

# ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ



- Μακροοικονομική ανάλυση και προβλέψεις
- Δημόσια οικονομικά
- Ανθρώπινοι πόροι και κοινωνικές πολιτικές
- Αναπτυξιακές πολιτικές και κλάδοι
- Ειδικά Θέματα

# Οικονομικές

## εξελίξεις

### Εκδότης:

ΚΕΝΤΡΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΥ  
ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ

### Υπεύθυνη Σύνταξης:

Ελευθερία Παναγιώτου

### Μέλη της Επιτροπής Σύνταξης:

Έρση Αθανασίου  
Βασίλης Λυχνάρας  
Γεωργία Σκίντζη  
Ιωάννης Χολέζας

### Γλωσσική και Τυπογραφική

#### Επιμέλεια:

Ελένη Σουλτανάκη

### Τμήμα Εκδόσεων

#### Πληροφορίες:

Εύα Τουλίτση  
Τηλ.: 210 3676347

### Παραγωγή:

[ βιβλιοτεχνία ]

Παππάς Φώτιος και ΣΙΑ Ο.Ε.

Copyright 2019

ΚΕΝΤΡΟΥ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΥ  
ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ

Αμερικής 11, Αθήνα, 106 72,

Τηλ.: +30-210-3676.300, 210-3676.350

Fax: +30-210-3630.122, 210-3611.136

Δικτυακός τόπος: [www.kepe.gr](http://www.kepe.gr)

Το περιοδικό **ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ** αναρτάται στον δικτυακό τόπο [www.kepe.gr](http://www.kepe.gr)  
στην ελληνική και στην αγγλική γλώσσα.

Οι γνώμες και κρίσεις που διατυπώνονται στα άρθρα είναι των συγγραφέων και δεν αντιπροσωπεύουν αναγκαία γνώμες ή κρίσεις του Κέντρου Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών.

Διατίθεται δωρεάν



<b>Editorial</b>	<b>3</b>
<b>1. Μακροοικονομική ανάλυση και προβλέψεις</b>	<b>4</b>
1.1. Πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές στις κύριες συνιστώσες της ζήτησης, Έρση Αθανασίου	4
1.2. Οι εξελίξεις του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη, Γιάννης Παναγόπουλος	12
1.3. Οι προβλέψεις του υποδείγματος παραγόντων για τις βραχυπρόθεσμες εξελίξεις στο ΑΕΠ, Μονάδα Οικονομικών Προβλέψεων Υποδείγματος Παραγόντων Έρση Αθανασίου, Θεόδωρος Τσέκερης, Αικατερίνη Τσούμα	15
1.4. Διεθνές περιβάλλον: Πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας, Αριστοτέλης Κουτρούλης	18
<b>2. Δημόσια οικονομικά</b>	<b>24</b>
2.1. Εκτέλεση του Κρατικού Προϋπολογισμού 2018, Ελισάβετ Ι. Νίτση	24
2.2. Η εξέλιξη και διάρθρωση του δημοσίου χρέους, Χρήστος Τριαντόπουλος	28
<b>3. Ανθρώπινοι πόροι και κοινωνικές πολιτικές</b>	<b>32</b>
3.1. Πρόσφατες εξελίξεις σε βασικά μεγέθη της αγοράς εργασίας, Ιωάννης Χολέζας	32
3.2. Οι αλλοδαποί στην ελληνική αγορά εργασίας, Ιωάννης Χολέζας	40
<b>4. Αναπτυξιακές πολιτικές και κλάδοι</b>	<b>48</b>
4.1. Οικονομία διαμοιρασμού - Συνεργατική οικονομία: Χρήση υπηρεσιών στην Ελλάδα, Έρση Αθανασίου, Αγάπη Κώτση	48

**4.2. Εξελίξεις στην ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας,**  
*Αθανάσιος Χύμης* **57**

**4.3. Εξελίξεις στην ελληνική κεφαλαιαγορά,**  
*Φωτεινή Οικονόμου* **61**

**Ειδικά Θέματα** **66**

**Το όχημα ειδικού σκοπού (SPV) ως μηχανισμός ελάφρυνσης  
του ενεργητικού των τραπεζών μέσω τιτλοποίησης των  
μη εξυπηρετούμενων δανείων,**  
*Σπήλιος Μούζουλας, Γιάννης Παναγόπουλος, Ιωάννης Πελετίδης* **66**

Το 38ο τεύχος του περιοδικού του ΚΕΠΕ *Οικονομικές Εξελίξεις* κυκλοφορεί σε μια κρίσιμη περίοδο κατά την οποία η ελληνική οικονομία συνεχίζει τη μετάβασή της στο μεταπρογραμματικό περιβάλλον. Στις 21 Νοεμβρίου 2018 δημοσιεύτηκε η πρώτη μεταμνημονιακή έκθεση ενισχυμένης εποπτείας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την ελληνική οικονομία, μετά την επίσκεψη και την αξιολόγηση από τα τεχνικά κλιμάκια των θεσμών στην Αθήνα στις 10-14 Σεπτεμβρίου. Η δεύτερη έκθεση αναμένεται να δημοσιευτεί στις 27 Φεβρουαρίου 2019, όπου θα παρουσιαστούν τα συμπεράσματα της αξιολόγησης που έγινε στην Αθήνα από τις 21 έως τις 25 Ιανουαρίου 2019.

Η δεύτερη αξιολόγηση αφορούσε τις βασικές προκλήσεις που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία: τη δημοσιονομική προσαρμογή και τις προοπτικές για την επίτευξη του στόχου για πρωτογενές πλεόνασμα ύψους 3,5% του ΑΕΠ, την εφαρμογή των 16 ειδικών μεταρρυθμιστικών δεσμεύσεων (που θα έπρεπε να έχουν ολοκληρωθεί έως το τέλος του προηγούμενου έτους), τη συνέχιση και την ολοκλήρωση των βασικών μεταρρυθμίσεων που δρομολογήθηκαν στο πλαίσιο του προγράμματος, την ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, συμπεριλαμβανομένων της εφαρμογής της στρατηγικής εξυγίανσης των μη εξυπηρετούμενων δανείων και της αναθεώρησης του νόμου περί προστασίας της πρώτης κατοικίας (νόμος Κατσέλη). Συγκεκριμένα, οι θεσμοί έχουν εκφράσει σοβαρές επιφυλάξεις για το προσχέδιο της ελληνικής κυβέρνησης όσον αφορά την αλλαγή του νόμου Κατσέλη, τονίζοντας ότι, σε περίπτωση που δεν ικανοποιηθούν οι προβληματισμοί τους μέσα στις επόμενες εβδομάδες, θα επηρεαστεί η ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης. Μια αρνητική εισήγηση των θεσμών μπορεί όχι μόνο να γίνει ο λόγος η Ελλάδα να μην πάρει την εκταμίευση των κερδών των κεντρικών τραπεζών από τα ελληνικά ομόλογα –ύψους ενός δισεκατομμυρίου– αλλά μπορεί και να επηρεάσει σημαντικά τις αγορές. Η δεύτερη έκθεση θα τεθεί επί τάπητος στο Eurogroup του Μαρτίου.

Στον διεθνή χώρο, το πιο σημαντικό θέμα ήταν η επικύρωση της Συμφωνίας των Πρεσπών από το Ελληνικό Κοινοβούλιο με 153 ψήφους στις 25 Ιανουαρίου 2019, μετά από μήνες πολιτικών αντιπαραθέσεων, «αναδιάταξη» του πολιτικού χάρτη και έντονη κοινωνική αναταραχή. Η Συμφωνία των Πρεσπών τέθηκε σε ισχύ από τις 12 Φεβρουαρίου και η ΠΓΔΜ μετονο-

μάστηκε –και επίσημα– σε «Δημοκρατία της Βόρειας Μακεδονίας», ανοίγοντας τον δρόμο για την ομαλοποίηση των διμερών σχέσεων, την άμεση ένταξη της γειτονικής χώρας στο NATO και την αναζωογόνηση της ευρωπαϊκής προοπτικής της. Παράλληλα, τίθενται σε ισχύ και οι τέσσερις τροπολογίες του Συντάγματος τις οποίες είχε ψηφίσει η Βουλή της χώρας στις 11 Ιανουαρίου, και ξεκίνησε η διαδικασία για την έκδοση καινούργιων διαβατηρίων και πινακίδων. Στα πλαίσια της Συμφωνίας, διευκρινίζεται ότι εντός έξι μηνών θα γίνει εξέταση και αναθεώρηση του καθεστώτος των αγαλμάτων, δημοσίων κτιρίων και υποδομών και, εφόσον αφορούν την αρχαία ελληνική ιστορία και τον πολιτισμό ως μέρος της ιστορικής κληρονομιάς της Ελλάδας, θα ληφθούν τα απαραίτητα διορθωτικά μέτρα και δράσεις. Επίσης, εντός έξι μηνών θα πρέπει να απομακρυνθεί το σύμβολο που εμπεριείχε η πρώην κρατική σημαία της χώρας (σ.σ. ο Ήλιος της Βεργίνας) από κάθε δημόσιο χώρο και να σταματήσει η δημόσια χρήση του.

Το 38ο τεύχος του περιοδικού του ΚΕΠΕ *Οικονομικές Εξελίξεις* περιλαμβάνει δύο μέρη. Στα άρθρα του πρώτου μέρους παρουσιάζονται οι πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές στις κύριες συνιστώσες της ζήτησης, του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη, και της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας. Επίσης παρουσιάζονται οι προβλέψεις του υποδείγματος παραγόντων για τις βραχυπρόθεσμες εξελίξεις στο ΑΕΠ. Η πορεία των δημοσιοοικονομικών μεγεθών εξετάζεται με την ανάλυση της εκτέλεσης του Κρατικού Προϋπολογισμού (2018) και της εξέλιξης και διάρθρωσης του δημόσιου χρέους. Παρουσιάζονται επίσης οι πρόσφατες εξελίξεις σε βασικά μεγέθη της ελληνικής αγοράς εργασίας καθώς και το θέμα της δραστηριότητας των αλλοδαπών στην ελληνική αγορά εργασίας. Τέλος, στο πλαίσιο της ενότητας των αναπτυξιακών πολιτικών και κλάδων, παρουσιάζεται ένα άρθρο για την Οικονομία διαμοιρασμού - Συνεργατική οικονομία: Χρήση υπηρεσιών στην Ελλάδα. Επίσης, εξετάζονται οι εξελίξεις στην ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας και στην ελληνική κεφαλαιαγορά. Στο άρθρο του δεύτερου μέρους του περιοδικού αναλύεται «Το όχημα ειδικού σκοπού (SPV) ως μηχανισμός ελάφρυνσης του ενεργητικού των τραπεζών μέσω τιτλοποίησης των μη εξυπηρετούμενων δανείων».

ΕΛΕΥΘΕΡΙΑ ΠΑΝΑΓΙΩΤΟΥ  
Υπεύθυνη Σύνταξης

# 1. Μακροοικονομική ανάλυση και προβλέψεις

ΚΕΠΕ, Οικονομικές Εξελίξεις, τεύχος 38, 2019, σσ. 4-11

## 1.1. Πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές στις κύριες συνιστώσες της ζήτησης

### Έρση Αθανασίου

Σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα εποχικά διορθωμένα δεδομένα των τριμηνιαίων *Εθνικών Λογαριασμών* (ΕΛΣΤΑΤ, προσωρινά στοιχεία σε εποχικά διορθωμένη βάση, Δεκέμβριος 2018), το ΑΕΠ της ελληνικής οικονομίας παρέμεινε κατά το τρίτο τρίμηνο του 2018 σε τροχιά ανόδου, καταγράφοντας ρυθμό μεταβολής

της τάξεως του 2,2% ως προς το αντίστοιχο τρίμηνο του 2017 (Πίνακας 1.1.1). Εκ πρώτης όψεως, η εξέλιξη αυτή δεν διαφοροποιείται σημαντικά σε σχέση την πορεία του ΑΕΠ κατά τα προηγούμενα τρίμηνα, και επομένως η ελληνική οικονομία φαίνεται να διατηρείται σε τροχιά ήπιας ανάκαμψης. Ωστόσο, η δυναμική της ανάκαμψης αυτής, όπως αυτή αντανακλάται στην πορεία επιμέρους μακροοικονομικών μεγεθών, παρουσίασε κατά την περίοδο αυτή σχετικά πιο έντονα στοιχεία αστάθειας, κυρίως από την πλευρά της εγχώριας ζήτησης. Συγκεκριμένα, οι επενδύσεις παγίου κεφαλαίου παρουσίασαν κατά το τρίμηνο 2018 σημαντική κάμψη ως προς το αντίστοιχο τρίμηνο του προηγούμενου έτους, ενώ παράλληλα η ιδιωτική κατανάλωση, αν και παρέμεινε σε πορεία ανόδου, φάνηκε να

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 1.1.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη

% ρυθμοί μεταβολής ως προς την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους (εποχικά διορθωμένα στοιχεία σε σταθερές τιμές)

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	Εννέαμηνο Ιαν. - Σεπτ.	2017
Ιδιωτική κατανάλωση	1,1	1,2	1,5	-0,2	0,5	1,3	0,7	0,8	1,3
Δημόσια κατανάλωση	-3,0	-1,1	0,4	1,7	-0,6	-4,3	-4,1	-3,0	-1,2
Επενδύσεις παγίου κεφαλαίου	8,0	-8,5	26,1	12,2	-8,8	19,2	-23,2	-6,2	8,3
Εγχώρια ζήτηση*	1,5	0,0	3,6	1,5	-0,9	2,6	-3,5	0,7	-1,1
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	5,7	9,1	7,0	5,9	8,1	9,2	7,6	8,3	7,3
Εξαγωγές αγαθών	3,3	8,3	2,9	8,2	11,0	7,0	7,9	8,6	4,8
Εξαγωγές υπηρεσιών	9,3	11,4	10,5	2,9	4,8	12,2	8,0	8,3	10,4
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	15,7	5,8	5,3	3,2	-7,5	2,7	15,0	3,1	8,9
Εισαγωγές αγαθών	17,5	4,3	4,7	2,2	-11,3	-0,1	15,0	0,6	8,8
Εισαγωγές υπηρεσιών	9,8	13,6	5,2	7,8	11,8	16,0	16,0	14,6	9,4
ΑΕΠ	0,0	1,8	2,0	2,1	2,5	1,7	2,2	2,1	1,2

Πηγή: Εθνικοί Λογαριασμοί, Δεκέμβριος 2018, επεξεργασία στοιχείων από τη συγγραφέα.

\* Χωρίς τη μεταβολή των αποθεμάτων.

παρουσιάζει εκ νέου εξασθένηση του ρυθμού μεταβολής της. Οι εξελίξεις αυτές, σε συνδυασμό και με την υποχώρηση την οποία κατέγραψε στο ίδιο διάστημα και η δημόσια κατανάλωση στο πλαίσιο εφαρμογής του προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής, είχαν ως αποτέλεσμα μία πτώση της εγχώριας ζήτησης κατά -3,5% ως προς το τρίτο τρίμηνο του 2017, και μία αντίστοιχη αρνητική συνεισφορά στον ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ της τάξεως των -3,6 ποσοστιαίων μονάδων (Διάγραμμα 1.1.1).

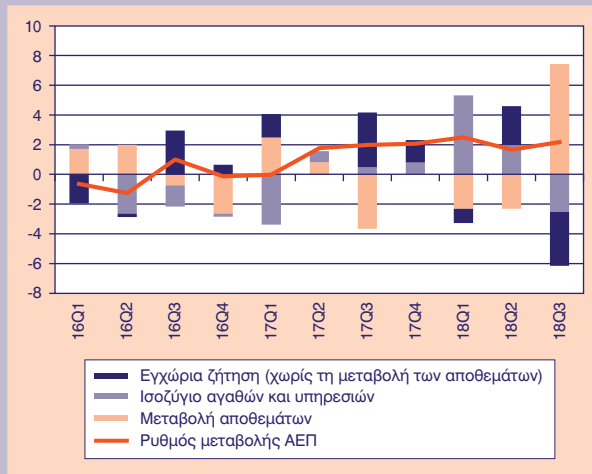
Ως προς τις εξελίξεις στον εξωτερικό τομέα, οι ευνοϊκές συνθήκες από πλευράς διεθνούς ζήτησης εξακολούθησαν να επηρεάζουν θετικά τις εξαγωγές, οι οποίες παρουσίασαν σημαντική μεγέθυνση για ένατο συνεχές τρίμηνο. Παράλληλα όμως, σημαντική άνοδο κατέγρα-

ψαν κατά τη συγκεκριμένη περίοδο και οι εισαγωγές, γεγονός που οφείλεται εν μέρει στην αύξηση των τιμών του πετρελαίου και τις συνεπαγόμενες πιέσεις στην αξία των εισαγωγών καυσίμων. Συνολικά, η αρνητική συμβολή στον ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ από την αύξηση των εισαγωγών υπερίσχυσε της αντίστοιχης θετικής συμβολής από την ενίσχυση των εξαγωγών, με αποτέλεσμα ο εξωτερικός τομέας να συνεισφέρει αρνητικά στον ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ κατά το τρίτο τρίμηνο του 2018 (-2,5 ποσοστιαίες μονάδες).

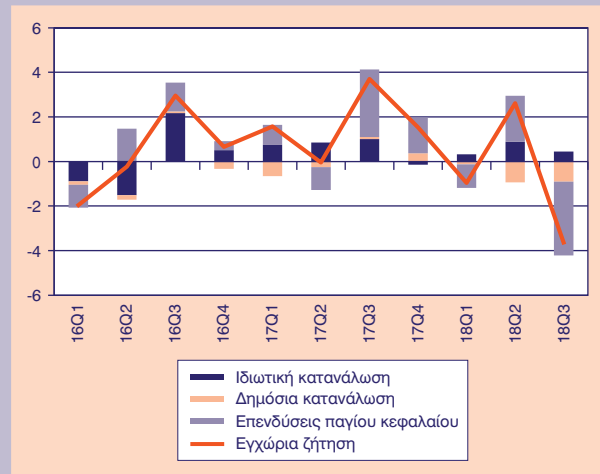
Από τις παραπάνω εξελίξεις στα μεγέθη της εγχώριας ζήτησης και του εξωτερικού τομέα, γίνεται αντιληπτό ότι καθοριστικό παράγοντα για τη θετική εξέλιξη του ΑΕΠ στο τρίτο τρίμηνο του 2018 αποτέλεσε η σχετική πορεία των αποθεμάτων. Όπως φαίνεται και στο

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1.1**  
**Συμβολή στον ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ**

*Εγχώρια και καθαρή εξωτερική ζήτηση*

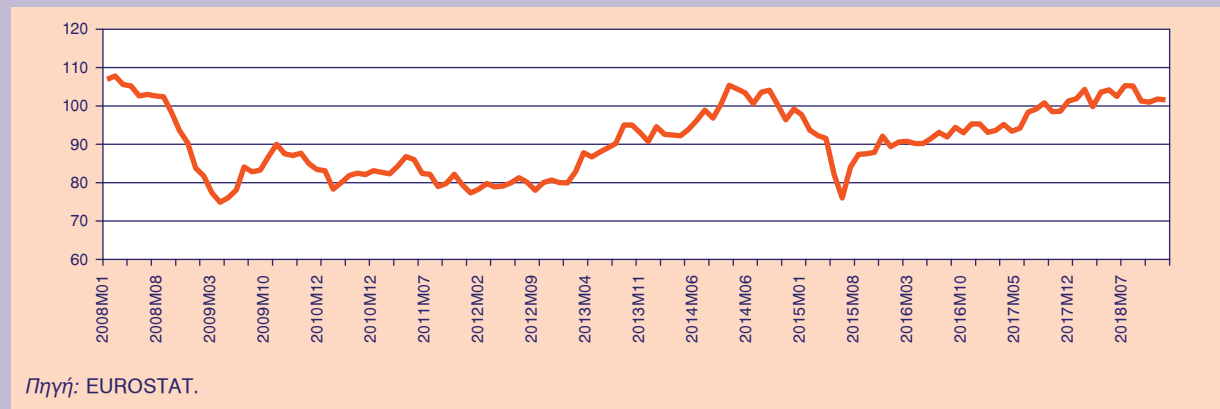


*Επιμέρους συνιστώσες της εγχώριας ζήτησης*



Πηγή: Εθνικοί Λογαριασμοί, ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία στοιχείων από τη συγγραφέα.

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1.2**  
**Δείκτης οικονομικού κλίματος**



Πηγή: EUROSTAT.

Διάγραμμα 1.1.1, η συνεισφορά της μεταβολής των αποθεμάτων στον ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ διαμορφώθηκε κατά τη συγκεκριμένη περίοδο σε ασυνήθιστα θετικό επίπεδο, γεγονός που συνδέεται πιθανόν με την εξασθένηση της εγχώριας ζήτησης και τη συνεπαγόμενη αδυναμία επαρκούς απορρόφησης παραγόμενων και εισαγόμενων προϊόντων.

Σε σχέση με τις διαθέσιμες ενδείξεις για την πορεία της οικονομικής δραστηριότητας κατά την πιο πρόσφατη περίοδο, ο δείκτης οικονομικού κλίματος διατηρήθηκε σε ανοδική τάση μέχρι και τον Αύγουστο του 2018, σημειώνοντας στη συνέχεια αισθητή κάμψη τον Σεπτέμβριο και μικρές διακυμάνσεις μέχρι τον μήνα Δεκέμβριο του 2018 (Διάγραμμα 1.1.2 πιο πάνω). Οι εξελίξεις αυτές υποδηλώνουν ότι, αν και το οικονομικό κλίμα παραμένει σε σχετικά καλό επίπεδο, η δυναμική βελτίωσής του δείχνει πρόσφατα να υποχωρεί.

Σχετικά με τους κύριους παράγοντες που διαμόρφωσαν τις εξελίξεις στο ΑΕΠ και τις βασικές του συνιστώσες, ακολουθεί λεπτομερέστερη διερεύνηση της πορείας και των προοπτικών τους με βάση τα εθνικολογιστικά στοιχεία και ορισμένους επιλεγμένους βραχυχρόνιους δείκτες.

### 1.1.1. Ιδιωτική κατανάλωση

Σύμφωνα με τα δεδομένα των *Εθνικών Λογαριασμών*, η ιδιωτική κατανάλωση διατηρήθηκε σε ανοδική τροχιά κατά το τρίτο τρίμηνο του 2018, παρουσιάζοντας ωστόσο εξασθένηση ως προς τον ρυθμό μεταβολής

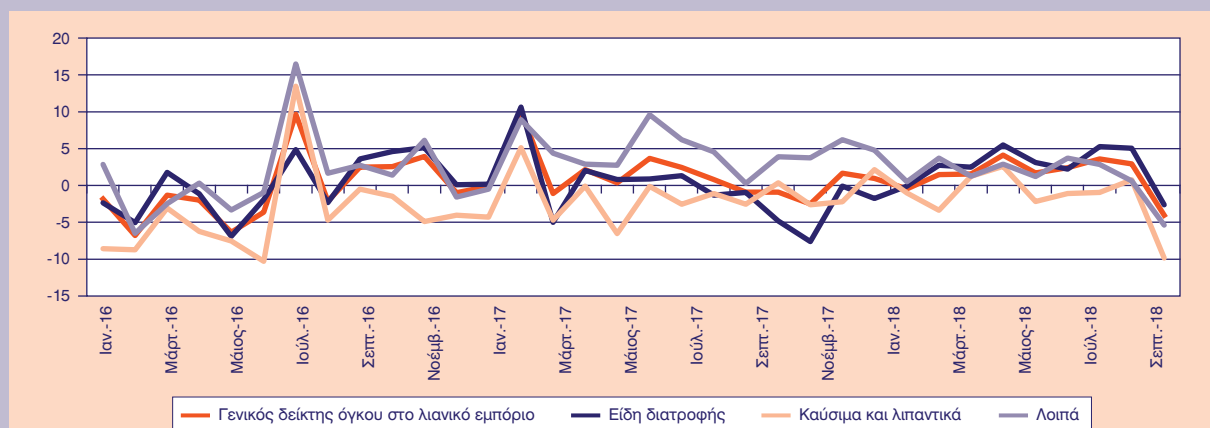
της ο οποίος διαμορφώθηκε στο 0,7% ως προς το αντίστοιχο τρίμηνο του προηγούμενου έτους.

Επιπρόσθετες ενδείξεις για την πρόσφατη πορεία της ιδιωτικής κατανάλωσης προκύπτουν με βάση την εξέλιξη του μηνιαίου δείκτη όγκου στο λιανικό εμπόριο κατά τους μήνες Ιούλιο-Οκτώβριο<sup>1</sup> του 2018. Σε συνέχεια της ανοδικής τάσης που επικράτησε στο πρώτο και το δεύτερο τρίμηνο του έτους, ο γενικός δείκτης εμφάνισε θετικές ποσοστιαίες μεταβολές τους μήνες Ιούλιο (2,4%), Αύγουστο (3,6%) και Σεπτέμβριο (2,9%) και αρνητική μεταβολή τον μήνα Οκτώβριο του 2018 (-4,0%). Αναφορικά με τις εξελίξεις στις τρεις κύριες κατηγορίες καταστημάτων λιανικής, δηλαδή στα *καταστήματα ειδών διατροφής*, τα *καταστήματα καυσίμων και λιπαντικών αυτοκινήτων* και τα *λοιπά καταστήματα*, οι τάσεις που επικράτησαν στον σχετικό δείκτη κατά το διάστημα Ιουλίου-Σεπτεμβρίου 2018 ήταν αμιγώς ανοδικές στην περίπτωση των *λοιπών καταστημάτων*, ως επί το πλείστον ανοδικές στην κατηγορία των *καταστημάτων ειδών διατροφής* και ως επί το πλείστον πτωτικές στην περίπτωση των *καταστημάτων καυσίμων και λιπαντικών αυτοκινήτων*. Ωστόσο, και στις τρεις κατηγορίες ο δείκτης παρουσίασε σημαντική κάμψη τον Οκτώβριο του 2018. (Διάγραμμα 1.1.3).

Οι ανωτέρω τάσεις στο λιανικό εμπόριο αντικατοπτρίζονται και στην πορεία των δεικτών όγκου στις επιμέρους υποκατηγορίες καταστημάτων λιανικής. Πιο συγκεκριμένα, κατά την περίοδο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου του 2018 οι υποκατηγορίες που αφορούν τα *μεγάλα καταστήματα τροφίμων*, τα *πολυκαταστήματα*, τα *φαρ-*

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1.3**

**Ποσοστιαίες μεταβολές γενικού δείκτη όγκου και δεικτών στις κύριες κατηγορίες καταστημάτων στο λιανικό εμπόριο**



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία στοιχείων από τη συγγραφέα.

1. Τα στοιχεία του μηνός Οκτωβρίου είναι προσωρινά.

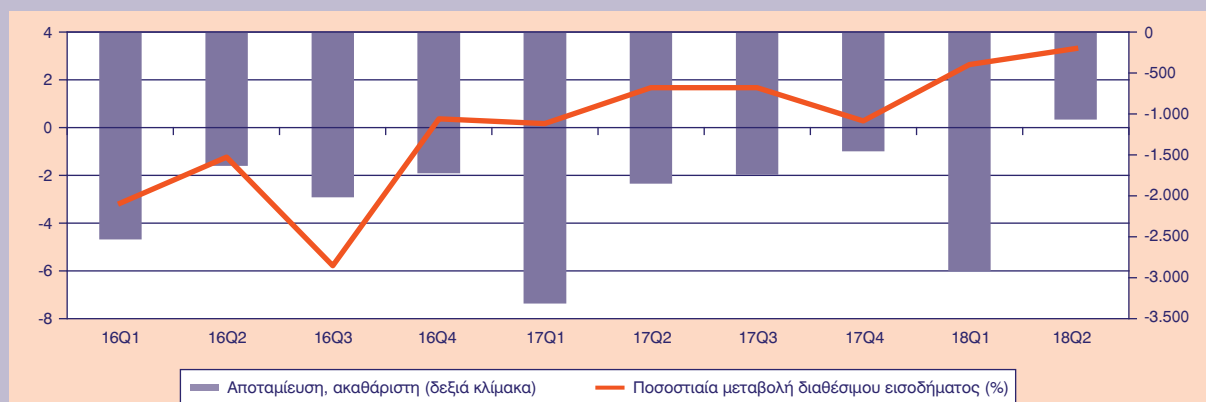


μακευτικά-καλλυντικά, την ένδυση-υπόδηση, τα έπιπλα-ηλεκτρικά είδη-οικιακό εξοπλισμό, καθώς τα βιβλία-χαρτικά-λοιπά είδη δώρων κατέγραψαν θετικές ποσοστιαίες μεταβολές σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2017 (της τάξεως του 4,3%, 1,2%, 2,8%, 0,7%, 6,1% και 2,2%, αντίστοιχα). Αντίθετα, οριακά αρνητική υπήρξε στο ίδιο διάστημα η πορεία του δείκτη στην υποκατηγορία των καυσίμων και λιπαντικών (-0,2%), ενώ σημαντική κάμψη σημειώθηκε και στον δείκτη της υποκατηγορίας των τροφίμων, ποτών και καπνού (-4,0%). Σε σχέση με τις εξελίξεις κατά τον μήνα Οκτώβριο του 2018, οι σχετικοί δείκτες κατέγραψαν αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής ως προς τον αντίστοιχο μήνα του προηγούμενου έτους σε όλες τις επιμέρους κατηγορίες πλην των βιβλίων-χαρτικών-λοιπών ειδών.

Με βάση τα στοιχεία και τους δείκτες που αναφέρθηκαν παραπάνω, φαίνεται ότι η ιδιωτική κατανάλωση βρίσκεται υπό την επήρεια αμφίρροπων επιδράσεων, με αποτέλεσμα η επικρατούσα τάση ανόδου της να συγκρατείται ή και να ανακόπτεται παροδικά. Από τη μία πλευρά, η ανάκαμψη της καταναλωτικής δαπάνης ευνοείται από τις εξελίξεις στο διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, το οποίο, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 1.1.4, βρίσκεται σε τροχιά ανόδου, καταγράφοντας σημαντική αύξηση στο πρώτο και το δεύτερο τρίμηνο του 2018 (2,6% και 3,3%, αντίστοιχα, ως προς το πρώτο και το δεύτερο τρίμηνο του 2017). Από την άλλη πλευρά, τα νοικοκυριά εξακολουθούν να εμφανίζουν σημαντική αρνητική αποταμίευση, γεγονός που τα ωθεί να συγκρατούν την κατανάλωσή

#### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1.4

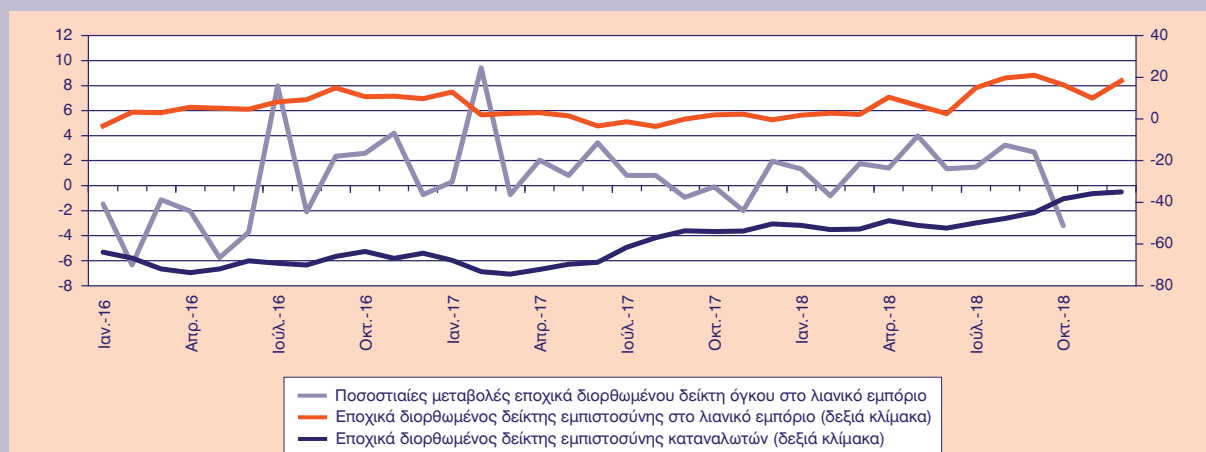
**Ακαθάριστη αποταμίευση (εκατ. ευρώ) και ποσοστιαία μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν νοικοκυριά (ΜΚΙΕΝ)**



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία στοιχείων από τη συγγραφέα.

#### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1.5

**Δείκτης όγκου στο λιανικό εμπόριο και δείκτες εμπιστοσύνης**



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, EUROSTAT, επεξεργασία στοιχείων από τη συγγραφέα.

τους ή και να διοχετεύουν μέρος της αύξησης του εισοδήματός τους για τον περιορισμό της αρνητικής αποταμιευτικής τους θέσης, ιδιαίτερα σε περιόδους αυξημένων οικονομικών υποχρεώσεων ή εντεινόμενης επιφυλακτικότητας.

Σε σχέση με τις προοπτικές της ιδιωτικής κατανάλωσης, η αρνητική εξέλιξη του δείκτη όγκου στο λιανικό εμπόριο τον μήνα Οκτώβριο του 2018 ενδέχεται να είναι συγκυριακή, αλλά παρά ταύτα δεν προδιαθέτει θετικά αναφορικά με την εξέλιξη της κατανάλωσης στο τέταρτο τρίμηνο του 2018. Από την άλλη πλευρά, η γενικότερη προοπτική συνέχισης της ανάκαμψης της οικονομίας συνάδει με μία θετική εκτίμηση για εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά το έτος 2019, υπό την αίρεση ότι δεν θα προκύψουν νέες αβεβαιότητες σχετικά με την τήρηση των βασικών οικονομικών δεσμεύσεων της χώρας και την περαιτέρω ομαλοποίηση των οικονομικών της συνθηκών. Στην παρούσα φάση, οι καταναλωτές εμφανίζουν βελτιούμενες προσδοκίες αναφορικά με τη μελλοντική πορεία της καταναλωτικής τους δαπάνης, καθώς ο δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών κατέγραψε συνεχή και σημαντική άνοδο κατά την περίοδο Ιουλίου-Δεκεμβρίου του 2018 (Διάγραμμα 1.1.5 πιο πάνω). Παράλληλα, θετικές προσδοκίες, με κάποιες διακυμάνσεις, φαίνεται να παρουσιάζουν και οι λιανέμποροι, με τον δείκτη εμπιστοσύνης στο λιανικό εμπόριο να κινείται ανοδικά την περίοδο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου του 2018, πτωτικά τους μήνες Οκτώβριο

και Νοέμβριο και εκ νέου ανοδικά τον Δεκέμβριο του 2018.

### 1.1.2. Επενδύσεις

Σε συνέχεια μίας σημαντικής πτώσης στο πρώτο τρίμηνο του 2018 και μίας έντονης αύξησης στο δεύτερο τρίμηνο του έτους, οι ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου παρουσίασαν μεγάλη κάμψη στο τρίτο τρίμηνο του 2018, με τον σχετικό ρυθμό μεταβολής τους να διαμορφώνεται στο -23,2% ως προς το αντίστοιχο τρίμηνο του 2017 (Πίνακας 1.1.2). Η τελευταία αυτή εξέλιξη είχε ως αποτέλεσμα η συνεισφορά των επενδύσεων στον ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ να διαμορφωθεί στις -3,3 ποσοστιαίες μονάδες κατά το τρίτο τρίμηνο του 2018, από -1,1 και 2,1 μονάδες στα δύο προηγούμενα τρίμηνα, αντίστοιχα.

Αποκλειστική ευθύνη για την κάμψη των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου κατά το τρίτο τρίμηνο του 2018 είχε η πορεία της δαπάνης για άλλες κατασκευές, η οποία παρουσίασε μεγάλη υποχώρηση της τάξεως του -49,1% ως προς το αντίστοιχο τρίμηνο του προηγούμενου έτους (Πίνακας 1.1.2). Η εξέλιξη αυτή πιθανότατα αντανακλά, μεταξύ άλλων, μία έλλειψη επαρκούς όγκου μεγάλων κατασκευαστικών έργων, τα οποία θα μπορούσαν να συμβάλλουν αποφασιστικά στα μεγέθη των επενδύσεων. Σε αντίθεση με την

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 1.1.2 Βασικά μεγέθη των επενδύσεων

% ρυθμοί μεταβολής ως προς την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους (εποχικά διορθωμένα στοιχεία σε σταθερές τιμές)

	Τρίμηνα						
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
Αγροτικά προϊόντα	12,5	20,5	27,6	16,2	3,1	3,6	5,7
Μηχανολογικός εξοπλισμός και οπλικά συστήματα	-5,3	1,7	-1,2	29,3	22,1	20,8	18,4
Μεταφορικός εξοπλισμός και οπλικά συστήματα	150,5	0,9	-19,0	89,0	-55,3	-44,5	154,4
Εξοπλισμός τεχνολογίας πληροφορικής και επικοινωνίας	-16,6	-1,1	11,2	34,8	25,5	15,8	16,5
Κατοικίες	-8,5	-1,4	-3,8	-8,1	11,1	5,4	20,8
Άλλες κατασκευές	-13,3	-29,0	89,4	-24,8	9,4	53,2	-49,1
Άλλα προϊόντα	-2,5	-1,7	-1,2	0,2	-1,4	-0,5	0,2
Ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου	8,0	-8,5	26,1	12,2	-8,8	19,2	-23,2

Πηγή: Τριμηνιαίο Εθνικό Λογαριασμό, Δεκέμβριος 2018.

κατηγορία των άλλων κατασκευών, η δαπάνη στις υπόλοιπες βασικές κατηγορίες επενδύσεων κινήθηκε κατά το τρίτο τρίμηνο του 2018 ανοδικά. Ειδικότερα, οι επενδύσεις σε μεταφορικό εξοπλισμό κατέγραψαν μεγάλη άνοδο (154,4%), ενώ σημαντική ήταν και η αύξηση των επενδύσεων σε μηχανολογικό εξοπλισμό (18,4%) και σε εξοπλισμό πληροφορικής και επικοινωνίας (16,5%). Παράλληλα, οριακή άνοδος των επενδύσεων σημειώθηκε στην κατηγορία των άλλων προϊόντων (0,2%), ενώ ελπιδοφόρες ήταν οι εξελίξεις στην επενδυτική δαπάνη για κατοικίες (20,8%), η οποία φαίνεται να ενισχύεται από τη διαφαινόμενη τάση ανάκαμψης στην αγορά ακινήτων.

Ειδικότερη πληροφόρηση σε σχέση με τις πρόσφατες εξελίξεις στον κλάδο των κατοικιών αντλείται από τον δείκτη οικιστικών κτιρίων ως προς τα τετραγωνικά μέτρα ωφέλιμης επιφάνειας, στη βάση των εκδοθεισών οικοδομικών αδειών. Σύμφωνα με τα μηνιαία στοιχεία του δείκτη οικιστικών κτιρίων, όσο και το συνολικότερο μέγεθος της εκτιμώμενης οικιστικής οικοδομικής δραστηριότητας<sup>2</sup>, η εικόνα εμφανίζεται βελτιωμένη κατά την τελευταία περίοδο αναφοράς. Συγκεκριμένα, οι μηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές του δείκτη οικιστικών κτιρίων διατηρήθηκαν σε ιδιαίτερα θετικά επίπεδα κατά τους μήνες Ιούλιο, Αύγουστο και Σεπτέμβριο του 2018 (17,6%, 46,6% και 26,6%, αντίστοιχα, ως προς τους αντίστοιχους μήνες του 2017), ενώ παράλληλα θετικοί παρέμειναν κατά το ίδιο διάστημα οι ρυθμοί μεταβολής της εκτιμώμενης οικιστικής οικοδομικής δραστηριότητας (24,7%

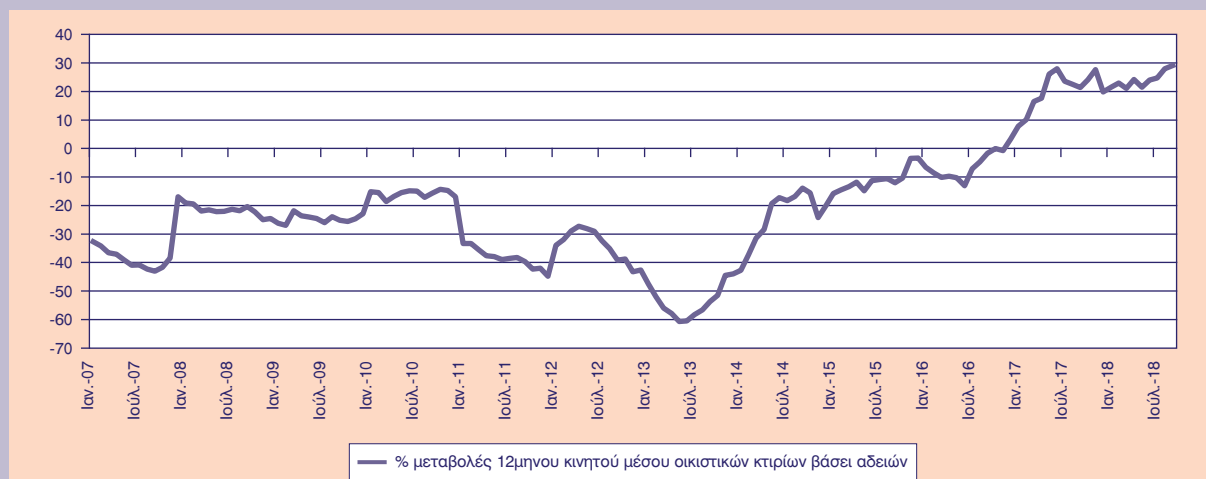
τον Ιούλιο, 28,0% τον Αύγουστο και 29,2% τον Σεπτέμβριο) (Διάγραμμα 1.1.6).

Ανατρέχοντας στην εξέλιξη των επενδύσεων κατά την τελευταία διετία, παρατηρεί κανείς σημαντικές διακυμάνσεις στους σχετικούς ρυθμούς μεταβολής, με αδυναμία διατήρησης της θετικής δυναμικής που εκδηλώνεται κατά διαστήματα. Η ασταθής αυτή πορεία των επενδύσεων υπογραμμίζει το γεγονός ότι η σταθεροποίηση της οικονομίας και η γενικότερη βελτίωση του οικονομικού κλίματος αποτελούν αναγκαίες αλλά όχι ικανές συνθήκες για τη σταθερή ανάκαμψη της επενδυτικής δαπάνης. Η επίτευξη της ταχείας και συνεχόμενης ανόδου των επενδύσεων, που απαιτείται για την εξασφάλιση μίας σταθερής και βιώσιμης τροχιάς ανάπτυξης της χώρας, προϋποθέτει αφενός την ομαλοποίηση της χρηματοδότησης και ρευστότητας στην αγορά μέσω της πλήρους σταθεροποίησης του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, και αφετέρου την επίσπευση της υλοποίησης νέων μεγάλων επενδυτικών σχεδίων, τα οποία θα δώσουν ώθηση στο επενδυτικό κλίμα ενισχύοντας παράλληλα την επενδυτική δαπάνη στον κλάδο των κατασκευών.

Με βάση τα παραπάνω, είναι σαφές ότι η βραχυχρόνια εξέλιξη των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου στη χώρα θα εξαρτηθεί από την πρόοδο σε μέτωπα που μόλις αναφέρθηκαν, ενώ επιδράσεις στα μεγέθη των επενδύσεων ενδέχεται να προκύψουν εντός του 2019 και στο πλαίσιο του εκλογικού κύκλου. Σε ό,τι αφορά τον κλάδο των κατασκευών, οι παράγοντες

#### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1.6

##### Εκτιμώμενη οικιστική οικοδομική δραστηριότητα βάσει αδειών

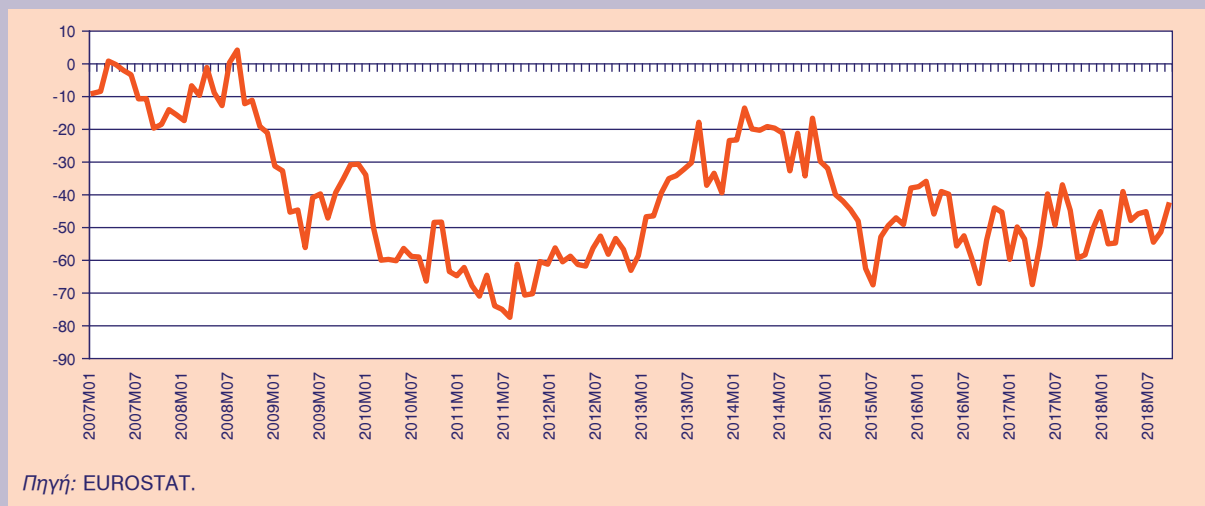


Πηγή: EUROSTAT.

2. Υπολογίζεται ο 12μηνος κινήτος μέσος και οι σχετικές μεταβολές.

## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1.7

### Δείκτης εμπιστοσύνης στις κατασκευές



της αγοράς εξακολουθούν να παραμένουν επιφυλακτικοί, με τον δείκτη εμπιστοσύνης στις κατασκευές να παρουσιάζει επιδείνωση τον Σεπτέμβριο και βελτίωση τον Οκτώβριο και τον Νοέμβριο του 2018 (Διάγραμμα 1.1.7).

### 1.1.3. Ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών

Οι εξωγενείς παράγοντες συνέχισαν να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην εξέλιξη του εξωτερικού ισοζυγίου της χώρας κατά το τρίτο τρίμηνο του 2018, με τη διατήρηση των υψηλών ρυθμών ανάπτυξης του διεθνούς εμπορίου να ευνοεί την άνοδο των εξαγωγών, και τη σημαντική αύξηση των τιμών του πετρελαίου σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους να επιβαρύνει σημαντικά το έλλειμμα του ισοζυγίου καυσίμων.

Συγκεκριμένα, όσον αφορά τις εξαγωγές, στο τρίτο τρίμηνο του έτους 2018 παρατηρήθηκε σημαντική άνοδος τόσο στην περίπτωση των αγαθών (7,9%) όσο και στην περίπτωση των υπηρεσιών (8,0%), με επακόλουθη συνολική συνεισφορά 2,6 ποσοστιαίων μονάδων στον ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ (βλέπε Διάγραμμα 1.1.8). Η ευνοϊκή εξέλιξη των εξαγωγών υπηρεσιών οφείλεται στη σημαντική βελτίωση που παρουσίασαν οι εισπράξεις από μεταφορικές υπηρεσίες (κατά 23,8% συνολικά στο τρίτο τρίμηνο του 2018 σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος), αλλά και στη συνεχιζόμενη άνοδο των τουριστικών εισπράξεων (κατά 4,4% αντίστοιχα). Στην περίπτωση εισπράξεων από μεταφορικές υπηρεσίες, σημαντικό θετικό ρόλο φαίνεται να διαδραμάτισαν τόσο οι ευνοϊκές τάσεις στο διεθνές εμπόριο, όσο και τα συνδεδεμένα υψηλότερα επίπεδα στα οποία

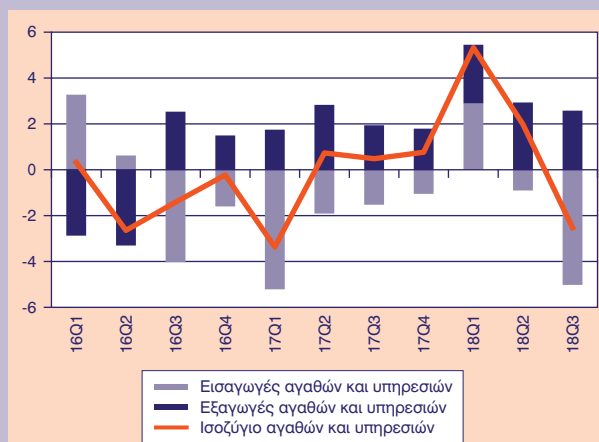
κινήθηκαν οι ναύλοι της ποντοπόρου ναυτιλίας συγκριτικά με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους.

Σε σχέση με τις εισαγωγές, παρά την κάμψη της εγχώριας ζήτησης στο τρίτο τρίμηνο του 2018, οι γενικότερες θετικές προσδοκίες αναφορικά με την πορεία της οικονομίας φαίνεται να επέδρασαν θετικά στη ζήτηση για εισαγόμενα αγαθά και υπηρεσίες. Παράλληλα, η αξία των εισαγωγών αγαθών ενισχύθηκε περαιτέρω, όπως προαναφέρθηκε, από τις υψηλότερες τιμές του πετρελαίου, ενώ η αξία των εισαγωγών υπηρεσιών επηρεάστηκε εμφανώς από την άνοδο των ναύλων. Έτσι, στο πεδίο των εισαγωγών υπηρεσιών ο

## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1.8

### Συμβολή στον ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ

Επιμέρους συνιστώσες της εξωτερικής ζήτησης



σχετικός ρυθμός μεταβολής κατά τη συγκεκριμένη περίοδο παρέμεινε θετικός (16,0%), ενώ στο πεδίο των εισαγωγών αγαθών ο αντίστοιχος ρυθμός σημείωσε μεταστροφή σε θετικό επίπεδο (15%) μετά από δύο τρίμηνα κάμψης. Ως αποτέλεσμα των εξελίξεων αυτών, η συνεισφορά των εισαγωγών στον ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ διαμορφώθηκε κατά το τρίτο τρίμηνο του 2018 στις -5,0 ποσοστιαίες μονάδες.

Σε σχέση με τις προοπτικές του εξωτερικού τομέα, οι προβλέψεις των διεθνών οργανισμών για την ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου και της οικονομικής μεγέθυνσης στην Ευρώπη το 2019 παραπέμπουν σε επιβράδυνση σε σχέση με τους ρυθμούς του 2018. Η εξέλιξη αυτή, σε συνδυασμό με την ανάκαμψη των τουριστικών αγορών της Ανατολικής Μεσογείου, ενδέχεται να επηρεάσουν σε κάποιο βαθμό τις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών της χώρας κατά το τρέχον έτος. Από την άλλη πλευρά, στο πεδίο των εισαγωγών, οι χαμηλότερες εκτιμώμενες τιμές του πετρελαίου για το 2019 αναμένεται να οδηγήσουν σε συγκράτηση των εισαγωγών καυσίμων, ενώ η εξέλιξη των εισαγωγών αγαθών εκτός των καυσίμων θα εξαρτηθεί από την πορεία της εγχώριας ζήτησης και ιδιαίτερα τον βαθμό στον οποίο θα ανακάμψουν οι επενδύσεις και η ιδιωτική κατανάλωση.

#### **1.1.4. Συμπεράσματα και προοπτικές**

Από την ανωτέρω ανάλυση των κύριων συνιστωσών της ζήτησης διακρίνεται μία συνεχιζόμενη πορεία στα-

διακής ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας, αλλά και μία επαναλαμβανόμενη αστάθεια ως προς τη συνεισφορά επιμέρους συνιστωσών της εγχώριας ζήτησης στον ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ. Σημαντικό θετικό χαρακτηριστικό των πρόσφατων εξελίξεων αποτελεί η διαρκής σημαντική μεγέθυνση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών. Από την άλλη πλευρά, οι επενδύσεις παγίου κεφαλαίου εξακολουθούν να καταγράφουν μεγάλες αυξομειώσεις, η ιδιωτική κατανάλωση εμφανίζει ασθενή δυναμική, ενώ οι προσδοκώμενες εξελίξεις στο διεθνές εμπόριο και τις ανταγωνίστριες χώρες στον τομέα του τουρισμού συνιστούν πρόσθετη πρόκληση κατά το προσεχές διάστημα. Στο πλαίσιο αυτό, κρίσιμο ρόλο για την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας αναλαμβάνουν η περαιτέρω σταθεροποίηση της οικονομίας μέσω της υλοποίησης των συμφωνηθεισών διαρθρωτικών αλλαγών, καθώς και ουσιαστική αναζωογόνηση των επενδύσεων, η οποία προϋποθέτει την αποκατάσταση των καναλιών χρηματοδότησης των επιχειρήσεων μέσω του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, αλλά και την επίσπευση της υλοποίησης νέων μεγάλων επενδυτικών σχεδίων, τα οποία θα δώσουν ώθηση στο επενδυτικό κλίμα ενισχύοντας παράλληλα την επενδυτική δαπάνη στον κλάδο των κατασκευών. Συνολικά οι εξελίξεις παραπέμπουν σε μία προοπτική συνεχιζόμενης οικονομικής ανάκαμψης της χώρας στα προσεχή τρίμηνα, η οποία συμβαδίζει και με τις εκτιμήσεις που προκύπτουν στη βάση του δυναμικού υποδείγματος βραχυπρόθεσμων προβλέψεων του ΚΕΠΕ (βλέπε Ενότητα 1.3).

## 1.2. Οι εξελίξεις του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη

Γιάννης Παναγόπουλος

### Ελλάδα

Η καταγεγραμμένη πορεία του εθνικού Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ), όπως διαπιστώνεται από την πρώτη στήλη του Πίνακα 1.2.1 αλλά και από το Διάγραμμα 1.2.1, μετά τον Ιούνιο του 2018 και μέχρι το τέλος του έτους, κινήθηκε σε ρυθμούς της τάξης του 1% περίπου. Εξαιρέση αποτέλεσαν μόνο ο Οκτώβριος του 2018 (1,8%) και ο Δεκέμβριος του ίδιου έτους (0,6%). Από την άλλη πλευρά, ο πυρήνας<sup>1</sup> του ΔΤΚ παρουσιάζει μια κάπως διαφορετική εικόνα. Πιο συγκεκριμένα, από την αρχή του 2018 και μέχρι το τέλος του έτους ο συγκεκριμένος δείκτης κινήθηκε σε σχεδόν μηδενικό επίπεδο μεταβολών.

Αντίστοιχη πορεία, με τον εθνικό ΔΚΤ και τον πυρήνα του, είχε και ο εναρμονισμένος ΔΤΚ (Εν. ΔΤΚ) της

χώρας. Αναλυτικότερα ο Εν. ΔΤΚ, μέχρι το τέλος του 2018, κινείτο στα επίπεδα μεταξύ του 0,8%-1,1% περίπου (με εξαίρεση τον Οκτώβριο του 2018), ενώ ο πυρήνας του κινήθηκε σε ελαφρά υψηλότερο επίπεδο από τον αντίστοιχο πυρήνα του εθνικού ΔΤΚ.

Επιπρόσθετα να επισημάνουμε εδώ ότι, σύμφωνα με την ΕΛΣΤΑΤ, η θετική μεταβολή του εθνικού ΔΤΚ, σε ετήσια βάση, τον Δεκέμβριο του 2019 (0,6%), προέρχεται κυρίως από την αύξηση των παρακάτω επιμέρους δεικτών:

- Κατά 5,3% στις *Επικοινωνίες*, λόγω αύξησης των τιμών κυρίως στις τηλεφωνικές υπηρεσίες.
- Κατά 1,2% στα *Αλκοολούχα ποτά και καπνός*, λόγω αύξησης των τιμών κυρίως στον καπνό.
- Κατά 1,1% στην *Στέγαση*, λόγω αύξησης των τιμών κυρίως σε πετρέλαιο θέρμανσης και στο φυσικό αέριο. Μέρος της αύξησης αυτής αντισταθμίστηκε από τη μείωση των τιμών κυρίως στους λογαριασμούς του ηλεκτρικού.
- Κατά 0,8% στις *Μεταφορές*, λόγω αύξησης των τιμών κυρίως σε εισιτήρια μεταφοράς επιβατών με αεροπλάνο και σε πετρέλαιο κίνησης. Μέρος της αύξησης αυτής αντισταθμίστηκε από τη μείωση των τιμών κυρίως σε καύσιμα αυτοκινήτου (βεν-

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.2.1 Η πορεία του πληθωρισμού σε Ελλάδα και Ευρωζώνη

	Εθνικός ΔΤΚ (Ελλάδα)	Πυρήνας εθνικού ΔΤΚ (Ελλάδα)	Εν. ΔΤΚ (Ελλάδα)	Πυρήνας Εν. ΔΤΚ (Ελλάδα)	Εν. ΔΤΚ (ΕΕ19)	Πυρήνας Εν. ΔΤΚ (ΕΕ19)
2018M5	0,6	0,0	0,8	0,5	1,9	1,3
2018M6	1,0	0,0	1,0	0,3	2,0	1,2
2018M7	0,9	-0,5	0,8	-0,1	2,1	1,3
2018M8	1,0	0,0	0,9	0,1	2,0	1,2
2018M9	1,1	0,1	1,1	0,4	2,1	1,1
2018M10	1,8	0,3	1,8	0,7	2,2	1,2
2018M11	1,0	0,1	1,1	0,5	1,9	1,1
2018M12	0,6	NA	0,8	NA	1,6	NA

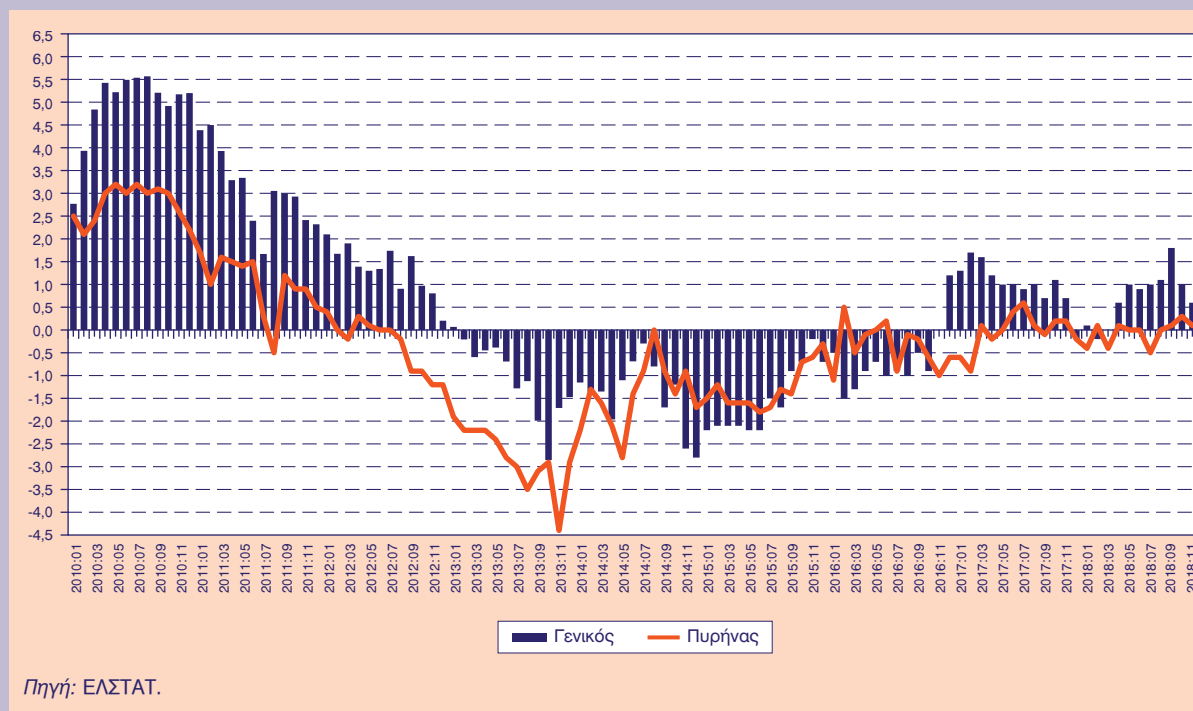
Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, EUROSTAT.

Σημείωση: ΔΚΤ: Δείκτης Τιμών Καταναλωτή, Εν. ΔΤΚ: Εναρμονισμένος ΔΤΚ. NA: Μη διαθέσιμα στοιχεία.

1. Ο πυρήνας του ΔΤΚ προέρχεται από τις εκτιμήσεις της ΕΛΣΤΑΤ και δεν περιλαμβάνει τις τιμές του ηλεκτρικού ρεύματος, του φυσικού αερίου και των καυσίμων αυτοκινήτου.

## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.2.1

ΔΤΚ, % (μεταβολή ως προς τον αντίστοιχο μήνα του προηγούμενου έτους)



ζίνη) και στη συντήρηση και επισκευή εξοπλισμού προσωπικής μεταφοράς.

- Κατά 0,8% στα *Ξενοδοχεία - Καφέ - Εστιατόρια*, λόγω αύξησης των τιμών κυρίως σε εστιατόρια-ζαχαροπλαστεία-καφενεία-κυλικεία. Μέρος της αύξησης αυτής αντισταθμίστηκε από τη μείωση των τιμών κυρίως σε ξενοδοχεία-μοτέλ-πανδοχεία.
- Κατά 0,7% στην *Υγεία*, λόγω αύξησης των τιμών κυρίως σε φαρμακευτικά προϊόντα.
- Κατά 0,4% στη *Διατροφή και μη αλκοολούχα ποτά*, λόγω αύξησης των τιμών κυρίως σε: νωπά ψάρια, μοσχάρι, πουλερικά, νωπά λαχανικά, πατάτες. Μέρος της αύξησης αυτής αντισταθμίστηκε από τη μείωση των τιμών κυρίως σε: νωπά φρούτα, χοιρινό, γιαούρτι, τυριά, ελαιόλαδο, αλλαντικά.

Όπως μάλιστα αναφέρει περαιτέρω η ΕΛΣΤΑΤ, μέρος του καταγεγραμμένου πληθωρισμού, που αναφέραμε παραπάνω, επηρεάστηκε σε κλαδικό επίπεδο από τη μείωση κυρίως των παρακάτω επιμέρους δεικτών:

- Κατά 1,7% στα *Διαρκή αγαθά - Είδη νοικοκυριού και υπηρεσίες*, λόγω μείωσης των τιμών κυρίως σε: επίπλα και διακοσμητικά είδη, υφαντουργικά προϊόντα οικιακής χρήσης και είδη άμεσης κατανάλωσης νοικοκυριού.

- Κατά 0,8% στην *Αναψυχή - Πολιτιστικές δραστηριότητες*, λόγω μείωσης των τιμών κυρίως σε: οπτικοακουστικό εξοπλισμό - υπολογιστές - επισκευές.
- Κατά 0,8% στην *Εκπαίδευση*, λόγω μείωσης των τιμών κυρίως στα δίδακτρα δευτεροβάθμιας εκπαίδευσης.
- Κατά 0,8% στα *Άλλα αγαθά και υπηρεσίες*, λόγω μείωσης των τιμών κυρίως σε: άλλα είδη ατομικής φροντίδας, άλλα προσωπικά είδη και ασφάλιστρα οχημάτων.

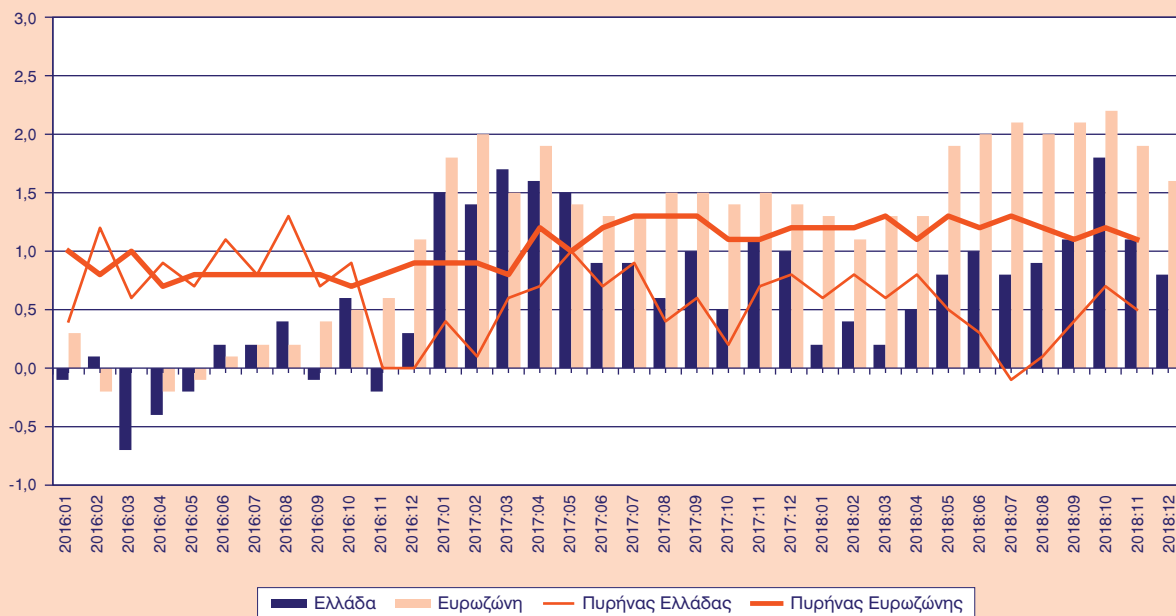
## Ευρωζώνη

Σε ό,τι αφορά την πορεία του εναρμονισμένου ΔΤΚ της Ευρωζώνης (Εν. ΔΤΚ-ΕΕ19) (βλ. Πίνακα 1.2.1 και Διάγραμμα 1.2.2), μπορούμε να αναφέρουμε εδώ ότι από τον Μάιο του 2018 και μέχρι το τέλος του έτους ο συγκεκριμένος δείκτης πλησίασε ή και πέρασε κάποιες φορές ελαφρά την οροφή/στόχο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) που είναι μια ποσοστιαία μεταβολή της τάξης του 2,0%. Το ίδιο χρονικό διάστημα, ο πυρήνας<sup>2</sup> του Εν. ΔΤΚ-ΕΕ19 της Ευρωζώνης συνεχίζει να κινείται σταθερά με θετικές μεταβολές της τάξης του 1,1%-1,3%. Σε ό,τι αφορά το θέμα της σύγκλισης

2. Στον πυρήνα του Εν. ΔΤΚ- ΕΕ19 δεν περιλαμβάνονται οι τιμές στα μη επεξεργασμένα τρόφιμα και στην ενέργεια.

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.2.2

Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή σε Ελλάδα και Ευρωζώνη,  
% μεταβολή (ως προς τον αντίστοιχο μήνα του προηγούμενου έτους)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, EUROSTAT.

του ρυθμού μεταβολής του εναρμονισμένου ΔΤΚ της Ευρωζώνης και της Ελλάδας διαπιστώνεται, για όλο το β' εξάμηνο του 2018, μια διαφορά μεταξύ τους με διακύμανση της τάξης του 0,8%-1,3% περίπου (με εξαί-

ρεση τον Οκτώβριο του 2018). Η διαφορά αυτή, το ίδιο χρονικό διάστημα, σε ό,τι αφορά τον πυρήνα των δύο αντίστοιχων δεικτών ήταν κάπως πιο διευρυμένη και κυμάνθηκε μεταξύ 0,5%-1,4% περίπου.



## 1.3. Οι προβλέψεις του υποδείγματος παραγόντων για τις βραχυπρόθεσμες εξελίξεις στο ΑΕΠ

### Μονάδα Οικονομικών Προβλέψεων Υποδείγματος Παραγόντων Έρση Αθανασίου, Θεόδωρος Τσέκερης, Αικατερίνη Τσούμα

Στην παρούσα ενότητα παρουσιάζονται οι επικαιροποιημένες βραχυπρόθεσμες προβλέψεις του ΚΕΠΕ αναφορικά με την εξέλιξη του ρυθμού μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ για το τέταρτο τρίμηνο του 2018 και τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2019<sup>1</sup>. Οι εν λόγω προβλέψεις προκύπτουν από την εφαρμογή ενός δομικού υποδείγματος παραγόντων (structural factor model), αναλυτική περιγραφή του οποίου παρουσιάστηκε στο Τεύχος 15 των *Οικονομικών Εξελίξεων*. Η βάση δεδομένων που χρησιμοποιείται για την εκτίμηση του υποδείγματος και τη διεξαγωγή των προβλέψεων περιλαμβάνει 126 μεταβλητές, οι οποίες καλύπτουν τις

κύριες παραμέτρους της οικονομικής δραστηριότητας στη χώρα σε τριμηνιαία συχνότητα κατά τη χρονική περίοδο από τον Ιανουάριο του 2000 μέχρι και τον Σεπτέμβριο του 2018. Ειδικότερα, στο δείγμα ενσωματώνονται μεταβλητές τόσο από την κατηγορία των πραγματικών μεγεθών (όπως οι κύριες συνιστώσες του ΑΕΠ από την πλευρά της δαπάνης, γενικοί και επιμέρους δείκτες που αφορούν τη βιομηχανική παραγωγή, τις λιανικές πωλήσεις, τις ταξιδιωτικές εισπράξεις και την αγορά εργασίας), όσο και από την κατηγορία των ονομαστικών μεγεθών (όπως ο γενικός και επιμέρους δείκτες τιμών καταναλωτή, νομισματικά μεγέθη, αποδόσεις ομολόγων, επιτόκια, συναλλαγματικές ισοτιμίες και δείκτες τιμών κατοικιών). Επιπροσθέτως, το δείγμα περιλαμβάνει και σημαντικό αριθμό μεταβλητών που αντανακλούν προσδοκίες και εκτιμήσεις των ίδιων των συμμετεχόντων στην οικονομική δραστηριότητα (όπως οι δείκτες οικονομικού κλίματος και επιχειρηματικών προσδοκιών). Σημειώνεται ότι η απαραίτητη για τις εκτιμήσεις εποχική διόρθωση των χρονολογικών σειρών πραγματοποιήθηκε με τη χρήση του προγράμματος Demetra+ που είναι διαθέσιμο από την Eurostat<sup>2</sup>.

Με βάση τις οικονομετρικές εκτιμήσεις όπως παρουσιάζονται στον Πίνακα 1.3.1, και έχοντας ενσωματώσει τα δημοσιευμένα (προσωρινά) στοιχεία για το

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1.3.1 Ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ: 2018 και α' εξάμηνο 2019**  
(% ως προς την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους)

Τρίμηνα	2018	2019	
	2018Q4	2019Q1	2019Q2
Τριμηνιαίος ρυθμός μεταβολής	2,25 [2,18 , 2,31]	2,24 [2,12 , 2,36]	2,10 [1,92 , 2,28]
Μέσος ρυθμός μεταβολής α' εξαμήνου*	-	2,17 [2,02 , 2,32]	
Μέσος ρυθμός μεταβολής β' εξαμήνου**	2,22 [2,19 , 2,26]	-	
Μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής***	2,16 [2,15 , 2,18]	-	

Σημειώσεις: Οι τιμές στις αγκύλες δείχνουν το κάτω και άνω όριο του διαστήματος εμπιστοσύνης της πρόβλεψης στο επίπεδο 95%. \*Δεν αναφέρεται για το 2018 εφόσον δεν ενσωματώνει πρόβλεψη. \*\*Ο μέσος ρυθμός μεταβολής β' εξαμήνου για το 2018 ενσωματώνει το επίσημα διαθέσιμο (προσωρινό) στοιχείο για το τρίτο τρίμηνο του 2018, σε εποχικά διορθωμένη βάση. \*\*\*Ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής ενσωματώνει τα επίσημα διαθέσιμα (προσωρινά) στοιχεία για τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2018, σε εποχικά διορθωμένη βάση.

1. Η ημερομηνία διεξαγωγής της παρούσας πρόβλεψης είναι η 15η Ιανουαρίου 2019.

2. Για την εποχική διόρθωση χρησιμοποιήθηκε το φίλτρο TRAMO/SEATS.

πρώτο εννεάμηνο του 2018 και τον εκτιμώμενο ρυθμό μεταβολής της τάξεως του 2,3% για το τέταρτο τρίμηνο του 2018, τόσο ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ για το σύνολο του 2018 όσο και ο μέσος ρυθμός μεταβολής για το δεύτερο εξάμηνο του 2018 προβλέπονται στο 2,2%. Σε σχέση με τις προβλέψεις της προηγούμενης περιόδου αναφοράς, η ως άνω εκτίμηση αντανακλά στην περίπτωση του τριμηνιαίου, αλλά και του μέσου εξαμηνιαίου, ρυθμού μεταβολής μια οριακή πτώση της τάξεως του 0,1%, ενώ αμετάβλητη παραμένει η πρόβλεψη για το σύνολο του 2018. Παράλληλα, οι εκτιμώμενοι ρυθμοί μεταβολής για τα δύο πρώτα τρίμηνα και συνολικά το πρώτο εξάμηνο του 2019 υποδεικνύουν ότι η ανάπτυξη θα κινηθεί σε παρόμοια επίπεδα, χωρίς σημαντικές μεταβολές προς μία ανοδική ή καθοδική κατεύθυνση. Ειδικότερα, η πρόβλεψη για το πρώτο εξάμηνο του 2019 διαμορφώνεται στο 2,2%, με τους επιμέρους ρυθμούς μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ κατά το πρώτο και δεύτερο τρίμηνο του 2019 να εκτιμώνται στο 2,2% και 2,1%, αντίστοιχα.

Οι ως άνω προβλέψεις του ρυθμού μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ αντανακλούν τις βασικές πτυχές των πρόσφατων βραχυπρόθεσμων εξελίξεων στην ελληνική οικονομία, και συμβαδίζουν με την πορεία που ακολουθούν τα ενσωματωμένα στοιχεία για το πρώτο εννεάμηνο του 2018. Ταυτόχρονα, συμβαδίζουν με τις προηγούμενες προβλέψεις του υποδείγματος παραγόντων για το 2018 και τις συνολικές ενδείξεις για σταδιακή ανάκαμψη και σταθεροποίηση της ελληνικής οικονομίας. Παράλληλα, επαναβεβαιώνουν τη διαπίστωση μιας σχετικά συγκρατημένης αναπτυξιακής δυναμικής, γεγονός που συνδέεται κυρίως με τη συνιστώσα της εσωτερικής ζήτησης και οφείλεται σε σημαντικό βαθμό στη συνολική οικονομική επιβάρυνση που αντιμετωπίζουν επιχειρήσεις και νοικοκυριά. Επίσης, η έλλειψη ενδείξεων για επιπρόσθετη ενίσχυση των ρυθμών ανάπτυξης κατά το πρώτο εξάμηνο του 2019 μπορεί να αντικατοπτρίζει κάποιες καθυστερήσεις αναφορικά με τη λήψη και εφαρμογή ορισμένων αναγκαίων διαρθρωτικών μέτρων, αλλά και να προεξοφλεί την επιφυλακτικότητα και τη στάση αναμονής που πιθανόν τηρούν οι συμμετέχοντες στην οικονομική δραστηριότητα, λόγω του εκλογικού έτους στο οποίο εισήλθε η χώρα, καθώς και την αβεβαιότητα που συνδέεται με τον εκάστοτε εκλογικό κύκλο.

Πιο αναλυτικά, η πλέον πρόσφατη ανοδική πορεία ενός σημαντικού αριθμού οικονομικών μεταβλητών, που αντανακλάται σε θετικούς και, σε αρκετές περι-

πτώσεις, διψήφιους ρυθμούς μεταβολής, αλλά και η πορεία των βασικών συνιστωσών του ΑΕΠ συνάδουν με τις παραπάνω διαπιστώσεις και αξιολογήσεις, όπως διακρίνεται από τις παρατηρήσεις, σε μη εποχικά διορθωμένη βάση, που αφορούν το τρίτο τρίμηνο του 2018. Ενδεικτικές είναι οι θετικές τάσεις: (α) στις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, (β) στη βιομηχανία, στη βάση τόσο του γενικού δείκτη βιομηχανικής παραγωγής και των υποδεικτών (με εξαίρεση τον δείκτη για τα διαρκή καταναλωτικά αγαθά), όσο και του γενικού δείκτη κύκλου εργασιών στη βιομηχανία στο σύνολο, αλλά και για την εσωτερική και εξωτερική αγορά<sup>3</sup>, (γ) στο λιανικό εμπόριο, σύμφωνα με τον Γενικό Δείκτη Όγκου και για τις περισσότερες υποκατηγορίες, (δ) στις ταξιδιωτικές εισπράξεις και τις εισπράξεις από μεταφορές, (ε) στα επιβατηγά αυτοκίνητα, στη βάση των αδειών κυκλοφορίας και του δείκτη για το εμπόριο-συντήρηση-επισκευή αυτοκινήτων, (στ) στην οικοδομική δραστηριότητα, σε όρους όγκου στη βάση των οικοδομικών αδειών, (ζ) στον γενικό δείκτη παραγωγής στις κατασκευές και τις υποκατηγορίες της παραγωγής οικοδομικών έργων (κτιρίων) και έργων πολιτικού μηχανικού, (η) στο χονδρικό εμπόριο, σύμφωνα με τον δείκτη κύκλου εργασιών, και (θ) στη διαφορά των επιτοκίων (spread), η οποία υποχώρησε σημαντικά. Ανοδική, αν και ασθενής (κάτω της μονάδας), υπήρξε και η πορεία της βασικής μακροοικονομικής συνιστώσας της ιδιωτικής καταναλωτικής δαπάνης, ενώ θετικές ήταν και οι ενδείξεις αναφορικά με ορισμένους δείκτες ανταγωνιστικότητας. Ευνοϊκά κινήθηκαν ταυτόχρονα οι περισσότεροι δείκτες που αντανακλούν και ενσωματώνουν επιχειρηματικές προσδοκίες σε κλαδικό επίπεδο (εξαιρουμένων των προσδοκιών στις κατασκευές), οι εκτιμήσεις για τις νέες και τις προσδοκώμενες παραγγελίες στη μεταποίηση και τις εξαγωγές, καθώς και ο συνολικός δείκτης οικονομικού κλίματος για την Ελλάδα. Μεγάλη βαρύτητα για την πορεία της χώρας έχει, επιπροσθέτως, η συνέχιση της αποκλιμάκωσης της ανεργίας (συνολικά, για τους μακροχρόνια και για τους νέους ανέργους) και η διατήρηση της τάσης αύξησης της απασχόλησης (στο σύνολο, κυρίως στον πρωτογενή τομέα αλλά και στον τριτογενή, με αρνητικό πρόσημο μόνο για τον δευτερογενή τομέα), παρά τις συνολικά δυσμενείς συνθήκες που εξακολουθούν να χαρακτηρίζουν την εγχώρια αγορά εργασίας.

Στην αρνητική πλευρά<sup>4</sup>, έντονη ήταν η καθοδική πορεία που χαρακτήρισε στο τρίτο τρίμηνο του 2018 τη βασική μακροοικονομική συνιστώσα των επενδύσεων,

3. Αξίζει να αναφερθεί εδώ ότι, τόσο για το σύνολο της αγοράς όσο και για την εσωτερική και εξωτερική αγορά, τις θετικές εξελίξεις φαίνεται να οδηγούν κυρίως οι υποδείκτες για την κατηγορία της ενέργειας.

4. Και εδώ, οι διαπιστώσεις αφορούν την πορεία των μεταβλητών σε μη εποχικά διορθωμένη βάση.

οδηγούμενη από τη μεγάλη πτώση των επενδύσεων στην κατηγορία των άλλων κατασκευών. Υποχώρηση καταγράφηκε επίσης στην τελική καταναλωτική δαπάνη της Γενικής Κυβέρνησης, ενώ αρνητικές τάσεις παρατηρήθηκαν επιπλέον: (α) στον Γενικό Δείκτη του χρηματιστηρίου, (β) σε υποδείκτες του κύκλου εργασιών στη βιομηχανία, κυρίως για τα διαρκή καταναλωτικά αγαθά, και (γ) σε υποδείκτες του δείκτη όγκου στο λιανικό εμπόριο (για τις κατηγορίες των πολυκαταστημάτων και των καυσίμων και λιπαντικών αυτοκινήτων).

Η εκτιμώμενη πορεία του πραγματικού ΑΕΠ στο τέλος του 2018 αλλά και κατά το πρώτο εξάμηνο του 2019 δύναται να εξελιχθεί περισσότερο ή λιγότερο ευνοϊκά σε σχέση με την ως άνω πρόβλεψη, σε εξάρτηση από ένα ευρύτερο φάσμα κρίσιμων και αποφασιστικών παραγόντων. Οι παράγοντες αυτοί είναι συνυφασμένοι, από τη μία πλευρά, με την εξέλιξη στις βασικές συνιστώσες του ΑΕΠ που καθορίζει τον βαθμό μεσο-μακροπρόθεσμης ισχυροποίησης και βιωσιμότη-

τας της αναπτυξιακής δυναμικής, κυρίως μέσω της στήριξης του παραγωγικού δυναμικού σε καίριους κλάδους της ελληνικής οικονομίας και της εξασφάλισης νέων θέσεων εργασίας. Ειδικότερα, αφορούν τη διατήρηση του ευνοϊκού κλίματος αναφορικά με τις εξαγωγές, αλλά και την απόλυτα απαραίτητη ανάκαμψη και σταθεροποίηση των επενδύσεων και της ιδιωτικής κατανάλωσης. Από την άλλη πλευρά, συνδέονται με την περαιτέρω προώθηση καίριων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, καθώς και την εξασφάλιση ομαλών συνθηκών χρηματοδότησης της οικονομίας. Τέλος, σχετίζονται με τις δυνατότητες ελάφρυνσης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών από τις σημαντικές οικονομικές επιβαρύνσεις που αντιμετωπίζουν, την εξάλειψη ή έστω υποχώρηση της αβεβαιότητας και την άρση της επιφυλακτικότητας που συνδέεται με τις εσωτερικές πολιτικές εξελίξεις, καθώς και τη δυναμική της αναπτυξιακής πορείας σε παγκόσμιο και ευρωπαϊκό επίπεδο.

## 1.4. Διεθνές περιβάλλον: Πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας

### Αριστοτέλης Κουτρούλης

*Εν μέσω ισχυρών εντάσεων στις διμερείς εμπορικές σχέσεις μεταξύ των δύο μεγαλύτερων οικονομιών του κόσμου, ο ρυθμός ανόδου της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας κατά το τρέχον έτος αναμένεται να επιβραδυνθεί. Ανάλογη επιβράδυνση εκτιμάται ότι θα καταγράψει και ο ρυθμός ανόδου του διεθνούς εμπορίου. Ως βασικά χαρακτηριστικά της παγκόσμιας οικονομικής συγκυρίας προβάλλουν η μεγάλη αβεβαιότητα που επικρατεί στις τάξεις των επενδυτών και οι σχετικά μεγάλες αποκλίσεις στις αναπτυξιακές προοπτικές των εθνικών οικονομιών ανά την υφήλιο.*

#### 1.4.1. Γενική αξιολόγηση των εξελίξεων στην παγκόσμια οικονομία

##### Οικονομική δραστηριότητα

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των διεθνών οργανισμών, ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ το 2018 διατηρήθηκε στο 3,7%, ήτοι στο ίδιο επίπεδο με αυτό που καταγράφηκε το 2017 (βλ. Πίνακα 1.4.1). Σε αντίθεση, ωστόσο, με το 2017, οι οικονομικές εξελίξεις ανά τον κόσμο το περασμένο έτος ήταν λιγότερο ομοιογενείς και ο βαθμός συγχρονισμού στις επιδόσεις των εθνικών οικονομιών σαφώς μικρότερος. Επιπλέον, ως ένδειξη ενός παγκόσμιου οικονομικού κύκλου ο οποίος βρίσκεται στα όρια της ωρίμανσης, εκτιμάται ότι οι 3,7 ποσοστιαίες μονάδες αντιστοιχούν στον μεγαλύτερο ετήσιο ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ που θα έχει καταγράψει η παγκόσμια οικονομία κατά την τρέχουσα περίοδο.

Βραχυπρόθεσμα, η παγκόσμια οικονομία θα εξακολουθήσει να ευνοείται από την αυξημένη ζήτηση στο εσωτερικό των εθνικών οικονομιών λόγω της διευκολυντικής μακροοικονομικής πολιτικής και της δυναμικής που επιδεικνύουν οι αγορές εργασίας. Ωστόσο, οι περισσότεροι διεθνείς οργανισμοί συγκλίνουν στην εκτίμηση ότι, σε σχέση με το περυσινό έτος, ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ το 2019 θα μειωθεί ορι-

στά κατά 0,2 ποσοστιαίες μονάδες (βλ. Πίνακα 1.4.1). Μεταξύ των παραγόντων που αναμένονται να συμβάλουν σε αυτή τη μείωση συγκαταλέγονται: (α) η αυξημένη ένταση των εμπορικών σχέσεων μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας, (β) η επικείμενη αλλαγή προσανατολισμού της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής στις περισσότερες χώρες, (γ) οι δυσχερέστερες συνθήκες χρηματοδότησης, (δ) η υποχώρηση των επενδύσεων λόγω αυξημένης αβεβαιότητας και (ε) οι ανερχόμενες διεθνείς τιμές των ενεργειακών προϊόντων.

Η παραπάνω πρόβλεψη στηρίζεται σε ένα κεντρικό σενάριο το οποίο θέλει την αποφυγή εκδήλωσης μιας σειράς οικονομικών και γεωπολιτικών κινδύνων που περιβάλλουν την παγκόσμια οικονομία. Οι κίνδυνοι αυτοί αναφέρονται στα ενδεχόμενα: (α) της κλιμάκωσης της έντασης των εμπορικών σχέσεων μεταξύ των κυριότερων οικονομιών και της αύξησης της δασμολογικής προστασίας, (β) της απότομης άρσης των μέτρων πολιτικής που ευνοούν την οικονομική δραστηριότητα, (γ) της βίαιης αναπροσαρμογής των χαρτοφυλακίων των διεθνών επενδυτών και της απόσυρσης των κεφαλαίων τους από τις αναπτυσσόμενες οικονομίες, (δ) της μεγάλης επιβράδυνσης του ρυθμού ανάπτυξης της κινεζικής οικονομίας και (ε) της εκτόξευσης των διεθνών τιμών πετρελαίου σε υψηλότερα από τα προβλεπόμενα επίπεδα (European Commission, 2018 και OECD, 2018).

Είναι αξιοσημείωτο ότι οι κίνδυνοι που έχουν συσσωρευτεί είναι άμεσα συνδεδεμένοι μεταξύ τους, καθώς η πραγματοποίηση καθενός εξ αυτών μπορεί να προκαλέσει αλυσιδωτές αντιδράσεις και να ενεργοποιήσει καταστάσεις που σχετίζονται με την εκδήλωση των υπολοίπων κινδύνων. Για παράδειγμα, επιπλέον αυξήσεις στους δασμούς που επιβάλλονται από τις ΗΠΑ ενδέχεται να προκαλέσουν διαδοχικά: αύξηση του πληθωρισμού στις ΗΠΑ, αντίδραση της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ μέσω της αύξησης των επιτοκίων, αναταράξεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές και μεταφορά κεφαλαίων από τις αναπτυσσόμενες χώρες στις ΗΠΑ (European Commission, 2018).

##### Πληθωρισμός και απασχόληση

Στις προηγμένες οικονομίες ο μέσος όρος αύξησης του πληθωρισμού το 2018 ήταν της τάξης του 0,3% περίπου (βλ. Πίνακα 1.4.2). Ουσιαστικά, πρόκειται για μια οριακή αύξηση η οποία αντανάκλα την άνοδο των διεθνών τιμών πετρελαίου και την αυξημένη ζήτηση στο εσωτερικό των χωρών κατά την αντίστοιχη περίοδο. Ελαφρώς μεγαλύτερη ήταν η μέση αύξηση του

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1.4.1 Πραγματικό Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν<sup>1,2</sup>**  
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2017*			2018**			2019**		
	ΔΑΠ	ΕΕ	ΟΟΣΑ	ΔΑΠ	ΕΕ	ΟΟΣΑ	ΔΑΠ	ΕΕ	ΟΟΣΑ
Παγκόσμια οικονομία	3,7	3,7	3,6	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,5
Προηγμένες οικονομίες	2,3	:	:	2,3	:	:	2,1	:	:
ΗΠΑ	2,2	2,2	2,2	2,2	2,9	2,9	2,5	2,6	2,7
Ευρωζώνη	2,4	2,4	2,5	2,4	2	1,9	1,9	1,9	1,8
Ιαπωνία	1,7	1,7	1,7	1,9	1,1	0,9	0,9	1	1
Ηνωμένο Βασίλειο	1,7	1,7	1,7	1,7	1,3	1,3	1,5	1,2	1,4
Αναπτυσσόμενες οικονομίες	4,7	:	:	4,3	:	:	4,7	:	:
Βραζιλία	1	1	1	1,1	1,1	1,2	2,4	1,9	2,1
Ρωσία	1,5	1,5	1,5	1,5	1,7	1,6	1,8	1,6	1,5
Ινδία	6,7	6,2	6,7	6,7	7,3	7,5	7,4	7,5	7,3
Κίνα	6,9	6,9	6,9	6,9	6,6	6,6	6,2	6,2	6,3

Πηγές: IMF, *World Economic Outlook October 2018*, OECD, *OECD Economic Outlook (Vol. 2018/2)*, European Commission, *European Economic Forecast, Autumn 2018*, World Bank, *Global Economic Prospects, January 2019*.

\* Εκτιμήσεις, \*\* Προβλέψεις.

Σημειώσεις: 1. Οι αποκλίσεις που υπάρχουν στις εκτιμήσεις των διεθνών οργανισμών οφείλονται, μεταξύ άλλων, στη χρησιμοποίηση διαφορετικών οικονομικών υποδειγμάτων, την υιοθέτηση εναλλακτικών υποθέσεων, καθώς και στη διαφορετική χρονική στιγμή που πραγματοποιούνται οι προβλέψεις από την κάθε ερευνητική ομάδα.

2. Στην κατηγορία των αναπτυσσόμενων οικονομιών περιλαμβάνονται και οι αναδυόμενες οικονομίες.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1.4.2 Πληθωρισμός<sup>1</sup>**  
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2017			2018*			2019*		
	ΔΝΤ	ΕΕ	ΟΟΣΑ	ΔΝΤ	ΕΕ	ΟΟΣΑ	ΔΝΤ	ΕΕ	ΟΟΣΑ
<b>Προηγμένες οικονομίες</b>	1,7	:	:	2	:	:	1,9	:	:
ΗΠΑ	2,1	2,1	2,1	2,4	2,5	2,5	2,1	2,4	2,3
Ευρωζώνη	1,5	1,5	1,5	1,7	1,8	1,8	1,7	1,8	1,9
Ιαπωνία	0,5	0,5	0,5	1,2	0,8	1	1,3	1	1,4
Ηνωμένο Βασίλειο	2,7	2,7	2,7	2,5	2,6	2,5	2,2	2	2,3
<b>Αναπτυσσόμενες οικονομίες</b>	4,3	:	:	5	:	:	5,2	:	:
Βραζιλία	3,4	:	3,4	3,7	:	3,8	4,2	:	4,6
Ρωσία	3,7	:	3,7	2,8	:	2,9	5,1	:	5
Ινδία	3,6	:	3,6	4,7	:	4,5	4,9	:	5
Κίνα	1,6	:	1,5	2,2	:	2	2,4	:	3

Πηγές: IMF, *World Economic Outlook, October 2018*, OECD, *OECD Economic Outlook (Vol. 2018/2)*, European Commission, *European Economic Forecast, Autumn 2018*.

\* Προβλέψεις.

Σημείωση: 1. Στην κατηγορία των αναπτυσσόμενων οικονομιών περιλαμβάνονται και οι αναδυόμενες οικονομίες.

πληθωρισμού κατά το ίδιο έτος στις αναπτυσσόμενες χώρες, καθώς σε ορισμένες από αυτές καταγράφηκε σημαντική διολίσθηση των εθνικών τους νομισμάτων. Για το τρέχον έτος εκτιμάται ότι η επικείμενη μετάβαση των περισσότερων οικονομιών σε ένα καθεστώς πιο σφικτής νομισματικής πολιτικής θα εξουδετερώσει (τουλάχιστον εν μέρει) τις πληθωριστικές πιέσεις που ενδέχεται να προκύψουν από διάφορες πηγές (π.χ. ανοδική πορεία διεθνών τιμών πετρελαίου, αύξηση του κόστους εργασίας, κλπ.). Ως εκ τούτου, στις περισσότερες οικονομίες ο πληθωρισμός αναμένεται να κινηθεί στα ίδια επίπεδα με αυτά του περυσινού έτους (βλ. Πίνακα 1.4.2).

Παρόλο που τα επίπεδα πληθωρισμού μεταξύ προηγμένων και αναπτυσσόμενων οικονομιών παρουσιάζουν σημαντικές αποκλίσεις, οι μεταβολές του πληθωρισμού σε προηγμένο και αναπτυσσόμενο κόσμο εξακολουθούν να χαρακτηρίζονται από έναν αξιοσημείωτο συγχρονισμό. Το χαρακτηριστικό αυτό είναι απόρροια μιας μακροχρόνιας τάσης που έχει διαμορφωθεί τόσο λόγω της σύμπτωσης και της κοινής φιλοσοφίας των νομισματικών αρχών των περισσότερων χωρών όσο και λόγω της μεγαλύτερης διασύνδεσης των εθνικών

οικονομιών μέσω του διεθνούς εμπορίου και των διεθνών αγορών χρήματος και κεφαλαίου (World Bank, 2019).

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Διεθνούς Οργάνωσης Εργασίας, το παγκόσμιο ποσοστό ανεργίας το 2018 υποχώρησε στο 5,4%<sup>1</sup>. Ο ίδιος οργανισμός εκτιμά ότι το ποσοστό αυτό θα διατηρηθεί και κατά το τρέχον έτος (βλ. Πίνακα 1.4.3). Η ανάκαμψη στην αγορά εργασίας ήταν ισχυρότερη στις προηγμένες οικονομίες, καθώς ορισμένες από αυτές πέτυχαν να μειώσουν την ανεργία σε ποσοστά χαμηλότερα από αυτά που επικρατούσαν πριν την έλευση της Παγκόσμιας Οικονομικής Κρίσης. Επιπλέον, σε αρκετές οικονομίες του προηγμένου κόσμου διαπιστώνονται σημαντικές ελλείψεις στην προσφορά εργατικού δυναμικού υψηλής εξειδίκευσης, με αποτέλεσμα την άσκηση αυξητικών πιέσεων στους αντίστοιχους μισθούς (OECD, 2018). Στον αντίποδα βρίσκεται η ανειδίκευτη εργασία, η οποία βλέπει την παραγωγικότητα να αυξάνει με αργούς ρυθμούς, απολαμβάνει χαμηλές αμοιβές και τελεί υπό τη διαρκή απειλή υποκατάστασής της με αυτόματες μηχανές. Παρά λοιπόν τη βελτιωμένη εικόνα των αγορών εργασίας του προηγμένου κό-

1. Βλ. <[http://www.ilo.org/ilostat/faces/oracle/webcenter/portallapp/pagehierarchy/Page3.jspx?MBI\\_ID=2](http://www.ilo.org/ilostat/faces/oracle/webcenter/portallapp/pagehierarchy/Page3.jspx?MBI_ID=2)>.

### ΠΙΝΑΚΑΣ 1.4.3 Ανεργία (ποσοστά επί του συνολικού εργατικού δυναμικού)

	2017*		2018**		2019**	
	ΔΟΕ	ΟΟΣΑ	ΔΟΕ	ΟΟΣΑ	ΔΟΕ	ΟΟΣΑ
Παγκόσμια οικονομία	5,5	:	5,4	:	5,4	:
ΗΠΑ	4,4	4,3	4	3,9	4,1	3,5
Ευρωζώνη	:	9,1	:	8,2	:	7,6
Ιαπωνία	2,8	2,8	2,5	2,4	2,4	2,4
Ηνωμένο Βασίλειο	4,3	4,4	4	4,1	3,9	4
Βραζιλία	13,3	:	12	:	11,6	:
Ρωσία	5,2	:	5,1	:	4,9	:
Ινδία	3,5	:	3,5	:	3,5	:
Κίνα	4,7	:	4,7	:	4,8	:

Πηγές: OECD Economic Outlook (Vol. 2018/2), International Labour Office, database <[http://www.ilo.org/ilostat/faces/oracle/webcenter/portalapp/pagehierarchy/Page3.jspx?MBI\\_ID=2](http://www.ilo.org/ilostat/faces/oracle/webcenter/portalapp/pagehierarchy/Page3.jspx?MBI_ID=2)>.

\* Εκτιμήσεις, \*\* Προβλέψεις.

σμου, οι ειδικές συνθήκες που επικρατούν ανάλογα με τον βαθμό εξειδίκευσης των εργαζομένων συντελούν στην αύξηση των μισθολογικών διαφορών και απειλούν εύθραυστες κοινωνικές ισορροπίες.

Σε όρους ποσοστών ανεργίας, η γενικότερη εικόνα της αγοράς εργασίας στον αναπτυσσόμενο κόσμο δε δείχνει να διαφέρει σημαντικά από αυτή των προηγμένων οικονομιών. Ωστόσο, πίσω από τις εκτιμήσεις των ποσοστών αυτών κρύβεται μια ειδοποιός διαφορά: Σύμφωνα με την Παγκόσμια Τράπεζα, η άτυπη οικονομία στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες παράγει το 1/3 του ΑΕΠ και απασχολεί το 70% των εργαζομένων (World Bank, 2019). Με άλλα λόγια, το 70% των ατόμων που δεν είναι καταγεγραμμένα ως άνεργα απασχολείται σε οικονομικές δραστηριότητες που είναι εγγενώς νόμιμες αλλά στην πράξη αποφεύγουν όλες ή πολλές από τις κρατικές ρυθμίσεις που επιβάλλει η κείμενη νομοθεσία (π.χ. συμμετοχή στα εγχώρια κοινωνικά συστήματα ασφάλισης, τήρηση των κανόνων και όρων ασφάλειας στους χώρους εργασίας, φορολόγηση, κλπ.).

#### 1.4.2. Οικονομικές εξελίξεις ανά τον κόσμο

##### Προηγμένες οικονομίες

Σε αρκετές χώρες του προηγμένου κόσμου ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης το 2018 κινήθηκε πάνω από τα όρια των παραγωγικών δυνατοτήτων των οικονο-

μιών, φτάνοντας το 2,3% περίπου (βλ. Πίνακα 1.4.1). Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με την ευνοϊκή οικονομική πολιτική, τον υψηλό ρυθμό αύξησης νέων θέσεων εργασίας και, γενικότερα, με το πολύ θετικό κλίμα που επικράτησε κατά τη διάρκεια της τελευταίας διετίας. Για το τρέχον έτος εκτιμάται ότι ο ρυθμός οικονομικής επέκτασης στις προηγμένες οικονομίες θα μετριάσει και θα ευθυγραμμιστεί με το παραγωγικό δυναμικό των χωρών. Η εκτιμώμενη επιβράδυνση είναι της τάξης των 0,3 ποσοστιαίων μονάδων περίπου.

**ΗΠΑ:** Το 2018 η οικονομία των ΗΠΑ επέδειξε ιδιαίτερο δυναμισμό, με τον ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης να αυξάνει κατά 0,7 ποσοστιαίες μονάδες και να φτάνει το 2,9%. Το δε ποσοστό ανεργίας άγγιξε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, ίσως τα χαμηλότερα επίπεδα της τελευταίας πεντηκονταετίας, καθώς κάθε μήνα δημιουργούνται 200.000 νέες θέσεις εργασίας περίπου (World Bank, 2019). Στους παράγοντες που ενίσχυσαν θετικά την οικονομία κατά το περασμένο έτος περιλαμβάνονται οι ευνοϊκές φορολογικές μεταρρυθμίσεις, η αύξηση κρατικών δαπανών, ο υψηλός δείκτης εμπιστοσύνης επιχειρήσεων και νοικοκυριών και η βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας. Στο άμεσο μέλλον οι ίδιοι παράγοντες αναμένεται να συνεχίσουν να ασκούν θετική επίδραση επί της οικονομίας. Ωστόσο, η επίδραση ορισμένων εξ αυτών θα αρχίσει να εξασθενεί. Με αυτό το δεδομένο, και υπό το βάρος της αβεβαιότητας που δημιουργεί η νέα δασμολογική πολιτική των ΗΠΑ έναντι της Κίνας, ο

ετήσιος ρυθμός αύξησης του αμερικανικού ΑΕΠ το 2019 αναμένεται να επιβραδυνθεί κατά 0,3 ποσοστιαίες μονάδες περίπου.

**Ευρωζώνη:** Έπειτα από μια εξαιρετική χρονιά σε όρους οικονομικής επέκτασης, ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης το 2018 στην Ευρωζώνη επανήλθε στα επίπεδα του 2016 (2% περίπου). Η επιβράδυνση αυτή αντανακλά, εν μέρει, τον χαμηλότερο ρυθμό επέκτασης των εξαγωγών λόγω της ανατίμησης του ευρώ και λόγω της γενικότερης κάμψης που σημείωσε κατά την ίδια περίοδο ο ρυθμός ανόδου του διεθνούς εμπορίου. Για το 2019 ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ της Ευρωζώνης αναμένεται να παραμείνει σταθερός, χωρίς να αποκλείεται μια μικρή επιβράδυνση. Η τελική πορεία που θα ακολουθήσει η οικονομία εξαρτάται από την ανθεκτικότητά της έναντι των προκλήσεων: (α) της συνεχιζόμενης εξασθένησης της εξωτερικής ζήτησης, (β) του μικρότερου ρυθμού αύξησης της απασχόλησης, (γ) των λιγότερο ευνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης και (δ) των επερχόμενων αλλαγών στο σκηνικό των διεθνών εμπορικών συναλλαγών λόγω της δασμολογικής πολιτικής που ακολουθούν ΗΠΑ και Κίνα.

**Ιαπωνία:** Λόγω των φυσικών καταστροφών και των εξαιρετικά δυσμενών καιρικών συνθηκών που επικράτησαν κατά τη διάρκεια του προηγούμενου έτους, ο ρυθμός μεταβολής του ιαπωνικού ΑΕΠ το 2018 υποχώρησε στο 1% περίπου. Παρόλο που η οικονομία βρίσκεται πολύ κοντά στο όριο των παραγωγικών της δυνατοτήτων, ο πληθωρισμός εξακολουθεί να υπολείπεται κατά μια ποσοστιαία μονάδα του στόχου της Κεντρικής Τράπεζας. Ως εκ τούτου αναμένεται να συνεχιστεί και στο τρέχον έτος η επεκτατική νομισματική πολιτική, με τα μακροχρόνια επιτόκια να κινούνται γύρω από το μηδέν. Παράλληλα, ένα νέο πακέτο επεκτατικής πολιτικής αναμένεται προς το τέλος του 2019 προκειμένου να αντισταθμίσει τις αρνητικές επιδράσεις από την αύξηση του φόρου προστιθέμενης αξίας κατά την ίδια περίοδο. Υπό αυτές τις συνθήκες, ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης το 2019 θα διατηρηθεί γύρω από το 1%.

**Ηνωμένο Βασίλειο:** Κάτω από το βάρος της σύγχυσης και της μεγάλης αβεβαιότητας σχετικά με τους όρους οριστικής εξόδου του Ηνωμένου Βασιλείου από την Ευρωπαϊκή Ένωση, οι ρυθμοί αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων σημείωσαν σημαντική κάμψη κατά το προηγούμενο έτος. Μεγάλη επιβράδυνση, για διαφορετικούς λόγους, κατέγραψαν και οι εξαγωγές. Ως φυσικό επακόλουθο των εξελίξεων αυτών στις βασικές συνιστώσες του ΑΕΠ, ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης του Ηνωμένου Βασιλείου το 2018 μειώθηκε στο 1,3%. Υπό την προϋπόθεση ότι οι διαπραγματεύσεις μεταξύ Ηνωμένου

Βασιλείου και Ευρωπαϊκής Ένωσης θα επιφέρουν μια τελική συμφωνία και υπό την ενίσχυση της οικονομίας από την πλευρά της δημοσιονομικής πολιτικής, ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ θα παραμείνει γύρω από το 1,3%.

### Αναπτυσσόμενες οικονομίες

Η οικονομική δραστηριότητα στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες κατά τη διάρκεια του περασμένου έτους δέχθηκε ισχυρές πιέσεις από τις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου, τις αγορές συναλλάγματος, την ανοδική πορεία των διεθνών τιμών πετρελαίου και την αύξηση της δασμολογικής προστασίας. Όπως θα ανέμενε κανείς, η κατανομή των προκλήσεων που αντιμετώπισε ο αναπτυσσόμενος κόσμος ήταν συνάρτηση των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της κάθε οικονομίας. Για παράδειγμα, περισσότερο ευάλωτες στις πιέσεις των διεθνών κεφαλαιαγορών αποδείχθηκαν οι χώρες με τις μεγαλύτερες μακροοικονομικές ανισοροπίες ή/και τα μεγαλύτερα ποσοστά εγχώριου δανεισμού σε ξένα νομίσματα, όπως είναι η Αργεντινή και η Τουρκία. Κατά αναλογία, από τις αυξήσεις των διεθνών τιμών πετρελαίου προέκυψαν αρνητικές (θετικές) οικονομικές επιδράσεις για τις χώρες που είναι καθαροί εισαγωγείς (εξαγωγείς) του εν λόγω αγαθού.

Σε σχέση με τις οικονομικές εξελίξεις στις τέσσερις μεγαλύτερες αναδυόμενες οικονομίες του κόσμου, ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης κατά το προηγούμενο έτος εκτιμάται ότι επιταχύνθηκε σε Βραζιλία, Ρωσία και Ινδία, ενώ επιβραδύνθηκε στην Κίνα (βλ. Πίνακα 1.4.1). Για το τρέχον έτος εκτιμάται ότι ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ θα είναι ταχύτερος στη Βραζιλία, ενώ θα παραμείνει σχεδόν αμετάβλητος σε Ρωσία και Ινδία. Δεδομένης της έντασης στις εμπορικές σχέσεις ΗΠΑ και Κίνας, η οικονομική επέκταση της τελευταίας αναμένεται να επιβραδυνθεί περαιτέρω και να κυμανθεί γύρω από το 6,2%.

### 1.4.3. Διεθνές εμπόριο

Σε ένα περιβάλλον όπου τα αντιμαχόμενα εμπορικά συμφέροντα ΗΠΑ και Κίνας βρήκαν διέξοδο στη λήψη μέτρων δασμολογικής προστασίας και όπου τα εξωτερικά ελλείμματα και η διαφυγή κεφαλαίων άρχισαν να αντιμετωπίζονται από ορισμένες αναδυόμενες οικονομίες με μέτρα που περιορίζουν τις εισαγωγές, θα ήταν μεγάλη έκπληξη εάν ο ρυθμός επέκτασης του διεθνούς εμπορίου του περασμένου έτους διατηρούσε τον δυναμισμό που επέδειξε το 2017 (βλ. Πίνακα 1.4.4). Εν μέσω των πιέσεων που υφίστανται οι διεθνείς αλυσίδες παραγωγής και της γενικότερης αβε-



**ΠΙΝΑΚΑΣ 1.4.4 Ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές στον όγκο του διεθνούς εμπορίου**  
(αγαθά και υπηρεσίες)

2017*			2018**			2019**		
ΔΝΤ	ΟΟΣΑ	ΠΤ	ΔΝΤ	ΟΟΣΑ	ΠΤ	ΔΝΤ	ΟΟΣΑ	ΠΤ
5,2	5,2	5,4	4,2	3,9	3,8	4	3,7	3,6

Πηγές: IMF, *World Economic Outlook, October 2018*, OECD, *OECD Economic Outlook (Vol. 2018/2)*, European Commission, World Bank, *Global Economic Prospects, January 2019*.

\* Εκτιμήσεις, \*\* Προβλέψεις.

βαιότητας που έχουν προκαλέσει οι πολιτικές αυτές, ο ρυθμός αύξησης του όγκου του διεθνούς εμπορίου αναμένεται να επιβραδυνθεί περαιτέρω κατά το τρέχον έτος και να κυμανθεί γύρω από το 4%.

Αναφορικά με τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων, η επικείμενη επιβράδυνση της κινεζικής οικονομίας κατά το τρέχον έτος αναμένεται να τραβήξει προς τα κάτω τις τιμές των βασικών μετάλλων. Αντίθετα, αυξήσεις αναμένονται στα βασικά διατροφικά προϊόντα λόγω των δυσμενών καιρικών συνθηκών που έχουν επικρατήσει τελευταία στις περισσότερες περιοχές του κόσμου. Τέλος, οι διεθνείς τιμές πετρελαίου δείχνουν να συνεχίζουν και φέτος την ανοδική τους πο-

ρεία, με τη μέση τιμή να κυμαίνεται γύρω από τα 76 δολάρια ΗΠΑ ανά βαρέλι.

### Βιβλιογραφία

European Commission (2018), *European Economic Forecast, Autumn 2018*, Institutional Paper 084/November 2018.

International Monetary Fund (2018), *World Economic Outlook, Challenges to Steady Growth*, IMF, Washington, DC.

OECD (2018), *OECD Economic Outlook*, Vol. 2018, Issue 2, OECD Publishing, Paris.

World Bank (2019), *Global Economic Prospects, January 2019: Darkening Skies*, Washington, DC: World Bank.

## 2. Δημόσια οικονομικά

ΚΕΠΕ, Οικονομικές Εξελίξεις, τεύχος 38, 2019, σσ. 24-27

### 2.1. Εκτέλεση του Κρατικού Προϋπολογισμού 2018

**Ελισάβετ Ι. Νίτση**

Ο Κρατικός Προϋπολογισμός (ΚΠ) του 2018, με βάση τα πιο πρόσφατα στοιχεία του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους<sup>1</sup>, σε τροποποιημένη ταμειακή βάση, παρουσίασε έλλειμμα 2.316 εκατ. ευρώ ή 1,25% του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος (ΑΕΠ)<sup>2</sup>, έναντι 4.268 εκατ. ευρώ ή 2,37% του ΑΕΠ το 2017 και στόχου για έλλειμμα 1.911 εκατ. ή 1,03% του ΑΕΠ σύμφωνα με τον ΚΠ του 2019 και 3.381 εκατ. ή 1,85% του ΑΕΠ σύμφωνα με το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ) 2019-2022 (Πίνακας 2.1.1). Να σημειωθεί ότι ο αρχικός στόχος με τον ΚΠ του 2018 ήταν 943 εκατ. ευρώ ή 0,5% του ΑΕΠ, ενώ του ΜΠΔΣ 2018-2021 ήταν 1.096 εκατ. ευρώ ή 0,58%. Αντίστοιχα, το πρωτογενές πλεόνασμα ανήλθε στα 3.237 εκατ. ευρώ ή 1,74% του ΑΕΠ, έναντι 1.940 εκατ. ευρώ ή 1,08% το 2017 και στόχου για πρωτογενές πλεόνασμα 3.604 εκατ. ευρώ ή 1,94% του ΑΕΠ σύμφωνα με τον ΚΠ του 2019 και το ΜΠΔΣ 2019-2022 (Πίνακας 2.1.1). Σημειώνεται ότι ο αρχικός στόχος με τον ΚΠ του 2018 ήταν 4.257 εκατ. ευρώ ή 2,24%, ενώ του ΜΠΔΣ 2018-2021 ήταν 4.804 εκατ. ευρώ ή 2,56%. Σε αυτά τα μεγέθη δεν συμπεριλαμβάνονται η επίπτωση του προγράμματος εξόφλησης υποχρεώσεων παρελθόντων ετών και των εκκρεμών αιτήσεων συνταξιοδότησης. Αν συμπεριληφθούν, το πρωτογενές αποτέλεσμα του ΚΠ του 2018 περιορίζεται στα 68 εκατ. ευρώ ή 0,04% του ΑΕΠ, ενώ το ισοζύγιο του θα είναι ελλειμματικό κατά 183 εκατ. ευρώ ή 0,1%.

Επιπλέον, τα καθαρά έσοδα του Κρατικού Προϋπολογισμού του 2018 παρουσιάζονται αυξημένα σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του προηγούμενου έτους, καθώς ανήλθαν σε 53.682 εκατ. ευρώ, αυξημένα κατά 2.260 εκατ. ευρώ ή 4,4%, ενώ υστερούν

συγκριτικά με τον στόχο που είχε τεθεί για έσοδα τόσο με τον ΚΠ του 2019, ο οποίος έφτανε τα 55.164 εκατ. ευρώ, δηλαδή μία απώλεια της τάξης των 1.482 εκατ. ευρώ ή 2,69%, όσο και με τον ΚΠ του 2018 που προβλεπόταν να φθάσουν τα 54.244 εκατ. ευρώ, μειωμένα κατά 562 εκατ. ευρώ ή 1,04%, αλλά και το ΜΠΔΣ 2018-2021 που ανέρχονταν στα 55.008 εκατ. ευρώ, μειωμένα κατά 1.326 εκατ. ευρώ ή 2,41%. Αντίθετα, εμφανίζονται αυξημένα σε σχέση με το ΜΠΔΣ 2019-2022 όπου προβλέπονταν έσοδα της τάξης των 52.820 εκατ. ευρώ, αυξημένα κατά 862 εκατ. ευρώ ή 1,63%. Τα αυξημένα έσοδα οφείλονται κατά κύριο λόγο στην άνοδο των τακτικών εσόδων και ειδικότερα των εσόδων από τους έμμεσους φόρους, αλλά και στην αύξηση των εσόδων του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ).

Πιο αναλυτικά, τα καθαρά έσοδα του Τακτικού Προϋπολογισμού (ΤΠ) του 2018 ανήλθαν στα 51.042 εκατ. ευρώ, παρουσιάζοντας αύξηση της τάξης των 2.069 εκατ. ευρώ έναντι του 2017, ενώ εμφανίζονται μειωμένα κατά 267 εκατ. ευρώ έναντι του στόχου του ΚΠ του 2019. Υπολείπονται, επίσης, έναντι του στόχου του ΜΠΔΣ 2018-2021 κατά 231 εκατ. ευρώ. Αντίθετα, υπερβαίνουν κατά 1.957 εκατ. ευρώ τον στόχο του ΜΠΔΣ 2019-2022 και 533 εκατ. ευρώ αυτόν του ΚΠ του 2018. Αξίζει να σημειωθεί η σημαντική μείωση των εσόδων από αποκρατικοποιήσεις που ανήλθαν σε μόλις 234 εκατ. ευρώ, πολύ χαμηλότερα από όλους τους στόχους που είχαν τεθεί. Σημαντική είναι και η μείωση του ποσού που καταβλήθηκε για τόκους, που ανήλθε στα 5.554 εκατ. ευρώ, μειωμένο κατά 654 εκατ. ευρώ ή 10,53% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2017.

Από την άλλη πλευρά όμως, ο ΚΠ του 2018 εμφανίζει σχετική σταθεροποίηση των δαπανών του, καθώς αυτές ανήλθαν στα 55.998 εκατ. ευρώ, αυξημένες κατά μόλις 308 εκατ. ευρώ ή 0,55% έναντι του 2017, ενώ είναι χαμηλότερες έναντι των στόχων που είχαν τεθεί τόσο από τον Προϋπολογισμό του 2018, που προβλεπόταν να ανέλθουν στα 57.075 εκατ. ευρώ, μειωμένες κατά 1.077 εκατ. ευρώ ή 1,89%, όσο και από το ΜΠΔΣ 2019-2022 που προβλεπόταν να ανέλ-

1. Εκτέλεση Κρατικού Προϋπολογισμού, Μηνιαίο Δελτίο Δεκεμβρίου 2018, Υπουργείο Οικονομικών, Ιανουάριος 2019.

2. Με βάση την πρόβλεψη του ΑΕΠ για το 2018 από τον ΚΠ του 2018.

θουν στα 56.201 εκατ. ευρώ, μειωμένες κατά 203 εκατ. ευρώ ή 0,36%, αλλά και το ΜΠΔΣ 2018-2021 με πρόβλεψη για 56.104 εκατ. ευρώ, μειωμένες κατά 106 εκατ. ευρώ ή 0,19%. Μόνο ο Προϋπολογισμός του 2018 παρουσίαζε χαμηλότερες δαπάνες, της τάξης των 55.188 εκατ. ευρώ, λιγότερες κατά 810 εκατ. ευρώ ή 1,47%. Η αύξηση αυτή των δαπανών οφείλεται κατά κύριο λόγο στην αύξηση των μισθών και των συντάξεων, με την καταβολή των αναδρομικών των ειδικών μισθολογίων μετά τη δικαστική απόφαση του Συμβουλίου της Επικρατείας.

Πιο αναλυτικά, οι δαπάνες του ΤΠ του 2018 που ανήλθαν στα 49.761 εκατ. ευρώ, παρέμειναν σταθερές έναντι του 2017, ενώ ήταν λιγότερες κατά 564 εκατ. ευρώ ή 1,12% έναντι του στόχου του ΚΠ του 2019. Αντίθετα, είναι αυξημένες συγκριτικά με τους στόχους που είχαν τεθεί από το ΜΠΔΣ 2019-2022 (310 εκατ. ευρώ ή 0,63%), το ΜΠΔΣ 2018-2021 (407 εκατ. ευρώ ή 0,82%) και τον ΚΠ του 2018 κατά 1.323 εκατ. ευρώ ή 2,73%. Να σημειωθεί ότι η αύξηση της δαπάνης για μισθούς και συντάξεις αντισταθμίστηκε από τη μείωση της δαπάνης για ΠΔΕ. Οι πρωτογενείς δαπάνες ανήλθαν στα 44.207 εκατ. ευρώ, και εμφανίζονται αυξημένες έναντι του 2017 κατά 675 εκατ. ευρώ ή 1,55% και κατά 969 εκατ. ευρώ ή 2,24% έναντι του ΚΠ του 2018, ενώ παρουσιάζονται μειωμένες κατά 96 εκατ. ευρώ ή 0,21% έναντι του στόχου του ΜΠΔΣ 2019-2022 και κατά 603 εκατ. ευρώ ή 1,35% έναντι του ΜΠΔΣ 2018-2021. Αντίθετα, η καταβολή των τόκων, που ανήλθε στα 5.554 εκατ. ευρώ, είναι μειωμένη κατά 654 εκατ. ευρώ ή 10,53% έναντι του 2017, όπως και έναντι του στόχου και του ΜΠΔΣ 2018-2021 κατά 346 εκατ. ευρώ ή 5,86%. Αντίθετα, είναι υψηλότερες οι καταβολές τόκων σε σχέση με τον στόχο του ΜΠΔΣ 2019-2022 κατά 404 εκατ. ευρώ ή 7,84%.

Από τα παραπάνω είναι σαφές ότι ο Κρατικός Προϋπολογισμός του 2018, σε ταμειακή βάση, παρουσιάζει μικρές αποκλίσεις από τους στόχους που είχαν τεθεί στις δαπάνες και τα έσοδα. Επιπλέον, το πλεόνασμα, που υπερβαίνει κατά πολύ τις αρχικές δεσμεύσεις της χώρας έναντι του προγράμματος εξυγίανσης, έδωσε τη δυνατότητα στην ελληνική κυβέρνηση να προβεί σε ρυθμίσεις πέραν του προγράμματος, η οποία και επέλεξε την άσκηση κοινωνικής πολιτικής για την ελάφρυνση των αδύνατων οικονομικά πολιτών της χώρας έναντι πολιτικών μείωσης του φορολογικού βάρους ή/και άλλων αναπτυξιακών πολιτικών. Επιπρόσθετα, οι δικαστικές αποφάσεις που δίδουν αναδρομικές επιστροφές σε μισθωτούς και συνταξιούχους, το ύψος των οποίων δεν έχει ακόμη καθοριστεί, αλλά και αποφάσεις συμμόρφωσης με αυτές, αποτελούν ένα σημαντικό ζήτημα που μπορεί να θέσει σε κίνδυνο την οικονομική πολιτική της χώρας. Ακόμη σημαντικότερο πρόβλημα μπορεί να είναι μια διαφαινόμενη πολιτική αβεβαιότητα, στο πλαίσιο της κυβερνητικής πλειοψηφίας στη Βουλή, που μπορεί να οδηγήσει σε γενικότερη δυσπιστία των αγορών προς τη χώρα, ιδιαίτερα μετά την έκδοση του πενταετούς ομολόγου που θα μπορούσε να διαμορφώσει τις προϋποθέσεις επανόδου της Ελλάδας στις αγορές. Επίσης, ένα ιδιαίτερα σημαντικό θέμα που πρέπει να βρει αμέσως λύση είναι η ελάφρυνση του ενεργητικού των τραπεζών από τα μη εξυπηρετούμενα (κόκκινα) δάνειά τους. Τέλος, ιδιαίτερη προσοχή θα πρέπει να δοθεί στο γεγονός ότι η ελληνική οικονομία εισέρχεται σε εκλογικό κύκλο, με μεγάλο πολιτικό ανταγωνισμό που μπορεί να οδηγήσει σε δεσμεύσεις, από μέρους των πολιτικών κομμάτων, αντίθετες με την υπάρχουσα οικονομική πολιτική, στέλνοντας αντιφατικά μηνύματα στους επενδυτές και τις αγορές.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1.1 Στοιχεία των Κρατικών Προϋπολογισμών, εκατ. € σε τροποποιημένη ταμειακή βάση**

	2017		2018			Εκτίμηση Προϋπολογισμού 2019
	Πραγμ.	Πραγμ.	Πρόβλεψη Προϋπολογισμού 2018	Πρόβλεψη ΜΠΔΣ 2018-2021	Εκτίμηση ΜΠΔΣ 2019-2022	
<b>Κρατικός Προϋπολογισμός</b>						
Καθαρά έσοδα	51.422	53.682	54.244	55.008	52.820	55.164
Δαπάνες	55.690	55.998	55.188	56.104	56.201	57.075
<b>Τακτικός Προϋπολογισμός</b>						
Καθαρά έσοδα	48.973	51.042	50.509	51.273	49.085	51.309
- Τακτικά έσοδα	52.329	53.801	52.429	52.938	52.627	53.915
Άμεσοι φόροι	20.622	20.887	20.766	21.453	20.870	20.970
Έμμεσοι φόροι	26.942	27.966	27.390	27.502	27.078	27.861
Απολήψεις από Ε.Ε.	388	322	331	321	444	444
Λοιπά μη φορολογικά έσοδα	4.378	4.626	3.942	3.662	4.235	4.639
- Μη τακτικά έσοδα	708	687	304	283	643	670
- Έσοδα αποκρατικοποιήσεων	1.296	234	1.110	1.121	1.103	1.366
- Επιστροφές εσόδων <sup>1</sup>	5.360	3.680	3.648	3.383	5.289	4.642
Δαπάνες	49.740	49.761	48.438	49.354	49.451	50.325
- Πρωτογενείς δαπάνες	43.532	44.207	43.238	43.454	44.301	44.810
Αποδοχές και συντάξεις	10.256	11.291	12.660	12.540	10.780	11.727
Ασφάλιση, περιθαλψη, κοινωνική προστασία	21.331	20.899	19.438	19.649	19.713	20.120
Λειτουργικές και λοιπές δαπάνες	5.388	5.281	5.333	5.295	6.022	5.758
Αποδιδόμενοι πόροι	3.049	3.212	3.262	3.395	3.253	3.220
Αποθεματικό	472	500	1.000	1.000	498	498
- Τόκοι	6.208	5.554	5.200	5.900	5.150	5.515

<b>ΠΔΕ</b>									
Έσοδα	2.449	2.639	3.735	3.735	3.735	3.735	3.855		
Δαπάνες	5.950	6.237	6.750	6.750	6.750	6.750	6.750		
<b>Ταμειακό Προλογισμικό</b>									
Ταμειακό Προλογισμικό	1.940	3.237	4.257	4.804	3.604	3.604	3.604		
% ΑΕΠ	1,08	1,74	2,24	2,56	1,97	1,94	1,94		
<b>Ταμειακό Ισοζύγιο Κρατικού Προϋπολογισμού<sup>2,3</sup></b>									
% ΑΕΠ	-4,268	-2,316	-943	-1,096	-3,381	-1,911	-1,911		
<b>ΑΕΠ</b>									
	180.218	185.658 <sup>4</sup>	189.743	187.745	182.959	185.658	185.658		

Πηγές: Εισηγητική Έκθεση Κρατικού Προϋπολογισμού 2018 και 2019, Υπουργείο Οικονομικών,

Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2018-2021, Υπουργείο Οικονομικών, Μάιος 2017,

Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2019-2022, Υπουργείο Οικονομικών, Ιούνιος 2018,

Πορεία Εκτέλεσης Κρατικού Προϋπολογισμού 2018, Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Ιανουάριος 2019.

Σημειώσεις:

1. Εξαιρούνται οι επιστροφές από το πρόγραμμα εκκαθάρισης ληξιπρόθεσμων οφειλών.
2. Έλλειμμα (-)/Πλεόνασμα (+).
3. Τα στοιχεία δεν περιλαμβάνουν την επίπτωση του προγράμματος εξόφλησης υποχρεώσεων παρελθόντων ετών και εκκρεμών αιτήσεων συνταξιοδότησης.
4. Εκτίμηση Προϋπολογισμού 2019.

## 2.2. Η εξέλιξη και διάρθρωση του δημοσίου χρέους

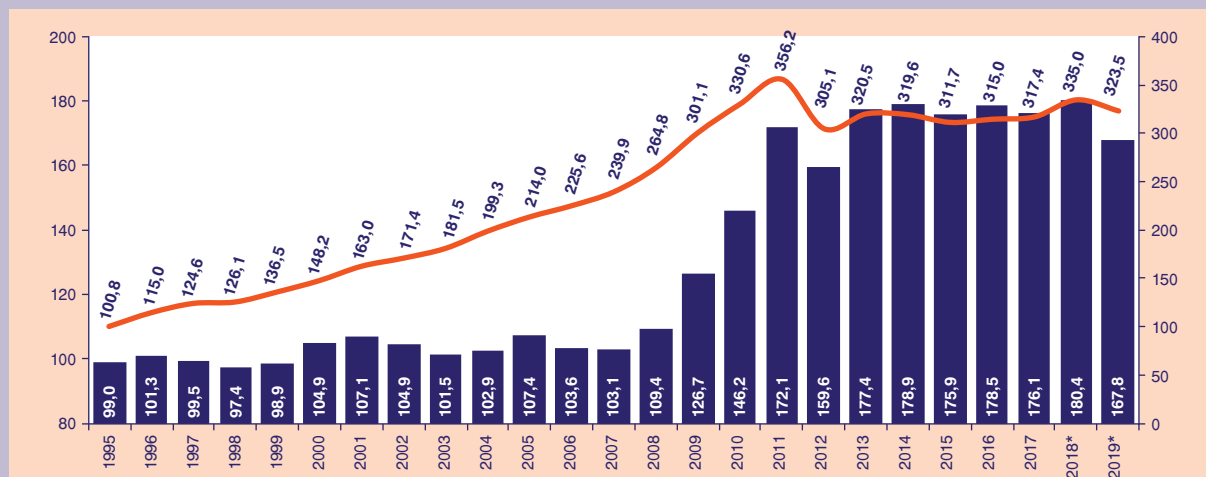
**Χρήστος Τριαντόπουλος**

Το ύψος του δημοσίου χρέους το 2018, πέρα από το δημοσιονομικό αποτέλεσμα, επηρεάστηκε σημαντικά από την πολιτική διαχείρισης των ταμειακών διαθεσίμων του κράτους με άξονα τη δημιουργία –σε όρους ρευστότητας– ενός «μαξιλαριού» ασφαλείας για τις χρηματοδοτικές ανάγκες της χώρας, μιας και από τον Αύγουστο του 2018 βρίσκεται εκτός προγράμματος χρηματοδοτικής στήριξης. Έτσι, σύμφωνα με τον Κρατικό Προϋπολογισμό του 2019 (Νοέμβριος 2018), το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης για το 2018 εκτιμάται στα 335 δισ. ευρώ (ή 180,4% του ΑΕΠ), παρουσιάζοντας μία αύξηση κατά περίπου 18 δισ. ευρώ σε σχέση με τα επίπεδα του 2017, οπότε και είχε διαμορφωθεί στα 317,4 δισ. ευρώ (ή 176,1% του ΑΕΠ). Πρόκειται, όπως έχει αναφερθεί ξανά, για μία εκτίμηση που συνιστά το πιο υψηλό ιστορικά επίπεδο δημοσίου χρέους της χώρας σε σχέση με το προϊόν της οικονομίας, που προβλέπεται, όμως, να αποκλιμακωθεί μέσα στο 2019. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τον Κρατικό Προϋπολογισμό του 2019, το χρέος

της Γενικής Κυβέρνησης θα διαμορφωθεί το 2019 στα 323,5 δισ. ευρώ (ή 167,8% του ΑΕΠ), καθώς, παράλληλα με το αποτέλεσμα της δημοσιονομικής πολιτικής και την αξιοποίηση μέρους του «μαξιλαριού» ασφαλείας, προβλέπεται αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ (Γράφημα 2.2.1).

Όσον αφορά το χρέος της Κεντρικής Διοίκησης, σύμφωνα με τον Κρατικό Προϋπολογισμό του 2019, εκτιμάται το 2018 στα 357,2 δισ. ευρώ, το οποίο και είναι αρκετά υψηλότερο από το αντίστοιχο της Γενικής Κυβέρνησης. Αυτή η εικόνα οφείλεται στο ενδοκυβερνητικό χρέος, το οποίο περιλαμβάνει και τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό μέσω συμφωνιών επαναγοράς από φορείς της Γενικής Κυβέρνησης. Σύμφωνα, με τα στοιχεία του Δελτίου Μηνιαίων Στοιχείων της Γενικής Κυβέρνησης, το χρέος της Κεντρικής Διοίκησης τον Νοέμβριο του 2018 διαμορφώθηκε στα 354,5 δισ. ευρώ, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 25,8 δισ. ευρώ σε σχέση με το τέλος του 2017, ενώ προβλέπεται το 2019 –σύμφωνα με τον Κρατικό Προϋπολογισμό του 2019– να φτάσει τα 346,2 δισ. ευρώ. Η εξέλιξη αυτή βασίζεται, κυρίως, στην αύξηση της χρηματοδότησης –μέχρι την ολοκλήρωση του προγράμματος– από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας μέχρι τη λήξη του προγράμματος, όσο και στη μεγάλη αύξηση του βραχυπρόθεσμου δανεισμού. Έτσι, σύμφωνα με τα στοιχεία για τον Νοέμβριο του 2018 σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο

**ΓΡΑΦΗΜΑ 2.2.1**  
Χρέος Γενικής Κυβέρνησης (1995-2019)



Πηγή: European Commission (1995-2015) και Κρατικός Προϋπολογισμός 2019 (2016-2019).

Σημείωση: \*Εκτίμηση.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2.1 Δομή χρέους Κεντρικής Διοίκησης

	2011		2013		2017		Νοέμβριος 2018	
	Εκατ. ευρώ	% χρέους	Εκατ. ευρώ	% χρέους	Εκατ. ευρώ	% χρέους	Εκατ. ευρώ	% χρέους
<b>A. Ομόλογα</b>	<b>259.774,18</b>	<b>70,6</b>	<b>76.296,25</b>	<b>23,7</b>	<b>50.457</b>	<b>15,4</b>	<b>51.548</b>	<b>14,5</b>
Ομόλογα στην αγορά εσωτερικού	240.940,37	65,5	73.415,28	22,8	48.681	14,8	49.779	14,0
Ομόλογα στις αγορές εξωτερικού*	18.833,81	5,1	2.880,97	0,9	1.776	0,5	1.769	0,5
<b>B. Βραχυπρόθεσμοι τίτλοι (έντοκα γραμματία)</b>	<b>15.058,63</b>	<b>4,1</b>	<b>14.970,82</b>	<b>4,7</b>	<b>14.943</b>	<b>4,5</b>	<b>15.279</b>	<b>4,3</b>
<b>Γ. Δάνεια</b>	<b>93.145,19</b>	<b>25,3</b>	<b>230.210,90</b>	<b>71,6</b>	<b>248.373</b>	<b>75,6</b>	<b>268.052</b>	<b>75,6</b>
Δάνεια Τραπέζης Ελλάδος	5.683,99	1,5	4.734,61	1,5	2.849	0,9	2.379	0,7
Λοιπά δάνεια εσωτερικού	836,71	0,2	115,50	0,0	247	0,1	229	0,1
Δάνεια Μηχανισμού Στήριξης	73.210,36	19,9	213.152,48	66,3	232.959	70,9	253.555	71,5
Λοιπά δάνεια εξωτερικού**	13.414,13	3,6	12.208,31	3,8	12.318	3,7	11.889	3,4
<b>Δ. Βραχυπρόθεσμα δάνεια***</b>	<b>0,00</b>	<b>0,0</b>	<b>0,00</b>	<b>0,0</b>	<b>14.931</b>	<b>4,5</b>	<b>19.630</b>	<b>5,5</b>
<b>Σύνολο χρέους Κεντρικής Διοίκησης (A+B+Γ+Δ)</b>	<b>367.978,00</b>	<b>100,0</b>	<b>321.477,97</b>	<b>100,0</b>	<b>328.704</b>	<b>100,0</b>	<b>354.509</b>	<b>100,0</b>

Πηγή: Δελτία Δημοσίου Χρέους (Δεκέμβριος 2011, Δεκέμβριος 2013) και Δελτίο Γενικής Κυβέρνησης (Νοέμβριος 2018).

Σημειώσεις: \* Περιλαμβάνονται και οι τιτλοποιήσεις στο εξωτερικό.

\*\* Περιλαμβάνονται και ειδικά και διακρατικά δάνεια.

\*\*\* Περιλαμβάνεται και η πώληση τίτλων με σύμφωνο επαναγοράς (repos).

του 2017, τα δάνεια από τον Μηχανισμό Στήριξης αυξήθηκαν κατά 20,5 δισ. ευρώ –με την τελευταία δόση του προγράμματος (Αύγουστος 2018) να είναι στα 15 δισ. ευρώ– και έφτασαν τα 253,5 δισ. ευρώ. Τα εν λόγω δάνεια αποτελούν, πλέον, το 71,5% του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης, ενώ το αντίστοιχο μερίδιο που αποτυπώνεται σε ομόλογα διαμορφώθηκε τον Νοέμβριο του 2018 στο 14,5% του χρέους (51,6 δισ. ευρώ) (Πίνακας 2.2.1). Επίσης, δεν παρουσιάστηκε κάποια αξιοσημείωτη μεταβολή στη χρηματοδότηση της Κεντρικής Διοίκησης μέσα από βραχυπρόθεσμους τίτλους, και δη έντοκα γραμματία του Ελληνικού Δημοσίου, η οποία διαμορφώθηκε στα 15,3 δισ. ευρώ (Γράφημα 2.2.2).

Παράλληλα με τον δανεισμό από τον Μηχανισμό Στήριξης, μία πηγή χρηματοδότησης –όπως μετατράπηκε ένα εργαλείο παροχής ρευστότητας– σημαντικό είναι (αναλογικά) και το μερίδιο του βραχυπρόθεσμου δανεισμού μέσω αξιοποίησης της πώλησης τίτλων με τη μέθοδο της επαναγοράς (repos) σε φορείς της Γενικής Κυβέρνησης, ο οποίος και αυξήθηκε σε σχέση με τον Δεκέμβριο του 2017. Συγκεκριμένα, τον Νοέμβριο του 2018 ο ενδοκυβερνη-

**ΓΡΑΦΗΜΑ 2.2.2**  
Χρέος Κεντρικής Διοίκησης (Νοέμβριος 2018),  
(εκατ. ευρώ· % χρέους)



Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Δελτίο Γενικής Κυβέρνησης (Νοέμβριος 2018).

τικός δανεισμός μέσω των γeros διαμορφώθηκε στα 19,6 δισ. ευρώ, που είναι 4,7 δισ. ευρώ περισσότερα από τον Δεκέμβριο του 2017, αλλά και 3,9 δισ. ευρώ λιγότερα σε σχέση με τον Ιούλιο του 2018 –πριν τη μεγάλη τελευταία δόση του Μηχανισμού Στήριξης (Γράφημα 2.2.3). Έτσι, η συγκεκριμένη πηγή χρηματοδότησης, πλέον, συνιστά –σύμφωνα με τα στοιχεία του Νοεμβρίου του 2018– το 5,5% του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης (Γράφημα 2.2.2), ενώ έχει περιθώρια –σύμφωνα με τον Κρατικό Προϋπολογισμό του 2019– να φτάσει τα 23 δισ. ευρώ (Γράφημα 2.2.3). Στην περίπτωση που η έκθεση σε ενδοκυβερνητικά γeros αυξηθεί, τότε θα μειωθεί το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης, καθώς θα αυξηθεί το ενδοκυβερνητικό χρέος της Κεντρικής Διοίκησης που δεν «αποτυπώνεται» στη Γενική Κυβέρνηση.

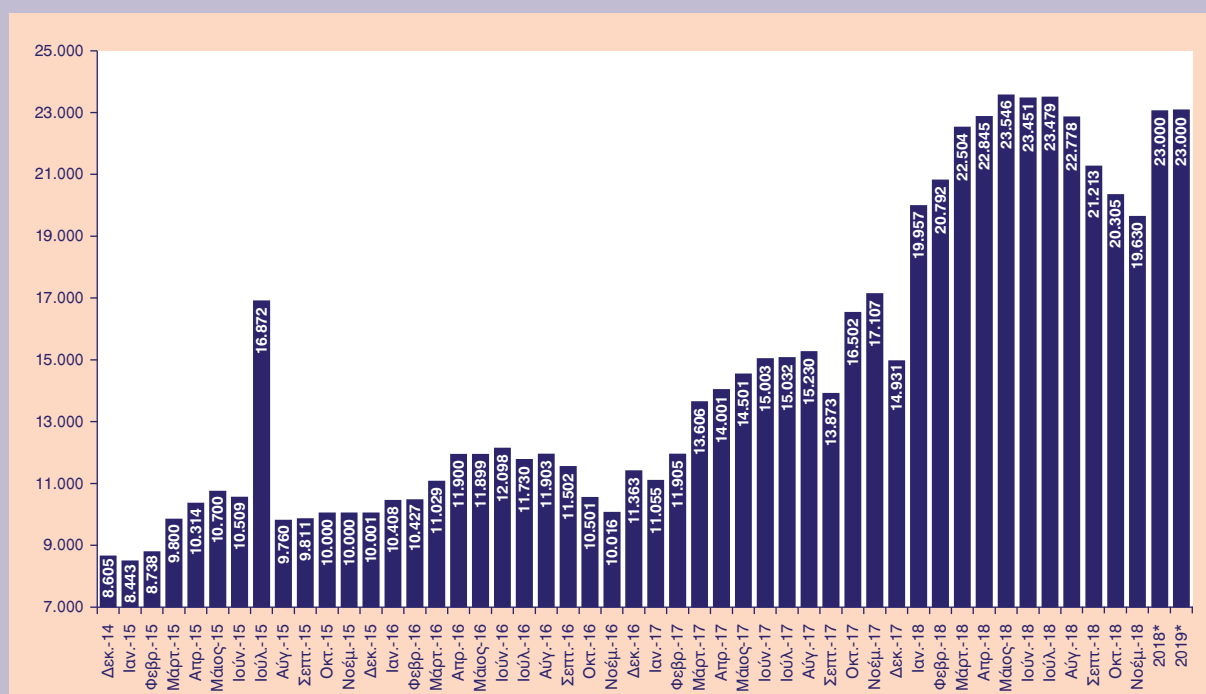
Όσον αφορά τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης, αυτά μέσα στο 2018 μεταβλήθηκαν ως αποτέλεσμα της προώθησης των βραχυπρόθεσμων μέτρων για την ενδυνάμωση της μακροχρόνιας βιωσιμότητας του δημοσίου χρέους.

Συγκεκριμένα, τα χαρακτηριστικά του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης επηρεάστηκαν, κυρίως, ως προς τη σταθερότητα ή όχι του επιτοκίου. Έτσι, τον Σεπτέμβριο του 2018 το μερίδιο του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης που βασίζεται σε σταθερό επιτόκιο διαμορφώθηκε στο 85,4% του χρέους έναντι 48,1% του χρέους τον Δεκέμβριο του 2017 και 28,5% του χρέους τον Δεκέμβριο του 2013 (Πίνακας 2.2.2). Το αποτέλεσμα, λοιπόν, είναι να ενισχύεται το δημόσιο χρέος της χώρας έναντι των κινδύνων που εμπεριέχονται στις διακυμάνσεις των επιτοκίων και στις μεταβολές της νομισματικής πολιτικής. Ως προς τα άλλα χαρακτηριστικά, για τον Σεπτέμβριο του 2018, το μη διαπραγματεύσιμο χρέος διατηρήθηκε στο 81,2% του χρέους, ενώ αυξήθηκε το μερίδιο του χρέους που ήταν εκφρασμένο σε ευρώ στο 97,8% (Πίνακας 2.2.2).

Τέλος, όσον αφορά το 2019 και την προσπάθεια άντλησης χρηματοδότησης από τις αγορές, ο σχεδιασμός της εκδοτικής πολιτικής, σύμφωνα με τον Κρατικό Προϋπολογισμό του 2019, περιλαμβάνει, μεταξύ

### ΓΡΑΦΗΜΑ 2.2.3

#### Βραχυπρόθεσμος δανεισμός Κεντρικής Διοίκησης (γeros)



Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Δελτίο Γενικής Κυβέρνησης (διάφοροι μήνες).

Σημειώσεις:

(α) \* Εκτίμηση Κρατικού Προϋπολογισμού 2019.

(β) Η επίδοση του Ιουλίου του 2015 παρουσιάζει μεγάλη απόκλιση, διότι περιλαμβάνει το βραχυπρόθεσμο δάνειο «γέφυρα» που έλαβε η χώρα από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας ύψους 7,16 δισ. ευρώ μεταξύ δεύτερου και τρίτου προγράμματος προσαρμογής.



## ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2.2 Σύνθεση χρέους Κεντρικής Διοίκησης

	Δεκέμβριος 2011	Δεκέμβριος 2012	Δεκέμβριος 2013	Δεκέμβριος 2017	Σεπτέμβριος 2018
<b>A. Επιτόκιο</b>					
Σταθερού επιτοκίου <sup>1</sup>	62,0%	32,7%	28,5%	48,1%	85,4%
Κυμαινόμενου επιτοκίου <sup>1,2</sup>	38,0%	67,3%	71,5%	51,9%	14,6%
<b>B. Διαπραγμάτευση</b>					
Διαπραγματεύσιμο	74,7%	34,3%	28,4%	19,9%	18,8%
Μη διαπραγματεύσιμο	25,3%	65,7%	71,6%	80,1%	81,2%
<b>Γ. Νόμισμα</b>					
Ευρώ	97,5%	96,7%	95,9%	97,4%	97,8%
Νομίσματα εκτός Ευρωζώνης	2,5%	3,3%	4,1%	2,6%	2,2%

Πηγή: Δελτία Δημοσίου Χρέους (Δεκέμβριος 2011, Δεκέμβριος 2012, Δεκέμβριος 2013, Δεκέμβριος 2017, Σεπτέμβριος 2018).

Σημειώσεις: 1. Η σχέση σταθερού/κυμαινόμενου συμπεριλαμβάνει τις πράξεις swap επιτοκίου.

2. Τα τιμαριθμοποιημένα ομόλογα περιλαμβάνονται στα κυμαινόμενα ομόλογα.

άλλων, σειρά νέων ομολογιακών εκδόσεων σταθερού επιτοκίου με κομβικές διάρκειες, που θα συμπληρώνουν τα κενά του φάσματος λήξεων του ελληνικού χαρτοφυλακίου χρέους. Σε αυτό το πλαίσιο, όπως προαναφέρθηκε, εντάσσεται και το «μαξιλάρι» ασφαλείας (σε όρους ρευστότητας) που έχει διαμορφωθεί

εντός του 2018 και, σύμφωνα με το Δελτίο Δημοσίου Χρέους, τον Σεπτέμβριο του 2018 τα ταμειακά διαθέσιμα του Ελληνικού Δημοσίου διαμορφώθηκαν στα 21,7 δισ. ευρώ και τα διαθέσιμα στον διακριτό λογαριασμό εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους ήταν στα 4,8 δισ. ευρώ.

# 3. Ανθρώπινοι πόροι και κοινωνικές πολιτικές

ΚΕΠΕ, Οικονομικές Εξελίξεις, τεύχος 38, 2019, σσ. 32-39

## 3.1. Πρόσφατες εξελίξεις σε βασικά μεγέθη της αγοράς εργασίας

Ιωάννης Χολέζας

### 3.1.1. Εισαγωγή

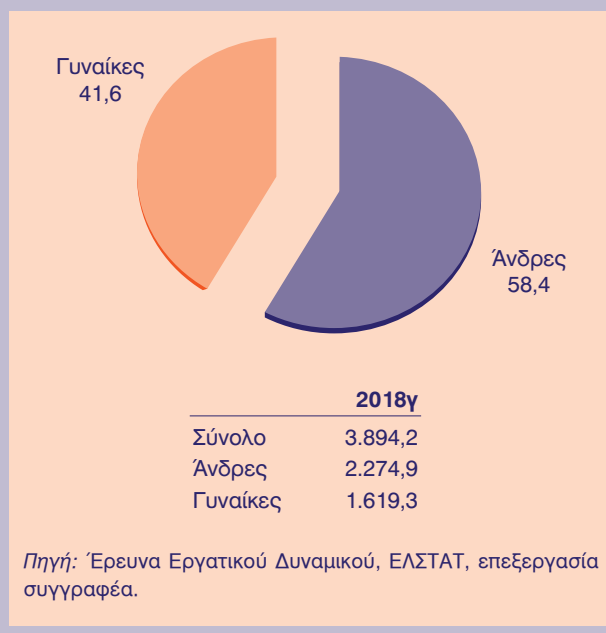
Σε αυτό το τεύχος αξιοποιούνται τα δεδομένα της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ ως το τρίτο τρίμηνο του 2018. Τα μεγέθη της αγοράς εργασίας κινήθηκαν ως επί το πλείστον θετικά τους πρώτους εννέα μήνες του 2018. Το τρίτο τρίμηνο του 2018 ο αριθμός των απασχολούμενων έφτασε τα 3.894,2 χιλ. άτομα και ο αριθμός των ανέργων συρρικνώθηκε σε 871,8 χιλ. άτομα. Διαφοροποιήσεις εντοπίζονται ως προς τη σύνθεση της μεταβολής των απασχολούμενων με γνώμονα το φύλο, την ηλικία, την εκπαίδευση και την περιφέρεια. Επίσης, διαφοροποιήσεις καταγράφονται στην απασχόληση τόσο μεταξύ των διαφορετικών κλάδων οικονομικής δραστηριότητας όσο και των επαγγελμάτων. Η υποαπασχόληση, δηλαδή η μη επιθυμητή μερική απασχόληση, συνεχίζει με φθίνοντα ρυθμό να καταγράφει, τουλάχιστον για συγκεκριμένες πληθυσμιακές ομάδες, διψήφια ποσοστά. Η μισθωτή απασχόληση συνεχίζει την ανοδική της πορεία, σε συνδυασμό με την αύξηση του αριθμού των επιχειρήσεων, κυρίως των μικρών.

### 3.1.2. Απασχόληση

Οι απασχολούμενοι έφτασαν τα 3.894,2 χιλ. άτομα το τρίτο τρίμηνο του 2018, εκ των οποίων περίπου έξι στους δέκα είναι άνδρες (Διάγραμμα 3.1.1). Ο αριθμός τους αυξήθηκε τους πρώτους εννέα μήνες του 2018 κατά 68 χιλ. άτομα ή 1,8% σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2017 (Διάγραμμα 3.1.2). Μεγαλύτερη αύξηση εμφάνισαν οι άνδρες απασχολούμενοι (2,5% ή 54,6 χιλ. περίπου) και λιγότερη οι γυναίκες απασχολούμενες (0,9% ή 13,5 χιλ. περίπου). Ως εκ τούτου το αποτέλεσμα είναι το 80% περίπου των νέων απασχολούμενων να είναι άνδρες. Από την άλλη πλευρά, η αύξηση των απασχολούμενων αφορά κυρίως την ηλικιακή ομάδα 45-64 ετών (το 86,3%

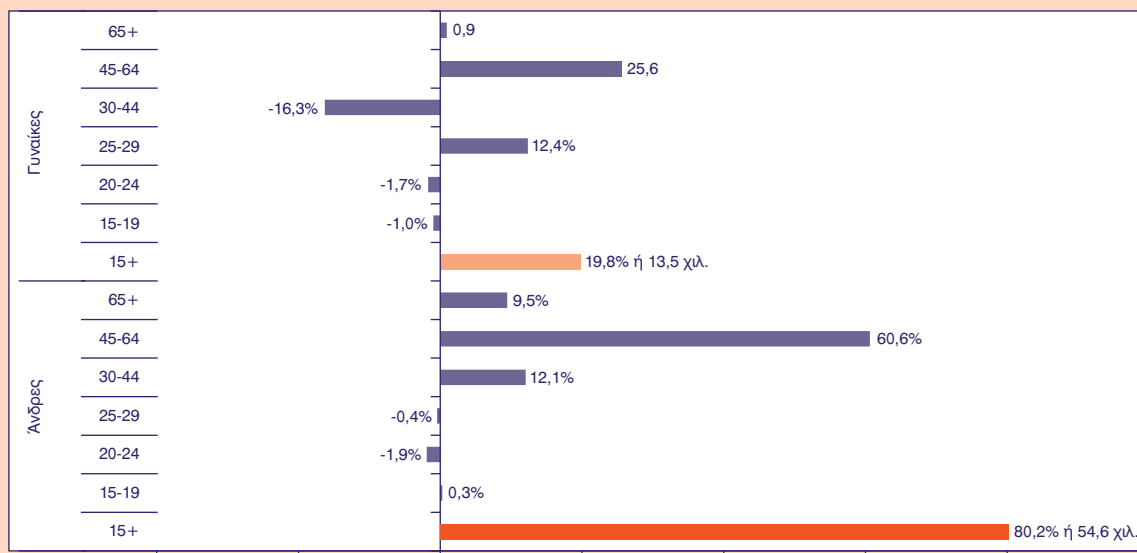
του συνόλου της αύξησης), ενώ περίπου το 70% αυτών είναι άνδρες. Η δεύτερη ταχύτερα διευρυνόμενη ομάδα απασχολούμενων είναι οι νέοι ηλικίας 25-29 ετών, οι οποίοι συνολικά αυξήθηκαν κατά 2,4% (ή 8,1 χιλ.). Σε αυτή την περίπτωση, όμως, καταγράφονται σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των φύλων. Συγκεκριμένα, στους άνδρες είναι η ομάδα 30-44 ετών που αυξήθηκε σημαντικά (8,2 χιλ. ή 0,9%), καταλαμβάνοντας τη δεύτερη θέση στην κατάταξη, ενώ στις γυναίκες είναι η ομάδα 25-29 ετών (8,4 χιλ. ή 6,1%). Επιπλέον, παρά τη γενική αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων και των δύο φύλων, στους άνδρες μειώθηκαν οι απασχολούμενοι ηλικίας 20-29 ετών, ενώ στις γυναίκες αυτές ηλικίας 15-24 και 30-44 ετών. Τα στοιχεία αυτά συνηγορούν στην άποψη που έχει επανειλημμένως εκφραστεί σε προηγούμενα τεύχη των Οικονομικών Εξελίξεων, ότι η ανάκαμψη της απασχόλησης αφορά κυρίως τους άνδρες και, μάλιστα, τους ωριμότερους ηλικιακά, καθώς το 60% περίπου των νέων απασχολούμενων είναι άνδρες ηλικίας 45-64 ετών και ακολουθούν οι γυναίκες της ίδιας ηλικιακής ομάδας (25,6%). Πιθανόν αυτό σχετίζεται με

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1.1**  
Σύσταση των απασχολούμενων το τρίτο τρίμηνο του 2018 (ηλικία 15+, %)



### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1.2

Σύνθεση της μεταβολής των απασχολούμενων την περίοδο 2017-2018 (ηλικία 15+, %)



Πηγή: Έρευνα Εργατικού Δυναμικού, ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία συγγραφέα.

τους κλάδους και τα επαγγέλματα που ανακάμπουν ταχύτερα και συζητιούνται στη συνέχεια του άρθρου.

Συνέπεια των επιμέρους μεταβολών στον αριθμό των απασχολούμενων και στον πληθυσμό είναι η αύξηση του ποσοστού απασχόλησης κατά 0,9 εκατοστιαίες μονάδες για το σύνολο του πληθυσμού άνω των 15 ετών, που έφτασε το 41,8% το πρώτο εννεάμηνο του έτους. Η αύξηση του ποσοστού απασχόλησης ήταν 1,4 εκατοστιαίες μονάδες στους άνδρες και 0,4 εκατοστιαίες μονάδες στις γυναίκες. Η διαφορά είναι πάντοτε υπέρ των ανδρών, ενώ τον τελευταίο χρόνο διευρύνθηκε από 16,1 σε 17,1 εκατοστιαίες μονάδες, σηματοδοτώντας την ταχύτερη ανάκαμψη της ανδρικής απασχόλησης. Σημειώνεται ότι το ποσοστό απασχόλησης είναι υψηλότερο και στα δύο φύλα για την ομάδα 15-64 ετών<sup>1</sup> και, ειδικότερα, κοντά στο 66% για τους άνδρες και 46% για τις γυναίκες. Η αύξηση της διαφοράς σε βάρος των γυναικών είναι ακόμη μεγαλύτερη και διευρύνεται φτάνοντας τις 19,7 εκατοστιαίες μονάδες το τρίτο τρίμηνο του 2018.

Σε συμφωνία με τις τάσεις που διαμορφώνονται, η μεγαλύτερη αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων σε απόλυτους όρους σημειώθηκε στους απόφοιτους

άνωτης τεχνικής και επαγγελματικής εκπαίδευσης, η οποία έφτασε τις 44,9 χιλ. άτομα. Ωστόσο, σε όρους ποσοστιαίας μεταβολής, η μεγαλύτερη αύξηση καταγράφηκε στους κατόχους μεταπτυχιακού ή και διδακτορικού τίτλου αγγίζοντας το 19,4% σε επίπεδο έτους. Σημειώνεται ότι, σε ετήσια βάση, μόνο το τρίτο τρίμηνο του 2018 (σε σύγκριση με το τρίτο τρίμηνο του 2017) η αύξηση έφτασε το 24,6%. Ομολογουμένως, η παρατήρηση αυτή ξενίζει, καθώς τα μέχρι τώρα δεδομένα συνηγορούσαν στη δημιουργία θέσεων απασχόλησης χαμηλής εξειδίκευσης. Δεν αποκλείεται, όμως, να αντανάκλα την επιβράδυνση του φαινομένου της «διαρροής των εγκεφάλων» (*brain drain*), χωρίς βεβαίως προφανή αιτία, αφού κάτι τέτοιο θα απαιτούσε σημαντικές διαρθρωτικές αλλαγές (ασφαλιστικό, φορολογικό, κ.ά.). Από την άλλη, η σταθερά ανοδική πορεία των αποφοίτων τεχνικής και επαγγελματικής εκπαίδευσης ήταν ανέκαθεν ζητούμενο και αναμένεται να ενισχύσει τις ροές προς αυτόν τον τύπο εκπαίδευσης<sup>2</sup>.

Σε αντιδιαστολή, σημειώθηκε μείωση των απασχολούμενων που έχουν ολοκληρώσει ως και κατώτερη δευτεροβάθμια, καθώς και των αποφοίτων πανεπι-

1. Αυτό είναι αναμενόμενο μιας και τα άτομα άνω των 64 ετών είναι κατά κανόνα εκτός εργατικού δυναμικού.

2. Υπενθυμίζεται ότι σε αυτό το επίπεδο εκπαίδευσης εντάσσονται οι απόφοιτοι ανώτερης δευτεροβάθμιας επαγγελματικής εκπαίδευσης και οι απόφοιτοι ΤΕΙ. Οι μαθητές αποφασίζουν για το είδος της εκπαίδευσης που θα ακολουθήσουν λαμβάνοντας υπόψη και τις προσωπικές απασχόλησης μεταξύ άλλων.

στημίου. Ως εκ τούτου, η αύξηση των απασχολουμένων φαίνεται ότι αφορά πρωτίστως τους απόφοιτους τεχνικής και επαγγελματικής εκπαίδευσης (66,1% της συνολικής αύξησης) και δευτερευόντως τους κατόχους μεταπτυχιακού ή και διδακτορικού τίτλου (51%), ενώ ακολουθούν οι απόφοιτοι ανώτερης δευτεροβάθμιας εκπαίδευσης (23,3%). Αυτό σημαίνει ότι η εικόνα που σχηματίζεται είναι μικτή, με την έννοια ότι δύσκολα μπορεί να εντοπίσει κανείς ξεκάθαρους τάσεις ενίσχυσης των απασχολουμένων συγκεκριμένων επιπέδων εξειδίκευσης.

Πάντως, είναι ενδεικτικό ότι το ποσοστό απασχόλησης αυξήθηκε πρωτίστως για τους απόφοιτους ανώτερης τεχνικής και επαγγελματικής εκπαίδευσης (κατά 2,4 εκατοστιαίες μονάδες), αγγίζοντας το 63% κατά μέσο όρο το 2018 (9μηνο), ενώ μειώθηκε σημαντικά για τους απόφοιτους δημοτικού και αυτούς με λιγότερη εκπαίδευση (κατά 6,5 εκατοστιαίες μονάδες). Σημειώνεται, ωστόσο, ότι το ποσοστό απασχόλησης αυξάνεται καθώς αυξάνεται το εκπαιδευτικό επίπεδο, με τους κατόχους μεταπτυχιακού ή και διδακτορικού να αγγίζουν το 80% το 2018, σχεδόν έξι εκατοστιαίες μονάδες πάνω από το 2013, αλλά ακόμη χαμηλότερα από το 2008. Συγκριτικά με το 2008 περισσότερο φαίνεται να έχουν πληγεί οι απόφοιτοι δημοτικού ή με λιγότερη εκπαίδευση (20,6 εκατοστιαίες μονάδες χαμηλότερα) και οι απόφοιτοι πανεπιστημίου (13,4 εκατοστιαίες μονάδες χαμηλότερα).

Πολύ δυναμική αύξηση των απασχολουμένων παρουσίασε η διοικητική περιφέρεια της Δυτικής Μακεδονίας, στην οποία οι απασχολούμενοι αυξήθηκαν κατά 16,3 χιλ. το πρώτο εννεάμηνο του 2018 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο το 2017, αντιπροσωπεύοντας το 24% του συνολικού αριθμού των νέων απασχολουμένων. Η δεύτερη μεγαλύτερη συνεισφορά στην αύξηση της απασχόλησης προήλθε από την Κρήτη, στην οποία οι απασχολούμενοι αυξήθηκαν κατά 10,9 χιλ., αντιπροσωπεύοντας το 16% της συνολικής αύξησης. Ακολουθεί η Ανατολική Μακεδονία και Θράκη με διψήφιο ποσοστό συνεισφοράς (12,1%). Σε σχετικούς όρους, δηλαδή λαμβάνοντας υπόψη τον αρχικό αριθμό των απασχολουμένων, η απασχόληση αυξήθηκε αισθητά στα Ιόνια νησιά (6,5%), την Κρήτη (4,6%), την Ήπειρο (4,2%) και την Ανατολική Μακεδονία και Θράκη (4,0%). Το ποσοστό απασχόλησης συνεχίζει να είναι υψηλότερο στα νησιά του Νοτίου Αιγαίου, την Κρήτη και τα Ιόνια νησιά, όπου εμφάνισε τη μεγαλύτερη αύξηση κατά 3,1 εκατοστιαίες μονάδες. Ακολουθεί η Κρήτη με 2 εκατοστιαίες μονάδες αύξηση. Στην Αττική, την πολυπληθέστερη περιφέρεια, οι απασχολούμενοι αυξήθηκαν μόλις κατά 3,2 χιλ., αντιπροσωπεύοντας το 4,7% της αύξησης σε επίπεδο χώρας. Δεν είναι τυχαίο ότι το ποσοστό απασχόλησης στην

Αττική βρίσκεται περίπου εννέα εκατοστιαίες μονάδες χαμηλότερα σε σύγκριση με το επίπεδο του 2008, δύο μονάδες πάνω από τον μέσο όρο της χώρας.

### Σύνθεση της απασχόλησης

Παραδοσιακά, το μεγαλύτερο μέρος των απασχολουμένων είναι μισθωτοί. Το μερίδιό τους έφτασε το 67% το τρίτο τρίμηνο του 2018, ακολουθώντας σταθερά ανοδική πορεία. Ακολουθούν οι αυτοαπασχολούμενοι χωρίς προσωπικό (περίπου 22%) και οι αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό (7,6%). Το μικρότερο μερίδιο έχουν οι απασχολούμενοι ως βοηθοί σε οικογενειακές επιχειρήσεις. Αυτοί μαζί με τους αυτοαπασχολούμενους χωρίς προσωπικό, το πρώτο εννεάμηνο του 2018 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2017, εμφάνισαν τις μεγαλύτερες μειώσεις σε απόλυτους όρους (7,5 χιλ. και 6,5 χιλ., αντίστοιχα). Αντίθετα, αυξήθηκαν τόσο οι μισθωτοί όσο και οι αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό. Σε σχετικούς όρους οι βοηθοί στην οικογενειακή επιχείρηση εμφάνισαν τη μεγαλύτερη μείωση (4,4%), ενώ οι αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό τη μεγαλύτερη αύξηση (7,1%). Ως συνέπεια των παραπάνω, το 92,3% της αύξησης των απασχολουμένων αφορούσε μισθωτούς. Όπως σημειώνεται σε προηγούμενα τεύχη των *Οικονομικών Εξελίξεων*, οι μεταβολές αυτές συνηγορούν στο συμπέρασμα ότι η απασχόληση τείνει να μετασχηματίζεται προς όφελος της μισθωτής εργασίας και των επιχειρήσεων, πιθανόν και ως αποτέλεσμα των θεσμικών αλλαγών στο ασφαλιστικό σύστημα.

Οι συνολικά 68 χιλ. νέοι απασχολούμενοι την περίοδο 2017-2018 δεν κατανεμήθηκαν ομοιόμορφα μεταξύ των κλάδων (Διάγραμμα 3.1.3). Περίπου ένας στους τέσσερις νέους απασχολούμενους απορροφήθηκε στη γεωργία, δασοκομία και αλιεία, ένας στους πέντε στις δραστηριότητες ανθρώπινης υγείας, κ.ά., και περίπου δύο στους έντεκα στο χονδρικό και λιανικό εμπόριο, κ.ά. Σε σχετικούς όρους, μεγάλη αύξηση της απασχόλησης καταγράφηκε στη διαχείριση ακίνητης περιουσίας (σχεδόν 30% αύξηση), καθώς και στην παροχή νερού, επεξεργασία υδάτων, κ.ά. (περίπου 20% αύξηση). Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί ότι αυτοί οι κλάδοι είναι σχετικά μικροί σε μέγεθος. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι στην πρώτη περίπτωση η αύξηση αντιστοιχεί σε 1,1 χιλ. άτομα και στη δεύτερη σε 5,5 χιλ. άτομα. Από την άλλη πλευρά, σε κάποιους άλλους κλάδους η απασχόληση μειώθηκε. Μεγαλύτερη μείωση καταγράφηκε στις χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες από όπου απομακρύνθηκαν περίπου 6,1 χιλ. άτομα ή 6,5% του συνόλου των απασχολουμένων στον κλάδο. Ακολούθησαν οι δραστηριότητες νοικοκυριών ως εργοδοτών, όπου η μείωση έφτασε τις 5,2 χιλ. άτομα ή 14,6% των

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1.3

#### Σύνθεση της μεταβολής των απασχολουμένων κατά κλάδο, 2017-2018 (%)



Πηγή: Έρευνα Εργατικού Δυναμικού, ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία συγγραφέα.

Σημείωση: Η μεταβολή αναφέρεται στους πρώτους εννέα μήνες του 2018 σε σύγκριση με τους πρώτους εννέα μήνες του 2017.

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1.4

#### Σύνθεση της μεταβολής των απασχολουμένων κατά επάγγελμα, 2017-2018 (%)



Πηγή: Έρευνα Εργατικού Δυναμικού, ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία συγγραφέα.

Σημείωση: Η μεταβολή αναφέρεται στους πρώτους εννέα μήνες του 2018 σε σύγκριση με τους πρώτους εννέα μήνες του 2017.

απασχολούμενων στον κλάδο. Σε γενικές γραμμές, ο τελευταίος κλάδος είναι ένας από αυτούς με τις μεγαλύτερες απώλειες στη διάρκεια των τελευταίων ετών. Σημειώνεται ότι, παρά την ανάκαμψη της απασχόλησης από το 2014, το επίπεδο της απασχόλησης παραμένει περίπου 60% χαμηλότερα από εκείνο του 2008. Μόνο ο κλάδος των κατασκευών εμφανίζει αντίστοιχα δυσμενή εικόνα. Αντίθετα, στις δραστηριότητες υπηρεσιών παροχής καταλύματος, κ.ά. (ήτοι τον τουρισμό) απασχολούνται περισσότερα άτομα σε σύγκριση με το 2008 (ένας στους δέκα απασχολείται εκεί). Το ίδιο ισχύει και για κάποιους μικρότερους κλάδους, οι οποίοι φαίνεται να έχουν ανακάμψει πλήρως, όπως είναι η ενημέρωση και επικοινωνία και οι διοικητικές και υποστηρικτικές δραστηριότητες, μεταξύ άλλων.

Σημαντική αύξηση σε απόλυτους όρους εμφάνισαν τους πρώτους εννέα μήνες του 2018 σε σύγκριση με το αντίστοιχο διάστημα του 2017 οι απασχολούμενοι ως χειριστές σταθερών βιομηχανικών εγκαταστάσεων, κ.ά.<sup>3</sup> Η αύξηση έφτασε τις 19,2 χιλ. άτομα και αντιστοιχεί στο 28,2% της συνολικής αύξησης των απασχολούμενων (Διάγραμμα 3.1.4 πιο πάνω). Τα μέλη των βουλευομένων σωμάτων και ανώτερα διοικητικά στελέχη εμφάνισαν επίσης ισχυρή αύξηση, τόσο σε σχετικούς (19,7%), όσο και σε απόλυτους όρους (17,7 χιλ.) και αποτέλεσαν τη δεύτερη ομάδα επαγγελματιών με τη μεγαλύτερη αύξηση (26,1%). Σε αντιδιαστολή, οι απασχολούμενοι μειώθηκαν μόνο σε δύο επαγγελματικές ομάδες: τους ανειδίκευτους εργάτες, χειρώνακτες και μικροεπαγγελματίες (4,5%) και τους ειδικευμένους τεχνίτες, κ.ά. (0,9%).

## ΕΡΓΑΝΗ

Τη στιγμή συγγραφής του παρόντος η πιο πρόσφατη διαθέσιμη έκθεση της ΕΡΓΑΝΗ αφορούσε τον μήνα Νοέμβριο, ο οποίος έκλεισε με αρνητικό πρόσημο, όπως ήταν αναμενόμενο λόγω της εποχικότητας της οικονομικής δραστηριότητας. Ωστόσο, η επίδοση την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου 2018 ήταν καλύτερη από εκείνη της αντίστοιχης περιόδου το 2017, καθώς δημιουργήθηκαν 6,8 χιλ. περισσότερες νέες θέσεις μισθωτής απασχόλησης. Ο καθαρός αριθμός έφτασε τις 135 χιλ. περίπου, που είναι η καλύτερη επίδοση από το 2001. Περίπου το 46% των νέων προσλήψεων αφορούσαν θέσεις πλήρους απασχόλησης, ενώ άλλο ένα 41,6% αφορούσε προσλήψεις μερικής απασχό-

λησης. Το υπόλοιπο ήταν προσλήψεις σε θέσεις εκ περιτροπής εργασίας. Σε σχέση με το 2017 μειώθηκε κατά μία εκατοστιαία μονάδα το μερίδιο των προσλήψεων εκ περιτροπής απασχόλησης.

Τα πρόσθετα στοιχεία για τη μισθωτή απασχόληση που συγκεντρώνει το πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ και παραθέτει στην ειδική έκθεση του Δεκεμβρίου του 2018 σκιαγραφούν μια θετική εικόνα για την αγορά εργασίας<sup>4</sup>. Οι μισθωτοί αυξήθηκαν σε 1,908 εκατ. περίπου, δηλαδή κατά 4,6% σε σχέση με το 2017. Σημειώνεται ότι η ΕΕΔ για τους πρώτους εννέα μήνες του 2018 δείχνει μικρότερη αύξηση των μισθωτών, περίπου 2,5% (αλλά και μεγαλύτερο αριθμό, περίπου 2,5 εκατ.). Το 54% περίπου αυτών είναι άνδρες, ενώ η αύξησή τους ήταν ταχύτερη σε σύγκριση με εκείνη των γυναικών. Περίπου επτά στους δέκα μισθωτούς απασχολούνται πάνω από 35 ώρες την εβδομάδα, περίπου 60 χιλ. περισσότεροι από ό,τι το 2017. Από την άλλη, περίπου 4% των μισθωτών ή περίπου 120 χιλ. συνεχίζουν να απασχολούνται λιγότερες από 10 ώρες την εβδομάδα. Το μερίδιο αυτών είναι σταθερό τα δύο τελευταία έτη κοντά στο 6% και σχετίζεται με την υποαπασχόληση που συζητείται στην επόμενη ενότητα. Ειδικότερα, οι απασχολούμενοι με μερική ή εκ περιτροπής απασχόληση εμφανίζουν αύξηση κατά 8,8 χιλ. περίπου ή 2,2% σε σύγκριση με το 2017<sup>5</sup>.

Η αύξηση της μισθωτής απασχόλησης μπορεί να προέλθει είτε από τη μεγέθυνση των υπαρχουσών επιχειρήσεων, είτε από τη δημιουργία νέων. Συνολικά, το 2018 λειτούργησαν περίπου 10 χιλ. περισσότερες επιχειρήσεις σε σύγκριση με το 2017, οι περισσότερες εκ των οποίων πολύ μικρές (8.473), δηλαδή επιχειρήσεις που απασχολούν 1-10 άτομα. Επίσης, λειτούργησαν άλλες 1.357 νέες μικρές επιχειρήσεις μεγέθους 11-50 ατόμων και 206 μεγάλες επιχειρήσεις μεγέθους 51-250 ατόμων. Σε αντιδιαστολή, μειώθηκαν κατά δύο οι επιχειρήσεις που απασχολούν 2.501-3.000 άτομα. Ως συνέπεια, οι περισσότερες κατηγορίες επιχειρήσεων διατήρησαν σχεδόν σταθερό το μερίδιό τους στο σύνολο. Οριακή μείωση παρουσίασαν οι επιχειρήσεις 1-10 ατόμων και οριακή αύξηση οι επιχειρήσεις 11-50, 51-250 και 251-500 ατόμων. Είναι πιθανό κάποιες επιχειρήσεις να μεταπήδησαν από τη μία κατηγορία στην άλλη, λόγω χάρη λόγω αύξησης του αριθμού των απασχολούμενων σε αυτές. Οι εξελίξεις αυτές οδηγούν στο συμπέρασμα ότι το μέγεθος των ελληνικών επι-

3. Τα πρόσωπα μη δυνάμενα να καταταγούν περιλαμβάνουν κατά κόρον μέλη των Ενόπλων Δυνάμεων και των Δυνάμεων Ασφαλείας.

4. Τα στοιχεία αναφέρονται στον Οκτώβριο του 2018.

5. Η πληροφορία προκύπτει από τον Πίνακα ΙΒ3, σ. 13, ο οποίος αναφέρεται στις αποδοχές.

χειρήσεων δεν άλλαξε ουσιαστικά. Περίπου το 89% των επιχειρήσεων είναι πολύ μικρές (1-10 ατόμων) και απασχολούν το 28,6% των απασχολούμενων το 2018. Αντίθετα, το 0,2% είναι επιχειρήσεις άνω των 250 ατόμων έκαστη και απασχολούν το 25,6% του συνόλου των απασχολούμενων μισθωτών.

Αναφορικά με τις μικτές αποδοχές των μισθωτών το συνολικό κονδύλι αυξήθηκε κατά 9,4% ή €175,3 εκατ. περίπου. Αυτό δεν αντικατοπτρίζει αύξηση των αποδοχών των ήδη απασχολούμενων μόνο, αλλά και τις αποδοχές των νέων απασχολούμενων. Μια προσεκτική ματιά στην κατανομή φανερώνει ότι δεν υπήρξαν σημαντικές ανακατατάξεις στα μερίδια των απασχολούμενων κατά κλιμάκιο μικτών αποδοχών. Ομολογουμένως, αύξηση εμφάνισε ο αριθμός αυτών που αποζημιώνονται με χαμηλές αποδοχές και, συγκεκριμένα, κατά 7,7% αυξήθηκαν αυτοί που αμείβονται από €501-€600, 6,8% αυτοί που αμείβονται με €601-€700 και 6,5% αυτοί που αμείβονται με €801-€900. Τη μικρότερη αύξηση κατά 3,3% εμφάνισαν όσοι αμείβονται με €1.501-€2.000. Αυτά φαίνεται να υποδηλώνουν ότι η αγορά κινείται προς ένα σημείο ισορροπίας με χαμηλότερες αμοιβές.

### 3.1.3 Υποαπασχόληση<sup>6</sup>

Αν επιχειρούσε κανείς να κατατάξει την ένταση της σύνδεσης με την αγορά εργασίας, θα μπορούσε να κατατάξει τους απασχολούμενους στην πρώτη θέση, ως πλήρως συνδεδεμένους και ενταγμένους στην αγορά εργασίας, τους υποαπασχολούμενους στη δεύτερη θέση, τους ανέργους στην τρίτη θέση και τους οικονομικά μη ενεργούς στην τέταρτη και τελευταία θέση<sup>7</sup>. Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας των τελευταίων ετών και η δύσκολη οικονομική συγκυρία συνέβαλλαν στην επέκταση της παρουσίας της υποαπασχόλησης, όπως αυτή αντανακλάται στις ελαστικές μορφές εργασίας, π.χ. μερική απασχόληση, απασχόληση εκ περιτροπής, κ.ά.

Όταν κάποιος απασχολείται τουλάχιστον μία ώρα την εβδομάδα με αμοιβή, κατατάσσεται ως απασχολούμενος. Ομολογουμένως κάπου πρέπει να μπει ένα όριο στον ορισμό του απασχολούμενου. Ωστόσο,

λαμβάνοντας υπόψη ότι ένας από τους βασικούς στόχους της απασχόλησης είναι η αξιοπρεπής διαβίωση, μια θέση εργασίας που συνεπάγεται αμοιβές που δεν μπορούν να την εξασφαλίσουν, ενδεχομένως, αφήνει περιθώρια αμφισβήτησης της εγκυρότητας του ορισμού. Όπως έχει συζητηθεί σε προηγούμενα τεύχη των *Οικονομικών Εξελίξεων*, στο πλαίσιο των οικονομικών δυσκολιών των τελευταίων ετών επεκτάθηκαν οι ευέλικτες μορφές απασχόλησης που αφορούν μερική ή εκ περιτροπής απασχόληση ως μια όχι απαραίτητα επιθυμητή επιλογή εκ μέρους του ανθρώπινου δυναμικού. Την περίοδο της αποκλιμάκωσης της ανεργίας, το μερίδιο αυτών που δηλώνουν ότι απασχολούνται μερικώς διότι δεν μπορούν να βρουν πλήρη απασχόληση περιορίζεται από περίπου 10% στα τέλη του 2014 και αρχές του 2015 σε περίπου 9% το 2018.

Από το 2014 και έπειτα φαίνεται ότι το μέγεθος της υποαπασχόλησης σταθεροποιείται πέριξ του 6,5%. Το τελευταίο έτος ο αριθμός των υποαπασχολούμενων μειώθηκε κατά 17,5 χιλ. ή 6,6%. Ο συνολικός μέσος αριθμός των υποαπασχολούμενων έφτασε τις 246,5 χιλ. τους πρώτους εννέα μήνες του 2018. Από αυτούς, το 54% περίπου ήταν γυναίκες και περίπου ένας στους τρεις νέοι ηλικίας 15-29 ετών. Η μείωση προήλθε κυρίως από τη μείωση της υποαπασχόλησης της ομάδας 45-64 ετών, η οποία αντιστοιχεί στο 70% περίπου της συνολικής μείωσης. Αντίθετα, αυξήθηκε σημαντικά ο αριθμός των υποαπασχολούμενων νέων ηλικίας 15-19 ετών<sup>8</sup>, ενώ αύξηση παρουσίασαν οι υποαπασχολούμενοι άνω των 65 ετών. Κατά συνέπεια, το ποσοστό των υποαπασχολούμενων στο σύνολο των απασχολούμενων μειώθηκε από 7% σε 6,4%. Αυτό σημαίνει, *ceteris paribus*, ότι βελτιώθηκε η αξιοποίηση του παραγωγικού συντελεστή εργασίας. Η μείωση του ποσοστού υποαπασχόλησης ήταν μεγαλύτερη στις γυναίκες και ειδικά στους νέους 15-29 ετών. Μέσα στην ομάδα των νέων, όμως, μεγάλη αύξηση παρουσίασε η υποαπασχόληση στην ομάδα 15-19 ετών, η οποία οφείλεται ενδεχομένως σε ιδιαιτερότητες των δεδομένων<sup>9</sup>. Είναι ενδιαφέρον ότι η διαφορά ως προς την υποαπασχόληση μεταξύ ανδρών-γυναικών παραμένει σχετικά σταθερή από το 2014 και έπειτα με κάποιες διακυμάνσεις, ενώ η διαφορά μεταξύ νέων 15-29 ετών και ατόμων

6. Υποαπασχολούμενοι, σύμφωνα με τον ορισμό της ΕΛΣΤΑΤ, είναι οι μερικώς απασχολούμενοι που θα ήθελαν να εργαστούν πλήρες ωράριο και είναι άμεσα διαθέσιμοι να το κάνουν, αλλά δεν βρίσκουν αντίστοιχη θέση εργασίας.

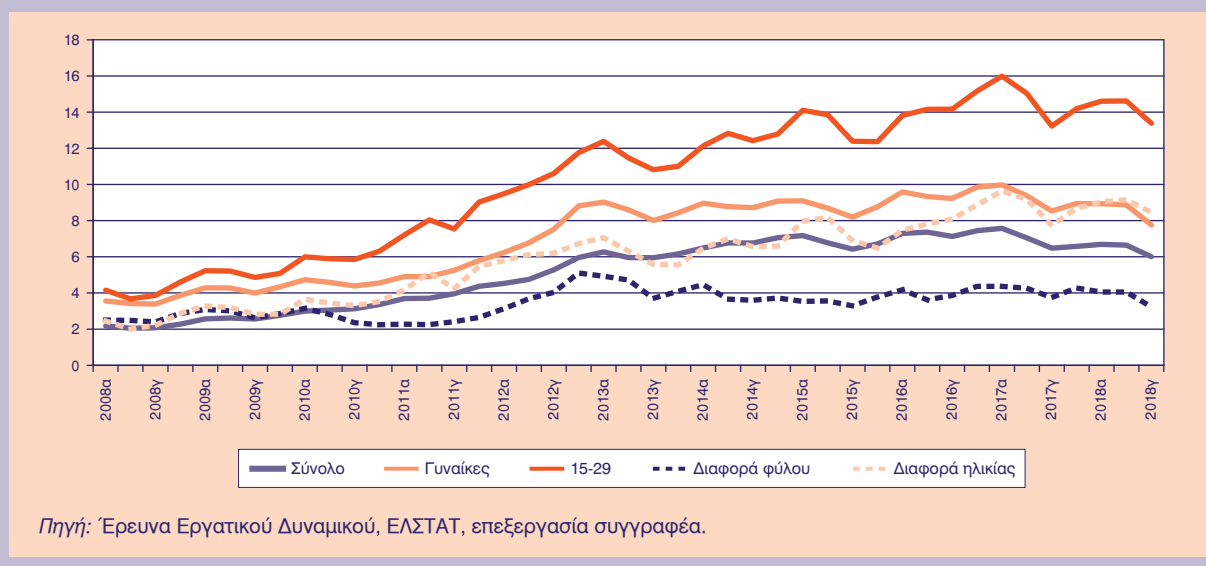
7. Προφανώς, μπορεί κανείς να διακρίνει περισσότερες ομάδες ως προς την ένταση της σύνδεσης με την αγορά εργασίας ανάλογα με τα κριτήρια που χρησιμοποιεί, όπως π.χ. τη διάρκεια της ανεργίας.

8. Πρέπει να σημειωθεί ότι τα δεδομένα δείχνουν ασυνήθιστα μεγάλη μείωση του αριθμού των υποαπασχολούμενων νέων 15-19 ετών ολόκληρο το 2017, επομένως η αύξηση του 2018 συμβάλλει στη σύγκλιση με τα μεγέθη του 2016.

9. Βλέπε υποσημείωση 8.

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1.5

#### Διαχρονική εξέλιξη του ποσοστού υποαπασχόλησης, 2008-2018 (%)



30+ διευρύνεται σταθερά (Διάγραμμα 3.1.5). Πρόκειται για ένα φαινόμενο που δεν φαίνεται να είναι συγκυριακό και, επομένως, απαιτεί προσοχή και περαιτέρω διερεύνηση.

#### 3.1.4. Ανεργία

Η αύξηση της απασχόλησης που καταγράφηκε στην προηγούμενη ενότητα συνοδεύτηκε από τη μείωση τόσο του αριθμού των ανέργων όσο και του ποσοστού ανεργίας. Το τρίτο τρίμηνο του έτους η ανεργία για τα άτομα άνω των 15 ετών διαμορφώθηκε στο 18,3%, μειωμένη έναντι του 20% το τρίτο τρίμηνο του 2017 και ακολουθώντας την εποχική τάση μείωσης που εμφανίζει κάθε τρίτο τρίμηνο του έτους. Η μέση μείωση σε επίπεδο εννεάμηνου έφτασε τις 2,1 εκατοστιαίες μονάδες<sup>10</sup>. Για τους άνδρες η μείωση ήταν λίγο μεγαλύτερη (2,4 έναντι 1,7 εκατοστιαίες μονάδες μείωσης των γυναικών). Η ανεργία για τους νέους ηλικίας 15-29 ετών μειώθηκε, αλλά συνέχισε να βρίσκεται αρκετές μονάδες πάνω από την αντίστοιχη για τα άτομα άνω των 30 ετών το τρίτο τρίμηνο του 2018: 30,2% έναντι 16,2%. Πάντως, η διαφορά στο ποσοστό ανεργίας με γνώμονα την ηλικία περιορίστηκε κατά 1,3 εκατοστιαίες μονάδες το 2018, ενώ αυτή με γνώμονα το φύλο διευρύνθηκε κατά 0,7 εκατοστιαίες μονάδες. Έτσι, το μερίδιο των γυναικών μεταξύ των ανέργων αυξήθηκε σε 55,5% το 2018.

Κατ' αντιστοιχία με τον αριθμό των απασχολούμενων, ο αριθμός των ανέργων μειώθηκε από 1,034 εκατ.

ανέργους το πρώτο εννεάμηνο του 2017 κατά μέσο όρο σε 926,3 χιλ. ανέργους την αντίστοιχη περίοδο το 2018. Οι άνδρες άνεργοι μειώθηκαν κατά 65 χιλ. περίπου ή 13,6% και οι γυναίκες κατά 42,5 χιλ. ή 7,6%. Επιπλέον, κατά 32 χιλ. περίπου μειώθηκαν οι άνεργοι νέοι ηλικίας 15-29 ετών ή 12,1%. Ως συνέπεια, περίπου έξι στους δέκα ανέργους που έπαψαν να είναι άνεργοι ήταν άνδρες, ενώ ένας στους τρεις ήταν νέος. Για λόγους συγκρισιμότητας αναφέρεται ότι οι άνεργοι ηλικίας 30-64 ετών μειώθηκαν την ίδια περίοδο κατά 9,9%. Μια πιο προσεκτική εξέταση των δεδομένων αποκαλύπτει ότι η ταχύτερη αποκλιμάκωση του αριθμού των ανέργων ανδρών οφείλεται στην υπερδιπλάσια μείωση της ομάδας ανέργων ανδρών ηλικίας 30-64 ετών έναντι των αντίστοιχων γυναικών. Η μείωση του αριθμού των ανέργων είναι μεγαλύτερη της αύξησης του αριθμού των απασχολούμενων, επομένως το εργατικό δυναμικό μειώθηκε μεταξύ 2017-2018.

Η αποκλιμάκωση της ανεργίας την περίοδο 2017-2018 χαρακτήρισε σχεδόν όλες τις περιφέρειες της χώρας. Εξαιρέση αποτελούν τα νησιά του Βορείου και Νοτίου Αιγαίου. Το ποσοστό ανεργίας αποκλιμακώθηκε ταχύτερα στην Ανατολική Μακεδονία και Θράκη και την Ήπειρο (4,3 εκατοστιαίες μονάδες), καθώς και την Κρήτη (3,9 εκατοστιαίες μονάδες). Σε σχετικούς όρους, όμως, ο αριθμός των ανέργων μειώθηκε στην πρώτη και την τρίτη περιφέρεια άνω του 22%. Αποθαρρυντική είναι η επίδοση της Αττικής, η οποία εμφάνισε την τρίτη μικρότερη σχετική μείωση

10. Το μέσο ποσοστό ανεργίας στο εννεάμηνο ήταν 19,5% το 2018 έναντι 21,6% το 2017.



του αριθμού των ανέργων, μετά από τη Δυτική Μακεδονία και τα νησιά του Βορείου Αιγαίου. Σε κάθε περίπτωση το τρίτο τρίμηνο του 2018 το υψηλότερο ποσοστό ανεργίας εντοπίστηκε στη Δυτική Μακεδονία (27,6%) και τη Δυτική Ελλάδα (23,8%). Αυτές οι δύο περιφέρειες μαζί με τα νησιά του Βορείου Αιγαίου απέχουν περισσότερο από τα χαμηλά επίπεδα ανεργίας του 2008. Από την έναρξη της ανάκαμψης της απασχόλησης το 2014, ταχύτερη αποκλιμάκωση εμφανίζει το ποσοστό ανεργίας στην Ανατολική Μακεδονία και Θράκη και την Κρήτη, ενώ καμία μεταβολή δεν υπάρχει στα νησιά του Βορείου Αιγαίου. Σε γενικές γραμμές, φαίνεται ότι τα νησιά του Βορείου Αιγαίου ξεχωρίζουν αρνητικά. Δεν αποκλείεται η προσφυγική κρίση και το πλήγμα στον τουρισμό να σχετίζονται σε ένα βαθμό με αυτό.

### 3.1.5. Συμπεράσματα

Η εικόνα της αγοράς εργασίας συνέχισε να βελτιώνεται τα πρώτα τρία τρίμηνα του 2018. Οι απασχολούμενοι αυξήθηκαν και οι άνεργοι μειώθηκαν. Η ανάκαμψη της απασχόλησης αφορά κυρίως τους άνδρες και, μάλιστα, τους ωριμότερους ηλικιακά, καθώς η πλειονότητα των νέων απασχολούμενων είναι άνδρες ηλικίας 45-64 ετών και ακολουθούν οι γυναίκες της ίδιας ηλικιακής ομάδας. Η ανισορροπία που καταγράφηκε σε προηγούμενα τρίμηνα επιμένει, με τους απόφοιτους ανώτερης τεχνικής και επαγγελματικής εκπαίδευσης να ωφελούνται περισσότερο από την αύξηση της απασχόλησης και τους απόφοιτους πανεπιστημίου λιγότερο. Τις καλύτερες επιδόσεις στην απασχόληση παρουσίασαν η Δυτική Μακεδονία, η Κρήτη και η Ανατολική Μακεδονία και Θράκη, ενώ συγκριτικά καλές επιδόσεις είχαν και τα Ιόνια νησιά και η Ήπειρος. Ακόμη,

οι μισθωτοί και οι αυτοαπασχολούμενοι με προσωπικό αυξάνονται ταχύτερα από τις άλλες δύο ομάδες, ένδειξη ότι η απασχόληση μετασχηματίζεται. Η γεωργία, η υγεία και το εμπόριο δημιούργησαν τις περισσότερες νέες θέσεις απασχόλησης, ενώ οι χρηματοπιστωτικές και ασφαλιστικές δραστηριότητες και οι δραστηριότητες νοικοκυριών ως εργοδοτών ξεπέρασαν όλους τους υπόλοιπους κλάδους στη μείωση των απασχολούμενων. Η αύξηση των απασχολούμενων τον τελευταίο χρόνο στηρίχθηκε στη δημιουργία νέων, κυρίως μικρών σε μέγεθος, επιχειρήσεων.

Θετικές είναι οι εντυπώσεις από τη μισθωτή απασχόληση. Η αύξηση των καθαρών ροών δείχνει ανάκαμψη της απασχόλησης, ενώ το μερίδιο των προσλήψεων πλήρους απασχόλησης διατηρήθηκε σχεδόν σταθερό. Αντίστοιχα, περίπου σταθερό παρέμεινε το μερίδιο αυτών με μερική ή εκ περιτροπής απασχόληση, στοιχείο που σηματοδοτεί ότι τα δύσκολα δεν έχουν περάσει, καθώς φαίνεται να εδραιώνεται η προτίμηση για ευέλικτες μορφές εργασίας με πιθανές αρνητικές συνέπειες στο επίπεδο διαβίωσης. Περαιτέρω, το ποσοστό των υποαπασχολούμενων φαίνεται να σταθεροποιείται, όμως ενισχύεται η απόκλιση μεταξύ των ηλικιακών ομάδων. Οι μικτές αποδοχές ως σύνολο αυξήθηκαν, όμως οι νέες προσλήψεις αφορούν μάλλον συχνότερα χαμηλές αποδοχές. Τέλος, η ανεργία μειώθηκε ταχύτερα για τους άνδρες και τους νέους. Μεγαλύτερες δυσκολίες εύρεσης απασχόλησης φαίνεται να αντιμετωπίζουν οι άνεργες γυναίκες 30-64 ετών σε σύγκριση με την αντίστοιχη ομάδα των ανδρών. Από την έναρξη της αποκλιμάκωσης της ανεργίας το 2014, ταχύτερη μείωση εμφανίζει το ποσοστό ανεργίας στην Ανατολική Μακεδονία και Θράκη και την Κρήτη, ενώ δεν υπάρχει ουσιαστική μεταβολή στα νησιά του Βορείου Αιγαίου, στοιχείο που πρέπει να προβληματίσει.

## 3.2. Οι αλλοδαποί στην ελληνική αγορά εργασίας

### Ιωάννης Χολέζας

Σκοπός αυτού του άρθρου είναι να περιγράψει τις εξελίξεις στον πληθυσμό των αλλοδαπών<sup>1</sup> στη χώρα, στην πλειονότητά τους προερχόμενους από χώρες εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, και την αλλαγή των συνθηκών στην αγορά εργασίας κατά τα τελευταία έτη, ειδικά μετά το 2008. Πριν την έναρξη των οικονομικών προβλημάτων το 2008, η Ελλάδα αποτελούσε έναν ελκυστικό προορισμό για τους μετανάστες κυρίως γειτονικών χωρών, όπως η Αλβανία και η Βουλγαρία, αλλά και για πολλούς από χώρες της Ασίας. Έκτοτε, όμως, πολλά έχουν αλλάξει στις οικονομικές προοπτικές τα οποία επηρεάζουν, ενδεχομένως σημαντικά, τόσο τις μεταναστευτικές επιλογές των υποψήφιων μεταναστών, όσο και εκείνες αυτών που βρίσκονται ήδη εδώ.

#### 3.2.1. Οι αλλοδαποί στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση

Ακούγεται συχνά στον δημόσιο διάλογο ότι οι ευρωπαϊκές χώρες υποδέχονται μεγάλο αριθμό αλλοδαπών, οι οποίοι ενδέχεται να προκαλέσουν προβλήματα στην κοινωνική συνοχή των χωρών υποδοχής. Μια εξέταση των δεδομένων από την Ευρωπαϊκή Στατιστική Αρχή (Eurostat) αποδεικνύει ότι οι ανησυχίες αυτές δύσκολα μπορούν να θεμελιωθούν. Σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης των 28 κρατών-μελών (ΕΕ-28) το μερίδιο των ατόμων ηλικίας 15-64 ετών με διαφορετική υπηκοότητα από εκείνη του κράτους στο οποίο διαμένουν κυμάνθηκε από 4,4% έως 8,4% την περίοδο 2002-2017, ενώ ο μέσος όρος της τελευταίας δεκαετίας δεν ξεπέρασε το 7,5%. Αν και δεν αποκλείεται σε συγκεκριμένες περιοχές μιας χώρας η

συγκέντρωση αλλοδαπών να είναι μεγαλύτερη, ωστόσο σε επίπεδο χώρας οι ανησυχίες μοιάζουν μάλλον αδικαιολόγητες. Από την άλλη πλευρά, η συγκέντρωση σε συγκεκριμένες περιοχές είναι σε κάποιο βαθμό επιλογή των ίδιων των αλλοδαπών<sup>2</sup> και σε έναν άλλο βαθμό επιλογή της χώρας υποδοχής<sup>3</sup>.

Η επιλογή της χώρας μετανάστευσης είναι το αποτέλεσμα μια πολύπλοκης διαδικασίας επιλογής κατά την οποία λαμβάνονται υπόψη διάφοροι παράγοντες, όπως είναι η εγγύτητα των χωρών προορισμού στη χώρα προέλευσης, οι πολιτισμικοί δεσμοί, η ύπαρξη εθνικής κοινότητας στη χώρα προορισμού, η οικονομική κατάσταση της χώρας προορισμού, οι ευκαιρίες απασχόλησης για τους αλλοδαπούς εκεί, η μεταναστευτική πολιτική της χώρας υποδοχής, κ.ά. Ως συνέπεια, οι χώρες δεν είναι το ίδιο ελκυστικές για τους μετανάστες και, επομένως, δεν γίνονται αποδέκτες μεταναστευτικών ροών στον ίδιο βαθμό.

Μεταξύ των κρατών-μελών της ΕΕ-28, για παράδειγμα, καταγράφονται σημαντικές αποκλίσεις. Το 2017 υπήρχαν πολλές χώρες στις οποίες το μερίδιο των αλλοδαπών ήταν κοντά στο μηδέν, π.χ. Βουλγαρία, Ρουμανία, και χώρες στις οποίες το μερίδιο ξεπερνούσε το 15%, όπως η Ιρλανδία, η Αυστρία, η Μάλτα και η Κύπρος. Παράλληλα, δεν λείπουν οι περιπτώσεις χωρών με ακόμη υψηλότερα μερίδια αλλοδαπών, όπως η Ελβετία (27,2%) και το Λουξεμβούργο (54,1%). Λαμβάνοντας υπόψη ότι παραδοσιακά ο κύριος λόγος μετανάστευσης σε περιόδους ειρήνης είναι η βελτίωση των συνθηκών διαβίωσης μέσω της εύρεσης καλύτερης εργασίας (σε όρους συνθηκών απασχόλησης και αποδοχών), τότε γίνεται ευκόλως κατανοητό γιατί ανεπτυγμένες χώρες με υψηλό κατά κεφαλήν ΑΕΠ, όπως η Ελβετία και το Λουξεμβούργο, έχουν πολύ υψηλότερο μερίδιο αλλοδαπών από άλλες φτωχότερες χώρες.

Αυτοί που μεταναστεύουν συχνότερα είναι οι άνδρες, κάτι που πιθανόν σχετίζεται με τα κοινωνικά πρότυπα των χωρών προέλευσης, αλλά και τις ευκαιρίες απασχόλησης στις χώρες υποδοχής, οι οποίες συχνά σχετίζονται με το φύλο. Ωστόσο, καταγράφεται

1. Ο όρος αλλοδαποί περιλαμβάνει τους μετανάστες για σύντομο ή μακρύτερο χρονικό διάστημα.

2. Τέτοιοι παράγοντες, όπως συζητείται στη συνέχεια, είναι η ευκολότερη εύρεση εργασίας σε κάποιες περιοχές, η παρουσία κοινότητας αλλοδαπών ίδιας εθνικότητας ήδη εγκατεστημένης εκεί, η εγγύτητα στη χώρα προέλευσης, κ.ά.

3. Υπάρχουν περιπτώσεις στις οποίες η χώρα υποδοχής επιλέγει περιοχές για τη φιλοξενία των αλλοδαπών, π.χ. τα κέντρα φιλοξενίας προσφύγων, με στόχο να αποφευχθούν αντιδράσεις του ντόπιου πληθυσμού. Επίσης, η ανεπαρκής μέριμνα για τους αλλοδαπούς και οι ελλείψεις δράσεις για τη διευκόλυνση της ένταξής τους στη χώρα υποδοχής μπορεί να οδηγήσουν σε συγκέντρωσή τους σε κάποιες γεωγραφικές περιοχές.

σημαντική απόκλιση στα μερίδια μεταξύ των χωρών υποδοχής. Έτσι, στη Δανία οι μισοί αλλοδαποί είναι άνδρες, ενώ στη Σλοβενία αυτό ισχύει για περίπου επτά στους δέκα. Περισσότερο από το φύλο, οι μεταναστευτικές ροές διαφέρουν ως προς την εθνική προέλευση. Στο Λουξεμβούργο, λόγω χάρη, με το υψηλότερο ποσοστό αλλοδαπών στον πληθυσμό, τα τελευταία δέκα χρόνια μόνο 8,7% από αυτούς προέρχονται από τρίτες χώρες. Στην Ελβετία, από την άλλη πλευρά, περίπου ένας στους τρεις δεν είναι πολίτης της ΕΕ-28. Αντίστοιχα, στη Γερμανία περίπου οι μισοί αλλοδαποί προέρχονται από τρίτες χώρες και στη Γαλλία περίπου έξι στους δέκα. Οι διαφορές στη ζήτηση εργασίας, οι οποίες επηρεάζονται από το επίπεδο ανάπτυξης και την παραγωγική δομή της κάθε χώρας, σε συνδυασμό με τη μεταναστευτική πολιτική, αναμφισβήτητα καθορίζουν σε ένα βαθμό τη χώρα προέλευσης των μεταναστών. Έτσι, οι Ευρωπαίοι πολίτες είναι πιο πιθανό να κινηθούν στην πλειονότητά τους προς τις πλουσιότερες χώρες-μέλη για να εξασφαλίσουν καλύτερες συνθήκες διαβίωσης, ενώ οι μετανάστες από τρίτες χώρες προς εκείνες τις χώρες που έχουν λιγότερο αυστηρούς κανόνες και περισσότερες ευκαιρίες ανειδίκευτης απασχόλησης<sup>4</sup>.

Η περίπτωση της Ελλάδας δεν είναι πολύ διαφορετική από εκείνη των υπόλοιπων ευρωπαϊκών κρατών. Ειδικότερα, το μερίδιο των αλλοδαπών που διαμένει στη χώρα τα τελευταία δέκα χρόνια μετά βίας ξεπερνά το 8,3%. Αυτό το μερίδιο φέρνει τη χώρα μας στην 13η θέση της κατάταξης πίσω από την Αυστρία, την Κύπρο, την Ιρλανδία, την Ισπανία και την Ιταλία, αλλά μπροστά από την Πορτογαλία, τη Σουηδία, τη Φινλανδία, κ.ά. Μάλιστα, τα τελευταία χρόνια το μερίδιο μειώνεται σταθερά. Το 2017 το μερίδιο των αλλοδαπών 15-64 ετών μειώθηκε περαιτέρω στο 6,2%, περισσότερες από δύο εκατοστιαίες μονάδες χαμηλότερα από τον μέσο όρο της ΕΕ-28. Την περίοδο 2008-2017 το μερίδιο των αλλοδαπών στη χώρα μειώθηκε κατά 2,1 εκατοστιαίες μονάδες, μεταβολή που αντιστοιχεί σε 114 χιλ. λιγότερους αλλοδαπούς περίπου<sup>5</sup>. Μεγαλύτερη μείωση του μεριδίου των αλλοδαπών σημειώθηκε στην Ισπανία, η οποία όμως συνεχίζει να έχει διπλάσιο μερίδιο από την Ελλάδα, και την Πορτογαλία, όπου το μερίδιο των αλλοδαπών είναι το ένα τρίτο

εκείνου της Ελλάδας. Οι οικονομικές δυσκολίες που αντιμετώπισαν οι χώρες αυτές είναι πολύ πιθανό να ευθύνονται σε ένα βαθμό για τη μείωση των αλλοδαπών. Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί ότι στις περισσότερες χώρες αυξήθηκε το μερίδιο των αλλοδαπών τα τελευταία χρόνια.

Ένα ακόμη ενδιαφέρον στοιχείο είναι ότι οι αλλοδαποί στην Ελλάδα στην πλειονότητά τους προέρχονται από τρίτες χώρες (περίπου 83% το 2017), όταν το ίδιο ισχύει για τους μισούς αλλοδαπούς στην ΕΕ-28 κατά μέσο όρο. Άρα, η χώρα μας φαίνεται να είναι λιγότερο ελκυστική ως μεταναστευτικός προορισμός για τους Ευρωπαίους, αλλά όχι για τους αλλοδαπούς που προέρχονται από τρίτες χώρες. Δεν αποκλείεται αυτό να οφείλεται εν μέρει στις προσφυγικές ροές των τελευταίων ετών, οι οποίες ενίσχυσαν τον πληθυσμό των αλλοδαπών, πολλοί εκ των οποίων βρίσκονται στη χώρα μόνο προσωρινά. Ωστόσο, αν εξετάσει κανείς τις εξελίξεις μεταξύ 2008 και 2017, προκύπτει ότι το μερίδιο των αλλοδαπών από τρίτες χώρες αυξήθηκε λιγότερο από μία εκατοστιαία μονάδα, παρά τη μείωση του απόλυτου αριθμού κατά περίπου 91 χιλ. άτομα. Αυτό προφανώς οφείλεται στην ταχύτερη μείωση του συνόλου των αλλοδαπών που αναφέρθηκε παραπάνω. Αντίστοιχα, στην ΕΕ-28 το σχετικό μερίδιο την ίδια περίοδο μειώθηκε αισθητά (>8 εκατοστιαίες μονάδες), παρά την αύξηση του αριθμού κατά περίπου 659 χιλ. άτομα, καθώς οι αλλοδαποί συνολικά αυξήθηκαν κατά 3,8 εκατ. Με δεδομένες τις προσφυγικές ροές γίνεται εύκολα κατανοητή η έκταση της αποχώρησης των μεταναστών από την Ελλάδα τα τελευταία χρόνια.

### 3.2.2. Ο πληθυσμός των αλλοδαπών στην Ελλάδα και η θέση τους στην αγορά εργασίας

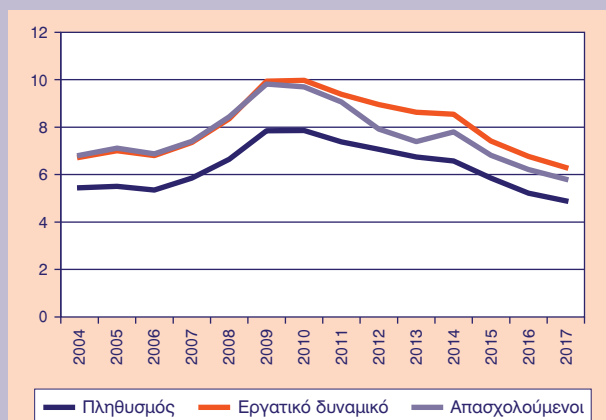
Η εισροή μεταναστών στην Ελλάδα ξεκίνησε στα τέλη της δεκαετίας του 1980 με το τέλος του ψυχρού πολέμου. Ως τότε η Ελλάδα ήταν παραδοσιακά χώρα προέλευσης μεταναστών, όμως έκτοτε μετατράπηκε σε χώρα υποδοχής. Η πλειονότητα των μεταναστών προερχόταν από γειτονικές χώρες και ειδικά την Αλβανία. Όντας κατά κανόνα ανειδίκευτοι για τα ελληνικά δεδομένα και χωρίς γνώση της ελληνικής γλώσσας, οι άνδρες απασχολούνταν κυρίως στον κλάδο των κατα-

4. Προφανώς υπάρχουν και άλλοι λόγοι, όπως αναφέρθηκε παραπάνω. Ωστόσο, δύσκολα μπορεί να σκεφτεί κανείς έναν Έλληνα γιατρό να μεταναστεύει για δουλειά στη Βουλγαρία (με συγκριτικά χαμηλές αμοιβές) και όχι στη Σουηδία. Οι ροές μεταναστών, λοιπόν, κινούνται προς τις πλουσιότερες συγκριτικά χώρες και εκείνες που προσφέρουν καλύτερες προοπτικές απασχόλησης και ευημερίας (ή τουλάχιστον αναμένεται ότι το κάνουν).

5. Παράλληλα μειώθηκε ο συνολικός πληθυσμός ηλικίας 15-64 ετών κατά περίπου 210 χιλ. Μία πιθανή ερμηνεία είναι η μετανάστευση των Ελλήνων λόγω των δυσμενών συνθηκών στην αγορά εργασίας. Αντίστοιχα, ο πληθυσμός στην ΕΕ-28 ηλικίας 15-64 ετών αυξήθηκε κατά 5 εκατ. περίπου.

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.2.1

#### Μερίδιο αλλοδαπών στην Ελλάδα (%), 2004-2017



Πηγή: Έρευνα Εργατικού Δυναμικού, ΕΛΣΤΑΤ, πρωτογενή στοιχεία, υπολογισμοί συγγραφέα.

σκευών και στον πρωτογενή τομέα και οι γυναίκες στα νοικοκυριά, είτε ως οικιακοί βοηθοί, είτε στη φροντίδα ηλικιωμένων και παιδιών. Το προβληματικό καθεστώς διανομής τους στη χώρα, το οποίο συχνά αφορούσε παράτυπη παραμονή, καθώς και τα ελλιπή μέτρα προστασίας από πλευράς πολιτείας επέτρεψαν σε φαινόμενα αδήλωτης εργασίας να ενταθούν. Σε κάθε περίπτωση, με την επιτάχυνση της οικονομικής μεγέθυνσης στις αρχές της δεκαετίας του 2000 η απορρόφηση των μεταναστών δεν αποτέλεσε πρόβλημα, καθώς για διάφορους λόγους αποδείχθηκαν συμπληρωματικοί του ελληνικού εργατικού δυναμικού συμβάλλοντας στην παράλληλη αύξηση της απασχόλησης των ντόπιων<sup>6</sup>.

Στο Διάγραμμα 3.2.1 φαίνεται η διαχρονική μεταβολή του μεριδίου των αλλοδαπών στη χώρα στο σύνολο του πληθυσμού. Το 2004 περίπου 5,5% του πληθυσμού δεν είχε ελληνική υπηκοότητα. Το μερίδιο αυξανόταν ως τη διετία 2009-2010, οπότε έφτασε περίπου το 8%, και έκτοτε άρχισε να μειώνεται για να καταλήξει κάτω από 5% το 2017. Το μερίδιο των αλλοδαπών στο εργατικό δυναμικό άνω των 15 ετών φαίνεται στο ίδιο διάγραμμα. Ακολουθεί παρόμοια πορεία, με τη διαφορά ότι βρίσκεται περίπου 1,5-2,0 εκατοστιαίες μονάδες πάνω από το μερίδιο των αλλοδαπών στον

πληθυσμό και κυμαίνεται από 6,3% έως 10%. Η ελάχιστη τιμή εντοπίζεται το 2017 και η μέγιστη τη διετία 2009-2010. Παρόμοια πορεία ακολούθησε και το μερίδιο των αλλοδαπών στους απασχολούμενους άνω των 15 ετών. Η μοναδική διαφορά είναι ότι μειώνεται ταχύτερα από το 2010 και ύστερα για να καταλήξει μία εκατοστιαία μονάδα (5,8%) χαμηλότερα από το επίπεδο του 2004, οπότε ξεκίνησε η ανοδική πορεία.

Η διαφορά ανάμεσα στο μερίδιο των αλλοδαπών στον πληθυσμό και στο μερίδιό τους στο εργατικό δυναμικό οφείλεται στη διαφορετική «συμπεριφορά» τους στην αγορά εργασίας σε σύγκριση με τους ντόπιους. Για παράδειγμα, οι αλλοδαποί 15-64 ετών συμμετέχουν πολύ συχνότερα στην αγορά εργασίας σε σύγκριση με τους ντόπιους (Διάγραμμα 3.2.2). Αυτό δεν εκπλήσσει, καθώς, όπως ήδη αναφέρθηκε, ο κύριος λόγος μετανάστευσης είναι η εύρεση εργασίας και η βελτίωση μέσω αυτής των συνθηκών διαβίωσης<sup>7</sup>, τουλάχιστον σύμφωνα με παλαιότερες έρευνες<sup>8</sup>. Ωστόσο, η μεγάλη διαφορά εντοπίζεται στους άνδρες. Την περίοδο 2004-2017 το ποσοστό συμμετοχής των αλλοδαπών ανδρών στην αγορά εργασίας ήταν κατά μέσο όρο περίπου δώδεκα εκατοστιαίες μονάδες πάνω από εκείνο των ντόπιων, ενώ των γυναικών ήταν λιγότερο από τρεις εκατοστιαίες μονάδες μεγαλύτερο. Αυτό σημαίνει ότι η συμπεριφορά των γυναικών στις δύο ομάδες διαφοροποιείται λιγότερο από εκείνη των ανδρών. Δύο επιπλέον παρατηρήσεις έχουν ενδιαφέρον. Η πρώτη είναι ότι μέχρι το 2010 το ποσοστό συμμετοχής αυξάνεται για ντόπιους και αλλοδαπούς. Αυτό πιθανόν να οφείλεται στην αύξηση των αποδοχών που έλκει τους ανθρώπους στην αγορά εργασίας, καθώς υπερκαλύπτουν τον μισθό επιφύλαξης όλο και περισσότερων ανθρώπων<sup>9</sup>. Η δεύτερη είναι ότι μετά το 2010 το ποσοστό συμμετοχής για τα άτομα ελληνικής υπηκοότητας παραμένει σχεδόν σταθερό, ενώ μειώνεται για τους αλλοδαπούς. Ως αποτέλεσμα, το χάσμα των δύο ομάδων συρρικνώνεται από 8,3 εκατοστιαίες μονάδες το 2010 σε 4,4 εκατοστιαίες μονάδες το 2017. Αυτό σημαίνει ότι οι αλλοδαποί εμφανίζονται πιο ευαίσθητοι στη μείωση των αποδοχών που ακολούθησε το 2010 (και εντάθηκε τα έτη 2012 και 2013) και αποφασίζουν να μη συμμετέχουν στην αγορά εργασίας.

6. Βλέπε Hatziprokopiou, P. (2005), Immigrants' Integration and Social Change: Greece as a Multicultural Society. Paper presented at the 2nd LSE Symposium on Modern Greece, Current Social Science Research in Greece, LSE, European Institute, Hellenic Observatory.

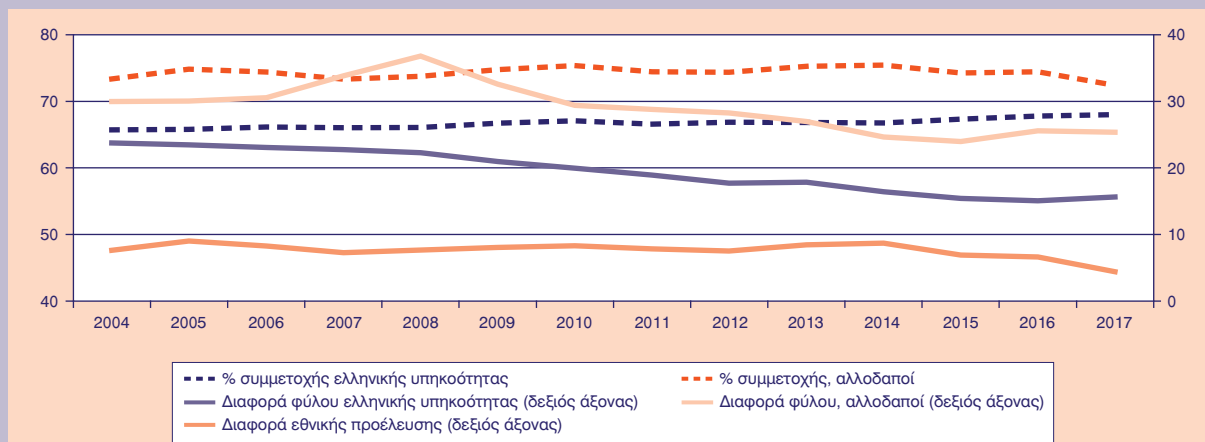
7. Οι προσφυγικές ροές είναι μια ειδική περίπτωση, καθώς η επιβίωση είναι πιθανότατα ο σημαντικότερος λόγος μετανάστευσης. Ειδικά όταν οι ροές προέρχονται από εμπόλεμες περιοχές.

8. Για την περίπτωση της Ελλάδας βλέπε Cholezas, I. and Tsakoglou, P. (2009), The economic impact of immigration in Greece: taking stock of the existing evidence, *Southeast European and Black Sea Studies*, (9:1-2), σσ. 77-104.

9. Σύμφωνα με την εξέλιξη του δείκτη μισθών της ΕΛΣΤΑΤ, οι μισθοί αυξήθηκαν και το 2010 σε επίπεδο τρίμηνου με εξαίρεση το πρώτο τρίμηνο, όπου οι μισθοί δείχνουν μείωση λόγω του δώρου Χριστουγέννων που καταβάλλεται το τέταρτο τρίμηνο.

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.2.2

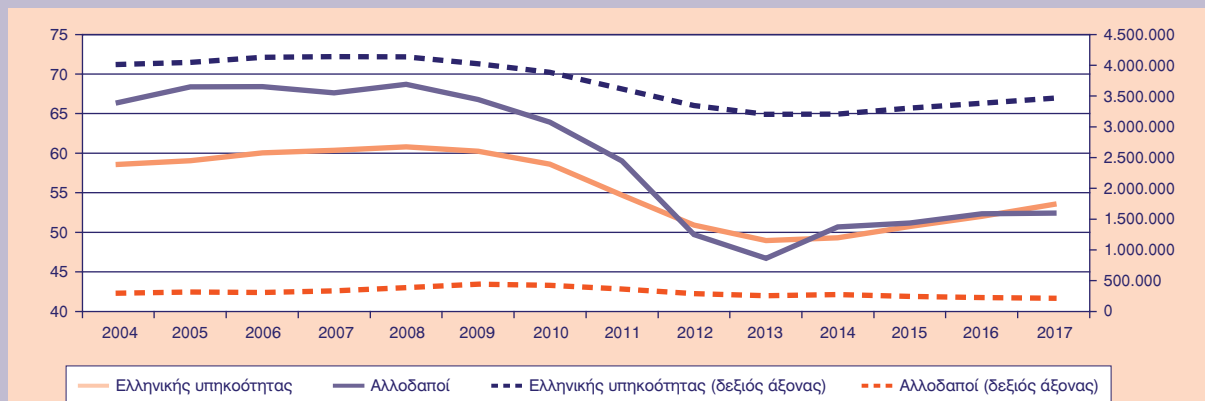
Ποσοστό συμμετοχής (%) για τα άτομα 15-64 ετών, 2004-2017



Πηγή: Έρευνα Εργατικού Δυναμικού, ΕΛΣΤΑΤ, πρωτογενή στοιχεία, υπολογισμοί συγγραφέα.

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.2.3

Ποσοστό απασχόλησης (%) και αριθμός απασχολουμένων 15-64 ετών, 2004-2017



Πηγή: Έρευνα Εργατικού Δυναμικού, ΕΛΣΤΑΤ, πρωτογενή στοιχεία, υπολογισμοί συγγραφέα.

Μια ενδιαφέρουσα παρατήρηση είναι ότι η διαφορά στο ποσοστό συμμετοχής ανδρών-γυναικών είναι ευρύτερη μεταξύ των αλλοδαπών, προφανώς εξαιτίας του σημαντικά υψηλότερου ποσοστού συμμετοχής των πρώτων, καθώς η διαφορά στη συμμετοχή αλλοδαπών και ελληνικής υπηκοότητας γυναικών διαχρονικά είναι μικρή. Μια ενδιαφέρουσα παρατήρηση είναι ότι η διαφορά των δύο φύλων μειώνεται συνεχώς στην περίπτωση των ντόπιων, γεγονός που σηματοδοτεί μια διαχρονική τάση αύξησης της συμμετοχής των γυναικών στην αγορά εργασίας. Από την άλλη πλευρά, στην περίπτωση των αλλοδαπών αρχικά αυξάνεται ως το 2008 και μειώνεται στη συνέχεια. Η μείωση της διαφοράς και στις δύο ομάδες (με ελληνική υπηκοότητα και αλλοδαποί) μπορεί να ερμηνευτεί από την ενίσχυση της παρουσίας των γυναικών στην

αγορά εργασίας στη διάρκεια της κρίσης με στόχο την οικονομική στήριξη του νοικοκυριού και, μάλιστα, ανεξαρτήτως εθνικής προέλευσης. Ωστόσο, λαμβάνοντας υπόψη τις εξελίξεις από το 2014 και έπειτα, οπότε ξεκίνησε η δειλή ανάκαμψη της απασχόλησης, οι γυναίκες με ελληνική υπηκοότητα αύξησαν τη συμμετοχή τους ταχύτερα από τις αλλοδαπές.

Το ποσοστό απασχόλησης των αλλοδαπών ηλικίας 15-64 ετών είναι επίσης υψηλότερο από το αντίστοιχο αυτών με ελληνική υπηκοότητα, τουλάχιστον μέχρι το 2011. Αυτό μπορεί να ερμηνευτεί με βάση τη μεγαλύτερη ευελιξία των πρώτων, καθώς οι Έλληνες υπήκοοι είναι πιο πιθανό να έχουν εναλλακτικές πηγές εισοδήματος, όπως η ευρύτερη οικογένεια και η ακίνητη περιουσία, που ενδέχεται να τους επιτρέπουν μεγαλύτερη επιλεκτικότητα (δηλ. υψηλότερο μισθό επιφύλαξης)

στις θέσεις εργασίας που αναζητούν. Η μέγιστη τιμή του ποσοστού απασχόλησης για την περίοδο 2004-2017 εντοπίζεται το 2008 και για τις δύο ομάδες (68,7% για τους αλλοδαπούς και περίπου οκτώ εκατοστιαίες μονάδες χαμηλότερα για τους Έλληνες υπηκόους) και η ελάχιστη το 2013 (49% για τους γηγενείς έναντι 46,7% για τους αλλοδαπούς). Υπάρχουν δύο ακόμη ενδιαφέρουσες παρατηρήσεις. Η πρώτη είναι ότι το διαχρονικά υψηλότερο ποσοστό απασχόλησης των αλλοδαπών περιορίζεται, ενώ από το 2014, οπότε ξεκίνησε η ανάκαμψη της απασχόλησης, η διαφορά σχεδόν εξαφανίστηκε. Αυτό σημαίνει ότι οι Έλληνες υπήκοοι βρίσκουν ταχύτερα θέσεις απασχόλησης, πιθανόν λόγω της φύσης των νέων θέσεων εργασίας που δημιουργούνται και οι οποίες ενδέχεται να «ταιριάζουν» λιγότερο στα χαρακτηριστικά του ανθρώπινου κεφαλαίου των αλλοδαπών.

Ωστόσο, επειδή το ποσοστό απασχόλησης έχει στον παρονομαστή το σύνολο του πληθυσμού, οι παράλληλες μεταβολές των δύο μεγεθών (απασχολούμενοι και πληθυσμός) ενδέχεται να θολώνουν το τοπίο. Ακούγεται συχνά στον δημόσιο διάλογο, για παράδειγμα, ότι μία από τις επιπτώσεις της οικονομικής ύφεσης των τελευταίων ετών είναι η φυγή των μεταναστών από τη χώρα και η μετανάστευση των πιο εκπαιδευμένων Ελλήνων υπηκόων, κυρίως προς ευρωπαϊκές χώρες (*brain drain*). Μια ματιά στο σύνολο του πληθυσμού 15-64 ετών δείχνει ότι οι Έλληνες υπήκοοι μειώνονταν ήδη πριν το 2008. Αντίθετα, οι αλλοδαποί αυξάνονταν ως το 2009, οπότε έφτασαν τις 666 χιλ. και έκτοτε μειώνονται επίσης. Ενδεχομένως, τα προβλήματα που προκάλεσε η οικονομική ύφεση ανάγκασαν τους αν-

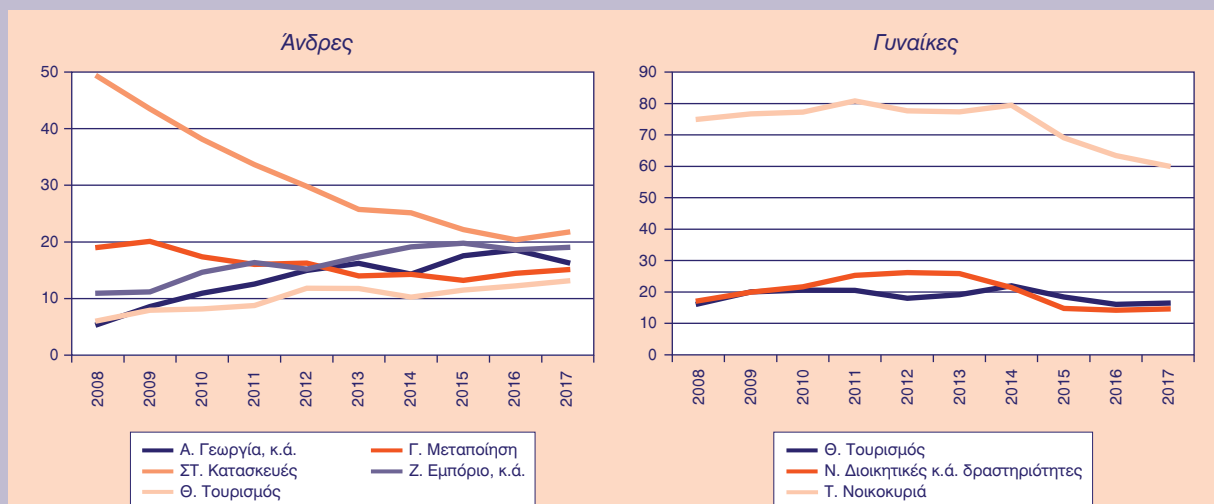
θρώπους να εγκαταλείψουν τη χώρα, επιχείρημα ιδιαίτερα ισχυρό στην περίπτωση των αλλοδαπών. Σημειώνεται ότι το λιγότερο διευρυμένο κοινωνικό δίκτυο, καθώς και η ιδιοσυγκρασία των αλλοδαπών (έχουν ήδη μεταναστεύσει μια φορά τουλάχιστον), ενδέχεται να τους καθιστά περισσότερο θετικά προσκείμενους στη μετανάστευση. Η ταχύτερη φυγή των αλλοδαπών πιθανότατα μπορεί να ερμηνεύσει τη μείωση του μεριδίου τους στον πληθυσμό που παρουσιάστηκε στο Διάγραμμα 3.2.1. Σε αυτό το πλαίσιο, η αύξηση του ποσοστού απασχόλησης των αλλοδαπών δε συνοδεύεται από την αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων, καθώς ο αριθμός των απασχολούμενων μειώθηκε και δεν ανακάμπτει, παρά τη γενικότερη ανάκαμψη της απασχόλησης. Αντίθετα, οι Έλληνες απασχολούμενοι αυξάνονται σταθερά από το 2014. Μεταξύ άλλων, η συγκέντρωση των αλλοδαπών σε συγκεκριμένους κλάδους, οι οποίοι δεν ανακάμπτουν ακόμη σε όρους απασχόλησης, όπως οι κατασκευές και τα νοικοκυριά ως εργοδότες, ενδέχεται να ευθύνεται για αυτό.

Δύο είναι τα ενδιαφέροντα ερωτήματα που σχετίζονται με την απασχόληση των αλλοδαπών. Το πρώτο είναι οι κλάδοι στους οποίους απασχολούνται κατά κόρον και το δεύτερο η έκταση στην οποία ένας κλάδος στηρίζεται στην απασχόληση των αλλοδαπών. Με δεδομένες τις διαφορές στις προτιμήσεις των δύο φύλων ως προς την απασχόληση, τα ερωτήματα αυτά πρέπει να απαντηθούν για άνδρες και γυναίκες ξεχωριστά.

Η κατανομή των αλλοδαπών απασχολούμενων στους πιο σημαντικούς σε όρους απασχόλησης κλάδους παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 3.2.4. Οι κλάδοι διαφέ-

#### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.2.4

Κατανομή αλλοδαπών απασχολούμενων κατά φύλο σε επιλεγμένους κλάδους (%) κλάδοι



Πηγή: Έρευνα Εργατικού Δυναμικού, ΕΛΣΤΑΤ, πρωτογενή στοιχεία, υπολογισμοί συγγραφέα.

Σημείωση: Οι κωδικοί των κλάδων αντιστοιχούν στην ταξινόμηση ΣΤΑΚΟΔ-08 της ΕΛΣΤΑΤ (βάσει NACE Rev2).

ρουν για τα δύο φύλα. Οι αλλοδαποί άνδρες απασχολούνται συχνότερα στον κλάδο των κατασκευών, το εμπόριο, τον αγροτικό τομέα, τη μεταποίηση και τον τουρισμό. Παρά τη γενικότερη μείωση της απασχόλησης τα τελευταία χρόνια και για τους αλλοδαπούς, η κατάταξη των κλάδων δεν έχει αλλάξει σημαντικά. Είναι ενδιαφέρον ότι, ενώ η απασχόληση των αλλοδαπών ανδρών στις κατασκευές μειώθηκε (οι μισοί το 2008 έναντι του ενός πέμπτου το 2017) και στη μεταποίηση υπολείπεται από το υψηλότερο επίπεδο κατά περίπου πέντε εκατοστιαίες μονάδες, τα μερίδια των αλλοδαπών που απασχολούνται στον τουρισμό, τη γεωργία και το εμπόριο αυξήθηκαν. Ειδικά στη γεωργία το μερίδιο αυξήθηκε κατά περίπου δέκα εκατοστιαίες μονάδες. Αντίστοιχα, περίπου το 60% των αλλοδαπών γυναικών συνεχίζουν να απασχολούνται στα νοικοκυριά, παρά τη σημαντική μείωση του μεριδίου από το 2008. Πρέπει να σημειωθεί ότι το μερίδιο των γυναικών που απασχολείται στον τουρισμό σημείωσε σημαντική αύξηση κατά περίπου έντεκα εκατοστιαίες μονάδες, ενώ ενισχύθηκε το μερίδιο και στη μεταποίηση και τη γεωργία. Σημειώνεται ότι οι μεταβολές των μεριδίων δεν συνεπάγονται αύξηση των απασχολούμενων απαραίτητα, καθώς μπορεί να προέρχονται από βραδύτερη συρρίκνωση της απασχόλησης στον συγκεκριμένο κλάδο.

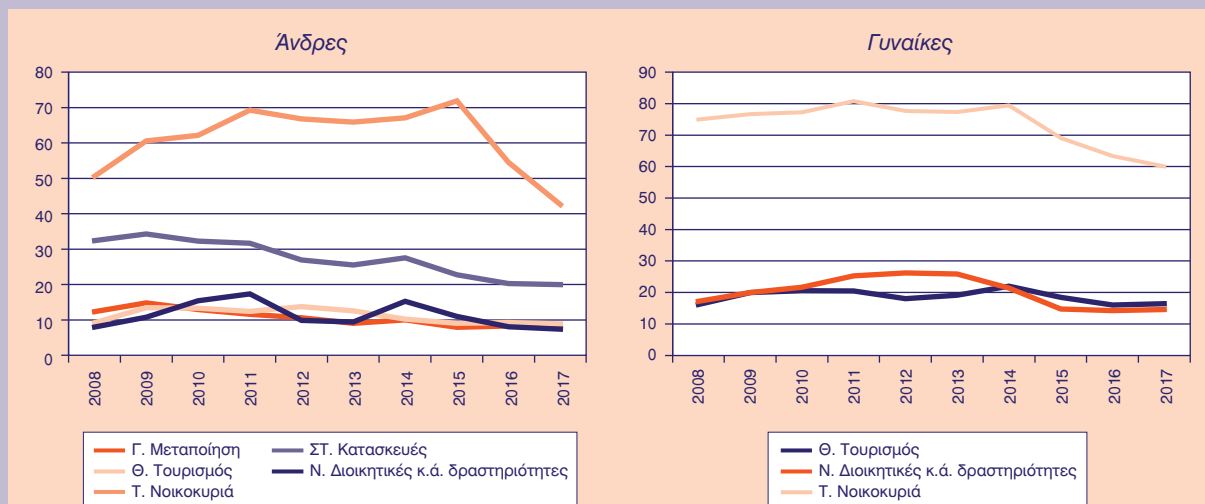
Το δεύτερο ενδιαφέρον ερώτημα απαντάται στο Διάγραμμα 3.2.5, στο οποίο παρουσιάζεται το ποσοστό των αλλοδαπών απασχολούμενων στο σύνολο των απασχολούμενων σε επιλεγμένους κλάδους για άνδρες και γυναίκες ξεχωριστά. Όσο πιο μεγάλο είναι

το μερίδιο των αλλοδαπών απασχολούμενων στον κλάδο, τόσο περισσότερο ο κλάδος στηρίζεται σε αυτούς και επηρεάζεται από αυτούς. Οι κλάδοι που στηρίζονται σημαντικά στο εργατικό δυναμικό των αλλοδαπών ανδρών είναι τα νοικοκυριά, η μεταποίηση, οι κατασκευές, οι διοικητικές και άλλες δραστηριότητες και ο τουρισμός. Σημειώνεται ότι, αν και το μερίδιο των αλλοδαπών που απασχολείται στον κλάδο των ιδιωτικών νοικοκυριών είναι πολύ μικρό (βλέπε Διάγραμμα 3.2.4), εντούτοις περίπου τέσσερις στους δέκα άνδρες που απασχολούνται εκεί είναι αλλοδαποί. Το μερίδιο δείχνει απότομη μείωση τα τελευταία δύο έτη, η οποία οφείλεται στη μείωση του αριθμού των αλλοδαπών απασχολούμενων στον κλάδο και στην παράλληλη αύξηση των απασχολούμενων με ελληνική υπηκοότητα, ενώ επίσης μείωση καταγράφει και η εξάρτηση των κατασκευών από τους αλλοδαπούς. Στις γυναίκες αντίστοιχα, οι έξι στις δέκα που απασχολούνται στα νοικοκυριά είναι αλλοδαπές, αν και εκεί παρατηρείται μείωση της εξάρτησης από αλλοδαπούς. Οι άλλοι δύο πιο εξαρτημένοι κλάδοι από την απασχόληση αλλοδαπών γυναικών εμφανίζουν μια σχετική σταθερότητα τα τελευταία χρόνια.

Συμπερασματικά, οι αλλοδαποί απασχολούμενοι συγκεντρώνονται στους ίδιους κλάδους με το παρελθόν, οι οποίοι διαφέρουν για τα δύο φύλα. Σε κάποιους κλάδους η συγκέντρωση εντείνεται τα τελευταία χρόνια, ενώ σε κάποιους άλλους περιορίζεται. Η εξάρτηση των κλάδων από αλλοδαπούς απασχολούμενους φαίνεται να περιορίζεται, καθώς η απασχόληση αυξάνεται.

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.2.5**

**Ποσοστό αλλοδαπών απασχολούμενων κατά φύλο σε επιλεγμένους κλάδους (%)**

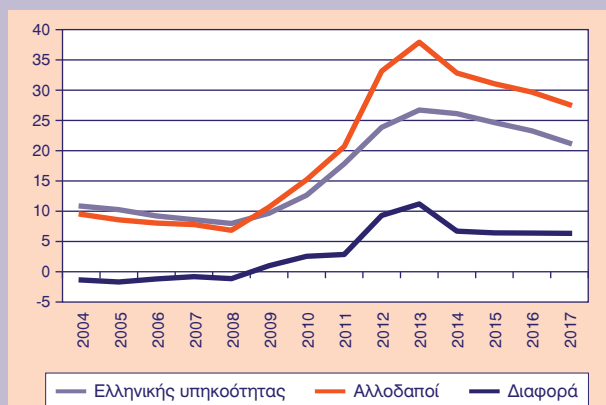


Πηγή: Έρευνα Εργατικού Δυναμικού, ΕΛΣΤΑΤ, πρωτογενή στοιχεία, υπολογισμοί συγγραφέα.

Σημείωση: Οι κωδικοί των κλάδων αντιστοιχούν στην ταξινόμηση ΣΤΑΚΟΔ-08 της ΕΛΣΤΑΤ (βάσει NACE Rev2).

Η άλλη όψη της απασχόλησης είναι η ανεργία, η οποία αντανακλά τις δυσκολίες στην εύρεση απασχόλησης που οδηγούν συχνά τους κατοίκους μιας χώρας στο εξωτερικό προς αναζήτηση εργασίας. Στην περίπτωση της Ελλάδας, οι προοπτικές απασχόλησης των αλλοδαπών ήταν ευνοϊκότερες από εκείνες για τους γηγενείς μέχρι το 2008 και την έναρξη των οικονομικών προβλημάτων (Διάγραμμα 3.2.6). Το ποσοστό ανεργίας έφτασε το 6,8% για τους πρώτους το ίδιο έτος και 8% για τους δεύτερους. Έκτοτε, η αύξηση του ποσοστού ανεργίας ήταν σαφώς ταχύτερη για τους αλλοδαπούς. Η διαφορά σε βάρος τους διευρυνόταν ως το 2013. Την επόμενη χρονιά, οπότε ξεκίνησε η ανάκαμψη της απασχόλησης, η διαφορά περιορίστηκε μεταξύ έξι και επτά εκατοστιαίων μονάδων. Είναι ενδιαφέρον ότι, παρά τη σχεδόν παράλληλη μεταβολή του ποσοστού ανεργίας για τις δύο ομάδες, ο αριθμός των άνεργων αλλοδαπών άρχισε να αυξάνεται το 2006, δύο χρόνια πριν αρχίσει να αυξάνεται ο αριθμός των ανέργων με ελληνική υπηκοότητα. Άρα μπορεί να ισχυριστεί κανείς ότι αυτό ήταν ένα σημάδι των δυσκολιών που θα ακολουθούσαν. Σε αντιδιαστολή, ο μέγιστος αριθμός ανέργων εντοπίζεται το 2013 και για τις δύο ομάδες. Το δεύτερο ενδιαφέρον στοιχείο είναι ότι η μείωση της ανεργίας που καταγράφεται από το 2014 είναι ταχύτερη για τους αλλοδαπούς. Ενδεικτικά, αναφέρεται ότι την περίοδο 2014-2017 το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε 10,3 εκατοστιαίες μονάδες για τους τελευταίους έναντι 5,5 εκατοστιαίων μονάδων για τους Έλληνες υπηκόους, ενώ ο αριθμός των άνεργων αλλοδαπών μειώθηκε κατά 47,6% έναντι 19,9% για τους Έλληνες υπηκόους. Παρ' όλα αυτά, ο αριθμός των αλλοδαπών στη χώρα μειώνεται, όπως σημειώθηκε παραπάνω.

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.2.6**  
**Ποσοστό ανεργίας (%) για τα άτομα 15-64 ετών, 2004-2017**



Πηγή: Έρευνα Εργατικού Δυναμικού, ΕΛΣΤΑΤ, πρωτογενή στοιχεία, υπολογισμοί συγγραφέα.

Ένα ακόμη ενδιαφέρον στοιχείο είναι ότι η διαφορά στα ποσοστά ανεργίας μεταξύ ανδρών-γυναικών είναι παρόμοια για τις δύο ομάδες, με τις γυναίκες να αντιμετωπίζουν μεγαλύτερες δυσκολίες στην εύρεση εργασίας. Η μέγιστη διαφορά δεν ξεπερνά τις δέκα εκατοστιαίες μονάδες για τις αλλοδαπές και τις έντεκα για τις γυναίκες ελληνικής υπηκοότητας. Πάντως, συγκρίνοντας τις δύο ομάδες προκύπτει ότι μεγαλύτερη διαφορά στα ποσοστά ανεργίας βάσει υπηκοότητας εμφανίζουν οι άνδρες.

Οι νέοι ήταν ανέκαθεν μια ιδιαίτερη πληθυσμιακή ομάδα για την ελληνική αγορά εργασίας. Στη διάρκεια της κρίσης, μάλιστα, αντιμετώπισαν πολύ χειρότερες προοπτικές απασχόλησης σε σύγκριση με τα μεγαλύτερα σε ηλικία άτομα. Ως νέοι ορίζονται τα άτομα ηλικίας 15-29 ετών, μια διεύρυνση του συνηθισμένου ορισμού, λόγω της ελληνικής ιδιαιτερότητας που προκαλεί η παράταση των σπουδών για μια μερίδα του πληθυσμού. Μέχρι και το 2011 οι αλλοδαποί νέοι είχαν καλύτερες ευκαιρίες απασχόλησης σε σύγκριση με αυτούς ελληνικής υπηκοότητας, καθώς το ποσοστό ανεργίας ήταν πάντοτε χαμηλότερο, αν και η διαφορά μειωνόταν από το 2004 σταδιακά. Το 2013 το ποσοστό ανεργίας έφτασε το 48,4% για τους νέους ελληνικής υπηκοότητας και το 50,8% για τους αλλοδαπούς νέους. Αυτό ήταν και το πρώτο έτος κατά το οποίο το ποσοστό ανεργίας των αλλοδαπών ξεπέρασε εκείνο των γηγενών. Έκτοτε, το πρόσημο της διαφοράς εναλλάσσεται. Η μείωση της ανεργίας που ξεκίνησε το 2014 ευνόησε περισσότερο τους αλλοδαπούς νέους, καθώς το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε κατά 17,5 εκατοστιαίες μονάδες (έναντι 12,6 εκατοστιαίων μονάδων των γηγενών) και ο απόλυτος αριθμός των ανέργων μειώθηκε κατά 62% περίπου (έναντι 36% περίπου των γηγενών). Ωστόσο, φαίνεται ότι το πλεονέκτημα που είχαν οι αλλοδαποί νέοι στην πιθανότητα εύρεσης απασχόλησης σχεδόν εξαφανίστηκε τα τελευταία χρόνια.

### 3.2.3. Συμπεράσματα

Τα τελευταία δέκα χρόνια περίπου 8% του πληθυσμού που ζει στην Ελλάδα είναι αλλοδαποί, δηλαδή δεν έχουν ελληνική υπηκοότητα. Πιθανόν λόγω των οικονομικών προβλημάτων, τόσο ο αριθμός όσο και το μερίδιο των αλλοδαπών στον πληθυσμό μειώθηκε. Οι περισσότεροι αλλοδαποί προέρχονται από χώρες εκτός της ΕΕ-28, στοιχείο που διαφοροποιεί την Ελλάδα από πολλές άλλες, κυρίως ανεπτυγμένες, ευρωπαϊκές χώρες.

Η εικόνα των αλλοδαπών στην ελληνική οικονομία, μεταβλήθηκε προς το δυσμενέστερο στη διάρκεια των τελευταίων ετών με τα οικονομικά προβλήματα που



αντιμετώπισε η χώρα. Το ποσοστό ανεργίας ήταν χαμηλότερο για τους αλλοδαπούς πριν το 2008, αυξήθηκε ταχύτερα την περίοδο 2008-2013, αλλά μειώνεται επίσης ταχύτερα τα τελευταία χρόνια, τόσο για το σύνολο των αλλοδαπών, όσο και για τους νέους. Είναι σημαντικό ότι αυτό συμβαίνει παρότι η δραστηριότητα των κλάδων που απασχολούσαν συχνότερα αλλοδαπούς στο παρελθόν απέχει πολύ από τα υψηλά επίπεδα του 2008, διότι πιθανόν σηματοδοτεί διεύρυνση της παρουσίας των αλλοδαπών και σε άλλους κλάδους. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι και στα δύο φύλα αυξήθηκε το μερίδιο που απασχολείται στο εμπόριο και τον τουρισμό. Μεγαλύτερες είναι οι διαφορές στην παρουσία στην αγορά εργασίας μεταξύ ανδρών με ή χωρίς ελληνική υπηκοότητα, π.χ. στο ποσοστό συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό, και περιορισμένες μεταξύ των γυναικών. Σε κάθε περίπτωση, οι διαφορές μειώθηκαν τα τελευταία χρόνια, ενώ ενισχύθηκε η παρουσία των γυναικών στην αγορά, πιθανόν προς αναπλήρωση της μείωσης του εισοδήματος των ανδρών.

Οι προοπτικές απασχόλησης βελτιώνονται για όλους και, κατά συνέπεια, και για τους αλλοδαπούς στην Ελλάδα. Η αύξηση των αλλοδαπών απασχολούμενων δεικνύει σε μεγάλο βαθμό τη συγκέντρωσή τους στους ίδιους κλάδους με το παρελθόν, με την έννοια

ότι συνεχίζουν να απασχολούνται συχνότερα στους ίδιους κλάδους με το παρελθόν, παρά την αύξηση της παρουσίας τους και σε άλλους κλάδους. Σε κάποιους κλάδους, μάλιστα, η συγκέντρωση εντείνεται τα τελευταία χρόνια. Ωστόσο, η εξάρτηση των κλάδων από αλλοδαπούς απασχολούμενους φαίνεται να περιορίζεται με την αύξηση της απασχόλησης. Παρά τη βελτίωση των προοπτικών απασχόλησης από το 2014 οι αλλοδαποί φαίνεται ότι συνεχίζουν να μεταναστεύουν προς άλλες χώρες. Αυτό φαίνεται τόσο από τη μείωση του μεριδίου τους στον πληθυσμό, όσο και στο εργατικό δυναμικό. Επιπλέον, η αύξηση του ποσοστού απασχόλησης των αλλοδαπών δεν συνοδεύεται από αντίστοιχη αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων, στοιχείο που δείχνει ότι μειώνεται ο πληθυσμός τους.

Εφόσον η ελληνική πολιτεία αναγνωρίζει τον ευεργετικό ρόλο των αλλοδαπών στην ελληνική οικονομία, πρωτίστως –αλλά όχι μόνο– μέσω της ανακούφισης του δημογραφικού προβλήματος, οφείλει να πράξει περισσότερο για να διευκολύνει την ομαλή ένταξή τους στην αγορά εργασίας και κατ' επέκταση την ελληνική κοινωνία. Η εξασφάλιση ενός πεδίου ίσων ευκαιριών για όλους και η προστασία από αυθαίρετες πρακτικές στον εργασιακό στίβο πρέπει να αποτελέσουν πρώτες προτεραιότητες σε αυτή την πορεία.

# 4. Αναπτυξιακές πολιτικές και κλάδοι

ΚΕΠΕ, *Οικονομικές Εξελίξεις*, τεύχος 38, 2019, σσ. 48-56

## 4.1. Οικονομία διαμοιρασμού - Συνεργατική οικονομία: Χρήση υπηρεσιών στην Ελλάδα

**Έρση Αθανασίου**  
**Αγάπη Κώτση**

### 4.1.1. Εισαγωγή

Οι όροι «οικονομία διαμοιρασμού» και «συνεργατική οικονομία» περιλαμβάνουν ποικίλες δραστηριότητες που αναδύονται και αναπτύσσονται ραγδαία τα τελευταία χρόνια μέσα από τη λειτουργία διαδικτυακών συνεργατικών πλατφορμών. Στο παρόν άρθρο, προσεγγίζεται κατ' αρχάς το περιεχόμενο των συγκεκριμένων εννοιών, αλλά και άλλων συναφών όρων που απαντώνται συχνά στη διεθνή βιβλιογραφία και τον δημόσιο διάλογο. Στη συνέχεια, εξετάζονται οι πρόσφατες τάσεις που αφορούν τη χρήση των συνεργατικών πλατφορμών στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση (Ε.Ε.-28), εστιάζοντας σε γενικά αλλά και ειδικότερα χαρακτηριστικά που αφορούν το προφίλ των χρηστών (φύλο, ηλικία, εκπαίδευση, κ.ά.), το είδος των χρησιμοποιούμενων υπηρεσιών, καθώς και τα κύρια πλεονεκτήματα και προβλήματα που προκύπτουν για τους χρήστες σε σύγκριση με το παραδοσιακό εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών. Τα στοιχεία για την ανάλυση αυτή προέρχονται κυρίως από την πρόσφατα δημοσιευθείσα έρευνα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τη χρήση και προσφορά υπηρεσιών μέσω συνεργατικών πλατφορμών (European Commission, 2018), καθώς και από την αντίστοιχη έρευνα που δημοσιεύθηκε για πρώτη φορά το 2016 (European Commission, 2016).

### 4.1.2. Εννοιολογικές προσεγγίσεις

Ο όρος *οικονομία διαμοιρασμού* (sharing economy) έκανε την εμφάνισή του το έτος 2009 (Demary, 2015) και έκτοτε η χρήση του εξαπλώνεται διεθνώς, χωρίς όμως να υφίσταται ένας κοινά αποδεκτός ορισμός ή μία ενιαία αντίληψη για τις δραστηριότητες που περι-

λαμβάνει. Ανάλογα με την οπτική ή τους στόχους των εκάστοτε χρηστών του όρου, οι αναφορές στην οικονομία διαμοιρασμού μπορεί να ταυτίζονται με στενότερες ή με ευρύτερες έννοιες. Κοινό παρονομαστή των εννοιών αυτών αποτελεί συνήθως η μεσολάβηση μίας διαδικτυακής πλατφόρμας για τη διασύνδεση χρηστών και παρόχων υπηρεσιών, με στόχο την αποτελεσματικότερη χρήση (διαμοιρασμό) φυσικών ή ανθρωπίνων πόρων.

Με βάση ένα συχνά αναφερόμενο στη βιβλιογραφία ορισμό, η οικονομία διαμοιρασμού προσδιορίζεται ως ένα φαινόμενο σύμφωνα με το οποίο *καταναλωτές παραχωρούν σε άλλους καταναλωτές προσωρινή πρόσβαση σε ενσώματα περιουσιακά στοιχεία που υποχρησιμοποιούνται*, πιθανόν έναντι αμοιβής (Frenken et al., 2015). Από μία άποψη, ο ορισμός αυτός μπορεί να χαρακτηριστεί ως εννοιολογικά ακριβής, καθώς δεν απομακρύνεται σημαντικά από την ιδέα του να μοιράζεται κανείς προσωρινά π.χ. τη στέγη του ή μία διαδρομή με το αυτοκίνητό του, δραστηριότητα που παλαιότερα ελάμβανε χώρα κυρίως μεταξύ συγγενών και φίλων, ενώ πλέον μπορεί να πραγματοποιείται και μεταξύ αγνώστων με τη μεσολάβηση μίας διαδικτυακής πλατφόρμας. Από την άλλη πλευρά, ο συγκεκριμένος ορισμός μπορεί να θεωρηθεί ως σχετικά περιοριστικός (Maselli, Lenaerts and Beblavý, 2016), καθώς εξαιρεί συγγενείς μορφές συναλλαγών που υλοποιούνται μέσω διαδικτυακών πλατφορμών και τοποθετούνται με τα σημερινά δεδομένα σε ένα ευρύτερο πλαίσιο συνεργατικών δραστηριοτήτων. Συγκεκριμένα, στη βάση του ορισμού αυτού, η έννοια της οικονομίας διαμοιρασμού αφορά αποκλειστικά συναλλαγές μεταξύ καταναλωτών ή αλλιώς ομοτίμων (consumer-to-consumer ή peer-to-peer), αποκλείοντας αντίστοιχες συναλλαγές μεταξύ επιχειρήσεων και καταναλωτών (business-to-consumer). Επιπλέον, στον ορισμό δεν περιλαμβάνονται δραστηριότητες που αφορούν καθαρά την παροχή υπηρεσιών. Έτσι, ενώ με βάση τον συγκεκριμένο ορισμό εντάσσεται στην οικονομία διαμοιρασμού π.χ. η ενοίκιαση ενός καταλύματος που υποχρησιμοποιείται από τον ιδιοκτήτη του μέσω πλατφορμών όπως η Airbnb, ή η συνεπιβίβαση σε ΙΧ αυτοκίνητο για μία κοινή διαδρομή (carpooling) μέσω πλατφορμών όπως η BlaBlaCar, δεν εμπίπτουν στον ορισμό δραστηριότητες που σχετίζονται με την άμεση (on-demand) ικανοποίηση αιτημάτων για παροχή υπηρεσιών, όπως οι παραγγελίες ταξί μέσω πλατφορμών

του τύπου της Uber ή η κάλυψη αναγκών για οικιακές υπηρεσίες μέσω πλατφορμών όπως η TaskRabbit.

Προς την κατεύθυνση μίας λιγότερο στενής εννοιολογικής προσέγγισης της οικονομίας διαμοιρασμού, διατυπώνονται συχνά στη βιβλιογραφία ορισμοί οι οποίοι περιορίζουν το φάσμα των δραστηριοτήτων που καλύπτονται από τον όρο, χωρίς όμως να εξαιρούν μορφές συνεργατικής δραστηριότητας που συχνά εκλαμβάνονται στον δημόσιο διάλογο ως τμήματα της οικονομίας διαμοιρασμού. Κατά περίπτωση, τέτοιοι ορισμοί μπορεί να μην καλύπτουν δραστηριότητες που αφορούν π.χ. συναλλαγές μεταξύ επιχειρήσεων (business-to-business) ή μεταβίβαση της κυριότητας προϊόντων μεταξύ καταναλωτών μέσω πλατφορμών όπως το E-bay. Από την άλλη πλευρά, οι ορισμοί αυτοί μπορεί να ενσωματώνουν συγγενείς με την οικονομία διαμοιρασμού έννοιες όπως η *συνεργατική οικονομία*, η *οικονομία κατ' απαίτηση* ή η *οικονομία προϊόντος-υπηρεσίας*.

- Η *συνεργατική οικονομία (collaborative economy)* αποτελεί όρο που εκλαμβάνεται συχνά ως συνώνυμο της οικονομίας διαμοιρασμού, με μία έννοια όμως ευρύτερη σε σχέση με εκείνη των Frenken et al. (2015). Σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (2016), η οποία δείχνει προτίμηση στη χρήση του συγκεκριμένου όρου για τις αναφορές της σε συνεργατικά σχήματα, η συνεργατική οικονομία αναφέρεται σε επιχειρηματικά μοντέλα όπου τις δραστηριότητες διευκολύνουν διαδικτυακές συνεργατικές πλατφόρμες (collaborative platforms). Οι συνεργατικές πλατφόρμες δημιουργούν μια ανοικτή αγορά για την προσωρινή χρήση αγαθών ή υπηρεσιών που συχνά παρέχουν ιδιώτες. Στη συνεργατική οικονομία δραστηριοποιούνται: i) οι πάροχοι υπηρεσιών, οι οποίοι χρησιμοποιούν από κοινού περιουσιακά στοιχεία, πόρους, χρόνο ή/και δεξιότητες και μπορεί να είναι ιδιώτες που παρέχουν υπηρεσίες ευκαιριακά (ομότιμοι) ή επαγγελματίες πάροχοι υπηρεσιών, ii) οι χρήστες των υπηρεσιών και iii) οι συνεργατικές πλατφόρμες οι οποίες λειτουργούν ως μεσάζοντες συνδέοντας μέσω διαδικτύου παρόχους και χρήστες και διευκολύνοντας τις μεταξύ τους συναλλαγές. Σε γενικές γραμμές, οι συναλλαγές συνεργατικής οικονομίας δεν περιλαμβάνουν αλλαγή κυριότητας και μπορεί να είναι κερδοσκοπικές ή μη κερδοσκοπικές.
- Η *οικονομία κατ' απαίτηση (on-demand economy)* αποτελεί όρο που χρησιμοποιείται συνήθως για να περιγράψει τη μεσολάβηση διαδικτυακών πλατφορμών για τη δημιουργία ανοικτών αγορών μέσα από τις οποίες ελεύθερα δραστηριοποιούμενοι εργαζόμενοι μπορούν να απασχοληθούν για την άμεση ικανοποίηση αιτημάτων για προσωπικές ή επαγγελμα-

τικές υπηρεσίες. Βασικό χαρακτηριστικό της οικονομίας κατ' απαίτηση είναι ότι στην περίπτωση της η μεσολάβηση μέσω πλατφορμών αφορά ουσιαστικά την παροχή κάποιας μορφής εργασίας. Η εργασία αυτή μπορεί να είναι είτε τοπικής φύσεως/χειρωνακτική (on-demand work), είτε να προσφέρεται εξ αποστάσεως διαδικτυακά, μέσω των λεγόμενων πλατφορμών προσπορισμού (crowdsourcing).

- Η *οικονομία προϊόντος-υπηρεσίας (product-service economy)* αποτελεί όρο που απαντάται στη βιβλιογραφία λιγότερο συχνά σε σχέση με τους όρους που προαναφέρθηκαν, και χρησιμοποιείται κατά βάση προκειμένου να περιγράψει τη μεσολάβηση πλατφορμών για την υλοποίηση συναλλαγών μεταξύ επιχειρήσεων και καταναλωτών.

Οι λιγότερο περιοριστικοί ορισμοί του φαινομένου της οικονομίας διαμοιρασμού συνήθως δεν απέχουν σημαντικά από την έννοια της συνεργατικής οικονομίας, και επομένως μπορεί να καλύπτουν εκτός των δραστηριοτήτων που ορίζουν οι Frenken et al. (2015) και τις δραστηριότητες που εντάσσονται στην οικονομία κατ' απαίτηση και την οικονομία-προϊόντος υπηρεσίας. Σε ένα τέτοιο εννοιολογικό πλαίσιο, μία αρκετά εύστοχη προσέγγιση είναι εκείνη των Dølvik and Jesnes (2017). Οι συγγραφείς προσδιορίζουν την οικονομία διαμοιρασμού ως ένα φαινόμενο σύμφωνα με το οποίο μία εταιρεία μεσολαβεί υπό τη μορφή ψηφιακής πλατφόρμας, για να βοηθήσει στη σύνδεση μεταξύ παρόχων και καταναλωτών/πελατών, προκειμένου να πραγματοποιηθούν συναλλαγές όπως η παροχή υπηρεσιών, ο διαμοιρασμός της χρήσης περιουσιακών στοιχείων και η παροχή δεξιοτήτων ή εργασίας. Με βάση έναν τέτοιο ορισμό, στην οικονομία διαμοιρασμού συγκαταλέγονται τόσο οι συναλλαγές μεταξύ ομοτίμων για τον διαμοιρασμό περιουσιακών στοιχείων που υποχρησιμοποιούνται, όσο και οι συναλλαγές μεταξύ επιχειρήσεων και καταναλωτών, αλλά και οι δραστηριότητες που αφορούν καθαρά την παροχή υπηρεσιών, εφόσον βεβαίως υλοποιούνται με τη μεσολάβηση διαδικτυακών πλατφορμών. Έτσι, στον συγκεκριμένο ορισμό εμπίπτουν για παράδειγμα τόσο οι συναλλαγές μέσω Airbnb και BlaBlaCar, όσο και οι δραστηριότητες της Uber και της TaskRabbit.

#### 4.1.3. Χρήση υπηρεσιών που προσφέρονται μέσω συνεργατικών πλατφορμών

Η εξέλιξη της τεχνολογίας και τα δίκτυα υψηλών ταχυτήτων, η άνοδος των μέσων κοινωνικής δικτύωσης και η αυξανόμενη πρόσβαση των Ελλήνων στο διαδίκτυο έπαιξαν σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της οικονομίας διαμοιρασμού και αντίστοιχων συνεργατικών πλατφορ-

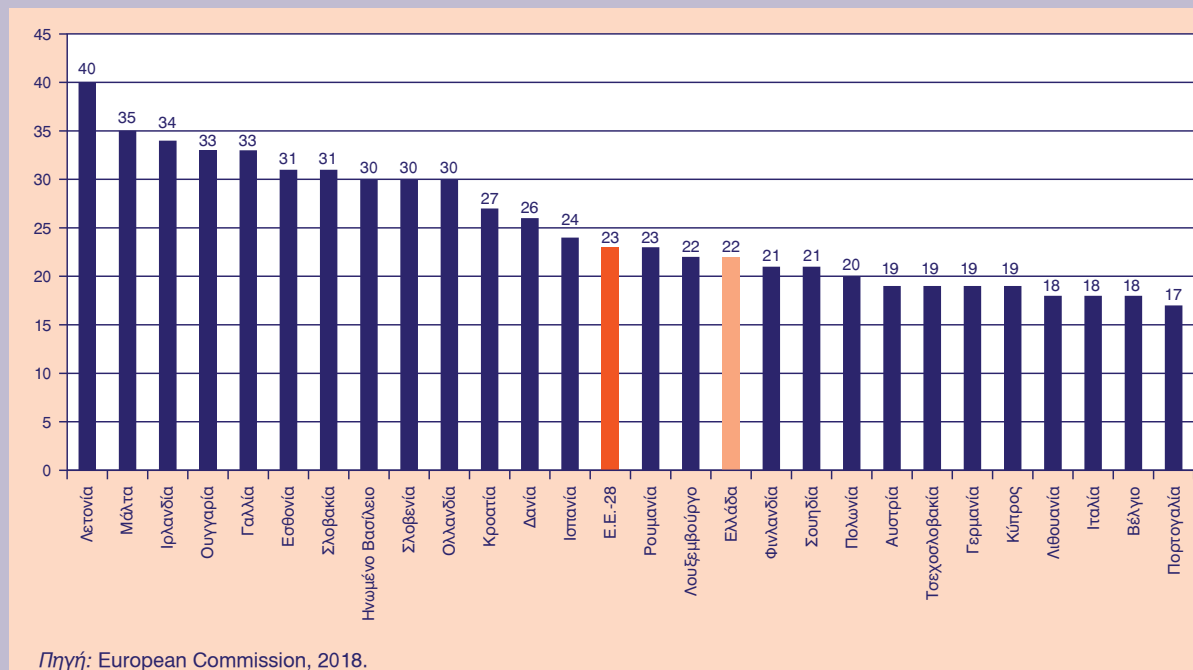
μών στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια (Αθανασίου και Κώτση, 2018). Η αναγνωρισιμότητα της οικονομίας διαμοιρασμού, η χρήση της και τα χαρακτηριστικά των χρηστών στην Ελλάδα και την Ευρώπη καταγράφονται στις δύο σχετικές έρευνες που διεξήχθησαν το 2016 και το 2018 σε αντιπροσωπευτικό δείγμα του πληθυσμού της Ε.Ε.-28 ηλικίας άνω των 15 ετών (European Commission, 2016, 2018)<sup>1</sup>. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των ερευνών αυτών, το έτος 2018 το 22% των Ελλήνων που ερωτήθηκαν δήλωσαν ότι έχουν κάνει χρήση των υπηρεσιών συνεργατικών πλατφορμών. Το ποσοστό αυτό εμφανίζεται σημαντικά αυξημένο σε σχέση με το αντίστοιχο στοιχείο για την Ελλάδα το 2016 (9%), ενώ βρίσκεται και πολύ κοντά στον μέσο όρο των χωρών της Ε.Ε.-28 για το 2018 (23%), με τα σχετικά ποσοστά για τις άλλες χώρες να κυμαίνονται από 17% στην Πορτογαλία έως 40% στη Λετονία (Διάγραμμα 4.1.1). Ως προς τη συχνότητα της χρήσης, στην Ελλάδα, το 10% των ερωτηθέντων δήλωσαν ότι χρησιμοποίησαν τις υπηρεσίες αυτές μία φορά ή λίγες φορές (έναντι 2% το 2016 και 9% κατά μέσο όρο στην Ε.Ε.-28 το 2018), το 7% περιστασιακά-μία φορά ανά μερικούς μήνες (έναντι 5% και 10%, αντίστοιχα) και το 5% τακτικά-μία φορά τον μήνα ή συχνότερα (έναντι 1% και 4%, αντίστοιχα).

Τα άτομα που δήλωσαν ότι δεν χρησιμοποίησαν υπηρεσίες μέσω συνεργατικών πλατφορμών, ανέφεραν ως κυριότερο λόγο ότι δεν γνώριζαν τι είναι οι συνεργατικές πλατφόρμες (ποσοστό 36% στην Ελλάδα αλλά και κατά μέσο όρο στην Ε.Ε.-28). Ακολουθούν ως λόγοι για τη μη χρήση τέτοιων υπηρεσιών η προτίμηση των ατόμων σε υπηρεσίες που προσφέρονται μέσω των παραδοσιακών καναλιών (λόγω π.χ. άμεσης προσωπικής επαφής) με ποσοστό 27% στην Ελλάδα και 34% κατά μέσο όρο στην Ε.Ε.-28, η έλλειψη εμπιστοσύνης στις υπηρεσίες που προσφέρονται, με ποσοστά 20% και 17%, αντίστοιχα, η έλλειψη τεχνικών γνώσεων για τον τρόπο πρόσβασης στις προσφερόμενες υπηρεσίες, με ποσοστά 18% και 14%, αντίστοιχα, οι ενδιαασμοί για τη διάθεση προσωπικών δεδομένων στην πλατφόρμα ή στο διαδίκτυο, με ποσοστά 16% και 20% αντίστοιχα, και, τέλος, η κακή πρόσβαση στο διαδίκτυο με ποσοστό 6% στην Ελλάδα αλλά και κατά μέσο όρο στην Ε.Ε.-28.

Σε όλες τις χώρες της Ε.Ε.-28 καταγράφηκαν το 2018 αυξήσεις στη αναγνωρισιμότητα και τη χρήση των σχετικών υπηρεσιών σε σύγκριση με το 2016. Τότε, το 35% των ερωτηθέντων είχε ακούσει για τις συνεργατικές πλατφόρμες, ενώ το 17% είχε κάνει χρήση κάποιας υπηρεσίας έστω και μια φορά (τα αντίστοιχα

#### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.1.1

##### Συνολική χρήση των υπηρεσιών μέσω συνεργατικών πλατφορμών, 2018



1. Η έρευνα του 2018 διεξήχθη με τηλεφωνικές συνεντεύξεις σε αντιπροσωπευτικό δείγμα 26.544 ατόμων στα 28 κράτη μέλη της Ε.Ε., συμπεριλαμβανομένων 1.000 ατόμων στην Ελλάδα την περίοδο 23-30/4/2018. Η έρευνα του 2016 διεξήχθη σε δείγμα 14.050 και 500 ατόμων, αντίστοιχα, την περίοδο 15-16/3/2016.

ποσοστά κυμαίνονταν από 2% στην Κύπρο έως 36% στη Γαλλία). Στην Ελλάδα, τα αντίστοιχα ποσοστά για το 2016 ανέρχονταν σε 25% και μόλις 9%, μεγέθη ελαφρώς υψηλότερα από εκείνα που κατέγραψε για πρώτη φορά σχετική έρευνα που διεξήγαγε στην Ελλάδα η MRB Hellas για λογαριασμό της Cosmote<sup>2</sup> το 2015. Σύμφωνα με την έρευνα αυτή, το 24% των ερωτηθέντων δήλωσε ότι γνώριζε σε τι ακριβώς αντιστοιχεί η έννοια της οικονομίας διαμοιρασμού, ενώ μόλις το 8% είχε κάνει χρήση κάποιας υπηρεσίας.

#### 4.1.3.1. Χαρακτηριστικά χρηστών

Η χρήση υπηρεσιών μέσω συνεργατικών πλατφορμών φαίνεται να διαφοροποιείται, ανάλογα με τα χαρακτηριστικά των χρηστών. Ξεκινώντας από το φύλο, το 2018 οι γυναίκες υπερείχαν στη συνολική χρήση των υπηρεσιών μέσω συνεργατικών πλατφορμών έναντι των ανδρών στην Ελλάδα (24% των γυναικών έναντι 20% των ανδρών), σε αντίθεση με τον μέσο όρο των χωρών της Ε.Ε.-28 όπου οι άνδρες παρουσίαζαν ελα-

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1.1 Χαρακτηριστικά χρηστών των υπηρεσιών μέσω συνεργατικών πλατφορμών στην Ελλάδα και κατά μέσο όρο στην Ε.Ε.-28, 2018, 2016**

Χαρακτηριστικά	Κατηγορίες	2018		2016	
		Ελλάδα	Ε.Ε.-28	Ελλάδα	Ε.Ε.-28
Φύλο	Σύνολο	22%	23%	9%	17%
	Άνδρες	20%	25%	9%	21%
	Γυναίκες	24%	23%	8%	15%
Ηλικία	15-24	38%	37%	5%	18%
	25-39	33%	38%	17%	27%
	40-54	24%	26%	13%	22%
	55 +	9%	11%	2%	10%
Έτη εκπαίδευσης	15-	5%	5%	0%	4%
	16-19	11%	16%	4%	13%
	20+	26%	32%	14%	27%
	Σπουδαστές	40%	39%	7%	21%
Είδος απασχόλησης	Αυτοαπασχολούμενοι	27%	37%	14%	26%
	Υπάλληλοι	32%	34%	22%	25%
	Εργάτες	14%	15%	0%	14%
Αστικότητα	Μη εργαζόμενοι	17%	16%	3%	11%
	Χωριό	13%	19%	5%	
	Μικρή/μεσαίου μεγέθους πόλη	20%	22%	9%	
Γεωγραφικό τμήμα	Μεγάλη πόλη	25%	34%	10%	
	Βόρεια Ελλάδα	20%		10%	
	Κεντρική Ελλάδα	13%		7%	
	Αττική	27%		7%	
	Νησιά Αιγαίου, Κρήτη	29%		17%	

Πηγή: European Commission, 2018, 2016.

2. Η έρευνα διεξήχθη με προσωπικές συνεντεύξεις τον Φεβρουάριο του 2015, σε δείγμα 500 συνδρομητών κινητής τηλεφωνίας της Αθήνας και της Θεσσαλονίκης, παράλληλα με online συνεντεύξεις σε 160 συνδρομητές κινητής τηλεφωνίας Αθήνας και Θεσσαλονίκης που είχαν κάνει χρήση υπηρεσιών της οικονομίας διαμοιρασμού.

φρώς υψηλότερα ποσοστά χρήσης σε σχέση με τις γυναίκες (25% έναντι 23%, αντίστοιχα) (Πίνακας 4.1.1 πιο πάνω). Ως προς την ηλικία, οι χρήστες των υπηρεσιών ανήκουν κυρίως στις ηλικιακές ομάδες κάτω των 40 ετών. Συγκεκριμένα, στην Ελλάδα τα υψηλότερα ποσοστά χρήσης παρουσιάζονται στα άτομα ηλικίας 15-24 ετών (38%) και 25-39 ετών (33%), ενώ στον μέσο όρο των χωρών της Ε.Ε.-28 τα υψηλότερα ποσοστά χρήσης παρουσιάζονται στα άτομα ηλικίας 25-39 ετών (38%) και ακολουθούν τα άτομα ηλικίας 15-24 ετών (37%). Σημαντικές είναι οι αυξήσεις στο ποσοστό χρήσης στην Ελλάδα το 2018 σε σχέση με το 2016, και στα δύο φύλα αλλά και σε όλες τις ηλικιακές ομάδες, με εντυπωσιακότερη την αύξηση στην ηλικιακή ομάδα 15-24 ετών (από μόλις 5% το 2016 σε 38% το 2018). Τα στοιχεία αυτά επιβεβαιώνουν και την εικόνα που σκιαγραφήθηκε στην πρώτη καταγραφή του φαινομένου της οικονομίας διαμοιρασμού στη σχετική έρευνα της MRB Hellas (2015). Σύμφωνα με την έρευνα αυτή, παρά το γεγονός ότι η έννοια της οικονομίας διαμοιρασμού δεν είχε τύχει ακόμη ευρείας αναγνώρισιμότητας, ο βαθμός ενδιαφέροντος στον γενικό πληθυσμό ήταν αρκετά μεγάλος και η δυναμική ομάδα του νέου συστήματος οικονομίας ήταν το κοινό των νέων 18-24 ετών.

Σε σχέση με τα έτη εκπαίδευσης των χρηστών, οι σπουδαστές και τα άτομα με υψηλό μορφωτικό επίπεδο εμφανίζουν τα υψηλότερα ποσοστά χρήσης υπηρεσιών μέσω συνεργατικών πλατφορμών τόσο στην Ελλάδα όσο και στον μέσο όρο των χωρών της Ε.Ε.-28. Συγκεκριμένα, το 2018, στην κατηγορία των σπουδαστών το ποσοστό χρήσης ανήλθε στο 40% στην Ελλάδα, και στο 39% κατά μέσο όρο στην Ε.Ε.-28, ενώ στην κατηγορία των ατόμων υψηλότερου μορφωτικού επιπέδου (20+ έτη εκπαίδευσης) το ποσοστό χρήσης ανήλθε σε 26% στην Ελλάδα και 32% στην Ε.Ε.-28. Στα άτομα χαμηλότερου μορφωτικού επιπέδου (έως 15 έτη εκπαίδευσης), το ποσοστό χρήσης ήταν χαμηλό τόσο στην Ελλάδα όσο και τον μέσο όρο της Ε.Ε.-28 (5%).

Από πλευράς μορφής απασχόλησης, οι υπάλληλοι ήταν η ομάδα με το μεγαλύτερο ποσοστό χρήσης υπηρεσιών μέσω συνεργατικών πλατφορμών στην Ελλάδα το 2018 (ποσοστό 32% έναντι 22% το 2016), σε αντίθεση με την Ε.Ε.-28 όπου κατά μέσον όρο υπερείχε σε ποσοστό χρήσης η ομάδα των αυτοαπασχολούμενων (37% το 2018 έναντι 26% το 2016). Από πλευράς αστικότητας, οι κάτοικοι των μεγάλων πόλεων παρουσίασαν τα υψηλότερα ποσοστά χρήσης των υπηρεσιών τόσο στην Ελλάδα όσο και κατά μέσο όρο στην Ε.Ε.-28 (25% και 34%, αντίστοιχα). Το 2018 όλα τα γεωγραφικά τμήματα της Ελλάδας παρουσίασαν σημαντικές αυξήσεις στο σχετικό πο-

σοστό χρήσης σε σχέση με το 2016, με τα Νησιά του Αιγαίου και την Κρήτη να εμφανίζουν το υψηλότερα ποσοστά χρήσης το 2018 (29%), ακολουθούμενα από την Αττική (27%).

#### 4.1.3.2. Είδος χρησιμοποιούμενων υπηρεσιών

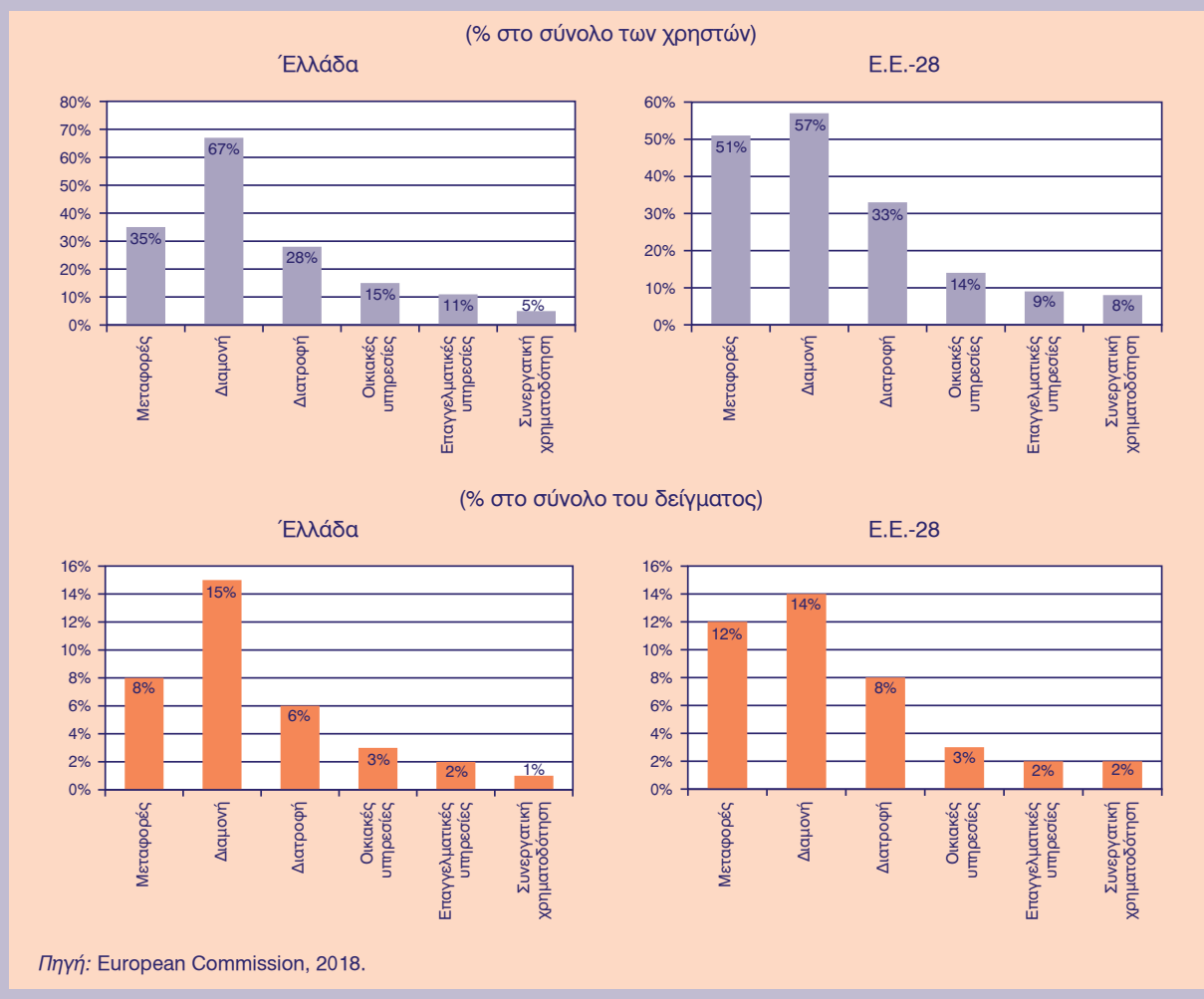
Μεταξύ των υπηρεσιών που προσφέρονται μέσω συνεργατικών πλατφορμών, εκείνες που εμφανίζουν τη μεγαλύτερη συχνότητα χρήσης αφορούν τη διαμονή (π.χ. ενοικίαση διαμερίσματος) και τις μεταφορές (Διάγραμμα 4.1.2). Το 2018 το 67% των χρηστών στην Ελλάδα ανέφερε ότι χρησιμοποίησε υπηρεσίες διαμονής, έναντι ποσοστού 57% κατά μέσο όρο στις χώρες της Ε.Ε.-28. Παράλληλα, το ίδιο έτος, τα ποσοστά χρήσης για την Ελλάδα και τον μέσο όρο της Ε.Ε.-28, αντίστοιχα, ανήλθαν στο 35% και 51% για τις υπηρεσίες μεταφοράς (π.χ. συνεπιβίβαση), στο 28% και 33% για τις υπηρεσίες διατροφής, στο 15% και 14% για τις οικιακές υπηρεσίες (φροντίδα παιδιών, επισκευές, περιποίηση κήπων κ.ά.), στο 10% και 9% για τις επαγγελματικές υπηρεσίες (υπηρεσίες πληροφορικής, λογιστικές κλπ.) και στο 5% και 8% για τις υπηρεσίες συνεργατικής χρηματοδότησης (crowd funding κλπ.).

Ανάγοντας τις απαντήσεις στο σύνολο του δείγματος, φαίνεται ότι στην Ελλάδα το 15% των ερωτηθέντων χρησιμοποίησαν υπηρεσίες διαμονής (έναντι 14% κατά μέσο όρο στην Ε.Ε.-28), το 8% υπηρεσίες μεταφορών (έναντι 12%, αντίστοιχα), το 6% υπηρεσίες διατροφής (έναντι 8%, αντίστοιχα), το 3% οικιακές υπηρεσίες και το 2% επαγγελματικές υπηρεσίες, όπως και στον μέσο όρο των χωρών της Ε.Ε.-28, και το 1% υπηρεσίες συνεργατικής χρηματοδότησης (έναντι 2%, αντίστοιχα).

Το 2015, ως πιο αναγνωρίσιμες υπηρεσίες της οικονομίας διαμοιρασμού στον ελληνικό πληθυσμό (MRB Hellas, 2015) είχαν καταγραφεί η ανταλλαγή σπιτιού (25% του γενικού πληθυσμού και 67% των χρηστών), η ενοικίαση καταλυμάτων στην Αθήνα για ανταλλαγή φοιτητών (17% και 33%, αντίστοιχα), η ανταλλαγή βιβλίων (16% και 64%), η ηλεκτρονική αγορά για χειροτεχνήματα (14% και 58%), η συνεπιβίβαση σε ΙΧ (carpooling) (13% και 50%), οι παραγγελίες μέσω διαδικτύου για έτοιμα γεύματα μαγειρεμένα από τρίτους (13% και 43%) και η ενοικίαση ποδηλάτων (bike sharing) (13% και 28%). Μεταξύ των χρηστών οι πλέον δημοφιλείς στη χρήση υπηρεσίες ήταν η ανταλλαγή βιβλίων (40%), η συνεπιβίβαση σε ΙΧ (37%), η ηλεκτρονική αγορά για χειροτεχνήματα (14%), η ενοικίαση καταλυμάτων (12%), η ανταλλαγή σπιτιού (11%) και οι παραγγελίες μέσω διαδικτύου για έτοιμα γεύματα μαγειρεμένα από τρίτους (11%).

#### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.1.2

Είδος χρησιμοποιούμενων υπηρεσιών στην Ελλάδα και στον μέσο όρο των χωρών της Ε.Ε.-28, 2018



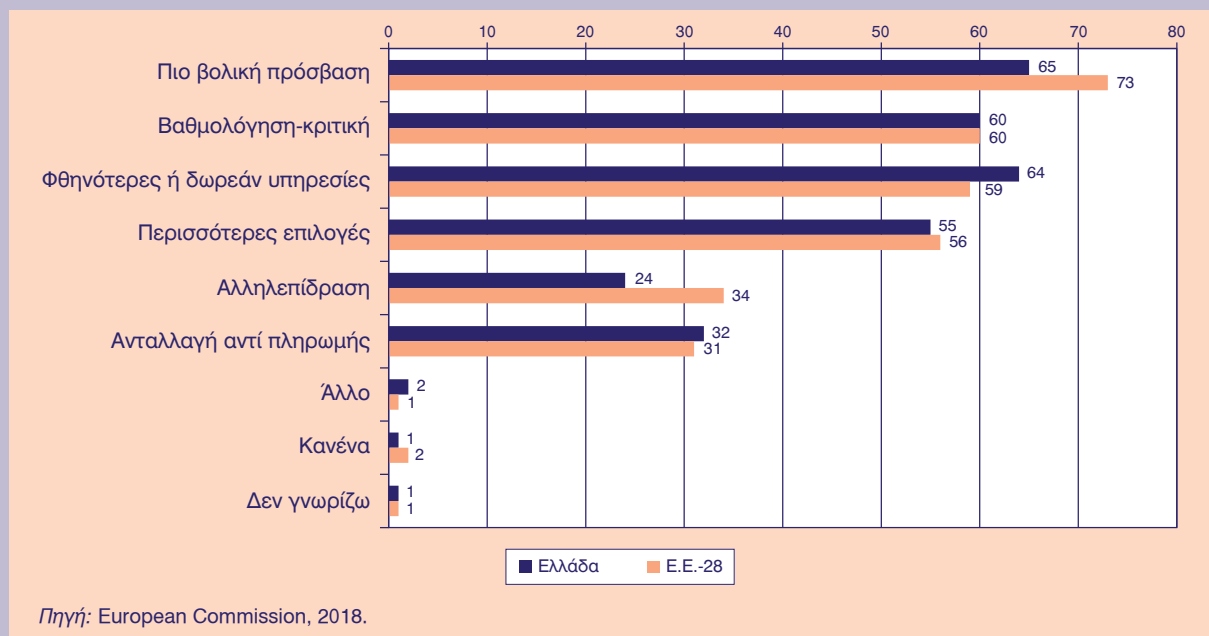
#### 4.1.3.3. Πλεονεκτήματα

Με βάση τις δηλώσεις των χρηστών υπηρεσιών μέσω συνεργατικών πλατφορμών, ως κυριότεροι λόγοι για τη χρήση πλατφορμών έναντι των παραδοσιακών καναλιών αναφέρθηκαν για την Ελλάδα το 2018 η πιο εύκολη/βολική πρόσβαση (65% έναντι 42% το 2016) και οι φθηνότερες ή δωρεάν παρεχόμενες υπηρεσίες (64% έναντι 36% το 2016). Τα αντίστοιχα μεγέθη για τον μέσο όρο των χωρών της Ε.Ε.-28 ήταν 73% και 59% (έναντι 41% και 33% το 2016) (Διάγραμμα 4.1.3). Ακολουθούν ως λόγοι χρήσης των πλατφορμών η δυνατότητα αξιολόγησης και κριτικής σε ποσοστό 60% τόσο για την Ελλάδα όσο και για τον μέσο όρο της Ε.Ε.-28, οι περισσότερες επιλογές (55% και 56%, αντίστοιχα), η δυνατότητα ανταλλαγής υπηρεσιών αντί για πληρωμή για την προμήθειά τους (32% και 31%, αντίστοιχα) και οι ευκαιρίες για επικοινωνία με ενδιαφέροντες ανθρώπους (24% και 34%, αντίστοιχα).

Αναλυτικότερα, στην περίπτωση της Ελλάδας τα πλεονεκτήματα που εντοπίζονται από τους χρήστες διαφοροποιούνται ανάλογα με το είδος των χρησιμοποιούμενων υπηρεσιών (Πίνακας 4.1.2). Συγκεκριμένα, ως κυριότερο πλεονέκτημα για τους χρήστες στην Ελλάδα αναφέρονται οι φθηνότερες ή δωρεάν παρεχόμενες υπηρεσίες στην περίπτωση των υπηρεσιών μεταφορών (79%), η πιο εύκολη πρόσβαση στην περίπτωση των υπηρεσιών διατροφής, διαμονής και οικιακών υπηρεσιών (76%, 69% και 66%, αντίστοιχα), οι περισσότερες επιλογές στην περίπτωση των επαγγελματικών υπηρεσιών (79%) και η δυνατότητα αξιολόγησης και κριτικής στην περίπτωση των χρηστών υπηρεσιών συνεργατικής χρηματοδότησης (67%). Από την άλλη πλευρά, κατά μέσο όρο στην Ε.Ε.-28 η πιο εύκολη πρόσβαση αναφέρεται ως το κυριότερο πλεονέκτημα από τους χρήστες όλων των ειδών υπηρεσιών (σε ποσοστό που κυμαίνεται από 75% για τις υπηρεσίες διαμονής και τις επαγγελματικές υπηρεσίες έως 89% για τις υπηρεσίες συνεργατικής χρηματοδότησης).

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.1.3

Πλεονεκτήματα για τους χρήστες υπηρεσιών μέσω συνεργατικών πλατφορμών σε σύγκριση με το παραδοσιακό εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών, Ελλάδα, Ε.Ε.-28, 2018



### ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1.2 Πλεονεκτήματα για τους χρήστες υπηρεσιών μέσω συνεργατικών πλατφορμών κατά τομέα, Ελλάδα, Ε.Ε.-28, 2018

#### Πλεονεκτήματα

#### Τομείς χρήσης συνεργατικών πλατφορμών

Πλεονεκτήματα	Σύνολο	Μεταφορές	Διαμονή	Διατροφή	Ελλάδα		
					Οικιακές υπηρεσίες	Επαγγελματικές υπηρεσίες	Συνεργατική χρηματοδότηση
Φθηνότερες ή δωρεάν υπηρεσίες	64%	79%	69%	77%	64%	77%	55%
Περισσότερες επιλογές	55%	58%	57%	70%	51%	79%	51%
Πιο βολική πρόσβαση	65%	74%	69%	76%	66%	76%	46%
Βαθμολόγηση-κριτική	60%	72%	67%	71%	63%	74%	67%
Αλληλεπίδραση	24%	25%	22%	30%	30%	37%	39%
Ανταλλαγή αντί πληρωμής	32%	31%	34%	29%	42%	32%	38%
					Ε.Ε.-28		
Φθηνότερες ή δωρεάν υπηρεσίες	59%	68%	64%	59%	57%	53%	76%
Περισσότερες επιλογές	56%	58%	61%	65%	62%	60%	72%
Πιο βολική πρόσβαση	73%	76%	75%	85%	79%	75%	89%
Βαθμολόγηση-κριτική	60%	62%	66%	68%	67%	58%	74%
Αλληλεπίδραση	34%	40%	33%	34%	32%	37%	46%
Ανταλλαγή αντί πληρωμής	31%	35%	31%	33%	29%	32%	54%

Πηγή: European Commission, 2018.



#### 4.1.3.4. Κύρια προβλήματα

Τα κυριότερα προβλήματα που αναφέρθηκαν από τους χρήστες των συνεργατικών πλατφορμών, σε σχέση με τα παραδοσιακά κανάλια, ήταν για Ελλάδα το 2018 η ασάφεια για το ποιος είναι υπεύθυνος σε περίπτωση προβλήματος (48% έναντι 49% στον μέσο όρο των χωρών της Ε.Ε.-28), οι παραπλανητικές αξιολογήσεις/κριτικές (44% έναντι 38%, αντίστοιχα), η κακή χρήση προσωπικών δεδομένων (39% έναντι 37%, αντίστοιχα) και η λιγότερη εμπιστοσύνη στον προμηθευτή των υπηρεσιών (37% έναντι 34%, αντίστοιχα) (Διάγραμμα 4.1.4). Σε χαμηλότερα ποσοστά δηλώθηκαν προβλήματα σε σχέση με τις ηλεκτρονικές κρατήσεις ή πληρωμές (20% και 22%, αντίστοιχα) και με μη αναμενόμενες προσφερόμενες υπηρεσίες (17% και 24%, αντίστοιχα). Παρόμοια ήταν τα προβλήματα που αναφέρθηκαν από τους χρήστες και το 2016, με πρώτο στην κατάταξη για την Ελλάδα την έλλειψη εμπιστοσύνης (39%), δεύτερο τον άγνωστο υπεύθυνο (34%) και τρίτο την απογοήτευση/μη ανταπόκριση στις προσδοκίες (29%).

Η ασάφεια για το ποιος είναι υπεύθυνος σε περίπτωση προβλήματος αναφέρθηκε ως το κυριότερο πρόβλημα για τους χρήστες όλων των ειδών υπηρεσιών τόσο στην Ελλάδα (σε ποσοστό που κυμάνθηκε από 44% για τις υπηρεσίες συνεργατικής χρηματοδότησης έως 73% για τις επαγγελματικές υπηρεσίες), όσο και στον μέσο όρο των χωρών της Ε.Ε.-28 (σε ποσοστό που κυ-

μάνθηκε από 50% για τις μεταφορές και τις υπηρεσίες διαμονής έως 56% για τις υπηρεσίες διατροφής).

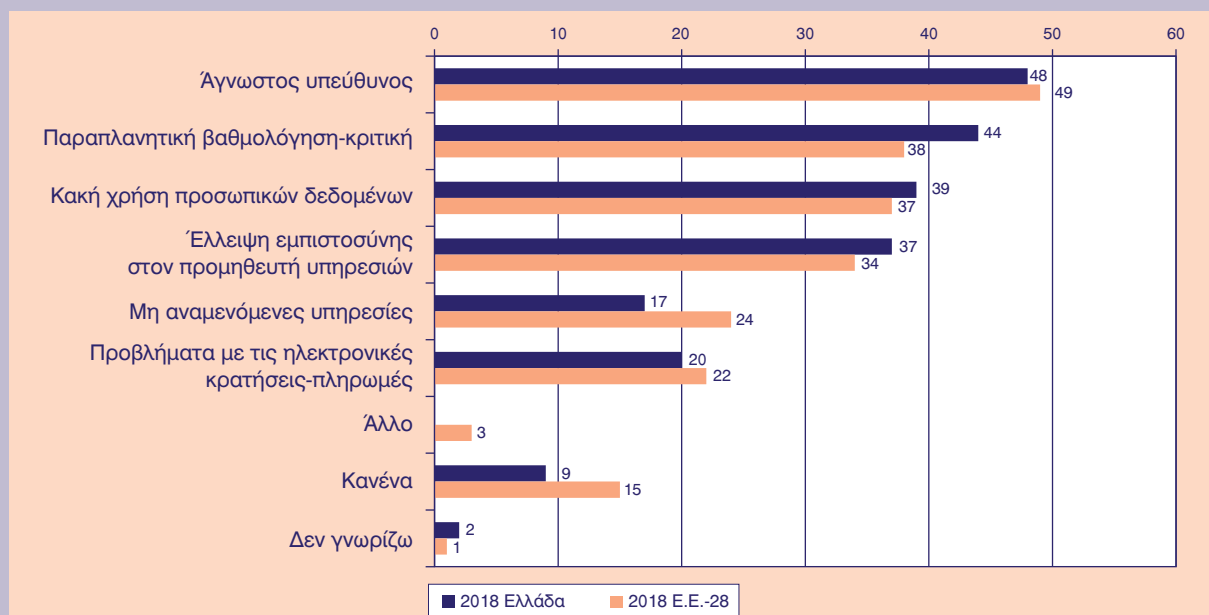
#### 4.1.3.5. Συμπληρωματικότητα και υποκατάσταση

Το 37% των χρηστών των υπηρεσιών στην Ελλάδα δήλωσαν ότι έχουν υποκαταστήσει υπηρεσίες που προσφέρονται μέσω των παραδοσιακών καναλιών με υπηρεσίες μέσω συνεργατικών πλατφορμών, έναντι αντίστοιχου ποσοστού 32% στον μέσο όρο της Ε.Ε.-28. Από την άλλη πλευρά, το 57% των χρηστών στην Ελλάδα δήλωσαν ότι χρησιμοποιούν τις υπηρεσίες που προσφέρονται μέσω των συνεργατικών πλατφορμών συμπληρωματικά, με το αντίστοιχο ποσοστό στον μέσο όρο της Ε.Ε.-28 να ανέρχεται σε 60%.

Ειδικότερα, στην Ελλάδα το 39% των χρηστών δήλωσαν ότι εξακολουθούν να χρησιμοποιούν περίπου στον ίδιο βαθμό τις υπηρεσίες που προσφέρονται μέσω των παραδοσιακών καναλιών, αλλά χρησιμοποιούν επίσης τις ίδιες υπηρεσίες που παρέχονται από τις συνεργατικές πλατφόρμες, το 24% δήλωσαν ότι έχουν μερικώς υποκαταστήσει τις υπηρεσίες που προσφέρονται μέσω των παραδοσιακών καναλιών, το 18% ανέφεραν ότι ξεκίνησαν να χρησιμοποιούν τις σχετικές υπηρεσίες μόνο όταν προσφέρθηκαν από τις συνεργατικές πλατφόρμες, ενώ το 13% δήλωσαν ότι έχουν πλήρως υποκαταστήσει κάποια είδη

#### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.1.4

Κύρια προβλήματα για τους χρήστες συνεργατικών πλατφορμών σε σύγκριση με το παραδοσιακό εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών, Ελλάδα, Ε.Ε.-28, 2018



Πηγή: European Commission, 2018.

υπηρεσιών που χρησιμοποιούσαν μέσω των παραδοσιακών καναλιών. Επίσης το 91% των χρηστών στην Ελλάδα συστήνουν τις υπηρεσίες που προσφέρονται από τις συνεργατικές πλατφόρμες (το 40% απολύτως και το 51% σε κάποιο βαθμό), ενώ το 7% δεν τις συστήνει. Ελαφρώς χαμηλότερο, στο 88% ανέρχεται το αντίστοιχο ποσοστό των χρηστών που συστήνουν τις υπηρεσίες μέσω συνεργατικών πλατφορμών στον μέσο όρο των χωρών της Ε.Ε.-28 (35% απολύτως και το 53% σε κάποιο βαθμό), ενώ στο ίδιο επίπεδο με την Ελλάδα διαμορφώνεται το ποσοστό των χρηστών που δεν τις συστήνουν.

#### 4.1.4. Συμπεράσματα

Οι όροι οικονομία διαμοιρασμού/συνεργατική οικονομία περικλείουν ένα εύρος νέων οικονομικών δραστηριοτήτων που αναπτύσσονται ταχύτατα διεθνώς, τα τελευταία χρόνια. Κοινό παρονομαστή των δραστηριοτήτων αυτών αποτελεί η μεσολάβηση διαδικτυακών συνεργατικών πλατφορμών για τη διασύνδεση χρηστών και παρόχων υπηρεσιών, με στόχο την αποτελεσματικότερη χρήση (διαμοιρασμό) φυσικών ή ανθρωπίνων πόρων.

Η Ελλάδα ακολουθεί τις διεθνείς τάσεις στην εξάπλωση της χρήσης συνεργατικών πλατφορμών, παρουσιάζοντας σύμφωνα με τη σχετική έρευνα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής μεγάλη αύξηση του συνολικού ποσοστού χρηστών στον πληθυσμό (από 9% το 2016 σε 22% το 2018). Ως αποτέλεσμα, η Ελλάδα έχει πλέον συγκλίνει στον σχετικό μέσο όρο της Ε.Ε.-28 (23% το 2018), από τον οποίο απείχε κατά 8 ποσοστιαίες μονάδες το 2016. Ανάπτυξη στη χρήση των συνεργατικών πλατφορμών στην Ελλάδα παρατηρείται σε όλες τις επιμέρους κατηγορίες χρηστών από πλευράς φύλου, ηλικίας, εκπαίδευσης και άλλων χαρακτηριστικών, με ιδιαίτερα αξιοσημείωτα στοιχεία αφενός την υπεροχή των γυναικών έναντι των ανδρών στη συνολική χρήση (κάτι το οποίο δεν παρατηρείται στην Ε.Ε.-28), και αφετέρου τη ραγδαία αύξηση του ποσοστού χρήσης στην Ελλάδα στην ηλικιακή ομάδα 15-24 ετών (από μόλις 5% το 2016 σε 38% το 2018). Ως προς το είδος των χρησιμοποιούμενων υπηρεσιών, κυριότερους τομείς σε Ελλάδα και Ε.Ε. αποτελούν η διαμονή και οι μεταφορές, με την Ελλάδα να υπερέχει συγκριτικά με τον μέσο όρο της Ε.Ε.-28 στον πρώτο τομέα και να υστερεί στον δεύτερο. Οι αντιλήψεις των χρηστών αναφορικά με τα πλεονεκτήματα και τα προβλήμα-

τα από τη χρήση υπηρεσιών μέσω συνεργατικών πλατφορμών φαίνεται να συγκλίνουν σε Ελλάδα και Ε.Ε., με τα συχνότερα αναφερόμενα πλεονεκτήματα να εντοπίζονται στην ευκολία πρόσβασης, τη δυνατότητα αξιολόγησης, τις φθηνότερες ή και δωρεάν παρεχόμενες υπηρεσίες και τις περισσότερες επιλογές, και τα κυριότερα αναφερόμενα προβλήματα να αφορούν την ασάφεια για τον υπεύθυνο σε περίπτωση προβλήματος, την παραπλανητική αξιολόγηση, την κακή χρήση προσωπικών δεδομένων και την έλλειψη εμπιστοσύνης στον προμηθευτή. Η πλειονότητα των χρηστών σε Ελλάδα και Ε.Ε. χρησιμοποιεί τις υπηρεσίες που παρέχονται μέσω συνεργατικών πλατφορμών συμπληρωματικά με εκείνες που προσφέρονται μέσω των παραδοσιακών καναλιών (57% και 60%, αντίστοιχα), αλλά ένα σημαντικό τμήμα των χρηστών έχει υποκαταστήσει υπηρεσίες μέσω παραδοσιακών καναλιών με υπηρεσίες μέσω συνεργατικών πλατφορμών (37% στην Ελλάδα έναντι 32% στην Ε.Ε.-28).

#### Βιβλιογραφία

- Αθανασίου, Ε. και Κώση, Α. (2018). Εξελίξεις στη βραχυχρόνια μίσθωση ακινήτων στην Ελλάδα. ΚΕΠΕ, *Οικονομικές Εξελίξεις*, τεύχος 37, 2018, σσ. 56-61.
- Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2016). *Ευρωπαϊκή ατζέντα για μια συνεργατική οικονομία*. Ανακοίνωση της Επιτροπής προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο, την Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή και την Επιτροπή των Περιφερειών. {SWD(2016) 184 final}. Βρυξέλλες 2.6.2016, COM(2016)356 final.
- MRB Hellas (2015). Έρευνα για το Sharing Economy (Οικονομία Διαμοιρασμού), Cosmote Κινητές Τηλεπικοινωνίες Α.Ε.
- Demary, V. (2015). *Competition in the Sharing Economy*. Cologne institute for Economic Research, IW policy paper 19/2015.
- Dølvik, J. E. and Jesnes, K. (2017). *Nordic labour markets and the sharing economy*. Report from a pilot project. TemaNord 2017:508. Nordic Council of Ministers.
- European Commission (2018). Flash Eurobarometer 467. *The use of the collaborative platforms*.
- European Commission (2016). Flash Eurobarometer 438. *The use of collaborative platforms*.
- Frenken, K., Meelen, T., Arets, M., and Van de Glind, P. (2015). Smarter Regulation for the Sharing Economy. *The Guardian* (May 20), <<https://www.theguardian.com/science/political-science/2015/may/20/smarter-regulation-for-the-sharing-economy>>.
- Maselli, I., Lenaerts, K., and Beblavý, M. (2016). *Five things we need to know about on-demand economy*. Centre for European Policy Studies, CEPS ESSAY, No 21, January 2016.

## 4.2. Εξελίξεις στην ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας

### Αθανάσιος Χύμης

Ενώ η ελληνική οικονομία δείχνει να εξέρχεται από την οικονομική κρίση, η ανάπτυξη παραμένει αναιμική στο 1,4% το 2017 και αναμένεται λίγο πάνω από το 2% για το 2018. Συγκριτικά αναφέρεται ότι οικονομίες με παρόμοια κρίση και μνημονιακές υποχρεώσεις, όπως η Ιρλανδία, η Ισπανία, η Κύπρος και η Πορτογαλία, το 2017 είχαν ανάπτυξη 7,8%, 3,1%, 3,6% και 2,7%, αντίστοιχα<sup>1</sup>.

Όπως είναι γνωστό, ο ρυθμός ανάπτυξης μιας οικονομίας σχετίζεται άμεσα με το επίπεδο ανταγωνιστικότητάς της, αφού η ανταγωνιστικότητα επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό την παραγωγικότητα της οικονομίας (WEF, 2015 σ. 4). Παρά το γεγονός ότι η ελληνική οικονομία αφήνει πίσω την κρίση, η κατάταξή της στους διεθνείς δείκτες ανταγωνιστικότητας συνεχίζει να παραμένει σε χαμηλά επίπεδα, και μάλιστα παρουσιάζει χειροτέρευση τα τελευταία χρόνια.

Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τις ετήσιες Εκθέσεις Παγκόσμιας Ανταγωνιστικότητας του Παγκόσμιου Οικονομικού Φόρουμ, η ελληνική οικονομία έχασε άλλες 4 θέσεις στην παγκόσμια κατάταξη και βρέθηκε στην 57η θέση το 2018 από την 53η την προηγούμενη χρονιά<sup>2</sup>.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η τελευταία Έκθεση Παγκόσμιας Ανταγωνιστικότητας που εξεδόθη τον περασμένο Οκτώβριο έχει εφαρμόσει μια νέα μέθοδο που λαμβάνει υπ' όψιν της τα νέα δεδομένα στις διεθνείς οικονομικές και κοινωνικές συνθήκες, όπως είναι η λεγόμενη τέταρτη Βιομηχανική Επανάσταση (4IR). Το ανθρώπινο κεφάλαιο, η καινοτομία, η ανθεκτικότητα και η ευελιξία παίζουν σημαντικό ρόλο σε ένα περιβάλλον ταχείας τεχνολογικής ανάπτυξης και επιταχυνόμενης προόδου στον τομέα της τεχνητής νοημοσύνης. Κατά συνέπεια, το Παγκόσμιο Οικονομικό Φόρουμ εξέδωσε τον νέο δείκτη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας GCI 4.0 ο οποίος βαθμολογεί τις οικο-

νομίες στην κλίμακα 0-100, όπου 100 είναι το ιδεατό άριστο (WEF, 2018).

Το σύνολο των υποδεικτών είναι πλέον 98, από 114 στις προηγούμενες εκδόσεις, ενώ οι Πυλώνες παραμένουν 12 με μερικές μικρές αλλαγές σε σχέση με τους 12 αρχικούς Πυλώνες. Οι νέοι Πυλώνες (Pillars) είναι οι εξής: Θεσμοί (Institutions), Υποδομές (Infrastructure), Υιοθέτηση ΤΠΕ (ICT adoption), Μακροοικονομική σταθερότητα (Macroeconomic stability), Υγεία (Health), Δεξιότητες (Skills), Αγορά αγαθών (Product market), Αγορά εργασίας (Labour market), Χρηματοπιστωτικό σύστημα (Financial system), Μέγεθος αγοράς (Market size), Δυναμική επιχειρήσεων (Business dynamism) και Ικανότητα καινοτομίας (Innovation capability) (WEF, 2018).

Όπως και στις προηγούμενες εκδόσεις, πολλοί από τους υποδείκτες μετριοούνται βάσει στοιχείων από δευτερογενή δεδομένα που συλλέγονται και είναι διαθέσιμα από διεθνείς οργανισμούς, όπως ο ΟΟΣΑ, ενώ ορισμένοι άλλοι υποδείκτες μετριοούνται βάσει της έρευνας γνώμης στελεχών (executive opinion survey) και αποτελούν πρωτογενή δεδομένα. Γενικά, η μέθοδος που εφαρμόζει το Παγκόσμιο Οικονομικό Φόρουμ είναι διεθνώς αναγνωρισμένη και χρησιμοποιείται ευρέως σε κοινωνικοοικονομικές έρευνες αλλά και από τις κυβερνήσεις, δεδομένου ότι παρέχει χρήσιμη πληροφόρηση για το τι θα πρέπει κάθε οικονομία να προσέξει, προς ποια κατεύθυνση να κινηθεί και ποια μέτρα να λάβει προκειμένου να βελτιώσει την ανταγωνιστικότητά της (WEF, 2018).

Στους Πίνακες 4.2.1 και 4.2.2 παρουσιάζονται συγκριτικά η βαθμολογία και η κατάταξη, αντίστοιχα, της ελληνικής οικονομίας σε σχέση με τις άλλες τέσσερις ευρωπαϊκές οικονομίες που επίσης υπέγραψαν μνημονιακές συμβάσεις. Όπως αναφέρθη και ανωτέρω, όσο πιο κοντά στο 100 πλησιάζει η βαθμολογία, τόσο πιο ανταγωνιστική είναι η οικονομία. Ο παγκόσμιος μέσος όρος είναι περίπου στο 60 και δείχνει ότι οι περισσότερες οικονομίες έχουν σημαντικό δρόμο να διανύσουν μέχρι να πλησιάσουν στο 100. Αντιστρόφως, στον Πίνακα 4.2.2 όπου παρουσιάζεται η κατάταξη, όσο πιο μεγάλος είναι ο αριθμός, τόσο χαμηλότερα στην κατάταξη είναι η οικονομία. Το σύνολο των οικονομιών που συμπεριλαμβάνονται στον δείκτη είναι 140.

1. <<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>>.

2. Όπως επεξηγείται στις αμέσως επόμενες παραγράφους, η μέθοδος υπολογισμού του δείκτη έχει αλλάξει. Έτσι, ενώ η ελληνική οικονομία το 2017 είχε καταλάβει την 87η θέση (βλ. περυσινή στήλη), με τη νέα μέθοδο μέτρησης, αυτή αντιστοιχεί στην 53η θέση.

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2.1 Βαθμολογία με βάση τον Παγκόσμιο Δείκτη Ανταγωνιστικότητας 2018

	Ελλάς	Κύπρος	Ισπανία	Πορτογαλία	Ιρλανδία	Μέσος όρος <sup>α</sup>
<b>Γενικός βαθμός</b>	<b>62</b>	<b>66</b>	<b>74</b>	<b>70</b>	<b>76</b>	<b>71</b>
1. Θεσμοί	50	63	64	64	73	64,5
2. Υποδομές	76	75	89	83	77	78,7
3. Υιοθέτηση ΤΠΕ	59	69	74	67	66	68,0
4. Μακροοικονομική σταθερότητα	74	79	90	85	99	91,8
5. Υγεία	96	94	100	95	95	90,7
6. Δεξιότητες	70	73	71	70	80	74,2
7. Αγορά αγαθών	57	63	62	62	64	62,0
8. Αγορά εργασίας	52	67	59	65	77	66,2
9. Χρηματοπιστωτικό σύστημα	49	53	75	68	69	69,5
10. Μέγεθος αγοράς	59	39	77	60	64	59,6
11. Δυναμική επιχειρήσεων	58	67	66	70	77	68,3
12. Ικανότητα καινοτομίας	45	45	63	53	67	58,1

Πηγή: Παγκόσμια Έκθεση Ανταγωνιστικότητας 2018 (WEF, 2018).

Σημείωση: α. Αναφέρεται ο μέσος όρος της περιοχής «Ευρώπη και Βόρειος Αμερική» στην οποία ανήκει η Ελλάδα.

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2.2 Κατάταξη με βάση τον Παγκόσμιο Δείκτη Ανταγωνιστικότητας 2018

	Ελλάς	Κύπρος	Ισπανία	Πορτογαλία	Ιρλανδία
<b>Γενική κατάταξη</b>	<b>57</b>	<b>44</b>	<b>26</b>	<b>34</b>	<b>23</b>
1. Θεσμοί	87	37	28	30	17
2. Υποδομές	38	43	10	19	34
3. Υιοθέτηση ΤΠΕ	57	33	21	37	41
4. Μακροοικονομική σταθερότητα	83	63	43	58	37
5. Υγεία	21	26	1	23	24
6. Δεξιότητες	39	33	37	41	15
7. Αγορά αγαθών	63	26	34	35	23
8. Αγορά εργασίας	107	28	68	35	7
9. Χρηματοπιστωτικό σύστημα	114	95	27	38	37
10. Μέγεθος αγοράς	58	110	16	52	44
11. Δυναμική επιχειρήσεων	72	34	36	27	10
12. Ικανότητα καινοτομίας	44	45	25	32	21

Πηγή: Παγκόσμια Έκθεση Ανταγωνιστικότητας 2018 (WEF, 2018).

Η ελληνική οικονομία συγκρίνεται με την ομάδα οικονομιών της περιοχής «Ευρώπη και Βόρειος Αμερική» (Europe and North America), η μέση βαθμολογία των οποίων περιλαμβάνεται στον Πίνακα 4.2.1. Όπως γί-

νεται αντιληπτό, η χώρα μας υπολείπεται σημαντικά του μέσου όρου της περιοχής αλλά και των επιλεγμένων οικονομιών που πέρασαν παρόμοια οικονομική κρίση. Εκεί που η χώρα μας τα πάει καλά είναι στην

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2.3 Συγκριτική θέση της ελληνικής οικονομίας με βάση τον Παγκόσμιο Δείκτη Ανταγωνιστικότητας 2018 σε κοινωνικούς και περιβαλλοντικούς δείκτες (στοιχεία 2017)**

Δείκτης / Χώρα	Ελλάς	Κύπρος	Ισπανία	Πορτογαλία	Ιρλανδία
Ανεργία	21,5%	11,0%	17,2%	8,9%	6,4%
Εισροές ΑΞΕ (μ.ο. 5ετίας)	1,2%	40,5%	1,9%	2,7%	23,8%
Περιβαλλοντικό αποτύπωμα (gha/κεφαλήν)	4,3	3,3	3,8	3,7	4,7
Ανάπτυξη χωρίς αποκλεισμούς	3,7	-	4,4	4,0	5,4
Συντελεστής Gini	36,0	34,0	36,2	35,5	31,8

Πηγή: Παγκόσμια Έκθεση Ανταγωνιστικότητας 2018 (WEF, 2018).

υγεία (ουσιαστικά μετράει το προσδόκιμο ζωής με καλή υγεία), στις υποδομές όπου βρίσκεται σε σχετικά καλή θέση πίσω από την Ιρλανδία και μπροστά από την Κύπρο αλλά και στις δεξιότητες (70) όπου υπολείπεται σχετικά λίγο από τον μέσο όρο (74,2).

Όσον αφορά το μέγεθος αγοράς (δηλαδή, το μέγεθος του ΑΕΠ κάθε οικονομίας, αλλά και των οικονομιών με τις οποίες έχει εμπορικές συναλλαγές), το οποίο δείχνει να είμαστε κοντά στον μέσο όρο, αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι στην Ευρώπη υπάρχουν αρκετές μικρού μεγέθους οικονομίες. Αξίζει να αναφερθεί ότι, παρά το γεγονός ότι η Ιρλανδία έχει λιγότερο από τον μισό πληθυσμό της Ελλάδος, έχει μεγαλύτερη αγορά λόγω του πολύ υψηλότερου (υπερδιπλάσιου) κατά κεφαλήν ΑΕΠ. Παρομοίως, η Πορτογαλία, ενώ έχει λίγο μικρότερο πληθυσμό, έχει ξεπεράσει το ελληνικό κατά κεφαλήν ΑΕΠ τα τελευταία χρόνια. Σημειώνεται ότι το μέγεθος αγοράς συνυπολογίζει επενδύσεις και εξαγωγές.

Είναι χαρακτηριστικό ότι, παρά τις μεταρρυθμίσεις στον τομέα της αγοράς εργασίας, η ελληνική οικονομία συνεχίζει να έχει μια σχετικά μη ανταγωνιστική αγορά εργασίας που την κατατάσσει πολύ πίσω από όλες τις ευρωπαϊκές οικονομίες ως μια αγορά ανελαστική και μη ευέλικτη. Η αγορά εργασίας χρειάζεται μεταρρυθμίσεις ουσιαστικές που να αφορούν τα κίνητρα για εργασία και καινοτομία αλλά και τη σύνδεση της αμοιβής με την παραγωγικότητα.

Είναι επίσης προφανές ότι η ελληνική οικονομία χρειάζεται επείγουσες μεταρρυθμίσεις στον τομέα των θεσμών. Μέρος αυτών είναι το εξαιρετικά χρονοβόρο σύστημα απονομής δικαιοσύνης, όπου για τέταρτη συνεχή χρονιά βρισκόμαστε μακράν οι τελευταίοι μεταξύ των εταίρων μας στην ομάδα των ανεπτυγμένων οικονομιών στον χρόνο επίλυσης μιας μέσης δικαστικής υποθέσεως με 1.580 μέρες όταν ο μέσος

όρος δεν είναι πάνω από 600 μέρες (WB, 2018). Το χρηματοπιστωτικό σύστημα επίσης χρειάζεται ριζικές βελτιώσεις. Στους υποδείκτες 'χρηματοδότηση μικρομεσαίων επιχειρήσεων', 'ευρωστία τραπεζών' και 'μη εξυπηρετούμενα δάνεια' κατατασώμαστε 137οι. Θεσμοί και χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελούν βασικούς παράγοντες εξαιτίας των οποίων οι άμεσες ξένες επενδύσεις ήταν και συνεχίζουν να είναι σε πολύ χαμηλά επίπεδα στην Ελλάδα. Μόλις 1,2% του ΑΕΠ είναι ο μέσος όρος εισροής αμέσων ξένων επενδύσεων στην Ελλάδα της τελευταίας πενταετίας (2013-17), από τα χαμηλότερα ποσοστά στην Ευρωπαϊκή Ένωση (βλ. Πίνακα 4.2.3).

Τέλος, στον Πίνακα 4.2.3 παρουσιάζονται μερικοί δείκτες που, στα πλαίσια της νέας μεθόδου υπολογισμού του δείκτη παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας, έχουν επιλεγεί να παρατίθενται ξεχωριστά από τον συνολικό δείκτη ως επιπλέον πληροφοριακά στοιχεία για την κάθε οικονομία. Αυτοί οι δείκτες είναι κυρίως κοινωνικού και περιβαλλοντικού ενδιαφέροντος, όπως ο δείκτης ανάπτυξης χωρίς αποκλεισμούς (inclusive growth index), ο δείκτης ανισότητας Gini, καθώς και ο δείκτης περιβαλλοντικού αποτυπώματος ο οποίος μετρείται σε παγκόσμια εκτάρια (global hectares) κατά κεφαλήν. Σε ένα σύστημα οικολογικής λογιστικής ο δείκτης αυτός ορίζεται ως η βιολογικά παραγωγική περιοχή που απαιτείται για την παροχή όλων όσων χρησιμοποιεί ο άνθρωπος: φρούτα, λαχανικά, ψάρια, ξύλο, ίνες, απορρόφηση διοξειδίου του άνθρακα από τη χρήση ορυκτών καυσίμων και χώρος για κτίρια και δρόμους.

Όσον αφορά την ανάπτυξη χωρίς αποκλεισμούς (βαθμολογείται από 1-7, με το 7 να είναι η άριστη επίδοση), βλέπουμε ότι οι άλλες οικονομίες που πέρασαν παρόμοια κρίση έχουν καλύτερες επιδόσεις από την ελληνική οικονομία. Όσον αφορά την ανισότητα, η οποία φαίνεται από τον συντελεστή Gini (υπολογίζεται στην

κλίμακα 0-100, όπου 0 είναι πλήρης ισότητα και 100 πλήρης ανισότητα), η ελληνική οικονομία έχει παρόμοια επίδοση με την Ισπανία, ενώ οι άλλες τρεις οικονομίες έχουν επιτύχει μεγαλύτερα επίπεδα ισότητας στην οικονομία τους, και ιδιαίτερα η Ιρλανδία, η οποία φαίνεται να έχει καταφέρει (μέσω κατάλληλων πολιτικών αλλά και μέσω των αυξημένων άμεσων ξένων επενδύσεων που εισρέουν στην οικονομία) να δημιουργήσει θέσεις εργασίας (βλ. πολύ χαμηλή ανεργία) που οδηγούν σε όσο το δυνατόν περισσότερη ανάπτυξη χωρίς αποκλεισμούς.

## Βιβλιογραφία:

World Bank (2018). *Doing Business 2019*. Διαθέσιμο στο: <[http://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/media/Annual-Reports/English/DB2019-report\\_print-version.pdf](http://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/media/Annual-Reports/English/DB2019-report_print-version.pdf)>.

World Economic Forum (2018). *The Global Competitiveness Report 2018*. Διαθέσιμο στο: <<http://www3.weforum.org/docs/GCR2018/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2018.pdf>>.

World Economic Forum (2015). *Global Competitiveness Report 2015-2016*. Διαθέσιμο στο: <[http://www3.weforum.org/docs/gcr/2015-2016/Global\\_Competitiveness\\_Report\\_2015-2016.pdf](http://www3.weforum.org/docs/gcr/2015-2016/Global_Competitiveness_Report_2015-2016.pdf)>.

## 4.3. Εξελίξεις στην ελληνική κεφαλαιαγορά

### Φωτεινή Οικονόμου

#### 4.3.1. Εισαγωγή

Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων είναι κομβικής σημασίας για την ανάπτυξη και την αποτελεσματική λειτουργία τους και ο ρόλος της κεφαλαιαγοράς είναι ιδιαίτερος κρίσιμος για την παροχή εναλλακτικών τρόπων άντλησης κεφαλαίων, πέρα από τον παραδοσιακό τραπεζικό δανεισμό.

Σε αυτό το πλαίσιο, η ελληνική κεφαλαιαγορά καλείται να αντιμετωπίσει σημαντικές προκλήσεις για να μπορέσει να επιτελέσει τον αναπτυξιακό της ρόλο. Παρά την έξοδο της Ελλάδας από τα μνημόνια και τις αναβαθμίσεις της χώρας από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης, το 2018 ήταν μια χρονιά αρνητικών αποδόσεων για την εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά, ακολουθώντας την αρνητική πορεία των διεθνών αγορών, ενώ οι εξελίξεις του 2018 έφεραν στο προσκήνιο το κρίσιμο ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης.

Στο παρόν άρθρο πραγματοποιείται μια συνοπτική επισκόπηση των εξελίξεων στην ελληνική κεφαλαιαγορά για το έτος 2018 εξετάζοντας την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς, της αγοράς ομολόγων και του κλάδου θεσμικής διαχείρισης.

#### 4.3.2. Η πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς

Το 2018 ήταν μια έντονα πτωτική χρονιά για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, ακολουθώντας την πτωτική πορεία των διεθνών χρηματιστηριακών αγορών. Εξετάζοντας τα στοιχεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Χ.Α.) (2019α), ο Γενικός Δείκτης (Γ.Δ.) του Χ.Α. σημείωσε σημαντική πτώση της τάξης του -23,56%, αντίστοιχη αυτής του 2015 (-23,58%), μετά από δύο χρονιές θετικών αποδόσεων (1,95% το 2016 και 24,66% το 2017). Ο Γ.Δ. του Χ.Α. στα τέλη του 2018 έκλεισε κοντά στα χαμηλά επίπεδα του έτους (613,30 μονάδες) με σωρευτική απόδοση τριετίας (2016-2018) στο -2,86% και σωρευτική απόδοση πενταετίας (2014-2018) στο -47,25%. Εξετάζοντας τη μεταβλητότητα του δείκτη, η τυπική απόκλιση των ημερήσιων αποδόσεων του Γ.Δ. του Χ.Α. διαμορφώθηκε στο 1,26% το 2018 έναντι 1,07% το 2017.

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 4.3.1, αρνητικές αποδόσεις σημείωσαν σχεδόν όλοι οι χρηματιστηριακοί δείκτες, με μόνες εξαιρέσεις τον Δείκτη Τιμών Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης Χ.Α. (14,44%) και τον FTSE/Χ.Α. Mid & Small Cap Θεμελιωδών Μεγεθών (13,37%). Η επίδοση αυτή καταδεικνύει ότι, παρά τη γενικότερη αρνητική πορεία της αγοράς, υπήρξαν και εταιρείες που απέφεραν θετικές αποδόσεις. Πτωτική ήταν και η πορεία των επιμέρους κλαδικών δεικτών, με μοναδική εξαίρεση τον δείκτη FTSE/Χ.Α. Πετρέλαιο & Αέριο, ο οποίος σημείωσε απόδοση 7,30%. Οι κλάδοι με τις χαμηλότερες αποδόσεις ήταν αυτοί του εμπορίου (-97,85%) και των τραπεζών (-49,82%). Θα πρέπει δε να σημειωθεί ότι ο τραπεζικός κλάδος έφτασε σε νέα ιστορικά χαμηλά επίπεδα, με τις απώλειες μέσα στο έτος να φτάνουν ακόμη και το -54,53%.

Συνολικά, κατά το 2018 η πορεία της αγοράς επηρεάστηκε σημαντικά τόσο από εγχώριους παράγοντες, όσο και από τη διεθνή συγκυρία. Εστιάζοντας στην εγχώρια αγορά, οι αρνητικές αποδόσεις αποδίδονται σε μεγάλο βαθμό στην πορεία του τραπεζικού κλάδου, με την MSCI να διαγράφει τον Νοέμβριο του 2018 τις τρεις από τις τέσσερις ελληνικές συστημικές τράπεζες (Εθνική, Πειραιώς και Eurobank) από τον δείκτη MSCI Standard Greece, εντάσσοντάς τες στον δείκτη MSCI Small Cap. Επιπλέον, η υπόθεση της Folli Folie κλόνησε την εμπιστοσύνη των επενδυτών φέρνοντας στο προσκήνιο το κρίσιμο θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης. Θα πρέπει δε να σημειωθεί ο σημαντικός περιορισμός της συναλλακτικής δραστηριότητας που παρατηρήθηκε κατά το δεύτερο εξάμηνο του έτους (βλ. Διάγραμμα 4.3.1).

Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τα στοιχεία του Χ.Α. (2019α), το 2018 η συνολική αξία συναλλαγών σημείωσε πτώση -6,1%, στα €13,86 δισ. από €14,76 δισ. το 2017, με τη μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στα €55,67 εκατ. από €58,81 εκατ. το 2017 (-5,3%). Την ίδια περίοδο, η συνολική κεφαλαιοποίηση του Χ.Α. μειώθηκε κατά -19,1%, στα €35,21 δισ. στις 31/12/2018 από €43,54 δισ. στις 29/12/2017 (βλ. Διάγραμμα 4.3.1). Χωρίς τη συμμετοχή του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) στη συνολική κεφαλαιοποίηση, η μείωση ανέρχεται σε -17,2%, στα €34,50 δισ. στις 31/12/2018 από €41,66 δισ. στις 29/12/2017. Το ποσοστό συμμετοχής των ξένων επενδυτών στη συνολική κεφαλαιοποίηση μειώθηκε κατά -0,5%, στο 63,3% στις 31/12/2018 από 63,5% στις 29/12/2017. Χωρίς τη συμμετοχή του ΤΧΣ, η μείωση ήταν -2,8%, στο 64,6% στις 30/12/2018 από 66,4% στις 29/12/2017. Η συμμετοχή των ξένων

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3.1 Μονάδες και αποδόσεις για επιλεγμένους δείκτες του Χ.Α. για το 2018**

	31/12/2018	29/12/2017	Κατ. έτους	Ανώτ. έτους	Δ (%) έτους
Δείκτης Τιμών Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης Χ.Α.	3.962,08	3.462,23	3.459,89	4.442,84	14,44%
FTSE/Χ.Α. Mid & Small Cap Θεμελιωδών Μεγεθών	2.215,20	1.953,87	1.953,64	2.464,88	13,37%
Δείκτης Όλων των Μετοχών Χ.Α.	158,02	190,26	152,89	209,09	-16,94%
FTSE/Χ.Α. Mid Cap	975,09	1.198,22	911,71	1.417,74	-18,62%
FTSE/Χ.Α. Large Cap	1.608,40	2.083,22	1.548,58	2.275,91	-22,79%
Γενικός Δείκτης Τιμών Χ.Α.	613,30	802,37	592,70	895,64	-23,56%
FTSE/Χ.Α. Πετρέλαιο & Αέριο	4.860,12	4.529,60	4.087,64	5.396,31	7,30%
FTSE/Χ.Α. Τρόφιμα & Ποτά	10.110,82	10.153,19	9.316,14	11.879,29	-0,42%
FTSE/Χ.Α. Κατασκευές & Υλικά	2.582,29	2.818,18	2.457,94	3.244,17	-8,37%
FTSE/Χ.Α. Ακίνητης Περιουσίας	3.020,04	3.408,70	2.706,93	3.587,02	-11,40%
FTSE/Χ.Α. Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας	1.758,98	1.992,30	1.727,30	2.508,45	-11,71%
FTSE/Χ.Α. Προσωπικά & Οικιακά Προϊόντα	6.878,36	8.000,46	6.088,80	8.843,95	-14,03%
FTSE/Χ.Α. Βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες	1.909,50	2.246,15	1.779,28	2.717,62	-14,99%
FTSE/Χ.Α. Τηλεπικοινωνίες	2.620,45	3.165,46	2.587,42	3.526,04	-17,22%
FTSE/Χ.Α. Πρώτες Ύλες	3.280,77	4.032,43	2.919,09	4.731,18	-18,64%
FTSE/Χ.Α. Τεχνολογία	709,21	910,73	668,53	1.116,72	-22,13%
FTSE/Χ.Α. Ταξίδια & Αναψυχή	1.323,07	1.829,76	1.313,92	1.962,01	-27,69%
FTSE/Χ.Α. Χημικά	8.175,81	11.472,39	7.778,54	12.117,06	-28,73%
FTSE/Χ.Α. Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	780,26	1.125,44	737,75	1.309,27	-30,67%
FTSE/Χ.Α. Τράπεζες	439,63	876,19	398,39	1.042,30	-49,82%
FTSE/Χ.Α. Εμπόριο	59,91	2.782,06	51,91	2.921,52	-97,85%

Πηγή: Ημερήσια δελτία τιμών Χ.Α. (31/12/2018 και 29/12/2017).

επενδυτών στο Χ.Α. διατηρείται σε ποσοστό άνω του 60% (χωρίς τη συμμετοχή του ΤΧΣ) από τον Δεκέμβριο του 2015. Αξίζει δε να σημειωθεί ότι τον Δεκέμβριο του 2018 οι ξένοι επενδυτές πραγματοποίησαν το 57,5% των συναλλαγών στο Χ.Α., από 64,3% τον Δεκέμβριο του 2017.

Σύμφωνα με τα στοιχεία του Χ.Α. (2019β) για την αγορά παραγώγων, τον Δεκέμβριο του 2018 υπήρχαν 35.406 ενεργοί κωδικοί επενδυτών από 37.189 τον Δεκέμβριο του 2017, εκ των οποίων πραγματοποίησαν συναλλαγές οι 2.041 (5,8% επί του συνόλου των ενεργών κωδικών) από 2.194 (5,9% επί του συνόλου

των ενεργών κωδικών) τον Δεκέμβριο του 2017. Ο συνολικός αριθμός των ανοικτών συμβολαίων ήταν 249.183 από 407.518 στο τέλος του 2017 και η συμμετοχή των αλλοδαπών επενδυτών στο σύνολο των ανοικτών συμβολαίων της Αγοράς Παραγώγων ήταν 5,25% από 2,90% στο τέλος του 2017. Ο συνολικός όγκος των συναλλαγών μειώθηκε στα 1.323.543 συμβόλαια τον Δεκέμβριο του 2018 από 2.124.308 τον Δεκέμβριο του 2017.

Τέλος, ενδιαφέρον παρουσιάζει και η πορεία του δείκτη τεκμαρτής μεταβλητότητας ΚΕΡΕ GRIV, ο οποίος αποτυπώνει την αβεβαιότητα των συμμετεχό-



### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.3.1

#### Κεφαλαιοποίηση και αξία συναλλαγών Χ.Α. για το 2018



ντων στην αγορά παραγώγων για την αναμενόμενη βραχυπρόθεσμη πορεία της ελληνικής αγοράς και υπολογίζεται στη βάση των τιμών των δικαιωμάτων προαίρεσης του δείκτη FTSE/X.A. Large Cap. Η τιμή του δείκτη KEPE GRIV διαμορφώθηκε στο 15,61% στο τέλος του Δεκεμβρίου 2018, παραμένοντας σε επίπεδα χαμηλότερα του ιστορικού μέσου όρου του (34,07%). Εντούτοις, η μέση ημερήσια τιμή του δείκτη για το έτος 2018 αυξήθηκε στο 24,63% από 22,97% το 2017, με σημαντική μεταβλητότητα στις ημερήσιες παρατηρήσεις.

#### 4.3.3. Η πορεία της αγοράς ομολόγων

Σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, τον Δεκέμβριο του 2018 οι αποδόσεις των ομολόγων διάρκειας 5, 10 και 15 ετών μειώθηκαν σε σχέση με τον Δεκέμβριο του 2017, με τη μεγαλύτερη μείωση να παρατηρείται στο πενταετές ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου (από 3,75% σε 3,28%), ενώ μικρή αύξηση σημείωσαν οι αποδόσεις των ομολόγων διάρκειας 20 και 30 ετών (Πίνακας 4.3.2). Αξίζει δε να σημειωθεί ότι η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου διατηρείται σε επίπεδα άνω του 4%. Επιπλέον, τον Φεβρουάριο του 2018 πραγματοποιήθηκε με επιτυχία κοινοπρακτική έκδοση επταετούς ομολόγου ύψους 3.000 εκατ. με σταθερό επιτόκιο 3,375%. Την ίδια περίοδο, το κόστος δανεισμού μέσω εντόκων γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου (ΕΓΕΔ) μειώθηκε σημαντικά σε σχέση με το 2017 φτάνοντας το 1,09% για τα ετήσια (Σεπτέμβριος 2018), το 0,90% για τα εξάμηνα (Δεκέμ-

βριος 2018) και το 0,65% για τα τρίμηνα ΕΓΕΔ (Οκτώβριος 2018). Αξίζει δε να σημειωθεί ότι η επανέκδοση ετήσιων ΕΓΕΔ τον Μάρτιο του 2018 (με επιτόκιο 1,25%) αποτέλεσε την πρώτη μετά από οκτώ έτη (από τον Απρίλιο του 2010 με επιτόκιο 4,85%). Επιπλέον, σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, η συνολική ονομαστική αξία των συναλλαγών στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ) επί των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου το 2018 αυξήθηκε σημαντικά στα €5.002 εκατ. από €555 εκατ. το 2017 (9 φορές υψηλότερη).

Επιπλέον, εξετάζοντας τα στοιχεία του Χ.Α. (2019α), διαπιστώνεται ότι το 2018 σημειώθηκε μεγάλο ενδιαφέρον στα εταιρικά ομόλογα της Οργανωμένης και Εναλλακτικής Αγοράς με σημαντική αύξηση (18,3%) στη συναλλακτική δραστηριότητα σε σχέση με το 2017, με συνολική αξία διακανονισμένων συναλλαγών €163,70 εκατ. από €138,41 εκατ. το 2017. Ο συνολικός αριθμός εταιρικών ομολόγων που μεταβιβάστηκαν αυξήθηκε σημαντικά σε 27.125.596 τεμάχια από 14.929.668 τεμάχια το 2017 και η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών διαμορφώθηκε στα €657.424 από €551.425,81 το 2017 (+19,2%), με μέσο αριθμό εταιρικών ομολόγων που μεταβιβάστηκαν στα 108.938 τεμάχια από 59.481 τεμάχια το 2017 (+83,2%).

Τέλος, ο Ελληνικός Δείκτης Τιμών Εταιρικών Ομολόγων, για τον υπολογισμό του οποίου χρησιμοποιείται η καθαρή τιμή του κάθε ομολόγου, έφτασε στις 95,86 μονάδες καταγράφοντας απώλειες -4,09% το 2018 και ο Ελληνικός Δείκτης Εταιρικών Ομολόγων, για τον υπο-

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3.2 Τιμές και αποδόσεις τίτλων αναφοράς του Ελληνικού Δημοσίου (2018)  
για διάρκειες 5, 7, 10, 15, 20 και 30 ετών**

Διάρκεια τίτλου (Έτη)	Τιμή						Απόδοση %					
	5	7	10	15	20	30	5	7	10	15	20	30
Ιανουάριος 2018	101,85	-	99,64	96,41	96,09	96,17	3,10	-	3,79	4,23	4,31	4,46
Φεβρουάριος 2018	100,46	96,07	96,90	91,81	90,73	90,84	3,40	4,03	4,14	4,68	4,76	4,86
Μάρτιος 2018	99,94	96,58	95,88	91,40	88,44	88,38	3,51	3,95	4,27	4,72	4,96	5,05
Απρίλιος 2018	101,47	98,24	97,68	93,66	91,57	91,62	3,16	3,67	4,04	4,50	4,68	4,80
Μάιος 2018	100,73	96,76	95,81	91,30	88,69	88,66	3,33	3,93	4,29	4,74	4,94	5,03
Ιούνιος 2018	99,49	96,31	95,04	90,22	87,94	87,92	3,62	4,02	4,39	4,85	5,01	5,09
Ιούλιος 2018	102,34	99,72	98,97	93,86	91,32	91,31	2,94	3,42	3,88	4,48	4,71	4,82
Αύγουστος 2018	101,30	97,68	96,69	90,87	86,87	86,86	3,18	3,78	4,18	4,79	5,12	5,18
Σεπτέμβριος 2018	101,13	97,85	96,76	90,58	86,31	86,28	3,22	3,76	4,17	4,82	5,17	5,23
Οκτώβριος 2018	100,34	96,38	95,35	90,26	86,19	86,13	3,41	4,03	4,37	4,86	5,19	5,24
Νοέμβριος 2018	100,39	96,08	95,03	89,49	85,72	85,55	3,40	4,10	4,42	4,95	5,23	5,30
Δεκέμβριος 2018	100,84	96,75	96,08	91,30	87,48	87,35	3,28	3,98	4,28	4,76	5,07	5,15

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Σημείωση: Παρουσιάζεται η μέση τιμή κάθε μήνα. Για κάθε τίτλο αναφοράς παρατίθενται οι καθαρές τιμές επί της ονομαστικής αξίας αναφοράς ίσης με 100 ευρώ και οι αντίστοιχες αποδόσεις σε ποσοστιαία βάση.

λογισμό του οποίου χρησιμοποιείται η καθαρή τιμή, οι δεδουλευμένοι τόκοι και η αξία των καταβολών κάθε ομολόγου, έφτασε στις 116,39 μονάδες με μικρή πτώση -0,47% σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

#### 4.3.4. Η πορεία του κλάδου θεσμικής διαχείρισης

Το 2018 ήταν μια κακή χρονιά και για τον κλάδο θεσμικής διαχείρισης. Από την ανάλυση των δεδομένων της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών (ΕΘΕ) για τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ), στο τέλος του 2018 παρατηρήθηκε μείωση του συνολικού ενεργητικού των ΟΣΕΚΑ στα €6.059,9

εκατ. από €6.656,9 εκατ. στην αρχή του έτους (-8,97%). Το συνολικό ενεργητικό αφορά κατά 31,27% σε ΟΣΕΚΑ ομολογιακούς, το 21,81% σε μικτούς, το 14,37% σε μετοχικούς, το 16,44% σε Funds of Funds, το 12,93% σε χρηματαγοράς, το 2,89% σε σύνθετους και το υπόλοιπο 0,30% σε ΟΣΕΚΑ Δείκτη. Το 87,4% του συνολικού ενεργητικού διαχειρίζεται από πέντε εκ των δεκατεσσάρων υφιστάμενων Ανώνυμων Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ).

Την αρνητική πορεία των χρηματιστηριακών αποδόσεων ακολούθησαν και οι αποδόσεις των ΟΣΕΚΑ. Μόνο τέσσερις κατηγορίες ΟΣΕΚΑ κατάφεραν να σημειώσουν μικρές θετικές αποδόσεις (κατά μέσο όρο<sup>1</sup>): τα

1. Συμπεριλαμβανομένων των ΟΣΕΚΑ που δραστηριοποιήθηκαν μέσα στο 2018.

Ομολογιακά Α/Κ Διεθνή (1,28%), τα Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων με 1,20%, τα Σύνθετα Α/Κ Absolute Return (0,72%) και τα Ομολογιακά Α/Κ Κρατικά Ανεπτυγμένων Χωρών (0,54%). Από τις υπόλοιπες κατηγορίες τις μεγαλύτερες απώλειες σημείωσαν οι κατηγορίες μετοχικών Α/Κ που επενδύουν στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά: τα Μετοχικά Α/Κ Δείκτη (-22,63%) και τα Μετοχικά Α/Κ Ελλάδας (-16,21%).

Την ίδια περίοδο οι συνολικές καθαρές εκροές μειώθηκαν κατά -45,98%, σε €256,5 εκατ. από €474,8 εκατ. το 2017. Οι μεγαλύτερες εκροές σημειώθηκαν στις κατηγορίες Διαχείρισης Διαθεσίμων Βραχ. Διάρκειας (€230,5 εκατ.) και Διαχείρισης Διαθεσίμων (€169,5 εκατ.), ενώ τα Ομολογιακά ΑΚ Ελλάδας και τα Funds of Funds Μικτά σημείωσαν τις υψηλότερες εισροές (€147,8 εκατ. και €109,2 εκατ., αντίστοιχα).

Τέλος, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΘΕ (2019) τα συνολικά μεγέθη του κλάδου της θεσμικής διαχείρισης κινήθηκαν πτωτικά κατά το 2018, με το συνολικό ύψος των υπό διαχείριση κεφαλαίων να διαμορφώνεται στα €14,52 δισ. την 31/12/2018, -1,76% από την 31/12/2017. Η σύνθεση των κεφαλαίων αυτών αφορούσε κατά 41,7% σε ΟΣΕΚΑ, 38,2% τον τομέα του Asset Management, 19,7% τις Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ) και 0,4% τους Οργανισμούς Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΟΕΕ).

#### 4.3.5. Συμπεράσματα

Η εγχώρια επικαιρότητα και το διεθνές περιβάλλον δεν επέτρεψαν το 2018 να προσφέρει τις αναμενόμενες για τους επενδυτές αποδόσεις. Πιο συγκεκριμένα, η χρηματιστηριακή αγορά σημείωσε σημαντικές απώλειες, με τις τράπεζες να κατέχουν για ακόμη μια χρονιά κομβικό ρόλο. Παρά το συνεχές ενδιαφέρον των ξένων επενδυτών, όπως αποτυπώνεται στα ποσοστά συμμετοχής τους στο Χ.Α. τα τελευταία χρόνια, οι αρνητικές αποδόσεις, η μειωμένη αξία συναλλαγών και η συρρίκνωση της κεφαλαιοποίησης τόσο του τραπεζικού κλάδου όσο και του Χ.Α. συνολικά, σε συνδυασμό με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της εγχώριας οικονομίας, διαμορφώνουν μια δύσκολη συγκυρία. Την ίδια στιγμή, η αγορά εταιρικών ομολόγων παρέχει μια εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις, με αυξημένο ενδιαφέρον κατά το 2018.

Η πορεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς στο άμεσο μέλλον θα προσδιοριστεί σε μεγάλο βαθμό από τις εξελίξεις στον τραπεζικό κλάδο, αλλά και από την ικανότητα των επιχειρήσεων να ανταποκριθούν και να

εφαρμόσουν με αποτελεσματικότητα τους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, ώστε να εκλείψουν οι περιπτώσεις που καλλιεργούν καχυποψία και αμφισβήτηση για τις ελληνικές επιχειρήσεις και αναπόφευκτα κλονίζουν την επενδυτική εμπιστοσύνη. Σε αυτό το πλαίσιο κινήθηκε τον περασμένο Νοέμβριο η κοινή πρωτοβουλία του ΣΕΒ, του Χρηματιστηρίου και της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών για την ανασύσταση του Εθνικού Συμβουλίου Εταιρικής Διακυβέρνησης παρέχοντας προτάσεις για τη βελτίωση και την ενίσχυση της εταιρικής διακυβέρνησης από την πλευρά των επιχειρήσεων, των ελεγκτικών αρχών και του κράτους. Βασικός στόχος είναι η αποκατάσταση της αξιοπιστίας των ελληνικών επιχειρήσεων και η ενίσχυση της κουλτούρας εταιρικής διακυβέρνησης τόσο στις εισηγμένες, όσο και στις μη εισηγμένες επιχειρήσεις.

Επιπλέον, δεδομένης της άρρηκτης σχέσης της ελληνικής κεφαλαιαγοράς με την πορεία της εγχώριας οικονομίας, η ενίσχυση του αναπτυξιακού ρόλου της κεφαλαιαγοράς εξακολουθεί να είναι το ζητούμενο. Μια σημαντική ενέργεια προς αυτή την κατεύθυνση είναι το πρόγραμμα Roots, το οποίο ξεκίνησε τον περασμένο Δεκέμβριο και αποτελεί πρωτοβουλία του Χρηματιστηρίου Αθηνών, σε συνεργασία με το Ελληνο-Αμερικανικό Εμπορικό Επιμελητήριο και με την υποστήριξη της Παγκόσμιας Ομοσπονδίας Συμβούλων Ανταγωνιστικότητας (GFCC) και του Υπουργείου Εξωτερικών. Το συγκεκριμένο πρόγραμμα έχει ως στόχο να ενισχύσει τις αναπτυξιακές προοπτικές καινοτόμων μικρομεσαίων επιχειρήσεων και να διευκολύνει την πρόσβασή τους σε επενδυτικά κεφάλαια μέσα από μια διαδικασία εξοικείωσης των επιχειρήσεων με κανόνες και βέλτιστες πρακτικές που εφαρμόζονται διεθνώς. Βασικό στοιχείο του προγράμματος είναι η καθοδήγηση των επιχειρήσεων που συμμετέχουν αξιοποιώντας το ευρύτερο οικοσύστημα της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

Αντίστοιχες ενέργειες θα μπορούσαν να ενισχύσουν την αξιοπιστία των ελληνικών επιχειρήσεων και να προσφέρουν νέες προοπτικές χρηματοδότησης αναδεικνύοντας τον αναπτυξιακό χαρακτήρα της κεφαλαιαγοράς.

#### Βιβλιογραφία

Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, Δελτίο τύπου 23/1/2019, 10218.

Χρηματιστήριο Αθηνών (2019α). Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο ΑξiAnumbers της Αγοράς Χρεογράφων Δεκεμβρίου 2018.

Χρηματιστήριο Αθηνών (2019β). Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο ΑξiAnumbers της Αγοράς Παραγώγων Δεκεμβρίου 2018.

## Το όχημα ειδικού σκοπού (SPV) ως μηχανισμός ελάφρυνσης του ενεργητικού των τραπεζών μέσω τιτλοποίησης των μη εξυπηρετούμενων δανείων

Σπήλιος Μούζουλας\*  
Γιάννης Παναγόπουλος\*\*  
Ιωάννης Πελετίδης\*\*\*

### Περίληψη

Σκοπός του συγκεκριμένου άρθρου είναι η ανάδειξη της σημασίας του οχήματος ειδικού σκοπού (Special Purpose Vehicle-SPV) στην υλοποίηση των τιτλοποιήσεων του τραπεζικού συστήματος. Ειδικότερα, επιχειρείται μια συνοπτική παρουσίαση της λειτουργίας του μηχανισμού τιτλοποίησης απαιτήσεων από τραπεζικά δάνεια, δια μέσου ενός SPV και μία κανονιστική προσέγγιση της έννοιας της τιτλοποίησης και του SPV, όπως αυτή επιτελείται στο επίπεδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Στη συνέχεια, με τη χρήση ενός παραδείγματος γραμμικού προγραμματισμού, επιχειρείται ανάλυση, ώστε να εκτιμηθεί το αναγκαίο κόστος αλλά και η διάρθρωση των ομολόγων ενός τέτοιου οχήματος, για να μπορεί να διασφαλιστεί η βιώσιμη λειτουργία του στα πλαίσια της αναζήτησης ενός μηχανισμού ελάφρυνσης του ενεργητικού των τραπεζών από τα μη εξυπηρετούμενα δανειά τους. Τέλος, καταγράφονται ορισμένα συμπεράσματα που, κατά βάση, σχετίζονται με τις επιπτώσεις από την εφαρμογή ενός

τέτοιου εργαλείου πολιτικής για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα.

**Ταξινόμηση:** G28, G33

**Λέξεις-Κλειδιά:** Μη εξυπηρετούμενα δάνεια (NPLs), Όχημα ειδικού σκοπού (SPV), Τιτλοποίηση.

### 1. Εισαγωγή

Το θέμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPLs) των τραπεζών, όπως επισημαίναμε και στα προηγούμενα άρθρα μας (π.χ. Μούζουλας κ.ά., 2017 & 2018), ήταν και παραμένει ένα από τα πιο κρίσιμα θέματα για την πορεία ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Τα NPLs, στα μέσα του 2018, παρέμεναν σε πολύ υψηλά επίπεδα, ως ποσοστό του συνόλου των δανείων των συστημικών τραπεζών<sup>1</sup>. Το στοιχείο αυτό δημιουργεί: α) αρνητικές επιπτώσεις τόσο στο ζήτημα της πιστωτικής πολιτικής των τραπεζών, για την κάλυψη των χρηματοδοτικών αναγκών των βιώσιμων επιχειρήσεων και β) σοβαρό πρόβλημα, από τη σκοπιά της εφαρμογής των αρχών της Βασιλείας III (2011, 2017) για τη δημιουργία αξιόπιστης κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών, ώστε να τονωθεί η αξιοπιστία του ισχύοντος τραπεζικού συστήματος.

Στα πλαίσια αυτά, τόσο οι θεσμοί (και ειδικά η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα-ΕΚΤ) όσο και η ελληνική κυβέρνηση αναζητούν εναλλακτικούς αλλά και συμπληρωματικούς τρόπους με τους οποίους θα αντιμετωπιστεί αποτελεσματικά και σχετικά σύντομα το συγκεκριμένο πρόβλημα των υψηλών ποσοστών των NPLs των τραπεζών (Στουρνάρας, 2018). Έτσι, εκτός από τις πιθανές ρυθμίσεις οφειλών ή τις διαγραφές τραπεζικών προβλέψεων, εξετάζεται και το ενδεχόμενο δημιουργίας οχημάτων ειδικού σκοπού (SPV) με

\*Διδάκτωρ Νομικής, Δικηγόρος.

\*\* Ερευνητής Κέντρου Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών (ΚΕΠΕ).

\*\*\* Οικονομολόγος, Χρηματοοικονομικός Σύμβουλος.

– Οι γνώμες και κρίσεις που διατυπώνονται στο άρθρο εκφράζουν τις απόψεις των συγγραφέων και δεν αντανακλούν κατ' ανάγκη τις θέσεις του Κέντρου Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών.

1. Σύμφωνα με τις πρόσφατες εκτιμήσεις της ΤτΕ τα μη εξυπηρετούμενα τραπεζικά ανοίγματα έφταναν το 48% του συνόλου των ατομικών δανείων (βλέπε, Παντελίας, 2018).

αντικείμενο την τιτλοποίηση των NPLs (Παντελίας, 2018). Κατ' επέκταση, η σύσταση αλλά και η επαρκής χρηματοδότηση ενός τέτοιου οχήματος, που θα μπορούσε να συνδράμει αποτελεσματικά στη μερική τουλάχιστον είσπραξη απαιτήσεων από τα NPLs, είναι ένας από τους σημαντικότερους μηχανισμούς στην προσπάθεια για την επίτευξη, από μέρους των συστημικών τραπεζών, των στόχων απομείωσης των NPLs έως το 2021, σύμφωνα και με την παρότρυνση της ΕΚΤ.

Στην ενότητα 2, που ακολουθεί, επιχειρείται μια συνοπτική παρουσίαση της λειτουργίας του μηχανισμού τιτλοποίησης απαιτήσεων από τραπεζικά δάνεια, διαμέσου της δημιουργίας ενός SPV. Στην ενότητα 3 επιχειρείται μία κανονιστική προσέγγιση της έννοιας της τιτλοποίησης και του SPV, όπως αυτή επιτελείται στο επίπεδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Στη συνέχεια, στην ενότητα 4, ακολουθεί μια ανάλυση, με τη χρήση ενός παραδείγματος γραμμικού προγραμματισμού, ώστε να εκτιμηθεί το αναγκαίο κόστος και η διάρθρωση των ομολόγων ενός τέτοιου οχήματος, για να μπορεί να διασφαλιστεί η βιώσιμη λειτουργία του στα πλαίσια της αναζήτησης ενός μηχανισμού ελάφρυνσης του ενεργητικού των τραπεζών. Τέλος, στην τελευταία ενότητα του άρθρου, καταγράφονται ορισμένα συμπεράσματα που, κατά βάση, σχετίζονται με τις επιπτώσεις από την εφαρμογή ενός τέτοιου εργαλείου πολιτικής για το τραπεζικό σύστημα της χώρας.

## 2. Η τιτλοποίηση και τα οχήματα ειδικού σκοπού (SPV)

### 2.1. Η τιτλοποίηση

Τιτλοποίηση θεωρείται «η διαδικασία μετατροπής στοιχείων ή απαιτήσεων του ενεργητικού σε ταμειακές ροές λόγω απόφασης του εντολέα (δηλαδή της οντότητας που δημιουργήσε τις απαιτήσεις) στη λογική μιας ομαλής ροής αποπληρωμής, δίνοντας στον εντολέα αυτόν τη δυνατότητα έκδοσης ομολογιών –π.χ. Asset-Backed Securities ή ABS τίτλους– η οποία

κρίνεται ως μια περιορισμένη προσφυγή στην πίστωση των αρχικών απαιτήσεων, όχι όμως καθ' ολοκληρίαν από τον αρχικό εντολέα της απαίτησης, και με τη χρηματοδότηση αυτή να οδηγεί ταυτόχρονα σε αυτο-εκκαθάριση τους» (Deacon, 2004: 1). Εναλλακτικά, σύμφωνα με τους Diamond & Dybvig (1983), η τιτλοποίηση είναι μια διαδικασία μέσω της οποίας η τράπεζα μετατρέπεται από κομιστή ρευστότητας σε ενδιάμεσο μεταξύ δανειζομένων και αγοράς κεφαλαίου, επιτρέποντας την όσο το δυνατό μεγαλύτερη έκδοση δανείων<sup>2</sup>.

Στη διεθνή βιβλιογραφία, η τιτλοποίηση των απαιτήσεων του ενεργητικού των τραπεζών έγινε γνωστή για διαφορετικούς λόγους, αν και ο κυριότερος ήταν η επιθυμία τους να αποτινάξουν το βάρος των NPLs, τα οποία αποτελούν και βαρίδι στην κερδοφορία τους αλλά και στην περαιτέρω επέκτασή τους στον τομέα των πιστώσεων (βλέπε Gambacorta et al., 2004· Bonner et al., 2016, κλπ.). Θα μπορούσε όμως συμπληρωματικά να ειπωθεί ότι η τιτλοποίηση των NPLs μειώνει τα κόστη<sup>3</sup> νέας χρηματοδότησης των τραπεζών (βλέπε, Buchanan, 2016), απελευθερώνει σημαντικά τις τράπεζες από την αντιστοιχούσα αναγκαία κεφαλαιακή επάρκεια για αυτά τα δάνεια (βλέπε, Jassaud & Kang, 2015· BCBS, 2016), «μεταφέρει» [στο SPV] τον όποιο πιστωτικό κίνδυνο (Cardone-Riportella et al., 2010) αλλά και συνδράμει σημαντικά στην ανεύρεση ρευστότητας για τις τράπεζες (Buchanan, 2016)<sup>4</sup>. Η συγκεκριμένη θεσμική λειτουργία της τιτλοποίησης υλοποιείται μέσω της πώλησης επιλεγμένων απαιτήσεων (κυρίως NPLs αλλά όχι και αποκλειστικά) της τράπεζας σε ένα όχημα ειδικού σκοπού, το οποίο και τις «μετατρέπει» σε κάποιας μορφής τίτλο, που απευθύνεται στους επενδυτές.

Στην τιτλοποίηση μπορούν να συμπεριληφθούν μια σειρά από απαιτήσεις του ενεργητικού των τραπεζών όπως για παράδειγμα (BCBS, 2009):

- Στεγαστικά δάνεια,
- Πιστωτικές κάρτες,
- Εταιρικά δάνεια,

2. Η τιτλοποίηση είναι επίσης γνωστή με την επιστημονική έκφραση “Originate to distribute Model” (βλέπε σχετικά Gorton & Souleles, 2007 αλλά και Buchanan, 2016).

3. Δηλαδή το κόστος νέας χρηματοδότησης των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών αλλά και χρηματοδότησης από τις τράπεζες προς τους πελάτες της.

4. Υπάρχουν βέβαια και κάποια προβλήματα που σχετίζονται με την τιτλοποίηση, όπως, για παράδειγμα, η ύπαρξη στρεβλώσεων στη διαβάθμιση των τμημάτων (tranches) των NPLs, οι οποίες σχετίζονται κυρίως με τον οικονομικό κύκλο (Bolton et al., 2012), αλλά και ζητήματα που σχετίζονται με τον «ηθικό κίνδυνο» (moral hazard) που μπορεί να προέλθει από τον μη επαρκή έλεγχο του δανειζόμενου από την τράπεζα, λόγω της δυνατότητας μεταφοράς του όποιου προβλήματος σε μια μελλοντική τιτλοποίηση (Petersen & Rajan, 2002). Μάλιστα στο Casu et al. (2013), παρουσιάζεται μια εμπειρική μελέτη όπου αμφισβητούνται τα πλεονεκτήματα από μια τιτλοποίηση στις ΗΠΑ, ειδικά σε ό,τι αφορά τη μελλοντική πιστωτική επέκταση.

- Φοιτητικά δάνεια,
- Δάνεια για αυτοκίνητα,
- Λογαριασμοί πληρωτέοι, κλπ.

Συχνά, οι τιτλοποιήσεις πραγματοποιούνται για ομοειδείς απαιτήσεις του ενεργητικού των τραπεζών. Σε αυτό το πλαίσιο ιδεών, είναι δυνατό να τιτλοποιηθούν αυτοτελώς δάνεια διαφορετικής κατηγορίας ή και εξασφάλισης (π.χ. στεγαστικά, επιχειρηματικά, καταναλωτικά κλπ.) και να εκδοθεί, για κάθε κατηγορία, διαφορετικός τίτλος (tranche). Ομοίως, η τιτλοποίηση μπορεί να διενεργηθεί με την έκδοση διαφορετικών τίτλων, ανάλογα με την διαβάθμιση των δανείων, η οποία επιτελείται από οίκους αξιολόγησης, με τους οποίους συνεργάζεται η συγκεκριμένη τράπεζα (βλέπε Gorton & Souleles, 2007).

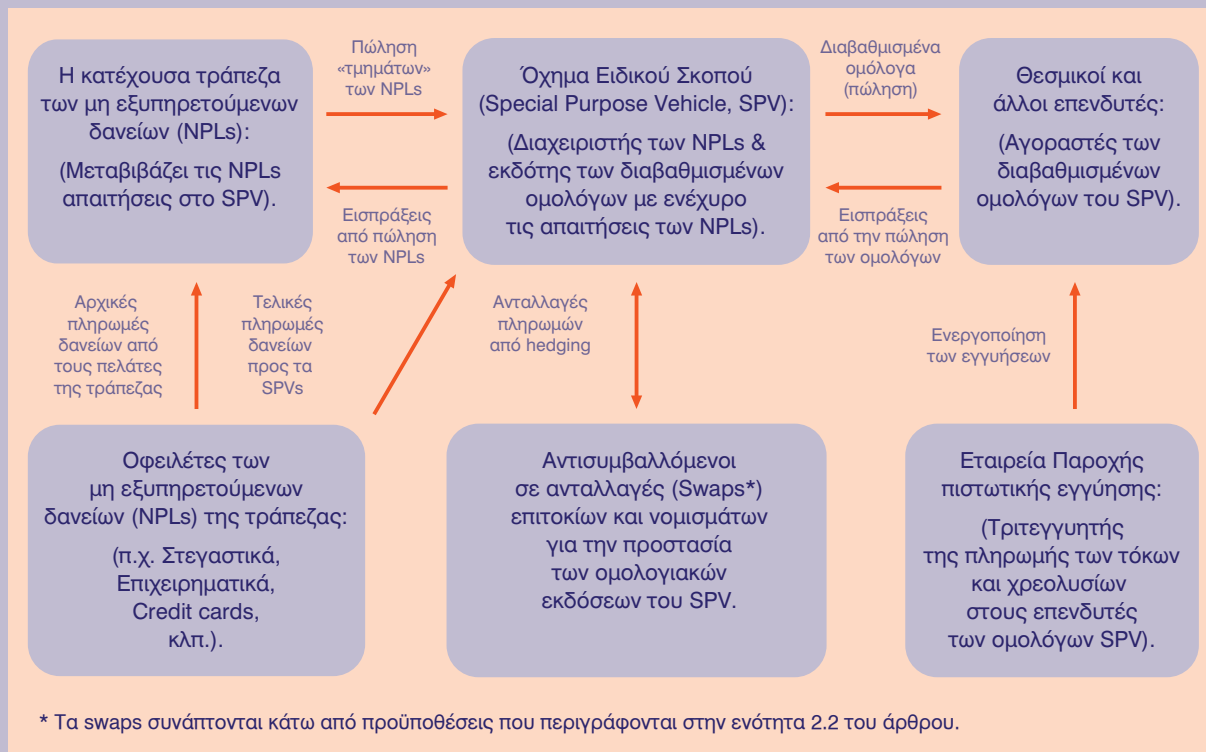
Σε ό,τι αφορά το είδος της τιτλοποίησης αναγνωρίζονται δύο βασικές κατηγορίες: η παραδοσιακή (κλασική) και η συνθετική τιτλοποίηση<sup>5</sup>.

Σύμφωνα με τη μέθοδο της παραδοσιακής τιτλοποίησης (traditional securitization), που είναι διεθνώς γνω-

στή και ως «true sale securitization», τα περιουσιακά στοιχεία προς τιτλοποίηση (δάνεια) μεταβιβάζονται στο όχημα, το οποίο θα εκδώσει τους αντίστοιχους χρηματοοικονομικούς τίτλους (ομόλογα). Οι χρηματοροές (cash flows) των δανείων αυτών, που έχουν τιτλοποιηθεί, χρησιμοποιούνται για τη διαχρονική εξυπηρέτηση των ομολόγων τα οποία έχει εκδώσει το συγκεκριμένο SPV. Επίσης δια μέσου αυτών των ομολόγων, που αγοράζουν οι επενδυτές, χρηματοδοτείται το συγκεκριμένο όχημα και ιδίως η αρχική καταβολή του τιμήματος για τη μεταβίβαση των δανείων. Η μεταβίβαση των δανείων στο όχημα συνεπάγεται επίσης και τη μεταφορά σε αυτό και των κινδύνων που συνδέονται με τα δάνεια (NPLs), κυρίως του πιστωτικού κινδύνου (δηλαδή του κινδύνου μη αποπληρωμής των δανείων). Κατ' επέκταση, στην περίπτωση που μία μεταβιβασθείσα τραπεζική απαίτηση (π.χ. τα NPLs) οδηγηθεί σε αθέτηση (default), ο πιστωτικός κίνδυνος που τη συνοδεύει μετακυλιέται κατ' ουσία στους χρηματοδότες/επενδυτές των ομολόγων τα οποία θα έχει εκδώσει το SPV. Στο Διάγραμμα 1 δίδεται μια απλή σχηματική παρουσίαση της κλασικής ή παραδοσιακής τιτλοποίησης.

## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1

### Σχεδιαγραμματική περιγραφή της παραδοσιακής τιτλοποίησης των μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPLs)



5. Στο BCBS (2009) παρουσιάζεται μια σειρά από εναλλακτικές μορφές τιτλοποίησης που δεν είναι της παρούσης να αναλυθούν εκτενώς.

Δεν αποκλείεται όμως να επιτελείται απλή μεταφορά κινδύνων από τα δάνεια στο όχημα, χωρίς να έχει πραγματοποιηθεί και μεταβίβαση των δανείων (NPLs) σε αυτό, σύμφωνα με το μοντέλο συνθετικής τιτλοποίησης (synthetic securitization). Συνεπώς, με αυτή τη δεύτερη μέθοδο τιτλοποίησης<sup>6</sup>, τα αποτελέσματα που θα επέφερε η πώληση των NPLs στο όχημα αναπαράγονται με «συνθετικό» τρόπο. Το δε όχημα επενδύει τα διαθέσιμά του, κατά βάση, σε ομολογίες μειωμένου κινδύνου (με υψηλή διαβάθμιση από οίκο αξιολόγησης, συνήθως AAA), οι οποίες επιφέρουν απόδοση σε αυτό. Η τιτλοποίηση επιτυγχάνεται δια μέσου ενός πιστωτικού παραγώγου (credit default swap), το οποίο λειτουργεί αφενός μεν ως μέσο χρηματοδότησης, αφετέρου δε ως μέσο προστασίας έναντι ορισμένων κινδύνων που απορρέουν από τα δάνεια. Ειδικότερα, το πιστωτικό παράγωγο είναι μία χρηματοοικονομική σύμβαση (financial contract), δια μέσου της οποίας ένα πρόσωπο, το οποίο παρέχει την προστασία έναντι προκαθορισμένου ασφαλιστρού (συνήθως το SPV), δεσμεύεται να καταβάλει ένα συγκεκριμένο ποσό σε ένα άλλο πρόσωπο (συνήθως την τράπεζα), του οποίου απολαμβάνει την “προστασία”, σε περίπτωση επέλευσης, κατά τη διάρκεια ισχύος της σύμβασης, κάποιων κινδύνων που έχουν προσδιοριστεί συμβατικά<sup>7</sup>.

Το μοντέλο συνθετικής τιτλοποίησης μπορεί να είναι χρηματοδοτούμενο (funded) ή μη (unfunded). Στην πρώτη περίπτωση το όχημα εκδίδει ομολογίες, και τα ποσά τα οποία λαμβάνει από την πώληση των τίτλων που εκδίδει χρησιμοποιούνται για την απόκτηση ομολογιών χαμηλού κινδύνου. Με τα ποσά που θα λάβει από αυτές τις ομολογίες, το όχημα θα είναι σε θέση να εκπληρώσει τις οικονομικές του υποχρεώσεις έναντι της τράπεζας, οι οποίες απορρέουν από το παράγωγο, αλλά και να αποπληρώσει τα κεφάλαια που θα έχουν καταβάλει οι επενδυτές, για την απόκτηση των τίτλων. Κατά συνέπεια, η τράπεζα, που απολαμβάνει την προστασία, δεν εκτίθεται στους κινδύνους οι οποίοι καλύπτονται από την προστασία. Αντίθετα, όταν η συνθετική τιτλοποίηση είναι μη χρηματοδοτούμενη, η τράπεζα εκτίθεται στον πιστωτικό κίνδυνο έναντι του οχήματος που παρέχει την προστασία, ακριβώς επειδή η κάλυψη από αυτό δεν χρηματοδοτείται από την επένδυση του οχήματος σε χρηματοοικονομικούς τίτλους<sup>8</sup>.

Σημειώνεται επίσης ότι, όπως μας αναφέρει και ο Μαρούλης (2004), στην παραδοσιακή τιτλοποίηση έχουμε άμεση βελτίωση της θέσης της τράπεζας μέσω αύξησης της ρευστότητάς της, ενώ στη συνθετική τιτλοποίηση έχουμε μόνο έμμεση βελτίωση της τράπεζας μέσω βελτίωσης της πιστοληπτικής της ικανότητας που απορρέει από την πιστοληπτική αναβάθμιση των απαιτήσεών της (και κατ’ επέκταση μείωση των κεφαλαικών χρεώσεων στα ίδια κεφάλαια της «μεταβιβάζουσας» τράπεζας).

Η διάκριση μεταξύ του κλασικού και του συνθετικού μοντέλου τιτλοποίησης δεν είναι απόλυτη. Συναντώνται στην πράξη και ενδιάμεσα μοντέλα, με χαρακτηριστικότερο της τιτλοποίησης που βασίζεται σε εξασφαλισμένο δάνειο (secured loan). Ειδικότερα, σε αυτό το μοντέλο, το όχημα παραχωρεί στην τράπεζα δάνειο, εξασφαλισμένο με εμπράγματα ασφαλεία επί περιουσιακών της στοιχείων. Δεν επιτελείται μεταβίβαση περιουσιακών στοιχείων της τράπεζας στο όχημα, οπότε δεν πρόκειται για κλασική τιτλοποίηση, κατά τα ανωτέρω εκτιθέμενα. Το περιουσιακό στοιχείο επιβαρύνεται με ασφάλεια και μεταβιβάζεται μόνον εάν η τράπεζα δεν εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της για καταβολή ποσού, έναντι του οχήματος. Από την άλλη πλευρά, το όχημα εκτίθεται στους κινδύνους που απορρέουν από τα περιουσιακά στοιχεία (NPLs) που τιτλοποιούνται, στο μέτρο που εκτίθεται στον κίνδυνο μείωσης της αξίας αυτών των περιουσιακών στοιχείων, τη στιγμή της ενδεχόμενης αναγκαστικής τους εκποίησης. Ωστόσο, σε αντίθεση με την περίπτωση της συνθετικής τιτλοποίησης, δεν συντελείται μεταφορά της κάλυψης από τους κινδύνους, αλλά διενεργείται μία πράξη χρηματοδότησης<sup>9</sup>.

## 2.2. Το όχημα ειδικού σκοπού (SPV)

Το όχημα ειδικού σκοπού (SPV) είναι μια οριακά κεφαλαιοποιημένη οντότητα –εταιρεία ή επενδυτικό κεφάλαιο χωρίς νομική προσωπικότητα– που αγοράζει απαιτήσεις (δάνεια) από τους αρχικούς κατόχους (τράπεζες) και διαθέτει ομόλογα ή άλλα χρηματοοικονομικά εργαλεία σε επενδυτές. Είναι δηλαδή κατ’ ουσία ένας μηχανισμός αποφυγής πτώχευσης (Burns, 2012). Τα οχήματα αυτά εμφανίστηκαν πριν 30 περί-

6. Για τη διάκριση μεταξύ κλασικής και συνθετικής τιτλοποίησης βλέπε σχετικά Quiquerez (2018), σ. 32, αλλά και Sekfali (2018), σ. 529.

7. Στην πρακτική χρησιμοποιούνται για τη μεταφορά του κινδύνου και άλλα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως τα total return swaps, ενώ είναι επίσης δυνατή και η έκδοση τίτλων που συνδέονται με τον κίνδυνο (Credit linked notes). Βλέπε, σχετικά, Sekfali (2018), σ. 529.

8. Βλέπε, ειδικότερα, Quiquerez (2018), σσ. 36-37.

9. Βλέπε Quiquerez (2018), σσ. 37-38.

που χρόνια και χρησιμοποιήθηκαν αρκετά ως μηχανισμοί τιτλοποίησης των απαιτήσεων του ενεργητικού (assets) των διαφόρων μεγάλων εταιρειών αλλά και εμπορικών κυρίως τραπεζών<sup>10</sup> τα οποία καλύπτονταν κυρίως από ασφάλειες, ενώ συνήθως χρηματοδοτούνταν από ABS (Asset Backed Securities)<sup>11</sup>. Η διεθνής κρίση του 2008 ανέδειξε περαιτέρω, μέσω και της διεθνούς βιβλιογραφίας<sup>12</sup>, τον ρόλο τέτοιων οχημάτων στην κρίση, αλλά και κατέστησε φανερά τα όποια προβλήματα συγκρότησής τους<sup>13</sup>.

Υπάρχουν μια σειρά από εμπλεκόμενα μέρη που εισφέρουν στη διαμόρφωση και τη λειτουργία των SPVs με κύριο προορισμό την προαναφερθείσα τιτλοποίηση. Τα μέρη αυτά είναι τα ακόλουθα (BCBS, 2009):

**Η μεταβιβάζουσα τράπεζα** (πωλητής ή δημιουργός), η οποία και αρχικά κατέχει τα περιουσιακά στοιχεία και μεταφέρει αυτά στο SPV που δημιουργείται, για τους σκοπούς της τιτλοποίησής τους. Λόγω της διάρθρωσης αλλά και των θεμάτων μάρκετινγκ, η μεταβιβάζουσα τράπεζα εμπλέκει συχνά μια επενδυτική τράπεζα, να την συνδράμει στη ρύθμιση της δομής της συναλλαγής και την εν συνεχεία έκδοση και, στη συνέχεια, πώληση των ομολόγων.

**Διαχειριστής** είναι η οντότητα που συλλέγει τις πληρωμές των στοιχείων του ενεργητικού που μεταφέρονται στο SPV και παρέχει επίσης υπηρεσία τακτικής ενημέρωσης (π.χ. κάθε μήνα) σχετικά με την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων<sup>14</sup>. Ο διαχειριστής αυτός μπορεί να είναι η μεταβιβάζουσα τράπεζα των περιουσιακών στοιχείων, αλλά μπορεί να είναι ένα τρίτο μέρος που αναλαμβάνει τη συντήρηση των στοιχείων του εν λόγω ενεργητικού.

**Εκδότης** είναι το ίδιο το SPV, το οποίο είναι μια οντότητα που διακρατά τα στοιχεία του ενεργητικού της τράπεζας και στη συνέχεια τα τιτλοποιεί μέσω της έκδοσης των ομολόγων. Ταυτόχρονα, ευρίσκεται σε επικοινωνία με τους δύο προαναφερόμενους φορείς. Επιπρόσθετα υπάρχει και ένας τραπεζικός λογαριασμός που παρέχει όλες τις υπηρεσίες πληρωμών,

για το SPV, όπως, για παράδειγμα, τη διαφύλαξη του όποιου αποθεματικού λογαριασμού του «οχήματος».

Επιπρόσθετα, υπάρχει κάποιος **αντισυμβαλλόμενος** (του εντολέα ή τρίτων, για παράδειγμα, ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα) που παρέχει συμβόλαια ανταλλαγής (π.χ. συναλλαγματικό swap, swap επιτοκίων, κλπ.) στο SPV. Τέτοιες συμβάσεις ανταλλαγής συνάπτονται όταν το είδος επιτοκίου ή νόμισμα των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού (για παράδειγμα, σταθερού επιτοκίου και ενυπόθηκα δάνεια εκφρασμένα σε δολάρια) δεν ταιριάζει με το είδος επιτοκίου ή το νόμισμα των υποχρεώσεων (π.χ. κυμαινόμενο επιτόκιο και ομόλογα σε ευρώ).

Επίσης υφίστανται και οι **θεσμικοί** αλλά και οι **λοιποί αγοραστές** (επενδυτές) των διαβαθμισμένων ομολόγων που εκδίδει το SPV. Συνήθως οι αγοραστές αυτοί προέρχονται κυρίως από την οργανωμένη αγορά όπου διαπραγματεύονται αυτές οι κινητές αξίες.

Το SPV, για την αγορά του όποιου πακέτου απαιτήσεων της μεταβιβάζουσας τράπεζας, εκδίδει ένα (συνήθως διαβαθμισμένο) ομόλογο, που απευθύνεται στο επενδυτικό κοινό, ώστε να μπορεί να πληρώσει την τράπεζα για την αγορά των προαναφερόμενων στοιχείων του ενεργητικού της (βλέπε Διάγραμμα 2). Η γενική ιδέα εδώ είναι ότι οι εισπράξεις του SPV από τις μεταβιβασθείσες –με κάποια έκπτωση (discount)– απαιτήσεις αναμένεται ότι θα είναι μεγαλύτερες από το αρχικό ποσό αγοράς τους. Το δε SPV αναμένεται να χρηματοδοτηθεί άμεσα από τις εισπράξεις της πώλησης των διαβαθμισμένων ομολόγων στους δυνητικούς επενδυτές/αγοραστές του. Με αυτόν τον τρόπο, θα υπάρχει και κάποιο όφελος [spread] λειτουργίας (και διαχείρισης) για το SPV, αλλά και μια άμεση ρευστότητα για τη «μεταβιβάζουσα» τράπεζα». Και στην περίπτωση αυτή, όπως και με τα τμήματα (tranches) των NPLs, έχουμε την ίδια περίπου διαδικασία διαβάθμισης, με τα υψηλής ποιότητας ομόλογα να έχουν χαμηλό κίνδυνο και μικρότερες αποδόσεις (Senior notes), τα μέσης ποιότητας ομόλογα που φέρουν μέσο επίπεδο κινδύνου και απόδοσης (Mezzanine

10. Μια ενδιαφέρουσα παρουσίαση και ανάλυση η οποία σχετίζεται από την ευρύτερη χρήση των SPVs δίνεται από τους Feng et al. (2009).

11. Υπάρχουν βέβαια και άλλες κατηγορίες χρηματοδότησης όπως τα CDOs (Collateralized Debt Obligations), τα CDSs (Credit Default Swaps) και τα repo rates (βλέπε Gorton & Metrick (2012)).

12. Βλέπε σχετικά Schäfer & Zimmermann (2009), Gorton & Metrick (2010), Godfrey et al. (2015), κλπ.

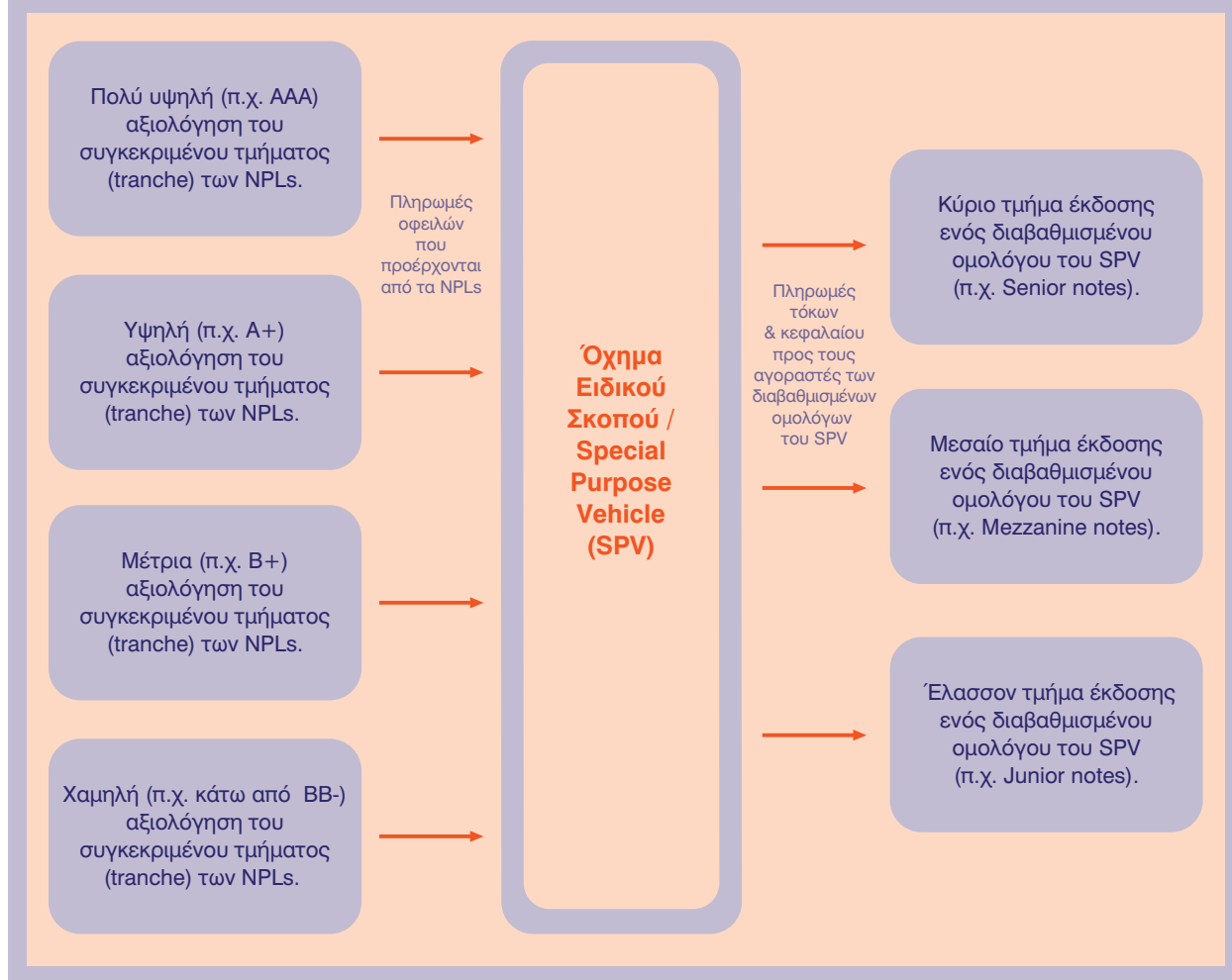
13. Μια εκτενής θεσμική παρουσίαση των θετικών και αρνητικών στοιχείων για τα SPVs αλλά και τις τιτλοποιήσεις δίνεται από τους Pearce II & Lipin (2014).

14. Η οντότητα αυτή μπορεί να θέτει, να καταρτίζει και να συνεχίζει να διαχειρίζεται τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού της δομής στην περίπτωση ορισμένων χρεογράφων τύπου ABCP (Asset Backed Commercial Paper) αλλά και σε ορισμένους τύπους CDOs (Collateralized Debt Obligations). Σε άλλες πράξεις και μορφές τιτλοποίησης, ωστόσο, ο ρόλος του διαχειριστή είναι να παρέχει διάφορες διοικητικές και υπολογιστικές υπηρεσίες του SPV.



## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2

### Σχεδιαγραμματική περιγραφή της λειτουργίας του SPV



notes) αλλά και τα χαμηλής ποιότητας και υψηλού κινδύνου και απόδοσης ομόλογα (Junior notes).

### 3. Η κανονιστική προσέγγιση της έννοιας της τιτλοποίησης και του SPV στην Ευρωπαϊκή Ένωση

#### 3.1. Η τιτλοποίηση

Η κανονιστική προσέγγιση της έννοιας της τιτλοποίησης από τα διάφορα κείμενα δεν είναι ενιαία, αν και, σε κάθε περίπτωση, διατηρείται ένας κοινός πυρήνας. Στο επίπεδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, διάφορα κείμενα παρέχουν ορισμούς του όρου, για τις ανάγκες της εφαρμογής τους.

Ειδικότερα, ο κανονισμός της ΕΕ με αριθμό 575/2013, σχετικά με τις απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας των τραπεζών, προσδιορίζει την τιτλοποίηση ως την πράξη ή το πρόγραμμα μερισμού κατά τμήματα διαβάθμισης του πιστωτικού κινδύνου που συνδέεται με άνοιγμα ή με ομάδα ανοιγμάτων με τα εξής χαρακτηριστικά: α) οι πληρωμές στο πλαίσιο της πράξης ή του προγράμματος εξαρτώνται από την απόδοση του ανοιγματος ή της ομάδας ανοιγμάτων και β) η διαβάθμιση των τμημάτων τιτλοποίησης καθορίζει την κατανομή των ζημιών κατά τη διάρκεια της πράξης ή του προγράμματος<sup>15</sup>. Ο ορισμός αυτός, προκειμένου να καλύψει την τιτλοποίηση σε όλες τις μορφές της, δεν προσδιορίζει τον τρόπο έκθεσης στον πιστωτικό κίνδυνο, ενώ λαμβάνει υπόψη μόνο την τιτλοποίηση με περισσότερα τμήματα<sup>16</sup>.

15. Άρθρο 4 περ. 61 του κανονισμού.

16. Βλέπε Quiquerez (2018), σ. 41.

Διαφορές από τον ορισμό του κανονισμού με αριθμό 575/2013 παρουσιάζει ο αντίστοιχος ορισμός του κανονισμού με αριθμό 2017/2402, ο οποίος θεσπίζει ένα γενικό κανονιστικό πλαίσιο για την τιτλοποίηση. Ειδικότερα, το άρθρο 2 περ. 1 του κανονισμού ορίζει ως τιτλοποίηση την πράξη ή το πρόγραμμα μερισμού κατά τμήματα του πιστωτικού κινδύνου που συνδέεται με άνοιγμα ή με ομάδα ανοιγμάτων με τα εξής χαρακτηριστικά, που συντρέχουν σωρευτικά: (α) οι πληρωμές στο πλαίσιο της πράξης ή του προγράμματος εξαρτώνται από την απόδοση του ανοίγματος ή της ομάδας ανοιγμάτων, (β) η διαβάθμιση των τμημάτων τιτλοποίησης καθορίζει την κατανομή των ζημιών κατά τη διάρκεια της πράξης ή του προγράμματος και (γ) η πράξη ή το πρόγραμμα δεν δημιουργεί ανοίγματα που έχουν το σύνολο των χαρακτηριστικών τα οποία εξειδικεύονται στο άρθρο 147(8) του κανονισμού (ΕΕ 575/2013).

Ο κανονισμός της ΕΚΤ με αριθμό 24/2009 περιέχει άλλον ορισμό, στον οποίο μάλιστα παραπέμπει και η οδηγία 2011/61/ΕΚ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων. Σύμφωνα με αυτόν τον τελευταίο ορισμό, ως τιτλοποίηση νοείται η πράξη ή το πρόγραμμα με τα οποία μεταβιβάζονται σε μία αυτοτελή οντότητα, που θα έχει συσταθεί ή θα χρησιμοποιείται για σκοπούς τιτλοποίησης, ένα ή περισσότερα περιουσιακά στοιχεία, ως καλάθι, ή/και μεταφέρεται στους επενδυτές που αποκτούν τίτλους ή μερίδια του οχήματος, ή παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα που εκδίδει αυτό, ο συνολικός ή κατά μέρος πιστωτικός κίνδυνος που συνδέεται με αυτά τα στοιχεία, η πράξη δε ή το πρόγραμμα καταλήγουν στα ακόλουθα αποτελέσματα, κατά περίπτωση: (α) η μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου επιτυγχάνεται είτε με τη μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων κατά κυριότητα στην αυτοτελή οντότητα ή δια μέσου μίας μερικής συμμετοχής, είτε με την προσφυγή σε πιστωτικό παράγωγο, σε εγγυήσεις ή σε άλλο παρόμοιο μηχανισμό και (β) σε περίπτωση έκδοσης τίτλων, μεριδίων ή παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, αυτά δεν αντιπροσωπεύουν υποχρέωση του αρχικού δικαιούχου του περιουσιακού στοιχείου, προς καταβολή. Αυτός ο τελευταίος ορισμός είναι ακριβέστερος από τον προηγούμενο, ενώ χαρακτηρίζεται και από ελαστικότητα<sup>17</sup>, περιλαμβάνει δε την τιτλοποίηση ανεξάρτητα από το κατά πόσο αυτή διενεργείται κατά τμήματα ή όχι.

17. Βλέπε σχετικά Quiquerez (2018), σ. 42.

18. Βλέπε ειδικότερα, Quiquerez (2018), σ. 207. Από την ελληνική βιβλιογραφία, βλέπε σχετικά Βενιέρης (2005), σσ. 166-168, ο οποίος υιοθετεί τον όρο «υπο-συμμετοχή», σε αντιστοιχία με τον αντίστοιχο αγγλικό και γαλλικό όρο, επισημαίνει δε ότι αυτή η μορφή χρηματοδότησης δεν επιλέχθηκε από τους συντάκτες του ν. 3156/03.

19. Ειδικότερα για αυτές τις περιπτώσεις, βλέπε Quiquerez (2018), σσ. 209-210.

20. Βλέπε άρθρο 2 περ. 9 και 10.

21. Ο ελληνικός ν. 3156/03 περιέχει ρυθμίσεις μόνο για αυτή τη μορφή τιτλοποίησης και όχι για τη συνθετική. Βλέπε, σχετικά, Λέκκας (2005), σσ. 104 in fine - 105, Βενιέρης (2005), σ. 511. Επίσης και Κουλορίδας (2017), σ. 1022.

Ο όρος μερική συμμετοχή, ο οποίος αναφέρεται και από τον κανονισμό της ΕΚΤ με αριθμό 24/2009, στον ορισμό της τιτλοποίησης, δεν είναι ευχερές να προσδιοριστεί επακριβώς ως έννοια, διότι συνιστά μία τεχνική που βασίζεται σε τραπεζικές πρακτικές, οι οποίες εξειδικεύονται με τη σύναψη συμφωνιών, διαφορετικού χαρακτήρα και συχνά εμπιστευτικών. Στην πραγματικότητα, δια μέσου μίας σύμβασης, η τράπεζα αποκτά μία «συμμετοχή» σε ένα δάνειο που παρέχεται αρχικά από μία άλλη τράπεζα. Η μερική συμμετοχή μπορεί να είναι χρηματοδοτούμενη (funded sub-participation), όταν η δανειστρία σε πρώτη σειρά τράπεζα (συμμετέχουσα) συνάπτει σύμβαση με άλλη, δανειστρία σε δεύτερη σειρά, τράπεζα (μερικώς συμμετέχουσα), με βάση την οποία η τελευταία παρέχει στην πρώτη τα κεφάλαια που χρειάζεται για να συμμετάσχει σε πράξη πίστωσης, οι δύο δε τράπεζες αναλαμβάνουν τον σχετικό πιστωτικό κίνδυνο. Με αυτόν τον τρόπο, επιτυγχάνεται μεταφορά κινδύνου χωρίς μεταβίβαση περιουσιακών στοιχείων (στην προκειμένη περίπτωση τραπεζικών δανείων). Είναι όμως επίσης δυνατό να είναι και μη χρηματοδοτούμενη (unfunded sub-participation), όταν η μερικώς συμμετέχουσα τράπεζα δεσμεύεται να παράσχει κεφάλαια στην τράπεζα πρώτης σειράς, μόνον εφόσον ο αρχικός οφειλέτης δεν εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του<sup>18</sup>. Στη θέση της δεύτερης κατά σειρά τράπεζας (μερικώς συμμετέχουσα) μπορεί να υπάρχει ένα SPV, κατά τα ειδικότερα οριζόμενα στη νομοθεσία που το διέπει. Είναι επιπλέον δυνατό η μερική συμμετοχή να μεταβιβαστεί από τη μερικώς συμμετέχουσα τράπεζα σε SPV, π.χ. επενδυτικό κεφάλαιο<sup>19</sup>.

Ο κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου με αριθμό 2017/2402, ο οποίος θεσπίζει ένα γενικό κανονιστικό πλαίσιο για την τιτλοποίηση, από την πλευρά του, διακρίνει μεταξύ της κλασικής (παραδοσιακής) και της συνθετικής τιτλοποίησης<sup>20</sup>. Η πρώτη επιφέρει τη μεταφορά του οικονομικού συμφέροντος στα τιτλοποιούμενα περιουσιακά στοιχεία, με τη μεταβίβαση της κυριότητάς τους από τον αρχικό δικαιούχο τους στο όχημα ειδικού σκοπού, ή δια μέσου μίας μερικής συμμετοχής του οχήματος, το οποίο εκδίδει τίτλους που δεν αντιπροσωπεύουν υποχρέωση έναντι της μεταβιβάζουσας οντότητας<sup>21</sup>. Στη

δεύτερη, η μεταφορά των κινδύνων επιτελείται με τη χρήση πιστωτικών παραγώγων ή εγγυήσεων, ενώ τα περιουσιακά στοιχεία και η σχετική με αυτά έκθεση παραμένουν στον δικαιούχο των περιουσιακών στοιχείων που τιτλοποιούνται.

Σε διάκριση μεταξύ παραδοσιακής και συνθετικής τιτλοποίησης προβαίνει και η Επιτροπή της Βασιλείας για την εποπτεία των τραπεζών<sup>22</sup>. Αυτή η Επιτροπή μάλιστα θεωρεί ως στοιχείο το οποίο οριοθετεί την παραδοσιακή τιτλοποίηση, ως έννοια, το γεγονός ότι οι χρηματοροές από το υποκείμενο ομαδοποιημένο (pool) καλύπτει περιουσιακών στοιχείων (εκθέσεων) χρησιμοποιείται για την εξυπηρέτηση τουλάχιστον δύο διαφορετικών διαβαθμισμένων θέσεων κινδύνου ή σειρών (tranches), που αποτυπώνουν διαφορετικό βαθμό πιστωτικού κινδύνου. Ομοίως, ο ορισμός της συνθετικής τιτλοποίησης, όπως δίδεται από την Επιτροπή της Βασιλείας για την εποπτεία των τραπεζών, προϋποθέτει τουλάχιστον δύο διαφορετικές διαβαθμισμένες θέσεις κινδύνου ή σειρές, που αποτυπώνουν διαφορετικούς βαθμούς πιστωτικού κινδύνου και που προκύπτουν από τη μεταφορά αυτού του κινδύνου, ο οποίος απορρέει από ένα υποκείμενο ομαδοποιημένο (pool) καλύπτει περιουσιακών στοιχείων (εκθέσεων), στο σύνολό του ή κατά μέρος, δια μέσου παραγώγου, (με ή χωρίς χρηματοδότηση) ή εγγύησης, που χρησιμοποιούνται προς αντιστάθμιση του πιστωτικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου<sup>23</sup>.

### 3.2. Το όχημα ειδικού σκοπού (SPV)

Ως όχημα τιτλοποίησης νοείται μία *ad hoc* νομική οντότητα, η οποία διαθέτει μία κάποια αυτονομία και η σύσταση της οποίας αποβλέπει στην επίτευξη ενός συγκεκριμένου στόχου, στην προκειμένη περίπτωση, την πραγματοποίηση της τιτλοποίησης<sup>24</sup>. Ένα τέτοιο όχημα μπορεί να λειτουργεί ως εταιρεία, ως οργανισμός συλλογικών επενδύσεων χωρίς νομική προσωπικότητα ή ως καταπίστευμα (trust). Διακρίνεται δε από τον φορέα, συνήθως μία επενδυτική τράπεζα, ο οποίος ασχολείται με τον σχεδιασμό και την υλοποίηση των επιμέρους πράξεων με τις οποίες επιτυγχάνε-

ται η τιτλοποίηση και φέρνει σε επαφή τα μετέχοντα στην τελευταία πρόσωπα<sup>25</sup>. Η περιουσιακή αυτοτέλεια του οχήματος έναντι της τράπεζας δεν επιτρέπει στους δανειστές της τελευταίας να επιδιώξουν ικανοποίηση των απαιτήσεών τους έναντι αυτής από το όχημα. Υπό αυτή την οπτική γωνία, περιορίζεται η έκθεση του οχήματος. Ανάλογος περιορισμός επιτυγχάνεται και με τον περιορισμό της δραστηριότητας του οχήματος αποκλειστικά στα ζητήματα που αφορούν την τιτλοποίηση των περιουσιακών στοιχείων τα οποία αποκτά ή στον κίνδυνο των οποίων εκτίθεται<sup>26</sup>.

Ο κανονισμός της ΕΕ με αριθμό 575/2013<sup>27</sup> ορίζει ως οντότητα ειδικού σκοπού (SPV) για τιτλοποίηση ένα εμπορικό εμπίστευμα ή άλλη οντότητα, πλην πιστωτικού ιδρύματος, που έχει συσταθεί αποκλειστικά για να αναλάβει μια ή περισσότερες τιτλοποιήσεις και δραστηριοποιείται μόνο προς την επίτευξη αυτού του στόχου, ενώ η δομή της ανταποκρίνεται στον διαχωρισμό των υποχρεώσεων του οχήματος από εκείνες του μεταβιβάζοντος πιστωτικού ιδρύματος, οι δε έχοντες συμφέρον σε αυτή δικαιούνται να ενεχυριάζουν ή να ανταλλάσσουν αυτά τα συμφέροντα χωρίς περιορισμούς. Αυτός ο ορισμός δεν ταυτίζεται πάντως με τον αντίστοιχο ορισμό που περιέχεται στον κανονισμό με αριθμό 2017/2402. Στο άρθρο 2 περ. 2 του κανονισμού, ως οντότητα ειδικού σκοπού για τιτλοποίηση νοείται εταιρεία, καταπίστευμα ή άλλη οντότητα, πλην της μεταβιβάζουσας οντότητας ή ανάδοχης οντότητας, που έχει συσταθεί με τον σκοπό να αναλάβει μία ή περισσότερες τιτλοποιήσεις, ενώ οι δραστηριότητες της περιορίζονται στις δέουσες ενέργειες για την επίτευξη αυτού του σκοπού, η δε δομή της αποσκοπεί στον διαχωρισμό των υποχρεώσεων του οχήματος από εκείνες της μεταβιβάζουσας οντότητας.

## 4. Μια υπολογιστική εκτίμηση ενός βιώσιμου τρόπου λειτουργίας των SPV

Σκοπός της παρακάτω ενότητας είναι να υπολογίσουμε *ceteris paribus*<sup>28</sup>, το *maximum*<sup>29</sup> κόστος έκδοσης

22. Βλέπε σχετικά BSBC (2016).

23. Ibid.

24. Βλέπε Quiquerez (2018), σ. 29.

25. Ibid., σσ. 29 in fine - 30.

26. Βλέπε σχετικά BSBC (2009).

27. Άρθρο 4, περ. 66.

28. Με δεδομένες ορισμένες παραδοχές όσον αφορά τις δυνητικές τιμές των προσδιοριστικών παραγόντων που συμμετέχουν στον υπολογισμό.

29. Αναζητούμε το *maximum* διότι αναφερόμαστε στο μέγιστο κόστος έκδοσης που θα μπορούσε να αντέξει να πληρώνει το SPV κάτω από συγκεκριμένα σενάρια απόδοσης.

των διαβαθμισμένων ομολόγων ενός SPV, ώστε να διασφαλιστεί η διαχρονικά βιώσιμη λειτουργία του στα πλαίσια της αναζήτησης ενός μηχανισμού αποτελεσματικής απεξάρτησης του ενεργητικού των συστημικών τραπεζών από τα NPLs τους.

#### – Το πρόβλημα

Το SPV θα εκδώσει ομόλογα διαφόρων τύπων προκειμένου να χρηματοδοτήσει τις προς αυτό μεταβιβασθείσες απαιτήσεις από τα NPLs. Τα ομόλογα αυτά με βάση τον πιστωτικό κίνδυνο που θα εμπεριέχουν θα διαβαθμιστούν σε Senior, Mezzanine & Junior (βλέπε Διάγραμμα 2).

Κάθε κατηγορία ομολόγων θα φέρει και ένα διαφορετικό κουπόνι. Το κουπόνι που είναι η απόδοση του κάθε ομολόγου θα πρέπει να προσδιοριστεί με τέτοιο τρόπο, ώστε να αποφευχθεί η εσφαλμένη τιμολόγησή του. Ταυτόχρονα, το ύψος του κουπονιού θα καθορίσει και το αγοραστικό ενδιαφέρον των υποψήφιων επενδυτών. Στην περίπτωση που το κουπόνι μιας σειράς ομολόγων προσδιοριστεί υψηλότερα από το επίπεδο κινδύνου που ενέχουν οι χρηματορροές που καλούνται να το εξυπηρετούν και θα προέρχονται κατά βάση από τη διαχείριση χαρτοφυλακίου NPLs, αυτό θα σημαίνει μεταφορά αξίας από τον εκδότη στους ομολογιούχους. Επιπλέον, η ετήσια επιβάρυνση του εκδότη από την αποπληρωμή των κουπονιών θα είναι σαφώς υψηλότερη.

Στην περίπτωση που το κουπόνι προσδιοριστεί σε τέτοιο ύψος που να μην αντικατοπτρίζει τις πραγματικές συνθήκες κινδύνου, θα σημαίνει μικρότερο αγοραστικό ενδιαφέρον από πλευράς των δυνητικών αγοραστών των ομολογιακών τίτλων. Αυτό θα οδηγήσει σε πώλησή τους σε χαμηλότερη αξία από την ονομαστική, με επακόλουθο είτε το χαμηλότερο αντίτιμο πώλησης του μεταβιβασθέντος χαρτοφυλακίου των NPLs για την τράπεζα, και συνεπώς πιθανή ανάγκη για πρόσθετη κεφαλαιοποίηση, ή τη μικρότερη της αναμενόμενης ποσότητα αγορασθέντων NPLs από το SPV και άρα την όχι στον μέγιστο βαθμό αποτελεσματικότητα του μηχανισμού εκκαθάρισης των NPLs από τους Ισολογισμούς των τραπεζών. Τα ομόλογα μπορούν να διαφοροποιούνται και με βάση τη λήξη τους. Έτσι ομόλογα ίδιας ημερομηνίας λήξης θα φέρουν το ίδιο κουπόνι και αυτό θα προσδιοριστεί με βάση κουπόνια άλλων ομολόγων που θεωρούνται ως βάση π.χ. τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου αντίστοιχης διάρκειας, ομόλογα άλλων εκδοτών, κλπ.

Αναζητείται λοιπόν το κατάλληλο μείγμα των διαφόρων τύπων ομολόγων που και δεν θα επιφέρει αυξημένο κόστος για το SPV και θα μπορεί να εξυπηρετείται από τις αναμενόμενες ταμειακές ροές που θα προκύπτουν από τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου

των περιουσιακών στοιχείων της τράπεζας που θα του μεταβιβαστούν (δηλαδή τα NPLs). Επίσης αναζητείται το κατάλληλο μείγμα ομολογιακών τίτλων που οι υποχρεώσεις τις οποίες θα δημιουργεί (μέσω της αποπληρωμής κουπονιών και κεφαλαίου) θα ταυτίζονται χρονικά με τις αντίστοιχες εκτιμώμενες εισπράξεις των χρηματορροών που θα προκύπτουν από τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου των NPLs.

Άλλα θέματα που εξετάζονται και επιλύονται μέσω της ανάπτυξης του προβλήματός μας είναι και τα παρακάτω:

- α) Η εύρεση του μείγματος των ομολόγων (με βάση τα χαρακτηριστικά τους) οι υποχρεώσεις των οποίων καλύπτονται στον χρόνο από την κατανομή των αποδόσεων που προκύπτουν από τη διαχείριση των δανείων. Εν κατακλείδι αυτό απαιτείται στο ερώτημα της κατανομής των ομολόγων ανά ημερομηνία ωρίμανσης με βάση τη χρονική πραγμάτωση των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου των αγορασθέντων NPLs (εμπροσθοβαρείς ή οπισθοβαρείς αποδόσεις).
- β) Η διερεύνηση του πώς διαφοροποιείται το μείγμα των τίτλων με βάση την ετήσια προϋπολογισθείσα απόδοση του χαρτοφυλακίου των δανείων (NPLs).
- γ) Ο προσδιορισμός του ελάχιστου απαιτούμενου βαθμού απόδοσης των δανείων προκειμένου να ικανοποιούνται οι αποδόσεις των ομολόγων για κάθε συνδυασμό αυτών.
- δ) Η καλύτερη αποτύπωση του πώς λειτουργούν μηχανισμοί διαχείρισης ενδεχόμενου αθέτησης (default) σε περιπτώσεις αποδόσεων των δανείων μικρότερων από τις απαιτούμενες από το πλάνο αποπληρωμής των εκδοθέντων ομολόγων.
- ε) Η παρουσίαση περιθωρίων ανοχής των διαφορετικών επιλεχθέντων μειγμάτων τίτλων ομολόγων κάτω από διαφορετικές υποθέσεις των προσδιοριστικών παραγόντων του μοντέλου (ανάλυση ευαισθησίας).

#### – Μέθοδος προσέγγισης

Για την προσέγγιση του προβλήματος, όπως ανωτέρω εκτέθηκε, θα χρησιμοποιηθεί η μέθοδος αριστοποίησης που επιλύεται μέσω της εφαρμογής της μεθόδου του γραμμικού προγραμματισμού (Boyd & Vandenberghe, 2004).

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή καταρτίζεται μια συνάρτηση αριστοποίησης με βάση τα στοιχεία του προβλήματος που πρέπει να επιλυθούν. Στην προκειμένη περίπτωση, το μέγεθος του οποίου αναζητείται η ελαχιστοποίηση είναι το σταθμισμένο κόστος των ομο-

λόγων που το SPV θα εκδώσει. Το κόστος έκδοσης των ομολόγων αυτών σταθμίζεται με βάση τη συμμετοχή του κάθε τύπου στο συνολικό χαρτοφυλάκιο των τίτλων που θα εκδοθούν.

Το πρόβλημα αριστοποίησης, όπως και κάθε πρόβλημα του είδους αυτού, περιέχει και κάποιους περιορισμούς. Στην προκειμένη περίπτωση ο βασικότερος περιορισμός που έχει να αντιμετωπίσει το SPV είναι να αποπληρώνει τις υποχρεώσεις του όποτε αυτές προκύπτουν. Άρα θα πρέπει οι αποδόσεις των NPLs που θα του μεταβιβαστούν να είναι τέτοιες που να μπορούν να καλύπτουν ετήσια τις αποπληρωμές τόκων και χρεολυσίων των ομολόγων.

#### – Υποθέσεις του προβλήματος

Στην περίπτωση έκδοσης ομολόγων διαφορετικής ωρίμανσης γίνεται η υπόθεση ότι θα εκδοθούν τρεις σειρές ομολόγων διάρκειας 5 (Ομόλογο 1), 10 (Ομόλογο 2) & 15 ετών (Ομόλογο 3). Τα ομόλογα αυτά πληρώνουν κουπόνι μία φορά το έτος. Στη λήξη τους θα αποπληρωθεί και το κεφάλαιο.

Στην περίπτωση έκδοσης ομολόγων διαφορετικής διαβάθμισης, γίνεται εδώ η υπόθεση ότι αυτά θα έχουν ίδια ημερομηνία ωρίμανσης που είναι τα 15 χρόνια και ότι θα εκδοθούν τρεις σειρές που, ανάλογα με τον πιστωτικό κίνδυνο που εμπεριέχουν, θα διαβαθμιστούν σε Senior, Mezzanine & Junior.

Τα κουπόνια των ομολόγων διαφοροποιούνται με βάση τη διάρκεια των αντίστοιχων τίτλων, καθώς τα μακροπρόθεσμης διάρκειας εμπεριέχουν μεγαλύτερους κινδύνους (υποθέτουμε αύξουσα καμπύλη επιτοκίων). Η διάθεση όλων των σειρών ανεξαρτήτως διάρκειας διενεργείται, για λόγους απλοποίησης, την ίδια χρονική στιγμή. Επίσης η τιμολόγησή τους στην αγορά είναι στο 100% της ονομαστικής τους αξίας και έτσι οι αποδόσεις όλων των σειρών μέχρι τη λήξη είναι ίση με το κουπόνι τους.

Στις αρχικές στήλες του Πίνακα 1 δίνονται αναλυτικά οι περιγραφές των στοιχείων της κάθε σειράς. Παρουσιάζεται δηλαδή το κουπόνι της κάθε σειράς, η υποθετική ημερομηνία της έκδοσης και λήξης, η διάρκεια τους, η απόδοσή τους στη λήξη, και η συχνότητα πληρωμής. Στις επόμενες στήλες υπολογίζεται ο χρόνος ανάκτησης (duration) της κάθε σειράς σύμφωνα με τα αρχικά στοιχεία του κάθε ομολόγου, υποθέτοντας αρχικά ότι όλες οι σειρές έχουν τον ίδιο συντελεστή στάθμισης. Επίσης μεσοσταθμικά υπολογίζεται ο συνολικός χρόνος ανάκτησης του χαρτοφυλακίου των τριών ομολόγων, καθώς και το ολικό ετήσιο επιτοκιακό κόστος εξυπηρέτησης όλων των σειρών.

Στις στήλες που ακολουθούν και αριθμούνται από 1-15 (Πίνακας 1) υπολογίζεται το ετήσιο χρηματικό

κόστος εξυπηρέτησης του συνολικού χαρτοφυλακίου των ομολόγων που το SPV θα εκδώσει προκειμένου να προβεί στην αγορά των περιουσιακών στοιχείων (NPLs) όλων ή ξεχωριστά της καθεμίας από τις ελληνικές συστημικές τράπεζες. Είναι προφανές ότι στα έτη 5, 10, 15 πλην των ετήσιων κουπονιών ο εκδότης των ομολόγων (εν προκειμένω το SPV) θα είναι υποχρεωμένος να αποπληρώσει και την ονομαστική τους αξία (κεφάλαιο). Για τον λόγο αυτό κατά τα έτη αυτά τα ποσά των αντίστοιχων εκροών (χρηματοροών) εμφανίζονται ιδιαίτερα αυξημένα.

Η τελευταία σειρά κάθε μέρους του Πίνακα 1 περιέχει τα σύνολα της επιμέρους συμμετοχής της κάθε σειράς ομολόγων στο σύνολο του χαρτοφυλακίου (που προ της επίλυσης του προβλήματος και για λόγους απλούστευσης υποθέσαμε ότι είναι ισομερής), τον μεσοσταθμικό χρόνο ανάκτησης του χαρτοφυλακίου και το μεσοσταθμικό επιτοκιακό κόστος. Στις στήλες 1-15 υπολογίζονται ακόμη, σε χρηματικούς όρους, οι ετήσιοι τόκοι ανά σειρά έκδοσης και συνολικά, καθώς επίσης και οι ανά έτος συνολικές εκροές κάθε σειράς αλλά και συνολικά για όλο το χαρτοφυλάκιο των ομολόγων που θα εκδοθούν.

Στον Πίνακα 2 επιτελείται μία προσαρμογή των στοιχείων κόστους του συνολικού χαρτοφυλακίου ομολόγων που θα εκδοθούν στη συνολική αξία του ενεργητικού του SPV η οποία, στο συγκεκριμένο παράδειγμα, γίνεται η υπόθεση ότι είναι €1.000. Το ενεργητικό του SPV αποτελείται από NPLs μίας ή περισσότερων τραπεζών. Στο παράδειγμά μας, προσμετρείται η ονομαστική αξία των NPLs προ προβλέψεων διότι αυτό είναι και το μέγιστο μέγεθος της απαίτησης που θα μεταφερθεί και το μέγιστο που διεκδικεί να εισπράξει το SPV από τα υποκείμενα του κάθε προς μεταφορά δανείου.

Για την προσαρμογή των στοιχείων κόστους των σειρών των ομολόγων, ως δείκτης στάθμισης χρησιμοποιείται το ποσοστό επί της ονομαστικής αξίας με βάση το οποίο το SPV θα εξαγοράσει τα NPLs από τις τράπεζες, εκδίδοντας ισόποσης αξίας ομόλογα. Είναι λοιπόν προφανές ότι, όσο μικρότερη είναι η έκπτωση (discount), ως προς την ονομαστική αξία, της αγοράς του χαρτοφυλακίου των NPLs των τραπεζών από το SPV, τόσο υψηλότερης αξίας ομόλογα θα χρειαστεί το SPV να εκδώσει, τα χρήματα του οποίου θα δαπανηθούν για την εξαγορά των δανείων αυτών. Αντίθετα όσο μεγαλύτερη η έκπτωση (discount) στα NPLs, τόσο μικρότερης αξίας ομόλογα θα εκδοθούν και συνεπακόλουθα τόσο, *ceteris paribus*, μικρότερο θα είναι και το συνολικό κόστος εξυπηρέτησής τους.

Πιο συγκεκριμένα, στην πρώτη σειρά και σε κάθε στήλη από το 1-15 του Πίνακα 2, μεταφέρεται ουσιαστικά

### ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Χαρακτηριστικά των ομολόγων και αποπληρωμές τους

#### Χαρακτηριστικά ομολόγων που θα εκδοθούν για την κάλυψη του κόστους αγοράς χαρτοφυλακίου NPLs

Κουπόνι	Διακανονισμός	Ημ/νία ωρίμανσης	Διάρκεια	Απόδοση	Συχνότητα	Χρόνος ανάκτησης (duration)	Συντελεστές βαρύτητας (Weights)	Μεσοσταθμικός χρόνος ανάκτησης	Μεσοσταθμικό κόστος ομολόγων	Ετήσιο τόκοι ανά €1.000 ομολόγων
Ομόλογο 1	5,00%	1/1/2020	5	5%	1	4,5459505	33,33%	1,52	1,667%	16,67
Ομόλογο 2	7,00%	1/1/2020	10	7%	1	7,5152322	33,33%	2,50	2,333%	23,33
Ομόλογο 3	10,00%	1/1/2020	15	10%	1	8,3666875	33,33%	2,79	3,333%	33,33
							100%	6,81	7,333%	73,33

#### Αποπληρωμές τοκομεριδίου και χρεωλυσιών ανά €1.000 ομολόγων\*

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Ομόλογο 1	16,67	16,67	16,67	16,67	349,97	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ομόλογο 2	23,33	23,33	23,33	23,33	23,33	23,33	23,33	23,33	23,33	356,63	-	-	-	-	-
Ομόλογο 3	33,33	33,33	33,33	33,33	33,33	33,33	33,33	33,33	33,33	33,33	33,33	33,33	33,33	33,33	366,63
	73,33	73,33	73,33	73,33	406,63	56,66	56,66	56,66	56,66	389,96	33,33	33,33	33,33	33,33	366,63

\* Ποσά σε ευρώ.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Πίνακας προσαρμογών στοιχείων κόστους και σύγκρισης αποδόσεων SPV με κόστος ομολόγων**

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Ετήσιες σταθμισμένες αποδόσεις ανά €1.000 ομολόγων (κουπόνι + χρεωλύσιο)	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	40,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	39,0%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	36,7%
% αγοράς χαρτοφυλακίου με εκδοχή ομολόγων ανά €1.000 ονομαστικής αξίας NPLs	51%														
Κόστος εξυπηρέτησης ομολόγων ανά €1.000 ονομαστικής αξίας NPLs	37,4	37,4	37,4	37,4	207,4	28,9	28,9	28,9	28,9	198,9	17,0	17,0	17,0	17,0	187,0
Ελάχιστη ποσοστιαία απόδοση χαρτοφυλακίου NPLs για την εξυπηρέτηση των ομολόγων ανά €1.000 ονομαστικής αξίας NPLs	3,74%	3,74%	3,74%	3,74%	20,74%	2,89%	2,89%	2,89%	2,89%	19,89%	1,70%	1,70%	1,70%	1,70%	18,70%
Μέση ετήσια πραγματική ποσοστιαία απόδοση χαρτοφυλακίου ανά €1.000 ονομαστικής αξίας NPLs	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%	6,60%
Διαφορά μεταξύ ετήσιας πραγματικής απόδοσης χαρτοφυλακίου NPLs και απαιτούμενης απόδοσης ομολόγων ανά €1.000 NPLs	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	-14,1%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	-13,3%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	-12,1%
Σωρευτικό πλεόνασμα αποδόσης	2,9%	5,7%	8,6%	11,4%	-2,7%	1,0%	4,7%	8,4%	12,1%	-1,1%	3,8%	8,7%	13,6%	18,5%	6,4%
Επιτόκιο επανεπένδυσης κερδών	0,5%														

*Σημείωση:* Η μέση ετήσια ποσοστιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου των NPLs, στον Πίνακα 2, εκλαμβάνεται ως διαχρονικά σταθερή θεωρώντας, για λόγους απλότητας, σταθερή και την ετήσια ανάπτυξη της χώρας. Εάν όμως ο ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ αυξηθεί, θα αυξηθεί αντίστοιχα και η απόδοση των NPLs αλλά και το αντίθετο.

το ετήσιο μεσοσταθμικό κόστος των ομολόγων που θα εκδοθούν συνολικά αφού πρώτα μετατραπούν σε ποσοστό επί της ονομαστικής τους αξίας (που στη συγκεκριμένη περίπτωση υποθέσαμε ότι είναι €1.000). Στη δεύτερη σειρά παρουσιάζεται το ποσοστό αγοράς του χαρτοφυλακίου των NPLs επί της ονομαστικής του αξίας (που υποθέσαμε για λόγους απλούστευσης και στα πλαίσια της εργασίας αυτής ότι θα είναι €1.000), ενώ το ποσοστό αυτό υποθέτουμε αρχικά (υπόθεση εργασίας) ότι είναι στο 51%<sup>30</sup>. Το ποσοστό αυτό ουσιαστικά σημαίνει ότι, εφόσον το ποσοστό αγοράς του χαρτοφυλακίου γίνει στο 51% της ονομαστικής αξίας των δανείων που περιέχει (όπως υποθέσαμε παραπάνω), τότε για κάθε €1.000 ονομαστικής αξίας κόκκινων δανείων το SPV θα χρειαστεί να εκδώσει €510 ομόλογα.

Πολλαπλασιάζοντας το ποσοστό του ετήσιου κόστους των ομολόγων –που προηγούμενα υπολογίστηκε επί της ονομαστικής αξίας τους– με το ποσοστό εξαγοράς των NPLs, όπως αυτό αναλύθηκε ανωτέρω, ουσιαστικά μετατρέπουμε το ετήσιο κόστος των ομολόγων σε ποσοστό επί της ονομαστικής αξίας των κόκκινων δανείων που θα εξαγοραστούν και ουσιαστικά επί του συνολικού ενεργητικού του SPV. Οι μετατροπές αυτές λαμβάνουν χώρα στις σειρές του Πίνακα 2 με τις αιτιολογίες «Κόστος εξυπηρέτησης ομολόγων ανά €1.000 ονομαστικής αξίας NPLs» και «Ελάχιστη ποσοστιαία απόδοση χαρτοφυλακίου NPLs για την εξυπηρέτηση των ομολόγων ανά €1.000 ονομαστικής αξίας NPLs».

Στην αμέσως επόμενη σειρά του Πίνακα 2 παρουσιάζεται το ύψος της μέσης ετήσιας πραγματικής απόδοσης του χαρτοφυλακίου των NPLs μετά από φόρους αλλά προ τόκων επί της ονομαστικής τους αξίας. Προείπαμε ότι η ονομαστική αξία των κόκκινων δανείων που θα μεταβιβαστούν αποτελεί το ενεργητικό του SPV. Έτσι η μέση ετήσια απόδοση που θα αποκομίζει το SPV από τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου των NPLs αποτελεί στην ουσία την απόδοση επί του ενεργητικού του (Return on Assets-ROA). Εννοείται ότι γίνεται λόγος για απόδοση μετά από φόρους αλλά και προ τόκων, διότι μέρος της απόδοσης αυτής θα χρησιμοποιηθεί για την αποπληρωμή του κόστους των ομολόγων με τα οποία το SPV επιβαρύνεται. Επίσης εδώ γίνεται λόγος για αποδόσεις αφού από αυτές έχουν πρώτα αφαιρεθεί τα κάθε φύσης έξοδα και δαπάνες τις οποίες υφίσταται το SPV, με κυριότερη από αυτές την προμήθεια την οποία θα χρειαστεί να καταβάλλει στις εταιρείες διαχείρισης των NPLs (προμήθειες διαχείρισης).

Στην πραγματικότητα η απόδοση του χαρτοφυλακίου των NPLs που θα πωληθούν στο SPV είναι άγνωστη. Είναι προφανές ότι δεν θα είναι σταθερή και θα μεταβάλλεται από έτος σε έτος. Γίνεται η εκτίμηση ότι η απόδοση αυτή θα είναι υψηλή στα πρώτα έτη διαχείρισης του χαρτοφυλακίου, αλλά σταδιακά θα μειώνεται. Και αυτό διότι στα πρώτα έτη θα προκύπτουν και έσοδα από την εκποίηση περιουσιακών στοιχείων των δανειοληπτών, συμπληρωματικά των εσόδων που θα προκύπτουν από τις ρυθμίσεις και αποπληρωμές κεφαλαίου και τόκων. Στα κατοπινά έτη, όμως, τα έσοδα των ρυθμίσεων αναμένεται να υπερσιχύσουν. Αυτό βέβαια μπορεί να μην επαληθευθεί στην πράξη, αν η αγορά ακινήτων καθυστερήσει να ανταποκριθεί στην αυξημένη προσφορά περιουσιακών στοιχείων που είναι ενυπόθηκα σε προβληματικά δάνεια. Επίσης, αν το ΑΕΠ της χώρας γνωρίσει αλματώδη αύξηση τα επόμενα χρόνια, είναι πιθανό ότι θα έχουμε μία πιο ισορροπημένη κατανομή της απόδοσης του χαρτοφυλακίου των NPLs καθ' όλη τη διάρκεια διαχείρισης. Προαναφέρθηκε ότι το πώς θα κατανεμηθεί η απόδοση αυτή είναι ο μεγάλος άγνωστος. Πάντως στο παράδειγμά μας θα χρειαστεί να μεταβάλλουμε την απόδοση αυτή, προκειμένου να διερευνήσουμε τον αντίκτυπο που δημιουργεί η ακρίβεια της πρόβλεψης της στο μείγμα του χαρτοφυλακίου των ομολόγων που θα εκδοθούν προκειμένου να αγοραστούν τα προβληματικά δάνεια.

Στην αμέσως επόμενη σειρά του Πίνακα 2 υπολογίζεται η διαφορά της απόδοσης του χαρτοφυλακίου του SPV με την απαιτούμενη απόδοση από το μείγμα ομολόγων που έχει εκδώσει. Είναι προφανές ότι η διαφορά των δύο αποδόσεων είναι επιθυμητό να είναι θετική, διότι στην περίπτωση αυτή το SPV θα ανταποκρίνεται πλήρως στις υποχρεώσεις που βασικά δημιουργούνται από το χαρτοφυλάκιο των ομολόγων του. Είναι επίσης προφανές ότι η διαφορά της απόδοσης εξαρτάται τόσο από την απόδοση των NPLs όσο και από το κόστος των ομολόγων που θα εκδοθούν. Το κόστος αυτό με τη σειρά του εξαρτάται τόσο από τα κουπόνια των επιμέρους εκδόσεων όσο και από το μείγμα τους στο συνολικό χαρτοφυλάκιο ομολόγων. Εκδόσεις με κοντινές διάρκειες λήξης έχουν το πλεονέκτημα του χαμηλότερου κουπονιού αλλά και το μειονέκτημα της σύντομης αποπληρωμής του κεφαλαίου, η οποία απαιτεί είτε υπερβάλλουσες αποδόσεις τα προηγούμενα έτη είτε υπεραποδόσεις των NPLs τα έτη που πρόκειται να συμβεί η τελική αποπληρωμή των ομολόγων.

Σημειωτόν ότι τυχόν περίσσεια απόδοσης θα διατηρείται και θα επανεπενδύεται εκ νέου πιθανότερα σε

30. Το ποσοστό του 51% προτιμήθηκε λόγω του δείκτη κάλυψης των NPLs από συσσωρευμένες προβλέψεις στο σύνολο των τεσσάρων συστημικών τραπεζών της χώρας. Στα μέσα του 2018 ο δείκτης αυτός ήταν στο 49% (Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Νοέμβριος 2018).



προϊόντα της χρηματαγοράς η απόδοση των οποίων, όπως εμφανίζεται στη σχετική σειρά, δεν υπερβαίνει σήμερα το 0,5% («Επιτόκιο επανεπένδυσης κερδών»). Ο παράγοντας αυτός υπεισέρχεται αυξάνοντας την περίσσεια απόδοσης από έτος σε έτος.

– *Συνάρτηση αριστοποίησης*

Αναζητείται εδώ εκείνο το μείγμα ομολόγων με χαρακτηριστικά τα οποία παρουσιάστηκαν στον Πίνακα 2 που θα ελαχιστοποιεί το συνολικό κόστος εξυπηρέτησής τους. Η συνάρτηση είναι ουσιαστικά το άθροισμα των κουπονιών (αλλά και του κεφαλαίου στα έτη ωρίμανσης) κάθε σειράς ομολόγων σταθμισμένο με το υπό αναζήτηση ποσοστό συμμετοχής της σειράς αυτής στο συνολικό τους χαρτοφυλάκιο.

– *Περιορισμοί*

- α) Το άθροισμα των επιμέρους ποσοστών της κάθε σειράς ομολόγων στο συνολικό χαρτοφυλάκιο τους να ισούται με τη μονάδα.
- β) Τα επιμέρους ποσοστά συμμετοχής της κάθε σειράς ομολόγων να είναι θετικοί αριθμοί μικρότεροι ή ίσοι της μονάδας.
- γ) Το ετήσιο σωρευτικό πλεόνασμα απόδοσης από τη διαχείριση των NPLs να είναι τουλάχιστον ίσο με την ετήσια απόδοση που απαιτούν οι κάτοχοι των ομολόγων. Με άλλα λόγια, από τη διαχείριση να καλύπτονται τουλάχιστον οι υποχρεώσεις που πηγάζουν από τους ομολογιακούς τίτλους. Στην απόδοση συμπεριλαμβάνεται και η αποπληρωμή του κεφαλαίου κάθε σειράς ομολόγων στη λήξη της διάρκειάς τους.

**Αποτελέσματα εφόσον το SPV εκδώσει ομόλογα με διαφορετική ωρίμανση (maturity)**

Στους πίνακες που ακολουθούν παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της γραμμικής επίλυσης του προβλήματος. Πιο συγκεκριμένα, στις στήλες 2-4 του Πίνακα 3, παρουσιάζονται τα ποσοστιαία αποτελέσματα από την αναλογούσα συμμετοχή των ομολόγων διαφορετικής ωρίμανσης, με βάση τη μέση ετήσια απόδοση του χαρτοφυλακίου των NPLs.

Αναλυτικότερα:

- α) Όσο η προσδοκώμενη μέση ετήσια απόδοση του χαρτοφυλακίου των NPLs παραμένει υψηλή (π.χ. >13%), και προκειμένου να ελαχιστοποιηθεί το κόστος εξυπηρέτησης του δανεισμού του SPV, επιλέγεται η συμμετοχή μόνον του ομολόγου 1, του Πίνακα 3, με το χαμηλότερο κουπόνι (εν προκειμένω 5,0%). Αυτό μπορεί επίσης να αναγνωστεί και με διαφορετικό τρόπο. Όταν δηλαδή από τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου των NPLs εκτιμάται ότι θα προκύπτουν πολύ υψηλά ετήσια έσοδα και συνολικά ο κίνδυνος αθέτησης και συνεπακόλουθα ζημίας για τους επενδυτές είναι χαμηλός, τότε μπορεί να επιλέγεται η «συνταγή» εκείνη των δανειακών τίτλων (ομολόγων) με το χαμηλότερο δυνατό κίνδυνο. Όσο η απόδοση του χαρτοφυλακίου δανείων (NPLs) μειώνεται, και άρα ο κίνδυνος μη επίτευξης ικανοποιητικών αποδόσεων και ο κίνδυνος αθέτησης αυξάνεται, τόσο η επιλογή ομολόγων υψηλότερης απόδοσης (και κινδύνου) έρχεται στο προσκήνιο. Το μοντέλο επιβεβαιώνει ουσιαστικά τη θετική σχέ-

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3 Αποτελέσματα εφαρμογής μεθόδου αριστοποίησης ομολόγων διαφορετικής ωρίμανσης**

Μέση ετήσια απόδοση SPV	% συμμετοχή			Μεσοσταθμικό επιτόκιο	Μεσοσταθμικός χρόνος ανάκτησης (duration)
	Ομόλογο 1	Ομόλογο 2	Ομόλογο 3		
13%	100%	0%	0%	5,0%	4,55
12%	93%	7%	0%	5,1%	4,76
11%	82%	18%	0%	5,4%	5,09
10%	71%	29%	0%	5,6%	5,41
9%	60%	40%	0%	5,8%	5,74
8%	49%	51%	0%	6,0%	6,07
7%	34%	42%	24%	7,0%	6,72
6,6%	27%	33%	40%	7,7%	7,07
6%	Δεν υπάρχει λύση που να ικανοποιεί όλους τους περιορισμούς				

ση των μεταβλητών κινδύνου και απόδοσης και στο στρατόπεδο των επενδυτών σε τίτλους σταθερού εισοδήματος.

- β)** Προκύπτει επίσης μια αντίρροπη σχέση (trade off) μεταξύ χρόνου και αποδόσεων. Πιο συγκεκριμένα, όσο οι αποδόσεις από τη διαχείριση των NPLs γίνονται μικρότερες και πραγματοποιούνται αργότερα, δηλαδή σε μεταγενέστερο χρόνο, τόσο η συμμετοχή σειρών ομολόγων πιο μακροπρόθεσμης διάρκειας γίνεται αναγκαία. Επίσης, η προσδοκία πραγμάτωσης της κορύφωσης (hit) των αποδόσεων των NPLs μακρύτερα στον χρόνο συνηγορεί στην επιλογή ομολόγων μακροπρόθεσμης διάρκειας. Στην πράξη, αν η μακροοικονομική προσδοκία είναι ότι οι αποδόσεις από τη διαχείριση των NPLs, προϊόντος του χρόνου, θα βελτιώνονται λόγω της αύξησης του ΑΕΠ ή/και μείωσης της ανεργίας και γενικά καλύτερων συνθηκών αγοράς στο μέλλον, τόσο η επιλογή πληρωμής υποχρεώσεων αργότερα στον χρόνο θα προτιμάται.
- γ)** Επενδυτές με προτίμηση σε τίτλους υψηλότερου κινδύνου και μακροπρόθεσμης διάρκειας ευνοούνται από τον αναλογικά συντομότερο χρόνο ανάκτησης του κεφαλαίου των τίτλων τους (στο παράδειγμά μας γίνεται η υπόθεση ότι κουπόνι και απόδοση στη λήξη κάθε σειράς τίτλων είναι ισοδύναμα). Ενώ δηλαδή οι ομολογιούχοι του ομολόγου 1 θα ανακτήσουν το κεφάλαιο που τοποθέτησαν στο SPV σε 4,55<sup>31</sup> έτη, με συνολική διάρκεια του τίτλου τα 5 έτη, οι επενδυτές με τίτλους πιο μακροπρόθεσμης διάρκειας (π.χ. 15 έτη) θα ανακτήσουν το κεφάλαιο που τοποθέτησαν σε 8,37<sup>32</sup> έτη. Το χαρακτηριστικό αυτό προστατεύει και επιδοτεί τους επενδυτές σε τέτοιους είδους ομόλογα απέναντι και σε μεταβολές των επιτοκίων (αυξητικές).
- δ)** Προσδοκώμενες αποδόσεις του SPV μικρότερες του 6,6%, στο υποθετικό επίπεδο των επιτοκίων των κουπονιών των ομολόγων που θα χρηματοδοτήσουν την αγορά των NPLs που παρουσιάζονται στο παράδειγμά μας (Πίνακας 3), δεν επι-

φέρουν λύση στο σύστημα που προτάθηκε ανωτέρω. Πιο συγκεκριμένα, αποδόσεις που είναι μικρότερες από το παραπάνω ελάχιστο ποσοστό (6,6%) δεν είναι ικανές να καλύψουν τις απαιτούμενες πληρωμές υποχρεώσεων που επιβάλλουν τα εκδοθέντα ομόλογα. Εξαιτίας της αβεβαιότητας αναφορικά με τις πραγματικές αποδόσεις που θα έχει η διαχείριση του χαρτοφυλακίου των NPLs, τόσο ποσοτικά όσο και στη διάρκεια των χρόνων, επιβάλλεται η καθιέρωση κάποιου μηχανισμού ανάκτησης ρευστότητας για λογαριασμό του SPV προκειμένου να καλύπτονται πιθανές αρνητικές μεταβολές στη ρευστότητά του. Ένας τέτοιος μηχανισμός θα μπορούσε, για παράδειγμα, να είναι η προσθήκη όρων στις σειρές των ομολόγων που θα μεριμνούν για δυνατότητα αποφυγής για περιορισμένο αριθμό περιπτώσεων κάποιων πληρωμών (κουπονιών ή κεφαλαίου) και πραγμάτωση των πληρωμών αυτών σε μεταγενέστερο χρόνο (βέβαια με κάποιο επιπρόσθετο κόστος)<sup>33</sup>. Αυτό βέβαια δημιουργεί το πρόβλημα αποτίμησης των ομολόγων αυτών στη διαδικασία των αρχικών προσφορών από πλευράς των υποψήφιων επενδυτών. Πιο συγκεκριμένα, τέτοιου είδους επιλογές (options) αφαιρούν αξία με αποτέλεσμα τη μη άντληση των απαιτούμενων κεφαλαίων από πλευράς του SPV και συνεπακόλουθα την αγορά του χαρτοφυλακίου σε χαμηλότερες τιμές, με αποτέλεσμα την ανάγκη συμπλήρωσης, από πλευράς του πιστωτικού ιδρύματος, της διαφοράς (λογιστικής και τιμής πώλησης) από ίδια κεφάλαια (μετοχικά ή καταθέσεων) τους. Λύση αποτελούν και η μέριμνα διακράτησης κάποιων από τους εκδοθέντες τίτλους (ομόλογα) από τους φορείς που θα διαθέσουν τα προβληματικά δάνεια (δηλαδή τις τράπεζες) και η δυνατότητα, για τις σειρές αυτές των τίτλων, να απορροφούν τυχόν αρνητικές αποδόσεις. Το τελευταίο βέβαια δημιουργεί το πρόβλημα του πώς, υπό αυτές τις προϋποθέσεις, θα αποτιμώνται οι διακρατηθέντες τίτλοι όντας περιουσιακά στοιχεία στους ισολογισμούς των τραπεζών και τι προβλέψεις θα δημιουργήσουν καθώς και επιπτώσεις στα ίδια κεφάλαιά τους<sup>34</sup>.

31. Διάρκεια ανάκτησης ομολόγου με κουπόνι και απόδοση στο 5% και διάρκεια ωρίμανσης τα 5 έτη.

32. Διάρκεια ανάκτησης ομολόγου με κουπόνι και απόδοση στο 8% και διάρκεια ωρίμανσης τα 15 έτη.

33. Ενσωματώνοντας την επιλογή αυτή στους περιορισμούς του μοντέλου αριστοποίησης μειώθηκε η ελάχιστη απόδοση του χαρτοφυλακίου των NPL's για την κάλυψη των υποχρεώσεων του από το 6,6% στο 6,3% (η επιλογή ενσωματώθηκε απαλείφοντας, για τα έτη εκείνα που απαιτείται η καταβολή κεφαλαίου για ορισμένες από τις σειρές των ομολόγων, τον περιορισμό που επιβάλλει την ισοδυναμία της σωρευτικής απόδοσης του χαρτοφυλακίου των NPLs με την απαιτούμενη από τα ομόλογα).

34. Αν μια τράπεζα προχωρήσει σε μία τέτοια κίνηση διακράτησης, στο ενεργητικό της, ενός διαβαθμισμένου ομολόγου του SPV που η ίδια έχει δημιουργήσει, η Βασιλεία II (& III) αναφέρει ότι θα πρέπει να διακρατά υψηλότερα εποπτικά κεφάλαια λόγω του συγκεκριμένου αυτού στοιχείου (securitisation exposure).

### Αναλύσεις ευαισθησίας (περίπτωση έκδοσης ομολόγων διαφορετικής ωρίμανσης)

Στο Πίνακα 4 καταδεικνύονται τα περιθώρια επίτευξης βιώσιμης λύσης για τη χρηματοδότηση του SPV στις επιμέρους μεταβολές των κουπονιών της κάθε σειράς ομολόγων.

Σημαντικό είναι να επισημανθεί ότι οι δυνητικές μεταβολές του κάθε κουπονιού αντιμετωπίστηκαν μεμονωμένα, δηλαδή με όλους τους άλλους παράγοντες (άρα και τα κουπόνια των άλλων σειρών) να διατηρούνται στα επίπεδα των αρχικών τους παραδοχών. Επίσης, μελε-

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4** Ανάλυση ευαισθησίας ομολόγων διαφορετικής ωρίμανσης (απόδοση SPV 6,60%)

Κουπόνι	Ομόλογο 1	Ομόλογο 2	Ομόλογο 3
Κεντρική τιμή	5,0%	7,0%	10,0%
Δυνητική αύξηση	1,1%	0,5%	0,3%
Δυνητική μείωση	5,0%	7,0%	10,0%

τήθηκαν μόνον τα σενάρια που προκύπτουν στο επίπεδο του break even της απόδοσης του SPV (ελάχιστη απαιτούμενη για την κάλυψη υποχρεώσεων) και όχι για υψηλότερες αποδόσεις που τα περιθώρια ελιγμών στον καθορισμό των επιτοκίων θα ήταν σαφώς υψηλότερα.

Γίνεται αντιληπτό ότι όλες οι σειρές των ομολόγων επιτρέπουν επίπεδο μείωσης κουπονιού στο 100%<sup>35</sup>. Επίσης οι ανοχές εξεύρεσης βιώσιμης λύσης είναι μεγαλύτερες στα ομόλογα με τα μικρότερα κουπόνια, ενώ, όπως είναι λογικό και αναμενόμενο, μακροπρόθεσμοι τίτλοι δίνουν μικρότερα περιθώρια ανοχής.

Ο Πίνακας 5 παρουσιάζει, σε απλοποιημένη μορφή, την ελάχιστη απαιτούμενη μέση ετήσια απόδοση του SPV προκειμένου να ανταποκρίνεται πλήρως στις υποχρεώσεις του που πηγάζουν από τις εκδόσεις των ομολόγων κάτω από διαφορετικά σενάρια αγοράς του χαρτοφυλακίου των NPLs από τις τράπεζες<sup>36</sup>.

Είναι προφανές από τον Πίνακα 5 ότι, όσο το ποσοστό έκπτωσης του χαρτοφυλακίου των NPLs αυξάνει (μειώνεται), τόσο η ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση που προκύπτει από τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους μειώνεται (αυξάνει). Αυτό σημαίνει ότι, όσο φθινότερα αγοραστούν τα χαρτοφυλάκια (ως ποσοστό επί της ονομαστικής των NPLs), τόσο πιο χαμηλή απόδοση του χαρτοφυλακίου απαιτείται για την κάλυψη των υποχρεώσεων και συνεπακόλουθα τόσο πιο

**ΠΙΝΑΚΑΣ 5** Αποτελέσματα εφαρμογής διαφορετικών ποσοστών αγοράς στην ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου των NPLs

% αγοράς επι της ονομαστικής αξίας NPLs με έκδοση ομολόγων	Ελάχιστη ετήσια απαιτούμενη απόδοση NPLs για την κάλυψη των υποχρεώσεων του SPV που προκύπτουν από τα ομόλογα	% συμμετοχή ομολόγων		
		Ομόλογο 1	Ομόλογο 2	Ομόλογο 3
51%	6,60%	26,63%	33,3578%	40,01%
50%	6,40%	25,35%	31,7567%	42,89%
45%	5,80%	26,16%	32,7648%	41,08%
40%	5,20%	27,17%	34,0250%	38,81%
35%	4,50%	25,87%	32,4048%	41,72%
30%	3,90%	27,17%	34,0250%	38,81%
25%	3,20%	25,35%	31,7567%	42,89%
20%	2,60%	27,17%	34,0250%	38,81%

35. Πρόκειται ουσιαστικά για άντληση χρημάτων χωρίς κόστος για το SPV και κατ' επέκταση με υποχρέωση επιστροφής μόνον του κεφαλαίου. (Δεν υπονοείται εδώ η έκδοση ομολόγων μηδενικού τοκομεριδίου (zero-coupon bonds).)

36. Ισχύει και εδώ η υποσημείωση 30.

ασφαλής θα γίνει η αποπληρωμή κεφαλαίου και τόκων των ομολόγων που θα εκδοθούν (*ceteris paribus*).

Το ποσοστό συμμετοχής του κάθε ομολόγου παραμένει περίπου σταθερό για όλα τα μεγέθη του ποσοστού έκπτωσης της αγοράς των NPLs που μελετήθηκαν. Αυτό διότι με βάση τις υποθέσεις του προβλήματος αναζητείται πάντα το ελάχιστο ποσοστό απόδοσης του χαρτοφυλακίου των NPLs που είναι ικανό να καλύψει τη βιωσιμότητα του SPV.

#### **Αποτελέσματα εφόσον το SPV εκδώσει ομόλογα με διαφορετική διαβάθμιση (seniority)**

Στο ενότητα αυτή μελετώνται οι επιπτώσεις από την περίπτωση έκδοσης, από πλευράς του SPV, ομολόγων διαφορετικού τύπου (διαβάθμισης). Ο τύπος των ομολόγων διαφοροποιείται με βάση την προτεραιότητα στην αποπληρωμή τους σε περίπτωση αδυναμίας πληρωμής.

Τα ομόλογα αυτά διαφοροποιούνται στο κουπόνι καθώς και στον βαθμό απορρόφησης πιθανών ζημιών. Συγκεκριμένα, εξετάζεται η περίπτωση έκδοσης τριών διαφορετικών τύπων ομολόγων δηλαδή, υψηλής διαβάθμισης (Senior bonds), ενδιάμεσης διαβάθμισης (Mezzanine bonds), και κατώτερης διαβάθμισης (Junior bonds). Τα ομόλογα υψηλής διαβάθμισης πληρώνουν το κεφάλαιό τους διαμοιρασμένο ισόποσα στο τέλος κάθε έτους και εξ αυτού του λόγου γίνεται η υπόθεση ότι θα αποτελούν δελεαστικούς επενδυτικούς τίτλους με κουπόνι, π.χ., στο 5,5%. Τα ομόλογα μεσαίας διαβάθμισης φέρουν κουπόνι στο 8%, ενώ αυτά της χαμηλότερης διαβάθμισης στο 11%. Υποθέτουμε επίσης ότι τα ομόλογα της κατώτερης διαβάθμισης δεν ξεπερνούν το 20% της συνολικής αξίας του συνόλου των τίτλων (στο μέγιστο), ενώ δύνανται να απορροφούν και ένα μέρος ζημίας σε περι-

πτωση μη ικανοποιητικής απόδοσης του ενεργητικού του χαρτοφυλακίου του SPV που μπορεί να φθάνει μέχρι το 30% του κεφαλαίου τους. Τα ομόλογα της μεσαίας και της κατώτερης διαβάθμισης πληρώνουν την ονομαστική αξία των τίτλων τους στη λήξη της διάρκειάς τους.

Η διάρκεια όλων των τύπων ομολόγων για λόγους απλοποίησης τίθεται στα 15 έτη και ταυτίζεται χρονικά, *ceteris paribus*, με την εκτιμώμενη διάρκεια ανάκτησης των κεφαλαίων από τα NPLs του SPV.

Στον Πίνακα 6 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα από τη συμμετοχή των διαβαθμισμένων ομολόγων στο SPV.

Με βάση τα αποτελέσματα του Πίνακα 6 προκύπτουν τα κάτωθι συμπεράσματα:

- α) Σε σχέση με το προηγούμενο παράδειγμα των ομολόγων διαφορετικής ωρίμανσης (maturity) η περίπτωση έκδοσης ομολόγων διαφορετικής διαβάθμισης (seniority) απαιτεί μικρότερες αποδόσεις του χαρτοφυλακίου των NPLs, τα οποία το SPV καλείται να διαχειριστεί. Αυτό διότι παρέχεται η δυνατότητα απορρόφησης ζημιών κυρίως από τους τίτλους κατώτερης διαβάθμισης. Το συνολικό μεσοσταθμικό κόστος εξυπηρέτησης είναι επίσης χαμηλότερο.
- β) Όσο μειώνεται η απόδοση που προκύπτει από τη διαχείριση των NPLs, τόσο αυξάνει η συμμετοχή των ομολόγων κατώτερης διαβάθμισης στο συνολικό χαρτοφυλάκιο των εκδοθέντων τίτλων. Μεσοσταθμικό κόστος και χρόνος ανάκτησης κεφαλαίου ακολουθούν αντίθετη πορεία.
- γ) Η πιθανότητα αθέτησης στην αποπληρωμή κεφαλαίου θέτει προβληματισμούς στην απορρόφηση των ομολόγων κατώτερης τάξης από πλευράς των επενδυτών, κυρίως κατά τη διάρκεια

**ΠΙΝΑΚΑΣ 6 Αποτελέσματα διαφορετικής διαβάθμισης ομολόγων**

Μέση ετήσια απόδοση SPV	% συμμετοχή			Μεσοσταθμικό επιτόκιο	Μεσοσταθμικός χρόνος ανάκτησης (duration)
	Ομόλογο Senior	Ομόλογο Mezzanine	Ομόλογο Junior		
6,00%	75,95%	4,05%	20,00%	6,7%	10,01
5,90%	71,25%	8,75%	20,00%	6,8%	9,95
5,82%	67,48%	12,52%	20,00%	6,91%	9,9
5,80%	Δεν υπάρχει λύση που να ικανοποιεί όλους τους περιορισμούς				

*Σημείωση:* Μια μέση ετήσια απόδοση του SPV πάνω από το 6,0% οδηγεί σε % συμμετοχή των Senior και Junior ομολόγων –με ποσοστά συμμετοχής 80% & 20% αντίστοιχα– στην επένδυση, για αυτό και δεν παρουσιάζεται αναλυτικά στον Πίνακα 6.

### ΠΙΝΑΚΑΣ 7 Δυνητικές ζημιές στα Junior ομόλογα και ελάχιστες απαιτούμενες αποδόσεις του χαρτοφυλακίου των NPLs

Junior ομόλογα: ποσοστό δυνητικής ζημίας	Ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση χαρτοφυλακίου NPLs
0%	5,92%
10%	5,88%
20%	5,85%
30%	5,81%
40%	5,78%
50%	5,75%
60%	5,71%

της δημόσιας προσφοράς όσο και στη μετέπειτα τιμολόγησή τους, όταν θα διαπραγματεύονται στις δευτερογενείς αγορές. Η χαμηλότερη (από την ονομαστική) τιμή διάθεσης των τίτλων αυτών (κατά την έκδοσή τους) θα έχει ως αποτέλεσμα τη μη άντληση των απαιτούμενων κεφαλαίων για την αγορά των NPLs και άρα τη διάθεσή τους σε μικρότερες αξίες. Το γεγονός αυτό μπορεί να δημιουργήσει ασφυκτικές συνθήκες στα ίδια κεφάλαια των τραπεζών και ανάγκες νέας κεφαλαιοποίησής τους οποιασδήποτε μορφής (π.χ., εισφορά μετρητών, μειώσεις στοιχείων παθητικού (κυρίως υποχρεώσεων), νέο κύμα συγχωνεύσεων, κλπ.).

- δ) Οι προβληματισμοί αναφορικά με τις πραγματικές αποδόσεις των NPLs, καθώς και η πιθανότητα μη πλήρους κάλυψης των υποχρεώσεων που προκύπτουν από τις εκδόσεις των ομολόγων, γεννούν την ανάγκη κάποιου είδους κάλυψης ή εξασφάλισης την οποία το SPV θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει σε περίπτωση αδυναμίας πληρωμών των τίτλων. Αναφερόμαστε στην παροχή κάποιου είδους εγγύησης, είτε χρήση άλλων χρηματοοικονομικών προϊόντων που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν στις περιπτώσεις οικονομικής δυσπραγίας. Το στοιχείο αυτό θα παρείχε σχετικές διασφαλίσεις στους υποψήφιους επενδυτές για την πλήρη ανάκτηση των επενδεδυμένων κεφαλαίων τους, εκτός του ότι θα διαμόρφωνε και χαμηλότερα επιτοκιακά κόστη στο σύνολο των εκδόσεων.

Τέλος, ο Πίνακας 7 παρουσιάζει αναλυτικά την αντίστροφη σχέση που υπάρχει μεταξύ των απαιτούμενων

ετήσιων αποδόσεων του χαρτοφυλακίου των NPLs, στο SPV και των δυνητικών ζημιών που θα μπορούσε να απορροφήσει η «κατώτερη βαθμίδα» των εκδοθέντων ομολόγων (Junior notes).

## 5. Συμπεράσματα

Σκοπός του συγκεκριμένου άρθρου είναι η παρουσίαση της συμβολής της δημιουργίας ενός οχήματος ειδικού σκοπού (SPV) στην επίτευξη της εξυγίανσης και αναδιάρθρωσης των δανειακών χαρτοφυλακίων των συστημικών τραπεζών. Η δημιουργία του SPV, για την τιτλοποίηση των απαιτήσεων από τραπεζικά δάνεια, εμφανίζει το πλεονέκτημα ότι και η διαχείριση των δανείων υλοποιείται από τον ίδιο φορέα που τα έχει αποκτήσει. Υπό αυτή την έννοια, δεν απαιτείται η ύπαρξη δύο εταιρειών, από τις οποίες η μία θα αποκτή τα NPLs, ενώ η άλλη θα αναλαμβάνει τη διαχείριση αυτών των δανείων, κατά τα ειδικότερα οριζόμενα στον ελληνικό ν. 4354/15, όπως ισχύει σήμερα. Επιτελείται, συνεπώς, με τη σύσταση μίας και μόνης οντότητας (SPV), οικονομία κλίμακος.

Είναι επίσης σημαντικό ότι ένα SPV, ως μηχανισμός διαχείρισης των χαρτοφυλακίων των NPLs, διαφοροποιείται από τη λεγόμενη «κακή τράπεζα» (bad bank), στην οποία μεταφέρονται τα «προβληματικά» στοιχεία του ενεργητικού του πιστωτικού ιδρύματος. Κατ' αρχήν, το SPV έχει συγκεκριμένο και αποκλειστικό σκοπό, στην υπό εξέταση περίπτωση, την τιτλοποίηση των τραπεζικών δανείων, ενώ η «κακή τράπεζα» μπορεί να ασκεί οποιαδήποτε δραστηριότητα η οποία θα συνδέεται με τη διαχείριση της περιουσίας που θα έχει μεταφερθεί σε αυτή. Επιπρόσθετα, το SPV επιλέγεται ως οντότητα η οποία απομακρύνεται από την πιθανότητα πτώχευσής της, ενώ ο κίνδυνος αφερεγγυότητας μιας «κακής τράπεζας» είναι πάντα υψηλός. Οι δύο περιπτώσεις θα πρέπει συνεπώς να διακρίνονται μεταξύ τους, κάτι που όμως δεν συμβαίνει πάντοτε.

Ένα από τα κύρια στοιχεία της προσέγγισής μας είναι η ανάδειξη, μέσω και της βοήθειας ενός παραδείγματος γραμμικού προγραμματισμού (LP), του μηχανισμού μέσω του οποίου ένα τέτοιο όχημα θα παραμένει βιώσιμο για αρκετά χρόνια, ώστε να εκπληρώσει τον βασικό του ρόλο που είναι να βοηθήσει στην ελάφρυνση του τραπεζικού μας συστήματος από τα NPLs, έτσι ώστε τα μεγαλύτερα πιστωτικά ιδρύματα της χώρας να επιτελέσουν τον παραδοσιακό τους ρόλο που είναι η στήριξη, μέσω πιστωτικής επέκτασης, της ελληνικής οικονομίας.

Με βάση τη χρηματοοικονομική μας ανάλυση αναδείχθηκαν κάποιοι κρίσιμοι παράγοντες που είναι σημαντικοί για την επίτευξη του στόχου της διαχρονικής βιωσιμότητας του SPV. Συγκεκριμένα, οι προσδοκώμενες

αποδόσεις του χαρτοφυλακίου των NPLs αναδεικνύεται ότι επηρεάζουν τη συμμετοχή και την επιλογή των ομολόγων. Πιο αναλυτικά, όσο οι προσδοκώμενες αποδόσεις του χαρτοφυλακίου των NPLs αυξάνουν, τόσο οδηγούμαστε στην επιλογή ομολόγων βραχυχρόνιας διάρκειας και υψηλής διαβάθμισης (Senior). Σε αντίθετη περίπτωση φαίνεται να επικρατούν πιο μακροπρόθεσμοι τίτλοι με μεγαλύτερη συμμετοχή των χαμηλότερης διαβάθμισης ομολόγων (Mezzanine & Junior).

Επιπλέον η αρχική τιμή αγοράς των χαρτοφυλακίων των NPLs θα παίξει σημαντικό ρόλο τόσο για τη βιωσιμότητά του SPV όσο και για την περαιτέρω θετική πορεία της μεταβιβάζουσας τράπεζας. Πιο αναλυτικά, όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή πώλησης των NPLs από τις τράπεζες (όσο μικρότερη δηλαδή είναι η έκπτωση στην πώληση των NPLs), τόσο μικρότερη αναδεικνύεται η πιθανότητα μακροχρόνιας επιβίωσης των SPVs λόγω της ανάγκης έκδοσης υψηλότερης αξίας ομολόγων και κατά κανόνα πληρωμής υψηλότερων εκροών για την εξυπηρέτησή τους. Η πώληση όμως των NPLs σε υψηλή τιμή (και άρα με μικρή έκπτωση) θα απομακρύνει τους όποιους φόβους μιας νέας κεφαλαιοποίησης των τραπεζών. Στην αντίθετη περίπτωση, μιας χαμηλής τιμής πώλησης των χαρτοφυλακίων των NPLs, δηλαδή μιας μεγάλης έκπτωσης από την πλευρά των τραπεζών, οι επιπτώσεις βιωσιμότητας, τόσο για τις τράπεζες όσο και για τα SPVs, θα κινηθούν επίσης προς αντίθετες κατευθύνσεις. Συγκεκριμένα, με θετικές προοπτικές μακροχρόνιας επιβίωσης του SPV αλλά με υψηλές πιθανότητες νέας κεφαλαιοποίησης του τραπεζικού συστήματος. Ως εκ τούτου η αντίρροπη αυτή σχέση (trade off) θα λυθεί στο σημείο εκείνο που τα δύο μέρη –τράπεζες και SPVs– θα συμφωνήσουν ότι δεν προκαλείται ζήτημα βιωσιμότητας εκατέρωθεν.

Υπάρχει βέβαια και ένας επιπλέον παράγοντας ο οποίος μπορεί να βοηθήσει στην εξέλιξη του όλου εγχειρήματος: η μακροοικονομική πορεία της χώρας όπως αυτή εκφράζεται από την αύξηση του ΑΕΠ αλλά και της απασχόλησης. Το στοιχείο αυτό επισημαίνεται, διότι εκτιμάται ότι μια καλή πορεία της οικονομίας θα επηρεάσει σημαντικά προς θετική κατεύθυνση την απόδοση των στοιχείων του χαρτοφυλακίου του SPV, γεγονός που θα διευκολύνει περαιτέρω τη βιωσιμότητα του οχήματος.

Τέλος, η πολιτεία θα πρέπει να προχωρήσει και σε άλλες απαραίτητες ενέργειες που περιλαμβάνουν τη βελτίωση του θεσμικού πλαισίου αφερεγγυότητας<sup>37</sup>, αλλά και την παροχή κινήτρων (βλέπε, π.χ., το

θέμα του αναβαλλόμενου φόρου όπως αυτό έχει ήδη προταθεί), τα οποία θα στηρίξουν την επιλογή του όλου εγχειρήματος ως προκρινόμενη λύση. Θα μπορούσαν, επιπλέον, να προβλεφθούν και μέτρα που θα κατέληγαν στην παροχή εγγυήσεων ή άλλων εξασφαλίσεων, σε σχέση με κάποια τμήματα (notes) των διαβαθμισμένων ομολόγων του SPV. Με αυτόν τον τρόπο, θα διευκολυνόταν περαιτέρω η επίτευξη του στόχου της «απαλλαγής» των συστημικών τραπεζών από το «δανειακό βάρος» των NPLs, ενώ, ταυτόχρονα, σε σημαντικό βαθμό, αποτρέπεται η επέλευση του κινδύνου για μια νέα κεφαλαιοποίησή τους.

## Βιβλιογραφία

### Ελληνική

Βενιέρης, Ι. (2005), "Τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα της διεθνούς πρακτικής", *Μελέτες Εμπορικού και Ναυτικού Δικαίου*, Τεύχος 33, Εκδ. Σάκκουλα, Α., Αθήνα.

Κουλορίδας, Α. (2017), "Η τιτλοποίηση απαιτήσεων ως μηχανισμός διαχείρισης και αναχρηματοδότησης επιχειρηματικών και στεγαστικών δανείων", *ΔΕΕ* 2017, 1018 επ.

Λέκκας, Γ. (2005), "Εμπράγματη εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου και τιτλοποίηση απαιτήσεων", *Πραγματικές Αστικού Δικαίου*, Τεύχος 2, Εκδ. Σάκκουλα, Α., Αθήνα.

Μαρούλης, Δ. (2004), "Τιτλοποίηση τραπεζικών απαιτήσεων: Νέες μορφές χρηματοδότησης και διαχείρισης κινδύνων", *Οικονομικό Δελτίο*, Alpha Bank.

Μούζουλας Σ., Παναγόπουλος, Γ. & Πελετίδης, Ι. (2018), "Η σημασία και οι επιπτώσεις του χρόνου και του κόστους (μη-) είσπραξης απαιτήσεων από μη εξυπηρετούμενα τραπεζικά δάνεια", *Οικονομικές Εξελίξεις*, Τεύχος Νο. 36.

Μούζουλας Σ., Παναγόπουλος, Γ. & Πελετίδης, Ι. (2017), «Η απόκτηση και διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων τραπεζικών δανείων από επενδυτικά κεφάλαια και εταιρίες στην Ελλάδα», *Οικονομικές Εξελίξεις*, Τεύχος Νο. 32.

Παντελίας, Σ. (2018), "Πρόταση συστημικής διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων", *Επισκόπηση του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος*, Τράπεζα της Ελλάδος, Νοέμβριος.

Στουρνάρας, Ι. (2018), Ομιλία Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος στο Συνέδριο: «Southeast Europe-Germany business & investment summit-reassessing Europe's priorities», Δεκέμβριος.

Τράπεζα της Ελλάδος (2018), *Επισκόπηση του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος*, Νοέμβριος.

### Ξενόγλωσση

Basel Committee on Banking Supervision (2017), "Basel III: finalizing post-crisis reforms", Basel: Bank for International Settlements, December.

37. Θέματα που σχετίζονται με την ενθάρρυνση των εξωδικαστικών διευθετήσεων, αλλά και θέματα που συνδέονται με τις προβλέψεις απομείωσης των NPLs (provisioning) αλλά και τις διαγραφές τους (write offs), ώστε να επιταχυνθεί το ζήτημα της εξυγίανσης και αναδιάρθρωσης των δανειακών χαρτοφυλακίων των συστημικών τραπεζών.

- Basel Committee on Banking Supervision (2016), "Basel III document: revisions to the securitization framework", Basel: Bank for International Settlements, July.
- Basel Committee on Banking Supervision (2011), "Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems", Basel: Bank for International Settlements, June.
- Basel Committee on Banking Supervision (2009), "Report on Special Purpose Entities", Basel: Bank for International Settlements, September.
- Bolton, P., Freixas, X. & Shapiro, J. (2012), "The Credit Ratings Game", *Journal of Finance*, pp. 85-111.
- Bonner, C., Streitz, D. & Wedow, M. (2016), "On the differential impact of securitization on bank lending during the financial crisis", De Nederlandsche Bank, *Working Paper*, No. 501.
- Boyd, S. & Vandenberghe, L. (2004), *Convex Optimization*, Cambridge University Press.
- Buchanan, B. (2016), "Securitization: A financing vehicle for all seasons?", Bank of Finland Research, *Discussion Paper*, No. 31.
- Burns, T. (2012), "The shadow banking system as a new source of financial turmoil", στο Alexander, K. & Dhumale, R. (eds.), *Research Handbook on the International Financial Regulation*, Edward Elgar (EE), Cheltenham, UK.
- Cardone-Riportella, C., Samaniego-Medina, R. & Trujillo-Ponce, A. (2010), "What drives a bank securitization? The Spanish experience", *Journal of Banking & Finance*, pp. 2639-51.
- Casu, B., Clare, A. Sarkisyan, A. & Thomas, S. (2013), "Securitization and bank performance", *Journal of Money, Credit and Banking*, pp. 1617-1658.
- Deacon, J. (2004), *Global Securitisation and CDOs*, Chichester, John Wiley & Sons Ltd.
- Diamond, D.W. & Dybvig, H.P. (1983), "Bank runs, deposit insurance, and liquidity", *Journal of Political Economy*, pp. 401-419.
- Feng, M., Gramlich, J. & Gupta, S. (2009), "Special purpose vehicles: Empirical evidence on determinants and earning management", *The Accounting Review*, pp. 1833-1876.
- Gambacorta, L. & P. Mistrulli (2004), "Does bank capital affect lending behavior?", *Journal of Financial Intermediation*, pp. 436-457.
- Godfrey, B., Killeen, N. & Moloney, K. (2015), "Data gaps and shadow banking: profiling special purpose vehicles' activities in Ireland", *Central Bank Quarterly Bulletin* Q3, pp. 48-60.
- Gorton, G. & Metrick, A. (2012), "Securitized banking and the run on repo", *Journal of Financial Economics*, pp. 425-51.
- Gorton, G. & Metrick, A. (2010), "Regulating the shadow banking system", *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 260-312.
- Gorton, G. & Souleles, N. (2007), "Special purpose vehicles and securitization", στο Stulz, R. & Carey, M. (eds.), *The Risks of Financial Institutions*, University of Chicago Press, Chicago, IL.
- He, D. (2004), "The role of KAMCO in resolving nonperforming loans in the Republic of Korea", *IMF Working Papers*, No. 172.
- Jassaud, N. & Kang, K. (2015), "A strategy for developing a market for nonperforming loans in Italy", *IMF Working Papers*, No. 24.
- Pearce II, J. & Lipin, I. (2014), "Special purpose vehicles in bankruptcy litigation", *Hofstra Law Review*, pp. 1-58.
- Petersen, M.A. & Rajan, R. G. (2002), "Does distance still matter? The information revolution in small business lending", *Journal of Finance*, pp. 2533-2570.
- Quiquerez, A. (2018), *Droit et techniques internationales de la titrisation*, Larcier (éd.), Bruxelles.
- Schäfer, D. & Zimmermann, K. (2009), "Bad bank(s) and the recapitalization of the banking sector", *Intereconomics*, pp. 215-225.
- Sekfali, Z. (2018), *Droit des financements d'entreprise*, RB (2e éd.), Paris.

## Πρόσφατες Μελέτες και Εκθέσεις που έχουν εκδοθεί από το ΚΕΠΕ

### ΜΕΛΕΤΕΣ

- No 78 S. Papaioannou, Th. Tsekeris and Ch. Tassis, *Regional and sectoral efficiency of the Greek economy: Measurement and determinants*. Athens, 2017.
- No 77 I. Reziti, *Non-linear adjustment in the Greek milk market*. Athens, 2016.
- No 76 I. Κωνσταντακοπούλου, *Ανάλυση του ελληνικού εξωτερικού εμπορίου: Κλαδική ανάλυση, συγκριτικά πλεονεκτήματα, εξαγωγές και οικονομική ανάπτυξη, 2000-2014*. Αθήνα, 2015.
- No 75 Τζ. Καβουνίδη, Ι. Χολέζα, *Οι διαδρομές των νέων μεταναστευτικής προέλευσης στην εκπαίδευση και την αγορά εργασίας*. Αθήνα, 2013.
- No 74 Σ. Παπαϊωάννου, *Οικονομική μεγέθυνση στην Ελλάδα: Τάσεις και μεσοπρόθεσμες προοπτικές*. Αθήνα, 2013.
- No 73 E. A. Kaditi, *Analysis of the Greek food supply chain*. Athens, 2012.
- No 72 Θ. Π. Λιανού, Τ. Καβουνίδη, *Μεταναστευτικά ρεύματα στην Ελλάδα κατά τον 20ό αιώνα*. Αθήνα, 2012.
- No 71 A. Koutroulis, *Finance and economic growth: The case of Greece 1960-2005*. Athens, 2011.
- No 70 Th. Tsekeris, *Travel consumption and market competition in Greece*. Athens, 2010.
- No 69 Ι. Ρεζίτη, *Η διαδικασία μετακύλισης τιμής στον ελληνικό αγροδιατροφικό τομέα: Η περίπτωση των οπωροκηπευτικών*. Αθήνα, 2010.
- No 68 Κ. Αθανασούλη, *Η επαγγελματική μετάβαση των πτυχιούχων των Φιλοσοφικών Σχολών*. Αθήνα, 2010.
- No 67 Κ. Ευστρατόγλου, *Αξιολόγηση της επαγγελματικής κατάρτισης ανέργων στην Ελλάδα*. Αθήνα, 2009.
- No 66 Ρ. Ι. Κ. Prodromidis, *The spatial distribution of male and female employment and unemployment in Greece*. Athens, 2008.
- No 65 Γ. Παναγόπουλου, *Βασιλεία II: Περιγραφή και Συνέπειες για το Τραπεζικό Σύστημα*. Αθήνα, 2008.
- No 64 Μ. G. Arghyrou, *The effects of the accession of Greece to the EMU: Initial estimates and future prospects*. Athens, 2006.
- No 63 Ρ. Ι. Κ. Prodromidis, *A regional analysis of declared incomes in Greece*. Athens, 2006.
- No 62 Σ. Σπαθή, *Σύγκριση των αεροπορικών και ακτοπλοϊκών μεταφορών στις γραμμές εσωτερικού. Οικονομική εκτίμηση της ζήτησης*. Αθήνα, 2005.
- No 61 Κ. Ν. Κανελλόπουλου σε συνεργασία Π. Παπακωνσταντίνου, *Οικονομικές διαστάσεις της κατάρτισης ενηλίκων*. Αθήνα, 2005.
- No 60 Θ. Τερροβίτη, *Παραγωγή και χρήση των τεχνολογιών της πληροφορίας και των επικοινωνιών στην Ελλάδα: Σημασία και επιπτώσεις*. Αθήνα, 2005.
- No 59 Αν. Λαμπροπούλου, *Η ελληνική γεωργία στο διεθνές ανταγωνιστικό περιβάλλον*. Αθήνα, 2005.
- No 58 Μ. Panopoulou, *Technological change and corporate strategy in the Greek banking industry*. Athens, 2005.
- No 57 Σ. Χανδρινού, σε συνεργασία Κ. Αλτίνογλου και Α. Πεπέ, *Εξέλιξη των ΜΜΕ στη χώρα μας: Εκτίμηση και σύγκριση της αποδοτικότητας και ευελιξίας των ΜΜΕ και των μεγάλων μεταποιητικών παραγωγικών μονάδων*. Αθήνα, 2005.



## ΕΚΘΕΣΕΙΣ

- No 80 *Ελληνική μεταποίηση: Εξελίξεις, προοπτικές και προκλήσεις πολιτικής*, των Α. Κουτρούλη (συντονιστή), Ε. Αθανασίου, Ν.Κ. Κανελλόπουλου, Α. Κώτση και Ι. Χολέζα. Αθήνα, 2018.
- No 79 *Εξελίξεις και προοπτικές της ναυπηγικής βιομηχανίας*, των Ε. Αθανασίου και Α. Κουτρούλη. Αθήνα, 2018.
- No 78 *Αξιολόγηση επιλεγμένων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που αφορούν στον ανταγωνισμό και οι επιπτώσεις τους σε βασικά οικονομικά μεγέθη*, των Ρ. Καραγιάννη, Α. Κώτση (συντονιστριών), Ε. Αθανασίου, Ε.Ι. Νίτση, Ι. Χολέζα. Αθήνα, 2017.
- No 77 *Ο πολιτισμικός και ο θρησκευτικός τουρισμός ως συνιστώσες του εθνικού τουριστικού προϊόντος*, των Ν. Βαγιονή και Σ. Σκούλτσου. Αθήνα, 2016.
- No 76 *The emigration of Greeks and diaspora engagement policies for economic development*, by J. Cavounidis. Athens, 2016.
- No 75 *General Government Spending Review, 2013-2016: An analysis framework for Future Spending Reviews in Greece*, by Y. Monogios, E. I. Nitsi (coordinators), J. N. Anastassakou, I. Cholezas, N. C. Kanellopoulos, R. Karagiannis, I. Konstantakopoulou, V. Lychnaras and Th. Tsekeris. Athens, 2016.
- No 74 *Εμπορευματικές μεταφορές και ανάπτυξη διεθνών εφοδιαστικών κόμβων στην Ελλάδα*, του Θ. Τσέκερη. Αθήνα, 2016.
- No 73 *Αποτίμηση της απελευθέρωσης σε είκοσι επιλεγμένα επαγγέλματα*, των Α. Κώτση (συντονίστριας), Ε. Αθανασίου, Ν.Κ. Κανελλόπουλου, Ρ. Καραγιάννη και Ι. Κατσελίδη. Αθήνα, 2016.
- No 72 *Προτάσεις για την ανάπτυξη του πολιτιστικού τουρισμού στην Ελλάδα*, του Β. Καφούρου. Αθήνα, 2015.
- No 71 *Βαθμός απελευθέρωσης των επαγγελμάτων και αναμενόμενες επιπτώσεις*, των Α. Κώτση (συντονίστριας), Ε. Αθανασίου, Ν.Κ. Κανελλόπουλου, Ρ. Καραγιάννη, Σ. Παπαϊωάννου και Ι. Κατσελίδη. Αθήνα, 2015.
- No 70 *The economies of the Western Balkans: Transition, growth and prospects for EU Accession*, by R. Panagiotou. Athens, 2012.
- No 69 *Η εξίσωση των ορίων συνταξιοδότησης των γυναικών προς τα αντίστοιχα των ανδρών: Σημασία και επιπτώσεις*, των Λ. Αθανασίου, Φ. Ζερβού, Α. Κώτση. Αθήνα, 2012.
- No 68 *Αεροπορικές μεταφορές και αεροδρόμια στην Ελλάδα: Σύγχρονες εξελίξεις, οικονομική σημασία και αποδοτικότητα*, των Θ. Τσέκερη και Κ. Βογιατζόγλου. Αθήνα, 2011.
- No 67 *Συνθήκες αγοράς και ανταγωνισμός στην ελληνική οικονομία*, Μελετητικής Ομάδας ΚΕΠΕ, επιμέλεια Κ. Κανελλόπουλος. Αθήνα, 2011.
- No 66 *Ξενοδοχεία πολυτελείας στην Ελλάδα: Δυναμική και αναπτυξιακές δυνατότητες*, των Ν. Βαγιονή, Ε. Κασιμάτη, Β. Καφούρου. Αθήνα, 2011.
- No 65 *Αγορά εργασίας: Εξελίξεις και αρχές πολιτικής*, των Κ.Ν. Κανελλόπουλου, Κ. Αθανασούλη, Κ. Ευστρατόγλου, Γ. Παναγόπουλου, Π. Παπακωνσταντίνου, Π.Κ. Προδρομίδη. Αθήνα, 2010.
- No 64 *Μισθός, συντάξιμος χρόνος και συνθήκες εργασίας δημόσιου και ιδιωτικού τομέα*, των Κ.Ν. Κανελλόπουλου και Φ. Ζερβού. Αθήνα, 2010.
- No 63 *Μεταφορές και Οικονομία: Συμβολή, τάσεις και προοπτικές στην Ελλάδα με έμφαση στις χερσαίες μεταφορές*, των Θ. Τσέκερη και Αικ. Τσούμα. Αθήνα, 2010.
- No 62 *Η Ελληνική Εμπορική Ναυτιλία*, των Σ. Σπαθή, Σ. Καραγιάννη, Ν. Γεωργικόπουλου. Αθήνα, 2010.
- No 61 *Το κοινωνικό κεφάλαιο στην Ελλάδα*, του Η. Πούπου. Αθήνα, 2010.
- No 60 *Ο αγροτικός τομέας στην Ελλάδα*, των Ε. Καδίτη και Ε. Νίτση. Αθήνα, 2010.
- No 59 *Size, profile and labour market analysis of immigration in Greece*, by K. Kanellopoulos, M. Gregou and A. Petralias. Athens, 2009.

- No 58 *Η εξέλιξη και προβληματισμός για την βιωσιμότητα του συνταξιοδοτικού συστήματος*, της Φ. Ζερβού. Αθήνα, 2009.
- No 57 *Οικονομική και δημογραφική βιωσιμότητα του κοινωνικοασφαλιστικού συστήματος*, των Λ. Αθανασίου, Φ. Ζερβού και Α. Κώτση. Αθήνα, 2009.
- No 56 *Πολυμερείς εμπορικές διαπραγματεύσεις: Εμπόριο υπηρεσιών*, του Β. Νότη. Αθήνα, 2008.
- No 55 *FYROM's transition: From Yugoslavia to the European Union?*, by R. Panagiotou. Athens, 2008.
- No 54 *Αναπτυξιακή διαδικασία και μακροχρονιότερες εξελίξεις στην οικονομική συμπεριφορά και στις οικονομικές συνθήκες*, του Λ. Αθανασίου. Αθήνα, 2007.
- No 53 *Τουριστική ανάπτυξη στην Ελλάδα και τη Μεσόγειο: Μια συγκριτική ανάλυση*, των Ν. Βαγιονή και Β. Καφούρου. Αθήνα, 2007.
- No 52 *Χρηματοδότηση και ασφάλιση εξαγωγικών πιστώσεων*, του Κλ. Β. Ευστρατόγλου. Αθήνα, 2007.
- No 51 *Ο ενεργειακός τομέας στην Ελλάδα: Τάσεις και προοπτικές*, του Νικηφ. Μανωλά. Αθήνα, 2007.
- No 50 *Ελάχιστο εγγυημένο εισόδημα στην ΕΕ-15 και δυνατότητες εφαρμογής του στην Ελλάδα*, των Αθ. Θ. Μπαλφούσια και Κ. Ν. Κωτσή. Αθήνα, 2007.
- No 49 *Αγροτικό εμπόριο Ελλάδας-Βαλκανικών χωρών: Συγκριτικό πλεονέκτημα και ανταγωνιστικότητα*, του Π. Παρασκευαΐδη. Αθήνα, 2006.
- No 48 *Η επαγγελματική εκπαίδευση στην Ελλάδα: Εξελίξεις και προοπτικές*, του Κ. Κάρμα. Αθήνα, 2006.
- No 47 *Μέθοδοι και στρατηγικές αναδιάρθρωσης και ιδιωτικοποίησης του σιδηροδρόμου και των λιμένων Πειραιώς και Θεσσαλονίκης*, του Δ. Θ. Αθανασακόπουλου. Αθήνα, 2006.
- No 46 *Η ελληνική γεωργία ενώπιον των νέων συνθηκών και θεσμικού πλαισίου*, της Κ. Παχάκη, σε συνεργασία Π. Τονικίδου. Αθήνα, 2006.
- No 45 *Europe and the international economic environment in 2005: Recent developments and outlook*, by S. Savva-Balfoussia, E. Athanassiou, S. Karagiannis and A. Tsouma. Athens, 2006.
- No 44 *Ο συστημικός μετασχηματισμός των βαλκανικών χωρών και οι εξελίξεις στις οικονομικές ανταλλαγές με την Ελλάδα*, των Ν. Βαγιονή, Β. Καφούρου και Ε. Παναγιώτου. Αθήνα, 2005.
- No 43 *Εξελίξεις στην αγορά κατοικιών*, της Στ. Χειμωνίτη-Τερροβίτη. Αθήνα, 2005.

# Οικονομικές εξελίξεις

