>	75,3	70,7
Δαπάνη ανά μαθητή (% του κατά κεφαλήν ΑΕΠ)	52,3	24,2
Ποσοστό εγγραφής	97,4	97,1
Αναλογία διδασκομένων/διδασκόντων (υποχρεωτική – μέχρι γυμνάσιο)	98,0	95,1
Αναλογία διδασκομένων/διδασκόντων (δευτεροβάθμια – λύκειο)	98,6	96,8
<b>Εξωστρέφεια</b>	34,3	33,9
<b>Περιβάλλον ανάπτυξης ταλέντων</b>	50,0	62,5
<b>Προσωπικό διαθέσιμο κατά κεφαλήν εισόδημα</b>	57,3	53,4
<b>Απασχόληση</b>	23,3	8,1

Πηγή: Economist Intelligence Unit, *The Global Talent Index Report, The Outlook to 2015* (Ιανουάριος 2015).

1 Η εξωστρέφεια είναι ο σύνθετος δείκτης τριών επιμέρους δεικτών: ξένες άμεσες επενδύσεις (% του ΑΕΠ), εξωστρέφεια εμπορίου (% του ΑΕΠ), αριθμός εργαζομένων ξένης υπηκοότητας.

διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας: είναι 19 φορές μικρότερος από το μέσο όρο της ΕΕ και ο 7ος μικρότερος μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης.

Εμφανής είναι επομένως η αδυναμία της χώρας να προσελκύσει, να αναδείξει και να συντηρήσει νέα ταλέντα ώστε βαθμιαία να ανακοπεί η αιμορραγία ανθρωπίνου δυναμικού. Ο Πίνακας 2 αποτυπώνει την εικόνα. Με βάση τον Παγκόσμιο Δείκτη Ταλέντων (Global Talent Index) για το 2015, η χώρα συγκεντρώνει μόλις 45,7 μονάδες με άριστα το 100 και κατατάσσεται στη 33η θέση σε σύνολο 60 χωρών, 10 θέσεις χαμηλότερα από την αμέσως προηγούμενη κατάταξη του 2011.<sup>23</sup> Η χαμηλή αυτή επίδοση προσδιορίζεται από παράγοντες όπως η έλλειψη κινήτρων αριστείας στην εγκύκλια εκπαίδευση, η φθίνουσα απόδοση της ποιότητας των ελληνικών πανε-

πιστημίων και των τεχνολογικών ιδρυμάτων, οι περιορισμοί εισόδου στην αγορά εργασίας, οι μειωμένες προσδοκίες των νέων για καλύτερο μελλοντικό επίπεδο ατομικής ευημερίας, η έλλειψη εξωστρέφειας και οι μειωμένες δυνατότητες ανάπτυξης ταλέντων.

Αν και η χώρα κατατάσσεται στη δεκάδα των χωρών του ΟΟΣΑ με το μεγαλύτερο αριθμό διδασκόντων ανά μαθητή και φοιτητή και έχει το υψηλότερο ποσοστό εγγραφής σε όλες τις εκπαιδευτικές βαθμίδες, η χειροτέρευση της συνολικής επίδοσής της προέρχεται κυρίως από τη σημαντική μείωση της δαπάνης για

<sup>23</sup> Μεταξύ των 10 χωρών με την καλύτερη επίδοση, οι 5 είναι χώρες της Ευρώπης: Δανία, Ελβετία, Φινλανδία, Νορβηγία, Σουηδία. Το 2015, η Ελλάδα, χάνοντας 10 θέσεις, κατατάσσεται στη διεθνή κατάταξη μετά τη Ρωσία και πριν από την Αργεντινή και συγκαταλέγεται μαζί με τη Βουλγαρία και το Αζερμπαϊτζάν στις τρεις χώρες με τη μεγαλύτερη απώλεια θέσεων.

έρευνα και τεχνολογία, τη στασιμότητα της ποιότητας του εργατικού δυναμικού και τη μειωμένη εξωστρέφεια της εγχώριας οικονομίας (βλ. Πίνακα 2).

Η χαμηλή επίδοση ως προς την ποιότητα του αποθέματος ανθρώπινου κεφαλαίου αντανακλάται στη φθίνουσα πορεία της εξαγωγικής δραστηριότητας της χώρας σε προϊόντα υψηλής τεχνολογικής αξίας. Στο Διάγραμμα 13 απεικονίζεται η διαχρονική εξέλιξη των ελληνικών εξαγωγών προϊόντων εντάσεως έρευνας και τεχνολογίας σε σχέση με τις χώρες του ΟΟΣΑ, την ΕΕ και την ευρωζώνη. Μεταξύ 2000 και 2013, οι εξαγωγές προϊόντων εντάσεως έρευνας και τεχνολογίας ως ποσοστό του συνόλου των εξαγωγών προϊόντων μεταποίησης, ακολουθώντας πτωτική πορεία, μειώθηκαν κατά 6 ποσοστιαίες μονάδες. Είναι περισσότερο από δύο φορές χαμηλότερες από το μέσο όρο της ΕΕ, της ευρωζώνης και του ΟΟΣΑ.

## 5 BRAIN DRAIN: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΑΙ ΟΦΕΛΟΥΣ

Στη σχετική βιβλιογραφία έχει υποστηριχθεί ότι η χώρα προέλευσης είναι δυνατόν να αποκομίσει σημαντικό όφελος από την εκροή ανθρώπινου δυναμικού: (α) αυξάνεται η προσδοκώμενη απόδοση της εκπαίδευσης, αφού τα μορφωμένα άτομα είναι αυτά που κατά κανόνα απολαμβάνουν καλύτερες προοπτικές προόδου στις χώρες εισδοχής, κατά συνέπεια (β) αυξάνεται η ζήτηση για υπηρεσίες εκπαίδευσης και η δαπάνη για την παροχή τους, με αποτέλεσμα (γ) να αυξάνεται ο πλούτος και η ευημερία της χώρας προέλευσης (βλ. Beine et al. 2003, Stark 2004, Carrington and Detragiache 1998, Docquier and Marfouk 2004). Σε αυτά τα οφέλη θα πρέπει να προστεθούν η ανάπτυξη του εμπορίου με τις χώρες προορισμού, τα μεταναστευτικά εμβάσματα, η μεταφορά τεχνογνωσίας και επαγγελματικής εμπειρίας και η αύξηση των ξένων παραγωγικών επενδυτικών ροών προς τη χώρα προέλευσης (Lucas 2005, Javorcik, Saggi and Spatareanu 2004).

Αν και είναι νωρίς να διαπιστωθεί η μετρήσιμη επίπτωση της εξόδου στα μακροοικονομικά μεγέθη, υπάρχουν ωστόσο σημαντικά επιχειρήματα που συνηγορούν ότι το καθαρό αποτέλεσμα είναι εν τέλει αρνητικό (Schiff 2006). Και τούτο διότι, πρώτον, η έξοδος σημειώνεται από μια χώρα με αρνητικούς δημογραφικούς ρυθμούς και αφορά ως επί το πλείστον άγαμους νέους, άνδρες και γυναίκες.<sup>24</sup> Αυτό έχει ως συνέπεια όχι μόνο την αρνητική επίπτωση στον ήδη υποτονικό ρυθμό γεννητικότητας, αλλά και τη μεγαλύτερη επιβάρυνση των ασφαλιστικών ταμείων, αφού η χώρα θα στερηθεί μόνιμα ένα σημαντικό τμήμα απασχολήσιμων ατόμων.

Δεύτερον, στην Ελλάδα αποκλειστικός φορέας κατάρτισης και εξειδίκευσης ανθρώπινου δυναμικού σε ανώτατο επίπεδο είναι το Δημόσιο μέσω των δημόσιων πανεπιστημιακών ιδρυμάτων, των οποίων κύρια πηγή χρηματοδότησης είναι τα χρήματα των φορολογουμένων. Η μέση δημόσια δαπάνη για την παιδεία παραμένει σε σχετικά υψηλά επίπεδα (4,5% του ΑΕΠ το 2013, έναντι 5% για την ΕΕ-28).<sup>25</sup> Σε αυτό το ποσοστό θα πρέπει να προστεθεί η δαπάνη της μέσης οικογένειας, που εξακολουθεί και χρηματοδοτεί σπουδές ανώτατης βαθμίδας στο εσωτερικό και στο εξωτερικό.<sup>26</sup> Λαμβάνοντας λοιπόν υπόψη την υψηλή συνολική εθνική δαπάνη για εκπαίδευση, τόσο η έξοδος επιστημονικού δυναμικού που έλαβε εξειδίκευση στη χώρα όσο και η παραμονή του μετά το πέρας των σπουδών στο εξωτερικό συνιστούν σημαντική απώλεια.

Τρίτον, η εκροή ανθρώπινου κεφαλαίου αφορά κυρίως το πλέον ανταγωνιστικό, ικανό και φιλόδοξο τμήμα του εργατικού δυναμικού μιας χώρας. Η παραγωγική του αξιοποίηση από ξένη χώρα συνιστά μόνιμη βλάβη για τη

<sup>24</sup> Το 40% είναι γυναίκες.

<sup>25</sup> Πηγή στοιχείων: ΕΛΣΤΑΤ.

<sup>26</sup> Για το 2006 η ιδιωτική δαπάνη αντιστοιχούσε σε 0,3% του ΑΕΠ. Με κριτήριο το ύψος της συνολικής δημόσιας και ιδιωτικής δαπάνης ανά μαθητή/φροιτητή (4.479 δολάρια ΗΠΑ) σε μονάδες ισότητας αγοραστικών δυνάμεων η Ελλάδα κατείχε τη 16η θέση μεταξύ των 28 χωρών της ΕΕ (5.930 δολάρια ΗΠΑ). Βλ. Eurostat, *Education Statistics*.

χώρα προέλευσης, αφού η μέση ποιότητα του εναπομένου αποθέματος ανθρώπινου κεφαλαίου χειροτερεύει. Παρατηρείται συνεπώς υποστελέχωση λόγω έλλειψης ειδικευμένου εργατικού δυναμικού αναγκαίου για τη στήριξη της αναπτυξιακής διαδικασίας.

*Τέταρτον*, μεταναστεύουν επίσης και άτομα με μικρότερη εξειδίκευση και μόρφωση, με αποτέλεσμα να περιορίζεται το όφελος από την προσδοκώμενη μεγαλύτερη απόδοση της εκπαίδευσης, αφού η έλλειψη προσφοράς εργασίας με δεδομένη τη ζήτηση διαμορφώνει προσδοκίες για υψηλότερη αμοιβή στη χώρα εξόδου και μειώνει κάθε κίνητρο για εκπαίδευση και βελτίωση της ποιότητας.

*Πέμπτον*, η υψηλή προσδοκώμενη απόδοση της εκπαίδευσης ενέχει υψηλό βαθμό αβεβαιότητας, αφού εξαρτάται από αβέβαιους παράγοντες όπως η δυνατότητα μετανάστευσης, οι ευκαιρίες απασχόλησης στη χώρα παραμονής, ενδεχόμενες αλλαγές στη μεταναστευτική πολιτική της χώρας προορισμού (αυστηρότερες αριθμητικές ποσοτώσεις) και δυσμενείς αλλαγές στο οικονομικό περιβάλλον της χώρας εισόδου που επηρεάζουν το ύψος του προσδοκώμενου μισθού.

*Έκτον*, οι μετανάστες συνήθως απασχολούνται σε θέσεις εργασίας κατώτερες των προσόντων τους και αμείβονται λιγότερο. Η σπατάλη επομένως πολύτιμου ανθρώπινου κεφαλαίου (brain waste) και η απώλεια εισοδήματος συνιστούν ένα επιπλέον κόστος για τη χώρα εξόδου.<sup>27</sup>

*Έβδομον*, η αυξημένη δαπάνη για εκπαίδευση στερεί εθνικούς πόρους από άλλους τομείς όπως είναι οι δημόσιες υποδομές και η υγεία, που επίσης επιφέρουν θετικό πολλαπλασιαστικό αντίκτυπο στην ανάπτυξη. Εάν η χρηματοδότηση της αυξημένης δαπάνης για εκπαίδευση γίνει μέσω της φορολογίας, η συνακόλουθη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος θα μειώσει τη ζήτηση για εκπαίδευση, με αποτέλεσμα το καθαρό τελικό αποτέλεσμα να είναι αρνητικό. Εξάλλου, η περιορισμένη άλλων επενδυτικών δαπανών όπως για υποδομές ή για

υγεία προκαλούν επίσης πρωτογενείς δυσμενείς επιδράσεις τόσο στην αναπτυξιακή διαδικασία όσο και στην ποιότητα του εργατικού δυναμικού. Το τελευταίο επιφέρει πολλαπλασιαστικές αρνητικές δευτερογενείς επιδράσεις, αφού μειώνεται η απόδοση του φυσικού κεφαλαίου όταν αυτό συνεργάζεται στην παραγωγική διαδικασία με ένα χειρότερο ποιότητας εργατικό δυναμικό.<sup>28</sup>

*Όγδοον*, η απώλεια ανθρώπινου δυναμικού συνεπάγεται και σημαντική δημοσιονομική απώλεια στην πλευρά των φορολογικών εσόδων, αφού κατά κανόνα οι προσοντούχοι εργαζόμενοι διεκδικούν και επιτυγχάνουν υψηλότερες μισθολογικές αμοιβές και καταβάλλουν υψηλότερους φόρους, αφού η φοροδοτική τους ικανότητα είναι μεγαλύτερη.

*Ένατον*, το φαινόμενο της φυγής των πλέον ταλαντούχων και μορφωμένων ατόμων, όταν εκδηλώνεται έντονα τόσο ως προς το μέγεθος όσο και ως προς τη χρονική διάρκεια, προκαλεί συνήθως ένα συναίσθημα παραίτησης και απαισιοδοξίας σε μεγάλα τμήματα του πληθυσμού, που λαμβάνει τη μορφή ψήφου δυσπιστίας προς το μέλλον της χώρας.

## 6 ΣΥΝΟΨΗ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Τέσσερα είναι τα βασικά συμπεράσματα. Πρώτον, το φαινόμενο του “brain drain” ως σύμπτωμα της πρόσφατης κρίσης έχει αναπτύξει μια δυναμική όσον αφορά το μέγεθος, την ένταση και τη διάρκειά του. Δεύτερον, με βάση την έως σήμερα πληροφόρηση για τα ποιοτικά χαρακτηριστικά του φαινομένου, η εξερχόμενη ροή αφορά εκείνο το τμήμα του εγχώριου εργατικού δυναμικού που διακρίνεται από νεότητα και υγεία, υψηλή μόρφωση και εξειδίκευση, μεγάλη κινητικότητα και

<sup>27</sup> Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας της ICAP Group (2015), το 60,8% των μόνιμα εξελθόντων κατοίκων Ελλάδος που συμμετείχαν στην έρευνα απασχολούνται ως απλοί υπάλληλοι σε θέσεις χωρίς διοικητική ευθύνη και περισσότεροι από τους μισούς αμείβονται σχετικά χαμηλά (μέχρι 40.000 ευρώ ετήσιο μικτό εισόδημα).

<sup>28</sup> Για μια θεωρητική ανάλυση γενικής ισορροπίας της απώλειας ευμερείας, βλ. Schiff (2006).

απασχολησιμότητα. Τρίτον, αν και η βαθιά και παρατεταμένη υφειακή διαταραχή αποτέλεσε την αφορμή για την εκδήλωσή του, τα βαθύτερα αίτιά του θα πρέπει να αναζητηθούν όχι μόνο στην πρόσφατη αρνητική μακροοικονομική συγκυρία, αλλά και στις χρονίζουσες αδυναμίες του εγχώριου παραγωγικού υποδείγματος. Τέταρτον, στην εξήγηση του φαινομένου δεν θα πρέπει να παραγνωρισθεί ούτε η υστέρηση του εγχώριου εκπαιδευτικού συστήματος στην παραγωγή υψηλής ποιότητας ανθρώπινου κεφαλαίου ούτε και η αδυναμία της εγχώριας οικονομίας να διατηρήσει και να προσελκύσει ταλαντούχους ανθρώπους.

Η φυγή εγχώριου ανθρώπινου δυναμικού καλό είναι να οδηγήσει σε γόνιμο προβληματισμό. Αφετηρία της προσπάθειας για καλύτερη παιδεία και καλύτερης ποιότητας ανθρώπινο κεφάλαιο αλλά και για την παροχή περισσότερων ευκαιριών απασχόλησης θα πρέπει να είναι η συνεννόηση και η συνεργασία όλων των εμπλεκόμενων φορέων: της κυβέρνησης, των εκπαιδευτικών ιδρυμάτων και του παραγωγικού τομέα. Καταλήγουμε σε ένα ελάχιστο σύνολο έξι προτάσεων πολιτικής που χωρίς καθυστέρηση θα πρέπει να αναληφθούν.

Πρώτον, *στροφή του εγχώριου οικονομικού υποδείγματος σε παραγωγικότερους τομείς και διασύνδεση της εκπαίδευσης με την παραγωγή*. Κρίνεται σκόπιμη η συντονισμένη προσπάθεια ενίσχυσης εκείνων των τομέων στους οποίους η εγχώρια οικονομία έχει και μπορεί να διατηρήσει και να βελτιώσει ή και να αποκτήσει συγκριτικό πλεονέκτημα στο διεθνή καταμερισμό της εργασίας και του πλούτου. Για το σκοπό αυτό, προτάσσεται ο επανακαθορισμός των ειδών και μορφών επιστημονικής και επαγγελματικής εξειδίκευσης ώστε να περιοριστεί η παρατηρούμενη σήμερα αναντιστοιχία μεταξύ προσφοράς και ζήτησης εργασίας και να ταιριάζουν καλύτερα οι δεξιότητες των νέων επιστημόνων με τη ζήτηση της αγοράς. Βασικό εργαλείο επανακαθορισμού των επαγγελματιών είναι η σύνδεση της τριτοβάθμιας εκπαίδευσης με την παραγωγική εξειδίκευση.<sup>29</sup>

Δεύτερον, *δημιουργία μιας βάσης δεδομένων και καταγραφή δεξιοτήτων*. Η πλατφόρμα αυτή θα συνεισφέρει όχι μόνο στη συγκέντρωση στατιστικών δεδομένων για την ποσοτική και ποιοτική μελέτη του φαινομένου, αλλά κυρίως στην παροχή κινήτρων, βραχυχρόνια, για την ανάπτυξη ισχυρών δεσμών συνεργασίας με ικανά και άξια στελέχη και, μακροχρόνια, για τον επαναπατρισμό τους.<sup>30</sup>

Τρίτον, *δράσεις στήριξης της νεοφυούς επιχειρηματικότητας*. Οι δράσεις αυτές μπορούν να λάβουν τη μορφή χώρων συνάντησης και γνωριμίας των δημιουργικών και φιλόδοξων νέων με την κουλτούρα της επιχειρηματικής δραστηριότητας.<sup>31</sup> Ενθαρρυντική προς την κατεύθυνση αυτή είναι η παρατηρούμενη μεταστροφή του εργασιακού ενδιαφέροντος των μορφωμένων νέων από το δημόσιο στον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας και η προσφιλής σε αυτούς εικόνα της επιχειρηματικότητας. Το 61% των μορφωμένων νέων που συμμετείχαν στην έρευνα της Endeavor Greece

<sup>29</sup> Στην έρευνα της Endeavor Greece 2014, το 82% των ερωτηθέντων νέων επιστημόνων θεωρεί ότι το υφιστάμενο εκπαιδευτικό σύστημα δεν προετοιμάζει κατάλληλα τους νεοεισερχόμενους στην αγορά εργασίας.

<sup>30</sup> Προς την κατεύθυνση αυτή κινείται η διαδικτυακή πρωτοβουλία με τίτλο "BrainGain" που έχει ως στόχο να ενώσει τους Έλληνες που έφυγαν στο εξωτερικό και μέσα από δράσεις να καλλιεργήσει τις συνθήκες επιστροφής. Βλ. [www.braingain.gr](http://www.braingain.gr).

<sup>31</sup> Το 2015 ο παραγωγικός τομέας στην Ελλάδα δραστηριοποιήθηκε προς την κατεύθυνση αυτή χάρη στη βοήθεια μη κερδοσκοπικών και εθελοντικών οργανώσεων, δίχως όμως την παρουσία ή τη συνδρομή του κράτους. Ενδεικτικά αναφέρουμε: (i) τις 90 δράσεις που διοργανώθηκαν στο πλαίσιο του 2015 Start up Safari Athens, στο οποίο οι νέοι είχαν την ευκαιρία να πληροφορηθούν, να γνωρίσουν από κοντά, να συνομιλήσουν και να εμπνευστούν από επιχειρηματίες, (ii) τη δράση Mindspace (Δεκέμβριος 2015) με έμφαση στην τεχνολογική επιχειρηματικότητα, (iii) τη Σχολή Επιχειρηματικότητας που διοργανώθηκε για πρώτη φορά στην Αθήνα (30 Νοεμβρίου-4 Δεκεμβρίου 2015) από τη μη κερδοσκοπική οργάνωση ThinkYoung με σκοπό την απευθείας επικοινωνία των ενεργών φοιτητών όχι με εκπαιδευτικούς ειδικούς του χώρου, αλλά με τους ίδιους τους επιχειρηματίες, καθώς και (iv) τη λειτουργία του Impact Hub Athens, που χρηματοδοτείται από ελληνικές επιχειρήσεις και είναι μέλος του παγκόσμιου δικτύου Social Impact Awards, το οποίο βοηθά τους νέους να δραστηριοποιηθούν επιχειρηματικά. Αναφέρουμε επίσης το πρόγραμμα "Regeneration", που υλοποιείται από την Global Sharper Athens Hub στο πλαίσιο του προγράμματος World Economic Forum και υποστηρίζει οικονομικά την απασχόληση νέων πτυχιούχων με δεξιότητες από ελληνικές επιχειρήσεις, δίνοντας έτσι την ευκαιρία σε φιλόδοξα και ταλαντούχα άτομα να αναπτύξουν τις δεξιότητές τους παραμένοντας στη χώρα, αλλά και στις εταιρίες που στερούνται χρηματοδότησης την ευκαιρία να δημιουργήσουν στέλεχη. Για τον ίδιο σκοπό, διοργανώθηκε για πρώτη φορά στην Αθήνα (7-10 Οκτωβρίου 2015) το Google LaunchPad, ένα 4ήμερο boot camp για νεοφυείς επιχειρήσεις που έφερε σε επαφή 80 προγραμματιστές και επιχειρηματίες. Αναφέρουμε τέλος τις πρωτοβουλίες στο πλαίσιο του Industrydisruptors.org με το Disrupt Startup Scaleup και το ΣΦΕΕ Innovation Project.

2014 επιθυμούν να εργαστούν στον ιδιωτικό τομέα, έστω και με τον ίδιο μισθό με το δημόσιο, και το 52% να δραστηριοποιηθούν οι ίδιοι επιχειρηματικά.

Τέταρτον, *ενίσχυση της αριστείας, της διαφάνειας και της αξιοκρατίας*. Αν και η οικονομική κρίση επέτεινε τη μεγάλη φυγή των επιστημόνων στο εξωτερικό, δεν αποτέλεσε εντούτοις τον αποκλειστικό λόγο της μαζικής μετανάστευσης. Όπως καταγράφηκαν από τους ίδιους τους ενδιαφερομένους, οι σημαντικότεροι λόγοι φυγής ήταν (α) η αναξιοκρατία και η αδιαφάνεια στην επιλογή, (β) η μετριοκρατία, η διαφθορά, ο νεποτισμός, (γ) η αναποτελεσματικότητα της δημόσιας διοίκησης, (δ) η έλλειψη ευκαιριών δημιουργικής απασχόλησης και εξέλιξης, (ε) η έλλειψη κινήτρων επιχειρηματικότητας και (στ) η οικονομική κρίση και η αβεβαιότητα για το μέλλον της χώρας.<sup>32</sup> Αντίθετα, η αξιοκρατία, η παροχή ευκαιριών απασχόλησης σε θέση ευθύνης με προοπτικές σταδιοδρομίας, η μεγαλύτερη προσαρμοστικότητα της αγοράς εργασίας και η ελεύθερη πρόσβαση σε αυτήν, καθώς και η επιθυμία να ζήσουν σε περισσότερο προοδευτικές κοινωνίες αποτέλεσαν τους παράγοντες έλξης. Για να ανακοπεί ή ακόμη και να αντιστραφεί η τάση φυγής, η ελληνική πολιτεία θα πρέπει έμπρακτα να ενισχύσει τη διαφάνεια στην επιλογή και εξέλιξη, την προστασία του θεσμού της αριστείας και την παροχή κινήτρων ίσων ευκαιριών ανάπτυξης ταλέντων. Η διενέργεια, με τη στήριξη των επαγγελματιών φορέων και του κράτους, σε μόνιμη βάση περιοδικών διαγωνισμών με γενναία πριμοδότηση, όπως βραβεία ή/και επιδότηση των εργοδοτών που θα προσλάβουν νέους επιστήμονες ως επιβράβευση των ιδεών αλλά και ως ενθάρρυνση της συμμετοχής, μπορεί να αποτελέσει την έμπρακτη απόδειξη για την προστασία της αριστείας και τη διασφάλιση της αξιοκρατίας. Άλλωστε, ο θεσμός των διαγωνισμών συνιστά βέλτιστη πρακτική που εφαρμόζουν επί σειρά ετών με επιτυχία όλες οι ανεπτυγμένες χώρες.

Πέμπτον, η *γενικευμένη υιοθέτηση του θεσμού της μαθητείας και της πρακτικής άσκησης* θα

μπορούσε να συμβάλει στη συγκράτηση των νέων σε ηλικία ταλαντούχων στελεχών, αλλά και των μορφωμένων νέων με μικρή ή καθόλου επαγγελματική εμπειρία. Αν και οι ελληνικές επιχειρήσεις, λειτουργώντας σε μια περίοδο χαμηλής ζήτησης και συνεπώς μικρού μεγέθους παραγωγής, μπορούν βραχυπρόθεσμα να διαχειριστούν τις δυσκολίες σε έλλειψη εξειδικευμένων στελεχών, μακροπρόθεσμα ωστόσο, καθώς η οικονομία θα εισέρχεται στην ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου, θα αντιμετωπίσουν σοβαρά προβλήματα που συνδέονται με τη χαμηλή παραγωγικότητα και την έλλειψη καινοτομίας.<sup>33</sup>

Έκτον, *περιβάλλον φιλικό προς την επιχειρηματικότητα*. Με βάση τις εκτιμήσεις των δεκτών ανταγωνιστικότητας του World Economic Forum για το 2015 και το 2016 (World Economic Forum 2015), η Ελλάδα είναι ένας από τους μεγαλύτερους τροφοδότες επιστημόνων και μηχανικών στην ψηφιακή τεχνολογία. Κατατάσσεται 36η σε σύνολο 144 χωρών παγκοσμίως όσον αφορά την τεχνολογική ετοιμότητα και 43η με βάση την ποιότητα της ανώτατης εκπαίδευσης και εξειδίκευσης. Ωστόσο, συνολικά κατέχει την 81η θέση ως προς το βαθμό ανταγωνιστικότητας, με στάσιμες προοπτικές, συνυπολογίζοντας όχι μόνο την κακή μακροοικονομική συγκυρία, αλλά και το μη ευνοϊκό θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας της εγχώριας οικονομίας, την αναποτελεσματικότητα της αγοράς εργασίας, την αργή χρηματοοικονομική ανάπτυξη, την έλλειψη καινοτομίας και επιχειρηματικής κουλτούρας.<sup>34</sup> Η επίδοση αυτή είναι η χειρότερη μεταξύ όλων των χωρών της ζώνης του ευρώ. Επιπλέον, μολονότι το 90% του πληθυσμού έχει πρόσβαση στο διαδίκτυο, η χώρα κατατάσσεται στις τελευταίες θέσεις (26η σε σύνολο 28 χωρών της ΕΕ) όσον αφορά την εξοικείωση της κοινωνίας με τα ψηφιακά εργαλεία. Η μείωση της γραφει-

<sup>32</sup> Στο συμπέρασμα αυτό συγκλίνουν τα ευρήματα όλων σχεδόν των ερευνών που έχουν μέχρι σήμερα εκπονηθεί και δημοσιευθεί (βλ. EUI 2013, ICAP Group 2015, 2016, Endeavor Greece 2014, Theodoropoulos et al. 2014, Triandafyllidou and Gropas 2014 και Labrianidis and Pratsinakis 2016).

<sup>33</sup> Για την ενδοεπιχειρησιακή κατάσταση, βλ. Νικολίτσα (2011).

<sup>34</sup> Στην κορυφή της κατάταξης βρίσκονται η Ελβετία, η Σγκαπούρη, οι ΗΠΑ και η Γερμανία.

οκρατίας, η φιλική στάση του κράτους προς το επιχειρείν, η μείωση των ασφαλιστικών εισφορών και η μείωση της φορολογίας μέχρις ότου η νεοφυής επιχείρηση καταστεί κερδοφόρα συνιστούν τα κρίσιμα στοιχεία που συνθέτουν ένα φιλικό προς την επιχειρηματικότητα θεσμικό πλαίσιο.<sup>35</sup> Σε αυτά βεβαίως θα πρέπει να προστεθούν οι ευέλικτες μορφές τραπεζικής χρηματοδότησης καθώς και η αξιοποίηση από ειδικά χρηματοδοτικά σχήματα των διαθέσιμων κεφαλαίων της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων.

Τέλος, ένα ζήτημα που δεν άπτεται άμεσα του φαινομένου της διαρροής εγκεφάλων αλλά επηρεάζει αρνητικά την ποιότητα του εγχώριου εργατικού δυναμικού είναι το ιδιαίτερα υψηλό ποσοστό των νέων ηλικίας 15-24 ετών εκτός εκπαίδευσης, εργασίας και κατάρτισης (NEET – Not in Education, Employment or Training). Ξεπερνά το 19% του συνολικού πληθυσμού της συγκεκριμένης ηλικιακής ομάδας για το 2014 και είναι το τρίτο υψηλότερο στην ΕΕ. Οι νέοι αυτής της κατηγορίας συχνά θεωρούν τον εαυτό τους εγκαταλελειμμένο από την πολιτεία και τοποθετούνται στο περιθώριο της κοινωνικής και οικονομικής ζωής.<sup>36</sup> Συνεπώς, απαραίτητη είναι η χάραξη μιας ολιστικής και συνεκτικής στρατηγικής επανένταξης και αξιοποίησης των NEET. Η στρατηγική αυτή θα πρέπει να υιοθετεί τις βέλτιστες πρακτικές ανάπτυξης των δυνατοτήτων των νέων που εφαρμόζουν οι επιτυχημένες χώρες που παρά τη διεθνή κρίση και ύφεση γνώρισαν πολύ μικρή αύξηση της ανεργίας των νέων τους.<sup>37</sup> Οι πρακτικές αυτές βασίζονται σε ένα σύνολο πρωτοβουλιών της κυβέρνησης, σε συνεννόηση με τους παρα-

γωγικούς φορείς και τα εκπαιδευτικά ιδρύματα όλων των βαθμίδων και μορφών, που σχετίζονται με την αύξηση των προγραμματικών μαθητείας και πρακτικής άσκησης, των μαθημάτων επαγγελματικής κατάρτισης και εξειδίκευσης για την καλύτερη προετοιμασία της μετάβασης του νέου από την εκπαιδευτική διαδικασία στην αγορά εργασίας, την προστασία των σχολείων δεύτερης ευκαιρίας και την παροχή κινήτρων μη εγκατάλειψης του σχολείου.<sup>38</sup>

**35** Με βάση τα ευρήματα πρόσφατης έρευνας σε 2.222 φοιτητές από 30 ΑΕΙ της χώρας, το 81% των ερωτηθέντων έχουν θετική άποψη για την επιχειρηματικότητα, το 53% θεωρεί ότι η πρακτική άσκηση και οι νεοφυείς επιχειρήσεις (startups) είναι η σημαντικότερη δράση ανάπτυξης του επιχειρηματικού πνεύματος, το 63% χαρακτηρίζει τη γραφειοκρατία ως ανασταλτικό ή αποτρεπτικό παράγοντα, το 45% θεωρεί ότι το ελληνικό κράτος είναι εχθρικό προς την επιχειρηματικότητα και το 48% ζητά βελτίωση του θεσμικού πλαισίου. Βλ. έρευνα ΟΠΑ, Endeavor Greece, ΕΥ και Ελληνοαμερικανικό Εμπορικό Επιμελητήριο, *Η Επιχειρηματικότητα μέσα από τα μάτια των νέων. Κάτι αλλάζει*, Δεκέμβριος 2015.

**36** Σύμφωνα με την τελευταία έκθεση της PwC (2015), η Ελλάδα συγκεντρώνει την τρίτη χαμηλότερη βαθμολογία μεταξύ των 34 χωρών του ΟΟΣΑ για το 2014 όσον αφορά τη συμβολή της στην εξέλιξη των νέων. Ειδικότερα, με βάση το Δείκτη Νέων Εργαζομένων της PwC (Young Workers Index), που αποτελεί το σταθμισμένο μέσο όρο 8 επιμέρους δεικτών (ανεργία, απασχόληση, μερική απασχόληση, μακροχρόνια ανεργία, ποσοστό εγγεγραμμένων στην εκπαίδευση, εγκατάλειψη σχολείου, αναλογία νέων (15-24 ετών) προς μεγαλύτερους (25-54 ετών), ποσοστό NEET) και αντανάκλα τη δραστηριοποίηση των νέων ηλικίας 20-24 ετών στην αγορά εργασίας, τη συμμετοχή τους στην εκπαίδευση και την επαγγελματική κατάρτιση, η επίδοση της χώρας κρίνεται απογοητευτική, δηλώνοντας με αυτόν τον τρόπο ότι οι νέοι στην Ελλάδα δεν αξιοποιούνται, αλλά αντιθέτως σπρώχνονται στο περιθώριο.

**37** Το ποσοστό ανεργίας των νέων στη Γερμανία, τη δεύτερη πιο επιτυχημένη χώρα στη διεθνή κατάταξη, μειώθηκε από το 2006 και δεν ξεπερνά το 8%, έναντι 50% στην Ελλάδα. Εξάλλου, το ποσοστό των NEET στη Γερμανία ήταν 6,4%, δηλ. τρεις φορές μικρότερο από το αντίστοιχο ποσοστό για την Ελλάδα. Οι καλές αυτές επιδόσεις της γερμανικής οικονομίας οφείλονται στην επιτυχή εφαρμογή του προγράμματος “EU Youth Strategy”, που στοχεύει στην επίλυση πολύπλευρων ζητημάτων των νέων όπως είναι η εκπαίδευση, η υγεία και η κοινωνική ένταξη.

**38** Ενδεικτικά αναφέρουμε το βρετανικό πρόγραμμα “Employer Ownership of Skills”, που φιλοδοξεί να δημιουργήσει 3 εκατ. νέες θέσεις μαθητείας μέχρι το 2030, το γερμανικό πρόγραμμα μακροχρόνιας πρακτικής άσκησης νέων σε εταιρίες, καθώς και το πρόγραμμα “School Drop Out – A second chance”, που βοηθά στην επανένταξη των μαθητών που εγκατέλειψαν πρόωγα το σχολείο.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Alpha Bank (2015), *Εβδομαδιαίο Δελτίο Οικονομικών Εξελίξεων*, 23 Οκτωβρίου: <http://www.alpha.gr/files/infoanalyses/weekly23102015.pdf>.
- Alpha Bank (2016), *Εβδομαδιαίο Δελτίο Οικονομικών Εξελίξεων*, 17 Ιουνίου: <http://www.alpha.gr/files/infoanalyses/weekly17062016.pdf>.
- Arrow, K. (1962), “Economic welfare and the allocation of resources for invention”, in *The rate and direction of inventive activity. Economic and social factors*, A Conference of the Universities-National Bureau Committee for Economic Research, NBER Books, March.
- Arslan, C., J.C. Dumont, Z. Kone, Y. Moullen, C. Ozden, C. Parsons and T. Xenogiani (2014), “A New Profile of Migrants in the Aftermath of the Recent Economic Crisis”, *OECD Social, Employment and Migration Working Papers*, no. 160, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/5jxt2t3nnjr5-en>.
- Azariadis, C. and A. Drazen (1990), “Threshold externalities in economic development”, *Quarterly Journal of Economics*, 105, 501-526.
- Barro, R. and J. W. Lee (1993), “International comparisons of educational attainment”, *Journal of Monetary Economics*, 32, 363-394.
- Becker, G.S. (1993), *Human capital: a theoretical and empirical analysis with special reference to education*, NBER and the University of Chicago Press, Chicago and London, third edition.
- Beine, M., F. Docquier and H. Rapaport (2003), “Brain drain and LDC’s growth: winners and losers”, IZA Discussion Paper no. 819, Institute for the Study of Labour, Bonn.
- Cohen, R. (1997), “Brain drain migration”, South African Commission on International Migration. Available from: URL: <http://www.queensu.ca/samp/transform/Cohen1.htm>.
- Commander, S., M. Kangasniemi and L.A. Winters (2004), “The brain drain: curse or boon? A survey of literature”, in Baldwin, R. E. and L. A. Winters (eds.), *Challenges to globalisation. Analysing the economics*, University of Chicago Press.
- Carrington, W.J. and E. Detragiache (1998), “How big is the brain drain?”, IMF Working Paper no. 98/102.
- Credit Suisse (2015), The Global Wealth Report, October: <https://publications.credit-suisse.com/tasks/render/file/?fileID=F2425415-DCA7-80B8-EAD989AF9341D47E>.
- Δαμανάκης, Μ., Σ. Κωνσταντινίδης και Α. Τάμης (2014), *Νέα μετανάστευση από και προς την Ελλάδα*, εκδόσεις Πανεπιστημίου Κρήτης (συλλογικό έργο).
- Docquier, F. and A. Marfouk (2004), “Measuring the international mobility of skilled workers (1990-2000) – Release 1.0”, Policy Research Working Paper no. 3381, World Bank.
- Endeavor Greece (2014), “Creating jobs for youth in Greece”, Ίδρυμα Σταύρος Νιάρχος.
- European Commission (2010), *Geographical and labour market mobility report*, Special Eurobarometer 337/Wave 72.5 – TNS Opinion and Social, [http://ec.europa.eu/public\\_opinion/archives/ebs/ebs\\_337\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/public_opinion/archives/ebs/ebs_337_en.pdf).
- European University Institute (2013), Global Governance Programme, *Survey Report. Emigrating in times of crisis*, EUI/4.
- ICAP Group (2015), Αποτελέσματα της έρευνας για το φαινόμενο του brain drain. “Talent management from drain to gain”, 1ο ετήσιο συνέδριο Human Capital Summit, 4 Ιουνίου.
- ICAP Group (2016), Αποτελέσματα της έρευνας για το φαινόμενο του brain drain. “Young talented Greeks working abroad”, 2ο ετήσιο συνέδριο Human Capital Summit, 25 Μαΐου.
- Javorcik, B.S., K. Saggi and M. Spatareanu (2004), “Does it matter where you come from? Vertical spillovers from foreign direct investment and the nationality of investors”, *Policy Research Working Paper Series*, no. 3449, The World Bank.
- Jones, C. (2002), “Sources of US economic growth in a world of ideas”, *American Economic Review*, 92, 220-239.

- Κωστελένος, Γ., Δ. Βασιλείου, Εμμ. Κουνάρης, Σ. Πετμεζάς και Μ. Σφακιανάκης (2007), *Πηγές οικονομικής ιστορίας της Νεότερης Ελλάδας: Ποσοτικά στοιχεία και στατιστικές σειρές. Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, 1830–1939*, ΚΕΠΕ και Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος.
- Labrianidis, L. and M. Pratsinakis (2016), “Greece’s new emigration at times of crisis”, GreeSE Paper no. 99, Hellenic Observatory on Greece and Southeast Europe, LSE, May.
- Labrianidis, L. and N. Vogiatzis (2013), “The mutually reinforcing relation between international migration of highly educated labour force and economic crisis: the case of Greece”, *Southeast European and Black Sea Studies*, 13, 525-551.
- Livanos, I. and K. Pouliakas (2011), “Wage returns to university disciplines in Greece: are Greek higher education degrees Trojan horses?”, *Education Economics*, 19, 411-445.
- Lucas, R. (1988), “On the mechanics of economic development”, *Journal of Monetary Economics*, 22, 3-42.
- Lucas, R. (2005), “International migration: lessons from recent data”, presentation in the Migration Seminar Series of the World Bank, March 8.
- Maddison, A. (2003), *The World Economy: Historical Statistics*, OECD Development Centre.
- Mankiw, G., D. Romer and D. Weil (1992), “A contribution to the empirics of economic growth”, *Quarterly Journal of Economics*, 107, 407-437.
- Matsaganis, M. (2013), “The Greek crisis: Social impact and policy responses”, Berlin: Friedrich Ebert Stiftung, November, <http://library.fes.de/pdf-files/id/10314.pdf>.
- Μητράκος, Θ., Π. Τσακλόγλου και Ι. Χολέζας (2010), “Προσδιοριστικοί παράγοντες του ύψους των μισθών στην Ελλάδα με έμφαση στους μισθούς των αποφοίτων της τριτοβάθμιας εκπαίδευσης”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, 34, 7-40.
- Nelson, R. and E. Phelps (1966), “Investment in humans, technological diffusion, and economic growth”, *American Economic Review*, 56, 69-75.
- Νικολίτσα, Δ. (2011), “Η ενδοεπιχειρησιακή κατάρτιση στην Ελλάδα: μια συνοπτική εικόνα”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, 35, 53-86.
- OECD (1996), *The knowledge-based economy*, Paris.
- OECD (2001), *The new economy: beyond the hype. OECD growth project*, Paris.
- OECD (2015), *Greece in Education at a glance 2015: OECD indicators*, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/eag-2015-58-eu>.
- OECD-UNDESA (2015), *World migration in figures*, October.
- Παπαπέτρου, Ε. (2007), “Εκπαίδευση, αγορά εργασίας και μισθολογικές διαφορές στην Ελλάδα”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, 28, 57-83.
- PcW (2015), “*Young Workers Index. How well are OECD economies developing the economic potential of their young people?*”, Pricewaterhouse Coopers LLP, October.
- Romer, P.M. (1986), “Increasing returns and long-run growth”, *Journal of Political Economy*, 94, 1002-1037.
- Romer, P.M. (1989), “Human capital and growth. Theory and evidence”, NBER Working Paper no. 3173.
- Schiff, M. (2006), “Brain gain: claims about its size and impact on welfare and growth are greatly exaggerated”, in Ozden, C. and Schiff, M. (eds.), *International migration, remittances and the brain drain*, ch. 6, 201-225, Palgrave Macmillan.
- SEEMHN (2014), *South-Eastern European Monetary and Economic Statistics from the Nineteenth Century to World War II*, published by: Bank of Greece, Bulgarian National Bank, National Bank of Romania, Oesterreichische Nationalbank, Athens, Sofia, Bucharest, Vienna: <http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Publications/Studies/SeemhnDataVolTables.aspx>.
- Stark, O. (2004), “Rethinking the brain drain”, *World Development*, 32, 15-22.
- Tastsoglou, E. and G. Stubos (1992), “The pioneer Greek immigrant in the United States and Canada (1880s-1920s): Survival strategies of a traditional family”, *Sociology Publication and*



- Research*, Paper 1, Ryerson University, <http://digitalcommons.ryerson.ca/sociology/1>.
- Theodoropoulos, D., A. Kyridis, C. Zagkos and Z. Konstantinidou (2014), “Brain drain phenomenon in Greece. Young Greek scientists on their way to immigration in an era of crisis. Attitudes, opinions and beliefs towards the prospect of migration”, *Journal of Education and Human Development*, 3, 229-248.
- Trachana, V. (2013), “Austerity-led brain drain is killing Greek science”, *Nature*, 496(7445), 18 April.
- Triandafyllidou, A. and R. Gropas (2014), “Voting with their feet: highly skilled emigrants from Southeastern Europe”, *American Behavioral Scientist*, 58, 1614-1633.
- Triandafyllidou, A. and I. Isaakyan (2014), “EU management of high skill migration”, *Policy Brief*, Global Governance Programme, EUI, 2014/4.
- United Nations (2013), *Trends in international migration stock: the 2013 revision*, United Nations Department of Economic and Social Affairs/Population Division.
- United Nations (2015), *International Migration Outlook*, United Nations Department of Economic and Social Affairs/Population Division.
- Uzawa, H. (1965), “Optimum technical change in an aggregative model of economic growth”, *International Economic Review*, 6, 18-31.
- Welch, F. (1970), “Education in production”, *Journal of Political Economy*, 78, 35-59.
- World Economic Forum (2015), *The Global Competitiveness Report 2015-2016*: <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2015-2016/>.



# ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ: ΑΝΑΓΚΑΙΑ ΑΛΛΑ ΜΗ ΙΚΑΝΗ ΣΥΝΘΗΚΗ ΓΙΑ ΤΗ ΔΑΝΕΙΟΔΟΤΗΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Φαίδων Καλφάογλου\*

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών

## I ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Κοινό γνώρισμα όλων των τραπεζικών κρίσεων είναι η απαξίωση των κεφαλαίων των τραπεζών, που στις περισσότερες περιπτώσεις καθιστά αναγκαία την κρατική παρέμβαση με τη δημιουργία “πακέτων διάσωσης”. Ιστορικά, στις περισσότερες τραπεζικές κρίσεις οι κυβερνήσεις χρειάστηκε να παρέμβουν για να διατηρήσουν τις ζωτικές λειτουργίες της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης και να ενισχύσουν τους στόχους της μακροοικονομικής πολιτικής. Πριν από την κρίση του 2007-08 και την ευρωπαϊκή κρίση χρέους οι αρμόδιες αρχές είχαν παρέμβει για τη διάσωση τραπεζών, αλλά κατά περίπτωση. Η κρίση κατέδειξε εμφατικά τη σημασία των τραπεζών για την οικονομική ανάπτυξη, με συνέπεια να υιοθετηθούν γενικά προγράμματα εξυγίανσης που, σε συνδυασμό με συμβατικά ή μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, περιόρισαν τη διάχυση των προβλημάτων στον πραγματικό τομέα της οικονομίας. Μεγάλες τράπεζες διασώθηκαν, κυρίως μέσω της ανακεφαλαιοποίησής τους, καθώς σε διαφορετική περίπτωση δεν θα μπορούσαν να αντεπεξέλθουν στην πίεση από την αγορά. Η εξυγίανση των προβληματικών τραπεζών ήταν και είναι μια αντιδημοφιλής πολιτική, καθώς έχει δημοσιονομικό κόστος, ενθαρρύνει την περαιτέρω ανάληψη κινδύνων και δημιουργεί την κοινή πεποίθηση ότι λειτουργεί υπέρ των τραπεζών δίνοντας κίνητρα για να διατηρήσουν τις μη παραγωγικές τους επενδύσεις. Εντούτοις, υπάρχει πληθώρα θεωρητικών και εμπειρικών επιχειρημάτων υπέρ της διάσωσης των τραπεζών. Η κατάρρευση μιας ή περισσότερων τραπεζών συνεπάγεται απώλεια κοινωνικής ευημερίας, καθώς δημιουργούνται αρνητικές εξωτερικές οικονομίες (negative externalities) λόγω διακοπής της παροχής των τραπεζικών υπηρεσιών, αλλά και λόγω του συστημικού κινδύνου. Επίσης, αν οι τράπεζες αφεθούν υποκεφαλαιοποιημένες, έχουν την

τάση να περικλύπτουν τη δανειοδότηση της οικονομίας, με αποτέλεσμα ενδεχομένως υγιείς επιχειρήσεις με υγιή επενδυτικά σχέδια να αδυνατούν να χρηματοδοτηθούν. Αν με κάποιον τρόπο οι τράπεζες “υποχρεωθούν” να επεκτείνουν το δανεισμό προς την οικονομία, τότε αυτό ενδέχεται να γίνει με αύξηση της επικινδυνότητας και με χρηματοδότηση προβληματικών επιχειρήσεων. Υπό αυτό το πρίσμα, η εξυγίανση των τραπεζών αποτελεί πρωταρχικό στόχο πολιτικής, ο οποίος μπορεί να επιτευχθεί με δύο τρόπους, την εξυγίανση με λειτουργούσες τράπεζες (open bank resolution) και την εξυγίανση με κλείσιμο τραπεζών (closed bank resolution). Στην πρώτη περίπτωση υπάρχουν πολλά εναλλακτικά εργαλεία εξυγίανσης, με κυριότερα την εγγύηση των καταθέσεων, την εγγύηση των τραπεζικών ομολόγων, την εισφορά κεφαλαίων και την άμεση διαχείριση των προβληματικών στοιχείων ενεργητικού. Τα δύο πρώτα καλύπτουν ανάγκες άντλησης ρευστότητας εκ μέρους των τραπεζών, ενώ τα άλλα δύο τις ανάγκες κεφαλαίων. Στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία δεν υπάρχει ομοφωνία για την άριστη λύση. Ο Stiglitz (2008) προτείνει την εισφορά κεφαλαίων, ο Bernanke (2009) την παροχή εγγυήσεων και την αγορά του προβληματικού χαρτοφυλακίου και οι Diamond et al. (2008) την εισφορά κεφαλαίων και την αγορά του προβληματικού χαρτοφυλακίου.<sup>1</sup> Οι κυβερνήσεις χρησιμοποίησαν μείγμα όλων των παραπάνω, αλλά τελικά η βάση όλων των πολιτικών είναι η κεφαλαιακή ενίσχυση των τραπεζών, στην οποία θα εστιαστεί η παρούσα μελέτη.

\* Οι απόψεις που παρουσιάζονται στο παρόν άρθρο είναι προσωπικές και δεν απηχούν απαραίτητα τις απόψεις της Τράπεζας της Ελλάδος. Ευχαριστώ τη Heather Gibson, τη Χιόνα Μπαλφούσια, καθώς και τους συμμετέχοντες σε εσωτερικό σεμινάριο της Διεύθυνσης Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών για τις χρήσιμες παρατηρήσεις τους.

1 Stiglitz, J. (2008), “We Aren’t Done Yet: Comments on the Financial Crisis and Bailout”, *The Economists’ Voice*, 5(5). Bernanke, B. (2009), “Financial Reform to Address Systemic Risk”, Speech at the Council on Foreign Relations. Diamond, D., S. Kaplan, A. Kashyap, R. Rajan, and R. Thaler (2008), “Fixing the Paulson Plan”, *The Wall Street Journal*.

Οι επιπτώσεις της κεφαλαιακής ενίσχυσης στη δανειοδότηση της οικονομίας μπορούν να αναλυθούν από τρεις σκοπιές:

(α) Εξετάζοντας τη συμπεριφορά των τραπεζών μετά από προηγούμενες ανάγκες ενίσχυσης της κεφαλαιακής επάρκειας, που προέκυψαν στο πλαίσιο της τρέχουσας λειτουργίας τους, δηλαδή είτε λόγω επιχειρηματικής τους επέκτασης είτε λόγω μεταβολής των απαιτήσεων των παραγόντων της αγοράς είτε, τέλος, λόγω μεταβολής των εποπτικών απαιτήσεων. Οι τρεις αυτοί λόγοι δεν είναι ανεξάρτητοι μεταξύ τους και η παρούσα ανάλυση εστιάζεται στον τρόπο με τον οποίο η μετάβαση από τις τρέχουσες κεφαλαιακές απαιτήσεις στις νέες επηρεάζει τη συμπεριφορά των τραπεζών σχετικά με τη δανειοδότηση της οικονομίας. Όλες οι παράμετροι της συμπεριφοράς αναπτύσσονται στη δεύτερη ενότητα.

(β) Εξετάζοντας τα *ex ante* κίνητρα για χρηματοδότηση της οικονομίας που δημιουργούν τα προγράμματα ανακεφαλαιοποίησης στο πλαίσιο κυβερνητικών πακέτων διάσωσης. Η πολιτική αυτή έχει ως στόχο την προστασία της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, καθώς και τη συνέχεια των βασικών λειτουργιών της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης και ειδικότερα τη συνέχιση της δανειοδότησης της οικονομίας. Η βασική επιδίωξη είναι με την άμεση διοχέτευση κεφαλαίων (συνήθως δημόσιων) να ενισχυθούν τα *ex ante* κίνητρα για χορήγηση πιστώσεων και έτσι να αντιστραφεί η κοινωνικά μη επιθυμητή μείωση των δανείων προς την οικονομία κατά τη διάρκεια μιας κρίσης. Σε όλες τις αναλύσεις επισημαίνεται ότι ο τρόπος παρέμβασης παίζει σημαντικό ρόλο στην επιτυχία ή μη του εγχειρήματος και στην επίτευξη των γενικότερων στόχων. Έτσι, αναλύονται οι λεπτομέρειες υλοποίησης (*modalities*) των προγραμμάτων ανακεφαλαιοποίησης για να διερευνηθεί αν δημιουργούν κίνητρα χρηματοδότησης της οικονομίας. Τα βασικά χαρακτηριστικά που πρέπει να πληροί ένα τέτοιο πρόγραμμα παρουσιάζονται στην τρίτη ενότητα.

(γ) Εξετάζοντας τις *ex post* επιπτώσεις προηγούμενων προγραμμάτων ανακεφαλαιοποίη-

σης στην ίδια χώρα ή σε άλλη χώρα. Για να ποσοτικοποιηθούν οι επιπτώσεις ενός προγράμματος και να γίνουν προτάσεις πολιτικής, οι ακαδημαϊκές μελέτες προχωρούν σε σύγκριση της συμπεριφοράς των τραπεζών που συμμετείχαν στο πρόγραμμα με τη συμπεριφορά αυτών που δεν συμμετείχαν. Εναλλακτικά, εξετάζεται η δανειοδότηση από τις δύο ομάδες τραπεζών σε κοινούς πιστούχους ή η διαχρονική εξέλιξη των δανείων των τραπεζών που έχουν ανακεφαλαιοποιηθεί στο πλαίσιο του προγράμματος. Έτσι, στην τέταρτη ενότητα εξετάζονται δύο προγράμματα ανακεφαλαιοποίησης που εφαρμόστηκαν τα τελευταία χρόνια, αυτά της Ιαπωνίας και των Ηνωμένων Πολιτειών. Οι δύο χώρες αντιμετώπισαν μεγάλες τραπεζικές κρίσεις, που υποχρέωσαν τις αντίστοιχες κυβερνήσεις να εκπονήσουν προγράμματα εξυγίανσης. Ο στόχος της παρούσας μελέτης δεν είναι η λεπτομερής ιστορική καταγραφή των δύο προγραμμάτων, αλλά η εξέταση των βασικών χαρακτηριστικών τους, ώστε να διευκολυνθεί η σύγκριση με την ελληνική περίπτωση, δηλαδή με τα χαρακτηριστικά του τελευταίου προγράμματος ανακεφαλαιοποίησης (Νοέμβριος 2015).

Το βασικό συμπέρασμα στο οποίο καταλήγει η μελέτη είναι ότι οι ελληνικές τράπεζες ανακεφαλαιοποιήθηκαν σε μεγάλο βαθμό με κεφάλαια που καλύπτουν τις τρέχουσες εποπτικές απαιτήσεις και τις απαιτήσεις των παραγόντων της αγοράς, γεγονός που αποτελεί αναγκαία συνθήκη για την επανεκκίνηση της χρηματοδότησης της οικονομίας. Η ικανή συνθήκη για να συμβεί αυτό είναι να καλυφθούν ορισμένες βασικές πηγές αβεβαιότητας που αποτελούν ανασχετικό παράγοντα στη σταθεροποίηση της κεφαλαιακής βάσης, δηλαδή οι μελλοντικές απαιτήσεις του θεσμικού πλαισίου, η αποτελεσματική διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και η οργανωτική και λειτουργική αναδιάρθρωση των τραπεζών. Επίσης θετικές συνέργειες προς αυτή την κατεύθυνση θα έχει και η αποκατάσταση των πηγών χρηματοδότησης των τραπεζών. Όσο γρηγορότερα υλοποιηθούν τα παραπάνω, τόσο γρηγορότερα αναμένεται να ξεκινήσει η χρηματοδότηση της οικονομίας.

## 2 ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΕΠΑΡΚΕΙΑ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΙ ΔΑΝΕΙΟΔΟΤΗΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

### 2.1 ΤΡΟΠΟΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΕ ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΤΩΝ ΑΠΑΙΤΟΥΜΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Μια από τις σημαντικότερες πολιτικές μιας τράπεζας είναι η διαχείριση της κεφαλαιακής της βάσης, καθώς η επάρκεια των κεφαλαίων είναι πρωταρχικής σημασίας για τη χρηματοδότηση και την ανάπτυξη της.<sup>2</sup> Κάθε τράπεζα απολαμβάνει ένα τρέχον επίπεδο κεφαλαιακής επάρκειας, αλλά πρέπει να αντιμετωπίσει και έναν διαχρονικά μεταβαλλόμενο δείκτη, ο οποίος αποτελεί και τον στόχο της πολιτικής της (target capital ratio). Ο δείκτης στόχος μπορεί να θεωρηθεί ως η συνισταμένη των απαιτήσεων όλων όσων έχουν άμεσο ενδιαφέρον για την κεφαλαιακή ευρωστία της τράπεζας, δηλαδή των εποπτικών αρχών και των παραγόντων της αγοράς.

Για τις εποπτικές αρχές η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών αποτελεί το κυριότερο εργαλείο άσκησης προληπτικής εποπτείας από τα τέλη της δεκαετίας του '80, όταν η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία (Basel Committee on Banking Supervision – BCBS)<sup>3</sup> εξέδωσε το Σύμφωνο για την Κεφαλαιακή Επάρκεια των τραπεζών ή εν συντομία “Βασιλεία Ι” (Basel Capital Accord, Ιούλιος 1988), το οποίο έθεσε το ελάχιστο επίπεδο ιδίων κεφαλαίων που πρέπει να έχει κάθε τράπεζα σε σχέση με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Έκτοτε ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας χρησιμοποιείται ως βασικό εργαλείο προληπτικής εποπτείας, με στόχο τη δημιουργία ενός αποθέματος κεφαλαίων που να μπορεί να απορροφήσει ζημιές σε περίπτωση διαταραχών. Διαχρονικά τόσο τα χαρακτηριστικά των χρηματοοικονομικών μέσων που δύνανται να περιληφθούν στο απόθεμα όσο και το ελάχιστο απαιτούμενο ύψος του αποθέματος των κεφαλαίων τροποποιήθηκαν αρκετές φορές, με συνέπεια να βρισκόμαστε στην τρίτη αναθεώρηση του πλαισίου (“Βασιλεία ΙΙΙ”) και να έχουν αρχίσει να εμφανίζονται οι πρώτες ενδείξεις για περαιτέρω μεταβολές.

Εκτός από τις εποπτικές απαιτήσεις για κεφάλαια, οι τράπεζες πρέπει να ικανοποιήσουν και τους παράγοντες της αγοράς (μετόχους, επενδυτές, ομολογιούχους, οίκους αξιολόγησης κ.λπ.), οι οποίοι, αν και δεν μπορούν να θεωρηθούν ως ένα ενιαίο σύνολο με κοινούς στόχους και συμφέροντα, επηρεάζουν την τράπεζα ως προς τη διάθρωση των κεφαλαίων της. Οι παράγοντες της αγοράς καθορίζουν τις απαιτήσεις τους με βάση το επιχειρηματικό σχέδιο της τράπεζας, το ύψος των κινδύνων που προβλέπεται να αναληφθούν, το βαθμό αποστροφής στον κίνδυνο καθώς και τα κενά που υπάρχουν στο εποπτικό πλαίσιο κεφαλαιακών απαιτήσεων και τα οποία επιτρέπουν στις τράπεζες τη διατήρηση μικρότερων κεφαλαίων (regulatory arbitrage). Αυτό βεβαίως υπονοεί ότι οι παράγοντες της αγοράς μπορούν να επιβάλλουν πειθαρχία στις αποφάσεις της τράπεζας.<sup>4</sup> Η δυνατότητα επιβολής πειθαρχίας εξαρτάται από την ικανότητα προσδιορισμού της πραγματικής οικονομικής κατάστασης των τραπεζών (monitoring ability) και την ικανότητα επηρεασμού των αποφάσεων των τραπεζών (influencing ability). Αν οι δύο αυτές παράμετροι είναι αδύναμες, τότε ο κύριος προσδιοριστικός παράγοντας του δείκτη κεφαλαίων είναι οι εποπτικές απαιτήσεις. Αλλά και στην περίπτωση που η πειθαρχία στην αγορά είναι ισχυροποιημένη, οι εποπτικές απαιτήσεις παίζουν σημαντικό ρόλο,

2 Η κεφαλαιακή επάρκεια μιας τράπεζας ορίζεται ως ο λόγος των κεφαλαίων της τράπεζας προς το σύνολο των κινδύνων που αναλαμβάνει, και ο λόγος πρέπει να είναι μεγαλύτερος του 8%. Για τη διαχείριση της κεφαλαιακής επάρκειας μια τράπεζα μπορεί να επηρεάσει το ύψος των διαθέσιμων κεφαλαίων, δηλαδή τον αριθμητή του κλάσματος, ή το μέγεθος των αναλαμβανόμενων κινδύνων, δηλαδή τον παρονομαστή του κλάσματος.

3 Η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία (Basel Committee on Banking Supervision – BCBS) αποτελεί μια οργάνωση χωρίς νομική προσωπικότητα και λειτουργεί υπό την αιγίδα της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (Bank of International Settlements). Δεν είναι διεθνής διακυβερνητικός οργανισμός ούτε εποπτική αρχή, καθώς δεν έχει εξουσία άσκησης εποπτείας στις τράπεζες των κρατών-μελών της. Οι προτάσεις της δεν έχουν νομική ισχύ, αλλά αποσκοπούν στη διαμόρφωση γενικών εποπτικών προτύπων, κατευθυντήριων αρχών και βέλτιστων πρακτικών.

4 Ως πειθαρχία στην αγορά (market discipline) νοείται το σύνολο των μέτρων που μπορούν να υιοθετήσουν ομαδικά οι παράγοντες της αγοράς για να “τιμωρήσουν” μια τράπεζα σε περίπτωση υπερβολικής ανάληψης κινδύνων. Η “τιμωρία” μπορεί να εκδηλωθεί ως αποτέλεσμα τιμής (price effect), όπου οι επενδυτές απαιτούν μεγαλύτερη απόδοση για τα ομόλογα της τράπεζας, ως αποτέλεσμα ποσότητας (quantity effect), όπου οι καταθέτες αποσύρουν τα κεφάλαιά τους από την τράπεζα, ή ως αποτέλεσμα αξίας (valuation effect), όπου οι παράγοντες της αγοράς οδηγούν την αξία της μετοχής της τράπεζας προς τα κάτω.

καθώς μπορούν να θεωρηθούν ως ένα ελάχιστο επίπεδο που πρέπει θεσμικά να ικανοποιείται.

Έτσι λοιπόν κάθε τράπεζα καλείται να καλύψει το στόχο του δείκτη κεφαλαίων (target capital ratio), που, όπως προαναφέρθηκε, αποτελεί τη συνισταμένη των απαιτήσεων των εποπτικών αρχών και των παραγόντων της αγοράς. Αυτό όμως που έχει σημασία και αποτελεί το βασικό αντικείμενο της παρούσας μελέτης είναι πώς η προσαρμογή του δείκτη κεφαλαίων από το τρέχον επίπεδο στο στόχο επηρεάζει τη συμπεριφορά των τραπεζών σχετικά με τη δανειοδότηση της οικονομίας.

Στις ακαδημαϊκές μελέτες ο τρόπος προσαρμογής μοντελοποιείται με βάση το υπόδειγμα μερικής προσαρμογής (partial adjustment model), όπου η μεταβολή των κεφαλαίων καθορίζεται από το “χάσμα κεφαλαίων”, δηλ. την υστέρηση των διαθέσιμων κεφαλαίων έναντι του στόχου, και από το ποσοστό που η τράπεζα καλύπτει σε κάθε χρονική περίοδο. Τα κεφάλαια-στόχος είναι συνάρτηση του υπάρχοντος αποθέματος κεφαλαίων και ιδιοσυγκρατικών παραγόντων, όπως το επιθυμητό επίπεδο κεφαλαίων, οι αναμενόμενες εποπτικές απαιτήσεις, η κερδοφορία, το μέγεθος του ενεργητικού, η εταιρική διακυβέρνηση και άλλες ειδικές ανά τράπεζα μεταβλητές (βλ. Francis and Osborne 2012 και Παράρτημα 1). Το πλεονέκτημα της προσέγγισης είναι ότι λαμβάνει υπόψη τις προτιμήσεις των τραπεζών και επιτρέπει την ανάλυση του τρόπου προσαρμογής του δανειακού χαρτοφυλακίου ώστε να επιτευχθεί ο στόχος του δείκτη κεφαλαίων. Το μειονέκτημα της προσέγγισης είναι ότι το υπόδειγμα ενδεχομένως ενέχει σφάλμα εξειδίκευσης (misspecification) και γι’ αυτό πολλοί ερευνητές προτιμούν να χρησιμοποιούν τα εποπτικά κεφάλαια. Οι De Jonghe and Öztekin (2015), χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της μερικής προσαρμογής σε δείγμα τραπεζών από πολλές χώρες, υπολόγισαν ότι σε ομαλές περιόδους οι τράπεζες σε ετήσια βάση καλύπτουν περίπου το 1/3 του χάσματος μεταξύ του υφιστάμενου κεφαλαίου και του κεφαλαίου στόχου. Με άλλα λόγια, το χάσμα

καλύπτεται σε μια τριετία. Στο δείγμα περιλαμβάνονται και ελληνικές τράπεζες, για τις οποίες η προσαρμογή εκτιμήθηκε λίγο μεγαλύτερη, σε τέσσερα περίπου χρόνια.

Συνεπώς, οι τράπεζες πρέπει να προσαρμόσουν την κεφαλαιακή τους βάση για να ικανοποιήσουν το στόχο του δείκτη κεφαλαίων και έχουν τρεις επιλογές:

**(α) να προχωρήσουν στην αύξηση των ιδίων κεφαλαίων ή**

**(β) να εφαρμόσουν δυναμική πολιτική διαχείρισης του ενεργητικού τους ή**

**(γ) συνδυασμό των δύο.**

Ουσιαστικά και οι δύο ακραίες περιπτώσεις (α) και (β) συνεπάγονται μείωση της δανειοδότησης, στην πρώτη περίπτωση άμεσα και στη δεύτερη περίπτωση έμμεσα, μέσω της στροφής των τραπεζών προς πιο ασφαλείς τοποθετήσεις (flight to quality). Στην πρώτη επιλογή, η αύξηση κεφαλαίων μπορεί να γίνει με άμεση πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές ή με μείωση των διανεμόμενων μερισμάτων και αύξηση των παρακρατηθέντων κερδών. Αν και κάθε εναλλακτική πολιτική ενέχει διαφορετικό κόστος, το μέσο κόστος άντλησης κεφαλαίων αυξάνεται και η μετακύλιση του στα επιτόκια χορηγήσεων αναμένεται να μειώσει τη ζήτηση δανειακών κεφαλαίων. Στη δεύτερη επιλογή, η δυναμική πολιτική διαχείρισης του ενεργητικού συνίσταται σε αλλαγή της διάρθρωσης του ενεργητικού με μείωση του χαρτοφυλακίου των δανείων ή/και μεταβολή της επικινδυνότητας των τοποθετήσεων.

Ποια από τις διαθέσιμες πολιτικές ακολουθούν οι τράπεζες καθώς και ποιες είναι οι επιπτώσεις μένει να επιβεβαιωθούν από την εμπειρική έρευνα. Πρόσφατη μελέτη της ΕΚΤ μεταξύ χωρών της ΕΕ (βλ. Gross et al. 2016), χρησιμοποιώντας υπόδειγμα GVAR, επιβεβαιώνει ότι οι εναλλακτικές πολιτικές έχουν διαφορετικά αποτελέσματα στην οικονομική δραστηριότητα. Εκτιμήθηκε ότι η προσαρμογή με αύξηση των ιδίων κεφαλαίων οδήγησε σε

αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας σε ορισμένες χώρες, ενώ η απομόχλευση σε συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας και ο συνδυασμός των δύο σε πιο ήπια αποτελέσματα. Βεβαίως, το υπόδειγμα περιλαμβάνει πολλαπλούς μηχανισμούς μετάδοσης, αλλά ο μηχανισμός μέσω της δανειοδότησης είναι ο ισχυρότερος. Τα αποτελέσματα αυτά δείχνουν και την κατεύθυνση που πρέπει να έχει η πολιτική των εποπτικών αρχών σχετικά με την επιθυμητή αντίδραση των τραπεζών σε επιπλέον κεφαλαιακές απαιτήσεις. Επίσης, υπάρχουν ενδείξεις και εμπειρική τεκμηρίωση ότι πριν από την κρίση οι τράπεζες ανταποκρίνονταν στις απαιτήσεις για επιπλέον κεφάλαια κυρίως με προσαρμογή του κινδύνου των στοιχείων του ενεργητικού παρά με προσαρμογή του μεγέθους του ενεργητικού, δηλαδή με μείωση του χαρτοφυλακίου δανείων. Έτσι επένδυναν σε πιο ασφαλείς τοποθετήσεις, ενώ στις περιπτώσεις όπου επέλεγαν την προσαρμογή των κεφαλαίων, αυτό γινόταν με το φθηνότερο δυνατό τρόπο (Tier 2 capital), που όμως σημαίνει και μικρότερη ικανότητα απορρόφησης ζημιών (βλ. Francis and Osborne 2012). Οι De Jonghe and Öztekin (2015) διαφοροποιούν τη συμπεριφορά ανάλογα με την επάρκεια κεφαλαίων και εκτιμούν, με δείγμα τραπεζών από 64 χώρες για την περίοδο 1994-2010, ότι οι τράπεζες που είναι υπερκεφαλαιοποιημένες προχωρούν σε ενεργητική διαχείριση του ενεργητικού τους και αύξηση όλων των συστατικών του, συνεπώς και των δανείων, ενώ αντίθετα οι τράπεζες που είναι υποκεφαλαιοποιημένες προχωρούν στην προσαρμογή της κεφαλαιακής τους βάσης κυρίως με εξωτερικά κεφάλαια.

Είναι προφανές ότι δεν υπάρχει ενιαία εικόνα για τον τρόπο με τον οποίο προσαρμόζονται οι τράπεζες σε μεταβαλλόμενες κεφαλαιακές απαιτήσεις. Συνεπώς, η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ του τρόπου προσαρμογής των τραπεζών σε νέες απαιτήσεις για κεφάλαια και του ύψους της δανειοδότησης της οικονομίας μπορεί να δώσει χρήσιμες προτάσεις πολιτικής.

Πριν όμως την ανασκόπηση της εμπειρικής βιβλιογραφίας, πρέπει να διευκρινιστεί ότι,

για να έχει νόημα η διερεύνηση της σχέσης, πρέπει να ικανοποιούνται τρεις συνθήκες:

(i) *Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων να είναι μεγαλύτερο από το κόστος των ξένων κεφαλαίων.*

Η πρώτη συνθήκη βασίζεται στην κρατούσα θεωρία χρηματοοικονομικής μόχλευσης των Modigliani-Miller, που προβλέπει ότι σε ένα περιβάλλον χωρίς στρεβλώσεις, η χρηματοδότηση με ίδια ή ξένα κεφάλαια δεν επηρεάζει το μέσο κόστος κεφαλαίων. Για τις τράπεζες αυτό σημαίνει ότι οποιαδήποτε μεταβολή στο δείκτη κεφαλαίων δεν θα επηρεάσει το κόστος δανεισμού και συνεπώς, *ceteris paribus*, το ύψος του δανεισμού. Κάθε τράπεζα μπορεί να αντλήσει απεριόριστα κεφάλαια για να ικανοποιήσει οποιαδήποτε ζήτηση δανείων. Όμως η αγορά κεφαλαίων έχει στρεβλώσεις που δεν μπορούν να εξασφαλίσουν ισορροπία, οπότε το ύψος του κεφαλαίου δεν είναι το βέλτιστο δυνατό. Αυτό σημαίνει ότι στην πράξη το ύψος των κεφαλαίων έχει βραχυχρόνιες ή μακροχρόνιες επιπτώσεις στη δανειοδότηση. Ως σημαντικότερες στρεβλώσεις θεωρούνται η λειτουργία του χρηματοοικονομικού πλέγματος ασφαλείας (financial safety net), η ασύμμετρη πληροφόρηση που υπάρχει στις τραπεζικές σχέσεις, το πρόβλημα του υπερδανεισμού (debt overhang) και η έμμεση εγγύηση της μη κατάρρευσης πολύ μεγάλων τραπεζών (too big to fail).

(ii) *Να υπάρχουν δεσμευτικοί περιορισμοί για τη διάρθρωση των κεφαλαίων.*

Η δεύτερη συνθήκη προβλέπει ότι οι εποπτικές απαιτήσεις ελάχιστων κεφαλαίων δρουν ως δεσμευτικός περιορισμός στην επιλογή της τράπεζας σχετικά με την κεφαλαιακή της βάση. Αν οι παράγοντες της αγοράς “επιβάλλουν” επίπεδο κεφαλαίων πολύ υψηλότερο από το ελάχιστο, τότε η μεταβολή του εποπτικού πλαισίου ενδεχομένως δεν θα επηρεάσει τη συμπεριφορά της τράπεζας σχετικά με τη δανειοδότηση της οικονομίας. Όμως είναι πιο λογικό να υποθέσουμε ότι ο στόχος για το δείκτη κεφαλαίων δεν είναι ανεξάρτητος από τις

εποπτικές απαιτήσεις και συνήθως παρατηρείται αναλογική μεταβολή του όταν μεταβληθούν οι εποπτικές απαιτήσεις είτε λόγω μεταβολής του κανονιστικού πλαισίου είτε λόγω επιβολής πρόσθετων κεφαλαίων κατά τράπεζα (Πυλώνας 2).

*(iii) Να υπάρχουν περιορισμένες εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.*

Η τρίτη συνθήκη προβλέπει ότι πρέπει να υπάρχουν περιορισμένες δυνατότητες υποκατάστασης των τραπεζικών δανείων από άλλες πηγές χρηματοδότησης, των οποίων οι φορείς δεν υπόκεινται στο καθεστώς των ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων. Αν οι δυνατότητες εναλλακτικής χρηματοδότησης μέσω κεφαλαιαγορών ή μέσω διασυνοριακής τραπεζικής ή μέσω παράλληλων συστημάτων (shadow banking) είναι σημαντικές, τότε αποδυναμώνεται η σχέση τραπεζικών κεφαλαίων και δανειοδότησης. Παρά τη σημαντική άνοδο των παραπάνω αγορών, η χρηματοοικονομική θεωρία τεκμηριώνει ότι τα χαρακτηριστικά του δανειακού συμβολαίου είναι μοναδικά και οι υπόλοιπες πηγές δεν μπορούν να θεωρηθούν ως τέλει υποκατάστατο αυτού. Άλλωστε για μεγάλες κατηγορίες επιχειρήσεων (π.χ. μικρομεσαίες) ή κλάδων της οικονομίας (π.χ. λιανικό εμπόριο) ο τραπεζικός δανεισμός είναι η μοναδική πηγή χρηματοδότησης.

## **2.2 ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΒΑΣΗΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΙ ΔΑΝΕΙΟΔΟΤΗΣΗ: ΣΥΝΤΟΜΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΩΝ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ**

Το πρώτο πρόβλημα που πρέπει να αντιμετωπίσει η εμπειρική έρευνα είναι το θέμα της αιτιότητας, δηλαδή κατά πόσον μεταβολές στα κεφάλαια επηρεάζουν τη δανειοδότηση και όχι το αντίθετο. Όταν οι οικονομικές συνθήκες επιδεινώνονται, οι τράπεζες παρουσιάζουν ζημιές στο δανειακό χαρτοφυλάκιο, οι οποίες, αν δεν καλύπτονται με προβλέψεις, μειώνουν τα κεφάλαια. Σε αυτή την περίπτωση η αιτιότητα ξεκινά από το οικονομικό περιβάλλον, συνεχίζει στα δάνεια και κατα-

λήγει στα κεφάλαια. Ακόμη και αν αυτή η αιτιότητα ισχύει, οι εμπειρικές μελέτες προσπαθούν να εκτιμήσουν αν οι τράπεζες με προβληματικά κεφάλαια περικρίπτουν τη χρηματοδότηση προς επιχειρήσεις με βιώσιμα επενδυτικά σχέδια.

Όταν επιβλήθηκαν οι ελάχιστες εποπτικές κεφαλαιακές απαιτήσεις και το θέμα της διαχείρισης της κεφαλαιακής βάσης απέκτησε ιδιαίτερη βαρύτητα, οι εμπειρικές μελέτες εστιάστηκαν στη συσχέτιση των κεφαλαίων με το βαθμό ανάληψης κινδύνων από τις τράπεζες και κυρίως στην υπόθεση της μετάθεσης των κινδύνων σε πιο επικίνδυνες τοποθετήσεις (risk shifting hypothesis). Στη συνέχεια οι κεφαλαιακές απαιτήσεις συνδέθηκαν με τη δανειοδότηση της οικονομίας και την ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς, άρχισαν να αποκτούν ιδιαίτερη σημασία οι δίαυλοι μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και ιδιαίτερα αυτός της τραπεζικής χρηματοδότησης (bank lending channel). Το πλαίσιο των μελετών αυτών είναι σχετικά τυποποιημένο. Χρησιμοποιούν κατά βάση το υπόδειγμα της μερικής προσαρμογής (βλ. Παράρτημα 1) και προσπαθούν να εκτιμήσουν τις επιπτώσεις που έχει στη δανειοδότηση μια τυποποιημένη διαταραχή στο επίπεδο των κεφαλαιακών απαιτήσεων κατά 1%. Το γενικό συμπέρασμα από τις εμπειρικές προσεγγίσεις είναι ότι, τουλάχιστον βραχυχρόνια, υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ των κεφαλαίων και της δανειοδότησης.

Την πρώτη μελέτη σε διεθνές επίπεδο μετά την κρίση διεξήγαγε η BIS (βλ. BIS MAG 2010) και εκτίμησε ότι αύξηση του επιπέδου του δείκτη κεφαλαίων κατά 1% έχει αρνητικές επιπτώσεις στο ΑΕΠ, που δρομολογούνται μέσω μείωσης της δανειοδότησης, που κυμαίνεται μεταξύ 0,7% και 3,6% με μέσο όρο το 1,4%, και αύξησης του περιθωρίου δανεισμού κατά 15,5 μονάδες βάσης. Πολλές άλλες μελέτες επιβεβαιώνουν την αρνητική συσχέτιση, αλλά διαφέρουν σημαντικά ως προς την ένταση της επίπτωσης (βλ. Martynova 2015). Οι Aiyar et al. (2014), με στοιχεία από το Ηνωμένο Βασίλειο,<sup>5</sup> εστιάζουν στα επιχειρηματικά



δάνεια με στόχο να μελετήσουν κατά πόσον αύξηση των κεφαλαιακών απαιτήσεων για τις βρετανικές τράπεζες οδηγεί σε “διαρροή”, με την έννοια ότι τα υποκαταστήματα των ξένων τραπεζών μπορούν να υποκαταστήσουν τη μειωμένη, εξαιτίας των κεφαλαιακών απαιτήσεων, δανειοδότηση. Έτσι υπολογίζουν ότι αύξηση στο επίπεδο των κεφαλαιακών απαιτήσεων κατά 1% οδηγεί σε μείωση του ρυθμού μεταβολής των επιχειρηματικών δανείων κατά 5,7% έως 8%. Επίσης εκτιμούν ότι η “διαρροή” είναι σημαντική και ότι τα ξένα υποκαταστήματα υποκαθιστούν περίπου το 1/3 της πτώσης. Οι Noss and Toffano (2014), σε μελέτη της δυναμικής των κεφαλαίων και της δανειοδότησης σε συνολικό επίπεδο, χρησιμοποιούν χρονολογικές σειρές και υπόδειγμα VAR για να προσδιορίσουν την επίπτωση διαταραχών στο δείκτη κεφαλαίων κατά το παρελθόν σε μεταβολές της δανειοδότησης. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι αύξηση του επιπέδου των κεφαλαιακών απαιτήσεων κατά 1% οδηγεί σε μείωση της δανειοδότησης κατά 4,5%, χωρίς το ύψος της δανειοδότησης να ανακάμπτει στα προηγούμενα επίπεδα. Οι Uluc and Wieladek (2016) εστιάζουν την ανάλυση στο χαρτοφυλάκιο στεγαστικών δανείων και υπολογίζουν ότι αύξηση του επιπέδου των κεφαλαιακών απαιτήσεων κατά 1% οδηγεί σε μείωση του ύψους των στεγαστικών δανείων κατά 5,4%, και η μείωση αυτή καλύπτεται από ανταγωνίστριες τράπεζες. Επίσης τεκμηριώνουν την υπόθεση μεταστροφής σε πιο επικίνδυνες τοποθετήσεις (risk shifting hypothesis), καθώς δεν μπορούν να υπολογίσουν μείωση του δανεισμού προς πελάτες με ιστορικό ασυνεπούς συμπεριφοράς, ενώ υπολογίζουν μείωση σε συνεπείς πελάτες με δεδομένη πηγή εισοδήματος. Επίσης, η μελέτη των Bridges et al. (2014), χρησιμοποιώντας τις εποπτικές απαιτήσεις όπως καθορίζονται από τον Πυλώνα 2, εκτιμά ότι αύξηση του επιπέδου των κεφαλαιακών απαιτήσεων κατά 1% μειώνει την πιστωτική επέκταση κατά 3,5%, αλλά η επίπτωση διαφοροποιείται κατά κλάδο δραστηριότητας: μικρή είναι η επίπτωση στη λιανική τραπεζική (0,7%-0,9%), αλλά πολύ μεγαλύτερη (περίπου 4%) στα δάνεια προς επιχειρήσεις.

Τέλος, οι Mésonnier and Monks (2015), εξετάζοντας την άσκηση κεφαλαιοποίησης της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (EBA) για το 2011, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι για τις τράπεζες στις οποίες επιβλήθηκε μη αναμενόμενη αύξηση του επιπέδου του Δείκτη Κεφαλαίου Κοινών Μετοχών (CET1 ratio) κατά 1%, η πιστωτική τους επέκταση, κατά την 9μηνη διάρκεια της άσκησης, ήταν κατά 1,2-1,6% μικρότερη σε σχέση με τις τράπεζες για τις οποίες δεν υπήρξε απαίτηση επιπλέον κεφαλαίων. Βεβαίως τελικά προκύπτει το ερώτημα αν η επιβληθείσα αύξηση ήταν αναμενόμενη ή μη.

Πολλοί ερευνητές κάνουν διάκριση μεταξύ βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων επιπτώσεων και εκτιμούν ότι η αρνητική βραχυχρόνια σχέση αντιστρέφεται. Μελέτη για τις γερμανικές τράπεζες (βλ. Buch and Prieto 2014) εκτιμά ότι μια μακροχρόνια αύξηση του επιπέδου των κεφαλαίων κατά 1% αυξάνει το δανεισμό κατά 0,23%. Ο Poczter (2016) εξετάζει τη μακροχρόνια επίπτωση από τη μεγάλου μεγέθους ανακεφαλαιοποίηση που έγινε στην Ινδονησία το 1997-98 κατά τη διάρκεια της κρίσης στη Νοτιοανατολική Ασία και εκτιμά ότι αυτή οδήγησε σε μεγάλη αύξηση του δανεισμού της οικονομίας. Επιπρόσθετα, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι μεταβολές στο δανεισμό δεν μπορούν να αποδοθούν πλήρως στη ζήτηση, αλλά η προσφορά παίζει το σημαντικότερο ρόλο. Πρόσφατη μελέτη των Gambacorta and Shin (2016) υπολογίζει ότι αύξηση του επιπέδου του δείκτη κεφαλαίων κατά 1% οδηγεί σε αύξηση της δανειοδότησης κατά 0,6% και μείωση του κόστους δανεισμού κατά 4 μονάδες βάσης. Οι Kashyap et al. (2010) εκτιμούν μικρότερη επίπτωση στο κόστος δανεισμού και την υπολογίζουν μεταξύ 2,5 και 4,5 μονάδων βάσης.

5 Το εποπτικό πλαίσιο στο Ηνωμένο Βασίλειο ενδείκνυται για τη διεξαγωγή παρόμοιων μελετών, καθώς είχαν καθιερωθεί οιοιδήποτε μεταβαλλόμενες εποπτικές απαιτήσεις για τα τραπεζικά κεφάλαια. Από την έναρξη της υλοποίησης του πλαισίου της Βασιλείας, η εποπτική αρχή απαιτούσε επιπλέον κεφάλαια από τις τράπεζες ανάλογα με τα συστήματα διαχείρισης κινδύνων, το πλαίσιο ελέγχων και τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Βεβαίως, τα επιπλέον απαιτούμενα κεφάλαια ήταν σχετικά μικρά, δεν ήταν γενικευμένα και η δυνατότητα αυτή χρησιμοποιήθηκε περιστασιακά. Δεν μπορεί να συγκριθεί με τη σημερινή περίοδο, όπου οι μεταβαλλόμενες κεφαλαιακές απαιτήσεις είναι η επίσημη πολιτική σε όλες τις χώρες.

Επίσης, σε μελέτη των Michelangeli and Sette (2016) για τα στεγαστικά δάνεια, χρησιμοποιώντας διαφορετική μεθοδολογία, υπολογίζεται ότι τράπεζες με 1% υψηλότερες κεφαλαιακές απαιτήσεις έχουν 0,20% μεγαλύτερη πιθανότητα αποδοχής μιας αίτησης στεγαστικού δανείου με επιτόκιο 30 μονάδες βάσης μικρότερο.

Πρέπει βεβαίως να επισημανθεί ότι όλα τα παραπάνω συμπεράσματα πρέπει να εξετάζονται με κάποια επιφύλαξη, καθώς το πρόβλημα αυτών των προσεγγίσεων είναι ότι (α) δεν λαμβάνουν υπόψη ενδεχόμενη μεταβολή στην πολιτική των τραπεζών ως προς τα πιστοδοτικά κριτήρια των τραπεζών (credit standards) και τους όρους χορήγησης δανείων (terms and conditions), (β) η ευρωστία των τραπεζών ανατροφοδοτεί τον οικονομικό κύκλο και τη νομισματική πολιτική και (γ) υπάρχει δυσκολία διαχωρισμού μεταξύ των επιδράσεων από τη ζήτηση δανειακών κεφαλαίων και εκείνων από την προσφορά δανειακών κεφαλαίων.

### 3 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΜΕΣΩ ΚΥΒΕΡΝΗΤΙΚΩΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΔΙΑΣΩΣΗΣ

#### 3.1 ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΑ ΔΙΑΣΩΣΗΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Όταν μια τραπεζική κρίση λαμβάνει συστημικές διαστάσεις, τότε συνήθως υπάρχει κυβερνητική παρέμβαση με υλοποίηση προγραμμάτων διάσωσης. Βασικό στοιχείο των προγραμμάτων είναι η αποκατάσταση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών, η οποία μπορεί να γίνει με αύξηση των κεφαλαίων (ανακεφαλαιοποίηση) ή με άμεση διαχείριση στοιχείων του ενεργητικού (εξαγορά προβληματικού χαρτοφυλακίου) ή συνδυασμό των δύο. Θα εστιάσουμε την ανάλυση στην πρώτη περίπτωση.

Αν και ο προβληματισμός για τη σχέση μεταξύ μη εύρωστων τραπεζών και οικονομικής δραστηριότητας είναι παλαιός, “επίσημα” εισήχθη στη μακροοικονομική σκέψη, θεωρία και πρακτική σχετικά πρόσφατα, όταν αναζητήθηκαν

οι τρόποι διάδοσης μιας χρηματοπιστωτικής διαταραχής. Κεντρικό στοιχείο των αναλύσεων είναι η έννοια του “χρηματοοικονομικού επιταχυντή” (financial accelerator), με βάση την οποία το χρηματοπιστωτικό σύστημα δεν είναι μια ανεξάρτητη πηγή αβεβαιότητας, αλλά δρα ως επιταχυντής μιας εξωτερικής διαταραχής λόγω της υπερκυκλικότητας στην παροχή δανείων.<sup>6</sup> Συνεπώς, αφού οι τράπεζες λειτουργούν ως επιταχυντές διαταραχών, πρέπει να διασφαλιστεί η οικονομική τους ευρωστία και καθίσταται αναγκαία η εκπόνηση και εφαρμογή προγραμμάτων διάσωσης προβληματικών τραπεζών για να περιοριστούν οι επιπτώσεις μιας διαταραχής. Τα προγράμματα αυτά συνεισφέρουν στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και την επίτευξη μακροοικονομικών στόχων, αφού μειώνουν την πίεση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και συμβάλλουν στη διατήρηση της αξίας των τραπεζών. Πτώχευση και κλείσιμο τράπεζας σημαίνει απώλεια της αξίας της, αφού μια τράπεζα είναι επιχείρηση έντασης πληροφοριών και συνήθως δεν είναι δυνατή η μεταβίβαση των πληροφοριών για τις τραπεζικές σχέσεις που έχουν δομηθεί.

Βεβαίως, η άμεση κυβερνητική παρέμβαση έχει και αρνητικές συνέπειες, καθώς αυξάνει τον ηθικό κίνδυνο. Όταν η κυβέρνηση δραστηριοποιείται ως ο δανειστής έσχατης ανάγκης, τότε ενισχύεται η τάση ανάληψης αυξημένου κινδύνου στο μέλλον. Μια άμεση παρέμβαση αυξάνει την πιθανότητα πρόμοιας παρέμβασης σε μελλοντικές κρίσεις, άρα και τα κίνητρα ανάληψης κινδύνων. Ποια από τις δύο αντίρροπες τάσεις επικρατεί είναι αντικείμενο εμπειρικής διερεύνησης.

Μεταξύ των εναλλακτικών εργαλείων ενός προγράμματος διάσωσης, η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών βρίσκεται στον πυρήνα της πολιτικής και συνήθως λαμβάνει χώρα σε μεγάλο βαθμό με δημόσια κεφάλαια, καθόσον οι ιδιώτες επενδυτές κατά κανόνα δεν έχουν

6 βλ. Bernanke B.S., M. Gertler and S. Gilchrist (1999), “The financial accelerator in a quantitative business cycle framework”, *Handbook of Macroeconomics*, Volume 1, edited by J.B. Taylor and M. Woodford, Elsevier.

τη δυνατότητα συμμετοχής λόγω υψηλού απαιτούμενου ποσού. Όλες οι μελέτες τεκμηριώνουν ότι η επιτυχής ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών έχει σημαντική θετική επίδραση στην πιθανότητα ανάκαμψης της οικονομίας. Οι Homar and van Wijnbergen (2015) εξέτασαν 65 κρίσεις μετά το 1980 και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι μια τυπική ύφεση διαρκεί 6,3 τρίμηνα αν οι τράπεζες ανακεφαλαιοποιηθούν και σχεδόν διπλάσια (11 τρίμηνα) αν δεν υλοποιείται αυτή η πολιτική. Δεν αναλύουν το μηχανισμό της επιτάχυνσης της ανάκαμψης, αλλά ενισχύεται η θεωρητική πρόβλεψη ότι η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών αποκαθιστά τα κίνητρα για δανειοδότηση, γεγονός που αυξάνει την πιθανότητα ανάκαμψης.

### 3.2 ΠΟΙΟΤΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΔΙΑΣΩΣΗΣ

Όλες οι ακαδημαϊκές μελέτες αλλά και η κοινή εμπειρία έχουν δείξει ότι οι λεπτομέρειες υλοποίησης ενός προγράμματος ανακεφαλαιοποίησης παίζουν σημαντικό ρόλο στην επίτευξη των στόχων. Η ανακεφαλαιοποίηση πρέπει να σχεδιαστεί με τέτοιο τρόπο ώστε να μην καταστρέφει ex ante τα κίνητρα δανειοδότησης. Υπό αυτό το πρίσμα, θα εξετάσουμε τα βασικά χαρακτηριστικά που διέπουν ένα πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης και πώς αυτά ενισχύουν ή αποδυναμώνουν τα κίνητρα για δανειοδότηση.

Μπορούμε να διακρίνουμε οκτώ βασικά χαρακτηριστικά των ανακεφαλαιοποιήσεων που μπορούν να δώσουν μια εκ των προτέρων ένδειξη για τις επιδράσεις στην οικονομική δραστηριότητα και ειδικότερα στη δανειοδότηση της οικονομίας.

#### (α) Το μέγεθος της ανακεφαλαιοποίησης

Τα θεωρητικά υποδείγματα που έχουν αναπτυχθεί τεκμηριώνουν ότι οι επιδράσεις της ανακεφαλαιοποίησης εξαρτώνται βασικά από το ύψος των εισφερόμενων κεφαλαίων (βλ. Diamond 2001 και Homar 2016). Τα κεφάλαια αυτά πρέπει να καλύπτουν (i) τις ελάχιστες εποπτικές απαιτήσεις, (ii) τις αβεβαιότητες του

θεσμικού πλαισίου και (iii) τις αβεβαιότητες του μακροοικονομικού περιβάλλοντος. Με άλλα λόγια, το ύψος της ανακεφαλαιοποίησης πρέπει να δημιουργήσει ένα απόθεμα κεφαλαίων (capital buffer) ικανό να καλύψει τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας που θέτει το εκάστοτε θεσμικό πλαίσιο, τους μελλοντικούς δείκτες που ενδεχομένως θα απαιτηθούν, καθώς και την επιδείνωση της ποιότητας των στοιχείων του ισολογισμού από πιέσεις του εξωτερικού περιβάλλοντος. Αν τα αποθέματα κεφαλαίων καλύπτουν όλα τα παραπάνω, διευκολύνεται η διατήρηση των τραπεζικών σχέσεων με τους πελάτες και παρέχονται κίνητρα για αποτελεσματικότερες πολιτικές πιστοδοτήσεων. Όσο μεγαλύτερο είναι το υφιστάμενο απόθεμα κεφαλαίων, τόσο μεγαλύτερη είναι η επέκταση της δανειοδότησης, καθώς αντιστρέφονται τα αντικίνητρα που δημιουργούνται από το πρόβλημα του υπερδανεισμού (debt overhang) (βλ. Philippon and Schnabl 2013). Αντίθετα, αν τα εισφερόμενα κεφάλαια δεν καλύπτουν τις παραπάνω απαιτήσεις, τότε η συμβολή στην πιστωτική επέκταση είναι μικρή ή και μηδενική, καθώς οι τράπεζες ενδιαφέρονται πρωτίστως για την ενίσχυση της κεφαλαιακής τους βάσης παρά για τη χρηματοδότηση της οικονομίας.

Συνεπώς, η επάρκεια του ύψους της ανακεφαλαιοποίησης παίζει σημαντικό ρόλο στη δανειοδοτική συμπεριφορά των τραπεζών, καθώς εισάγει τα κατάλληλα κίνητρα. Εμπειρικά αυτό τεκμηριώνεται, δεδομένου ότι στα υποδείγματα που αναπτύσσονται εκτιμάται στατιστικά σημαντική σχέση των “υψηλών” ανακεφαλαιοποιήσεων και της δανειοδότησης (βλ. Mariathasan and Merrouche 2012 και Brei et al. 2013). Γενικά, το ύψος της ανακεφαλαιοποίησης οδηγεί σε αύξηση της δανειοδότησης αν υπερβαίνει ένα κρίσιμο όριο, που σημαίνει ότι προηγείται η ισχυροποίηση του ισολογισμού των τραπεζών και έπεται η δανειοδότηση. Βεβαίως, η συμβολή της προοδευτικά μειώνεται, που σημαίνει ότι υπάρχει ένα άριστο επίπεδο ανακεφαλαιοποίησης, το οποίο πρέπει να αποτελεί το στόχο κάθε προγράμματος (βλ. Dagher et al. 2016).

Βεβαίως, δεν πρέπει να λησμονούμε ότι η ανακεφαλαιοποίηση γίνεται σε περιβάλλον έντονης οικονομικής, κοινωνικής και πολιτικής πίεσης και συνήθως είναι αποτέλεσμα πολιτικών διεργασιών και όχι μια πολιτικά ουδέτερη εφαρμογή οικονομικών ιδεών. Εξαρτάται από το πολιτικό και κοινωνικό σύστημα, τις σχέσεις που αναπτύσσονται, καθώς και από το θεσμικό πλαίσιο που έχει υιοθετηθεί. Σε πολλές περιπτώσεις το μέγεθος και η μορφή της παρέμβασης δεν μπορούν να ερμηνευθούν από το μέγεθος του προβλήματος, όπως προκύπτει από διάφορους οικονομικούς δείκτες, αλλά υπάρχει και άλλος παράλληλος μηχανισμός που παραπέμπει σε σχέσεις μεταξύ των παραγόντων της ανακεφαλαιοποίησης (βλ. Grossman and Woll 2014).

#### **(β) Το μέγεθος των ανακεφαλαιοποιημένων τραπεζών**

Το μέγεθος των τραπεζών που συμμετέχουν σε πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό τη δανειοδοτική τους συμπεριφορά, χωρίς όμως να είναι δυνατόν να υπολογιστεί εκ των προτέρων η επίδραση. Οι μεγάλες τράπεζες απολαμβάνουν οικονομίες κλίμακας και έχουν μεγαλύτερες δυνατότητες παρακολούθησης και διαχείρισης των δανείων, αλλά συνήθως ακολουθούν διαδικασίες δανεισμού με βάση τις συναλλαγές της επιχείρησης (transactional lending), που είναι ευάλωτες στις μεταβολές του εξωτερικού περιβάλλοντος. Οι μικρές τράπεζες έχουν μικρότερες δυνατότητες παρακολούθησης, αλλά βασίζονται σε διαδικασίες δανεισμού με βάση ήδη δομημένες σχέσεις (relationship lending), που αποδεικνύονται πιο ανθεκτικές σε μια κρίση.

#### **(γ) Τα εργαλεία ανακεφαλαιοποίησης**

Τα χρηματοοικονομικά μέσα που χρησιμοποιούνται σε ένα πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης πρέπει να έχουν την υψηλότερη δυνατή ικανότητα απορρόφησης ζημιών. Υπό αυτό το πρίσμα, οι κοινές μετοχές (Core Tier 1) είναι το βέλτιστο μέσο, αλλά και το πιο ακριβό. Σε πολλές περιπτώσεις προτιμώνται

μέσα με μικρότερη δυνατότητα απορρόφησης ζημιών (Additional Tier 1 ή/και Tier 2), καθώς ενέχουν μικρότερο κόστος. Γενικότερα, οποιοδήποτε μέσο με σταθερές πληρωμές δεν παρέχει κίνητρα υλοποίησης αποτελεσματικότερων πολιτικών διαχείρισης κινδύνων. Οι μέτοχοι και διαχειριστές μιας τράπεζας σε πτώχευση ή σε επαπειλούμενη πτώχευση θα έχουν μικρό όφελος (και συνεπώς μικρά κίνητρα) από τον περιορισμό του κινδύνου ή τη δανειοδότηση καλών πελατών, διότι τα όποια οφέλη θα κατευθυνθούν στους πιστωτές.

#### **(δ) Η ταχύτητα της αντίδρασης**

Η απομείωση της αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου σε μια τράπεζα πρέπει να αναγνωριστεί και να αποτυπωθεί στον ισολογισμό με ολική ή μερική διαγραφή της αξίας. Ωστόσο, τα κίνητρα για διαγραφή δεν είναι ισχυρά τόσο από την πλευρά του λογιστικού πλαισίου<sup>7</sup> όσο και από την πλευρά των μετόχων<sup>8</sup>, γεγονός που καθυστερεί την αποτύπωση της πραγματικής εικόνας και περιορίζει τη διαφάνεια ενός προγράμματος ανακεφαλαιοποίησης. Αν και η ταχύτητα αντίδρασης είναι πρωτίστως θέμα πολιτικής βούλησης, η αναλυτική καταγραφή των χαρτοφυλακίων των τραπεζών πριν από την υλοποίηση ενός προγράμματος διάσωσης βοηθά στην άρση πολλών αντιρρήσεων. Παρά την προφανή ισχύ του παραπάνω επιχειρήματος, οι Mariathasan and Merrouche (2012) απο-

<sup>7</sup> Μια τράπεζα έχει μειωμένα κίνητρα να αναγνωρίσει και να διαγράψει ένα προβληματικό δάνειο. Κατ' αρχήν το λογιστικό πλαίσιο διευκολύνει τη διακράτηση παρά τη διαγραφή. Η τράπεζα έχει κίνητρο να καθυστερήσει τη διαγραφή για να μη διαρρήξει τη σχέση της με το δανειολήπτη, ιδιαίτερα αν είναι μακροχρόνια και έχει οικοδομηθεί με μεγάλη προσπάθεια. Το ίδιο ισχύει όταν υπάρχουν εξασφαλίσεις (collateral lending) που μπορούν να καλύψουν τουλάχιστον μέρος του δανείου και η διαδικασία ρευστοποίησης είναι μακροχρόνια. Αντικίνητρο αποτελεί επίσης και η σειρά ικανοποίησης των πιστωτών σε διαδικασία εκκαθάρισης, αφού συνήθως προηγείται το Δημόσιο. Τέλος, υπάρχουν και λόγοι δημοσιοποίησης, π.χ. ο δείκτης κάλυψης επισφαλών απαιτήσεων (coverage ratio), που χρησιμοποιείται ευρέως ως δείκτης προσέγγισης του πιστωτικού κινδύνου, βαίνει μειούμενος και συνεπώς δείχνει επιδείνωση όταν διαγραφεί ένα δάνειο για το οποίο έχουν διενεργηθεί προβλέψεις.

<sup>8</sup> Οι υφιστάμενοι μέτοχοι μιας τράπεζας δεν έχουν κίνητρο διαγραφής ενός προβληματικού δανείου, διότι σε αυτή την περίπτωση απαιτείται η άμεση άντληση κεφαλαίων για να ικανοποιηθούν οι εποπτικές απαιτήσεις. Η αναδιάρθρωση ή ο διακανονισμός ενός προβληματικού δανείου είναι η ορθολογική συμπεριφορά, καθώς παρέχει τον απαραίτητο χρόνο για διορθωτικές κινήσεις. Όπως είναι φυσικό, η συμπεριφορά αυτή είναι πιο εμφανής για τράπεζες που λειτουργούν κοντά στα απαιτούμενα ελάχιστα κεφάλαια.

τυγχάνουν να εκτιμήσουν στατιστικά σημαντική μεταβλητή για το χρόνο αντίδρασης.

#### (ε) Η επαναδιαπραγμάτευση των συμβολαίων

Στα οικονομικά υποδείγματα, η δυνατότητα επαναδιαπραγμάτευσης των συμβολαίων είναι κρίσιμης σημασίας για την υλοποίηση ενός στόχου. Ένα πλήρες συμβόλαιο περιγράφει κάθε πιθανή συμβατική ρύθμιση σε οποιαδήποτε κατάσταση, ενώ ένα ατελές συμβόλαιο περιγράφει ένα υποσύνολο αυτών των ρυθμίσεων. Στην περίπτωση της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών, είναι κρίσιμης σημασίας το αν οι κυβερνήσεις έχουν να αντιμετωπίσουν τέλεια ή ατελή δανειακά συμβόλαια. Στην πλειοψηφία των περιπτώσεων τα καταθετικά συμβόλαια είναι ατελή, καθώς δεν επιτρέπουν την αναδιάρθρωση του ονομαστικού κεφαλαίου. Το γεγονός αυτό επηρεάζει το ύψος και τους όρους της ανακεφαλαιοποίησης<sup>9</sup> και ταυτόχρονα περιορίζει την πειθαρχία στις δανειοδοτικές αποφάσεις που λαμβάνουν οι τράπεζες.

#### (στ) Η επιλογή των τραπεζών

Η συμμετοχή μιας τράπεζας σε ένα πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης μπορεί να είναι υποχρεωτική ή εθελοντική. Στην πρώτη περίπτωση αποφεύγεται η αρνητική δημοσιότητα (stigma effect), ενώ στη δεύτερη περίπτωση δημιουργούνται κίνητρα δυσμενούς επιλογής (adverse selection), αφού μόνο οι χειρότερες τράπεζες αναμένεται να συμμετάσχουν στο πρόγραμμα, και ανέξοδης εκμετάλλευσης (free rider), αφού οι μη συμμετέχουσες τράπεζες μπορούν να επωφεληθούν από τη σταθερότητα που προκύπτει. Σε ορισμένες μελέτες αναδεικνύεται ότι οι σχέσεις μεταξύ τραπεζών και κυβέρνησης επηρεάζουν την απόφαση για το ποιες τράπεζες τελικά συμμετέχουν σε πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης (βλ. Li 2013 για το πρόγραμμα TARP των ΗΠΑ). Για να αντιμετωπιστούν όλα τα παραπάνω θέματα, προτείνεται η εισφορά μετοχικού κεφαλαίου, που επιτρέπει στην κυβέρνηση να εκμεταλλευθεί ενδεχόμενη θετική εξέλιξη.

#### (ζ) Τα κίνητρα που τίθενται

Ένα πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης μπορεί να θέσει διάφορα κίνητρα που επηρεάζουν τη συμπεριφορά των τραπεζών, με κυριότερα: (α) την επίτευξη συγκεκριμένων στόχων στα δάνεια, (β) τη λειτουργική αναδιάρθρωση των τραπεζών και (γ) τον περιορισμό των υπερβολικών αποδοχών των διοικούντων. Η στοχοθέτηση για την αύξηση του δανεισμού είναι δημοφιλές μέτρο, αλλά δεν είναι προφανές ότι είναι οικονομικά αποτελεσματικό.<sup>10</sup> Συνήθως οι στόχοι της δανειοδότησης δύσκολα μπορούν να επιβληθούν χωρίς να προκληθούν στρεβλώσεις και είναι προτιμότερο η όποια αύξηση του δανεισμού προκύψει να αποτελεί επιλογή της ίδιας της τράπεζας. Σε διαφορετική περίπτωση, είναι πιθανή η χρηματοδότηση προβληματικών επιχειρήσεων (zombie lending) αποκλειστικά για να καλυφθούν οι στόχοι.

Όσον αφορά την αναδιάρθρωση των τραπεζών, είναι σημαντικό να αναγνωριστεί ότι η ανακεφαλαιοποίηση και άλλα μέτρα στήριξης μπορούν να αποδειχθούν αναποτελεσματικά αν δεν συνοδευθούν από μέτρα αναδιάρθρωσης των τραπεζών ώστε να τεθούν νέες βάσεις για την εκπλήρωση των λειτουργιών της διαμεσολάβησης και κυρίως της δανειοδότησης. Τέλος, ο περιορισμός των υπερβολικών αποδοχών, επίσης δημοφιλής πολιτική, δεν αναμένεται να επηρεάσει τη δανειοδότηση, αλλά ενδεχομένως δημιουργεί κίνητρα μη συμμετοχής προβληματικών τραπεζών στα προγράμματα διάσωσης ή κίνητρα πρόωρης εξόδου των τραπεζών από τα προγράμματα διάσωσης.

<sup>9</sup> Στην τρέχουσα κρίση οι κυβερνήσεις εισέφεραν σημαντικά ποσά και τα κεφάλαια επιβάρυναν σχεδόν αποκλειστικά τα δημόσια οικονομικά (bail-out), με συνέπεια η τραπεζική κρίση να μεταεξελχθεί σε δημοσιονομική. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να δημιουργηθεί ένας φαύλος κύκλος αλληλεξάρτησης υπερχρεωμένων κρατών-αδύναμων τραπεζών (sovereign-banking nexus). Η διάρρηξη του κύκλου αποτελεί στην Ευρωπαϊκή Ένωση πρωταρχικό στόχο πολιτικής και υπό αυτό το πρίσμα έχει εισαχθεί στο κανονιστικό πλαίσιο η συμμετοχή και των ιδιωτών πιστωτών (bail-in). Υπό μια έννοια, αυτή η προσέγγιση προσπαθεί να μετατρέψει το καταθετικό συμβόλαιο από ατελές σε τέλειο.

<sup>10</sup> Ο τότε υπουργός οικονομικών των ΗΠΑ Tim Geithner είτε ενώπιον της Γερουσίας "... you can't force banks to lend, boosting bank capital would be expected to stimulate lending by those banks".

#### **(η) Η επίλυση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPLs)**

Η επίλυση του προβλήματος των NPLs είναι θεμελιώδους σημασίας σε ένα πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης. Αν οι τράπεζες απαλλαγούν από το προβληματικό χαρτοφυλάκιο, μπορούν ευκολότερα να συνεχίσουν απρόσκοπτα τις δραστηριότητές τους και να εκπληρώσουν τις λειτουργίες της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης. Πρώτον, δεν χρειάζεται να αφιερώσουν πόρους στη διαχείριση των NPLs, οι οποίοι μπορούν να στραφούν σε πιο παραγωγικές δραστηριότητες, και δεύτερον, περιορίζεται η αβεβαιότητα σχετικά με την αξία των NPLs, καθώς αυξάνεται η διαφάνεια του ισολογισμού. Έτσι αμβλύνονται τα ερωτηματικά για την ευρωστία μιας τράπεζας και διευκολύνεται η πρόσβασή της στις χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές. Συνεπώς, ένα πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης πρέπει να παρέχει σαφή κίνητρα ανάδειξης και αποτελεσματικής διαχείρισης των NPLs.

#### **4 ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ: ΙΑΠΩΝΙΑ, ΗΠΑ, ΕΛΛΑΔΑ**

Αν και σε γενικές γραμμές δεν αμφισβητείται η ανάγκη κυβερνητικής παρέμβασης για τη διάσωση των τραπεζών, υπάρχει σημαντική διχογνωμία για τις επιπτώσεις, καθώς και για την ποσοτικοποίηση των επιπτώσεων. Κυβερνητικά προγράμματα ανακεφαλαιοποίησης τραπεζών υλοποιήθηκαν σε πολλές χώρες. Θα εξετάσουμε τις περιπτώσεις της Ιαπωνίας και των ΗΠΑ, πρώτον σχετικά με τις λεπτομέρειες υλοποίησής τους ώστε να αντιπαραβληθούν με τα οκτώ σημεία που αναπτύχθηκαν προηγουμένως και δεύτερον σχετικά με τις ex post επιπτώσεις στη συμπεριφορά των τραπεζών σε ό,τι αφορά τη δανειοδότηση και την ανάληψη κινδύνων. Στο πρώτο θέμα υπάρχει γενικά συμφωνία μεταξύ των εμπειρικών μελετών, αλλά στο δεύτερο θέμα υπάρχει μεγάλη διχογνωμία και διιστάμενα αποτελέσματα. Παρ' όλα αυτά, ο στόχος είναι να εξαχθούν ορισμένα συμπεράσματα σχετικά με τις πολιτικές που

εφαρμόστηκαν και τελικά να γίνει μια σύγκριση με την ελληνική περίπτωση.

#### **(α) Η περίπτωση της Ιαπωνίας**

Η κρίση στην Ιαπωνία ξεκίνησε στα μέσα της δεκαετίας του '90 και η κυβέρνηση αποφάσισε να χρησιμοποιήσει σημαντικά ποσά για τη σταθεροποίηση του τραπεζικού συστήματος. Παρ' όλα αυτά, η πρακτική που ακολούθησε δεν ήταν σύμφωνη με τις προτάσεις της θεωρητικής βιβλιογραφίας. Το πρώτο πρόβλημα ήταν η ταχύτητα αντίδρασης (βλ. Hoshi and Kashyap 2015), καθώς η κυβέρνηση καθυστέρησε στην άμεση αναγνώριση και αντιμετώπιση του προβλήματος και προσπάθησε με θεσμικές μεταβολές να ενδυναμώσει τον ισολογισμό των τραπεζών. Παραδείγματος χάριν, επετράπη η χρησιμοποίηση του αναβαλλόμενου φόρου ως μέρους του κεφαλαίου ή η αποτίμηση σε τιμές αγοράς των συμμετοχών και ακινήτων. Τα μέτρα ωφέλησαν προσωρινά τις τράπεζες και αυξήθηκε η κερδοφορία τους λόγω κεφαλαιακών κερδών, αλλά δεν αντιμετώπισαν τα γενεσιουργά αίτια της κρίσης. Έτσι τα προβλήματα συνεχίστηκαν και το 1998 η κυβέρνηση αποφάσισε να χρησιμοποιήσει πακέτο ύψους 1,8 τρισεκ. γιεν για την πρώτη ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, αλλά δεν κατόρθωσε να σταθεροποιήσει το σύστημα. Ένα χρόνο αργότερα αναγκάστηκε να προβεί σε δεύτερη μεγαλύτερη ανακεφαλαιοποίηση, ύψους 6,8 τρισεκ. γιεν, ενώ μέχρι το 2006 αναγκάστηκε να προβεί σε τρεις επιπλέον ανακεφαλαιοποιήσεις μικρότερου ύψους. Αυτό κυρίως οφείλεται στη δεύτερη μεγάλη παράλειψη της κυβέρνησης, στην καθυστέρηση υλοποίησης διαρθρωτικών αλλαγών (βλ. Hoshi and Kashyap 2015) τόσο γενικότερα στην οικονομία όσο και ειδικότερα στον τραπεζικό τομέα. Το πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης έπρεπε να συνδυαστεί με πρόγραμμα συγκέντρωσης του τραπεζικού τομέα και αντιμετώπισης του προβλήματος του πλεονάζοντος δυναμικού (overbanking).

Περαιτέρω, η θεωρητική βιβλιογραφία των ανακεφαλαιοποιήσεων των τραπεζών δίνει μεγάλη έμφαση στο άριστο επίπεδο ανακεφα-

λαιοποίησης και στον τρόπο υπολογισμού του. Προτείνεται αναλυτικός έλεγχος των χαρτοφυλακίων των τραπεζών πριν την απόφαση για το ύψος των απαιτούμενων κεφαλαίων και εξέταση κάθε περίπτωσης χωριστά. Η κυβέρνηση της Ιαπωνίας, αν και προχώρησε σε άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων στη δεύτερη ανακεφαλαιοποίηση, συνεισέφερε ποσά τα οποία κατευθύνθηκαν κυρίως προς τις μεγάλες τράπεζες και ήταν σχεδόν πανομοιότυπα για κάθε τράπεζα, ώστε να αποφευχθούν ενδεχόμενα προβλήματα στίγματος. Επιπλέον, τα κεφάλαια που χρησιμοποιήσε δεν ήταν ικανά να αποκαταστήσουν την κεφαλαιακή βάση των τραπεζών ώστε να συνεχίσουν τη χρηματοδότηση της οικονομίας και τις λοιπές λειτουργίες της διαμεσολάβησης. Γενικά, το πρόγραμμα έδωσε μικρότερη έμφαση στην επάρκεια κεφαλαίων των τραπεζών, με αποτέλεσμα ότι οι τράπεζες συνέχισαν να έχουν έλλειμμα κεφαλαίων και οι περισσότερες δεν μπορούσαν να ικανοποιήσουν τον ελάχιστο εποπτικό δείκτη του 8% (βλ. Montgomery and Shimizutani 2009). Αντίθετα, έδωσε μεγάλη έμφαση στη συνέχιση της χρηματοδότησης της οικονομίας. Οι τράπεζες ήταν υποχρεωμένες να κοινοποιούν το ύψος των χορηγήσεών τους ανά τρίμηνο και σε περίπτωση μη επαρκούς αύξησης των χορηγήσεων λάμβαναν προειδοποιήσεις ή σε περίπτωση μείωσης προειδοποιήσεις με την απειλή κυρώσεων. Εκ του αποτελέσματος, μάλλον προκύπτει ότι, με βάση τις εμπειρικές μελέτες, ο στόχος δεν επιτεύχθηκε και δικαιώνεται η ρήση του πρώην υπουργού οικονομικών των ΗΠΑ (βλ. υποσημείωση 10).

Ένα επιπλέον πρόβλημα που δεν αντιμετωπίστηκε άμεσα ήταν αυτό των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Δόθηκαν φορολογικά κίνητρα για να προχωρήσουν οι τράπεζες σε διαγραφές, οι τράπεζες όμως, λόγω των σχέσεων που είχαν με τις επιχειρήσεις, δεν το έπραξαν, αλλά χρησιμοποίησαν τα κίνητρα για αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων. Επίσης, στις περιπτώσεις όπου προχώρησαν σε διαγραφές, το πρόβλημα δεν αντιμετωπίστηκε ριζικά, καθώς στη θέση των διαγραφέντων NPLs εμφανίζονταν νέα (βλ. Calomiris et al. 2012).

Όσον αφορά τις εμπειρικές μελέτες, το μόνο κοινό συμπέρασμά τους είναι ότι οι ανακεφαλαιοποιήσεις δεν κατόρθωσαν να ενεργοποιήσουν τις τράπεζες στη δανειοδότηση της οικονομίας. Οι Giannetti and Simonon (2013) εκτιμούν ότι το πρόγραμμα της ανακεφαλαιοποίησης δεν βελτίωσε την πιστοδοτική ικανότητα των τραπεζών συνολικά, αλλά διακρίνουν ετερογενείς συμπεριφορές μεταξύ των τραπεζών. Όσες ανακεφαλαιοποιήθηκαν επαρκώς αύξησαν τη δανειοδότηση, σε αντίθεση με όσες παρέμειναν υποκεφαλαιοποιημένες. Επίσης προχωρούν ένα βήμα περαιτέρω και τεκμηριώνουν ότι στις υποκεφαλαιοποιημένες τράπεζες η υποχρέωση κάλυψης συγκεκριμένων στόχων οδήγησε σε διαιώνιση (evergreening) των προβληματικών δανείων και χρηματοδότηση προβληματικών επιχειρήσεων (zombie lending). Αντίθετα, το φαινόμενο δεν παρατηρήθηκε στις επαρκώς κεφαλαιοποιημένες τράπεζες. Σε συνολικό επίπεδο ο δανεισμός της οικονομίας μειώθηκε, διότι οι περισσότερες τράπεζες παρέμειναν υποκεφαλαιοποιημένες. Στο γενικό συμπέρασμα συμφωνεί και ο Nakashima (2016), που εκτιμά ότι, αν και τα δύο προγράμματα ανακεφαλαιοποίησης μείωσαν τον κίνδυνο χρεοκοπίας των τραπεζών που συμμετείχαν στο πρόγραμμα σε μόνιμη βάση, δεν κατόρθωσαν να τονώσουν την κερδοφορία τους ώστε αυτές να προχωρήσουν σε δανεισμό της οικονομίας. Βεβαίως, δεν αύξησαν το δανεισμό τους προς την οικονομία ούτε οι τράπεζες που δεν έτυχαν ανακεφαλαιοποίησης, και συνεπώς ο συγγραφέας αναζητεί αιτίες που ανάγονται στη ζήτηση. Σημειώνεται ότι η μελέτη καταλήγει σε δύο επιπλέον συμπεράσματα που δεν συνάδουν με τα ευρήματα των περισσότερων μελετών: ότι μετά τα προγράμματα ανακεφαλαιοποίησης τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια μειώθηκαν και ότι οι τράπεζες δεν προέβησαν σε δανειοδότηση προβληματικών επιχειρήσεων.

Τα βασικά διδάγματα από την αντιμετώπιση της κρίσης στην Ιαπωνία αφορούν την ταχύτητα αντίδρασης στο πρόβλημα, τα ποσά της ανακεφαλαιοποίησης, την αντιμετώπιση της γενεσιουργού αιτίας (των NPLs) και την απροσποθυμία υλοποίησης αναδιαρθρώσεων.

Όλοι συμφωνούν ότι στην Ιαπωνία υπήρχε καθυστερημένη αντίδραση, καθώς έγινε προσπάθεια να επισκιαστεί το πρόβλημα, τα εισφερόμενα κεφάλαια ήταν μικρά για τα δεδομένα του προβλήματος (μόλις 1% του συνολικού ενεργητικού των τραπεζών), δεν αντιμετωπίστηκε το πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων δανείων και δεν προχώρησαν οι διαρθρωτικές αλλαγές στις τράπεζες. Εν πολλοίς, αυτοί θεωρούνται και οι λόγοι που η χώρα βίωσε μια στάσιμη δεκαετία μετά την αντιμετώπιση της τραπεζικής κρίσης (βλ. Hoshi and Kashyap 2015).

### **(β) Η περίπτωση των ΗΠΑ**

Όταν εκδηλώθηκε η κρίση του 2007-08 στις ΗΠΑ είχε περάσει ικανό διάστημα από την κρίση της Ιαπωνίας και είχαν γίνει πολυάριθμες μελέτες που ανέλυαν τα υπέρ και τα κατά του προγράμματος για την αντιμετώπισή της, καθώς και τα διδάγματα από την υλοποίησή του. Σε γενικές γραμμές μπορούμε να ισχυριστούμε ότι η κυβέρνηση των ΗΠΑ αξιοποίησε τα διδάγματα και εφάρμοσε διαφορετική πολιτική. Έτσι, με την εμφάνιση του προβλήματος αποφασίστηκε η άμεση εφαρμογή προγράμματος διάσωσης με την ονομασία TARP (Troubled Assets Relief Program) με στόχο την αποκατάσταση της ρευστότητας και της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος μέσω εξαγοράς προβληματικών στοιχείων του ενεργητικού των τραπεζών και μέχρι του συνολικού ποσού των 700 δισεκ. δολαρίων. Ένδεκα ημέρες μετά την ανακοίνωση του προγράμματος, το μέσο υλοποίησης του στόχου άλλαξε και αποφασίστηκε τα χρήματα να διατεθούν για την άμεση ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Ίσως το παράδειγμα είναι ενδεικτικό της σημασίας της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών σε σχέση με τα υπόλοιπα μέτρα διάσωσης. Έτσι, υλοποιήθηκαν δύο νέα προγράμματα, το Capital Purchase Program (CPP) και το Capital Assistance Program (CAP), μέσω των οποίων αγοράστηκαν προνομιούχες μετοχές των τραπεζών χωρίς δικαίωμα ψήφου ύψους 250 δισεκ. δολαρίων και τίτλοι παραστατικοί δικαιώματος αγοράς μετοχών (warrants). Η βασική διαφορά των δύο νέων

προγραμμάτων είναι ότι, πριν την υλοποίηση του προγράμματος CAP προηγήθηκε άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress tests) ώστε να ανακεφαλαιοποιηθούν μόνο οι τράπεζες που μπορούσαν να αντεπεξέλθουν σε μια σημαντική διαταραχή. Έκτοτε καθιερώθηκε πριν από κάθε ανακεφαλαιοποίηση να προηγείται αναλυτική εξέταση των χαρτοφυλακίων, κυρίως μέσω ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων.

Οι στόχοι των προγραμμάτων μπορούν να κωδικοποιηθούν ως (α) ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών ώστε να προσελκύσουν ιδιώτες επενδυτές, (β) αύξηση του δανεισμού, ενθαρρύνοντας τις τράπεζες να προβούν σε δανεισμό παρά σε διακράτηση των κεφαλαίων, και (γ) αναχρηματοδότηση των στεγαστικών δανείων για να αποφευχθούν οι κατασχέσεις.<sup>11</sup>

Το πρόγραμμα θεωρήθηκε γενναιόδωρο (βλ. Li 2013), αλλά οι περιορισμοί που τέθηκαν σχετικά με τα μερίσματα και τις αμοιβές των στελεχών έκαναν διστακτικές πολλές τράπεζες να συμμετάσχουν. Η συμμετοχή ήταν εθελοντική και τελικά από τις περίπου 8.400 τράπεζες-δικαιούχους μόνο 707 έλαβαν κεφάλαια από το TARP. Δύο χρόνια μετά την έναρξη του προγράμματος, το 75% περίπου των 204,6 δισεκ. δολαρίων που διατέθηκαν είχε αποπληρωθεί και μέχρι το 2015 είχε αποπληρωθεί σχεδόν το σύνολο του ποσού. Οι μεγάλες τράπεζες που συμμετείχαν στο πρόγραμμα πρωτοστάτησαν στην αποπληρωμή, ενώ όσες δεν εξήλθαν από το πρόγραμμα ήταν μικρές και αδύναμες τράπεζες.

Αν και οι τράπεζες ενθαρρύνθηκαν να καλύψουν τους γενικούς στόχους, δεν τέθηκαν κάποια ποσοτικά όρια και δεν δόθηκαν ούτε ιδιαίτερα κίνητρα ούτε οδηγίες πώς να ισορροπήσουν οι τράπεζες μεταξύ αντικρουόμενων συμφερόντων, με δεδομένο τα περιορισμένα διαθέσιμα κεφάλαια (βλ. Montgomery and Takahashi 2014). Πολλοί επικρότησαν αυτή

<sup>11</sup> Για πιο αναλυτική περιγραφή του προγράμματος, βλ. Calomiris and Khan (2015).



την προσέγγιση μετά την εμπειρία της Ιαπωνίας και γενικότερα υπάρχει μια διχογνωμία ως προς το αν ένα πρόγραμμα διάσωσης με ανακεφαλαιοποίηση μπορεί να υπηρετήσει δύο στόχους ταυτόχρονα, δηλαδή τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και τη συνέχιση της δανειοδότησης της οικονομίας. Υπάρχει χρονική υστέρηση μεταξύ των δύο και το ερώτημα είναι κατά πόσον τα χαρακτηριστικά της ανακεφαλαιοποίησης μπορούν να ελαχιστοποιήσουν την υστέρηση.

Όσον αφορά τις εμπειρικές προσεγγίσεις, ο Li (2013) εκτιμά ότι οι τράπεζες που έλαβαν βοήθεια αύξησαν το δανεισμό κατά 6,36% περισσότερο από ό,τι οι τράπεζες που δεν έλαβαν βοήθεια και ο δανεισμός κατευθύνθηκε προς όλους του τομείς της οικονομίας. Επίσης, εξετάζοντας τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια μια διετία μετά την εφαρμογή του προγράμματος, δεν διαπιστώνει στατιστικά σημαντική αύξηση των NPLs, οπότε δεν μπορεί να τεκμηριώσει την άποψη ότι η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών οδηγεί σε αύξηση της επικινδυνότητας. Τέλος, εκτιμά ότι το 1/3 των κεφαλαίων που διατέθηκαν από το πρόγραμμα κατευθύνθηκε σε δανεισμό, ενώ τα 2/3 σε σταθεροποίηση της κεφαλαιακής βάσης.

Οι Berger and Roman (2015) τεκμηριώνουν ότι τα κεφάλαια του TARP αποτέλεσαν πηγή συγκριτικού πλεονεκτήματος για τις τράπεζες που συμμετείχαν, καθώς αύξησαν το μερίδιό τους και την ισχύ τους στην αγορά. Προσδιορίζουν μάλιστα και τον ανάλογο μηχανισμό, καθώς οι παράγοντες που ενίσχυσαν την αύξηση των μεριδίων αγοράς (πιο επιθετική στρατηγική, γενική αίσθηση ασφάλειας μετά την ανακεφαλαιοποίηση) υπερκάλυψαν τους αρνητικούς παράγοντες (στίγμα και αυξημένο κόστος κεφαλαίων), και διαπιστώνουν ότι τα αποτελέσματα ήταν πιο θετικά για τις τράπεζες που εξήλθαν γρήγορα από το πρόγραμμα.

Αντίθετα, οι Montgomery and Takahashi (2014) υπολογίζουν ότι για κάθε αύξηση 1% στο εισφερόμενο κεφάλαιο μέσω του προγράμματος παρατηρείται 3% μείωση των δανείων την επόμενη χρονιά. Οι τράπεζες,

πιεζόμενες να βελτιώσουν την κεφαλαιακή τους επάρκεια, επέλεξαν να επενδύσουν σε ασφαλέστερα στοιχεία και να μειώσουν τα δάνεια υψηλού κινδύνου. Επιπλέον, η επιδείνωση του τραπεζικού δανεισμού δεν επιμερίστηκε ομοιόμορφα σε όλους τους τομείς, καθώς παρατηρείται μείωση στα επιχειρηματικά δάνεια, ενώ τα δάνεια λιανικής τραπεζικής δεν επηρεάστηκαν. Υπό αυτό το πρίσμα, ο στόχος του TARP να ενεργοποιήσει τον τραπεζικό δανεισμό δεν επιτεύχθηκε και μάλιστα η πτώση είναι μεγαλύτερη όσο μεγαλύτερα είναι τα εισφερόμενα κεφάλαια.

Παρομοίως, οι Duchin and Sosyura (2014), εξετάζοντας εγκρίσεις στεγαστικών δανείων, δεν μπορούν να τεκμηριώσουν στατιστικά ότι οι τράπεζες που συμμετείχαν στο πρόγραμμα αύξησαν τις εγκρίσεις. Αντίθετα, βρίσκουν ότι οι τράπεζες ενέκριναν πιο επικίνδυνα δάνεια, δηλ. δάνεια με χαμηλότερο δείκτη δανείου προς εισόδημα (loan to income). Στην αύξηση της επικινδυνότητας συμφωνούν και οι Black and Hazelwood (2013), που εκτιμούν ότι, εκτός από τη μείωση του δανεισμού, η μέση επικινδυνότητα των επιχειρηματικών δανείων μετά την εισροή κεφαλαίων αυξήθηκε στις μεγάλες τράπεζες, ενώ μειώθηκε στις μικρές.

### (γ) Η περίπτωση της Ελλάδος

Ο στόχος της παραπάνω ανάλυσης δεν ήταν μια ιστορική καταγραφή του τρόπου αντιμετώπισης της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών στις δύο χώρες, αλλά η άντληση συμπερασμάτων για την ελληνική περίπτωση και η εκτίμηση των ex ante κινήτρων δανειοδότησης της οικονομίας.

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ανακεφαλαιοποιήθηκε πολλές φορές και σε όλες τις περιπτώσεις η ανάγκη προήλθε κυρίως από εξωγενείς αιτίες.<sup>12</sup> Η πρώτη απόπειρα έγινε

<sup>12</sup> Βλ. Ομιλία του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος Γιάννη Στουρνάρα με τίτλο: "The impact of the Greek sovereign crisis on the banking sector – challenges to financial stability and policy responses by the Bank of Greece" στο συνέδριο του London Business School Greek Alumni Association and Stanford Club of Greece με θέμα "Breaking the Bottlenecks – Steps towards Sustainable Growth", Αθήνα, 8 Ιουνίου 2016.

το 2007-08 για να αντιμετωπιστούν οι κλυδωνισμοί της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, αν και οι ελληνικές τράπεζες δεν είχαν στην κατοχή τους τοξικά στοιχεία ενεργητικού. Το πρόγραμμα που εκπονήθηκε, στο πλαίσιο ανάλογων προγραμμάτων στην ΕΕ, είχε κύριο στόχο την ενίσχυση της ρευστότητας, μέσω της έκδοσης εγγυημένων από το Δημόσιο τραπεζικών ομολόγων, και δευτερευόντως την ενίσχυση των κεφαλαίων, και πήρε αυτή τη μορφή για να διατηρηθούν οι κανόνες ανταγωνισμού στην ΕΕ. Στη συνέχεια είχαμε την κρίση χρέους της χώρας, τη σημαντική επιδείνωση όλων των μακροοικονομικών στοιχείων και την αποκοπή της χώρας και των τραπεζών από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Αυτά επιδείνωσαν την ποιότητα των στοιχείων του ενεργητικού των τραπεζών και, σε συνδυασμό με τις συνέπειες της διαδικασίας απομείωσης του ελληνικού χρέους μέσω της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα (PSI – Private Sector Involvement), προέκυψε ανάγκη νέας ανακεφαλαιοποίησης το 2012. Οι ελληνικές τράπεζες υπέστησαν ζημιά ύψους περίπου 38 δισεκ. ευρώ, που αντιστοιχούσε στο 170% των βασικών ιδίων κεφαλαίων της περιόδου, με συνέπεια πολλές τράπεζες να εμφανίσουν αρνητικά ίδια κεφάλαια. Η Τράπεζα της Ελλάδος, αναγνωρίζοντας εγκαίρως το πρόβλημα, προέβη σε μελέτη στρατηγικής αξιολόγησης του τραπεζικού τομέα, με στόχο τη διερεύνηση των προοπτικών βιωσιμότητας κάθε τράπεζας. Τα συμπεράσματα της μελέτης οδήγησαν σε μεγάλη συγκέντρωση του τραπεζικού συστήματος, αφού τέθηκαν σε καθεστώς εξυγίανσης οι τράπεζες που κρίθηκαν μη βιώσιμες και προς ανακεφαλαιοποίηση με δημόσιους πόρους οι υπόλοιπες. Το 2014 η Τράπεζα της Ελλάδος προέβη σε νέα άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων και εκτίμησε νέες απαιτήσεις κεφαλαίων για τις τράπεζες, οι οποίες καλύφθηκαν με ιδιωτικά κεφάλαια, ενώ δύο από τις τράπεζες προέβησαν σε επαναγορά των προνομιούχων μετοχών που κατείχε το Ελληνικό Δημόσιο από το πρώτο πρόγραμμα. Όμως η αυξημένη οικονομική αβεβαιότητα, η επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και η πολύ μεγάλη διό-

γκωση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (NPEs) οδήγησαν σε νέα ανάγκη ανακεφαλαιοποίησης το 2015.

Όλα τα προγράμματα είχαν ως στόχο την ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών και τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Απώτερος βεβαίως στόχος ήταν να κατορθώσουν οι τράπεζες να επανεκκινήσουν τη δανειοδότηση της οικονομίας. Όπως όμως αναφέρθηκε, για να συμβεί αυτό, θα πρέπει πρώτα να σταθεροποιηθεί η κεφαλαιακή βάση των τραπεζών και να εξαλειφθεί κάθε αβεβαιότητα, ώστε να αποκτήσουν μεγαλύτερη ευχέρεια διαμεσολάβησης και να προχωρήσουν σε χρηματοδότηση της οικονομίας. Θα εξετάσουμε τα χαρακτηριστικά της τελευταίας ανακεφαλαιοποίησης (Νοέμβριος 2015) προκειμένου να εξαγάγουμε συμπεράσματα για το αν ενδυναμώνουν τα κίνητρα των τραπεζών σχετικά με τη δανειοδότηση της οικονομίας.

Το υπό εξέταση πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης ήταν απόρροια των εξελίξεων στον τραπεζικό τομέα το 2015 και η απόφαση για άμεση αντιμετώπιση του προβλήματος έθεσε τις βάσεις για ταχύτερη επαναφορά στην ομαλότητα. Το πρόγραμμα ήταν υποχρεωτικό για το σύνολο των τραπεζών στη χώρα και δεν τέθηκε θέμα εθελοντικής συμμετοχής. Για τις τέσσερις συστημικές τράπεζες η ΕΚΤ, με τη συνδρομή της Τράπεζας της Ελλάδος, διενήργησε συνολική αξιολόγηση σύμφωνα με την απόφαση της συνόδου κορυφής της 12ης Ιουλίου 2015 και τη Σύμβαση Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης που υπογράφηκε στις 19 Αυγούστου 2015, όπου προβλεπόταν ένα συνολικό ποσό 25 δισεκ. ευρώ για την ανακεφαλαιοποίηση και εξυγίανση των τραπεζών. Στο πλαίσιο αυτό, διενεργήθηκε έλεγχος της ποιότητας των στοιχείων ενεργητικού (Asset Quality Review – AQR) και πραγματοποιήθηκε άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων, η οποία περιλάμβανε ένα βασικό σενάριο και ένα σενάριο δυσμενών εξελίξεων, προκειμένου να αξιολογηθούν οι ανάγκες ανακεφαλαιοποίησης των επιμέρους τραπεζών. Συνολικά, από την άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων στις τέσσερις τρά-

πεζες προέκυψε υστέρηση κεφαλαίων ύψους 4,4 δισεκ. ευρώ σύμφωνα με το βασικό σενάριο και 14,4 δισεκ. ευρώ σύμφωνα με το σενάριο δυσμενών εξελίξεων, δηλαδή πολύ χαμηλότερη από το ποσό που είχε προβλεφθεί αρχικά στη Σύμβαση. Οι τράπεζες κλήθηκαν να καλύψουν την υστέρηση κεφαλαίων υπό το δυσμενές σενάριο και το εγχείρημα στέφθηκε με επιτυχία είτε εξ ολοκλήρου με ιδιωτικά κεφάλαια είτε με τη βοήθεια του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας.

Όπως αναλύθηκε, το ύψος της ανακεφαλαιοποίησης είναι κρίσιμος παράγοντας για τη δανειοδοτική συμπεριφορά των τραπεζών. Τα ερωτήματα που προκύπτουν είναι (α) αν καλύφθηκαν οι ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις, (β) αν δημιουργήθηκε επαρκές απόθεμα κεφαλαίου και (γ) αν καλύφθηκαν οι μακροοικονομικές αβεβαιότητες. Η απάντηση στο ερώτημα (α) είναι καταφατική, καθώς ο υπολογισμός των απαιτούμενων κεφαλαίων δεν ήταν αυθαίρετος, αλλά βασίστηκε σε άσκηση προσομοίωσης που εξειδικεύθηκε κατά τράπεζα και τέθηκε για το δείκτη CET1 το όριο του 9,5% για το βασικό σενάριο και 8% για το δυσμενές σενάριο. Στις 31.12.2015 ο συνολικός δείκτης ήταν της τάξεως του 18%, πολύ υψηλότερος από τις απαιτήσεις της άσκησης και των κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας. Αν και υπάρχει κριτική για την αποτελεσματικότητα των ασκήσεων προσομοίωσης ως εποπτικών εργαλείων, καθώς έχουν αποτύχει σε αρκετές περιπτώσεις, προς το παρόν αποτελούν τα καλύτερα διαθέσιμα εργαλεία για να υπολογιστούν οι κεφαλαιακές απαιτήσεις κατά το χρονικό ορίζοντα ανάλυσης. Άλλωστε, και μόνο η δημοσιοποίηση των αποτελεσμάτων των ασκήσεων προσομοίωσης είναι ικανή να εξομαλύνει τις διακυμάνσεις στις αγορές.

Η απάντηση στο ερώτημα (β) δεν μπορεί να είναι απόλυτη. Οι μεταβαλλόμενες κεφαλαιακές απαιτήσεις του θεσμικού πλαισίου, καθώς και άλλοι θεσμικοί κανόνες, εισάγουν ορισμένες πηγές αβεβαιότητας, με κυριότερες (i) τη σταδιακή ενσωμάτωση των κεφαλαιακών απαιτήσεων (phase-in) που προκύπτουν από την εφαρμογή της Οδηγίας και του Κανο-

νισμού για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις (CRDIV/CRR)<sup>13</sup> σχετικά με τα πρόσθετα κεφαλαιακά αποθέματα, (ii) τις κεφαλαιακές απαιτήσεις του Πυλώνα 2 μέσω της ετήσιας διαδικασίας Εποπτικού Ελέγχου και Αξιολόγησης (SREP), (iii) τις απαιτήσεις για τα μακροπροληπτικά αποθέματα κεφαλαίων, (iv) τις απαιτήσεις για το Μέγιστο διανεμητέο ποσό – MDA, (v) τις ελάχιστες απαιτήσεις ιδίων κεφαλαίων και επιλέξιμων υποχρεώσεων – MREL, που προκύπτουν από την εφαρμογή της Οδηγίας 2015/59/ΕΕ (BRRD)<sup>14</sup>, (vi) τις απαιτήσεις για το μέρος των κεφαλαίων που προέρχεται από τον αναβαλλόμενο φόρο (DTA) και (vii) τις απαιτήσεις του δείκτη μόχλευσης (για μια μη τεχνική προσέγγιση, βλ. Παράρτημα 2). Το σύνολο των παραπάνω μελλοντικών εποπτικών απαιτήσεων που προέρχονται από το θεσμικό πλαίσιο δεν μπορεί να υπολογιστεί με ασφάλεια. Αν και το απόθεμα ασφαλείας που έχει δημιουργηθεί είναι ικανοποιητικό, οι μελλοντικές υποχρεώσεις των τραπεζών δημιουργούν μια πηγή αβεβαιότητας. Βεβαίως, το πρόβλημα δεν μπορεί να επιλυθεί αποκλειστικά σε επίπεδο χώρας, αλλά απαιτούνται ενέργειες σε υπερεθνικό επίπεδο για να μειωθεί η αβεβαιότητα που εισάγει το θεσμικό πλαίσιο (regulatory uncertainty).

Η απάντηση στο ερώτημα (γ) εξαρτάται από την αξιοπιστία και την αυστηρότητα του δυσμενούς σεναρίου. Αν και η δημιουργία σεναρίων σε περίοδο κρίσης ενδεχομένως τα καθιστά σχετικά αναξιόπιστα,<sup>15</sup> οι μακροοικονομικές

<sup>13</sup> Η εν λόγω Οδηγία ενσωματώθηκε στο εθνικό δίκαιο με τον ν. 4261/2014 (ΦΕΚ Α' 107) "Πρόσβαση στη δραστηριότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων και προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων, κατάργηση του ν. 3601/2007 και άλλες διατάξεις".

<sup>14</sup> Η εν λόγω Οδηγία ενσωματώθηκε στο εθνικό δίκαιο με τον ν. 4335/2015 (ΦΕΚ Α' 87), "Ανάκαμψη και εξυγίανση πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων (ενσωμάτωση της Οδηγίας 2014/59/ΕΕ, ΕΕ L 173) και άλλες διατάξεις".

<sup>15</sup> "Σε περιόδους κρίσης υπάρχει ο κίνδυνος κρίσιμες παράμετροι που χρησιμοποιούνται στις ασκήσεις προσομοίωσης, όπως οι μακροοικονομικές μεταβλητές, να υποεκτιμούνται ή να υπερεκτιμούνται και έτσι τα δυσμενή σενάρια να μην είναι ρεαλιστικά – δηλ. να είναι είτε πολύ ήπια είτε πολύ αυστηρά, με συνέπεια τα αποτελέσματά τους να είναι αμφίσημα και δυσερμίνευτα". Βλ. Ομιλία του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος Γιάννη Στοργάρα σε συνέδριο με θέμα "Financial stability and policy intervention by Central Banks in Europe – where do we stand and what challenges lie ahead", Εθνική Τράπεζα της Κροατίας, Ζάγκρεμπ, 23.3.2016.

υποθέσεις που χρησιμοποιήθηκαν ήταν ιδιαίτερα απαισιόδοξες, αφού π.χ. για το 2015 ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ ορίστηκε στο -2,5%, έναντι τελικού ρυθμού -0,2%. Επίσης κρίνεται ιδιαίτερα θετικό το γεγονός ότι ιδιωτικά κεφάλαια κάλυψαν το βασικό σενάριο και σε δύο τράπεζες κάλυψαν και το δυσμενές σενάριο. Άρα μπορούμε βέβαια να ισχυριστούμε ότι καλύφθηκαν σε μεγάλο βαθμό οι απαιτήσεις των παραγόντων της αγοράς.

Γενικότερα, για τον ορίζοντα αξιολόγησης (Ζετία) το ύψος της ανακεφαλαιοποίησης κρίνεται επαρκές, παρά τις αβεβαιότητες που μπορεί να προκύψουν από το θεσμικό πλαίσιο και τις μακροοικονομικές εξελίξεις, και αυτό συνάδει με τις επιταγές της οικονομικής θεωρίας, που με αφορμή την περίπτωση της Ιαπωνίας τεκμηρίωσε ότι η επάρκεια του ύψους των διατιθέμενων κεφαλαίων είναι αναγκαία συνθήκη για την επανεκκίνηση της χρηματοδότησης της οικονομίας μετά από μια κρίση. Το ερώτημα είναι αν είναι και ικανή συνθήκη. Η απάντηση είναι αρνητική, διότι πρέπει να ικανοποιούνται και οι υπόλοιπες προϋποθέσεις που τέθηκαν στην τρίτη ενότητα. Για την περίπτωση της Ελλάδος θα επικεντρώσουμε την ανάλυση σε δύο θέματα: πρώτον, στο πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (NPEs) και, δεύτερον, στο θέμα της αναδιάρθρωσης των τραπεζών.

Ένα από τα μεγαλύτερα προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι ελληνικές τράπεζες είναι τα μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα (NPEs). Είναι κοινά αποδεκτό ότι όταν τα NPEs διογκωθούν σε μέγεθος, αποκτήσουν τοξικά χαρακτηριστικά και παρουσιάζουν στοιχεία επιμονής, επηρεάζουν τη συμπεριφορά των τραπεζών, οι οποίες έχουν την τάση να περιορίζουν τη δανειοδοτική τους δραστηριότητα (βλ. IMF 2014, Annex 1.3). Η επίλυση του προβλήματος αυξάνει τη διαφάνεια του ισολογισμού, αποτρέπει τη “μόλυνση” των υγιών στοιχείων, κατευθύνει τους πόρους σε πιο παραγωγικές δραστηριότητες και αμβλύνει τα ερωτηματικά για τη φερεγγυότητα των τραπεζών. Έτσι διευκολύνεται η πρόσβαση τους στις χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές

και γι' αυτό ο δείκτης των NPEs βρίσκεται σε κάθε προτεινόμενη εργαλειοθήκη μακρο-προληπτικής πολιτικής.

Για την αντιμετώπιση του προβλήματος οι ελληνικές τράπεζες έχουν δημιουργήσει ειδικές μονάδες διαχείρισης μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (NPEs workout unit), με βασικό στόχο τη μεγιστοποίηση της ανακτήσιμης αξίας τους. Με το χρόνο έχει δημιουργηθεί η κατάλληλη τεχνογνωσία στη διαχείριση μεγάλου όγκου NPEs<sup>16</sup> και έχει γίνει αναλυτική καταγραφή της κατάστασης. Απομένει η επιλογή της καταλληλότερης διακυβέρνησης και διαχείρισής τους. Οι μονάδες αυτές μπορεί είτε να είναι πλήρως ενσωματωμένες στην τράπεζα, που έχει και τον απόλυτο έλεγχο στον τρόπο λειτουργίας τους (captive workout unit), είτε να ανήκουν σε τρίτους, στους οποίους η τράπεζα στην ουσία μεταβιβάζει τη διαχείριση των χαρτοφυλακίων NPEs της (non-captive workout unit). Αυτές οι δυο μορφές δόμησης έχουν πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Η εξωτερική ανάθεση είναι μια λύση πιο φιλική στην αγορά, αλλά η βασική παράμετρος είναι η ύπαρξη των λεγόμενων επιταχυντών (accelerators), δηλαδή του κατάλληλου θεσμικού και νομικού πλαισίου, των απαραίτητων εργαλείων διαχείρισης, των αναγκαίων στρατηγικών και της “κοινωνικής αποδοχής”, που διευκολύνουν τους διαχειριστές στην αποτελεσματικότερη επίλυση του προβλήματος. Έχει ολοκληρωθεί το απαιτούμενο θεσμικό πλαίσιο (ν. 4354/2015 με τις τροποποιήσεις του, Κώδικας δεοντολογίας, Πλαίσιο για την ίδρυση και λειτουργία εταιριών διαχείρισης ή απόκτησης NPLs κ.λπ.) και έχει σχεδιαστεί η στρατηγική σταδιακής μείωσης των NPEs με συγκεκριμένα βήματα υλοποίησης, όπως η εξωδικαστική επίλυση διαφορών, η βελτίωση του πτωχευτικού δικαίου, η εκπαίδευση εξειδικευμένων δικαστικών λειτουργών, η άρση εμποδίων για τη δημιουργία δευτερογενούς

16 Το επιχειρηματικό μοντέλο για τη διαχείριση των NPEs είναι διαφορετικό από το επιχειρηματικό μοντέλο παροχής δανείων, καθώς χρειάζεται ιδιαίτερη τεχνογνωσία και εμπειρία. Ο χειρισμός των ενήμερων πελατών είναι διαφορετικός από το χειρισμό των προβληματικών πελατών, καθώς στη δεύτερη περίπτωση είναι πιο προσωποποιημένος και ενδεχομένως περιλαμβάνει σε μεγαλύτερο βαθμό νομικές πτυχές.

αγοράς NPLs, η έκδοση οδηγιών για την αναδιάρθρωση του ιδιωτικού χρέους κ.λπ. (βλ. EC-Greece Supplemental MoU, 16.6.2016). Επίσης έχουν προσδιοριστεί δεσμευτικοί στόχοι διαχείρισης και μείωσης των NPEs και οι τράπεζες είναι υποχρεωμένες να εφαρμόζουν τις κατάλληλες πολιτικές για την επίτευξη των στόχων. Όλα τα παραπάνω διευκολύνουν την αποτελεσματική διαχείριση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, αλλά η επίλυση του προβλήματος είναι χρονοβόρος. Αυτό παρεμποδίζει τον επαναπροσανατολισμό του επιχειρηματικού μοντέλου των τραπεζών προς τη βασική λειτουργία τους, την παροχή δανείων. Όλες οι εκκρεμότητες πρέπει να επιλυθούν σύντομα, ώστε να καλυφθούν οι σημαντικές καθυστερήσεις στη δυναμική αντιμετώπιση του προβλήματος από τις προηγούμενες ανακεφαλαιοποιήσεις και να αρθεί ένα από τα μεγαλύτερα εμπόδια στην έναρξη της χρηματοδότησης της οικονομίας.

Περαιτέρω, ένα πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης τραπεζών ενδείκνυται να συνοδεύεται από ένα πρόγραμμα αναδιάρθρωσης του τραπεζικού συστήματος και των επιμέρους τραπεζών. Η αναδιάρθρωση του τραπεζικού συστήματος έχει σχεδόν ολοκληρωθεί και αναμένεται η ανακεφαλαιοποίηση των μικρότερων τραπεζών (βλ. EC-Greece Supplemental MoU, 16.6.2016). Παράλληλα, έχει αρχίσει και αναμένεται να ολοκληρωθεί η αναδιάρθρωση των τραπεζών, που συνεπάγεται ενίσχυση του εσωτερικού ελέγχου, αναβάθμιση της διαχείρισης κινδύνων και εφαρμογή διοικητικής διάρθρωσης που ανταποκρίνεται στις νέες συνθήκες. Έχουν γίνει δύο βήματα προς αυτή την κατεύθυνση: (α) οι τράπεζες υπέβαλαν και άρχισαν να υλοποιούν σχέδια αναδιάρθρωσης και (β) έχει δρομολογηθεί αξιολόγηση της ανώτατης βαθμίδας της διοικητικής πυραμίδας των τραπεζών, πέρα από το συνήθη έλεγχο “fit and proper” της ΕΚΤ. Ο στόχος είναι η ανεξαρτησία της διοίκησης, της διαδικασίας λήψης αποφάσεων, της στρατηγικής και των δραστηριοτήτων, ώστε οι τράπεζες να λειτουργούν με βάση τις αρχές της αγοράς (βλ. EC-Greece Supplemental MoU, 16.6.2016). Επιπλέον,

κεντρικός άξονας της αναδιάρθρωσης πρέπει να είναι η αναβάθμιση και ποιοτική βελτίωση των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων, ώστε να μην επαναληφθούν κακές πρακτικές του παρελθόντος και να τεθεί το χαρτοφυλάκιο δανείων σε νέα υγιή βάση.

Οι ελληνικές τράπεζες προήλθαν από το μεγάλο κύμα συγχωνεύσεων των προηγούμενων ετών και είναι φυσιολογικό να παρατηρούνται κάποιες δυσλειτουργίες. Όσο γρηγορότερα ολοκληρωθεί η αναδιάρθρωση και οι τράπεζες προσαρμοστούν στα νέα δεδομένα, τόσο γρηγορότερα θα σταθεροποιηθεί η κεφαλαιακή τους βάση και θα είναι σε θέση να αρχίσουν τη δανειοδότηση της οικονομίας.

Τέλος, πρέπει να αναφερθούμε και στο θέμα της χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών. Η θεωρητική βιβλιογραφία προβλέπει ότι η ανακεφαλαιοποίηση ενισχύει την οικονομική ευρωστία των τραπεζών και συμβάλλει στην ευκολότερη πρόσβασή τους στις χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές. Μειώνεται έτσι το κόστος χρηματοδότησής τους, με συνέπεια να μειώνονται τα επιτόκια δανεισμού και να καθίσταται ο δανεισμός των επιχειρήσεων και νοικοκυριών πιο ελκυστικός. Πέρα από την περιορισμένη πρόσβαση στις διεθνείς αγορές, οι ελληνικές τράπεζες έχουν να αντιμετωπίσουν και τη μεγάλη διαρροή καταθέσεων. Η Τράπεζα της Ελλάδος, ως δανειστής έσχατης ανάγκης, καλύπτει το έλλειμμα ρευστότητας, αλλά το κόστος για τις τράπεζες είναι υψηλότερο. Η αποκατάσταση των πηγών ρευστότητας των τραπεζών, με ομαλοποίηση της πρόσβασης στις πράξεις παροχής ρευστότητας της ΕΚΤ και τις διεθνείς αγορές, καθώς και η ανάκτηση μέρους των καταθέσεων αναμένεται να δημιουργήσουν περαιτέρω συνέργειες προς την κατεύθυνση της εκ νέου χρηματοδότησης της οικονομίας.

## 5 ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Κυβερνητικά προγράμματα διάσωσης τραπεζών έχουν εφαρμοστεί σε πολλές χώρες και ο πυρήνας όλων των προγραμμάτων είναι η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Ο στόχος

είναι αφενός η ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών και αφετέρου η προστασία της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και η συνέχιση των λειτουργιών της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης και ιδιαίτερα της δανειοδότησης της οικονομίας. Το πρώτο ερώτημα που τίθεται στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία και προκύπτει από την εμπειρία υλοποίησης τέτοιων προγραμμάτων είναι αν η πολιτική αυτή μπορεί να ικανοποιήσει και τους δύο στόχους ταυτόχρονα. Τείνει να γίνει ευρέως αποδεκτό ότι η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών πρέπει πρώτα να σταθεροποιήσει την κεφαλαιακή βάση των τραπεζών, ως προϋπόθεση για να μπορέσουν στη συνέχεια τα τραπεζικά ιδρύματα να ξαναρχίσουν το δανεισμό. Υπό αυτό το πρίσμα, η ανακεφαλαιοποίηση είναι αναγκαία συνθήκη, αλλά μη ικανή. Επιπρόσθετα, πρέπει οι λεπτομέρειες του προγράμματος ανακεφαλαιοποίησης να προωθούν τα κίνητρα για επανεκκίνηση του δανεισμού. Για να συμβεί αυτό, πρέπει να ικανοποιούνται κάποιες προϋποθέσεις, με κυριότερες την ταχύτητα της αντίδρασης, το ύψος της ανακεφαλαιοποίησης, την επίλυση των γενεσιουργών αιτιών των προβλημάτων, τη χρηματοοικονομική και λειτουργική αναδιάρθρωση των τραπεζών κ.λπ. Οι προϋποθέσεις αυτές αποκρυσταλλώνουν τα συμπε-

ράσματα της θεωρητικής έρευνας και της εμπειρίας κρατών που εφάρμοσαν ανάλογα προγράμματα. Στη μελέτη εξετάσαμε δύο προγράμματα, της Ιαπωνίας και των ΗΠΑ, με στόχο να καταδείξουμε τα διδάγματα που αντλήθηκαν και να τα συγκρίνουμε την ελληνική πραγματικότητα, και ειδικότερα με την τελευταία ανακεφαλαιοποίηση (Νοέμβριος 2015). Το βασικό συμπέρασμα είναι ότι η ανακεφαλαιοποίηση κάλυψε τις εποπτικές απαιτήσεις και δημιούργησε ένα σημαντικό κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας, γεγονός που μας επιτρέπει να ισχυριστούμε ότι εκπληρώθηκε η αναγκαία συνθήκη για την επανεκκίνηση του δανεισμού. Όμως, για να καταστεί η αναγκαία συνθήκη και ικανή, πρέπει να επιταχυνθεί η επίλυση ορισμένων πηγών αβεβαιότητας που αποτελούν ανασχετικό παράγοντα σταθεροποίησης της κεφαλαιακής βάσης, όπως είναι οι μελλοντικές απαιτήσεις του θεσμικού πλαισίου, η αποτελεσματική διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και η αναδιάρθρωση των τραπεζών. Επίσης θετικές συνέργειες προς αυτή την κατεύθυνση θα έχει και η αποκατάσταση και ομαλοποίηση των πηγών χρηματοδότησης των τραπεζών. Όσο γρηγορότερα υλοποιηθούν τα παραπάνω, τόσο γρηγορότερα αναμένεται να ξεκινήσει η χρηματοδότηση της οικονομίας.

## BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Aiyar, S., C.W. Calomiris and T. Wieladek (2014), “Does Macro-Prudential Regulation Leak? Evidence From a UK Policy Experiment”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(1), 181-214.
- Berger, A.N. and R.A. Roman (2015), “Did TARP banks get competitive advantages?”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(6), 1199-1236.
- BIS MAG (Macroeconomic Assessment Group) (2010), *Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements – Final Report*, December.
- Black, L. and L. Hazelwood (2013), “The effect of TARP on bank risk-taking”, *Journal of Financial Stability*, 9, 790-803.
- Bridges, J., D. Gregory, M. Nielsen, S. Pezzini, A. Radia and M. Spaltro, (2014), “The impact of capital requirements on bank lending”, *Bank of England Working Papers*, No. 486.
- Brei, M., L. Gambacorta and G. von Peter (2013), “Rescue packages and bank lending”, *Journal of Banking & Finance*, 37, 490-505.
- Buch, C.M., and E. Prieto (2014), “Do Better Capitalized Banks Lend Less? Long-Run Panel Evidence from Germany”, *International Finance*, 17:1, 1-23.
- Calomiris, C.W., D. Klingebiel and L. Laeven (2012), “Seven Ways to Deal with a Financial Crisis: Cross-Country Experience and Policy Implications”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(4), 8-22.
- Calomiris, C.W. and U. Khan (2015), “An Assessment of TARP Assistance to Financial Institutions”, *Journal of Economic Perspectives*, 29(2), 53-80.
- Dagher, J., G. Dell’Ariccia, L. Laeven, L. Ratnovski and H. Tong (2016), “Benefits and Costs of Bank Capital”, IMF Staff Discussion Note No. 16/04.
- De Jonghe, O. and Ö. Öztekin (2015), “Bank capital management: International evidence”, *Journal of Financial Intermediation*, 24, 154-177.
- Diamond, D.W. (2001), “Should banks be recapitalized?”, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 87(4), 71-96.
- Duchin, R. and D. Sosyura (2014), “Safer ratios, riskier portfolios: Banks’ response to government aid”, *Journal of Financial Economics*, 113, 1-28.
- Francis, W. and M. Osborne (2012), “Capital requirements and bank behavior in the UK: Are there lessons for international capital standards?”, *Journal of Banking & Finance*, 36, 803-816.
- Gambacorta, L. and H.S. Shin (2016), “Why bank capital matters for monetary policy”, *BIS Working Papers*, No. 558.
- Giannetti, M. and A. Simonov (2013), “On the Real Effects of Bank Bailouts: Micro Evidence from Japan”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 5, 135-167.
- Gross, M., C. Kok and D. Zochowski (2016), “The impact of bank capital on economic activity – Evidence from a Mixed-Cross-Section GVAR model”, *ECB Working Papers*, No. 1888.
- Grossman, E. and C. Woll (2014), “Saving the Banks: The Political Economy of Bailouts”, *Comparative Political Studies*, 47(4), 574-600.
- Homar, T. and S.J.G. van Wijnbergen (2015), “On Zombie Banks and Recessions after Systemic Banking Crises: Government Intervention Matters”, CEPR Discussion Paper 10963, 1-52.
- Homar, T. (2016), “Bank recapitalizations and lending: A little is not enough”, *ESRB Working Paper Series*, No. 16.
- Hoshi, T. and A.K. Kashyap (2015), “Will the U.S. and Europe Avoid a Lost Decade? Lessons from Japan’s Post-crisis Experience”, *IMF Economic Review*, 63(1).
- IMF (2014), *Global Financial Stability Report*.
- Kashyap, A., J. Stein and S. Hanson (2010), “An analysis of the impact of ‘substantially heightened’ capital requirements on large financial institutions”, *Journal of Economic Perspectives*, 25, 3-28.
- Li, L. (2013), “TARP funds distribution and bank loan supply”, *Journal of Banking & Finance*, 37, 4777-4792.

- Martynova, N. (2015), “Effect of bank capital requirements on economic growth: a survey”, *DNB Working Papers*, No. 467.
- Mariathasan, M. and O. Merrouche (2012), “Recapitalization, credit and liquidity”, *Economic Policy*, 27(72), 603-646.
- Mésonnier, J.-S. and A. Monks (2015), “Did the EBA Capital Exercise Cause a Credit Crunch in the Euro Area?”, *International Journal of Central Banking*, 11(3), 75-117.
- Michelangeli, V. and E. Sette (2016), “How does bank capital affect the supply of mortgages? Evidence from a randomized experiment”, *BIS Working Papers*, No. 557.
- Montgomery, H. and S. Shimizutani (2009), “The effectiveness of bank recapitalization policies in Japan”, *Japan and the World Economy*, 21, 1-25.
- Montgomery, H. and Y. Takahashi (2014), “The economic consequences of the TARP: The effectiveness of bank recapitalization policies in the U.S.”, *Japan and the World Economy*, 32, 49-64.
- Nakashima, K. (2016), “An econometric evaluation of bank recapitalization programs with bank- and loan-level data”, *Journal of Banking & Finance*, 63, 1-24.
- Noss, J. and P. Toffano (2014), “Estimating the impact of changes in aggregate bank capital requirements during an upswing”, *Bank of England Working Papers*, No. 494.
- Philippon, T. and P. Schnabl (2013), “Efficient Recapitalization”, *Journal of Finance*, 68(1), 1-42.
- Poczter, S. (2016), “The long-term effects of bank recapitalization: Evidence from Indonesia”, *Journal of Financial Intermediation*, 25, 131-153.
- Uluc, A. and T. Wieladek (2016), “Capital requirements, risk shifting and the mortgage market”, *CERP Discussion Papers*, No. 11214.



## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

Στο υπόδειγμα μερικής αναπροσαρμογής ο υφιστάμενος δείκτης κεφαλαίων  $C_{it}$  είναι ένας σταθμισμένος μέσος όρος (με στάθμιση  $\lambda \in [0,1]$ ) του δείκτη-στόχου  $C_{it}^*$ , του δείκτη της προηγούμενης περιόδου  $C_{it-1}$  και μιας τυχαίας μεταβολής  $\varepsilon_{it}$ .

$$C_{it} - C_{it-1} = \lambda \times (C_{it}^* - C_{it-1}) + \varepsilon_{it}$$

Κάθε χρονική περίοδο η τράπεζα καλύπτει ένα ποσοστό  $\lambda$  από το χάσμα μεταξύ τρέχοντος δείκτη και δείκτη-στόχου. Όσο μικρότερο το  $\lambda$ , τόσο μεγαλύτερος χρόνος απαιτείται για να καλυφθεί το χάσμα. Συνεπώς, το  $\lambda$  ερμηνεύεται ως η ταχύτητα προσαρμογής.

Ο δείκτης-στόχος  $C_{it}^*$  δεν είναι παρατηρήσιμος και δεν είναι κατ' ανάγκην σταθερός διαχρονικά. Συνήθως εκτιμάται ως συνάρτηση ιδιοσυγκρατικών μεταβλητών της τράπεζας  $x_{it-n}$ , με τις κατάλληλες χρονικές υστερήσεις.

$$C_{it}^* = a_i + \theta' x_{it-n}$$

έτσι ώστε

$$C_{it} - C_{it-1} = \lambda a_i + (1-\lambda) C_{it-1} + \lambda x_{it-n} + \varepsilon_{it}$$

Χρησιμοποιώντας το δείκτη κεφαλαίων που εκτιμήθηκε, το χάσμα κεφαλαίων προσεγγίζεται ως

$$Z_{it} = (C_{it} - \hat{C}_{it}^*) / \hat{C}_{it}^*$$

και εκτιμάται η εξίσωση

$$\Delta L_{it} = a_i + \beta \times Z_{it} + \sum_{j=1}^{\mu} a_j \Delta L_{it-j} + \sum_{j=1}^{\mu} b_j' m_{it-j} + \theta' x_{it-n} + \varepsilon_{it}$$

όπου  $L_{it}$  = το ύψος των δανείων και

$m_t$  = ένα σύνολο μακροοικονομικών μεταβλητών.

Το διάνυσμα  $m_t$  προστίθεται για να ελέγχει τις επιδράσεις ανατροφοδότησης, δηλαδή τις επιπτώσεις των κεφαλαίων στα δάνεια, ώστε η υπόλοιπη σχέση να ερμηνεύσει την αιτιότητα μεταξύ χάσματος κεφαλαίων και δανείων.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2

### α) Σταδιακή ενσωμάτωση (phase-in)

Το πλαίσιο κεφαλαιακών απαιτήσεων προβλέπει μεταβατικές διατάξεις για τη σταδιακή ενσωμάτωση των κεφαλαιακών αποθεμάτων ασφαλείας. Η πλήρης ενσωμάτωση προβλέπεται για το 2019 και σε ειδικές περιπτώσεις αργότερα. Οι εποπτικές αρχές έχουν το δικαίωμα να συντμήσουν το χρονικό διάστημα της σταδιακής ενσωμάτωσης.

### β) Πυλώνας 2

Στον Πυλώνα 2 περιλαμβάνονται κεφάλαια για κινδύνους που καλύπτονται μερικώς ή δεν καλύπτονται καθόλου από τον Πυλώνα 1 και προσδιορίζονται μέσω της ετήσιας διαδικασίας Εποπτικού Ελέγχου και Αξιολόγησης (SREP). Τα αποτελέσματα είναι εξατομικευμένα κατά τράπεζα και εξαρτώνται από τους κινδύνους που αντιμετωπίζει κάθε τράπεζα, τη διαχείριση των κινδύνων, καθώς και τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου της. Οι απαιτήσεις του Πυλώνα 2 είναι εργαλείο προληπτικής εποπτείας, αλλά αβεβαιότητα δημιουργεί η διαφαινόμενη διάκριση μεταξύ κεφαλαιακών απαιτήσεων (capital requirements) και κεφαλαιακών οδηγιών (capital guidance). Οι κεφαλαιακές απαιτήσεις προκύπτουν από τις διαδικασίες του Πυλώνα 2 και πρέπει να ικανοποιούνται ανά πάσα στιγμή, ενώ οι κεφαλαιακοί οδηγοί προκύπτουν από την εφαρμογή υποθετικών σεναρίων, όπως το δυσμενές σενάριο σε μια άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων, και καθίστανται υποχρεωτικοί αν μια τράπεζα συστηματικά δεν καλύπτει τις κεφαλαιακές απαιτήσεις του Πυλώνα 2, δηλαδή αν η διαχείριση της κεφαλαιακής βάσης της είναι συστηματικά ανεπαρκής.

### γ) Μακροπροληπτικά αποθέματα κεφαλαίων

Το πλαίσιο κεφαλαιακών απαιτήσεων προβλέπει την ύπαρξη κεφαλαιακών αποθεμάτων ασφαλείας για ευρύτερους μακροπροληπτικούς σκοπούς. Αυτά είναι το αντικυκλικό κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας και το απόθεμα ασφαλείας για τις συστημικά σημαντικές τράπεζες (O-SII). Το πρώτο αποβλέπει στην

αντιμετώπιση της υπερκυκλικότητας (procyclicality) της πιστωτικής επέκτασης και μόχλευσης, κυμαίνεται μεταξύ 0% και 2,5% και καθορίζεται ανά τρίμηνο, με βασικό κριτήριο την πιστωτική επέκταση. Για το α' τρίμηνο του 2016 έχει τεθεί στο 0%. Το δεύτερο αποβλέπει στον περιορισμό των συστημικών επιπτώσεων των μεγάλων τραπεζών σε περίπτωση που έχουν προβεί σε υπερβολική ανάληψη κινδύνων, καθορίζεται σε ετήσια βάση και δεν μπορεί να υπερβεί το 2%. Για τις τέσσερις συστημικές τράπεζες καθορίστηκε στο 0% για το 2016 (βλ. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2015, σελ. 197-202).

### δ) Μέγιστο διανεμητέο ποσό (MDA)

Αν τα συνολικά μακροπροληπτικά αποθέματα κεφαλαίων (combined capital buffer) δεν καλύπτονται, τότε το θεσμικό πλαίσιο προβλέπει ότι η τράπεζα υπόκειται σε περιορισμούς στη διανομή κεφαλαίων (μερισμάτων σε CET1 μέσα, τοκομεριδίων σε AT1 μέσα, επιδόματα απόδοσης – bonus κ.λπ.). Προβλέπεται συγκεκριμένη μεθοδολογία υπολογισμού των κερδών που μπορούν να διανεμηθούν (Μέγιστο διανεμητέο ποσό – MDA), τα οποία κυμαίνονται μεταξύ 0% και 60% των κερδών ανάλογα με το έλλειμμα των CET1 κεφαλαίων. Με άλλα λόγια, απαιτείται να υπολογιστεί ένα επίπεδο κεφαλαίων (MDA threshold) ως όριο για τη λήψη εποπτικών μέτρων. Όταν τα κεφάλαια απομειωθούν ώστε να φθάσουν στο όριο αυτό, τότε ενεργοποιείται διαδικασία λήψης αποφάσεων σχετικά με τους παραπάνω περιορισμούς. Η πιθανότητα μια τράπεζα να υπερβεί αυτό το επίπεδο εξαρτάται από το πού θα τεθεί το όριο αυτό και αυτό είναι στη διακριτική ευχέρεια των εποπτικών αρχών.

### ε) Ελάχιστες απαιτήσεις ιδίων κεφαλαίων και επιλέξιμων υποχρεώσεων (MREL)

Το νέο πλαίσιο εξυγίανσης των τραπεζών περιλαμβάνει την αναδιάρθρωση του παθητικού μεταξύ των εργαλείων εξυγίανσης. Αν εφαρμοστεί αυτή η εναλλακτική λύση, απαι-

τείται να υπάρχουν ελάχιστα στοιχεία ιδίων κεφαλαίων και παθητικού που θα μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε περίπτωση εξυγίανσης και δεν εμποδίζουν την ομαλή ανακεφαλαιοποίηση. Το ερώτημα είναι αν τα στοιχεία αυτά είναι μεταξύ των μέσων που ήδη υφίστανται ή απαιτούνται νέες μορφές κεφαλαίων. Οι υφιστάμενες μορφές κεφαλαίων (Πυλώνας 2, κεφαλαιακά αποθέματα) εξυπηρετούν άλλους σκοπούς και είναι αμφίβολο αν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για σκοπούς εξυγίανσης.

#### **στ) Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις (DTAs)**

Οι αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις (deferred tax assets – DTAs) προκύπτουν όταν μια τράπεζα υποστεί ζημία από εξωγενείς παράγοντες και της επιτραπεί να μεταφέρει τη ζημία στο μέλλον ώστε να τη συμψηφίσει με μελλοντικά κέρδη κατά τον υπολογισμό της φορολογικής της υποχρέωσης. Ο αναβαλλόμενος φόρος πρέπει να αφαιρεθεί σταδιακά από τα κεφάλαια (ECB Regulation 2016/445), εκτός από το μέρος εκείνο που δεν εξαρτάται από μελλοντική κερδοφορία (deferred tax credit – DTC) και σταθμίζεται με 100%. Η ρύθμιση δημιουργεί αβεβαιότητες σχετικά με τη διάρθρωση του κεφαλαίου των τραπεζών, αφού το ήμισυ (περίπου 20 δισεκ. ευρώ) προέρχεται από τον αναβαλλόμενο φόρο, ο οποίος δεν αποτελεί μόνιμη πηγή κεφαλαίων, έχει μειωμένη ικανότητα απορρόφησης ζημιών και μπορεί να εξαφανιστεί αν δεν

υπάρχει μελλοντική κερδοφορία (βλ. IMF Country Report No. 16/130, May 2016, Box 3).

#### **ζ) Δείκτης μόχλευσης**

Το νέο πλαίσιο κεφαλαιακών απαιτήσεων εισάγει το δείκτη μόχλευσης (leverage ratio) ως συμπληρωματικό τρόπο παρακολούθησης της υπερβολικής μόχλευσης, ο οποίος υπολογίζεται σε συνδυασμό με το σταθμισμένο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας. Ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας εξαρτάται από την επικινδυνότητα των τοποθετήσεων της τράπεζας: όσο περισσότερο η τράπεζα επενδύει σε επικίνδυνα περιουσιακά στοιχεία, τόσο υψηλότερη είναι η κεφαλαιακή απαίτηση. Αντίθετα, με βάση το δείκτη μόχλευσης η κεφαλαιακή απαίτηση είναι ανεξάρτητη από το κατά πόσον η τράπεζα επενδύει σε ασφαλή ή επικίνδυνα περιουσιακά στοιχεία. Οι τράπεζες οφείλουν να έχουν ένα ορισμένο ύψος κεφαλαίων ανεξάρτητα από το βαθμό επικινδυνότητας του χαρτοφυλακίου τους. Αν η τράπεζα επενδύει σε στοιχεία χαμηλής επικινδυνότητας, τότε ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας ενδέχεται να βρίσκεται σε χαμηλότερα επίπεδα από το δείκτη μόχλευσης και ο τελευταίος να αποτελεί περιοριστικό παράγοντα για τις τράπεζες. Σε αντίθετη περίπτωση, ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας αποτελεί περιοριστικό παράγοντα για τις τράπεζες. Σε κάθε περίπτωση η εισαγωγή δεύτερου τρόπου υπολογισμού της μόχλευσης ενέχει πρόσθετη αβεβαιότητα για τις τράπεζες.



## ΔΟΚΙΜΙΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ (ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ – ΙΟΥΝΙΟΣ 2016)

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

### ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

- |  |   |
|--|---|
| <b>202.</b> Systemic early warning systems for EU15 based on the 2008 crisis<br><i>Savas Papadopoulos, Pantelis Stavroulias and Thomas Sager</i>       | <b>206.</b> Structural and cyclical factors of Greece’s current account balances: a note<br><i>Ioanna C. Bardakas</i>                                 |
| <b>203.</b> Credit risk stress testing for EU15 banks: a model combination approach<br><i>George Papadopoulos, Savas Papadopoulos and Thomas Sager</i> | <b>207.</b> How Friedman and Schwartz became monetarists<br><i>James R. Lothian Fordham and George S. Tavlas</i>                                      |
| <b>204.</b> Macroeconomic Forecasting and Structural Changes in Steady States<br><i>Dimitrios P. Louzis</i>  | <b>208.</b> Firm investment and financial conditions in the euro area: evidence from firm-level data<br><i>Hiona Balfoussia and Heather D. Gibson</i> |
| <b>205.</b> Underinvestment and unemployment: the double hazard in the euro area<br><i>Nicos Christodoulakis and Christos Axioglou</i>                 |   |

**Systemic early warning systems for EU15 based on the 2008 crisis  
(Συστήματα έγκαιρης προειδοποίησης για την ΕΕ-15 με βάση την κρίση του 2008)**

Δοκίμιο εργασίας No. 202

*Savas Papadopoulos, Pantelis Stavroulias and Thomas Sager*

Αξιόπιστες προβλέψεις μιας μελλοντικής οικονομικής κρίσης, αρκετά πιο έγκαιρα από την εμφάνισή της, θα επέτρεπαν τη λήψη αποτελεσματικών προληπτικών μέτρων για την άμβλυνση των συνεπειών της. Χρησιμοποιώντας στο υπόδειγμα την κρίση του 2007-2008 για τις χώρες της ΕΕ-15, αναπτύσσουμε μια μεθοδολογία που δύναται να προβλέψει με ακρίβεια μια οικονομική κρίση αρκετά τρίμηνα νωρίτερα για κάθε χώρα. Τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται στην πρόβλεψη είναι τυποποιημένα, διαθέσιμα στο κοινό (μακροοικονομικά και από την αγορά), τα οποία προηγουμένως έχουν υποβληθεί σε επεξεργασία με κινητούς μέσους όρους και φίλτρα. Τα υποδείγματα πρόβλεψης χρησιμοποιούν τα επεξεργασμένα δεδομένα για το διαχωρισμό των τριμήνων σε τρίμηνα κρίσης και ηρεμίας με τη χρήση βασικών μεθόδων στα-

τιστικής ταξινόμησης, καθώς και συνδυασμών αυτών. Επίσης εισάγουμε ένα καινοτόμο κριτήριο επιλογής κατωφλίων και ένα μέτρο προσαρμογής. Τα εμπειρικά αποτελέσματα είναι αρκετά ικανοποιητικά: η ανά χώρα διασταυρωτική επικύρωση με 14 στρώματα (14-fold cross validation) επιτυγχάνει 92,1% αναλογία αληθινών θετικών ως προς το σύνολο των θετικών (true positive rate) και 85,7% θετική προβλεπτική τιμή (positive predictive value) για την κρίση του 2007-2008 στην ΕΕ-15. Τα αποτελέσματα μπορούν να χρησιμοποιηθούν από φορείς άσκησης πολιτικής, επενδυτές και ερευνητές που ενδιαφέρονται για την πρόβλεψη εκτίμησης της πιθανότητας εμφάνισης μιας κρίσης ακόμη και ενάμιση χρόνο πιο μπροστά, με σκοπό την εφαρμογή πολιτικών προληπτικής εποπτείας.

**Credit risk stress testing for EU15 banks: a model combination approach  
(Ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων για τον πιστωτικό κίνδυνο για τις τράπεζες της ΕΕ-15:  
μια προσέγγιση συνδυασμού υποδειγμάτων)**

Δοκίμιο εργασίας No. 203

*George Papadopoulos, Savas Papadopoulos and Thomas Sager*

Στις ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress tests) για τον πιστωτικό κίνδυνο των τραπεζών ο ρόλος του δορυφορικού υποδείγματος (satellite model) είναι να συνδέσει τραπεζικές μεταβλητές κινδύνου με μακροοικονομικές μεταβλητές οι οποίες μπορούν να δημιουργήσουν πιέσεις. Για ένα έγκυρο stress test, είναι σημαντική η ανάπτυξη ενός ενδεδειγμένου υποδείγματος το οποίο διατηρεί τις γνωστές οικονομικές σχέσεις μεταξύ των μεταβλητών και παράλληλα επιδεικνύει υψηλή προβλεπτική ικανότητα. Όμως, είναι συχνά δύσκολο να επιτευχθούν αυτοί οι στόχοι με ένα μοναδικό δορυφορικό υπόδειγμα. Πολυσυγγραμμικότητα μεταξύ βασικών

μακροοικονομικών μεταβλητών και έλλειψη δεδομένων μπορούν να επηρεάσουν αρνητικά τη χρήση όλων των σημαντικών μεταβλητών, περιορίζοντας έτσι το εύρος των σεναρίων που μπορούν να εξεταστούν. Προκειμένου να αντιμετωπίσουμε αυτά τα προβλήματα, απομακρυνόμαστε από τη συνήθη πρακτική της χρήσης ενός μοναδικού μοντέλου θεωρώντας το ως το “αληθινό”. Αντίθετα, δημιουργούμε ένα χώρο υποψήφων υποδειγμάτων μεταξύ των οποίων αναζητούμε εύλογα υποψήφια υποδείγματα που παραμένουν επαρκώς εκτεταμένα ώστε να καλύπτουν ένα μεγάλο εύρος ακραίων σεναρίων. Έπειτα αναπτύσσουμε σύνθετα υποδείγματα συνδυάζοντας τα επι-

λεγμένα υποψήφια υποδείγματα μέσω σταθμίσεων. Το αποτέλεσμα είναι ένα σύνθετο δορυφορικό υπόδειγμα το οποίο περιλαμβάνει όλες τις επιθυμητές μακροοικονομικές μεταβλητές, αντανακλά τις αναμενόμενες σχέσεις με την εξαρτημένη μεταβλητή (ρυθμός μεταβολής των μη εξυπηρετούμενων δανείων)

και παρουσιάζει ρίζα μέσου τετραγωνικού σφάλματος (RMSE) χαμηλότερη του 20% συγκριτικά με ένα κοινό υπόδειγμα αναφοράς. Μια ενδεικτική εφαρμογή δείχνει ότι αυτή η προσέγγιση μπορεί να παρέχει συνετές εκτιμήσεις του πιστωτικού κινδύνου στις θεσμικές αρχές.

### **Macroeconomic forecasting and structural changes in steady states (Μακροοικονομικές προβλέψεις και δομικές αλλαγές στη σταθερή κατάσταση της οικονομίας)**

Δοκίμιο εργασίας No. 204  
*Dimitrios P. Louzis*

Η παρούσα μελέτη προτείνει μεθόδους για την εκτίμηση μπεϋζιανών διανυσματικών αυτοπαλίνδρομων (VAR) υποδειγμάτων τα οποία ενσωματώνουν πληροφοριακές εκ των προτέρων κατανομές για τη σταθερή κατάσταση (steady state) της οικονομίας και λαμβάνουν υπόψη τους πιθανές δομικές αλλαγές στη μακροχρόνια τάση των μακροοικονομικών μεταβλητών. Η εμπειρική ανάλυση, η οποία βασίζεται σε τρεις βασικές μακροοικονομικές μεταβλητές από την οικονομία των

ΗΠΑ (και συγκεκριμένα στο ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ, στον πληθωρισμό και στο βραχυπρόθεσμο επιτόκιο), δείχνει ότι το προτεινόμενο υπόδειγμα: α) μπορεί να αποτυπώσει με ακρίβεια τις διάφορες δομικές αλλαγές στη μακροχρόνια τάση των μεταβλητών και β) προβλέπει με μεγαλύτερη ακρίβεια τις υπό εξέταση μακροοικονομικές μεταβλητές σε σύγκριση με άλλα υποδείγματα τα οποία δεν λαμβάνουν υπόψη τους τις δομικές αλλαγές.

### **Underinvestment and unemployment: the double hazard in the euro area (Υποεπένδυση και ανεργία: ο διπλός κίνδυνος στη ζώνη του ευρώ)**

Δοκίμιο εργασίας No. 205  
*Nicos Christodoulakis and Christos Axioglou*

Μια ανησυχητική κατάσταση την οποία κληροδότησαν τα προγράμματα λιτότητας στη ζώνη του ευρώ είναι η δραματική πτώση των επενδύσεων που παρατηρείται τα τελευταία χρόνια, ιδίως στις οικονομίες της περιφέρειας. Αυτή η τάση, στο βαθμό που δεν αντιστρέφεται, όχι μόνο εμποδίζει την οικονομική ανάπτυξη μακροπρόθεσμα, αλλά και υπονομεύει τις προοπτικές σταδιακής μείωσης της ανεργίας και ενέχει τον κίνδυνο περαιτέρω ανισορροπιών που συνιστούν δυνητικές απειλές για τη νομισματική ένωση. Συνδυάζοντας το νεοκλασικό υπόδειγμα Diamond με ατέλειες στην αγορά

εργασίας, η έρευνα δείχνει ότι η ανεργία είναι φθίνουσα συνάρτηση των κεφαλαιακών επενδύσεων και θα μειωθεί μόνο αν αυτές αυξηθούν. Το αποτέλεσμα ισχύει τόσο με μια συνάρτηση παραγωγής σταθερής ελαστικότητας υποκατάστασης (CES) όσο και με μια συνάρτηση Cobb-Douglas. Οικονομετρικές εκτιμήσεις βασισμένες σε δεδομένα για τις επιμέρους οικονομίες της ζώνης του ευρώ επιβεβαιώνουν τα θεωρητικά ευρήματα και μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τον προσδιορισμό των επενδύσεων που απαιτούνται προκειμένου η απασχόληση να επανέλθει στα προ κρίσεως επίπεδα.

**Structural and cyclical factors of Greece's current account balances: a note**  
**(Διαρθρωτικοί και κυκλικοί παράγοντες του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της Ελλάδος:**  
**ένα σημείωμα)**

Δοκίμιο εργασίας No. 206

*Ioanna C. Bardakas*

Το παρόν σημείωμα εξετάζει τη σχετική σημασία των κυκλικών και των διαρθρωτικών παραγόντων στον καθορισμό της επίδοσης του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στην Ελλάδα. Μια σειρά από φίλτρα έχουν χρησιμοποιηθεί για να αφαιρεθεί η μακροχρόνια συνιστώσα και να απομονωθούν οι κυκλικοί παράγοντες. Αποδεικνύεται ότι τα τελευταία δεκαπέντε χρόνια η διαρθρωτική συνιστώσα εξηγεί το μεγαλύτερο μέρος της μεταβολής του ισοζυγίου τρεχουσών

συναλλαγών. Οι κυκλικοί παράγοντες γίνονται σχετικά πιο σημαντικοί κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης. Έτσι, οποιαδήποτε βελτίωση στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι συνδεδεμένη, μεταξύ άλλων, με την προσαρμογή των διαρθρωτικών παραγόντων, όπως η ανάπτυξη στρατηγικών υποκατάστασης των εισαγωγών, η προώθηση των εξαγωγών και η εξεύρεση τρόπων για τη βελτίωση των ροών χρηματοδότησης προς τις εξαγωγικές επιχειρήσεις.

**How Friedman and Schwartz became monetarists**  
**(Πώς ο Friedman και η Schwartz έγιναν μονεταριστές)**

Δοκίμιο εργασίας No. 207

*James R. Lothian Fordham and George S. Tavlas*

Στα τέλη της δεκαετίας του 1940 και τις αρχές της δεκαετίας του 1950 ο Milton Friedman ήταν υπέρ ενός κανόνα βάσει του οποίου η δημοσιονομική πολιτική μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως εργαλείο επηρεασμού της προσφοράς χρήματος με στόχο τη σταθεροποίηση του προϊόντος με πλήρη απασχόληση. Πίστευε ότι η οικονομία είναι εγγενώς ασταθής λόγω ενδογενών αυξομειώσεων της προσφοράς χρήματος στο πλαίσιο ενός τραπεζικού συστήματος όπου οι τράπεζες απαιτείται να διατηρούν μόνο ένα ποσοστό των καταθέσεων που συγκεντρώνουν ως υποχρεωτικές καταθέσεις στην κεντρική τράπεζα. Στο έργο της, η Anna Schwartz υποστήριξε ότι ο ρόλος των νομισματικών παραγόντων στο οικονομικό κύκλο και αντίστοιχα ο ρόλος της νομισματικής πολιτικής ως εργαλείου σταθεροποίησης δεν είναι τόσο σημαντικός. Στην παρούσα μελέτη δείχνουμε πώς μετά το ερευνητικό έργο που εκπόνησε από κοινού με τη Schwartz τα έτη 1948-1958 ο Friedman κατέληξε στην άποψη ότι η ποσότητα χρήματος είναι η πρωταρχική κινητήρια δύναμη του οικονομικού κύκλου και πώς σταδιακά στράφηκε σε έναν κανόνα βασιζό-

μενο στην αύξηση της ποσότητας χρήματος, έτσι ώστε τα όποια αποφασιζόμενα μέτρα νομισματικής πολιτικής να μη μπορούν να λειτουργήσουν ως πηγή αποσταθεροποιητικών διαταραχών. Ο παράγοντας που επηρέασε καθοριστικά την εξέλιξη της σκέψης του Friedman ήταν η εμπειρική διαπίστωση ότι οι χειρισμοί της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed) ήταν υπεύθυνοι τόσο για την εκδήλωση όσο και για την επιδείνωση της Μεγάλης Ύφεσης. Σημαντική όμως, αν και αρκετά παραγνωρισμένη, ήταν και η επίδραση του Clark Warburton. Οι απόψεις του αποτελούν τον κρίσιμο λογικό κρίκο που εξηγεί πώς ο Friedman κατέληξε να αναγνωρίσει το ρόλο που διαδραμάτισαν οι νομισματικοί παράγοντες στη Μεγάλη Ύφεση, αλλά και τη δυνατότητα της Fed να αντισταθμίσει τις αποσταθεροποιητικές επιπτώσεις που προκαλούν μετατοπίσεις πόρων από τις καταθέσεις προς το νόμισμα στο πλαίσιο ενός τραπεζικού συστήματος όπου οι τράπεζες απαιτείται να διατηρούν μόνο ένα ποσοστό των καταθέσεων που συγκεντρώνουν ως υποχρεωτικές καταθέσεις στην κεντρική τράπεζα.



**Firm investment and financial conditions in the euro area: evidence from firm-level data**  
(Εταιρικές επενδύσεις και χρηματοπιστωτικές συνθήκες: εμπειρικά ευρήματα για τη ζώνη του ευρώ)

Δοκίμιο εργασίας No. 208

*Hiona Balfoussia and Heather D. Gibson*

Η μελέτη διερευνά τη σημασία των χρηματοπιστωτικών συνθηκών για τις επενδυτικές επιλογές μιας επιχείρησης. Χρησιμοποιούνται στοιχεία για 2.400 εισηγμένες εταιρίες χωρών της ζώνης του ευρώ, με μέγιστη περίοδο δείγματος 1980-2013, για την εκτίμηση ενός υποδείγματος τύπου Q για τις εταιρικές επενδύσεις. Με βάση αυτή τη νεοκεϋνσιανή θεωρητική προσέγγιση, οι επενδυτικές ευκαιρίες κάθε εταιρίας θεωρείται ότι εκφράζονται από τη μέση τιμή του Q, δηλ. το λόγο της αγοραίας αξίας του κεφαλαίου προς το κόστος αντικατάστασής του. Ωστόσο, παρότι η θεωρία προβλέπει ότι η μεταβλητή Q θα έπρεπε να επξηγεί πλήρως τις επενδυτικές επιλογές της κάθε εταιρίας, οι σχετικές εμπειρικές μελέτες δεν συνηγορούν. Στην πράξη φαίνεται ότι το επίπεδο των εταιρικών επενδύσεων είναι επίσης ευαίσθητο στις ταμειακές ροές της εταιρίας (investment-cash flow sensitivity). Η ευαισθησία αυτή θεωρείται ότι αντανάκλα το αντιστάθμισμα κινδύνου που απαιτούν οι αγορές κατά τη χορήγηση επενδυτικών κεφαλαίων στις εν λόγω εταιρίες, εξαιτίας της αδιαφάνειας που επικρατεί σχετικά με τις επενδυτικές προοπτι-

κές τους. Συνεπώς, υποδηλώνει την ύπαρξη ασυμμετριών πληροφόρησης στην αγορά κεφαλαίων. Εξετάζουμε κατά πόσον ο βαθμός ευαισθησίας των εταιρικών επενδύσεων στις ταμειακές ροές μεταβάλλεται στη διάρκεια του χρόνου. Συγκεκριμένα, ελέγχουμε αν και κατά πόσον εξαρτάται από τις επικρατούσες χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Διαπιστώνουμε ότι η ευαισθησία αυτή αυξάνεται κατά την περίοδο της κρίσης. Συνεπώς, οι περιοριστικές χρηματοπιστωτικές συνθήκες καθιστούν πιο δεσμευτικούς τους χρηματοπιστωτικούς περιορισμούς που αντιμετωπίζουν οι εταιρίες. Επιπλέον, προκύπτει ότι οι μικρότερες εταιρίες και εκείνες με την υψηλότερη μόχλευση είναι πιθανότερο να επηρεαστούν από τις επικρατούσες χρηματοπιστωτικές συνθήκες κατά τις επενδυτικές τους επιλογές. Τα εμπειρικά αποτελέσματα αποτυπώνουν ανάγλυφα την αλληλεξάρτηση μεταξύ του οικονομικού κύκλου και του χρηματοπιστωτικού κύκλου. Συνάγεται ότι συνιστάται η εφαρμογή νομισματικών, δημοσιονομικών και μακροπροληπτικών πολιτικών που να είναι αντικυκλικές σε σχέση με τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες.



## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΑΡΘΡΩΝ ΠΟΥ ΔΗΜΟΣΙΕΥΘΗΚΑΝ ΣΕ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΑ ΤΕΥΧΗ ΤΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΔΕΛΤΙΟΥ

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

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

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

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

- Ράπανος Βασίλης και Καπλάνογλου Γεωργία, “Ανεξάρτητα δημοσιονομικά συμβούλια και ο πιθανός ρόλος τους στην Ελλάδα”, τεύχος 33, Μάιος 2010.
- Μητράκος Θεόδωρος, Τσακλόγλου Πάνος και Χολέζας Ιωάννης, “Προσδιοριστικοί παράγοντες της πιθανότητας ανεργίας των νέων στην Ελλάδα, με έμφαση στους αποφοίτους τριτοβάθμιας εκπαίδευσης”, τεύχος 33, Μάιος 2010.
- Gibson Heather και Μπαλφούσια Χιόνα, “Πληθωρισμός και ονομαστική αβεβαιότητα: η περίπτωση της Ελλάδος”, τεύχος 33, Μάιος 2010.
- Μηγιάκης Πέτρος, “Προσδιοριστικοί παράγοντες της συσχέτισης μετοχών-ομολόγων στην Ελλάδα”, τεύχος 33, Μάιος 2010.
- Μητράκος Θεόδωρος, Τσακλόγλου Πάνος και Χολέζας Ιωάννης, “Προσδιοριστικοί παράγοντες του ύψους των μισθών στην Ελλάδα, με έμφαση στους μισθούς των αποφοίτων τριτοβάθμιας εκπαίδευσης”, τεύχος 34, Σεπτέμβριος 2010.
- Μπραγουδάκης Ζαχαρίας και Παναγιώτου Στέλιος, “Προσδιοριστικοί παράγοντες των εισπράξεων από θαλάσσιες μεταφορές: η περίπτωση της Ελλάδος”, τεύχος 34, Σεπτέμβριος 2010.
- Gibson Heather και Μπαλφούσια Χιόνα, “Επιδράσεις της ονομαστικής και της πραγματικής αβεβαιότητας στα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη στην Ελλάδα”, τεύχος 34, Σεπτέμβριος 2010.
- Μανεισιώτης Βασίλειος, “Αριθμητικοί δημοσιονομικοί κανόνες στην πράξη”, τεύχος 35, Ιούνιος 2011.
- Βασαρδάνη Μελίνα, “Φοροδιαφυγή στην Ελλάδα: μια γενική επισκόπηση”, τεύχος 35, Ιούνιος 2011.
- Καλφάογλου Φαίδων, “Η χρησιμότητα των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress tests) για την ανάλυση της ευρωστίας των τραπεζών”, τεύχος 35, Ιούνιος 2011.
- Νικολίτσα Δάφνη, “Η ενδοεπιχειρησιακή κατάρτιση στην Ελλάδα: μια συνοπτική εικόνα”, τεύχος 35, Ιούνιος 2011.
- Παπασπύρου Θεόδωρος, “Η βιωσιμότητα της οικονομικής και νομισματικής ένωσης και οι προοπτικές των οικονομιών της περιφέρειας”, τεύχος 36, Απρίλιος 2012.
- Κανελλόπουλος Κώστας, “Απασχόληση και ροές εργαζομένων στη διάρκεια της οικονομικής κρίσης”, τεύχος 36, Απρίλιος 2012.
- Καλφάογλου Φαίδων, “Το πλαίσιο της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών”, τεύχος 36, Απρίλιος 2012.
- Μπραγουδάκης Ζαχαρίας και Σιδέρης Δημήτρης, “Είναι συμμετρική η προσαρμογή της λιανικής τιμής της βενζίνης στις μεταβολές της διεθνούς τιμής του πετρελαίου; Η περίπτωση της ελληνικής αγοράς καυσίμων”, τεύχος 37, Δεκέμβριος 2012.
- Κανελλόπουλος Ν. Κώστας, “Μέγεθος και διάρθρωση της ανασφάλιστης εργασίας”, τεύχος 37, Δεκέμβριος 2012.
- Μηγιάκης Μ. Πέτρος, “Επισκόπηση των προτάσεων για κοινές ομολογιακές εκδόσεις από τα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ υπό μακροχρόνια οπτική γωνία”, τεύχος 37, Δεκέμβριος 2012.
- Καράμπαλης Νικόλαος και Κοντέλης Ευριπίδης, “Οι αυξήσεις των έμμεσων φόρων και η επίπτωσή τους στον πληθωρισμό κατά την περίοδο 2010-2012”, τεύχος 38, Νοέμβριος 2013.
- Βουρβαχάκη Ευαγγελία, “Διαρθρωτική μεταρρύθμιση στις οδικές εμπορευματικές μεταφορές”, τεύχος 38, Νοέμβριος 2013.
- Κανελλόπουλος Νικόλαος Κ., Μητράκος Θεόδωρος, Τσακλόγλου Πάνος και Χολέζας Ιωάννης, “Οι επιπτώσεις της τρέχουσας κρίσης στις ιδιωτικές αποδόσεις της εκπαίδευσης στην Ελλάδα”, τεύχος 38, Νοέμβριος 2013.
- Παπαπέτρου Ευαγγελία και Μπάκας Δημήτριος, “Η ελληνική αγορά εργασίας στα χρόνια της κρίσης: ανεργία, απασχόληση και συμμετοχή στην αγορά εργασίας”, τεύχος 38, Νοέμβριος 2013.
- Τζαμουράνη Παναγιώτα, “Η έρευνα για την οικονομική κατάσταση των νοικοκυριών: περιγραφή της έρευνας του 2009 και κύρια αποτελέσματα για το εισόδημα, τον πλούτο και τη δανειακή επιβάρυνση των νοικοκυριών στην Ελλάδα”, τεύχος 38, Νοέμβριος 2013.

- Δημητροπούλου Δήμητρα, Κουτσομανώλη-Φιλιππάκη Αναστασία, Χαραλαμπάκης Ευάγγελος και Αγγέλης Γεώργιος, “Η χρηματοδότηση των ελληνικών επιχειρήσεων προ και κατά τη διάρκεια της κρίσης”, τεύχος 39, Ιούλιος 2014.
- Κανελλόπουλος Ν. Κώστας, “Η αγορά εργασίας στον ιδιωτικό τομέα την περίοδο της κρίσης”, τεύχος 39, Ιούλιος 2014.
- Καλφάογλου Φαίδων, “Ευρωπαϊκή τραπεζική ένωση: ‘εξευρωπαϊσμός’ του χρηματοοικονομικού πλέγματος ασφαλείας των τραπεζών”, τεύχος 39, Ιούλιος 2014.
- Λαζαρέτου Σοφία, “Η έξυπνη οικονομία: ‘πολιτιστικές’ και ‘δημιουργικές’ βιομηχανίες στην Ελλάδα. Μπορούν να αποτελέσουν προοπτική εξόδου από την κρίση;”, τεύχος 39, Ιούλιος 2014.
- Χαιρέτη Αικατερίνη, “Η στεγαστική κατάσταση των κατοίκων της Ελλάδος στα χρόνια της κρίσης 2008-2012”, τεύχος 39, Ιούλιος 2014.
- Ταγκαλάκης Αθανάσιος, “Πιθανά φορολογικά οφέλη από την επιτάχυνση της οικονομικής ανάπτυξης”, τεύχος 40, Δεκέμβριος 2014.
- Μπραγουδάκης Ζαχαρίας Γ., “Μια εμπειρική διερεύνηση της σχέσης μεταξύ του μοναδιαίου κόστους εργασίας και της εξέλιξης των τιμών: η περίπτωση της Ελλάδος”, τεύχος 40, Δεκέμβριος 2014.
- Μηγιάκης Πέτρος Μ., “Οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές ως πηγή χρηματοδότησης ελληνικών μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων”, τεύχος 40, Δεκέμβριος 2014.
- Καλυβίτης Σαράντης, “Η ποιότητα των ελληνικών εξαγωγών: μια εκτίμηση ανεξάρτητη από την τιμολόγησή τους”, τεύχος 40, Δεκέμβριος 2014.
- Κανελλόπουλος Κώστας Ν., “Οι επιδράσεις των ελάχιστων μισθών στους μισθούς και στην απασχόληση”, τεύχος 41, Ιούλιος 2015.
- Γεωργίου Ευαγγελία, “Η χρήση των μετρητών και των ηλεκτρονικών τρόπων πληρωμής στην οικονομία”, τεύχος 41, Ιούλιος 2015.
- Καλφάογλου Φαίδων, “Εναλλακτικές προσεγγίσεις για την εξυγίανση χαρτοφυλακίων μη εξυπηρετούμενων τραπεζικών δανείων. Ανάλυση περιπτώσεων”, τεύχος 41, Ιούλιος 2015.
- Λαζαρέτου Σοφία, “Πώς η χρήση των ιστορικών μακροοικονομικών χρονολογικών σειρών στηρίζει την οικονομική ανάλυση και το σχεδιασμό πολιτικής; Η νέα ελληνική ιστορική στατιστική βάση 1833-1949 ως μέρος της μεγάλης στατιστικής βάσης των χωρών της ΝΑ Ευρώπης”, τεύχος 41, Ιούλιος 2015.
- Κασιμάτη Ευαγγελία και Σιδέρης Δημήτριος, “Προς ένα νέο πρότυπο ανάπτυξης στον τουρισμό: διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και τουριστικό προϊόν στην Ελλάδα την περίοδο της κρίσης (2008-2014)”, τεύχος 42, Δεκέμβριος 2015.
- Ταγκαλάκης Αθανάσιος, “Οι προσδιοριστικοί παράγοντες της δυναμικής της ανεργίας στην Ελλάδα”, τεύχος 42, Δεκέμβριος 2015.
- Χαιρέτη Αικατερίνη, “Ο πρωτογενής τομέας στην Ελλάδα το χρονικό διάστημα 1995-2014”, τεύχος 42, Δεκέμβριος 2015.





