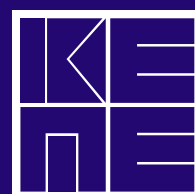


# ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ



- Τρέχουσες (μακρο-)οικονομικές εξελίξεις
- Δημοσιονομικές εξελίξεις
- Ανθρώπινοι πόροι και κοινωνικές πολιτικές
- Μεταρρυθμίσεις-Ανάπτυξη
- Ειδικά Θέματα



# Οικονομικές

## εξελίξεις

### Εκδότης:

ΚΕΝΤΡΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΥ  
ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ

### Υπεύθυνος Σύνταξης:

Παναγιώτης Γ. Λιαργκόβας

### Αναπληρωτής Υπεύθυνος Σύνταξης:

Νικόλαος Ροδουσάκης

### Μέλη της Επιτροπής Σύνταξης:

Κωνσταντίνος Λοΐζος  
Βλάσης Μισσός  
Φωτεινή Οικονόμου

### Γλωσσική και Τυπογραφική

#### Επιμέλεια:

Ελένη Σουλτανάκη

### Τμήμα Εκδόσεων

#### Πληροφορίες:

Βούλα Δαφνιά  
Τηλ.: 210 3676360

### Παραγωγή:

[ βιβλιοτεχνία ]

Παππάς Φώτιος και ΣΙΑ Ο.Ε.

Copyright 2024

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>Σύνοψη και Συμπεράσματα</b>	<b>3</b>
<b>1. Τρέχουσες (μακρο-)οικονομικές εξελίξεις</b>	<b>6</b>
<b>1.1. Η εξέλιξη των συνιστωσών της ζήτησης στο πρώτο εννεάμηνο του 2023,</b> <i>Γιάννης Παναγόπουλος, Κωνσταντίνος Λοΐζος</i>	<b>6</b>
<b>1.2. Τρόφιμα, Ξενοδοχεία-Καφέ-Εστιατόρια και Υγεία διαμορφώνουν τον πληθωρισμό του Ιανουαρίου 2024, παρά την υποχώρηση των τιμών σε ηλεκτρισμό και φυσικό αέριο,</b> <i>Αιμιλία Μαρσέλλου</i>	<b>16</b>
<b>1.3. Οι προβλέψεις του υποδείγματος παραγόντων για τις βραχυπρόθεσμες εξελίξεις στο ΑΕΠ,</b> <i>Μονάδα Οικονομικών Προβλέψεων Υποδείγματος Παραγόντων Έρση Αθανασίου, Αριστοτέλης Κουτρούλης, Αιμιλία Μαρσέλλου, Θεόδωρος Τσέκερης</i>	<b>21</b>
<b>1.4. Επιστροφή στην επενδυτική βαθμίδα και υψηλές αποδόσεις για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά το 2023,</b> <i>Φωτεινή Οικονόμου</i>	<b>24</b>
<b>1.5. Πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας: Επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομικής ανάκαμψης εν μέσω υψηλής γεωπολιτικής αβεβαιότητας,</b> <i>Αριστοτέλης Κουτρούλης</i>	<b>30</b>
<b>2. Δημοσιονομικές εξελίξεις</b>	<b>37</b>
<b>Κρατικός Προϋπολογισμός, δημόσιο χρέος και προοπτικές των δημοσιονομικών μεγεθών,</b> <i>Ελισάβετ Ι. Νίτση</i>	<b>37</b>
<b>3. Ανθρώπινοι πόροι και κοινωνικές πολιτικές</b>	<b>46</b>
<b>3.1. Πρόσφατες εξελίξεις σε βασικά μεγέθη της αγοράς εργασίας,</b> <i>Ιωάννης Χολέζας</i>	<b>46</b>
<b>3.2. Δαπάνες κοινωνικής προστασίας: Συγκριτικά δεδομένα 2008-2021,</b> <i>Βλάσης Μισσός</i>	<b>52</b>

<b>4. Μεταρρυθμίσεις-Ανάπτυξη</b>	<b>54</b>
<b>4.1. Εξελίξεις στην ψηφιακή μετάβαση της ελληνικής οικονομίας ,</b> <i>Αθανάσιος Χύμης</i>	<b>54</b>
<b>Ειδικά Θέματα</b>	<b>58</b>
<b>Από τη Βασιλεία I έως τη Βασιλεία III στο τραπεζικό σύστημα:</b> <b>Μια συνοπτική θεωρητική παρουσίαση,</b> <i>Γιάννης Παναγόπουλος</i>	<b>58</b>

# Σύνοψη και Συμπεράσματα

## Η παγκόσμια οικονομία επιβραδύνεται λόγω αυξημένων κινδύνων

Το έτος 2023 κατέγραψε έναν ρυθμό αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ που ήταν ελαφρώς χαμηλότερος από εκείνον του 2022 (βλ. ενότητα 1.5). Παρά τις αρχικές εκτιμήσεις για περαιτέρω επιβράδυνση, η παγκόσμια οικονομία έδειξε μια εντυπωσιακή ανθεκτικότητα απέναντι σε αρνητικές νομισματικές και χρηματοοικονομικές συνθήκες, την αυξημένη γεωπολιτική αβεβαιότητα, και τα έντονα καιρικά φαινόμενα. Αυτό οφείλεται στις ιδιαίτερα θετικές επιδόσεις που παρουσίασαν οι οικονομίες των ΗΠΑ, της Ιαπωνίας και πολλών αναπτυσσόμενων χωρών κατά το πρώτο εξάμηνο του προηγούμενου έτους. Ωστόσο, οι προβολές για το 2024 δεν είναι τόσο θετικές, καθώς η πλειονότητα των διεθνών οργανισμών συμφωνεί πως ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ θα υποχωρήσει για τρίτη συνεχόμενη χρονιά. Αντιθέτως, αναμένεται μια σταδιακή επιτάχυνση της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης το 2025. Η πρόβλεψη για το 2024 αντικατοπτρίζει διάφορες αρνητικές επιπτώσεις, όπως η συσταλτική νομισματική πολιτική, οι αντίξοες χρηματοπιστωτικές συνθήκες, η αργή εξέλιξη του διεθνούς εμπορίου και οι χαμηλές επενδύσεις στην παραγωγή. Περαιτέρω, αντανάκλα την αυξημένη ανησυχία και αβεβαιότητα μεταξύ επιχειρήσεων και νοικοκυριών λόγω των κινδύνων που απειλούν την ομαλή οικονομική λειτουργία παγκοσμίως. Εκθέσεις διεθνών οργανισμών αναφέρουν αρνητικές προοπτικές λόγω διαφόρων κινδύνων όπως η επέκταση συγκρούσεων, ο υψηλός πληθωρισμός, οι αυξημένες πιέσεις στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, οι μειωμένες προβλέψεις για το ΑΕΠ της Κίνας, τα προστατευτικά μέτρα που επηρεάζουν το διεθνές εμπόριο, και η επανάληψη ακραίων καιρικών φαινομένων. Παρά τις προκλήσεις, το μέλλον παραμένει αβέβαιο και η παγκόσμια οικονομία έδειξε έντονη ανθεκτικότητα το 2023. Είναι δυνατόν να συμβούν θετικές ανατροπές, όπως η γρήγορη μείωση του πληθωρισμού ή η ενίσχυση της κινεζικής οικονομίας, που θα βελτιώσουν την οικονομική εικόνα πέρα από τις προσδοκίες. Όμως, η τρέχουσα οικονομική κατάσταση δεν επιτρέπει την ασφαλή πρόβλεψη των μελλοντικών εξελίξεων.

## Ωστόσο, η ελληνική οικονομία παραμένει σε τροχιά μεγέθυνσης

Βάσει των πρόσφατων προβλέψεών μας (βλ. ενότητα 1.3), ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγμα-

τικού ΑΕΠ στην Ελλάδα θα φτάσει το 2,2% το 2023. Αυτός ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να διατηρηθεί και για το 2024, υποδεικνύοντας μια συνεχή ανοδική τάση και έναν σταθερό ρυθμό ανάπτυξης για την ελληνική οικονομία. Ωστόσο, η σημαντική αβεβαιότητα που χαρακτηρίζει τον τρέχοντα οικονομικό ορίζοντα καθιστά αυτές τις προβλέψεις επιρρεπείς σε διακυμάνσεις. Τόσο το 2023 όσο και το 2024, οι οικονομίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) αντιμετωπίζουν σημαντικές προκλήσεις, όπως αυξημένο πληθωρισμό και επιτόκια, γεωπολιτικές εντάσεις και την κλιματική αλλαγή. Παρά τις προκλήσεις, η Ελλάδα φαίνεται να έχει σημαντικές δυνατότητες για μια ευνοϊκότερη οικονομική πορεία, εκμεταλλευόμενη τις ευκαιρίες από τη βελτίωση των οικονομικών συνθηκών στην ΕΕ, τη θετική προοπτική σημαντικών τομέων της οικονομίας, την αναβάθμιση της πιστοληπτικής της ικανότητας και την υλοποίηση σημαντικών μεταρρυθμίσεων και επενδύσεων μέσω της αξιοποίησης των πόρων του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και του νέου ΕΣΠΑ.

## Η χρηματιστηριακή αγορά εμφανίζει εντυπωσιακές επιδόσεις

Εκτός από την ενθαρρυντική ανάπτυξη της εθνικής οικονομίας, η επιτυχία της Ελλάδας στην ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας έπαιξε καθοριστικό ρόλο στην εξαιρετική απόδοση του ελληνικού χρηματιστηρίου κατά το έτος 2023, με αποτέλεσμα τη σημαντική αύξηση των θετικών αποδόσεων, της κεφαλαιοποίησης και της αξίας συναλλαγών σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος (βλ. ενότητα 1.4). Στον αντίποδα πρέπει να σημειωθεί ότι η αγορά ομολόγων διαταράχθηκε από τις επαναλαμβανόμενες αυξήσεις των επιτοκίων από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), επιβαρύνοντας το κόστος δανεισμού του ελληνικού Δημοσίου. Ωστόσο, κατά τους τελευταίους μήνες του 2023, οι αποδόσεις των ομολόγων μειώθηκαν, χάρη στη διακοπή των συνεχιζόμενων αυξήσεων των επιτοκίων από την ΕΚΤ και την ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας για την Ελλάδα. Επιπλέον, το 2023 χαρακτηρίστηκε από εντυπωσιακές επιδόσεις στην αγορά θεσμικών διαχειριστών της Ελλάδας, με αυξημένες αποδόσεις, ενεργητικά και εισροές κεφαλαίων. Τέλος, η επαναφορά της Ελλάδας στην επενδυτική βαθμίδα το 2023 από διεθνείς οίκους αξιολόγησης, όπως οι εταιρείες Rating and Investment Information (R&I), Scope Ratings, DBRS Morningstar, Standard & Poor's και

πρόσφατα ο οίκος Fitch, ανοίγει τον δρόμο για την απόκτηση επενδυτικής βαθμίδας από τον (απαιτητικό) αμερικανικό οίκο αξιολόγησης Moody's, τον προσεχή Μάρτιο. Η επίτευξη της επενδυτικής βαθμίδας φέρνει πολλαπλά οφέλη, όπως η μείωση του κόστους δανεισμού για το Δημόσιο και τις επιχειρήσεις, η προσέλκυση ενός ευρύτερου επενδυτικού κοινού για τις ελληνικές μετοχές και τα ομόλογα, και η δυνατότητα επανένταξης της ελληνικής χρηματοπιστωτικής αγοράς στις ανεπτυγμένες αγορές.

## Η αγορά εργασίας βελτιώνεται συνεχώς

Οι καλές επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας αντανakλώνται και στην αγορά εργασίας, η οποία συνεχίζει να καταγράφει θετικές επιδόσεις, με συνεχιζόμενη μείωση της ανεργίας και αύξηση της απασχόλησης, ενώ φαίνεται να αυξάνονται και οι ώρες εργασίας γρηγορότερα από την απασχόληση (βλ. ενότητα 3.1). Αυτό συνέβαλε στο να αυξηθούν οι ονομαστικοί μισθοί, αν και ο υψηλός πληθωρισμός διάβρωσε τις όποιες αυξήσεις. Παρόλο που ο αριθμός των απασχολούμενων δεν έχει ακόμη φτάσει τα προ κρίσης επίπεδα, το ποσοστό απασχόλησης για την ηλικιακή ομάδα 15-64 ετών έχει φτάσει σε ιστορικά υψηλά. Αυτή η αύξηση είναι εν μέρει αποτέλεσμα της μείωσης του πληθυσμού, κάτι που προκαλεί ανησυχία, ιδιαίτερα επειδή η αυξημένη συμμετοχή στην αγορά εργασίας δεν φαίνεται να αποτελεί λύση, οδηγώντας σε συρρίκνωση του εργατικού δυναμικού. Αυτή η συρρίκνωση αποτελεί σημαντική πρόκληση, ενόψει των αυξανόμενων ελλείψεων προσωπικού που επισημαίνονται συχνά. Το 2023, οι απασχολούμενοι ως μισθωτοί αυξήθηκαν κατά 116.000, με την πλειονότητα των προσλήψεων να αφορά θέσεις πλήρους απασχόλησης. Παρά τη μείωση του αριθμού των ανέργων τον τελευταίο χρόνο, ο αριθμός τους παραμένει υψηλότερος από το ελάχιστο της τελευταίας δεκαετίας, ενώ το ποσοστό ανεργίας, παρά τη γενική μείωσή του, παραμένει το δεύτερο υψηλότερο στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ27), μετά την Ισπανία. Αυτό υποδηλώνει ότι δεν υπάρχει περιθώριο για εφησυχασμό, καθώς η αγορά εργασίας αντιμετωπίζει πολλαπλές προκλήσεις που απαιτούν συνεχή προσοχή και προσπάθειες για βελτίωση.

## Η (αναγκαία) αύξηση του κατώτατου μισθού

Παρόλο που ο πληθωρισμός έχει ήδη περιοριστεί, οι αυξήσεις σε βασικά είδη παραμένουν αρκετά υψηλές. Αυτό, σε συνδυασμό με τη δηλωμένη πρόθεση της Κυβέρνησης να ολοκληρωθεί η διαδικασία καθο-

ρισμού του κατώτατου μισθού πριν την έναρξη της τουριστικής περιόδου, οδήγησαν την Κυβέρνηση να επισπεύσει και να συντομεύσει τη διαδικασία καθορισμού του κατώτατου μισθού. Δεδομένου ότι όλες οι προβλέψεις για το 2024 συγκλίνουν σε έναν ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας περίπου στα ίδια επίπεδα με το 2023, αλλά με σαφώς χαμηλότερο πληθωρισμό, περίπου στο 3%, το διακύβευμα για την οικονομική πολιτική είναι η αύξηση των μισθών, προκειμένου να αποκατασταθεί κατά το δυνατόν η αγοραστική δύναμη των μισθωτών, χωρίς όμως περαιτέρω αύξηση του πληθωρισμού (κόστους) ή επιδείνωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της χώρας, λόγω αύξησης του μοναδιαίου κόστους εργασίας. Ως εκ τούτου, είναι σκόπιμο η πολιτική ηγεσία να γνωρίζει εκ των προτέρων τις αναμενόμενες επιδράσεις από μια μεταβολή του κατώτατου μισθού, λαμβάνοντας υπόψη τις εκάστοτε τρέχουσες συνθήκες της ελληνικής οικονομίας. Οι επιπτώσεις από την όποια μεταβολή του κατώτατου μισθού, είναι χρήσιμο να διερευνώνται εκ των προτέρων και να συνεκτιμώνται από τους ασκούντες οικονομική πολιτική, ειδικά κατά την τρέχουσα συγκυρία, η οποία ακολουθεί μια περίοδο βαθιάς ύφεσης λόγω της πανδημίας, αλλά δεν απέχει και πολύ από τη δεκαετία της οικονομικής κρίσης, με το σύνολο των πολιτικών λιτότητας που τη συνόδευσαν και τα οικονομικά βάρη που άφησε κληρονομιά.

## Και η (εξίσου αναγκαία) επιτάχυνση της ψηφιοποίησης της ελληνικής οικονομίας

Οι πολλαπλές προκλήσεις της παγκόσμιας οικονομίας οδηγούν στην εκτίμηση ότι η ελληνική οικονομία πρέπει να θωρακιστεί επιταχύνοντας τον ψηφιακό μετασχηματισμό και, επομένως, ενισχύοντας την αποδοτικότητα του δημοσίου και ιδιωτικού τομέα<sup>1</sup>. Αν και έχουν σημειωθεί σημαντικά βήματα προόδου σε διάφορους τομείς του ψηφιακού μετασχηματισμού, η χώρα παραμένει σημαντικά πίσω από τους Ευρωπαίους εταίρους της, καθώς και από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο στην πλειονότητα των σχετικών δεικτών (βλ. ενότητα 4.1). Ειδική μνεία απαιτείται για τον ιδιωτικό τομέα, ο οποίος φαίνεται να διευρύνει το χάσμα από τους Ευρωπαίους ομολόγους του, τοποθετούμενος στις χαμηλότερες θέσεις στις ευρωπαϊκές κατατάξεις ψηφιακής ανάπτυξης. Αντίθετα, η ψηφιοποίηση του δημοσίου τομέα κινείται με γρηγορότερους ρυθμούς σε σύγκριση με τους Ευρωπαίους εταίρους, πλησιάζοντας τους ευρωπαϊκούς μέσους όρους στους περισσότερους δείκτες. Ωστόσο, οι ψηφιακές υποδομές απαιτούν επιτακτικά ενίσχυση και επιτάχυνση των ερ-

1. Βλ. Greek National Productivity Board (2023), *Greek National Productivity Board Annual Report 2023*, KEPE Publishing, Athens, Greece.

γασιών αναβάθμισης, καθώς η χώρα όχι μόνο υστερεί σε ταχύτητα δικτύου σε σχέση με τους εταίρους της, αλλά και η πρόοδος που σημειώνει είναι σχετικά πιο αργή, καταλήγοντας σταθερά στις τελευταίες θέσεις των σχετικών κατατάξεων. Σημαντική είναι η ανάγκη βελτίωσης σε δύο κρίσιμους δείκτες ψηφιακών δεξιοτήτων: τον αριθμό των ειδικών σε θέματα πληροφορικής και τεχνολογίας πληροφορίας (ICT) και τον αριθμό των αποφοίτων σχολών ICT. Η ενίσχυση αυτών των δεικτών είναι ζωτικής σημασίας, καθώς συνδέονται άμεσα με την εκπαίδευση και την ικανότητα του εγχώριου εργατικού δυναμικού να ανταποκριθεί στις αυξανόμενες ανάγκες της αγοράς εργασίας για εξειδικευμένο προσωπικό σε ψηφιακές τεχνολογίες. Η Ελλάδα βρίσκεται πίσω σε αυτούς τους τομείς σε σύγκριση με

τους Ευρωπαίους εταίρους της, γεγονός που αποτελεί πηγή ανησυχίας για τις μελλοντικές εξελίξεις στην αγορά εργασίας. Η αδυναμία των εγχώριων και ξένων επιχειρήσεων που λειτουργούν στην Ελλάδα να βρουν εξειδικευμένο εργατικό δυναμικό πιθανόν να αναγκάσει τις επιχειρήσεις να μετακινηθούν σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες, όπου η εύρεση ειδικών στον τομέα των ICT είναι ευκολότερη. Αυτό θα είχε σοβαρές αρνητικές συνέπειες για την ελληνική οικονομία, ειδικά σε μια εποχή που καταβάλλονται σημαντικές προσπάθειες για την προσέλκυση άμεσων ξένων επενδύσεων.

*Καθηγητής ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ Γ. ΛΙΑΡΓΚΟΒΑΣ  
Πρόεδρος του Δ.Σ. και  
Επιστημονικός Διευθυντής του ΚΕΠΕ*



# 1. Τρέχουσες (μακρο-)οικονομικές εξελίξεις

ΚΕΠΕ, Οικονομικές Εξελίξεις, τεύχος 53, 2024, σσ. 6-15

## 1.1. Η εξέλιξη των συνιστωσών της ζήτησης στο πρώτο εννεάμηνο του 2023

### 1.1.1. Εισαγωγή - Εγχώρια και εξωτερική ζήτηση

**Γιάννης Παναγόπουλος**

Στη συγκεκριμένη ενότητα, αξιοποιώντας τα υπάρχοντα καταγεγραμμένα μακροοικονομικά στοιχεία, προχωρούμε στην ανάλυση των τρεχουσών εξελίξεων της πορείας της ελληνικής οικονομίας μετά το τέλος των εκλογών. Το πρώτο πράγμα που παρατηρούμε, με βάση τα αποτελέσματα του Πίνακα 1.1.1 (και το Διάγραμμα 1.1.1), είναι κυρίως η συνέχιση του θετικού «κλίματος» της οικονομίας, και το τρίτο τρίμηνο του 2023. Βέβαια η τριμηνιαία μεγέθυνση της οικονομίας, από το δεύτερο στο τρίτο τρίμηνο του 2023 (y-o-y), συνεχίστηκε μεν αλλά με πτωτικό ρυθμό (από 2,6% σε 2,1%, αντίστοιχα). Επίσης, και σε εννεάμηνη βάση είχαμε την καταγραφή της πτώσης αυτής του ρυθμού μεγέθυνσης της οικονομίας. Έτσι από μεγέθυνση της τάξης του 6,21%, το εννεάμηνο του 2022, περάσαμε σε μικρότερη μεγέθυνση της τάξης του 2,2% το αντίστοιχο εννεάμηνο του 2023.

Σε ό,τι αφορά τους παράγοντες που συνέβαλαν στην πορεία μεγέθυνσης του ΑΕΠ το πρώτο εννεάμηνο του 2023 (2,2%), θα πρέπει να επισημάνουμε ότι, από τους επιμέρους μακροοικονομικούς συντελεστές, το μεγαλύτερο θετικό ποσοστό μεταβολής παρουσίασαν οι ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου (7,4%) και ακολούθησαν, κατά σειρά μεγέθους, οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (2,4%), η ιδιωτική κατανάλωση (1,3%) και η δημόσια κατανάλωση (1,1%). Για το ίδιο χρονικό διάστημα, οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, που ως γνωστόν έχουν αρνητική συνεισφορά στο ΑΕΠ, αυξήθηκαν κατά 1,9%.

Σε όρους τριμήνου –τρίτο τρίμηνο του 2023– έχουμε την ίδια περίπου εικόνα με διαφορετική όμως σειρά σημαντικότητας των επιμέρους συντελεστών στην καταγεγραμμένη πορεία της μεγέθυνσης του ΑΕΠ. Συγκεκριμένα, οι ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου (4,9%) προηγούνται ως ποσοστό και ακολουθούν οι

εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (1,0%), και η ιδιωτική κατανάλωση (0,9%), ενώ αρνητική μεταβολή παρουσίασε η δημόσια κατανάλωση (-0,7%) (Πίνακας 1.1.1.).

Μια σαφώς θετική, πλην όμως πτωτική, πορεία καταγράφει –από το τέταρτο τρίμηνο του 2021 και μετά– και η εγχώρια ζήτηση (Διάγραμμα 1.1.2). Έτσι το τρίτο τρίμηνο του 2023 φτάνουμε σε μια εγχώρια ζήτηση της τάξης του 1,5% (χρησιμοποιώντας εποχικά διορθωμένα στοιχεία), όπου η συνιστώσα των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου (0,68), και η ιδιωτική κατανάλωση (0,66) αποτελούν τα θετικά στοιχεία, ενώ η δημόσια κατανάλωση αποτέλεσε την αρνητική συνιστώσα (-0,14).

Σε ό,τι αφορά τώρα τη συγκριτική πορεία του εξωτερικού σε σχέση με τον εσωτερικό τομέα ζήτησης στο ΑΕΠ (διεθνής vs. εγχώρια ζήτηση, αντίστοιχα), κατά τη διάρκεια του τρίτου τριμήνου του 2023, αναδεικνύεται ο σημαντικότερος, των υπολοίπων, θετικός ρόλος της εγχώριας ζήτησης στη μεταβολή του ΑΕΠ (1,55). Ο θετικός αυτός ρόλος της εγχώριας ζήτησης είναι συνεχής από το δεύτερο τρίμηνο του 2021 και είναι ο σημαντικότερος όλων (βλέπε Διάγραμμα 1.1.3). Σε θετική πορεία συνεισφοράς στο ΑΕΠ ήταν επίσης η μεταβολή των αποθεμάτων, ενώ σε αρνητική πορεία συνεισφοράς ήταν το ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών (1,01 και -0,89, αντίστοιχα, για το τρίτο τρίμηνο του 2023).

Η πορεία του Δείκτη Οικονομικού Κλίματος (ΔΟΚ), ως μελλοντικού «πληρεξούσιου» της ζήτησης, είναι γνωστό ότι, όπως και κάποιοι άλλοι δείκτες προήγησης, προσφέρει σημαντική πληροφόρηση –τόσο από την πλευρά των επιχειρήσεων αλλά και από την πλευρά των καταναλωτών– για τις εξελίξεις στην οικονομία. Είναι επίσης ένας σημαντικός πρόδρομος δείκτης της οικονομίας και μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την πρόβλεψη των άμεσων εξελίξεων που αφορούν τη μελλοντική πορεία μεγέθυνσης του ΑΕΠ. Στο Διάγραμμα 1.1.4 παρουσιάζεται η πορεία του ΔΟΚ για όλο το έτος (2023).

Από την καταγεγραμμένη πορεία του εν λόγω δείκτη είναι εμφανές ότι υπάρχει μια σχετικά σταθερή πορεία (τάση) με μια μικρή «μετάπτωση». Συγκεκριμένα, ο δείκτης κινήθηκε από τις 106 μονάδες, τον Ιανουάριο του 2023, σταδιακά, στις 111,3 μονάδες, τον Αύγουστο του 2023, για να ακολουθήσει μια μικρή



**ΠΙΝΑΚΑΣ 1.1.1 Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη**  
 (% ρυθμοί μεταβολής με εποχικά διορθωμένα στοιχεία, σε σταθερές τιμές)

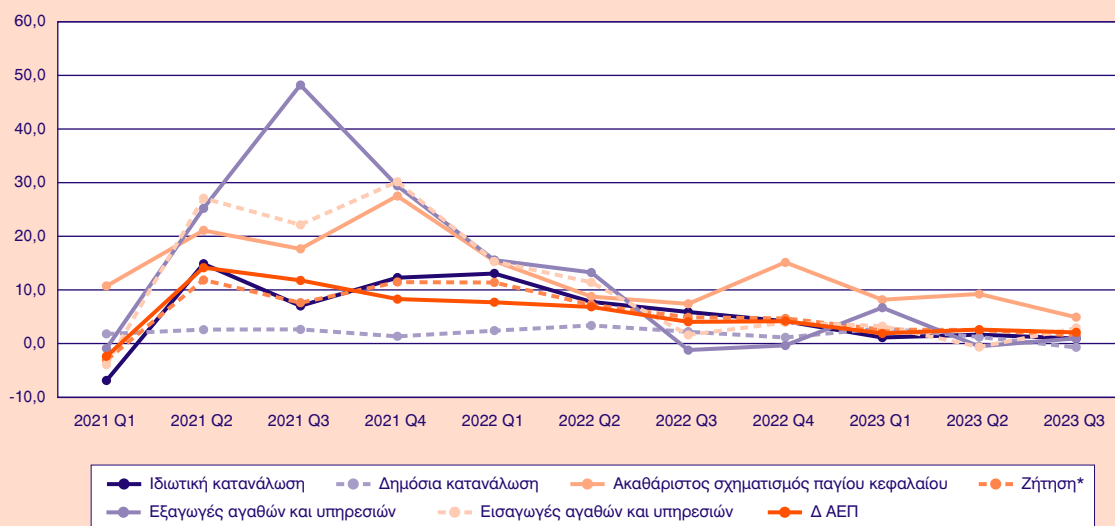
	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	9μηνο 2022	9μηνο 2023
Ιδιωτική κατανάλωση	-6,9	14,9	7,0	12,3	13,1	7,8	5,9	4,2	1,1	1,7	0,9	8,92	1,3
Δημόσια κατανάλωση	1,8	2,6	2,6	1,4	2,4	3,4	2,2	1,2	2,9	1,2	-0,7	2,68	1,1
Ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου	10,7	21,1	17,7	27,5	15,4	8,8	7,4	15,1	8,2	9,2	4,9	10,54	7,4
Ζήτηση*	-3,1	11,9	7,6	11,5	11,4	7,3	4,9	4,7	2,6	2,6	1,5	7,85	2,2
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-0,9	25,2	48,2	29,4	15,6	13,3	-1,2	-0,3	6,7	-0,5	1,0	9,21	2,4
Αγαθών	11,2	22,0	14,9	9,2	6,2	4,7	2,9	0,8	10,9	-0,7	-1,1	4,59	3,0
Υπηρεσιών	-19,2	58,1	93,6	62,2	23,1	25,2	-1,5	-3,6	5,2	-0,2	2,9	15,61	2,6
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	-3,9	27,1	22,2	30,2	15,3	11,4	1,6	3,9	3,3	-0,6	2,9	9,45	1,9
Αγαθών	-0,6	26,9	17,0	26,7	15,7	13,2	4,7	2,0	0,8	-2,6	3,4	11,20	0,5
Υπηρεσιών	-13,9	26,9	37,8	41,4	12,3	4,1	-8,5	8,0	10,9	5,5	0,8	2,64	5,7
Δ ΑΕΠ	-2,4	14,2	11,8	8,3	7,7	6,9	4,1	4,2	1,9	2,6	2,1	6,21	2,2

Πηγή: Τριμηνιαίο Εθνικό Λογαριασμό.  
 \* Χωρίς τη μεταβολή των αποθεμάτων.

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1.1

#### Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη (%)

(% ρυθμοί μεταβολής με εποχικά διορθωμένα στοιχεία, σε σταθερές τιμές)

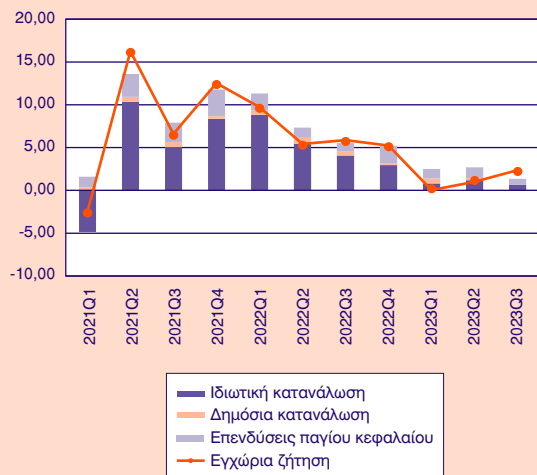


Πηγή: Τριμηνιαίοι Εθνικοί Λογαριασμοί.

\* Χωρίς τη μεταβολή των αποθεμάτων.

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1.2

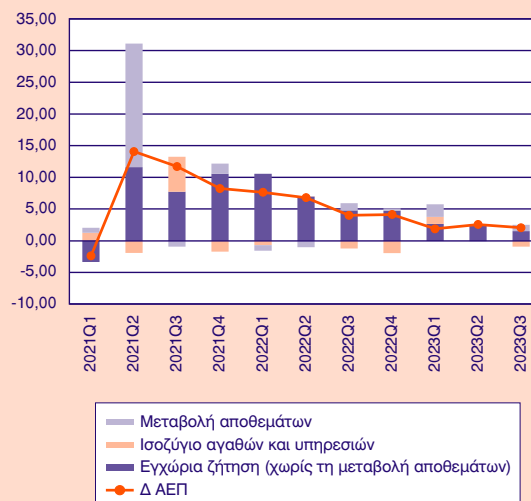
#### Επιμέρους συνιστώσες της εγχώριας ζήτησης



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

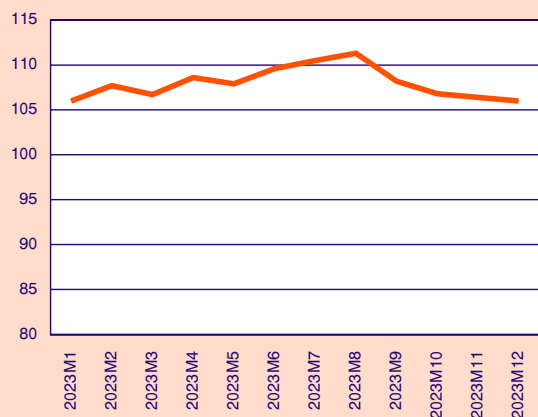
### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1.3

#### Εγχώρια και καθαρή εξωτερική ζήτηση



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

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1.4**  
**Δείκτης Οικονομικού Κλίματος (ΔΟΚ)**  
**(1/2022-8/2023)**



Πηγή: Eurostat.

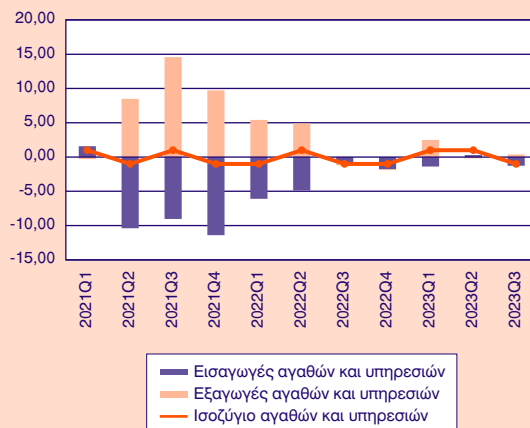
υποχώρηση τον Δεκέμβριο του 2023 (106 μονάδες). Ίσως αυτή η «ελαφρά» υποχώρηση να σχετίζεται με τα πολεμικά γεγονότα της Γάζας, στις αρχές του Οκτωβρίου, με τις διεθνείς οικονομικές επιπτώσεις που αυτά μπορεί να έχουν.

### Ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών

Η συνεισφορά του εξωτερικού τομέα (εξαγωγές μείον εισαγωγές) στη μεγέθυνση του ΑΕΠ, για το τρίτο τρίμηνο του 2023, όπως έχει ήδη αναφερθεί παραπάνω, κρίνεται σε γενικές γραμμές αρνητική (-0,89 μονάδες) και μάλλον αντανακλά τη θετική πλην όμως πτωτική πορεία της οικονομικής μεγέθυνσης της χώρας που, όπως φαίνεται και στον Πίνακα 1.1.1, ξεκίνησε από το δεύτερο τρίμηνο του 2022 (με εξαίρεση μόνο το πρώτο τρίμηνο του 2023).

Ξεκινώντας από τις συνολικές εξαγωγές, να υπογραμμίσουμε ότι αυξήθηκαν ελαφρά, το τρίτο τρίμηνο του 2023, με έναν ρυθμό της τάξης του 1,0%. Αναλυτικότερα τώρα, οι υπηρεσίες, οι οποίες αποτελούν και το σχετικά μικρότερο τμήμα των εξαγωγών σε δις ευρώ, παρουσίασαν μια αύξηση της τάξης του 2,9%, ενώ τα αγαθά, που ήταν και το μεγαλύτερο τμήμα των εξαγωγών, παρουσίασαν μια μείωση της τάξης του -1,1%, για το ίδιο χρονικό διάστημα. Οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, σε αντίθεση με τη δομή των εξαγωγών, είναι πιο ισορροπημένες ως κατανομή και μπορούμε να αναφέρουμε ότι σημείωσαν αύξηση της τάξης του

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1.5**  
**Επιμέρους συνιστώσες της εξωτερικής ζήτησης**



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

2,9%. Αναλυτικότερα οι εισαγόμενες υπηρεσίες παρουσίασαν μια αύξηση της τάξης του 0,8%, ενώ, από την άλλη πλευρά, στα εισαγόμενα αγαθά, είχαμε τριμηνιαία αύξηση που ήταν της τάξης του 3,4%.

Μάλιστα, όπως φαίνεται και από τα ιστογράμματα του Διαγράμματος 1.1.5, μετά από το δεύτερο τρίμηνο του 2022 και ως το τρίτο τρίμηνο του 2023, παρατηρείται η σταδιακή μείωση της σημασίας, ως απόλυτο μέγεθος, και των δύο συνιστωσών (εισαγωγές και εξαγωγές) στο ΑΕΠ. Για το ίδιο χρονικό διάστημα παρατηρείται το ίδιο, με εναλλαγή πρόσημων, και για το καθαρό (net) αποτέλεσμα συνεισφοράς τους στο ΑΕΠ. Τέλος, για το τρίτο τρίμηνο του 2023, η καθαρή συνεισφορά του εξωτερικού τομέα στο ΑΕΠ κινήθηκε με αρνητικό πρόσημο (-0,83), εν αντιθέσει με τα θετικά δύο προηγούμενα τρίμηνα του ίδιου έτους.

## 1.1.2. Ιδιωτική κατανάλωση και επενδύσεις

### Κωνσταντίνος Λοΐζος

#### 1.1.2.1. Ιδιωτική κατανάλωση

##### Διακυμάνσεις της ιδιωτικής καταναλωτικής δαπάνης κατά το πρώτο εννεάμηνο του 2023

Σύμφωνα με τα τριμηνιαία εποχικά διορθωμένα στοιχεία των Εθνικών Λογαριασμών<sup>1</sup>, η ιδιωτική κατανά-

1. Τριμηνιαίοι Εθνικοί Λογαριασμοί, Δελτίο Τύπου ΕΛΣΤΑΤ, 6 Δεκεμβρίου 2023.

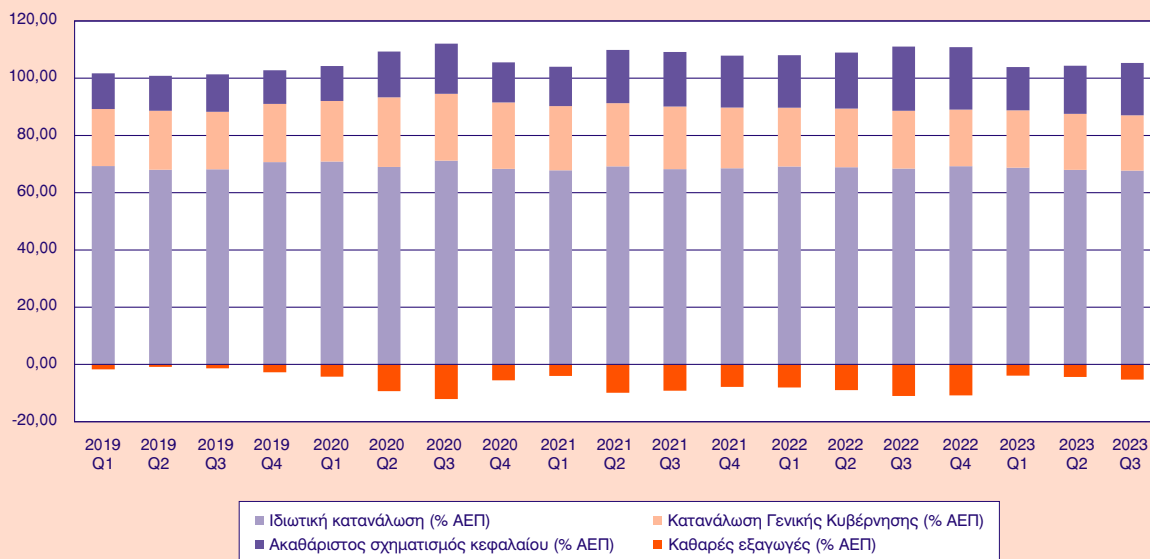
λωση των νοικοκυριών και των ΜΚΙΕΝ<sup>2</sup> αυξήθηκε από 37.019 εκατ. ευρώ, σε τρέχουσες τιμές, στο πρώτο τρίμηνο του 2023, σε 37.482 εκατ. ευρώ στο δεύτερο τρίμηνο και 37.562 εκατ. ευρώ στο τρίτο τρίμηνο του ίδιου έτους. Αντίθετα, σε όρους αλυσωτών δεικτών όγκου με έτος αναφοράς το 2015, η ιδιωτική κατανάλωση αυξήθηκε από 33.858 εκατ. ευρώ στο πρώτο τρίμηνο σε 34.005 εκατ. ευρώ στο δεύτερο τρίμηνο του 2023, αλλά υποχώρησε στα 33.775 εκατ. ευρώ στο τρίτο τρίμηνο του έτους. Σε όρους ποσοστιαίων μεταβολών<sup>3</sup> σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, βάσει των εποχικά διορθωμένων στοιχείων αλυσωτών δεικτών όγκου, η ιδιωτική κατανάλωση παρουσίασε θετικούς και αυξανόμενους ρυθμούς στα δύο πρώτα τρίμηνα (1,1% στο πρώτο τρίμηνο του 2023 και 1,7% στο δεύτερο τρίμηνο), αλλά πιο συγκρατημένο θετικό ρυθμό μεταβολής 0,9% στο τρίτο τρίμηνο. Σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του προηγούμενου έτους οι αντίστοιχοι ρυθμοί ήταν -0,3%, 0,4% και -0,7%, υποδεικνύοντας ένα παρόμοιο μοτίβο αυξομειώσης, αν και αυτή τη φορά το πρώτο και τρίτο τρίμηνο χαρακτηρίζονται από αρνητικούς ρυθμούς.

Η ιδιωτική κατανάλωση, ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν 68,16%, κατά μέσο όρο, κατά το πρώτο εννεάμηνο

του 2023, χαμηλότερη από τον μέσο όρο της το 2022 (68,94%), ενώ η δημόσια κατανάλωση ήταν 19,64% της συνολικής δαπάνης (20,24% του ΑΕΠ το 2022). Από την άλλη πλευρά, ο ακαθάριστος σχηματισμός κεφαλαίου (παγίου κεφαλαίου και μεταβολής αποθεμάτων) ήταν, κατά μέσο όρο, στο εννεάμηνο του 2023 το 16,73% του ΑΕΠ, σε χαμηλότερα επίπεδα από τον μέσο όρο του το 2022 (20,54% του ΑΕΠ). Επιπλέον, το έλλειμμα στο εμπορικό ισοζύγιο μειώθηκε, κατά μέσο όρο, ως ποσοστό του ΑΕΠ από -9,72%, κατά μέσο όρο, το 2022 σε -4,53% του ΑΕΠ το πρώτο εννεάμηνο του 2023. Επομένως, κατά το πρώτο εννεάμηνο του 2023 η ιδιωτική καταναλωτική δαπάνη κινήθηκε αυξητικά σε τρέχουσες τιμές, αλλά σε αλυσωτούς δείκτες όγκου παρουσίασε κάμψη στο τρίτο τρίμηνο. Επιπλέον, το μερίδιό της στο ΑΕΠ παρουσιάζεται ελαφρώς μειωμένο, κατά μέσο όρο, στο πρώτο εννεάμηνο του 2023 σε σχέση με τον μέσο όρο του 2022, ενώ το ίδιο παρατηρείται και για τη δημόσια κατανάλωση και τις ακαθάριστες επενδύσεις. Μόνο το εμπορικό έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ βελτιώθηκε κατά μέσο όρο σημαντικά στο πρώτο εννεάμηνο του 2023, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 1.1.6. Η μείωση των ποσοστών συμμετοχής στο ΑΕΠ, κυρίως, των επενδύσεων και

#### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1.6

Εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης και των άλλων συνιστωσών της ζήτησης ως ποσοστού του ΑΕΠ (προσέγγιση δαπάνης) (εποχικά διορθωμένα στοιχεία σε τρέχουσες τιμές)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία στοιχείων από τον συγγραφέα.

- Μη κερδοσκοπικά ιδρύματα που εξυπηρετούν νοικοκυριά.
- Οι ποσοστιαίες μεταβολές υπολογίζονται με τον τύπο  $\frac{X_t - X_{t-1}}{X_{t-1}}$ .

της δημόσιας κατανάλωσης αντανακλάται στο χαμηλότερο εμπορικό έλλειμμα, ενώ, παρά την εξέλιξη αυτή, είναι αξιοσημείωτη η σχετική συγκράτηση του ποσοστού συμμετοχής της καταναλωτικής δαπάνης στο ΑΕΠ.

### Αρνητικοί μέσοι ρυθμοί στο λιανικό εμπόριο με κύριο παράγοντα τα είδη διατροφής

Η εξέλιξη του λιανικού εμπορίου σε όρους ποσοστιαίων μεταβολών του γενικού δείκτη όγκου ήταν αρνητική, κατά μέσο όρο, στο πρώτο εννεάμηνο του 2023, σε σχέση με τους αντίστοιχους μήνες του προηγούμενου έτους, σημειώνοντας μεταβολή -3,6% βάσει των μηνιαίων στοιχείων της ΕΛΣΤΑΤ, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1.1.7. Οι αντίστοιχες μέσες τριμηνιαίες μεταβολές ήταν όλες αρνητικές και ίσες με -2,49% στο πρώτο τρίμηνο, -3,92% στο δεύτερο τρίμηνο και -3,54% στο τρίτο τρίμηνο. Η ίδια τάση παρατηρείται στα είδη διατροφής, με μέση αρνητική ποσοστιαία μεταβολή στο πρώτο εννεάμηνο του 2023 -2,13% και στα αντίστοιχα τρίμηνα -4,04%, -2,03% και -0,34% για το πρώτο, δεύτερο και τρίτο τρίμηνο. Η εικόνα μεταβάλλεται για τα καύσιμα με μικρή μέση αρνητική μεταβολή στο πρώτο εννεάμηνο -0,69%, ενώ

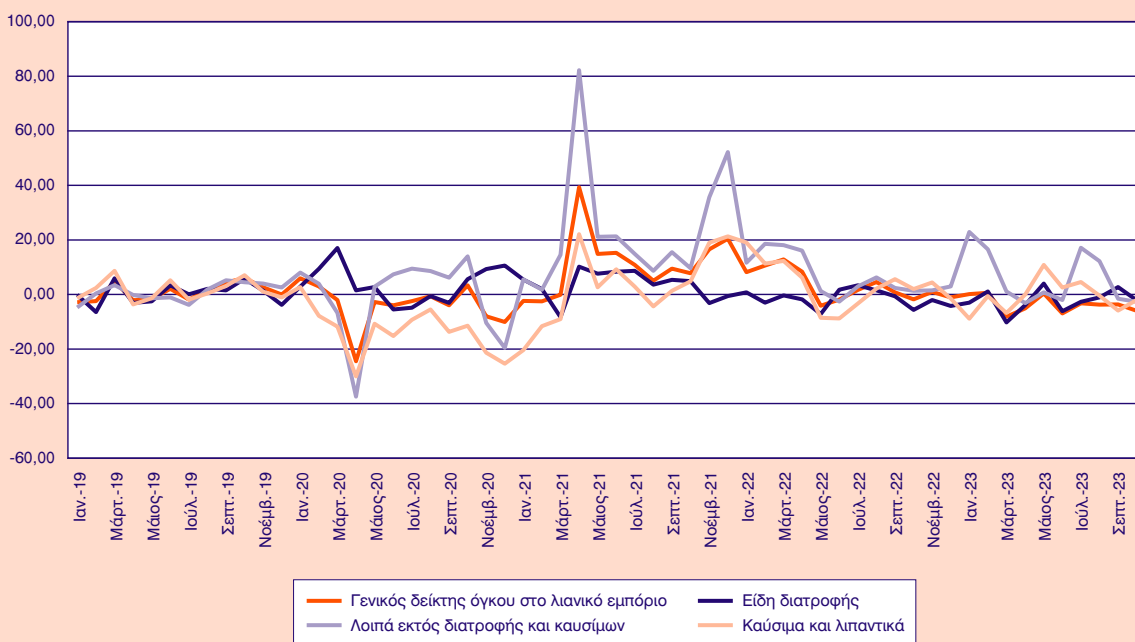
στα τρίμηνα η αρνητική μέση μεταβολή -5,43% στο πρώτο τρίμηνο μετατρέπεται σε θετική μέση μεταβολή 4,42% στο δεύτερο, αλλά αρνητική πάλι και ίση με -0,59% στο τρίτο. Στα άλλα είδη εκτός καυσίμων και διατροφής η εξέλιξη των ρυθμών μεταβολής παρουσιάζει αντίστροφο μοτίβο σε σχέση με αυτό των καυσίμων, καθώς η μέση ποσοστιαία μεταβολή του εννεάμηνου είναι θετική 6,11%, με θετικές μεταβολές στο πρώτο και τρίτο τρίμηνο (13,51% και 9,24%) αλλά αρνητική στο δεύτερο τρίμηνο (-1,50%). Επομένως, το λιανικό εμπόριο, σε όρους γενικού δείκτη παρουσίασε αρνητικές τάσεις το πρώτο εννεάμηνο του 2023, με εξαίρεση τα άλλα είδη εκτός διατροφής και καυσίμων.

### Διακυμάνσεις των προσδοκιών στο λιανικό εμπόριο

Από τους δημοσιευμένους από την Eurostat δείκτες εμπιστοσύνης, όπως παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 1.1.8, επιβεβαιώνεται κατά το πρώτο εννεάμηνο του 2023 η διακύμανση και των δύο δεικτών προσδοκιών που αποτυπώνουν το κλίμα στο λιανικό εμπόριο τόσο από την πλευρά των καταναλωτών, όσο και από την πλευρά των επιχειρήσεων. Επομένως, η αισιοδοξία που εκδηλώθηκε από το τρίτο και τέταρτο τρίμηνο

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1.7**

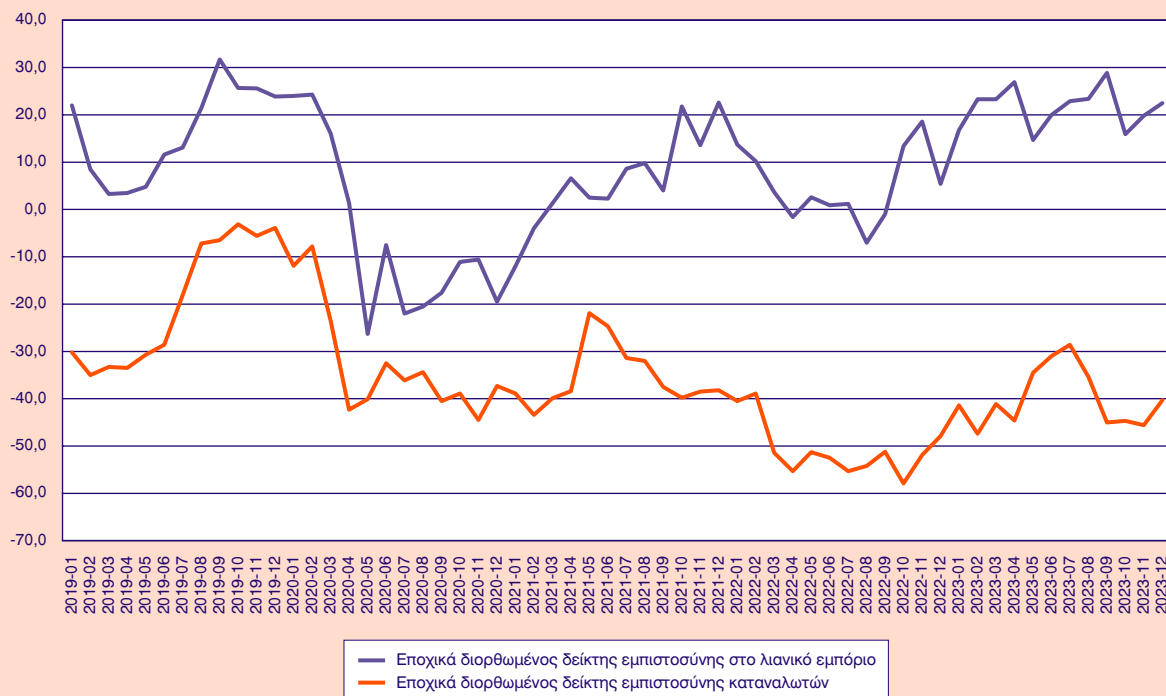
**Ποσοστιαίες μεταβολές γενικού δείκτη όγκου και δεικτών στις κύριες κατηγορίες καταστημάτων στο λιανικό εμπόριο**



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία στοιχείων από τον συγγραφέα.

## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1.8

### Δείκτες εμπιστοσύνης στο λιανικό εμπόριο



Πηγή: Eurostat, επεξεργασία στοιχείων από τον συγγραφέα.

του 2022 δεν φαίνεται να διατηρείται με σαφήνεια, τουλάχιστον όσον αφορά τον δείκτη εμπιστοσύνης των καταναλωτών, ενώ η διακύμανση στον δείκτη του λιανεμπορίου είναι ιδιαίτερα έντονη.

### 1.1.2.2. Επενδύσεις

#### Ασαφείς εξελίξεις στις ακαθάριστες επενδύσεις

Ο ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου αυξήθηκε από 7.379 εκατ. στο πρώτο τρίμηνο του 2023, σε τρέχουσες τιμές, σε 7.478 εκατ. ευρώ στο δεύτερο τρίμηνο και σε 7.888 εκατ. ευρώ στο τρίτο τρίμηνο του έτους. Σε όρους αλυστωτών δεικτών όγκου, αντίθετα, παρατηρείται πτώση των αντίστοιχων αξιών, καθώς ο ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου μειώθηκε από 7.104 εκατ. ευρώ στο πρώτο τρίμηνο του 2023 σε 7.084 εκατ. ευρώ στο δεύτερο τρίμηνο και 6.954 εκατ. ευρώ στο τρίτο τρίμηνο του 2023. Αν λάβουμε υπόψη τον ρυθμό μεταβολής ως προς το αντίστοιχο τρίμηνο του προηγούμενου έτους, θα διαπιστώσουμε θετικούς αλλά διακυμαινόμενους ρυθμούς μεταβολής 8,2% για το πρώτο τρίμηνο, 9,2% για το δεύτερο τρίμηνο και 4,9% για το τρίτο. Όσον αφορά τους ρυθμούς μεταβολής σε σχέση με το προηγούμενο τρίμη-

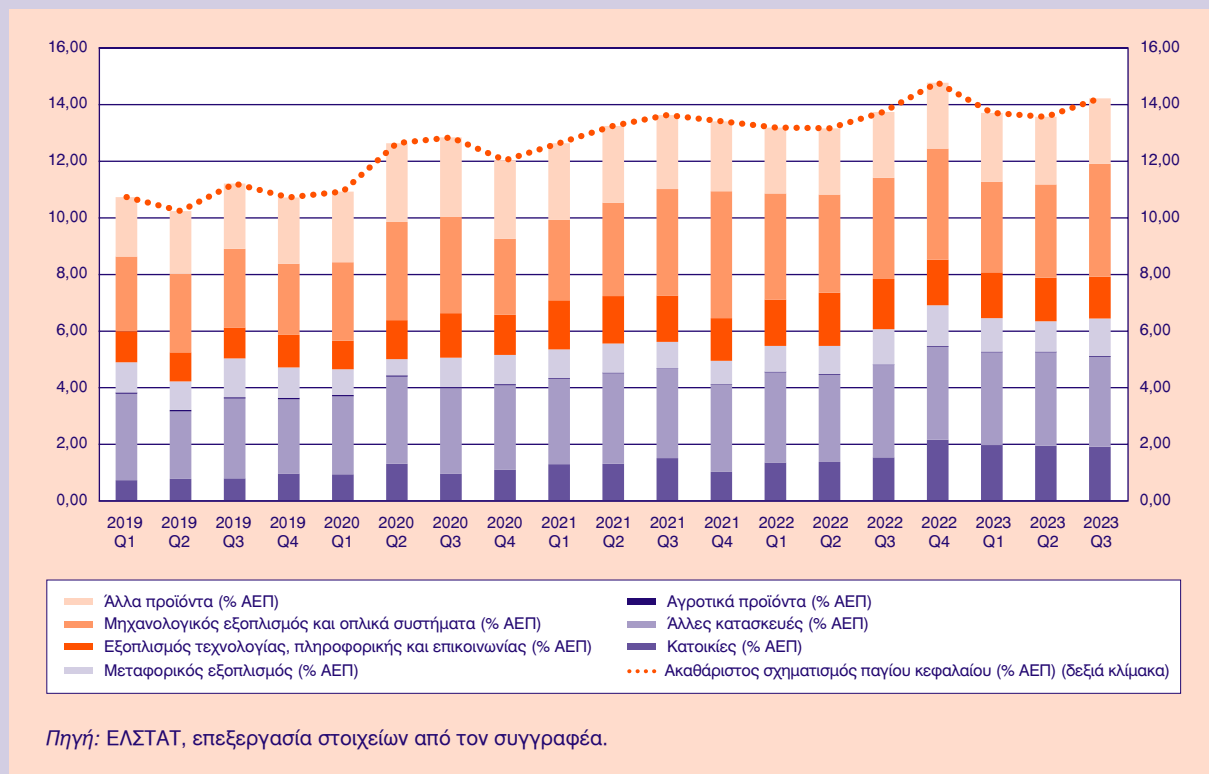
νο, επικρατούν αρνητικές ποσοστιαίες μεταβολές σε όλα τα τρίμηνα, δηλαδή -0,3% στο πρώτο και δεύτερο τρίμηνο αλλά -1,8% στο τρίτο τρίμηνο του 2023, σύμφωνα με τα εποχικά διορθωμένα στοιχεία αλυστωτών δεικτών όγκου.

Η εξέλιξη των επενδύσεων (ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου) ως ποσοστό του ΑΕΠ (Διάγραμμα 1.1.9) ανέκαμψε, με ρυθμό μεταβολής 4,81% στο τρίτο τρίμηνο του 2023, παρά την φθίνουσα πορεία της στα δύο πρώτα τρίμηνα του 2023, με ρυθμούς μεταβολής σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο -7,21% για το πρώτο τρίμηνο και -1,02% για το δεύτερο. Σε όρους των κυρίων συνιστωσών των ακαθάριστων επενδύσεων, το μοτίβο αυτό επαναλαμβάνεται για τον μηχανολογικό και μεταφορικό εξοπλισμό ως ποσοστό του ΑΕΠ, με αρνητικές ποσοστιαίες μεταβολές -14,02% στο πρώτο τρίμηνο του 2023 και -1,59% στο δεύτερο τρίμηνο του ίδιου έτους, αλλά θετική ποσοστιαία μεταβολή 15,01% στο τρίτο τρίμηνο του έτους. Αντίθετα, οι κατασκευές (τόσο οι κατοικίες όσο και οι άλλες κατασκευές) ως ποσοστό του ΑΕΠ διατήρησαν αρνητικές ποσοστιαίες μεταβολές σε όλα τα τρίμηνα, δηλαδή -3,52% στο πρώτο τρίμηνο, -0,03% στο δεύτερο τρίμηνο και -2,96% στο τρίτο τρίμηνο του 2023. Η ερμηνεία της μείωσης της συμμετοχής

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1.9

#### Εξέλιξη των επενδύσεων και της σύνθεσής τους ως ποσοστού του ΑΕΠ

(εποχικά διορθωμένα στοιχεία σε τρέχουσες τιμές)



των επενδύσεων στο ΑΕΠ βρίσκεται στα στοιχεία που παρουσιάσαμε στο Διάγραμμα 1.1.6 παραπάνω, καθώς συνοδεύεται από μείωση του εξωτερικού ελλείμματος και επομένως μείωση της εγχώριας δαπάνης. Παρ' όλα αυτά, οφείλουμε να παρατηρήσουμε την ανάκαμψη ως ποσοστό του ΑΕΠ της ακαθάριστης επενδυτικής δαπάνης στο τρίτο τρίμηνο του 2023, αν και οι αντίστοιχοι ρυθμοί μεταβολής σε απόλυτους όρους υποδεικνύουν κάμψη. Το συμπέρασμα είναι ότι, καθ' όλο το πρώτο εννεάμηνο του 2023, η εξέλιξη των ακαθάριστων επενδύσεων είναι μάλλον ασαφής, καθώς αυξάνονται σε ονομαστικούς όρους αλλά μειώνονται σε όρους αλυσωτών δεικτών όγκου, ενώ και οι ποσοστιαίες τους μεταβολές, τόσο σε απόλυτους όρους όσο και ως ποσοστό του ΑΕΠ, παρουσιάζουν αυξομειώσεις.

#### Μείωση του μεριδίου των κατασκευών στις ακαθάριστες επενδύσεις προς όφελος του μηχανολογικού και μεταφορικού εξοπλισμού

Σύμφωνα με το Διάγραμμα 1.1.10, το μερίδιο των κατασκευών στις ακαθάριστες επενδύσεις μειώθηκε για πρώτη φορά, μετά από τέσσερα τρίμηνα συνεχούς

ανόδου, έναντι του μηχανολογικού και μεταφορικού εξοπλισμού, στο σύνολο του ακαθάριστου σχηματισμού παγίου κεφαλαίου. Ως εκ τούτου, το μερίδιο των κατασκευών στις ακαθάριστες επενδύσεις μειώθηκε από 38,70% στο δεύτερο τρίμηνο του 2023 σε 35,83% στο τρίτο τρίμηνο του ίδιου έτους, ενώ τα αντίστοιχα ποσοστά για τον μηχανολογικό και μεταφορικό εξοπλισμό ήταν 43,51% και 47,74%, αντίστοιχα. Απομένει να φανεί στο μέλλον αν αυτή η υποχώρηση των κατασκευών έναντι του μηχανολογικού και μεταφορικού εξοπλισμού αποτελεί μία πρόσκαιρη εξέλιξη χωρίς διάρκεια.

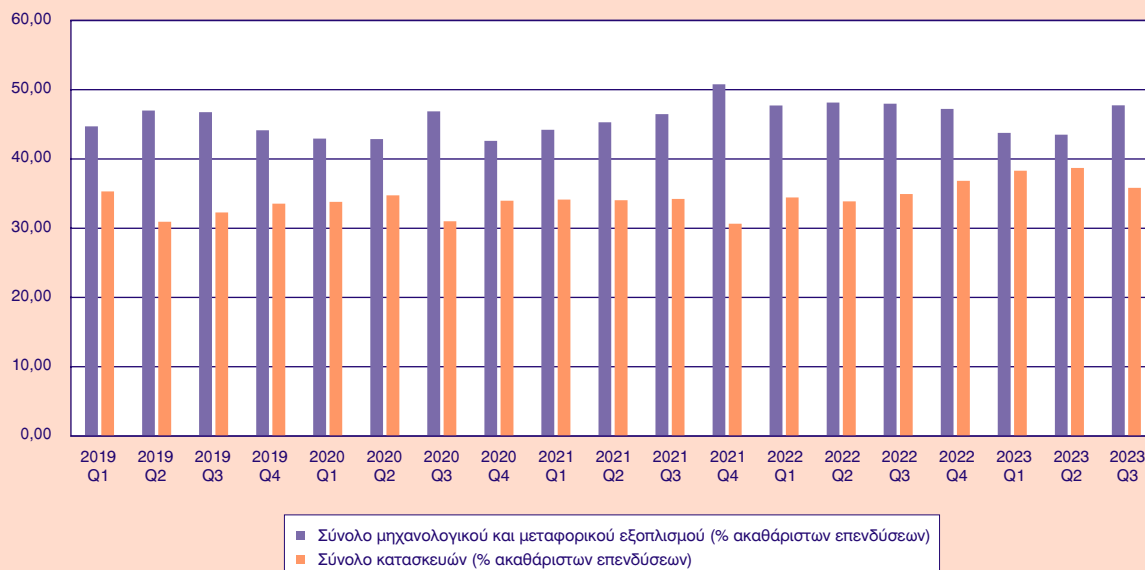
#### Ανάκαμψη της αισιοδοξίας στον τομέα των κατασκευών

Η εξέλιξη των επιχειρηματικών προσδοκιών στον τομέα των κατασκευών φαίνεται να χαρακτηρίζεται από εκ νέου ανάκαμψη μετά τον Σεπτέμβριο του 2023, παρά την καθοδική του τάση έως τότε, η οποία σχετιζόταν με την αβεβαιότητα της περιόδου των βουλευτικών εκλογών. Από αυτή τη σκοπιά φαίνεται να επιβεβαιώνεται η άποψη που εκφράστηκε στο προηγούμενο τεύχος των *Οικονομικών Εξελίξεων* ότι η



### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1.10

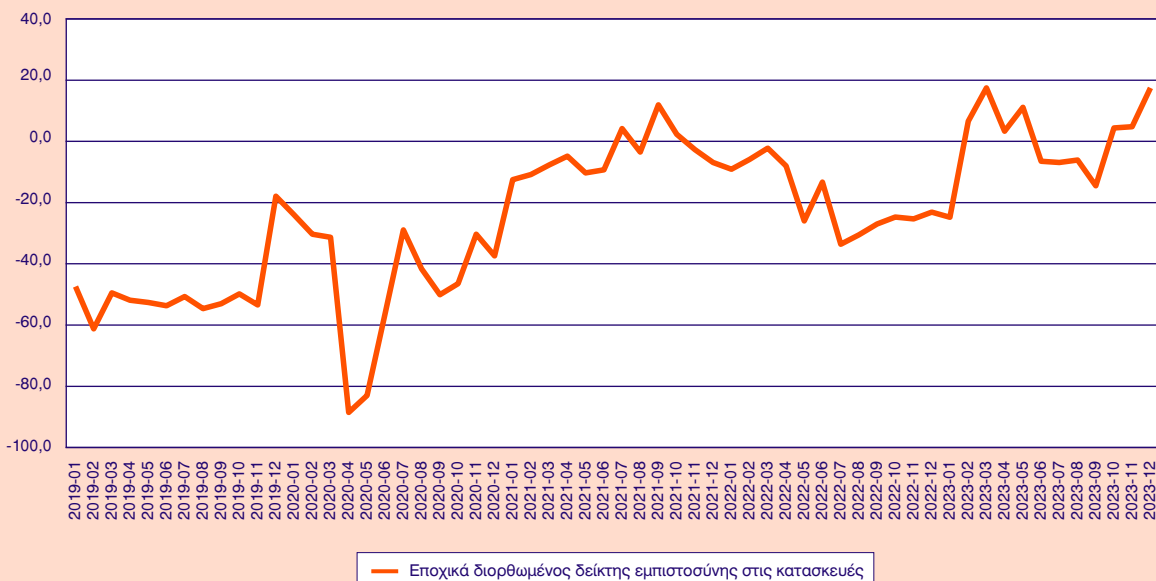
Μηχανολογικός και μεταφορικός εξοπλισμός και κατασκευές ως ποσοστό του ακαθάριστου σχηματισμού παγίου κεφαλαίου



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία στοιχείων από τον συγγραφέα.

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1.11

Δείκτης εμπιστοσύνης στις κατασκευές



Πηγή: Eurostat, επεξεργασία στοιχείων από τον συγγραφέα.

πτώση του δείκτη εμπιστοσύνης στο μεσοδιάστημα Απριλίου-Αυγούστου 2023 δεν φαίνεται να αποτελεί στοιχείο δομικής αλλαγής του κλίματος.

### **1.1.2.3. Συμπεράσματα**

Από την παραπάνω ανάλυση φαίνεται ότι η ελληνική οικονομία κατά το πρώτο εννεάμηνο του 2023, το οποίο περιλάμβανε και τις διαδοχικές εκλογικές αναμετρήσεις του Μαΐου και του Ιουνίου 2023, χαρακτηρίστηκε από μια πτωτική πορεία στην ιδιωτική κατανάλωση και ασαφείς εξελίξεις στις ακαθάριστες επενδύσεις. Επιπλέον, οι ρυθμοί μεταβολής στον δεί-

κτη λιανικού εμπορίου ήταν αρνητικοί με οδηγό τις εξελίξεις στα τρόφιμα, ενώ οι δείκτες εμπιστοσύνης φαίνεται να ανακάμπουν στις κατασκευές, αν και εκδηλώνουν ασαφείς τάσεις στο λιανικό εμπόριο. Υπεύθυνη για αυτές τις εξελίξεις του εννεάμηνου είναι σε μεγάλο βαθμό η αβεβαιότητα της εκλογικής περιόδου αλλά και οι εξελίξεις στο μέτωπο του πληθωρισμού, κυρίως όσον αφορά το λιανικό εμπόριο. Ωστόσο, στα θετικά της περιόδου αυτής πρέπει να καταμετρηθεί η μείωση του εμπορικού ελλείμματος, η οποία επίσης ευθύνεται για τη μείωση των μεριδίων της ιδιωτικής κατανάλωσης αλλά κυρίως της δημόσιας κατανάλωσης και των ακαθάριστων επενδύσεων στο ΑΕΠ.

## 1.2. Τρόφιμα, Ξενοδοχεία-Καφέ-Εστιατόρια και Υγεία διαμορφώνουν τον πληθωρισμό του Ιανουαρίου 2024, παρά την υποχώρηση των τιμών σε ηλεκτρισμό και φυσικό αέριο

**Αιμιλία Μαρσέλλου**

### Εισαγωγή

Ο εθνικός Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ) στην Ελλάδα τον Ιανουάριο του 2024 αυξήθηκε κατά 3,1% έναντι 3,5% τον Δεκέμβριο του 2023, και ο δομικός<sup>1</sup> ΔΤΚ κατά 3,2%, ελαφρά υψηλότερος από την αύξηση κατά 3,1% τον Δεκέμβριο του προηγούμενου έτους. Ο πληθωρισμός τον Ιανουάριο τροφοδοτήθηκε από τις αυξήσεις στις τιμές των αγαθών Διατροφής και μη αλκοολούχων ποτών που είχαν μακράν τη μεγαλύτερη θετική συμβολή με 1,8 ποσοστιαίες μονάδες, μέγεθος που αντιστοιχεί στο 58,3% της αύξησης του Γενικού Δείκτη, και ακολουθούν τα Ξενοδοχεία-Καφέ-Εστιατόρια με 0,7 π.μ. και η Υγεία με 0,4 π.μ. Στον αντίποδα, αρνητική συμβολή στη διαμόρφωση του πληθωρισμού είχε η ομάδα υπηρεσιών Στέγασης με -0,38 π.μ. Η αρνητική αυτή συμβολή οφείλεται στη σημαντική μείωση των τιμών της Ενέργειας, ειδικά στο φυσικό αέριο, η οποία εν μέρει αντισταθμίστηκε από την αύξηση που κατέγραψαν τα ενοίκια κατοικιών.

Σε επίπεδο Ευρωζώνης, με βάση τις προκαταρκτικές εκτιμήσεις της Eurostat, ο πληθωρισμός διαμορφώθηκε σε χαμηλότερα επίπεδα τον Ιανουάριο του 2024 έναντι του Δεκεμβρίου (2,8%, έναντι 2,9%, αντίστοιχα). Ο δομικός πληθωρισμός υποχώρησε και αυτός ελαφρά στο 3,3% έναντι 3,4% τον Δεκέμβριο του προηγούμενου έτους. Τον υψηλότερο ρυθμό αύξησης τιμών εξακολουθεί να καταγράφει η ομάδα των Τροφίμων, αλκοόλ και καπνού (5,7%), και ακολουθεί η ομάδα των Υπηρεσιών (4,0%) και των Μη ενεργειακών βιομηχανικών προϊόντων (2,0%), ενώ μείωση κατέγραψε ο τομέας της Ενέργειας (-6,3%).

### 1.2.1. Ελλάδα

Βάσει των στοιχείων μηνιαίας εξέλιξης, ο Εθνικός ΔΤΚ τον Ιανουάριο του 2024 κατέγραψε ετήσια αύξηση κατά 3,1% έναντι 3,5% τον Δεκέμβριο του 2023. Στα ίδια περίπου επίπεδα διαμορφώθηκε και ο δομικός πληθωρισμός, με τον ΔΤΚ να καταγράφει αύξηση κατά 3,2% έναντι 3,1%, τους μήνες Ιανουάριο και Δεκέμβριο, αντίστοιχα. Σε μηνιαία βάση, ο Εθνικός ΔΤΚ μειώθηκε κατά -0,8% τον Ιανουάριο 2024 έναντι του Δεκεμβρίου 2023. Παρόμοια είναι η εξέλιξη του Εναρμονισμένου ΔΤΚ. Συγκεκριμένα, τον Ιανουάριο του 2024 ο πληθωρισμός βάσει του Εν. ΔΤΚ διαμορφώθηκε στο 3,2% και ο αντίστοιχος δομικός στο 3,1%.

Τη μεγαλύτερη συμβολή στην ετήσια ποσοστιαία αύξηση του Εθνικού ΔΤΚ κατά τον Ιανουάριο του 2024 είχε η ομάδα Διατροφή και μη αλκοολούχα ποτά με 1,8 ποσοστιαίες μονάδες, και ακολουθούν μακράν τα Ξενοδοχεία-Καφέ-Εστιατόρια με 0,7 π.μ. και η Υγεία με 0,4 π.μ. Η ομάδα της Στέγασης συγκράτησε τον πληθωρισμό με αρνητική συμβολή -0,38 π.μ., λόγω της μείωσης των τιμών στον ηλεκτρισμό και το φυσικό αέριο, ενώ τα ενοίκια των κατοικιών κατέγραψαν αύξηση.

Ο πληθωρισμός βάσει του Εθνικού Γενικού ΔΤΚ τον Ιανουάριο του 2024 (3,1%) αποτελεί συνδυαστικό αποτέλεσμα των μεταβολών των υποδεικτών στις παρακάτω ομάδες αγαθών και υπηρεσιών. Συγκεκριμένα, καταγράφηκαν οι εξής αυξήσεις<sup>2</sup>:

- +8,3% στην ομάδα Διατροφή και μη αλκοολούχα ποτά. Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στην άνοδο των τιμών σε: ψωμί και δημητριακά (2,0%), κρέατα (6,0%), ψάρια (7,7%), γαλακτοκομικά και αυγά (0,9%), ελαιόλαδο (67,4%), φρούτα (14,2%), λαχανικά (14,4%), ζάχαρη-σοκολάτες-γλυκά-παγωτά (6,0%), λοιπά τρόφιμα (5,8%), καφέ-κακάο-τσάι (5,0%), μεταλλικό νερό-αναψυκτικά-χυμούς φρούτων (11,7%).
- +2,6% στην ομάδα Αλκοολούχα ποτά και καπνός. Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στην άνοδο των τιμών στα αλκοολούχα (μη σερβιριζόμενα) ποτά (6,0%).

1. Ο δομικός πληθωρισμός (ή πυρήνας του πληθωρισμού) υπολογίζεται από τον (Εν.) Δείκτη Τιμών Καταναλωτή εξαιρώντας τις ομάδες των προϊόντων Ενέργειας και Διατροφής, αλκοολούχων ποτών και καπνού, οι οποίες παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα.

2. Δελτίο Τύπου ΕΛΣΤΑΤ 15/2/2024.

### ΠΙΝΑΚΑΣ 1.2.1 Η πορεία του πληθωρισμού στην Ελλάδα (%)

	Εθνικός ΔTK	Μηνιαία μεταβολή (%) ΔTK	Ετήσια μεταβολή (%) ΔTK Πληθωρισμός	Πυρήνας εθνικού ΔTK	Ετήσια μεταβολή (%) Εν. ΔTK	Ετήσια μεταβολή (%) Πυρήνας Εν. ΔTK
2023M01	112,0	-0,5	7,0	6,0	7,3	6,5
2023M02	112,3	0,3	6,1	6,6	6,5	6,8
2023M03	113,7	1,2	4,6	6,7	5,4	7,0
2023M04	114,5	0,6	3,0	6,1	4,5	7,2
2023M05	114,9	0,4	2,8	6,7	4,1	7,3
2023M06	115,6	0,6	1,8	4,9	2,8	4,8
2023M07	114,3	-1,1	2,5	5,4	3,5	5,4
2023M08	114,3	0,0	2,7	5,3	3,5	5,4
2023M09	116,3	1,8	1,6	3,9	2,4	4,2
2023M10	117,0	0,6	3,4	3,5	3,8	3,6
2023M11	116,6	-0,4	3,0	3,3	2,9	2,8
2023M12	116,5	-0,1	3,5	3,1	3,7	3,3
2024M01	<b>115,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Eurostat.

Σημείωση: ΔTK: Δείκτης Τιμών Καταναλωτή, Εν. ΔTK: Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή.

- +3,5% στην ομάδα Ένδυση και υπόδηση, λόγω αύξησης των τιμών στα είδη ένδυσης και υπόδησης (3,5%).
- +1,9% στην ομάδα Διαρκή αγαθά-Είδη νοικοκυριού και υπηρεσίες. Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στην άνοδο των τιμών στα είδη άμεσης κατάναλωσης νοικοκυριού (3,4%).
- +5,7% στην ομάδα Υγεία. Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στην άνοδο των τιμών στα φαρμακευτικά προϊόντα (12,7%), τις ιατρικές-οδοντιατρικές και παραϊατρικές υπηρεσίες (5,3%), και τη νοσοκομειακή περίθαλψη (0,9%).
- +0,2% στην ομάδα Μεταφορές. Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στην άνοδο των τιμών στα καινούργια αυτοκίνητα (0,5%), τα μεταχειρισμένα αυτοκίνητα (4,6%), τα ανταλλακτικά και αξεσουάρ αυτοκινήτου (5,0%), τη συντήρηση και επισκευή εξοπλισμού προσωπικής μεταφοράς (4,0%) και τα εισιτήρια μεταφοράς επιβατών με αεροπλάνο (11,5%). Η αύξηση αυτή αντισταθμίστηκε εν μέρει από την πτώση κυρίως των τιμών στα καύσιμα και λιπαντικά (-3,8%).
- +2,6% στην ομάδα Αναψυχή-Πολιτιστικές δραστηριότητες. Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στην άνοδο των τιμών διαρκή αγαθά αναψυχής (3,1%), τα μικρά είδη αναψυχής-άνθη-κατοικίδια ζώα (5,1%), τους κινηματογράφους-θέατρα (7,9%) και τα πακέτα διακοπών (9,3%). Η αύξηση αυτή αντισταθμίστηκε εν μέρει από την πτώση κυρίως των τιμών στον οπτικοακουστικό εξοπλισμό-υπολογιστές-επισκευές (-1,7%).
- +3,5% στην ομάδα Εκπαίδευση. Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στην άνοδο των τιμών στα διδάκτρα προσχολικής και πρωτοβάθμιας εκπαίδευσης (4,0%), τα διδάκτρα δευτεροβάθμιας εκπαίδευσης (3,6%) και τα διδάκτρα τριτοβάθμιας εκπαίδευσης (2,8%).
- +6,4% στην ομάδα Ξενοδοχεία-Καφέ-Εστιατόρια. Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στην άνοδο των τιμών στα εστιατόρια-ζαχαροπλαστεία-καφεενία-κυλικεία (6,8%).
- +1,7% στην ομάδα Άλλα αγαθά και υπηρεσίες. Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στην άνοδο των τιμών στα κομωτήρια και καταστήματα προσω-

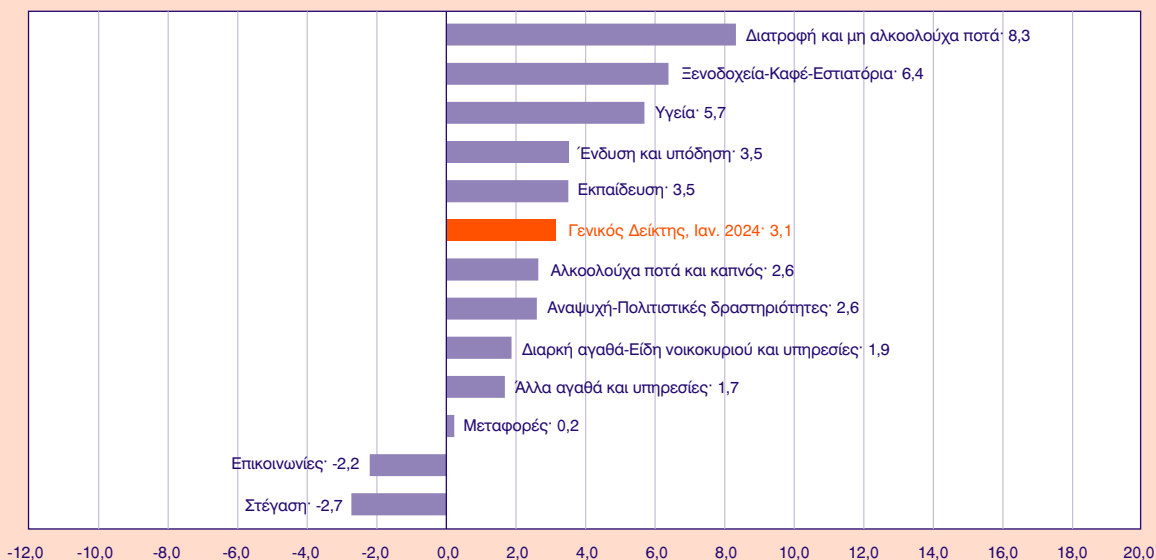
**ΠΙΝΑΚΑΣ 1.2.2 Ετήσιες % μεταβολές υποδεικτικών ομάδων αγαθών και υπηρεσιών του ΔΤΚ, Ιανουάριος 2023-Ιανουάριος 2024**

Ομάδες αγαθών και υπηρεσιών	2023												2024	
	Ιαν.	Φεβρ.	Μάρτ.	Απρ.	Μάιος	Ιούν.	Ιούλ.	Αύγ.	Σεπτ.	Οκτ.	Νοέμ.	Δεκ.	Ιαν.	Δεκ.
1 Διατροφή, μη αλκοολούχα ποτά	15,4	14,8	14,3	11,4	11,6	12,2	12,3	10,7	9,4	9,9	9,0	8,9	8,3	8,9
2 Αλκοολούχα ποτά, καπνός	3,0	2,9	3,7	4,0	3,5	3,4	3,4	3,2	2,5	2,6	2,6	2,2	2,6	2,2
3 Ένδυση και υπόδηση	6,5	7,1	14,4	5,6	11,8	5,9	5,2	6,9	6,2	3,3	6,4	2,8	3,5	2,8
4 Στέγαση	-0,1	-4,9	-10,4	-13,4	-12,9	-11,7	-11,8	-12,6	-15,0	-2,0	-1,2	-0,5	-2,7	-0,5
5 Διαρκή αγαθά, είδη νοικοκυριού, υπηρεσίες	10,6	10,5	11,0	10,9	9,9	7,6	6,4	5,6	3,7	2,8	1,5	1,9	1,9	1,9
6 Υγεία	2,9	5,3	5,6	6,5	7,8	7,7	7,8	5,9	5,6	5,6	5,5	5,5	5,7	5,5
7 Μεταφορές	8,1	6,5	1,9	1,4	-3,1	-7,6	-3,7	1,6	3,0	-0,4	-2,7	0,3	0,2	0,3
8 Επικοινωνίες	-1,3	-1,6	-1,9	-1,8	-2,3	-2,7	-2,8	-3,1	-3,1	-3,2	-3,2	-3,2	-2,2	-3,2
9 Αναψυχή, πολιτιστικές δραστηριότητες	3,4	3,5	2,9	3,7	3,3	3,6	3,5	3,3	3,1	3,1	2,8	2,6	2,6	2,6
10 Εκπαίδευση	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	3,0	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
11 Ξενοδοχεία, καφέ, εστιατόρια	7,8	8,1	7,5	8,5	7,4	6,3	6,2	6,1	4,8	4,8	4,7	5,9	6,4	5,9
12 Άλλα αγαθά και υπηρεσίες	5,4	5,8	6,2	6,4	6,8	4,2	3,6	3,9	2,4	2,7	1,9	1,7	1,7	1,7
Γενικός Δείκτης	7,0	6,1	4,6	3,0	2,8	1,8	2,5	2,7	1,6	3,4	3,0	3,5	3,1	3,5

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.2.1

### Ετήσιες % μεταβολές Γενικού ΔΤΚ ανά ομάδα αγαθών και υπηρεσιών-Ιαν. 2024



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

πικής φροντίδας (3,3%), τα ασφάλιστρα υγείας (14,0%) και τα ασφάλιστρα οχημάτων (2,1%). Η αύξηση αυτή αντισταθμίστηκε εν μέρει από την πτώση κυρίως των τιμών στα άλλα είδη ατομικής φροντίδας (-1,2%).

Από την άλλη, μείωση κατέγραψαν οι τιμές στις ακόλουθες ομάδες αγαθών και υπηρεσιών:

- -2,7% στην ομάδα Στέγαση. Η μείωση αυτή οφείλεται κυρίως στην πτώση των τιμών στον ηλεκτρισμό (-0,4%) και το φυσικό αέριο (-60,2%). Ωστόσο, η μείωση αυτή αντισταθμίστηκε από την αύξηση κυρίως των τιμών στα ενοίκια κατοικιών (3,6%), τις υπηρεσίες επισκευής και συντήρησης κατοικίας (2,4%), το πετρέλαιο θέρμανσης (1,3%) και τα στερεά καύσιμα (8,6%).
- -2,2% στην ομάδα Επικοινωνίες. Η μείωση αυτή οφείλεται κυρίως στην πτώση των τιμών στις τηλεφωνικές υπηρεσίες (-2,5%).

## 1.2.2. Ευρωζώνη

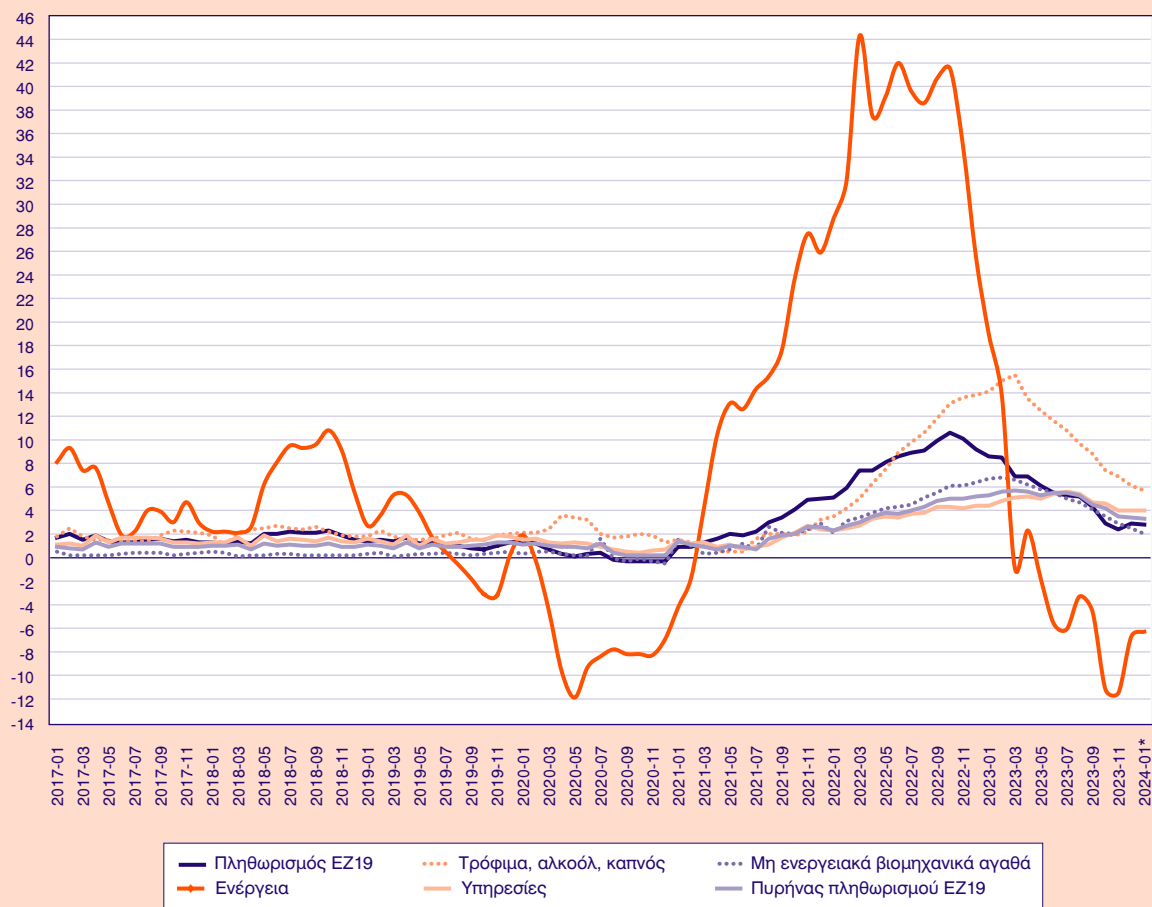
Σύμφωνα με τις προκαταρκτικές εκτιμήσεις της Eurostat, τον Ιανουάριο του 2024 ο πληθωρισμός στην Ευρωζώνη διαμορφώθηκε στο 2,8% (προκαταρ-

κτικές εκτιμήσεις) έναντι 2,9% τον Δεκέμβριο του 2023. Βάσει των ίδιων εκτιμήσεων, ο δομικός πληθωρισμός συνεχίζει να αποκλιμακώνεται και διαμορφώθηκε στο 3,3%, έναντι του 3,4% και 3,5% τον Δεκέμβριο και τον Νοέμβριο του 2023, αντίστοιχα. Μεταξύ των επιμέρους ομάδων αγαθών και υπηρεσιών του Εν. ΔΤΚ της Ευρωζώνης, τον υψηλότερο ρυθμό αύξησης εξακολουθεί να καταγράφει η ομάδα των Τροφίμων, αλκοόλ και καπνού (5,7% έναντι 6,1% τον Δεκέμβριο του 2023), και ακολουθεί η ομάδα των Υπηρεσιών (παραμένει σταθερή στο 4,0%) και η ομάδα των Μη ενεργειακών βιομηχανικών προϊόντων (2,0% έναντι 2,5% τον Δεκέμβριο του 2023). Στον αντίποδα, ο τομέας της Ενέργειας καταγράφει μείωση κατά -6,3%.

Μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης τον υψηλότερο πληθωρισμό κατέγραψαν η Εσθονία (5,0%), η Κροατία (4,8%) και η Αυστρία (4,3%), ενώ στον αντίποδα με τον χαμηλότερο πληθωρισμό βρίσκονται η Φινλανδία (0,7%), η Ιταλία (0,9%) και η Λιθουανία (1,0%). Οι χώρες με χαμηλότερο πληθωρισμό ή ίσο με τον στόχο του 2,0% της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας παραμένουν για δεύτερο συνεχή μήνα η Κύπρος (2,0%), το Βέλγιο (1,5%), η Λετονία (1,0%), η Λιθουανία (1,0%), η Ιταλία (0,9%) και η Φινλανδία (0,7%).

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.2.2

#### Εναρμονισμένος ΔΤΚ στην Ευρωζώνη, ετήσια % μεταβολή



Πηγή: Eurostat.

\* Προκαταρκτικές εκτιμήσεις.



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

#### Μονάδα Οικονομικών Προβλέψεων

#### Υποδείγματος Παραγόντων

Έρση Αθανασίου,

Αριστοτέλης Κουτρούλης,

Αιμιλία Μαρσέλλου, Θεόδωρος Τσέκερης

Η παρούσα ενότητα παρουσιάζει τις προβλέψεις του ΚΕΠΕ για την εξέλιξη του ρυθμού μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ της ελληνικής οικονομίας από το τέταρτο τρίμηνο του έτους 2023 έως και το τέταρτο τρίμηνο του έτους 2024<sup>1</sup>. Οι προβλέψεις διενεργούνται με χρήση του δομικού υποδείγματος παραγόντων (structural factor model) του ΚΕΠΕ<sup>2</sup>. Η βάση δεδομένων που χρησιμοποιείται για την εκτίμηση του υποδείγματος και τη διεξαγωγή των προβλέψεων περιλαμβάνει 126 μεταβλητές<sup>3</sup>, οι οποίες καλύπτουν τις κύριες παραμέτρους της οικονομικής δραστηριότητας στη χώρα, σε τριμηνιαία συχνότητα, κατά τη χρονική περίοδο από το πρώτο τρίμηνο του 2000 μέχρι και το τρίτο τρίμηνο του 2023.

Σύμφωνα με τα αναθεωρημένα προσωρινά στοιχεία των τριμηνιαίων *Εθνικών Λογαριασμών* της ΕΛΣΤΑΤ, στο πρώτο και το δεύτερο τρίμηνο του 2023 ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ της ελληνικής οικονομίας διαμορφώθηκε στο 1,9 % και 2,6%, αντίστοιχα, σε ετήσια βάση, ενώ στο τρίτο τρίμηνο του έτους η χώρα αναπτύχθηκε με ρυθμό 2,1%. Οι επιδόσεις αυτές ήταν από τις υψηλότερες μεταξύ των χωρών-μελών της ΕΕ, οι οποίες στην πλειονότητά τους κατέγραψαν ασθενείς ή και αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης, επηρεαζόμενες σημαντικά από το αυξημένο κόστος διαβίωσης, τις συνεχιζόμενες πιέσεις στις τιμές βασικών αγαθών, τη σταδιακή απόσυρση των μέτρων δημοσιονομικής στήριξης, την έλλειψη ώθησης από την πλευρά της

διεθνούς ζήτησης, τα υψηλά επιτόκια και το επιβαρυνόμενο κόστος παραγωγής. Στην περίπτωση της Ελλάδας, οι παράγοντες αυτοί έχουν πλέον ορατό αποτύπωμα στην πορεία αρκετών σημαντικών οικονομικών μεγεθών, με τον συνολικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας να παρουσιάζει, ωστόσο, αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα, βρίσκοντας στήριξη στην άνοδο των επενδύσεων, την αύξηση της απασχόλησης και την ανοδική πορεία της ζήτησης σε βασικούς τομείς όπως ο τουρισμός και οι κατασκευές.

Όπως το έτος 2023, έτσι και το έτος 2024 οι οικονομίες της ΕΕ βρίσκονται αντιμέτωπες με σημαντικές προκλήσεις σε σχέση με τον πληθωρισμό και τα επιτόκια, ενώ παράλληλα σοβαροί εμφανίζονται και οι κίνδυνοι που απορρέουν από τις γεωπολιτικές εντάσεις και την κλιματική κρίση. Σύμφωνα με τις μέχρι στιγμής εκτιμήσεις, η επαναφορά του πληθωρισμού σε επιθυμητά επίπεδα αναμένεται να καθυστερήσει και, επομένως, οι πιέσεις στην αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών θα εξακολουθήσουν, ενώ η όποια αποκλιμάκωση στα επιτόκια αναφοράς θα είναι σταδιακή. Παράλληλα, νέες σημαντικές αβεβαιότητες και κίνδυνοι προκύπτουν λόγω της πολεμικής κρίσης στη Μέση Ανατολή, η οποία επηρεάζει, μεταξύ άλλων, τις προοπτικές του διεθνούς εμπορίου, την ομαλή λειτουργία των αλυσίδων αξίας και το κόστος μεταφοράς. Από την άλλη πλευρά, οι μέχρι στιγμής προβλέψεις για την πορεία της ευρωπαϊκής οικονομίας το έτος 2024 δείχνουν προς την κατεύθυνση μίας ήπιας ενίσχυσης του μέσου ρυθμού ανάπτυξης στην ΕΕ, προοπτική η οποία ευνοεί την ελληνική οικονομία, και μπορεί να συμβάλει, μεταξύ άλλων, στην ανάκαμψη των ελληνικών εξαγωγών αγαθών. Επιπλέον, στην παρούσα συγκυρία η Ελλάδα να μην επηρεάζεται σημαντικά από τις αβεβαιότητες και την αστάθεια στο διεθνές περιβάλλον, αλλά παρουσιάζει συνεχόμενα θετικές προοπτικές σε βασικούς κλάδους δραστηριότητας (π.χ. κατασκευές, τουρισμός), ενώ έχει επίσης στη διάθεσή της σημαντικά εργαλεία για τη διατήρηση μίας σταθερά θετικής πορείας. Η προσδοκώμενη εισροή σημαντικών χρηματοδοτικών πόρων μέσω του Ταμείου Ανάκαμψης μέσα στο έτος, και η πρόσφατη αναβάθμιση

1. Η ημερομηνία διεξαγωγής της παρούσας πρόβλεψης είναι η 19η Ιανουαρίου 2024.

2. Αναλυτική περιγραφή του υποδείγματος παρουσιάζεται στο Τεύχος 15 (Ιούνιος 2011, σσ. 20-22) του περιοδικού του ΚΕΠΕ *Οικονομικές Εξελίξεις*. Βλέπε <[https://www.kepe.gr/images/oikonomikes\\_ekselikseis/TEYXOS\\_15gr.pdf](https://www.kepe.gr/images/oikonomikes_ekselikseis/TEYXOS_15gr.pdf)>.

3. Το δείγμα περιλαμβάνει μεταβλητές από τις κατηγορίες των πραγματικών και ονομαστικών μεγεθών, καθώς και σημαντικό αριθμό μεταβλητών που αντανακλούν προσδοκίες και εκτιμήσεις. Η απαραίτητη για τις εκτιμήσεις εποχική διόρθωση των χρονολογικών σειρών πραγματοποιείται με τη χρήση του προγράμματος Demetra+, στη βάση του φίλτρου TRAMO/SEATS.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1.3.1 Ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ: 2023 και 2024**  
(% ως προς την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους)

Τρίμηνα	2023		2024		
	Δ΄ τρίμηνο	Α΄ τρίμηνο	Β΄ τρίμηνο	Γ΄ τρίμηνο	Δ΄ τρίμηνο
Τριμηνιαίος ρυθμός μεταβολής	2,20 [2,03 , 2,37]	3,36 [ 3,04 , 3,68]	1,78 [ 1,33 , 2,22]	2,05 [ 1,49 , 2,62]	1,45 [ 0,94 , 1,96]
Μέσος ρυθμός μεταβολής α΄ εξαμήνου*	-	2,57 [2,19 , 2,95 ]	-	-	-
Μέσος ρυθμός μεταβολής β΄ εξαμήνου **	2,14 [2,06 , 2,23]	-	-	1,75 [ 1,21 , 2,29]	-
<b>Μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής***</b>	<b>2,20</b> [2,16 , 2,25]	-	-	<b>2,16</b> [ 1,70 , 2,62]	-

Σημείωση: \*Δεν αναφέρεται για το 2023 εφόσον δεν ενσωματώνει πρόβλεψη. \*\*Ο μέσος ρυθμός μεταβολής β΄ εξαμήνου για το 2023 ενσωματώνει το επίσημα διαθέσιμο (προσωρινό) στοιχείο για το τρίτο τρίμηνο του 2023, σε εποχικά διορθωμένη βάση. \*\*\*Ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής για το 2023 ενσωματώνει τα επίσημα διαθέσιμα (προσωρινά) στοιχεία για τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2023, σε εποχικά διορθωμένη βάση.

της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας, αποτελούν κρίσιμες ευκαιρίες για την ενδυνάμωση των επενδύσεων και τη βελτίωση των προοπτικών σε καίριους κλάδους της οικονομίας.

Οι ευμετάβλητες συνθήκες σε ό,τι αφορά τις διεθνείς εξελίξεις, αλλά και οι αβεβαιότητες σε σχέση με το οικονομικό αποτύπωμα των ακραίων φυσικών φαινομένων με τα οποία ήρθε αντιμέτωπη η Ελλάδα το προηγούμενο έτος, δυσχεραίνουν σημαντικά τη διενέργεια προβλέψεων για τα επόμενα τρίμηνα. Λαμβάνοντας υπόψη την επισήμανση αυτή, στον Πίνακα 1.3.1. παρουσιάζονται οι οικονομετρικές εκτιμήσεις του ΚΕΠΕ για τον ρυθμό μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ της Ελλάδας έως και το τέταρτο τρίμηνο του έτους 2024.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις για το 2023, στο τέταρτο τρίμηνο του έτους η ελληνική οικονομία αναμένεται να αναπτυχθεί με ρυθμό 2,2% σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2022. Παράλληλα, στο ίδιο επίπεδο (2,2%) εκτιμάται και ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας στο σύνολο του 2023. Η τελευταία εκτίμηση είναι ελαφρώς χαμηλότερη σε σχέση με την αντίστοιχη προηγούμενη πρόβλεψη του ΚΕΠΕ (2,4%), απόκλιση η οποία οφείλεται στο γεγονός ότι τα προσωρινά στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ<sup>4</sup> για τον ρυθμό ανάπτυξης στο πρώτο εξάμηνο του έτους παρουσίασαν μία μικρή αναθεώρηση προς τα κάτω.

Προχωρώντας στο έτος 2024, οι προβλέψεις σε τριμηνιαία βάση εξακολουθούν να εμφανίζουν θετικό πρόσημο, με τον ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ να εκτιμάται στο 2,6% για το πρώτο εξάμηνο και στο 1,8% για το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Για το σύνολο του έτους 2024, η πρόβλεψη για τον μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας ανέρχεται στο 2,2%, εκτίμηση σύμφωνα με την οποία η ελληνική οικονομία αναμένεται να παραμείνει σε ανοδική τροχιά, διατηρώντας έναν ικανοποιητικό ρυθμό μεγέθυνσης του ΑΕΠ. Η προοπτική αυτή απορρέει από την ευνοϊκή εξέλιξη αρκετών από τα οικονομικά μεγέθη που ενσωματώνονται στην πρόβλεψη, σε συνδυασμό με τις εμφανείς επιπτώσεις των συνθηκών που αναφέρθηκαν προηγουμένως στην πορεία ορισμένων σημαντικών μεταβλητών.

Πιο αναλυτικά, για το τρίτο τρίμηνο του 2023 τα τριμηνιαία δεδομένα των *Εθνικών Λογαριασμών*, σε σταθερές τιμές, έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του 2022 απεικονίζουν άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης και ενίσχυση των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου, με επιβράδυνση των ρυθμών μεταβολής των μεγεθών αυτών σε σύγκριση με τα προηγούμενα τρίμηνα. Παράλληλα, στα δεδομένα αντανακλώνται αφενός μία υποχώρηση της κατανάλωσης της γενικής κυβέρνησης, η οποία συμβαδίζει με τη σταδιακή επαναφορά

4. Σύμφωνα με την πιο πρόσφατη ανακοίνωση της ΕΛΣΤΑΤ για τους *Τριμηνιαίους Εθνικούς Λογαριασμούς*, με ημερομηνία 6 Δεκεμβρίου 2023.

της δημοσιονομικής πολιτικής στην κανονικότητα, και, αφετέρου, μεικτές τάσεις σε ό,τι αφορά την πορεία της εξωτερικής ζήτησης. Συγκεκριμένα, ενώ οι εξαγωγές υπηρεσιών σημείωσαν άνοδο, λόγω της σημαντικής ενίσχυσης των εισπράξεων από τον τουρισμό, οι εξαγωγές αγαθών βρέθηκαν υπό πίεση, εξαιτίας της εξασθένησης του οικονομικού περιβάλλοντος στην Ευρώπη.

Σε ό,τι αφορά την πορεία των δεικτών που αντανakλούν τη δραστηριότητα βασικών τομέων της οικονομίας, οι εξελίξεις διαφοροποιήθηκαν σημαντικά ανά περίπτωση. Αρχικά, στον τομέα της βιομηχανίας, ο γενικός δείκτης βιομηχανικής παραγωγής κατέγραψε οριακή κάμψη έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του 2022, καθώς η άνοδος στις κατηγορίες των *διαρκών και μη διαρκών καταναλωτικών αγαθών* αντισταθμίστηκε από πτώση του δείκτη στις κατηγορίες της *ενέργειας και των ενδιάμεσων και κεφαλαιουχικών αγαθών*. Παράλληλα, ο δείκτης κύκλου εργασιών στη βιομηχανία σημείωσε σημαντική υποχώρηση, με την εξέλιξη αυτή να οφείλεται, όμως, εν μέρει στην αποκλιμάκωση των τιμών των ενεργειακών προϊόντων. Στον τομέα του λιανικού εμπορίου, ο δείκτης όγκου παρουσίασε κάμψη σε έξι από τις οκτώ σχετικές υποκατηγορίες, με άνοδο να σημειώνεται μόνο στα *πολυκαταστήματα και τα τρόφιμα-ποτά καπνός*, ενώ πτωτική εξέλιξη καταγράφηκε και στον δείκτη κύκλου εργασιών στο χονδρικό εμπόριο. Από την άλλη πλευρά, σημαντική άνοδος παρατηρήθηκε για ένα ακόμα τρίμηνο στις ταξιδιωτικές εισπράξεις, οι οποίες αυξήθηκαν κατά 9,5% σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του προηγούμενου έτους, ενώ ευνοϊκές ήταν οι εξελίξεις και σε ό,τι αφορά τον δείκτη παραγωγής στις κατασκευές και τους δύο σχετικούς υποδείκτες που αφορούν την *παραγωγή οικοδομικών έργων (κτιρίων)* και την *παραγωγή έργων πολιτικού μηχανικού*. Αναφορικά με την πορεία της εγχώριας αγοράς εργασίας, στο τρίτο τρίμηνο του 2023 παρατηρήθηκε περαιτέρω βελτίωση των συνθηκών, με αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων της τάξεως του 1,0% σε σχέση με το τρίτο τρίμηνο του προηγούμενου έτους και αντίστοιχη μείωση του αριθμού των ανέργων κατά 7,4%.

Ως προς τα δεδομένα του τρίτου τριμήνου του 2023 για τις τιμές, οι εξελίξεις ήταν ενδεικτικές μίας σχετικής σταθερότητας στο ενεργειακό κόστος, με τον ευρωπαϊκά εναρμονισμένο δείκτη τιμών ενέργειας για την Ελλάδα να παραμένει περίπου στο ίδιο επίπεδο σε σχέση με το αμέσως προηγούμενο τρίμηνο. Επιπλέον, μικρή περαιτέρω βελτίωση καταγράφηκε σε σχέση με τον μέσο πληθωρισμό, με τις πληθωριστικές πιέσεις να παραμένουν, ωστόσο, υψηλές σε βασικές κατηγορίες καταναλωτικών αγαθών και υπηρεσιών, όπως τα *τρόφιμα και ποτά*, τα *ξενοδοχεία-καφέ-εστιατόρια* και οι *υπηρεσίες υγείας*. Σε ό,τι αφορά την απόδοση του δεκαετούς ελληνικού ομολόγου, η οποία συναρτάται με τα επίπεδα αβεβαιότητας στην οικονομία, δεν παρατηρήθηκε αξιοσημείωτη μεταβολή σε σχέση με το δεύτερο τρίμηνο του 2022, με το σχετικό περιθώριο (spread) έναντι του αντίστοιχου γερμανικού ομολόγου να παρουσιάζει, παράλληλα, ορατή βελτίωση. Αναφορικά με τους δείκτες που αντανakλούν τις προσδοκίες και εκτιμήσεις των συμμετεχόντων στην οικονομική δραστηριότητα για την πορεία της οικονομίας, οι εξελίξεις κατά το τρίτο τρίμηνο του 2023, σε σύγκριση με το δεύτερο τρίμηνο του έτους, ήταν ενδεικτικές βελτίωσης του οικονομικού κλίματος στην Ελλάδα, περαιτέρω εξασθένησης του οικονομικού κλίματος στην Ευρώπη, και ενίσχυσης των επιχειρηματικών προσδοκιών στην Ελλάδα στον τομέα του λιανικού εμπορίου.

Με βάση τους κινδύνους που επισημάνθηκαν παραπάνω και αφορούν, κυρίως, τις γεωπολιτικές εξελίξεις, τον πληθωρισμό, τα επιτόκια, τις επιπτώσεις των καιρικών φαινομένων που προκαλεί η κλιματική κρίση και τις επιδράσεις της προσαρμογής της δημοσιονομικής πολιτικής, οι προβλέψεις για την εξέλιξη του πραγματικού ΑΕΠ της Ελλάδας υπόκεινται σε σημαντικό βαθμό αβεβαιότητας. Παρ' όλα αυτά, σημαντικές είναι στην παρούσα φάση και οι δυνατότητες της χώρας να επιτύχει μία περισσότερο ευνοϊκή εξέλιξη του ΑΕΠ, μέσα από τις ευκαιρίες που προσφέρονται από την ανάκτηση επενδυτικής βαθμίδας και την εντατική υλοποίηση μεταρρυθμίσεων και επενδύσεων με αξιοποίηση των πόρων του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και του νέου ΕΣΠΑ.

## 1.4. Επιστροφή στην επενδυτική βαθμίδα και υψηλές αποδόσεις για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά το 2023

### Φωτεινή Οικονόμου

#### 1.4.1. Εισαγωγή

Η ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας και η καλή πορεία της ελληνικής οικονομίας συνέβαλαν σημαντικά στη θετική επίδοση του ελληνικού χρηματιστηρίου για το 2023, ολοκληρώνοντας τη χρονιά με υψηλές θετικές αποδόσεις, αυξημένη κεφαλαιοποίηση και αξία συναλλαγών σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Το ίδιο χρονικό διάστημα, η αγορά ομολόγων επηρεάστηκε από τις αλληπάλληλες αυξήσεις των επιτοκίων από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), αυξάνοντας το κόστος δανεισμού και για το Ελληνικό Δημόσιο. Παρ' όλα αυτά, τους τελευταίους μήνες του 2023 οι αποδόσεις των ομολόγων σημείωσαν μια αποκλιμάκωση, δεδομένης της παύσης των συνεχών αυξήσεων των επιτοκίων από την ΕΚΤ και της ανάκτησης της επενδυτικής βαθμίδας για την Ελλάδα. Παράλληλα, το 2023 ολοκληρώθηκε με εξαιρετικές επιδόσεις για την ελληνική αγορά θεσμικών διαχειριστών, καταγράφοντας θετικές αποδόσεις, αυξημένα ενεργητικά και εισροές κεφαλαίων.

Μετά την επιστροφή της Ελλάδας στην επενδυτική βαθμίδα μέσα στο 2023 από τους οίκους αξιολόγησης Rating and Investment Information (R&I), Scope Ratings, DBRS Morningstar, Standard & Poor's και πιο πρόσφατα από τον οίκο Fitch (Πίνακας 1.4.1), στόχος είναι η εξασφάλιση επενδυτικής βαθμίδας και από τον αμερικανικό οίκο αξιολόγησης Moody's. Αξίζει να σημειωθεί ότι η ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας έχει πολλαπλά οφέλη, καθώς οδηγεί σε μειωμένο κόστος δανεισμού για το Δημόσιο και τις επιχειρήσεις, καθιστά τις ελληνικές μετοχές και τα ομόλογα επιλέξιμα από πολύ μεγαλύτερο επενδυτικό κοινό, ενώ μπορεί να συμβάλλει θετικά και στην επιστροφή της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς στις ανεπτυγμένες αγορές.

Στο παρόν άρθρο παρουσιάζεται μια σύντομη ανασκόπηση της πορείας της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς κατά το 2023, με έμφαση σε βασικούς χρηματιστηριακούς δείκτες και μεγέθη. Επιπλέον, παρουσιάζεται η πορεία της αγοράς ομολόγων για το 2023, καθώς και η πορεία του κλάδου θεσμικής διαχείρισης για την ίδια περίοδο. Η τελευταία ενότητα του άρθρου συνοψίζει και ολοκληρώνει το άρθρο.

#### 1.4.2. Η πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς κατά το 2023

Το έτος 2023 ολοκληρώθηκε με εντυπωσιακές αποδόσεις για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, με τον Γενικό Δείκτη (Γ.Δ.) του Χρηματιστηρίου Αθηνών

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1.4.1 Πιστοληπτική ικανότητα Ελλάδας**

Εταιρείες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας	Πιστοληπτική ικανότητα	Προοπτική	Τελευταία αξιολόγηση
Moody's	Ba1	Σταθερή	Σεπτέμβριος 2023
Fitch	BBB-	Σταθερή	Δεκέμβριος 2023
Standard & Poor's	BBB-	Σταθερή	Οκτώβριος 2023
Rating and Investment (R&I)	BBB-	Σταθερή	Ιούλιος 2023
DBRS Morningstar	BBB(Low)	Σταθερή	Σεπτέμβριος 2023
Scope Ratings	BBB-	Σταθερή	Αύγουστος 2023

Πηγή: Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (Ο.Δ.ΔΗ.Χ.)-Ιανουάριος 2024.



(Χ.Α.) να σημειώνει από τις υψηλότερες αποδόσεις διεθνώς. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τα στοιχεία του Χ.Α. για το 2023 (Πίνακας 1.4.2), ο Γ.Δ. του Χ.Α. σημείωσε υψηλή θετική απόδοση της τάξης του 39,08%, φτάνοντας τις 1.293,14 μονάδες στις 29/12/2023 από 929,79 μονάδες στις 30/12/2022. Εντυπωσιακά υψηλές ήταν και οι αποδόσεις των δεικτών μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης, με τους δείκτες FTSE/Χ.Α. Mid Cap και Ελληνικός Δείκτης MID & Small Cap να ξεπερνούν τον Γ.Δ. του Χ.Α. σε όρους απόδοσης, καταγράφοντας άνοδο 59,47% και 41,30%, αντίστοιχα, ενώ κοντά στην απόδοση του Γ.Δ. του Χ.Α. κινήθηκαν και οι αποδόσεις των δεικτών ATHEX ESG και FTSE/Χ.Α. Large Cap στο 39,15% και 38,70%, αντίστοιχα.

Εντυπωσιακά υψηλές αποδόσεις καταγράφηκαν και για τους κλαδικούς δείκτες του Χ.Α., με τον δείκτη FTSE/ATHEX ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΕΣ να φτάνει στο 68,92% και τους δείκτες FTSE/ATHEX ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙ-

ΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ και FTSE/Χ.Α. Τράπεζες να ακολουθούν, με αποδόσεις 66,29% και 65,73%, αντίστοιχα. Μοναδική περίπτωση αρνητικής απόδοσης αποτελεί ο δείκτης FTSE/ATHEX ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ σημειώνοντας απώλειες -0,42%. Αξίζει να σημειωθεί η εντυπωσιακή πορεία του τραπεζικού κλάδου, η βελτιωμένη ανθεκτικότητα του οποίου επιβεβαιώνεται και από τις αναβαθμίσεις των συστημικών τραπεζών<sup>1</sup>.

Σύμφωνα με τα στοιχεία του Χ.Α. (2023), η κεφαλαιοποίηση του Χ.Α. (συνολική αξία χαρτοφυλακίου ημεδαπών και αλλοδαπών δικαιούχων μερίδων για το σύνολο των εισηγμένων με τη συμμετοχή του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας - ΤΧΣ) έφτασε τα €80,77 δισ. στα τέλη Δεκεμβρίου 2023, σημειώνοντας σημαντική αύξηση της τάξης του 35% σε σχέση με τα τέλη Δεκεμβρίου του 2022 που ήταν στα €59,82 δισ. Η συμμετοχή των αλλοδαπών δικαιούχων μερίδων (με ΤΧΣ) παραμένει υψηλή και διαμορφώθηκε στο

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 1.4.2 Μονάδες και αποδόσεις για επιλεγμένους δείκτες του Χ.Α. (29/12/2023)

	29/12/2023	Κατ. έτους	Ανώτ. έτους	Δ (%) έτους
FTSE/Χ.Α. Mid Cap	2.250,81	1.411,43	2.253,56	59,47%
Ελληνικός Δείκτης MID & Small Cap	1.929,00	1.365,14	2.011,62	41,30%
Δείκτης ATHEX ESG	1.471,77	1.057,52	1.541,00	39,15%
Γενικός Δείκτης Τιμών Χ.Α.	1.293,14	929,79	1.351,68	39,08%
FTSE/Χ.Α. Large Cap	3.122,79	2.250,77	3.280,71	38,70%
Δείκτης Όλων των Μετοχών Χ.Α.	302,00	231,11	314,56	31,17%
FTSE/ATHEX ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΕΣ	5.081,43	4.480,19	14.456,49	68,92%
FTSE/ATHEX ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	5.014,23	4.054,88	13.100,99	66,29%
FTSE/Χ.Α. Τράπεζες	1.061,62	640,09	1.117,78	65,73%
FTSE/ATHEX ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	5.015,77	4.812,63	11.591,73	41,71%
FTSE/ATHEX ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ & ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	5.072,46	4.512,52	15.048,71	27,48%
FTSE/ATHEX ΒΑΣΙΚΑ ΑΓΑΘΑ	5.088,44	4.557,73	5.642,34	25,28%
FTSE/ATHEX ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	4.869,63	4.131,69	17.078,41	24,24%
FTSE/ATHEX ΕΝΕΡΓΕΙΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	4.987,63	4.162,64	9.803,86	20,31%
FTSE/ATHEX ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	4.960,50	4.558,45	8.268,86	-0,42%

Πηγή: Ημερήσιο δελτίο τιμών Χ.Α. 29/12/2023.

1. Βλ. Ανακοίνωση S&P της 14<sup>ης</sup> Δεκεμβρίου 2023.

64,37% στα τέλη Δεκεμβρίου 2023, πραγματοποιώντας εκροές €17,63 εκατ. και το 55,1% των συνολικών συναλλαγών τον Δεκέμβριο του 2023. Η αξία συναλλαγών του Δεκεμβρίου 2023 έφτασε τα €1.899,19 εκατ., καταγράφοντας αύξηση της τάξης του 64,7% σε σχέση με τον Δεκέμβριο του 2022 που ήταν στα €1.152,80 εκατ. Επιπλέον, η χρηματική αξία των διακανονισμένων συναλλαγών σε μετοχές καταγράφεται αυξημένη τον Δεκέμβριο του 2023 στα €1.865,44 εκατ. από €1.130,74 εκατ. τον Δεκέμβριο του 2022, σημειώνοντας άνοδο και για το σύνολο του 2023 στα €27.265,77 εκατ. από €17.975,38 εκατ. το 2022. Παράλληλα, να σημειωθεί ότι, σύμφωνα με τα στοιχεία του Χ.Α. για τη ρυθμιζόμενη αγορά<sup>2</sup>, το 2023 αντλήθηκαν €896,5 εκατ. από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και €237,7 εκατ. από νέες εισαγωγές στην κύρια αγορά, από €494,2 εκατ. και €114,2 εκατ., αντίστοιχα, το 2022.

Εξετάζοντας την αβεβαιότητα για τη βραχυπρόθεσμη πορεία της αγοράς με τη βοήθεια του δείκτη τεκμαρτής μεταβλητότητας KEPE GRIV, του λεγόμενου δείκτη «φόβου», παρατηρείται μείωση της αβεβαιότητας στα τέλη του 2023 σε σχέση με τα τέλη της προηγούμενης χρονιάς. Ο συγκεκριμένος δείκτης εκφράζει την αβεβαιότητα των συμμετεχόντων 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. Πιο συγκεκριμένα, η τιμή του δείκτη KEPE GRIV μειώθηκε τον Δεκέμβριο του 2023, φτάνοντας το 23,86% στις 29/12/2023 από 26,68% στις 30/11/2023. Ο δείκτης παρέμεινε σε επίπεδα χαμηλότερα του ιστορικού μέσου όρου του (από τον Ιανουάριο του 2004) για την ελληνική αγορά, ο οποίος είναι στο 32,34%. Επιπλέον, η μέση ημερήσια τιμή του δείκτη μειώθηκε, φτάνοντας το 25,34% τον Δεκέμβριο του 2023 από 30,22% τον Νοέμβριο του 2023 και 29,77% τον Δεκέμβριο του 2022. Η τιμή του δείκτη στα τέλη Δεκεμβρίου 2023 καταγράφεται μειωμένη σε σχέση με τα τέλη Δεκεμβρίου 2022 που ήταν στο 28,48%, αντανakλώντας τη θετική πορεία της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, με διακυμάνσεις εντός του έτους.

### 1.4.3. Έντοκα γραμμάτια, ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου και εταιρικά ομόλογα το 2023

Κατά το 2023, η αγορά ομολόγων συνέχισε να δέχεται πιέσεις από τις αλληπάλληλες αυξήσεις των επι-

τοκίων από τις Κεντρικές Τράπεζες, με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) να πραγματοποιεί στις 14 Σεπτεμβρίου 2023 την έκτη κατά σειρά αύξηση των βασικών της επιτοκίων για το 2023 (τη δέκατη κατά σειρά από τον Ιούλιο του 2022), με στόχο την έγκαιρη επαναφορά του πληθωρισμού στον μεσοπρόθεσμο στόχο της ΕΚΤ του 2%<sup>3</sup>. Στις επόμενες δύο συνεδριάσεις της ΕΚΤ<sup>4</sup> τα επιτόκια παρέμειναν αμετάβλητα (επιτόκια πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης 4,50%, διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης 4,75% και διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων 4,00%), με τον πληθωρισμό να υποχωρεί και την ΕΚΤ να θεωρεί ότι «οι προηγούμενες αυξήσεις των επιτοκίων εξακολουθούν να μεταδίδονται δυναμικά στην οικονομία». Σημειώνεται ότι, κατά τους τελευταίους μήνες του 2023, παρατηρήθηκε αποκλιμάκωση και των αποδόσεων των ομολόγων, δεδομένης της παύσης των συνεχών αυξήσεων των επιτοκίων από την ΕΚΤ και της ανάκτησης της επενδυτικής βαθμίδας.

Άμεση συνέπεια των αυξημένων επιτοκίων κατά τη διάρκεια του 2023 ήταν και η αύξηση του κόστους δανεισμού για το Ελληνικό Δημόσιο, όπως αυτό αποτυπώνεται και στις αποδόσεις των νέων εκδόσεων του Ελληνικού Δημοσίου. Πιο συγκεκριμένα, εξετάζοντας τις εκδόσεις εντόκων γραμματίων του Δημοσίου (ΕΓΔ) που πραγματοποιήθηκαν κατά το 2023 (Πίνακας 1.4.3), παρατηρείται ότι οι αποδόσεις τους καταγράφονται αυξημένες σε σχέση με τα τέλη του 2022 για όλες τις εκδόσεις ΕΓΔ 13, 26 και 52 εβδομάδων, με τη μεγαλύτερη άνοδο να καταγράφεται για τα ΕΓΔ 13 εβδομάδων. Επιπλέον, εξετάζοντας τα επιτόκια των τίτλων αναφοράς του Ελληνικού Δημοσίου σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2023 (Διάγραμμα 1.4.1), παρατηρούμε ότι, αν και η μέση μηνιαία απόδοση των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου καταγράφεται αυξημένη τον Οκτώβριο του 2023 σε σχέση με τον Δεκέμβριο του 2022 για όλες τις διάρκειες, κατά τους τελευταίους μήνες του 2023 παρατηρήθηκε αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ομολόγων με αποτέλεσμα, στα τέλη του έτους, η μέση μηνιαία απόδοση των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου να καταγράφεται μειωμένη σε σχέση με τον Δεκέμβριο του 2022 για όλες τις διάρκειες. Το δεκαετές ομόλογο σημείωσε τη μεγαλύτερη μείωση.

Τέλος, με θετικές αποδόσεις ολοκλήρωσαν το 2023 οι δείκτες εταιρικών ομολόγων του Χ.Α. Σύμφωνα με τα στοιχεία του Χ.Α., ο Ελληνικός Δείκτης Τιμών Εται-

2. Ετήσιες Εκδόσεις Χ.Α. 2023 και 2022, Αντληθέντα Κεφάλαια.

3. Βλ. Ανακοίνωση ΕΚΤ της 14<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου 2023.

4. Βλ. Ανακοίνωση ΕΚΤ της 14<sup>ης</sup> Δεκεμβρίου 2023 και Ανακοίνωση ΕΚΤ της 26<sup>ης</sup> Οκτωβρίου 2023.

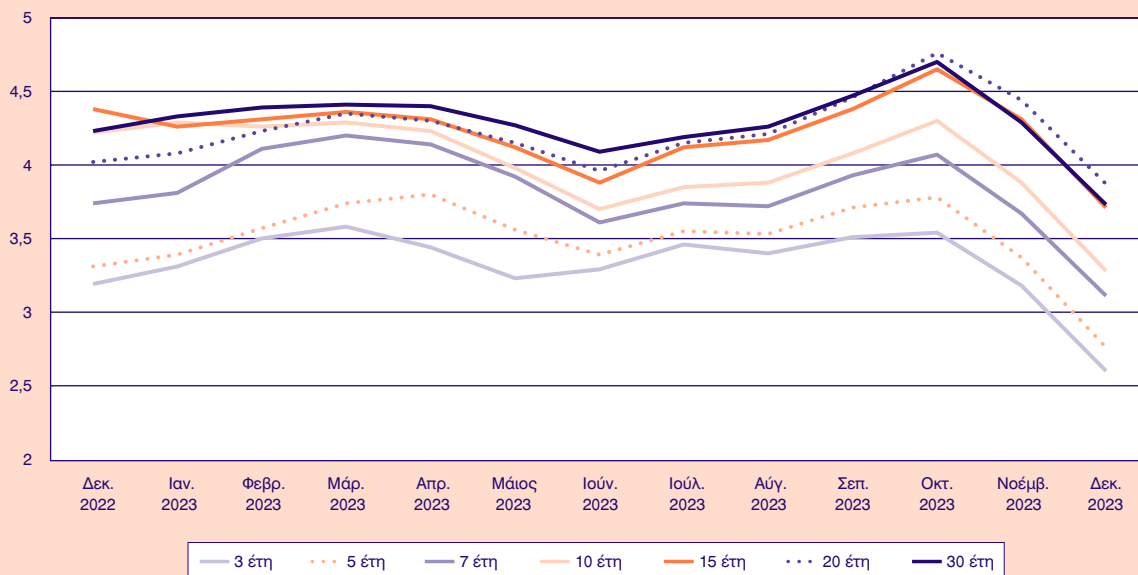
**ΠΙΝΑΚΑΣ 1.4.3 Επιτόκια εντόκων γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου  
(εκδόσεις από τα τέλη του 2022 έως και τα τέλη του 2023)**

Ημ/νία έκδοσης	13 εβδομάδων	Ημ/νία έκδοσης	26 εβδομάδων	Ημ/νία έκδοσης	52 εβδομάδων
1/11/2023	3,88%	27/12/2023	3,87%	6/12/2023	3,70%
4/10/2023	3,90%	29/11/2023	3,84%	6/9/2023	3,81%
2/8/2023	3,72%	25/10/2023	3,92%	7/6/2023	3,84%
5/7/2023	3,59%	27/9/2023	3,90%	8/3/2023	3,75%
3/5/2023	3,20%	23/8/2023	3,83%	7/12/2022	2,73%
5/4/2023	3,04%	26/7/2023	3,80%		
1/2/2023	2,47%	28/6/2023	3,65%		
4/1/2023	2,18%	31/5/2023	3,50%		
2/11/2022	1,79%	26/4/2023	3,50%		
		29/3/2023	3,15%		
		22/2/2023	3,07%		
		25/1/2023	2,40%		
		28/12/2022	2,50%		

Πηγή: Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών.

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.4.1**

**Μέση μηνιαία απόδοση (%) τίτλων αναφοράς του Ελληνικού Δημοσίου (Ιαν. 2022-Δεκ. 2023)  
για διάρκειες 3, 5, 7, 10, 15, 20 και 30 ετών**



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.



ρικών Ομολόγων<sup>5</sup> κατέγραψε απόδοση 5,09% και ο Ελληνικός Δείκτης Εταιρικών Ομολόγων<sup>6</sup> απόδοση 8,90% το 2023<sup>7</sup>. Παρ' όλα αυτά, μείωση σημείωσε η χρηματική αξία των διακανονισμένων συναλλαγών σε εταιρικά ομόλογα, φτάνοντας τα €221,11 εκατ. από €242,33 εκατ. το 2022. Αξίζει να σημειωθεί ότι, σύμφωνα με τα στοιχεία του Χ.Α. για τη ρυθμιζόμενη αγορά<sup>8</sup>, το 2023 αντλήθηκαν €600 εκατ. μέσω έκδοσης δύο εταιρικών ομολόγων, έναντι €430 εκατ. το 2022 με τρεις εκδόσεις εταιρικών ομολόγων.

#### 1.4.4. Η πορεία του κλάδου θεσμικής διαχείρισης το 2023

Σύμφωνα με τα στοιχεία της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών (Ε.Θ.Ε.) (2024), το 2023 μπορεί να χαρακτηριστεί ως χρονιά εξαιρετικών επιδόσεων για την ελληνική αγορά θεσμικών διαχειριστών. Πιο συγκεκριμένα, το συνολικό ύψος των υπό διαχείριση κεφαλαίων ανήλθε στα €29,51 δισ. στο τέλος του 2023, σημειώνοντας εντυπωσιακή αύξηση της τάξης του 29,21% σε σχέση με το τέλος του 2022. Η σύνθεση των κεφαλαίων αυτών στις 31/12/2023 αφορούσε κατά 53,5% σε Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (Ο.Σ.Ε.Κ.Α.), 30,2% τον τομέα του Asset Management, 15,6% τις Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιου-

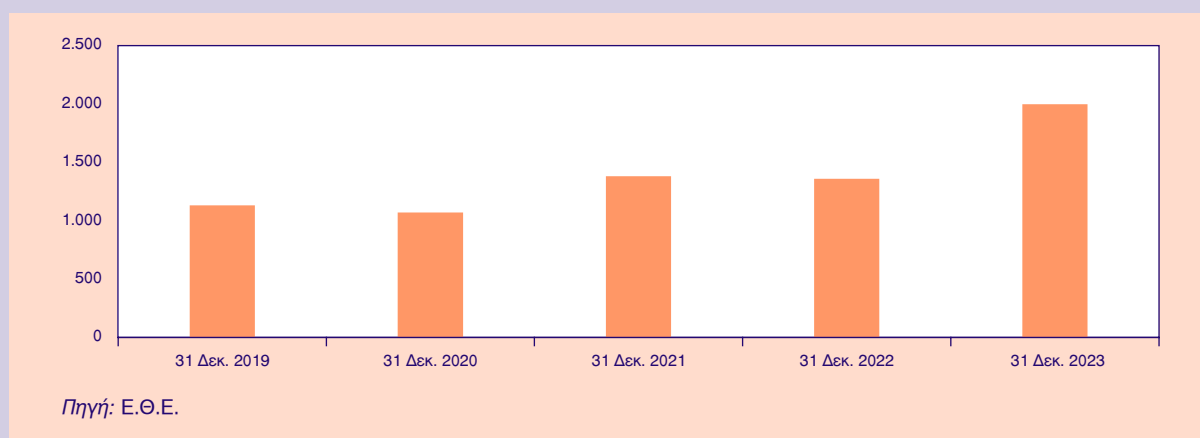
σία (Α.Ε.Ε.Α.Π.)<sup>9</sup> και 0,7% τους Οργανισμούς Εναλλακτικών Επενδύσεων (Ο.Ε.Ε.).

Πιο συγκεκριμένα, εστιάζοντας στους Ο.Σ.Ε.Κ.Α., καταγράφηκε σημαντική αύξηση στο συνολικό ύψος των υπό διαχείριση κεφαλαίων των Ο.Σ.Ε.Κ.Α. που διαχειρίζονται ελληνικές Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) κατά 44% από την αρχή του 2023, φτάνοντας τα €15,8 δισ. στις 31/12/2023 (€12,87 δισ. σε Ο.Σ.Ε.Κ.Α. ν.4099/12 και €2,92 δισ. σε Ο.Σ.Ε.Κ.Α. Ε.Ε.). Το συνολικό ενεργητικό αφορά κατά 41% σε Ο.Σ.Ε.Κ.Α. ομολογιακούς, το 20% σε μικτούς, το 15% σε Funds of Funds, το 15% σε μετοχικούς, το 5% σε χρηματαγοράς και το 4% σε σύνθετους. Επιπλέον, κατά το 2023 πραγματοποιήθηκαν συνολικές εισροές κεφαλαίων στους Ο.Σ.Ε.Κ.Α. ύψους €3,2 δισ.

Εξετάζοντας τις αποδόσεις για το 2023, όλες οι κατηγορίες Ο.Σ.Ε.Κ.Α. σημείωσαν θετικές αποδόσεις, με τους Μετοχικούς Ο.Σ.Ε.Κ.Α. να ξεχωρίζουν. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τα στοιχεία της Ε.Θ.Ε. (2024), οι υψηλότερες αποδόσεις καταγράφηκαν στις κατηγορίες Μετοχικοί Ο.Σ.Ε.Κ.Α. Ελλάδας (40,34%), Μετοχικοί Ο.Σ.Ε.Κ.Α. Δείκτη (39,33%), Μετοχικοί Ο.Σ.Ε.Κ.Α. Αμερικής (23,13%), Μετοχικοί Ο.Σ.Ε.Κ.Α. Διεθνείς (20,80%) και ακολουθούν οι Μικτοί Ο.Σ.Ε.Κ.Α. (16,58%)<sup>10</sup>. Παράλληλα, το συνολικό ενεργητικό των

#### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.4.2

Ενεργητικό Μετοχικών Ο.Σ.Ε.Κ.Α. Ελλάδας, σε εκατ. € (31/12/2019-31/12/2023)



5. Για τον υπολογισμό του χρησιμοποιείται η καθαρή τιμή του κάθε ομολόγου.
6. Για τον υπολογισμό του χρησιμοποιείται η καθαρή τιμή, οι δεδουλευμένοι τόκοι και η αξία των καταβολών κάθε ομολόγου.
7. Αποδόσεις στις 27/12/2023 σύμφωνα με το Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χ.Α. στις 29/12/2023.
8. Ετήσιες Εκδόσεις Χ.Α. 2023 και 2022, Αντληθέντα Κεφάλαια.
9. Στις 30/6/2023 (τελευταία δημοσιευμένα στοιχεία), βλ. Ε.Θ.Ε. (2024).
10. Μέση απόδοση κατηγορίας Ο.Σ.Ε.Κ.Α., μη συμπεριλαμβανομένων των ΟΣΕΚΑ που δραστηριοποιήθηκαν μέσα στο 2023.

Μετοχικών Ο.Σ.Ε.Κ.Α. Ελλάδας, που σημείωσαν και την υψηλότερη ετήσια απόδοση για το 2023, καταγράφεται αυξημένο κατά 47% σε σχέση με τα τέλη του προηγούμενου έτους (Διάγραμμα 1.4.2).

#### 1.4.5. Σύνοψη

Οι θετικές εξελίξεις στην ελληνική οικονομία, σε συνδυασμό με την ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας, συνέβαλαν σημαντικά στην εντυπωσιακή θετική επίδοση του ελληνικού χρηματιστηρίου για το 2023, με τους δείκτες μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης, αλλά και τους κλαδικούς δείκτες του Χ.Α. βιομηχανιών, χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και τραπεζών να ξεχωρίζουν. Παράλληλα, το 2023 ολοκληρώθηκε με αυξημένη κεφαλαιοποίηση και αξία συναλλαγών σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Το ίδιο χρονικό διάστημα, η αγορά ομολόγων επηρεάστηκε από τις αλληπάλληλες αυξήσεις των επιτοκίων από την ΕΚΤ, με το κόστος δανεισμού να αυξάνεται για το Ελληνικό Δημόσιο. Παρ' όλα αυτά, οι αποδόσεις των ομολόγων ολοκλήρωσαν τη χρονιά σε επίπεδα χαμηλότερα σε σχέση με τον Δεκέμβριο του 2022 σε συνέχεια και της παρατηρούμενης αποκλιμάκωσης των αποδόσεων κατά τους τελευταίους μήνες του 2023, δεδομένης της παύσης των συνεχών αυξήσεων των επιτοκίων

από την ΕΚΤ και της ανάκτησης της επενδυτικής βαθμίδας για την Ελλάδα. Επιπλέον, το 2023 ολοκληρώθηκε με εξαιρετικές επιδόσεις για την ελληνική αγορά θεσμικών διαχειριστών, καταγράφοντας θετικές αποδόσεις, αυξημένα ενεργητικά και εισροές κεφαλαίων, με τους μετοχικούς Ο.Σ.Ε.Κ.Α. να ξεχωρίζουν σε όρους απόδοσης.

Η πορεία των αγορών του 2023 διαμορφώνει μεγάλες προσδοκίες για το 2024. Ωστόσο εξακολουθούν να υπάρχουν προκλήσεις αναφορικά με τις γεωπολιτικές εξελίξεις, την αποκλιμάκωση των επιτοκίων και την πορεία του πληθωρισμού. Η ανάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας αποτέλεσε ορόσημο για την ελληνική οικονομία και τις αγορές το 2023 και αναμένεται να αποτελέσει καταλύτη για την επίτευξη του στόχου επιστροφής του Χ.Α. στις ανεπτυγμένες αγορές.

#### Βιβλιογραφία

Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, Δελτίο τύπου 15/1/2024, 12130.

Χρηματιστήριο Αθηνών, AxiaNumbers, Αγορά Χρεογράφων, *Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο Δεκεμβρίου 2022*.

Χρηματιστήριο Αθηνών, AxiaNumbers, Αγορά Χρεογράφων, *Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο Δεκεμβρίου 2023*.

## 1.5. Πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας: Επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομικής ανάκαμψης εν μέσω υψηλής γεωπολιτικής αβεβαιότητας

### Αριστοτέλης Κουτρούλης

*Η συσταλτική νομισματική πολιτική, οι δυσμενείς πιστωτικές συνθήκες, η βραδεία πορεία του διεθνούς εμπορίου και οι χαμηλές δαπάνες για παραγωγικές επενδύσεις συνεχίζουν να αποδυναμώνουν την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα. Εν μέσω αυξημένης γεωπολιτικής αβεβαιότητας, το ενδεχόμενο επιβράδυνσης του ρυθμού ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ για τρίτο συνεχόμενο έτος προβάλλει ως το πιο πιθανό σενάριο.*

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

Το 2023 ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ κινήθηκε σε επίπεδα οριακά χαμηλότερα από αυτά του 2022. Ωστόσο, διαψεύδοντας τις αρχικές προβλέψεις για μεγαλύτερη επιβράδυνση, η παγκόσμια οικονομία επέδειξε ισχυρή ανθεκτικότητα έναντι των αντίξωων νομισματικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών, της μεγάλης γεωπολιτικής αβεβαιότητας, και των ακραίων καιρικών φαινομένων. Σημαντική συμβολή σε αυτό είχαν οι πολύ καλές επιδόσεις που κατέγραψαν το πρώτο εξάμηνο του περασμένου έτους οι οικονομίες των ΗΠΑ, της Ιαπωνίας και ενός μεγάλου τμήματος του αναπτυσσόμενου κόσμου.

Οι προοπτικές για το 2024 είναι λιγότερο ευνοϊκές, καθώς οι περισσότεροι διεθνείς οργανισμοί συγκλίνουν στην εκτίμηση ότι ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί για τρίτο συνεχόμενο έτος. Αντίθετα, βαθμιαία επιτάχυνση του ρυθμού της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης προβλέπεται για το 2025 (βλ. Πίνακα 1.5.1).

Η εκτίμηση για το 2024 αντανακλά τις αρνητικές επιδράσεις της συσταλτικής νομισματικής πολιτικής,

τις δυσμενείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες, τη βραδεία πορεία του διεθνούς εμπορίου και τις χαμηλές δαπάνες για παραγωγικές επενδύσεις. Κυρίως όμως αντανακλά τη μεγάλη ανησυχία και αβεβαιότητα που επικρατεί στις τάξεις των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, λόγω των αυξημένων κινδύνων που απειλούν την εύρυθμη λειτουργία της οικονομικής δραστηριότητας παγκοσμίως. Πράγματι, στις τελευταίες εκθέσεις των διεθνών οργανισμών γίνεται λόγος για ένα αρνητικό ισοζύγιο κινδύνων που συνδέονται με τα εξής ενδεχόμενα: Πρώτον, τη χρονική και γεωγραφική επέκταση των συγκρούσεων στη Μέση Ανατολή με αποτέλεσμα τη δημιουργία διαταραχών στην παγκόσμια αγορά ενέργειας και την εκτροπή των ενεργειακών τιμών σε μια νέα ανοδική πορεία. Δεύτερον, τη διατήρηση του πληθωρισμού σε υψηλά επίπεδα παρά την άσκηση συσταλτικής νομισματικής πολιτικής. Τρίτον, την αύξηση των πιέσεων στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου λόγω υψηλών επιτοκίων με περαιτέρω επιπτώσεις στη χρηματοδότηση δημοσίων και ιδιωτικών επενδύσεων. Τέταρτον, την άνοδο του κινεζικού ΑΕΠ σε επίπεδα χαμηλότερα των προβλέψεων. Πέμπτον, τον κατακερματισμό του διεθνούς εμπορίου λόγω της υιοθέτησης επιπρόσθετων προστατευτικών μέτρων. Τέλος, την επανάληψη ακραίων καιρικών φαινομένων που θέτουν σε δοκιμασία τη γεωργία και άλλες οικονομικές δραστηριότητες (IMF, 2024· UN, 2024· World Bank, 2024 και OECD 2023).

Φυσικά, κανείς δεν μπορεί να προεξοφλήσει το μέλλον. Το 2023 η παγκόσμια οικονομία αποδείχθηκε ιδιαίτερα ανθεκτική έναντι των διαταραχών που έλαβαν χώρα κατά τη διάρκεια του έτους. Το ίδιο μπορεί να συμβεί και φέτος. Επιπλέον, κανείς δεν μπορεί να αποκλείσει μια θετικότερη της αναμενόμενης μεταβολή των παραπάνω παραγόντων (π.χ., ταχύτερη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, επιστροφή της κινεζικής οικονομίας σε υψηλότερους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης, βελτίωση των προσδοκιών και της εμπιστοσύνης των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, κ.λπ.). Προφανώς, η παρούσα οικονομική συγκυρία δεν αφήνει πολλά περιθώρια για ασφαλείς προβλέψεις.

#### 1.5.2. Πληθωρισμός, απασχόληση και επενδύσεις

Έπειτα από μια πολύμηνη πορεία ανόδου και μεγάλης μεταβλητότητας, η μέση ετήσια τιμή του παγκόσμιου πληθωρισμού το 2023 πέρασε σε φάση αποκλιμάκωσης. Ωστόσο, καθ' όλη τη διάρκεια του έτους

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1.5.1 Πραγματικό Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν<sup>1,2</sup>**  
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2023*				2024**				2025**						
	ΑΝΤ	ΕΕ	ΟΟΣΑ	ΠΤ	ΗΕ	ΑΝΤ	ΕΕ	ΟΟΣΑ	ΠΤ	ΗΕ	ΑΝΤ	ΕΕ	ΟΟΣΑ	ΠΤ	ΗΕ
Παγκόσμια οικονομία	3,1	3,1	2,9	2,6	2,7	3,1	2,9	2,7	2,4	2,4	3,2	3,2	3	2,7	2,7
Προηγμένες οικονομίες	1,6	1,7	:	1,5	1,6	1,5	1,5	:	1,2	1,3	1,8	1,9	:	1,6	1,6
ΗΠΑ	2,5	2,4	2,4	2,5	2,5	2,1	1,4	1,5	1,6	1,4	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7
Ευρωζώνη	0,5	0,6	0,6	0,4	0,6	0,9	1,2	0,9	0,7	1,1	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5
Ιαπωνία	1,9	1,9	1,7	1,8	1,7	0,9	0,8	1	0,9	1,2	0,8	0,6	1,2	0,8	1,1
Ηνωμένο Βασίλειο	0,5	0,6	0,5	:	0,5	0,6	0,5	0,7	:	0,4	1,6	1,3	1,2	:	1
<b>Αναπτυσσόμενες οικονομίες</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>:</b>	<b>4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>:</b>	<b>3,9</b>	<b>4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>:</b>	<b>4</b>	<b>4,2</b>
Βραζιλία	3,1	2,8	3	3,1	3,1	1,7	1,6	1,8	1,5	1,6	1,9	1,8	2	2,2	2,3
Ρωσία	3	2	:	2,6	2,7	2,6	1,6	:	1,3	1,3	1,1	1,6	:	0,9	1,5
Ινδία	6,7	6,6	6,3	6,3	6,3	6,5	6,1	6,1	6,4	6,2	6,5	6,5	6,5	6,5	6,6
Κίνα	5,2	5,2	5,2	5,2	5,3	4,6	4,6	4,7	4,5	4,7	4,1	4,6	4,2	4,3	4,5

Πηγές: IMF (2024)· European Commission (2023)· OECD (2023)· United Nations (2024) και World Bank (2024).

\* 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.

παρέμεινε σε υψηλότερα επίπεδα από τον μέσο όρο της περιόδου 2010-2019. Ειδικότερα, από την ιστορικά υψηλή τιμή του 8,7% το 2022, έπεσε στο 6,8% το 2023 (IMF, 2024). Λόγω της υποχώρησης των διεθνών τιμών ενέργειας, της εξασθένησης της παγκόσμιας ζήτησης και της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής, ο παγκόσμιος πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί σε ακόμα πιο χαμηλά επίπεδα το 2024, φτάνοντας το 5,8% (IMF, 2024).

Η πιο θεαματική υποχώρηση του ρυθμού αύξησης των τιμών κατά το περασμένο έτος καταγράφηκε στις προηγμένες οικονομίες, όπου ο μέσος πληθωρισμός του συνόλου του προηγμένου κόσμου σημείωσε πτώση της τάξης των 3 ποσοστιαίων μονάδων (βλ. Πίνακα 1.5.2). Αν και ο πυρήνας του πληθωρισμού εξακολουθεί να διατηρείται σε υψηλά επίπεδα λόγω των αυξήσεων στις τιμές των υπηρεσιών, οι διεθνείς οργανισμοί προβλέπουν για το 2024 περαιτέρω υποχώρηση του πληθωρισμού κατά 2 ποσοστιαίες μονάδες (IMF, 2024 και UN, 2024).

Αντίθετα με τις προηγμένες οικονομίες, η πτώση του πληθωρισμού στις αναπτυσσόμενες οικονομίες κατά το τρέχον έτος θα είναι οριακή (βλ. Πίνακα 1.5.2). Πέρα από μια σειρά δομικών προβλημάτων που παρεμβάλλονται στη διαμόρφωση των τιμών σε πολλά τμήματα του αναπτυσσόμενου κόσμου, η πιο προφανής εξήγηση αυτής της διαφοροποίησης σχετίζεται με τις εξελίξεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες των εθνικών νομισμάτων αυτών των κρατών έναντι του αμερικανικού δολαρίου. Ειδικότερα, η συνεχής ενίσχυση του αμερικανικού δολαρίου –του νομίσματος με το οποίο διενεργούνται οι διεθνείς εμπορικές συναλλαγές– έναντι του εθνικού νομίσματος μιας αναπτυσσόμενης οικονομίας εμποδίζει τη μετάδοση της πτώσης των διεθνών τιμών στην εγχώρια αγορά της. Με άλλα λόγια, οι εγχώριες τιμές σε πολλές αναπτυσσόμενες οικονομίες δεν υφίστανται τις καθοδικές πιέσεις από τη μείωση των διεθνών τιμών, όπως συμβαίνει στις προηγμένες οικονομίες με ισχυρά εθνικά νομίσματα.

Οι δυσμενείς αλληλεπιδράσεις των νομισματικών και χρηματοπιστωτικών εξελίξεων και η συνεχιζόμενη επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ δεν δείχνουν, τουλάχιστον προς το παρόν, να έχουν επηρεάσει αρνητικά την απασχόληση. Πράγματι, στις περισσότερες προηγμένες οικονομίες τα ποσοστά ανεργίας είναι χαμηλότερα από αυτά που ίσχυαν πριν το ξέσπασμα της πανδημίας, αγγίζοντας σε ορισμένες περιπτώσεις ιστορικά χαμηλά επίπεδα (βλ. Πίνακα 1.5.3). Ωστόσο, υπάρχουν σαφείς ενδείξεις ότι οι συνθήκες στενότητας που επικράτησαν το τελευταίο διάστημα έχουν αρχίσει να χαλαρώνουν (επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης της απασχόλησης,

χαμηλότερα ποσοστά παραιτήσεων για ανεύρεση καλύτερων θέσεων εργασίας, λιγότερες κενές θέσεις εργασίας, αύξηση της προσφοράς εργασίας, περιορισμένες αυξήσεις των ονομαστικών μισθών και, σε ορισμένες περιπτώσεις, οριακή αύξηση της ανεργίας) (IMF, 2024 και OECD, 2023).

Στον αναπτυσσόμενο κόσμο η ανεργία βρίσκεται σε καθοδική πορεία στην Κίνα, τη Βραζιλία και την Τουρκία. Ωστόσο, στις περισσότερες οικονομίες η ανεργία παραμένει σε υψηλά επίπεδα. Ταυτόχρονα, προβλήματα, όπως η ανασφάλιστη εργασία, η υψηλή ανεργία των νέων και οι διακρίσεις φύλου όσον αφορά τις αμοιβές και την κατάληψη θέσεων ευθύνης, εξακολουθούν να υφίστανται. Σύμφωνα με τις αναλύσεις των Ηνωμένων Εθνών, οι συνθήκες στις αγορές εργασίας του αναπτυσσόμενου κόσμου θα επιδεινωθούν κατά τη διάρκεια του 2024, καθώς η σφικτή νομισματική αναμένεται να αφήσει το αρνητικό της αποτύπωμα με χρονική υστέρηση (UN, 2024).

Αναφορικά με τις επενδύσεις, ο σχηματισμός παγίου κεφαλαίου σε παγκόσμια κλίμακα και σε πραγματικούς όρους αυξήθηκε κατά 1,9% το 2023, δηλαδή 1,4 ποσοστιαίες μονάδες κάτω από το 2022 και 2,1 ποσοστιαίες μονάδες κάτω από τον μέσο όρο της περιόδου 2011-2019 (UN, 2024). Ο μειούμενος ρυθμός αύξησης των επενδύσεων τα τελευταία χρόνια αφορά τόσο τις προηγμένες όσο και τις αναπτυσσόμενες οικονομίες, με το πρόβλημα να εντοπίζεται κυρίως στους κλάδους της μεταποίησης και των κατασκευών. Αντίθετα, οι επενδύσεις στον τομέα της ενέργειας σημείωσαν αξιόλογες αυξήσεις, με την 'καθαρή' ενέργεια να εμφανίζει τα υψηλότερα ποσοστά αύξησης. Εντούτοις, τα επενδυτικά έργα σε ανανεώσιμες πηγές ενέργειας είναι συγκεντρωμένα στις προηγμένες οικονομίες. Επιπλέον, η κλίμακα των έργων αυτών υπολείπεται της απαιτούμενης, ώστε να επιτευχθούν οι στόχοι μηδενικής εκπομπής ρύπων ως το 2050. Σχετικά με το περιβάλλον, ανησυχία προκαλεί και η αύξηση των επενδύσεων στην εξόρυξη ορυκτών καυσίμων ή σε εγκαταστάσεις που χρησιμοποιούν ορυκτά καύσιμα (UN, 2024).

Έχει διαπιστωθεί ότι η ποσοτική χαλάρωση και τα χαμηλά επιτόκια των προηγούμενων ετών δεν έδωσαν την προσδοκώμενη ώθηση στην πραγματοποίηση παραγωγικών επενδύσεων. Αξίζει δε να σημειωθεί ότι ένα μεγάλο τμήμα των κεφαλαίων που άντλησε ο επιχειρηματικός τομέας στο ίδιο διάστημα επαναδιοχετεύθηκε στο χρηματοπιστωτικό σύστημα είτε μέσω της αύξησης των επενδύσεων χαρτοφυλακίου είτε μέσω της προσπάθειας περιορισμού της μόχλευσης των επιχειρήσεων. Δεδομένης αυτής της τάσης και δεδομένης της παρούσας οικονομικής συγκυρίας (ποσοτική σύσφιξη, υψηλά επιτόκια και μεγάλος βαθ-

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1.5.2 Πληθωρισμός<sup>1</sup>**  
(ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2023*			2024**			2025**					
	ΔΝΤ	ΕΕ	ΟΟΣΑ	ΗΕ	ΔΝΤ	ΕΕ	ΟΟΣΑ	ΗΕ	ΔΝΤ	ΕΕ	ΟΟΣΑ	ΗΕ
<b>Παγκόσμια οικονομία</b>	6,8	:	:	8,1	5,8	:	:	5,7	4,4	:	:	:
<b>Προηγμένες οικονομίες</b>	4,6	:	:	4,8	2,6	:	:	2,8	2	:	:	2,2
ΗΠΑ	:	4,2	3,9	4,1	:	3	2,8	2,5	:	2,2	2,2	2,2
Ευρωζώνη	:	5,6	5,5	5,5	:	3,2	2,9	3	:	2,2	2,3	2,2
Ιαπωνία	:	3,3	3,2	3,3	:	2,7	2,6	2,7	:	2,2	2	1,8
Ηνωμένο Βασίλειο	:	7,3	7,3	7,4	:	3,6	2,9	3,6	:	2,5	1,9	2,5
<b>Αναπτυσσόμενες οικονομίες</b>	8,4	:	:	6,9	8,1	:	:	6,6	6	:	:	4,4
Βραζιλία	:	:	4,6	4,9	:	:	3,2	4,2	:	:	3	3,5
Ρωσία	:	6	:	7,3	:	4,6	:	4,8	:	4	:	4
Ινδία	:	:	6,1	5,7	:	:	5,3	4,5	:	:	4,2	4
Κίνα	:	:	0,4	0,4	:	:	1	1,6	:	:	1,5	2

Πηγές: IMF (2024)· European Commission (2023)· OECD (2023) και United Nations (2024).

\* Εκτιμήσεις, \*\* Προβλέψεις.

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



### ΠΙΝΑΚΑΣ 1.5.3 Ανεργία (προηγμένες οικονομίες, ποσοστά επί του συνολικού εργατικού δυναμικού)

	2023*		2024**		2025**	
	ΕΕ	ΟΟΣΑ	ΕΕ	ΟΟΣΑ	ΕΕ	ΟΟΣΑ
ΗΠΑ	3,7	3,6	4,1	4,1	3,9	4,2
Ευρωζώνη	6,6	6,5	6,6	6,6	6,4	6,5
Ιαπωνία	2,5	2,6	2,4	2,5	2,4	2,4
Ηνωμένο Βασίλειο	4,3	4,3	4,7	4,7	4,6	4,9

Πηγές: European Commission (2023) και OECD (2023).

\* Εκτιμήσεις, \*\* Προβλέψεις.

μός αβεβαιότητας), ο ρυθμός αύξησης των παραγωγικών επενδύσεων σε παγκόσμιο επίπεδο θα παραμείνει υποτονικός καθ' όλη τη διάρκεια του 2024.

### 1.5.3. Οικονομικές εξελίξεις ανά τον κόσμο

#### Προηγμένες οικονομίες

Στις προηγμένες οικονομίες η επιβράδυνση του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης το 2023 ήταν λιγότερο έντονη από την αναμενόμενη, κυρίως λόγω των θετικών εξελίξεων στην αγορά εργασίας και της ενίσχυσης της ιδιωτικής κατανάλωσης. Το 2024 εκτιμάται ότι ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί περαιτέρω (βλ. Πίνακα 1.5.1), καθώς τόσο η κατανάλωση όσο και οι επενδύσεις θα επιβαρυνθούν από τα υψηλά επιτόκια (World Bank, 2024).

Αναλυτικότερα, έπειτα από μια χρονιά καλών οικονομικών επιδόσεων, οι ισχυρές πιέσεις από την άνοδο των επιτοκίων στην κατανάλωση και τις επενδύσεις αναμένεται να συμπαρασύρουν την οικονομία των ΗΠΑ σε βραδύτερους ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης το 2024. Αντίθετα, (οριακά) υψηλότερος εκτιμάται ότι θα είναι φέτος ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ στην Ευρωζώνη εξαιτίας της αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού, της αύξησης των πραγματικών μισθών και της διατήρησης των ευνοϊκών συνθηκών στις αγορές εργασίας (ECB, 2023). Στην Ιαπωνία, παρά τη χαλαρότητα της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής, ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης το 2024 εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει κατά μια ποσοστιαία μονάδα περίπου. Η επιδείνωση αυτή αντανακλά εν μέρει την υποχώρηση της εξωτερικής ζήτησης λόγω της επιβράδυνσης των οικο-

νομιών της Κίνας και της ΗΠΑ (UN, 2024). Τέλος, η οικονομία του Ην. Βασιλείου αναμένεται για δεύτερη συνεχή χρονιά να κινηθεί λίγο πιο πάνω από τα όρια της οικονομικής στασιμότητας, με τον ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ να αυξάνει κατά 0,2% περίπου. Δεδομένης της περιοριστικής οικονομικής πολιτικής, η μικρή τόνωση της οικονομίας θα προέλθει από τις ιδιωτικές δαπάνες για κατανάλωση και επενδύσεις (OECD, 2023).

#### Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες

Στον αναπτυσσόμενο κόσμο ο μέσος ετήσιος ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης αναμένεται να διατηρηθεί στα ίδια επίπεδα των δύο προηγούμενων ετών (βλ. Πίνακα 1.5.1). Ωστόσο, από χώρα σε χώρα εντοπίζονται σημαντικές διαφοροποιήσεις. Για παράδειγμα, βελτιωμένες επιδόσεις αναμένονται στις οικονομίες υψηλής επενδυτικής βαθμίδας, με τον ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ να διαμορφώνεται πολύ κοντά στον μέσο όρο της περιόδου πριν το ξέσπασμα της πανδημίας. Αντίθετα, στις οικονομίες χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας η διόγκωση του δημόσιου χρέους και άλλα δομικά προβλήματα αφήνουν λίγα περιθώρια αισιοδοξίας για το άμεσο μέλλον (World Bank, 2024).

Πιο αναλυτικά, στην Κίνα η άνοδος του ΑΕΠ επιταχύνθηκε στο 5,2% το 2023, κυρίως λόγω των χαμηλών επιτοκίων, των αυξημένων δημόσιων δαπανών και της ενισχυμένης ιδιωτικής κατανάλωσης. Για το τρέχον έτος αναμένεται επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας λόγω των δυσμενών συνθηκών που επικρατούν στην αγορά ακινήτων. Αρνητικό ρόλο θα διαδραματίσει και η μειωμένη εξωτερική ζήτηση, η οποία εκτιμάται ότι θα συμπαρασύρει τις επενδύσεις και τη βιομηχανική παραγωγή σε χαμηλότερους



ρυθμούς επέκτασης. Στην Ινδία, ο δυναμισμός που επιδεικνύει η εγχώρια κατανάλωση, σε συνδυασμό με την καλή πορεία της μεταποίησης και του τομέα υπηρεσιών, αναμένεται να διατηρήσουν την οικονομία στους ίδιους ρυθμούς ανάπτυξης με το 2023. Όσον αφορά τη Ρωσία, σε αντίθεση με τις αρχικές προβλέψεις, η οικονομία της το 2023 κατέγραψε θετικούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης. Ωστόσο, ο υψηλότερος πληθωρισμός και η επαναφορά σε καθεστώς περιοριστικής οικονομικής πολιτικής αναμένεται να περιορίσουν τον ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ κατά τη διάρκεια του 2024 (UN, 2024). Κάμψη του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης αναμένεται και στη Βραζιλία καθώς οι εισπράξεις από τις εξαγωγές θα επηρεαστούν αρνητικά από την υποχώρηση των διεθνών τιμών πολλών βασικών εμπορευμάτων.

#### 1.5.4. Διεθνές εμπόριο και διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων

Το 2023 ο ρυθμός επέκτασης του διεθνούς εμπορίου (αγαθά και υπηρεσίες) υποχώρησε στο 0,4% από 5,2% το 2022 (βλ. Πίνακα 1.5.4). Η επιβράδυνση αυτή συνδέεται κυρίως με την καθίζηση της διεθνούς διακίνησης βιομηχανικών προϊόντων. Αντίθετα, το διεθνές εμπόριο υπηρεσιών, ειδικά των υπηρεσιών που σχετίζονται με τον τουρισμό και τις μεταφορές, συνέχισε να ανακάμπτει με ταχύτερους ρυθμούς. Το 2024 αναμένεται ότι θα ενισχυθούν οι διεθνείς εμπορικές ροές, με τον ρυθμό επέκτασης να αυξάνει κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες. Αυτό σημαίνει ότι ο ρυθμός ανόδου του διεθνούς εμπορίου θα παραμείνει και κατά τη διάρκεια του τρέχοντος κάτω από την τάση που είχε διαμορφωθεί πριν το ξέσπασμα της πανδημίας. Γενικά, στους παράγοντες που επιβαρύνουν την επέκταση του διεθνούς εμπορίου περιλαμβάνονται: (α) η στροφή των προτιμήσεων των καταναλωτών από προϊόντα εντάσεως εμπορίου (προϊόντα της μεταποίησης) σε υπηρεσίες των οποίων η παραγωγή δεν απαιτεί μεγάλο όγκο εμπορικών συναλλαγών, (β) η ενίσχυση του δολαρίου ΗΠΑ, (γ) η κλιμάκωση των γεωπολιτικών εντάσεων, (δ) οι δυσμενείς πιστωτικές συνθήκες και η μείωση της χρηματοδότησης του εμπορίου (trade financing), και (ε) η μείωση των εισαγωγών και εξαγωγών από την πλευρά των προηγμένων οικονομιών. Ενδεχομένως, ανασταλτικός είναι και ο ρόλος μιας νέας τάσης επαναπροσδιορισμού των διεθνών εμπορικών σχέσεων με γνώμονα τις διεθνείς διπλωματικές σχέσεις (UN, 2024).

Η επιβράδυνση της διεθνούς ζήτησης κατά τη διάρκεια του περασμένου έτους προκάλεσε την υποχώ-

ρηση των διεθνών τιμών των περισσότερων βασικών εμπορευμάτων. Ωστόσο, το μέσο ετήσιο επίπεδό τους διατηρήθηκε 40% υψηλότερο από αυτό που επικρατούσε πριν το ξέσπασμα της πανδημίας. Στην περίπτωση των ενεργειακών προϊόντων, παρά τις έντονες διακυμάνσεις των διεθνών τιμών ενέργειας λόγω γεωπολιτικών εντάσεων, τόσο η μέση ετήσια τιμή των βασικών τύπων αργού πετρελαίου όσο και η αντίστοιχη τιμή φυσικού αερίου όλων των τύπων κατέγραψαν σημαντικές μειώσεις. Σε χαμηλότερα επίπεδα (κατά 10%) κινήθηκαν και οι διεθνείς τιμές των βασικών μετάλλων λόγω χαμηλής ζήτησης από την πλευρά της Κίνας, που καταναλώνει σε ετήσια βάση το 60% της παγκόσμιας παραγωγής. Τέλος, κατά 9% χαμηλότερες ήταν το 2023 οι μέσες ετήσιες τιμές των βασικών διατροφικών προϊόντων χάρη στις υψηλές αποδόσεις των επισιτιστικών καλλιεργειών<sup>1</sup> σε πολλές γεωγραφικές περιοχές (World Bank, 2024).

Για το τρέχον έτος εκτιμάται ότι η υποχώρηση των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων θα συνεχιστεί. Αναλυτικότερα, η αποδυνάμωση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας, σε συνδυασμό με την επιβράδυνση της κινεζικής οικονομίας, αναμένεται να οδηγήσουν τη μέση ετήσια τιμή του πετρελαίου στα 81 δολάρια ΗΠΑ ανά βαρέλι. Ανάλογη μείωση εκτιμάται ότι θα καταγράψει η τιμή του φυσικού αερίου λόγω της αύξησης της προσφοράς. Οι τιμές

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1.5.4 Ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές στον όγκο του διεθνούς εμπορίου (αγαθά & υπηρεσίες)<sup>1</sup>**

	2023*	2024**	2025**
<b>Παγκόσμια οικονομία</b>	0,4	3,3	3,6
<b>Προηγμένες οικονομίες</b>	0,3	2,6	3,2
<b>Αναπτυσσόμενες οικονομίες</b>	0,6	4,5	4,4

Πηγή: IMF (2024).

\* Εκτιμήσεις, \*\* Προβλέψεις.

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

1. Εξαιρέση αποτελεί η διεθνής τιμή ρυζιού λόγω διοικητικών περιορισμών στις εξαγωγές ρυζιού από την Ινδία.

των βασικών μετάλλων θα υποχωρήσουν και αυτές εξαιτίας της περιορισμένης ζήτησης του κινεζικού κατασκευαστικού τομέα. Τέλος, όσον αφορά τα εδώδιμα προϊόντα, οι διεθνείς τιμές τους θα κυμανθούν σε χαμηλότερα επίπεδα από το 2023, με τη μέση ετήσια μείωση να φτάνει το 1% (World Bank, 2024).

## Βιβλιογραφία

European Central Bank (2023), *Eurosystem Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area*, December 2023.

European Commission (2023), *European Economic Forecast, Autumn 2023*, European Economy, Institutional Paper 258, November 2023.

International Monetary Fund (2024), *World Economic Outlook (Update): Moderating Inflation and Steady Growth Open Path to Soft Landing*, IMF, Washington, DC.

OECD (2023), *OECD Economic Outlook*, Volume 2023, Issue 2, No. 114, OECD Publishing, Paris.

United Nations (2024), *World Economic Situation and Prospects 2024*, New York: United Nations.

World Bank (2024), *Global Economic Prospects, January 2024*, Washington, DC: World Bank.

## 2. Δημοσιονομικές εξελίξεις

ΚΕΠΕ, Οικονομικές Εξελίξεις, τεύχος 53, 2024, σσ. 37-45

### Κρατικός Προϋπολογισμός, δημόσιο χρέος και προοπτικές των δημοσιονομικών μεγεθών

Ελισάβετ Ι. Νίτση

#### 2.1. Εκτέλεση του Κρατικού Προϋπολογισμού 2023

Ο Κρατικός Προϋπολογισμός (ΚΠ) του 2023, με βάση τα πιο πρόσφατα στοιχεία του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους<sup>1</sup>, σε τροποποιημένη ταμειακή βάση, παρουσίασε έλλειμμα ύψους 3.989 εκατ. ευρώ ή 1,8% του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος (ΑΕΠ)<sup>2</sup>, έναντι 11.656 εκατ. ευρώ ή 5,6% του ΑΕΠ το 2022, ενώ σε σχέση με την εκτίμηση του Προϋπολογισμού του 2024 των 8.338 εκατ. ευρώ ή 3,7% του ΑΕΠ αλλά και τον στόχο του ΚΠ του 2023 των 7.806 εκατ. ευρώ ή 3,5% του ΑΕΠ είναι σημαντικά χαμηλότερο (Πίνακας 2.1.1). Το πρωτογενές αποτέλεσμα είναι πλεονασματικό για πρώτη φορά μετά την πανδημία, καθώς ανήλθε στα 3.920 εκατ. ευρώ ή 1,8% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος ύψους 6.652 εκατ. ευρώ ή 3,2% του ΑΕΠ το 2022 και στόχου για πρωτογενές έλλειμμα ύψους 2.134 εκατ. ευρώ ή 1% του ΑΕΠ σύμφωνα με τον ΚΠ του 2023, και από την εκτίμηση του ΚΠ του 2024 που αναμένονταν στα 851 εκατ. ευρώ ή 0,4% του ΑΕΠ (Πίνακας 2.1.1). Είναι φανερό ότι η εκτέλεση του ΚΠ είναι σαφώς βελτιωμένη από τις προβλέψεις του ΚΠ του 2024, πράγμα που οφείλεται στη σημαντική ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας, σημαντικά υψηλότερη από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης, η οποία υπερέκρασε τις δυσοίωνες προβλέψεις λόγω της ενεργειακής κρίσης αλλά και των πληθωριστικών πιέσεων σε ενέργεια και βασικά προϊόντα, δημιουργώντας την ανάγκη λήψης μέτρων για την αντιμετώπισή τους και τη στήριξη των πολιτών, κυρίως αυτών που ανήκουν στις ευάλωτες ομάδες.

Αποτέλεσμα της σημαντικής οικονομικής ανάκαμψης, αλλά και του πληθωρισμού, ήταν να αυξηθούν σημαντικά τα καθαρά έσοδα του Κρατικού Προϋπολογισμού του 2023. Παράλληλα όμως, και λόγω των αυξημένων αναγκών για μέτρα αρωγής των πολιτών από τις πυρκαγιές του καλοκαιριού και τις επακόλουθες πλημμύρες του φθινοπώρου, αλλά και από την επιβάρυνση των ασθενέστερων λόγω της ακρίβειας, αυξήθηκαν και οι δαπάνες σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του προηγούμενου έτους. Πιο συγκεκριμένα, τα καθαρά έσοδα του ΚΠ ανήλθαν σε 67.005 εκατ. ευρώ ή 30,1% του ΑΕΠ, αυξημένα κατά 7.382 εκατ. ευρώ ή 12,4% από αυτά που είχαν εισπραχθεί το 2022, αλλά και έναντι του στόχου που είχε τεθεί για έσοδα από τον ΚΠ του 2023, ο οποίος έφτανε τα 63.885 εκατ. ευρώ, δηλαδή μία αύξηση της τάξης των 3.120 εκατ. ευρώ ή 4,9%. Η κατάσταση αυτή οδήγησε σε αναθεωρήσεις προς τα πάνω των στοιχείων για τα έσοδα σε 65.196 εκατ. ευρώ στην τελευταία εκτίμηση στον Προϋπολογισμό του 2024, με την απόκλιση να περιορίζεται στα 1.809 εκατ. ευρώ ή 2,8%. Η αύξηση αυτή προήλθε κατά κύριο λόγο από τα αυξημένα έσοδα από φόρους, ήτοι από 55.217 εκατ. ευρώ το 2022 οι εισπράξεις φόρων εκτοξεύθηκαν στα 61.627 εκατ. ευρώ ή 11,6%, το 2023, μία αύξηση που μεταφράζεται σε περίπου 1% του ΑΕΠ. Πιο συγκεκριμένα, μεγαλύτερη είναι η αύξηση των εισπράξεων από φόρο εισοδήματος τόσο των φυσικών προσώπων όσο και των εταιρειών, καθώς η οικονομία λειτουργεί σε ένα περιβάλλον κανονικότητας με σημαντική οικονομική ανάπτυξη, μεγαλύτερη από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, και η αύξηση της απασχόλησης, αλλά και η παράλληλη αύξηση του κατώτατου μισθού οδήγησαν σε αυξημένα εισοδήματα εργαζομένων και επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, αυξήθηκε από 17.012 εκατ. ευρώ το 2022 σε 20.884 εκατ. ευρώ το 2023, αύξηση δηλαδή της τάξης των 3.872 εκατ. ευρώ ή 22,8%. Η αύξηση αυτή μεταφράζεται σε περισσότερο από μία ποσοστιαία μονάδα του ΑΕΠ (1,1%). Επιπλέον, οι εισπράξεις ΦΠΑ αυξήθηκαν από 21.424 εκατ. ευρώ το 2022 σε 23.385 εκατ. ευρώ το 2023, αύξηση δηλαδή της τάξης των 1.961 εκατ. ευρώ ή 9,2%. Η αύξηση αυτή

1. Μηνιαίο Δελτίο Εκτέλεσης Κρατικού Προϋπολογισμού Δεκεμβρίου 2022, Υπουργείο Οικονομικών, Ιανουάριος 2023.

2. ΑΕΠ του 2023 με βάση τον Προϋπολογισμό του 2024.

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

	2022		2023	
	Πραγμ. <sup>1</sup>	Πραγμ. <sup>1</sup>	Πρόβλεψη Προϋπολογισμού 2023 <sup>2</sup>	Εκτίμηση Προϋπολογισμού 2024 <sup>3</sup>
<b>Κρατικός Προϋπολογισμός</b>				
<b>Καθαρά έσοδα</b>	<b>59.623</b>	<b>67.005</b>	<b>63.885</b>	<b>65.196</b>
Φόροι	55.217	61.627	57.421	61.019
<i>εκ των οποίων:</i>				
ΦΠΑ	21.424	23.385	22.198	23.231
ΕΦΚ	6.984	7.018	7.117	7.038
Τακτικοί φόροι ακίνητης περιουσίας	2.692	2.491	2.380	2.539
Φόρος εισοδήματος	17.012	20.884	17.772	20.566
Κοινωνικές εισφορές	56	58	55	56
Μεταβιβάσεις	6.357	7.530	7.953	6.230
Πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών	883	848	2.418	968
Λοιπά τρέχοντα έσοδα	3.301	3.930	2.124	3.592
Πωλήσεις παγίων περιουσιακών στοιχείων	35	25	24	7
Επιστροφές εσόδων	6.153	6.993	6.110	6.677
<b>Δαπάνες<sup>4</sup></b>	<b>71.279</b>	<b>70.765</b>	<b>71.871</b>	<b>73.533</b>
Παροχές σε εργαζόμενους	13.640	14.039	13.796	14.150
Κοινωνικές παροχές	391	417	397	414
Μεταβιβάσεις	35.086	33.399	32.476	33.870
Αγορές αγαθών και υπηρεσιών	2.145	2.145	1.541	2.364
Επιδοτήσεις	400	118	80	180
Τόκοι (σε ακαθάριστη βάση)	5.039	7.706	5.851	7.503
Λοιπές δαπάνες	55	49	81	96
Πιστώσεις υπό κατανομή (πλην ΠΔΕ και ΤΑΑ)	0	0	3.156	1.777
Αποκτήσεις παγίων περιουσιακών στοιχείων	3.496	1.691	2.531	2.358
<b>ΠΔΕ<sup>5</sup></b>				
Έσοδα	3.581	3.323	4.449	3.763
Δαπάνες	8.182	9.112	8.300	8.750
<b>Ταμείο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας<sup>6</sup></b>				
Έσοδα	1.718	3.405	3.436	1.718
Δαπάνες	2.843	2.089	3.662	2.072

### ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1.1 (συνέχεια)

<b>Πρωτογενές Ισοζύγιο Κρατικού Προϋπολογισμού<sup>7</sup></b>	-6.652	3.920	-2.134	-851
<b>% ΑΕΠ</b>	-3,2%	1,8%	-1,0%	0,4%
<b>Ισοζύγιο Κρατικού Προϋπολογισμού<sup>7</sup></b>	-11.656	-3.989	-7.806	-8.338
<b>% ΑΕΠ</b>	-5,6%	-1,8%	-3,5%	-3,7%
<b>ΑΕΠ<sup>8</sup></b>	206.620	222.766	224.134	222.766

Πηγή: Εισηγητική Έκθεση Κρατικού Προϋπολογισμού 2023 και 2024, Υπουργείο Οικονομικών.  
Πορεία Εκτέλεσης Κρατικού Προϋπολογισμού 2023, Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Ιανουάριος 2024.

#### Σημειώσεις:

1. Τα στοιχεία των εσόδων και των δαπανών του Κρατικού Προϋπολογισμού για τα έτη 2022 και 2023 είναι προσωρινά και θα οριστικοποιηθούν με την κύρωση του Απολογισμού Εσόδων και Εξόδων του Κράτους οικονομικών ετών 2022 και 2023.
2. Στόχοι του Προϋπολογισμού 2023, προσαρμοσμένοι στα συνολικά μεγέθη όπως αποτυπώνονται στις εκτιμήσεις της Εισηγητικής Έκθεσης του Προϋπολογισμού 2023.
3. Στόχοι του Προϋπολογισμού 2023, προσαρμοσμένοι στα συνολικά μεγέθη όπως αποτυπώνονται στις εκτιμήσεις της Εισηγητικής Έκθεσης του Προϋπολογισμού 2024.
4. Οι δαπάνες της Κεντρικής Διοίκησης αναλύονται σύμφωνα με τις μείζονες κατηγορίες του π.δ. 54/2018 (Α' 103).
5. Τα έσοδα του ΠΔΕ περιέχονται στις μεταβιβάσεις και στα λοιπά τρέχοντα έσοδα, ενώ οι δαπάνες του ΠΔΕ περιέχονται στις πιστώσεις υπό κατανομή.
6. Τα έσοδα του ΤΑΑ περιέχονται στις μεταβιβάσεις, ενώ οι αντίστοιχες δαπάνες περιέχονται στις πιστώσεις υπό κατανομή.
7. Έλλειμμα (-)/Πλεόνασμα (+).
8. Η εκτίμηση του ΑΕΠ για το 2023 όπως αποτυπώνεται στις εκτιμήσεις της Εισηγητικής Έκθεσης του Προϋπολογισμού 2024.

προήλθε από τις σημαντικές αυξήσεις των τιμών των αγαθών που απέδωσαν σημαντικά υψηλότερο ΦΠΑ, αλλά και από τη σημαντική αύξηση των τουριστικών εισπράξεων που ήταν υψηλότερες του 2019.

Όσον αφορά την πλευρά των δαπανών, αυτές ανήλθαν στα 70.765 εκατ. ευρώ ή 31,8% του ΑΕΠ, παρουσιάζοντας μείωση κατά 514 εκατ. ευρώ ή 0,7% συγκριτικά με το 2022. Μεγαλύτερη απόκλιση εμφανίζουν και σε σχέση με τις δαπάνες που είχαν προβλεφθεί αρχικά από τον ΚΠ του 2023 κατά 1.106 εκατ. ευρώ ή 1,5%, καθώς κατά την περίοδο κατάθεσής του είχαν δρομολογηθεί έκτακτα μέτρα για την αντιμετώπιση της μεγάλης ενεργειακής κρίσης και της συνεπακόλουθης παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, αλλά και της μεγάλης αύξησης των τιμών βασικών προϊόντων. Η μείωση αυτή των δαπανών προήλθε από τις μεταβιβάσεις (1.687 εκατ. ευρώ ή 4,8% συγκριτικά με το 2022), γεγονός όμως που είχε προβλεφθεί σε όλους τους σχετικούς στόχους και τις εκτιμήσεις, αλλά και από τις αποκτήσεις παγίων περιουσιακών στοιχείων και, πιο συγκεκριμένα, από τα εξοπλιστικά προγράμματα, λόγω των μειωμένων ταμειακών πληρωμών των εξοπλιστικών προγραμμάτων του Υπουργείου Εθνικής Άμυνας (1.841 εκατ. ευρώ ή 54,1% συγκριτικά με το

2022. Ωστόσο υπάρχει μια μείωσή τους σε σύγκριση με την εκτίμηση του ΚΠ του 2024, στον οποίο είχαν εκτιμηθεί να φτάσουν τα 73.533 εκατ. ευρώ ή 33% του ΑΕΠ. Η μείωση αυτή (1,2% του ΑΕΠ) οφείλεται κυρίως στις πιστώσεις υπό κατανομή που τελικά δεν χρειάστηκαν, καθώς μέρος των αναγκών των φορέων της Γενικής Κυβέρνησης εξυπηρετήθηκε με χρήση ιδίων πόρων, χωρίς να χρειαστεί επιπρόσθετη κρατική επιχορήγηση.

Το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ) παρουσιάζει μείωση στο σκέλος των εσόδων, καθώς τα έσοδα ανέρχονται σε 3.323 εκατ. ευρώ ή το 1,5% του ΑΕΠ, μειωμένα κατά 258 εκατ. ευρώ ή 7,2% συγκριτικά με το 2022, και 1.126 εκατ. ευρώ ή 25,3% με τον στόχο του ΚΠ του 2023. Η απόκλιση είναι μικρότερη από την εκτίμηση του ΚΠ 2024 και φθάνει τα 440 εκατ. ευρώ ή 11,7%. Αντίθετα, οι δαπάνες που ανήλθαν σε 9.112 εκατ. ευρώ ή 4,1% του ΑΕΠ παρουσιάζονται αυξημένες κατά 930 εκατ. ευρώ ή 11,4% συγκριτικά με το 2022 και 812 εκατ. ευρώ ή 9,8%, συγκριτικά με την εκτίμηση του ΚΠ του 2023 και 362 εκατ. ευρώ ή 4,1% σε σχέση με τον ΚΠ του 2024. Επιπλέον, από το Ταμείο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας δαπανήθηκαν 2.089 εκατ. ευρώ ή 0,9% του ΑΕΠ για το 2023,

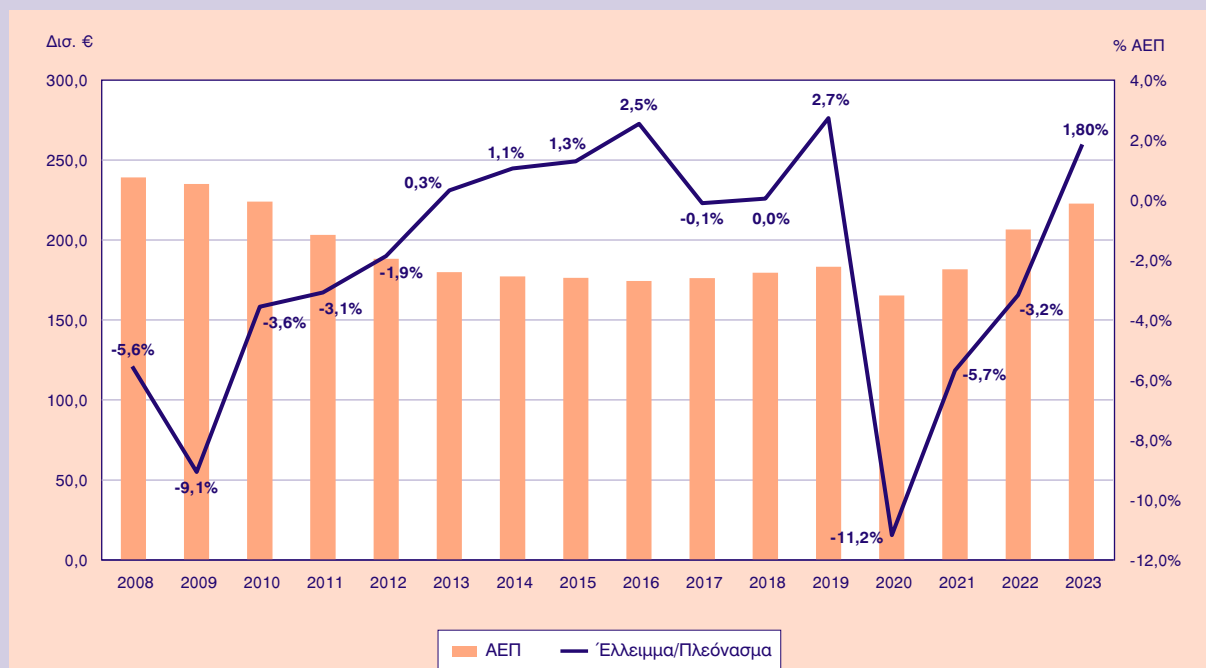
ενώ τα έσοδα ανήλθαν στα 3.405 εκατ. ευρώ ή 1,5% του ΑΕΠ. Τα έσοδα του ΤΑΑ είναι πολύ κοντά στην πρόβλεψη του ΚΠ του 2023 (3.436 εκατ. ευρώ) αλλά απέχουν από την εκτίμηση του ΚΠ του 2024 που ήταν στα 1.718 εκατ. ευρώ.

Συνολικά, τα σημαντικά αυξημένα έσοδα αλλά και ο περιορισμός των δαπανών βελτίωσε σημαντικά το δημοσιονομικό αποτέλεσμα, και το ισοζύγιο του Κρατικού Προϋπολογισμού. Στο Διάγραμμα 2.1.1 παρουσιάζεται η εξέλιξη του πρωτογενούς ελλείμματος/πλεονάσματος την περίοδο 2008-2023 μαζί με την εξέλιξη του ΑΕΠ. Η περίοδος περιλαμβάνει από το 2008, πριν την κρίση χρέους της ελληνικής οικονομίας, μέχρι τα πιο πρόσφατα στοιχεία. Από το διάγραμμα γίνεται σαφές ότι το 2023 η εκτίμηση για το ΑΕΠ δείχνει σημαντική ανάπτυξη και έτσι, με τη συνεχή άνοδο του ΑΕΠ από το 2018, έχει ανακτηθεί σχεδόν η απώλεια του ΑΕΠ από την οικονομική κρίση και την πανδημία, αφού πλησιάζει στο ΑΕΠ της χώρας το 2010, χρονιά ένταξης της Ελλάδας στον μηχανισμό στήριξης. Επιπρόσθετα, το 2023 είναι η πρώτη χρονιά από το 2016 που το πρωτογενές ισοζύγιο παρουσιάζει πλεόνασμα ύψους 1,8% του ΑΕΠ.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει η πορεία των εσόδων και των δαπανών του Κρατικού Προϋπολογισμού την ίδια περίοδο (Διάγραμμα 2.1.2). Μέχρι το 2019, χρονιά που έσοδα και δαπάνες σχεδόν ισοσκελίζονται (Διάγραμμα 2.1.2α), τα έσοδα διατηρήθηκαν στο ίδιο επίπεδο, με μικρές αυξομειώσεις ανά έτος περί τα 50-55 δισ. ευρώ, ενώ οι δαπάνες παρουσιάζουν σημαντική μείωση μέχρι το 2014, με ιδιαίτερη πτώση τα έτη που το πρόγραμμα εξυγίανσης περιείχε μέτρα μείωσης δαπανών και σχετική σταθεροποίηση μέχρι το 2019, περί τα 55 δισ. ευρώ. Το 2020, λόγω της πανδημίας της Covid-19 και της σημαντικής ύφεσης που προκάλεσε, αλλά και των μέτρων που λήφθηκαν για την κάλυψη των αναγκών που προέκυψαν από αυτήν, τα έσοδα έπεσαν αρκετά κάτω από τα 50 δισ. ευρώ, ενώ οι δαπάνες εκτινάχθηκαν στα 70 δισ. ευρώ. Το 2021 τα έσοδα επανήλθαν στα 55 δισ. ευρώ, και για πρώτη φορά το 2022 ξεπέρασαν το όριο των 55 δισ. ευρώ, αγγίζοντας τα 60 δισ. ευρώ, ενώ το 2023 έφθασαν το επίπεδο των 67 δισ. ευρώ, λόγω των υψηλών εισπράξεων φόρου εισοδήματος και ΦΠΑ. Από την άλλη πλευρά, οι δαπάνες σταθεροποιήθηκαν την τριετία 2021-23 στα υψηλά επίπεδα των 70 δισ. ευρώ, λόγω τόσο της πανδημίας (το 2021) όσο

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1.1

**Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) και Πρωτογενές Έλλειμμα/Πλεόνασμα του Κρατικού Προϋπολογισμού 2008-2023 (σε δισ. € και σε % του ΑΕΠ)**



Πηγή: Εισηγητική Έκθεση Κρατικού Προϋπολογισμού, διάφορα τεύχη.

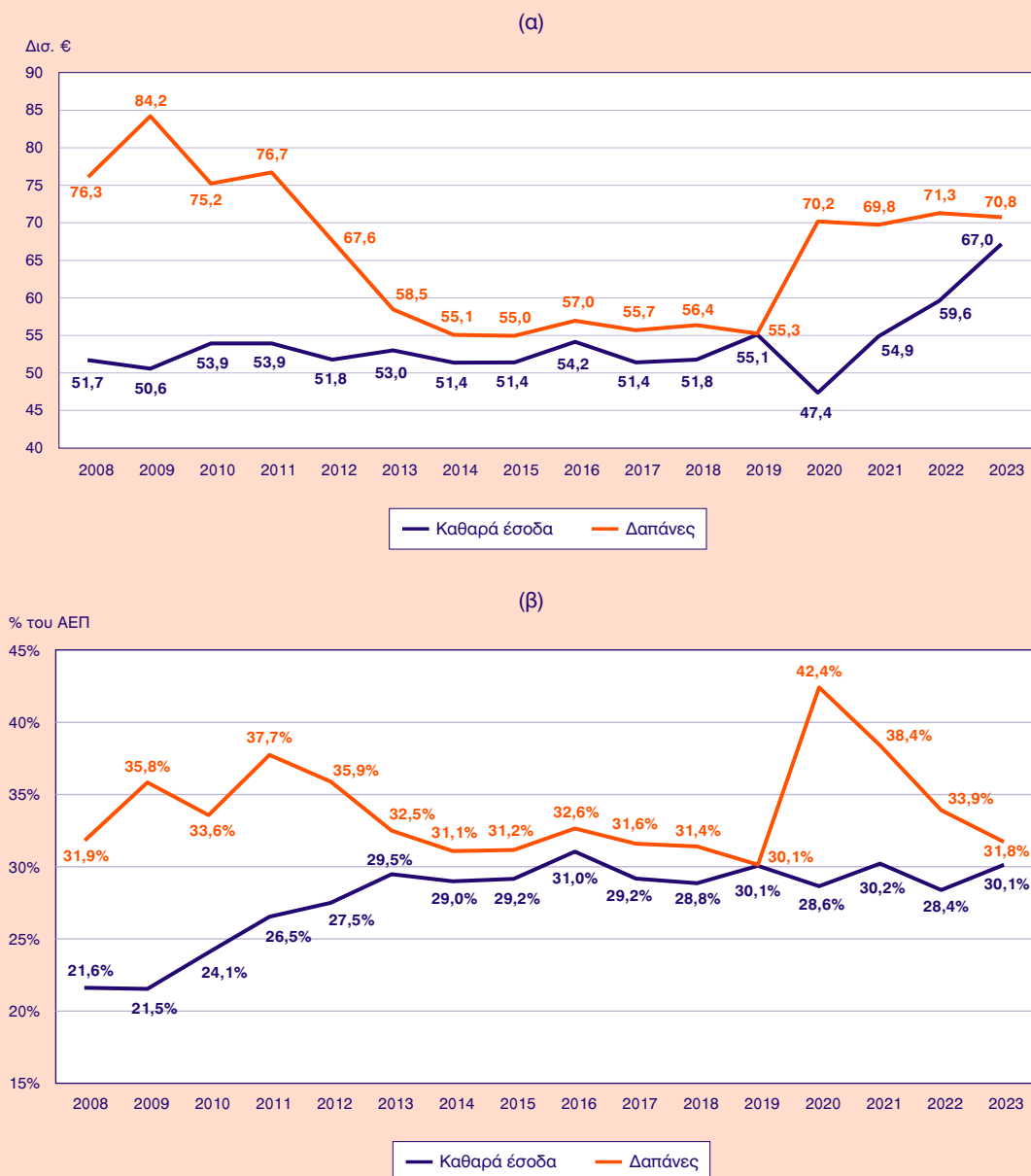
Πορεία Εκτέλεσης Κρατικού Προϋπολογισμού 2023, Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Ιανουάριος 2024.

Σημείωση: Το 2023 αποτελεί εκτίμηση του Κρατικού Προϋπολογισμού του 2024.



## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1.2

Καθαρά έσοδα και δαπάνες 2008-2023 (σε δισ. € και σε % του ΑΕΠ)



Πηγή: Εισηγητική Έκθεση Κρατικού Προϋπολογισμού, διάφορα τεύχη.

Πορεία Εκτέλεσης Κρατικού Προϋπολογισμού 2023, Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Ιανουάριος 2024.

Σημείωση: Το 2023 αποτελεί εκτίμηση του Κρατικού Προϋπολογισμού του 2024.

και της ενεργειακής κρίσης και των πληθωριστικών πιέσεων που απαιτούσαν την οικονομική στήριξη των ευάλωτων νοικοκυριών, αλλά και των αποτελεσμάτων της κλιματικής κρίσης στη χώρα μας – πυρκαγιές-πλημμύρες (2022-2023). Εδώ πρέπει να σημειωθεί ότι σημαντικότερο από το απόλυτο μέγεθος των εσόδων και των δαπανών είναι οι τιμές τους ως ποσοστό του ΑΕΠ, για να υπάρχει μέτρο σύγκρισης. Έτσι, αν και η μείω-

ση των δαπανών ως ποσοστού του ΑΕΠ την περίοδο μέχρι το 2019 είναι πολύ μικρή και η αύξηση το 2020 είναι ιδιαίτερα σημαντική, καθώς το ΑΕΠ έχει φτάσει στο χαμηλότερο επίπεδο της υπό εξέταση περιόδου. Αντίθετα, τα έσοδα ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκαν από το 21,6% του ΑΕΠ το 2008 στο 29,5% του ΑΕΠ το 2013 και σταθεροποιήθηκαν γύρω στο 30% του ΑΕΠ την υπόλοιπη περίοδο (Διάγραμμα 2.1.2β).



## 2.2. Η εξέλιξη του δημοσίου χρέους το γ' τρίμηνο του 2023

Σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους<sup>3</sup>, το τρίτο τρίμηνο του 2023 το χρέος της Κεντρικής Κυβέρνησης ανήλθε σε 402.877,43 εκατ. ευρώ, σημειώνοντας μια μείωση της τάξης των 1,8 δισ. (0,5%) σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, ενώ εμφανίζεται αυξημένο κατά 2,6 δισ. (0,6%) από το τέλος του 2022, και 9,4 δισ. (2,4%) συγκριτικά με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2022. Επιπρόσθετα, τα ταμειακά διαθέσιμα του Ελληνικού Δημοσίου εμφανίζονται αυξημένα κατά 447,5 εκατ. (0,1%) σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, 1,3 δισ.

(0,3%) σε σχέση με το τέλος του 2022, και 2 δισ. (0,5%) αναφορικά με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2022.

Η σύνθεση του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης κατά το τρίτο τρίμηνο του 2023 παρουσιάζεται στον Πίνακα 2.2.1. Το χρέος της Κεντρικής Διοίκησης μετατράπηκε στο σύνολό του σε σταθερό επιτόκιο και σε ευρώ. Όσον αφορά τον τρόπο διαπραγμάτευσης, η μεταβολή της σύνθεσης του χρέους υπέρ του μη διαπραγματεύσιμου χρέους, έναντι του διαπραγματεύσιμου, διαμορφώθηκε σε 25,2% και 74,8%, αντίστοιχα, κατά την υπό εξέταση περίοδο. Επιπλέον, όσον αφορά τις εγγυήσεις που χορήγησε το Ελληνικό Δημόσιο, αυτές σταθεροποιήθηκαν την υπό εξέταση περίοδο κάτω από τα 30 δισ. ευρώ.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2.1 Στοιχεία χρέους Κεντρικής Κυβέρνησης<sup>1</sup> (ποσά σε εκατ. €)\***

Περίοδος	2022 (Γ' τρίμ.)	2022 (Δ' τρίμ.)	2023 (Β' τρίμ.)	2023 (Γ' τρίμ.)
<b>Ύψος χρέους Κεντρικής Κυβέρνησης</b>	<b>393.489,34</b>	<b>400.275,64</b>	<b>404.685,60</b>	<b>402.877,43</b>
<b>Κατανομή χρέους κατά είδος επιτοκίου</b>				
Σταθερό <sup>2</sup>	393.489,34	400.275,64	404.685,60	402.877,43
Κυμαινόμενο <sup>2,3</sup>	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Κατανομή χρέους κατά τρόπο διαπραγμάτευσης</b>				
Διαπραγματεύσιμο	96.404,89	96.866,70	99.147,97	101.525,11
Μη διαπραγματεύσιμο	297.084,45	303.408,94	305.537,63	301.352,32
<b>Κατανομή χρέους κατά νόμισμα</b>				
Σε ευρώ, €	393.489,34	400.275,64	404.685,60	402.877,43
Σε νόμισμα εκτός ζώνης ευρώ	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Ταμειακά Διαθέσιμα ΕΔ<sup>4</sup></b>	<b>18.133,5</b>	<b>18.796,70</b>	<b>19.655,20</b>	<b>20.102,7</b>
<b>Εγγυήσεις Ελληνικού Δημοσίου</b>	<b>29.960,98</b>	<b>29.631,20</b>	<b>29.432,30</b>	<b>29.384,90</b>

Πηγή: Δελτίο Δημοσίου Χρέους, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Υπουργείο Οικονομικών.

Σημειώσεις:

1. Το χρέος της Κεντρικής Κυβέρνησης διαφέρει από το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης (Χρέος κατά Μάαστριχτ) κατά το ποσό του ενδοκυβερνητικού χρέους και λοιπών στοιχείων που προβλέπονται από τον ESA '95.
2. Η αναλογία σταθερού/κυμαινόμενου επιτοκίου υπολογίζεται λαμβάνοντας υπόψη: α) τις συναλλαγές ανταλλαγής επιτοκίου, β) τη χρήση χρηματοδοτικών μέσων από τον ΕΜΣ σχετικά με τα δάνεια που έχουν χορηγηθεί στο Ελληνικό Δημόσιο και γ) την ενσωμάτωση των παραμέτρων κινδύνου του χαρτοφυλακίου υποχρεώσεων του EFSF στο χαρτοφυλάκιο του ελληνικού δημοσίου χρέους.
3. Τα τιμαριθμοποιημένα ομόλογα περιλαμβάνονται στα κυμαινόμενα ομόλογα.
4. Περιλαμβάνεται ο λογαριασμός αποθεματικού προσόδων από τις αγορές κεφαλαίου με υπόλοιπο 15.697,3 εκατ. ευρώ, 30/6/2023 και 30/9/2023.

\* Προσωρινά στοιχεία.

3. Δελτίο Δημοσίου Χρέους, Σεπτέμβριος 2023, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους.

Η κατανομή του χρέους, με βάση την υπολειπόμενη διάρκεια αυτού το τρίτο τρίμηνο του 2023 αποτυπώνεται στον Πίνακα 2.2.2. Οι βραχυχρόνιοι τίτλοι (με λήξη μικρότερη του έτους) του Ελληνικού Δημοσίου αντιπροσωπεύουν το 16,8% του συνόλου, έναντι 11,8% που καταλαμβάνουν οι μεσοπρόθεσμοι τίτλοι (με λήξη από 1 έως 5 έτη), και 71,4% που καταλαμβάνουν οι τίτλοι μακράς διάρκειας (λήξη μετά την πενταετία) από 17,6%, 11,9% και 70,4%, αντίστοιχα, που ήταν το προηγούμενο τρίμηνο του 2023. Συγκριτικά με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2022, παρατηρείται μια αύξηση του μεριδίου των βραχυπρόθεσμων και των μεσοπρόθεσμων τίτλων με μείωση των μακροπρόθεσμων.

Η μέση σταθμική υπολειπόμενη φυσική διάρκεια του συνολικού χρέους της Κεντρικής Διοίκησης ανήλθε

σε 7,18 έτη, μειωμένη από αυτή των 18,01 ετών που ήταν το αντίστοιχο τρίμηνο του 2022. Επιπλέον, και όσον αφορά τον νέο δανεισμό του Ελληνικού Δημοσίου κατά την υπό εξέταση περίοδο, η μέση σταθμική διάρκεια ανήλθε στα 5,03 έτη, μισή σχεδόν από το επίπεδο των 9,80 ετών στο οποίο είχε διαμορφωθεί το 2021. Ο νέος δανεισμός για το τρίτο τρίμηνο του 2023 κατανέμεται σε 47,9% από έκδοση εντόκων γραμματίων, 44,2% από ομόλογα σταθερού επιτοκίου, 7,5% από δάνεια NGEU, 0,2% από δάνεια της Εθνικής Τράπεζας (ΕΤΕ) και 0,2% από ομόλογα της Ευρωπαϊκής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ) (Διάγραμμα 2.2.1).

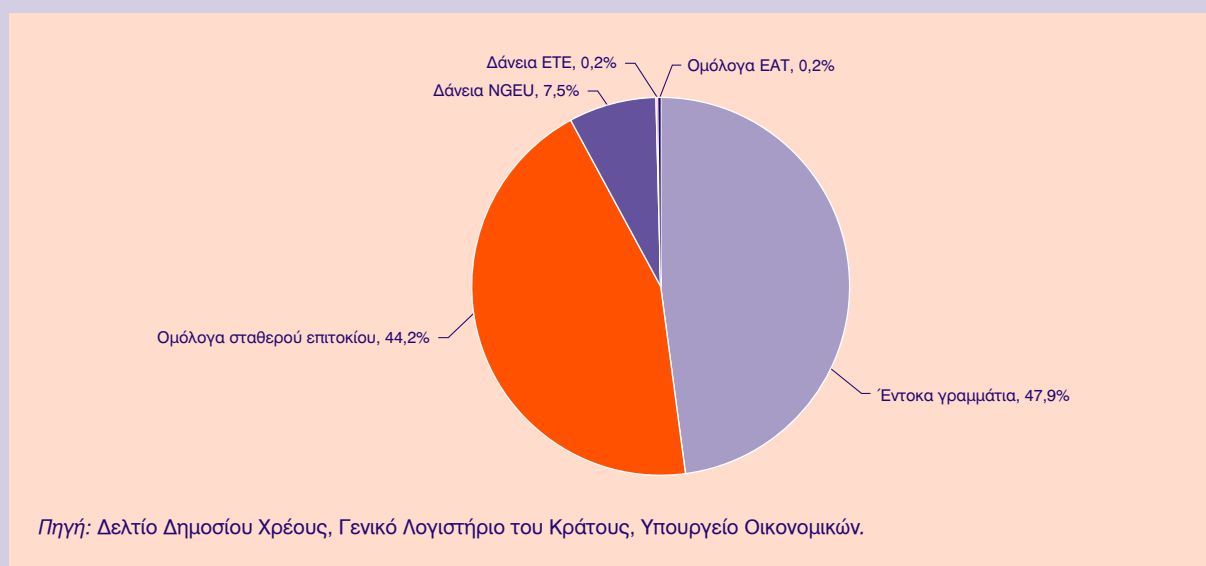
Στο Διάγραμμα 2.2.2, παρουσιάζεται το χρονοδιάγραμμα λήξης του χρέους της Κεντρικής Κυβέρνησης με βάση τα τελευταία δημοσιευμένα στοιχεία. Από την

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2.2 Χρέος Κεντρικής Κυβέρνησης ως προς την υπολειπόμενη φυσική διάρκεια (ποσά σε εκατ. €)**

Περίοδος	2022 (Γ' τρίμ.)	2022 (Δ' τρίμ.)	2023 (Β' τρίμ.)	2023 (Γ' τρίμ.)
<b>Συνολικό ποσό</b>	<b>393.489,34</b>	<b>400.275,64</b>	<b>404.685,60</b>	<b>402.877,43</b>
Βραχυπρόθεσμα (μέχρι 1 έτος)	63.665,41	68.876,94	71.385,66	67.518,65
Μεσοπρόθεσμα (1 έως 5 έτη)	40.485,46	42.656,63	48.205,73	47.523,54
Μακροπρόθεσμα (άνω των 5 ετών)	289.338,47	288.742,07	285.094,21	287.835,24

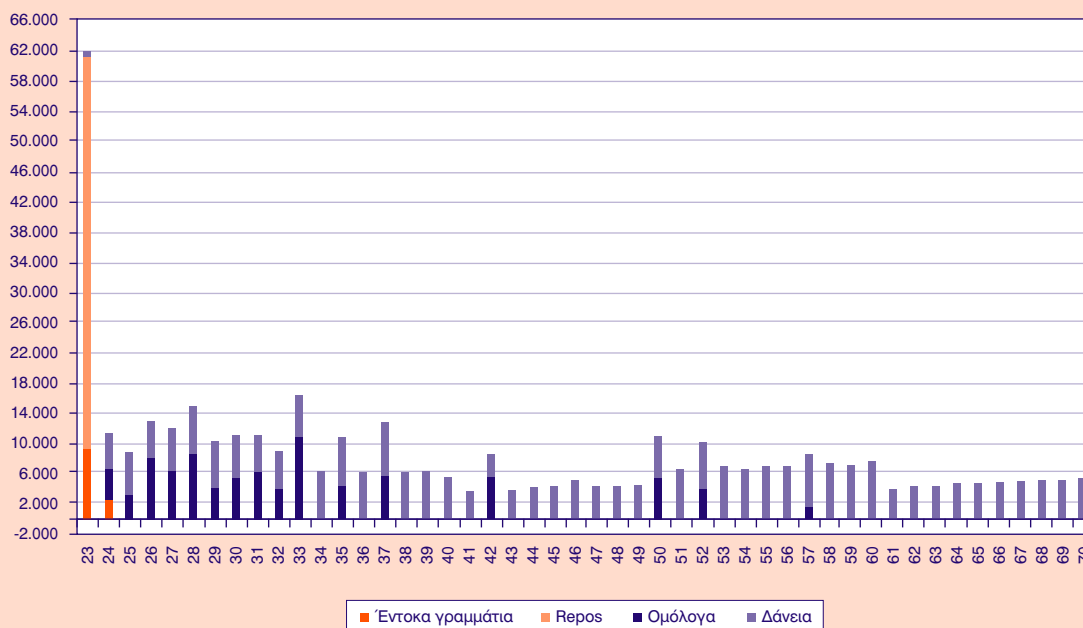
Πηγή: Δελτίο Δημοσίου Χρέους, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Υπουργείο Οικονομικών.

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.2.1**  
**Κατανομή νέου δανεισμού, Γ' τρίμηνο του 2023**



## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.2.2

Χρονοδιάγραμμα λήξης χρέους Κεντρικής Κυβέρνησης την 30/9/2023 (ποσά σε εκατ. ευρώ)



Πηγή: Δελτίο Δημοσίου Χρέους, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Υπουργείο Οικονομικών.

Οι λήξεις τίτλων εξομαλύνονται με προαγορές χρέους και πράξεις διαχείρισης.

Περιλαμβάνεται η επιμήκυνση των δανείων του EFSF που συμφωνήθηκε στο Eurogroup της 22-6-2018.

απεικόνιση των νεότερων δεδομένων φαίνεται πως, αν εξαιρέσουμε το υπόλοιπο του έτους (2023), η διασπορά του βάρους της εξόφλησης του δημοσίου χρέους είναι, με ελάχιστες εξαιρέσεις, ομαλή, σε επίπεδα χαμηλότερα των 14 δισ. ευρώ ανά έτος έως το 2070.

Συμπερασματικά, το χρέος μειώθηκε συγκριτικά με το προηγούμενο τρίμηνο του 2023, γεγονός που καταδεικνύει ότι οι χρηματοδοτικές ανάγκες της ελληνικής οικονομίας την περίοδο αυτή, αν και αυξημένες λόγω αναγκών χρηματοδότησης των μέτρων για την αντιμετώπιση των καταστροφών από την κλιματική κρίση και της ακρίβειας, καλύφθηκε με δημοσιονομικά ουδέτερο τρόπο.

### 2.3. Προοπτικές των δημοσιονομικών μεγεθών

Σε ένα διεθνές περιβάλλον αυξημένης οικονομικής αβεβαιότητας που πηγάζει τόσο από τις αυξημένες γεωπολιτικές εντάσεις σε διάφορες περιοχές του κόσμου, όσο και από τις πολιτικές νομισματικής σύσφιξης που ακολουθούν οι κεντρικές τράπεζες, οι προσδοκίες για την ελληνική οικονομία το 2024 παραμένουν αισιόδοξες. Ο ρυθμός ανάπτυξης της χώρας αναμένεται να φθάσει στο 2,9% από το 2,4%

που εκτιμάται ότι θα κλείσει το 2023, που σε ονομαστικούς όρους θα ξεπεράσει για πρώτη φορά το ΑΕΠ της χώρας το 2010, έτος εισόδου της Ελλάδας στο πρώτο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής. Παρ' όλα αυτά θα εξακολουθήσει να είναι υψηλότερος από αυτόν της Ευρωζώνης που αναμένεται να είναι στο 1,2%.

Η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να έχει θετική προοπτική, και αυτό οφείλεται κυρίως στα μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής που εφαρμόζονται στα τέλη του 2023 και από τις αρχές του 2024, τις αποκαταστάσεις των ζημιών από τις πρόσφατες καταστροφές, καθώς και την αναμενόμενη θετική επίδραση της υλοποίησης του σχεδίου «Ελλάδα 2.0» που, μαζί με την επενδυτική βαθμίδα, θα οδηγήσουν σε αύξηση των επενδύσεων. Επιπλέον, σε αυτό θα βοηθήσει και ο περιορισμός της μείωσης της ιδιωτικής κατανάλωσης, παρά τις σημαντικές πληθωριστικές πιέσεις, μέσω της αύξησης στο μισθολόγιο των δημοσίων υπαλλήλων, τον κατώτατο μισθό και την απασχόληση, αλλά και στην άρση του «παγώματος» των τριετιών. Τέλος, η περαιτέρω μείωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ, κυρίως λόγω της ανάπτυξης της οικονομίας, δίνει μια νέα δυναμική στην εικόνα της ελληνικής οικονομίας στις αγορές.

Ωστόσο, εκτός από το δυσμενές διεθνές περιβάλλον, επιβαρυντικά για την ελληνική οικονομία δρουν τα υψηλά επιτόκια της ΕΚΤ που αυξάνουν το κόστος δανεισμού, αλλά και η επίδραση των γεωπολιτικών κρίσεων στην Ουκρανία και τη Γάζα τόσο στις τιμές της ενέργειας όσο και των εισαγωγών (προϊόντων και εισροών). Ο συνεχιζόμενος πληθωρισμός, κυρίως σε βασικά είδη πρώτης ανάγκης και ενέργεια, μπορεί να υπονομεύσει την εμπιστοσύνη στην ελληνική οικονομία. Βασικό όμως πρόβλημα της ελληνικής οικονομίας παραμένει το εξωτερικό ισοζύγιο συναλλαγών, το οποίο βαίνει αυξανόμενο με την αύξηση των εισοδημάτων, καθώς αυξάνονται οι εισαγωγές καταναλωτικών αγαθών αλλά και εισροών, χωρίς αντίστοιχη αύξηση των εξαγωγών, υποδεικνύοντας το προβληματικό παραγωγικό μοντέλο της χώρας.

Όσον αφορά την εκτέλεση του Προϋπολογισμού για το 2024 εκτιμάται ότι η χώρα, αν και καταργήθηκε η ρήτρα διαφυγής του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, θα υπερκαλύψει το όριο του 2% του ΑΕΠ για τα πρωτογενή πλεονάσματα. Επιπλέον, η εξαίρεση των αμυντικών δαπανών από το έλλειμμα σε περίπτωση που σημειωθεί υπέρβαση αυτών των ορίων αποτελεί ασφαλιστική δικλείδα για την τήρηση των στόχων του Συμφώνου. Η σημαντική αύξηση των φορολογικών εσόδων, τόσο από τον φόρο εισοδήματος όσο και από ΦΠΑ, αναμένεται να συνεχιστεί και το 2024, δεδομένων των θετικών ρυθμών ανάπτυξης, των μισθολογικών αυξήσεων αλλά και των τιμών των προϊόντων, δίνοντας τον απαραίτητο δημοσιονομικό χώρο για δημοσιονομικές παρεμβάσεις όπου κριθεί απαραίτητο, χωρίς την επιβάρυνση του Προϋπολογισμού. Οι αναμενόμενες τουριστικές εισπράξεις, που φαίνεται ότι θα είναι ακόμη μεγαλύτερες από το 2023,

αποτελούν έναν ακόμη λόγο αισιοδοξίας για τη δημοσιονομική σταθερότητα. Τέλος, παρεμβάσεις που έχουν στόχο την καταπολέμηση της φοροδιαφυγής θα αυξήσουν ακόμη περισσότερο τα φορολογικά έσοδα, αλλά και θα συμβάλουν στη δίκαιη κατανομή των φορολογικών βαρών και την ενίσχυση της κοινωνικής πολιτικής.

Αντίθετα, επιβαρυντικοί παράγοντες μπορεί να θεωρηθούν μεταξύ άλλων: (α) οι αυξημένες δαπάνες λόγω των φυσικών καταστροφών που βίωσε η χώρα το 2023, αλλά και νέων δεδομένης της κλιματικής κρίσης, καθώς πρέπει να καταβληθούν αποζημιώσεις στους πληγέντες, (β) ο σημαντικός περιορισμός της κατανάλωσης λόγω πληθωρισμού που θα έχει επίπτωση στις εισπράξεις ΦΠΑ, (γ) το υψηλότερο κόστος εξυπηρέτησης του χρέους, καθώς, παρά την αναβάθμιση σε επενδυτική βαθμίδα, το χρέος αναχρηματοδοτείται με υψηλότερο επιτόκιο από το μέσο επιτόκιο του υπάρχοντος χρέους (περίπου 2%), λόγω της αύξησης των επιτοκίων της ΕΚΤ και (δ) η μη έγκαιρη απορρόφηση των ευρωπαϊκών κονδυλίων, και ιδιαίτερα εκείνων του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, που έχουν πιεστικό χρονικό ορίζοντα.

Με βάση τα παραπάνω, η δυνατότητα παρεμβάσεων και κρατικής στήριξης των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων θα πρέπει να είναι στοχευμένη και προσωρινού χαρακτήρα και να χρηματοδοτείται από τον διαθέσιμο δημοσιονομικό χώρο, διατηρώντας μια «περιοριστική» δημοσιονομική πολιτική, έτσι ώστε να δημιουργηθούν τα απαραίτητα πρωτογενή πλεονάσματα, να μην τροφοδοτηθούν οι πληθωριστικές πιέσεις και να συγκρατηθεί η αύξηση του κόστους δανεισμού.

# 3. Ανθρώπινοι πόροι και κοινωνικές πολιτικές

ΚΕΠΕ, Οικονομικές Εξελίξεις, τεύχος 53, 2024, σσ. 46-51

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

Ιωάννης Χολέζας

### 3.1.1. Εισαγωγή

Τα δεδομένα της αγοράς εργασίας βελτιώθηκαν και το τρίτο τρίμηνο του 2023, ενώ και οι επόμενοι δύο μήνες επιφυλάσσουν θετικές εξελίξεις. Σε ετήσια βάση η απασχόληση αυξήθηκε και η ανεργία μειώθηκε, ενώ το ποσοστό συμμετοχής στην αγορά εργασίας παρέμεινε σχεδόν σταθερό. Ο αριθμός των απασχολούμενων υπολείπεται ακόμη του επιπέδου προ κρίσης, αλλά το ποσοστό απασχόλησης είναι πλέον το μέγιστο για την ομάδα 15-64 ετών. Αυτό οφείλεται εν μέρει στη μείωση του πληθυσμού, η οποία πρέπει να προβληματίσει, κυρίως επειδή η αύξηση του ποσοστού συμμετοχής, που θα μπορούσε να αποτελέσει βαλβίδα εκτόνωσης, δεν φαίνεται να λειτουργεί, οπότε το εργατικό δυναμικό μειώνεται. Αυτό αποτελεί ουσιαστικό πρόβλημα με δεδομένες τις ελλείψεις σε προσωπικό που αναφέρονται όλο και συχνότερα στον δημόσιο διάλογο. Από την άλλη πλευρά, οι απασχολούμενοι ως μισθωτοί αυξήθηκαν το 2023 κατά 116 χιλ. και, μάλιστα, η πλειονότητα των προσλήψεων αφορούσαν συμβάσεις εργασίας πλήρους απασχόλησης. Τέλος, παρά τη μείωση των ανέργων τον τελευταίο χρόνο, ο αριθμός τους παραμένει πάνω από το ελάχιστο της περασμένης δεκαετίας, ενώ παρά τη γενική πτώση του ποσοστού ανεργίας αυτό παραμένει το δεύτερο υψηλότερο στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ27), πίσω από την Ισπανία. Επομένως, δεν υπάρχει περιθώριο εφησυχασμού.

### 3.1.2. Πληθυσμός και συμμετοχή στο εργατικό δυναμικό

Ο πληθυσμός στην Ελλάδα μειώνεται τα τελευταία χρόνια (βλ. Διάγραμμα 3.1.1) με βάση τα δεδομένα

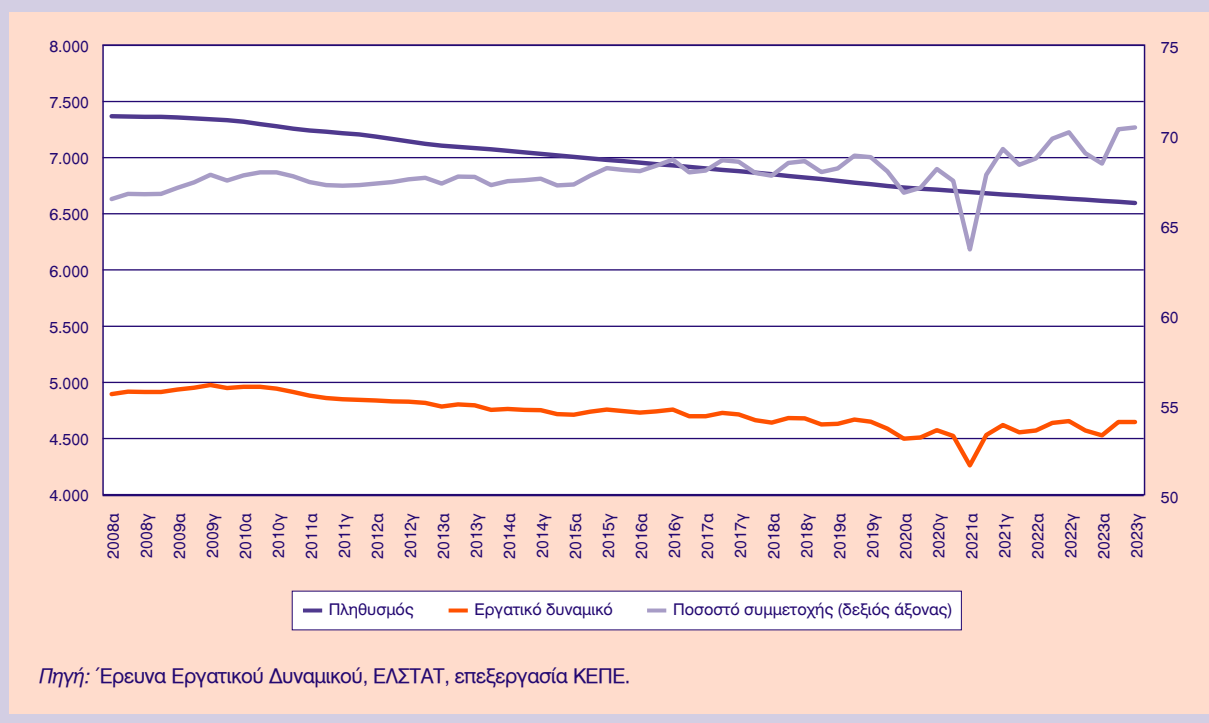
της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ). Μελετώντας τις ετήσιες μεταβολές για λόγους εποχικότητας, δηλαδή συγκρίνοντας τον πληθυσμό 15-64 ετών ενός τριμήνου με τον αντίστοιχο πληθυσμό του ίδιου τριμήνου το προηγούμενο έτος, φαίνεται ότι η μείωση ξεκίνησε το πρώτο τρίμηνο του 2009 και συνεχίζεται έκτοτε. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός μείωσης την περίοδο 2009-2023 φτάνει το 0,7%, ενώ η συνολική μείωση του πληθυσμού την περίοδο αυτή έφτασε τις 768,4 χιλ. άτομα. Γιατί μας ενδιαφέρει όμως ο πληθυσμός όταν εξετάζουμε την αγορά εργασίας; Η απάντηση βρίσκεται στον ρόλο των εργαζομένων (ή της εργασίας) ως παραγωγικού συντελεστή. Τα πρόθυμα και ικανά να εργαστούν άτομα σε κάθε ηλικιακή ομάδα, δηλαδή το εργατικό δυναμικό, είναι ευθεία συνάρτηση του πληθυσμού και αποτελούν εισροή στην παραγωγική διαδικασία. Πρόσφατα, όλο και περισσότεροι κάνουν λόγο για ελλείψεις προσωπικού στην αγορά εργασίας σε διάφορους κλάδους, όπως ο τουρισμός και η πληροφορική. Αυτό έχει συνέπειες στην παραγωγή και τις επιχειρήσεις, καθώς χωρίς αρκετό (το κατάλληλο) εργατικό δυναμικό περιορίζονται οι δυνατότητές τους να παράγουν προϊόντα και υπηρεσίες. Επομένως, σε μια οικονομία που αναπτύσσεται, δηλαδή παράγει όλο και μεγαλύτερη αξία προϊόντων και υπηρεσιών, είναι αναγκαία η αύξηση του εργατικού δυναμικού<sup>1</sup>. Αυτή μπορεί να προέλθει από δύο πηγές: την αύξηση του πληθυσμού και την αύξηση του μεριδίου των ατόμων που είναι πρόθυμα και ικανά να εργαστούν, το οποίο είναι γνωστό ως ποσοστό συμμετοχής. Αν, λοιπόν, ο πληθυσμός μειώνεται, προκειμένου να παραμείνει τουλάχιστον σταθερό το εργατικό δυναμικό, πρέπει να αυξηθεί η συμμετοχή. Δηλαδή, από αυτούς που απομένουν να είναι διαρκώς περισσότεροι αυτοί που επιθυμούν να εργαστούν.

Μια ματιά στα δεδομένα της ΕΕΔ φανερώνει ότι αυτό δεν συμβαίνει, τουλάχιστον στον αναγκαίο βαθμό. Αντί αυτού, το ποσοστό συμμετοχής το τελευταίο έτος παρέμεινε σχεδόν σταθερό (αυξήθηκε μόλις 0,3%) στο 70,4% για το σύνολο του πληθυσμού (βλ.

1. Στην πραγματικότητα αυτό δεν είναι ακριβές. Η αύξηση της παραγωγής, με δεδομένο το απόθεμα των άλλων συντελεστών παραγωγής, μπορεί να προέλθει είτε από την αύξηση του εργατικού δυναμικού, είτε από την αύξηση της παραγωγικότητας του υπάρχοντος εργατικού δυναμικού. Στο τελευταίο καθοριστικό ρόλο έχει η τεχνολογία. Για λόγους ευκολίας, όμως, αυτό αποσιωπάται προς το παρόν.

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1.1

#### Πληθυσμός, εργατικό δυναμικό και ποσοστό συμμετοχής, 15-64 ετών



Διάγραμμα 3.1.1), 78,3% για τους άνδρες και 62,6% για τις γυναίκες. Επομένως, με δεδομένη τη μείωση του πληθυσμού, δεν προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι, τον τελευταίο χρόνο, το μέγεθος του εργατικού δυναμικού ηλικίας 15-64 ετών μειώθηκε κατά 8,7 χιλ. Η μείωση αυτή προήλθε από τους άνδρες, οι οποίοι μειώθηκαν κατά 17 χιλ., ενώ τα οφέλη στις γυναίκες (αυξήθηκαν 8,4 χιλ.) αντιστάθμισαν σε ένα βαθμό τις απώλειες. Μάλιστα, η διάκριση σε γηγενείς και αλλοδαπούς δείχνει ότι η μείωση προέρχεται από τους γηγενείς. Αναλύοντας τις μειώσεις αυτές κατά ηλικία και φύλο, γίνεται σαφές ότι προσοχή πρέπει να δοθεί στους άνδρες 25-29 ετών και στις γυναίκες 20-24 και 30-34 ετών, καθώς είναι οι ομάδες με τις μεγαλύτερες μειώσεις. Μια σε βάθος μελέτη των δεδομένων θα μπορούσε να διερευνήσει τους λόγους που οδήγησαν στις συγκεκριμένες μειώσεις και, κατά συνέπεια, να απαντήσει κατά πόσον είναι πρόσκαιρες και αν υπάρχει τρόπος να αναστραφούν. Μια απλή σύγκριση με τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης δείχνει ότι υπάρχει περιθώριο αύξησης των ποσοστών συμμετοχής, ειδικά των γυναικών, καθώς το 2023γ υπολείπονταν του ευρωπαϊκού μέσου όρου κατά 7,8 εκατοστιαίες μονάδες.

### 3.1.3. Απασχόληση

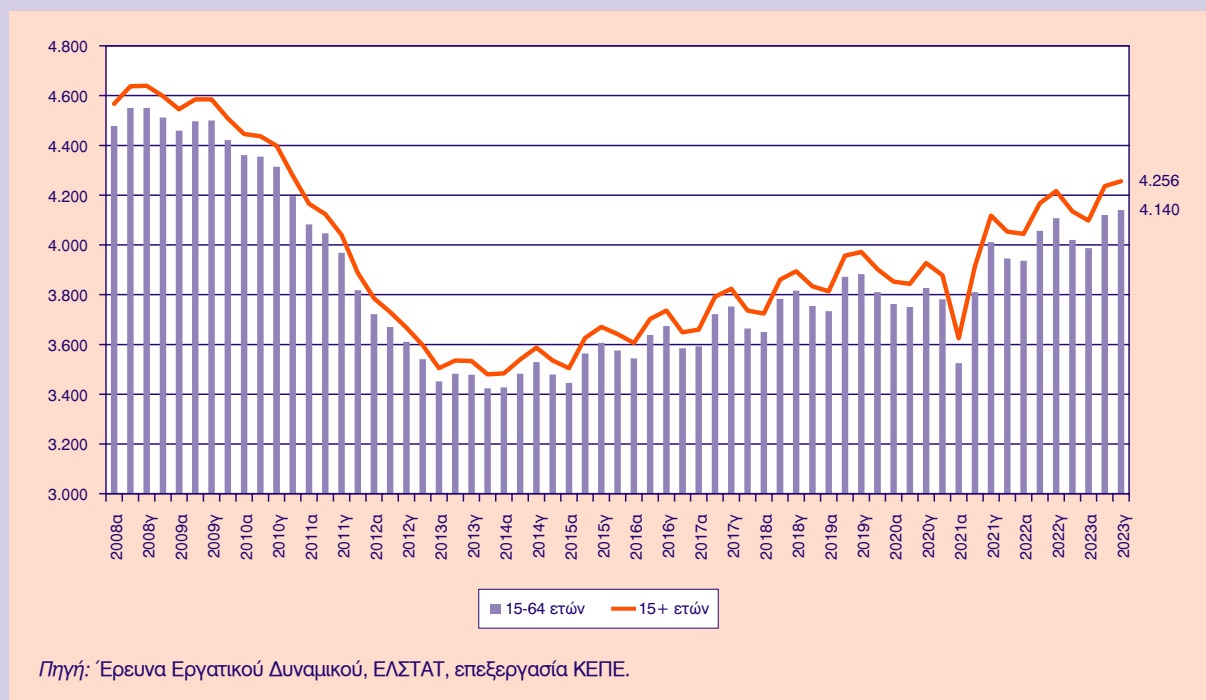
Παρά τη μείωση του εργατικού δυναμικού, ο αριθμός των απασχολούμενων άνω των 15 ετών αυξήθηκε το τρίτο τρίμηνο του 2023 κατά 40,2 χιλ. στο έτος, δηλαδή σε σύγκριση με το τρίτο τρίμηνο του 2022, και 19,7 χιλ. στο τρίμηνο, δηλαδή σε σύγκριση με το δεύτερο τρίμηνο του 2023. Η πλειονότητα της αύξησης αφορούσε τις γυναίκες απασχολούμενες, οι οποίες αυξήθηκαν κατά 39 χιλ. στο έτος (97% του συνόλου της αύξησης). Εύλογα, το ποσοστό απασχόλησης αυξήθηκε επίσης. Σε επίπεδο έτους η αύξηση έφτασε τις 0,5 εκατοστιαίες μονάδες για άτομα 15+ και τις 0,9 εκατοστιαίες μονάδες για άτομα 15-64 ετών. Όπως είναι σαφές στο Διάγραμμα 3.1.2, αν και ο αριθμός των απασχολούμενων ακολουθεί ανοδική τροχιά από το 2014, ακόμη δεν έχει φτάσει το επίπεδο προ κρίσης. Σε αντιδιαστολή, το ποσοστό απασχόλησης για την ομάδα 15-64 ετών ξεπέρασε το αντίστοιχο του 2008γ φτάνοντας το 62,8%, αν και ακόμη υπολείπεται κατά 2,1 μονάδες στο σύνολο του πληθυσμού (15+ ετών). Αυτό οφείλεται στη μείωση του πληθυσμού<sup>2</sup>. Το ενδιαφέρον είναι ότι η αύξηση αυτή προέρχεται από τις γυ-

2. Ο πληθυσμός χρησιμοποιείται ως παρονομαστής στον υπολογισμό του ποσοστού απασχόλησης. Επομένως, μείωση του πληθυσμού αυξάνει το ποσοστό απασχόλησης ακόμη και αν ο αριθμός των απασχολούμενων παραμένει σταθερός.



### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1.2

Απασχολούμενοι 15+ και 15-64 ετών (σε χιλ.)



ναίκες, καθώς το ποσοστό απασχόλησης των ανδρών είναι μειωμένο. Μάλιστα, η αύξηση στο ποσοστό απασχόλησης των γυναικών σε σύγκριση με το 2008 είναι ιδιαίτερα έντονη στην ομάδα 15-64 ετών (4,5%). Σε κάθε περίπτωση, το ποσοστό απασχόλησης των γυναικών συνεχίζει να υπολείπεται σημαντικά έναντι των ανδρών (53,5% έναντι 72,1% στην ομάδα 15-64 ετών), ενώ η διαφορά παραμένει σταθερή από την έναρξη της ανοδικής πορείας της απασχόλησης το 2014, περίπου στις 18,5 εκατοστιαίες μονάδες. Σε σύγκριση με την ΕΕ27, το ποσοστό απασχόλησης στην Ελλάδα είναι χαμηλό (62,8% έναντι 70,7%), ειδικά στην περίπτωση των γυναικών (53,5% έναντι 65,9%). Επομένως, υπάρχουν και άλλα περιθώρια ανόδου.

Οι νέοι απασχολούμενοι 15-29 ετών αυξήθηκαν ταχύτερα από τους απασχολούμενους 30-64 ετών. Σε επίπεδο έτους προστέθηκαν 18,2 χιλ. νέοι απασχολούμενοι και 14,1 χιλ. απασχολούμενοι 30-64 ετών. Οι αριθμοί αυτοί αντιστοιχούν σε αύξηση 3,4% στην πρώτη περίπτωση και 0,4% στη δεύτερη περίπτωση, κάνοντας τη διαφοροποίηση των δύο ομάδων ξεκάθαρη. Μεταξύ δευτέρου και τρίτου τριμήνου η αύξηση έφτασε το 1,8% και 0,3%, αντίστοιχα. Παρ' όλα αυτά, το ποσοστό απασχόλησης των νέων έφτασε το 35,9% το 2023γ, όταν ο αντίστοιχος δείκτης για τα άτομα 30-64 ετών ήταν 71,7%. Η διαφορά είναι αισθητή και οφείλεται στο γεγονός ότι πολλοί νέοι είναι στην εκπαίδευση, ενώ συχνά παρατείνουν την παραμονή τους εκεί.

Οι αλλοδαποί απασχολούμενοι άνω των 15 ετών αυξήθηκαν το τελευταίο έτος αναλογικά ταχύτερα από τους γηγενείς. Παρότι οι τελευταίοι αυξήθηκαν κατά 25,3 χιλ. και οι αλλοδαποί κατά 14,8 χιλ., η αύξηση του αριθμού των γηγενών απασχολουμένων ήταν 0,6%, ενώ η αύξηση των αλλοδαπών απασχολουμένων 9,1%. Επιπλέον, οι γηγενείς άνδρες είναι η μόνη ομάδα που εμφάνισε μείωση σε ετήσια βάση, ενώ οι αλλοδαπές γυναίκες εμφάνισαν τη μεγαλύτερη αναλογικά αύξηση (15,5%). Ωστόσο, σε απόλυτους όρους, οι γηγενείς γυναίκες αυξήθηκαν κατά 28,6 χιλ., οπότε ήταν η κύρια πηγή τροφοδότησης της αύξησης των απασχολουμένων τον τελευταίο χρόνο ακολουθούμενες από τους αλλοδαπούς άνδρες.

Κατά τη συγγραφή του παρόντος δεν έχουν δημοσιευτεί τα δεδομένα της ΕΕΔ για το τέταρτο τρίμηνο του 2023. Ωστόσο, μια εικόνα μπορεί να σχηματίσει κανείς από τα συγκεντρωτικά μηνιαία δεδομένα για τους μήνες Οκτώβριο και Νοέμβριο, ώστε να έρθει όσο το δυνατόν πιο κοντά στο σήμερα. Με βάση αυτά, λοιπόν, σε σύγκριση με τους αντίστοιχους μήνες του 2022, οι απασχολούμενοι αυξήθηκαν τον Οκτώβριο κατά 139,1 χιλ. και τον Νοέμβριο κατά 12 χιλ. Σε επίπεδο μηνός, οι απασχολούμενοι μειώθηκαν τον Νοέμβριο έναντι του Οκτωβρίου κατά 87,8 χιλ., ενώ τον Οκτώβριο αυξήθηκαν κατά 52,3 χιλ. έναντι του Σεπτεμβρίου. Οι κινήσεις αυτές δεν ξεφεύγουν από τα πρότυπα των προηγούμενων ετών.



### 3.1.4. Εξελίξεις στη μισθωτή απασχόληση

Το τρίτο τρίμηνο του 2023 το μερίδιο των μισθωτών στη συνολική απασχόληση, με βάση την Έρευνα Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ), έφτασε το 69,1%, ελαφρά χαμηλότερο του 69,7% που καταγράφηκε το δεύτερο τρίμηνο του έτους, καθώς σημειώθηκε μείωση του αριθμού των μισθωτών κατά 8,8 χιλ. στο τρίμηνο και 22,3 χιλ. στο έτος. Τα στοιχεία αυτά δεν φαίνεται να συμφωνούν με εκείνα του πληροφοριακού συστήματος ΕΡΓΑΝΗ από όπου προκύπτει ότι ο αριθμός των μισθωτών αυξήθηκε το τρίτο τρίμηνο κατά 7,2 χιλ. Αυτό που πρέπει να κρατήσει κανείς είναι ότι περίπου δύο στους τρεις είναι μισθωτοί στην Ελλάδα, ένα ποσοστό που είναι χαμηλότερο από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, αλλά αυξάνεται διαχρονικά, από την κρίση και έπειτα.

Το πληροφοριακό σύστημα ΕΡΓΑΝΗ έχει δημοσιεύσει τα στοιχεία για τη μισθωτή απασχόληση μέχρι το τέλος του έτους. Επομένως, μπορεί να σχηματίσει κανείς μια ολοκληρωμένη άποψη για το πώς κινήθηκε η μισθωτή απασχόληση το 2023. Ολόκληρο το έτος οι καθαρές θέσεις μισθωτής απασχόλησης, δηλαδή οι προσλήψεις μείον τις απολύσεις και τις οικειοθελείς αποχωρήσεις (για λόγους ευκολίας θα αναφέρονται ως απομακρύνσεις στο εξής), ξεπέρασαν τις 116 χιλ. Η επίδοση αυτή είναι καλύτερη του 2022, αλλά υπολείπεται των αντίστοιχων επιδόσεων πολλών άλλων ετών την περίοδο 2013-2022. Οι μήνες Ιανουάριος, Ιούλιος, Αύγουστος, Οκτώβριος και Νοέμβριος είχαν αρνητικό ισοζύγιο, ενώ οι υπόλοιποι μήνες είχαν θετικό ισοζύγιο. Τον Οκτώβριο και τον Νοέμβριο οι απώλειες ήταν σημαντικά μεγαλύτερες το 2023 έναντι των αντίστοιχων μηνών του 2022, χωρίς όμως να ξεφεύγουν από τα όρια των προηγούμενων ετών. Για παράδειγμα, ο Ιούλιος είχε αρνητικό ισοζύγιο τα έτη 2015, 2018 και 2019. Αντίστοιχα, το αρνητικό ισοζύγιο του Οκτωβρίου δεν ήταν σημαντικά μεγαλύτερο από εκείνο του Οκτωβρίου του 2019 (131,5 χιλ. έναντι 125,7 χιλ.). Ανάλογη είναι η εικόνα και τους μήνες με θετικό ισοζύγιο. Επομένως, το συνολικό αποτέλεσμα δεν κυριαρχείται από κάποιο συγκεκριμένο μήνα. Οι απομακρύνσεις ήταν αναλογικά περισσότερες το 2023 σε σύγκριση με προηγούμενα έτη, ειδικά οι απολύσεις. Ωστόσο, το ευρύ θετικό ισοζύγιο του Δεκεμβρίου, το δεύτερο μεγαλύτερο από το 2013 για τον συγκεκριμένο μήνα, πιθανόν σηματοδοτεί θετικές εξελίξεις για το 2024. Δεν πρέπει, όμως, να βιαστεί κανείς να βγάλει συμπεράσματα, μιας και ο Ιανουάριος είναι συνήθως μήνας με αρνητικό ισοζύγιο.

Σε επίπεδο έτους, η πλειονότητα των προσλήψεων μισθωτής απασχόλησης αφορούσαν συμβάσεις πλή-

ρους απασχόλησης. Συνολικά, έγιναν 3,2 εκατ. προσλήψεις εκ των οποίων τα 1,6 εκατ., δηλαδή το 51,4%, ήταν πλήρους απασχόλησης. Η δεύτερη συχνότερη μορφή σύμβασης αφορούσε μερική απασχόληση φτάνοντας τα 1,3 εκατ. προσλήψεις ή 39,2% του συνόλου των προσλήψεων. Οι προσλήψεις με συμβάσεις εκ περιτροπής ξεπέρασαν οριακά τις 303 χιλ., αντιπροσωπεύοντας το 9,4% του συνόλου. Σε σύγκριση με τα αμέσως προηγούμενα έτη τα μερίδια αυτά δεν εμφανίζουν αποκλίσεις. Εκεί που εντοπίζονται διαφορές είναι με τα έτη από το 2019 και προγενέστερα, όταν οι προσλήψεις πλήρους απασχόλησης ήταν λιγότερες από τις μισές, ενώ οι προσλήψεις με συμβάσεις εκ περιτροπής απασχόλησης ξεπερνούσαν το 12% του συνόλου, δείχνοντας αστάθεια στην αγορά και στάση αναμονής εκ μέρους των επιχειρήσεων που δεν ήθελαν να δεσμευτούν σε συμβάσεις εργασίας πλήρους απασχόλησης. Επομένως, τα τελευταία έτη φαίνεται ότι έχει επέλθει μια σταθεροποίηση των προσλήψεων ως προς το είδος της σύμβασης που αφορούν. Το ενδιαφέρον είναι ότι περίπου 4 στις 10 προσλήψεις αφορούν σταθερά μερική απασχόληση, σηματοδοτώντας την εμπέδωση των ευέλικτων μορφών απασχόλησης από την ελληνική αγορά.

Οι μετατροπές συμβάσεων πλήρους απασχόλησης σε ευέλικτες μορφές απασχόλησης ήταν λιγότερες το 2023 (46,9 χιλ.) έναντι των προηγούμενων ετών, με εξαίρεση το 2021 (38,5 χιλ.) και το 2014 (45,8 χιλ.). Οι περισσότερες εξ αυτών αφορούσαν μετατροπές σε συμβάσεις μερικής απασχόλησης και το 2023 (73,5% του συνόλου), ενώ οι μετατροπές σε εκ περιτροπής απασχόληση χωρίς τη σύμφωνη γνώμη του εργαζόμενου, οι πιο επιβλαβείς μεταβολές για τον εργαζόμενο, μειώθηκαν στο 4,4% από 6,5% το 2022. Το μερίδιο αυτό είναι συγκριτικά χαμηλό, καθώς υπερβαίνει μόνο το αντίστοιχο του 2021 (3,3%), το οποίο ενδεχομένως δεν είναι αντιπροσωπευτικό λόγω των μέτρων στήριξης της απασχόλησης και της επιχειρηματικότητας που ήταν σε ισχύ στο πλαίσιο της αντιμετώπισης των επιπτώσεων της πανδημίας. Επομένως, και ως προς τις μετατροπές, δεν φαίνεται να έχουμε κάποια μεταβολή στα πρότυπα. Τέλος, περισσότερες από μία στις 5 μετατροπές αφορούσαν μετατροπές σε εκ περιτροπής απασχόληση με τη σύμφωνη γνώμη του εργαζόμενου.

### 3.1.5. Ανεργία

Ο αριθμός των ανέργων 15-64 ετών έφτασε τις 506,3 χιλ. το 2023γ, ενώ ο αριθμός αυτός ανεβαίνει σε 514,6 χιλ., αν ληφθούν υπόψη και οι άνεργοι άνω των 65 ετών. Η ετήσια μείωση έφτασε τις 41 χιλ. άτομα και είναι μοιρασμένη μεταξύ ανδρών (20,9 χιλ. λιγότεροι

άνεργοι) και γυναικών (20 χιλ. λιγότερες άνεργες). Σημαντική ήταν η μείωση των ανέργων ηλικίας 30-44 ετών (28,9 χιλ. λιγότεροι), η πλειονότητα των οποίων ήταν γυναίκες (26,1 χιλ.). Ως αποτέλεσμα, το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε σε 10,9% για τα άτομα 15-64 ετών, δηλαδή 0,4 εκατοστιαίες μονάδες χαμηλότερα από το δεύτερο τρίμηνο του έτους και 0,9 εκατοστιαίες μονάδες χαμηλότερα από το 2022γ. Τα μηνιαία δεδομένα της ΕΕΔ δείχνουν περαιτέρω αποκλιμάκωση του ποσοστού ανεργίας τους δύο πρώτους μήνες του τελευταίου τριμήνου σε 9,4%. Αυτό σημαίνει ότι κάθε μήνας που περνά, η ανεργία αποκλιμακώνεται πλησιάζοντας το επίπεδο προ κρίσης. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι το ποσοστό ανεργίας το 2008γ ήταν 7,4%, ήτοι 3,5 εκατοστιαίες μονάδες χαμηλότερα από το ποσοστό ανεργίας του 2023γ. Σε απόλυτους αριθμούς, το 2023γ υπήρχαν 143,4 χιλ. περισσότεροι άνεργοι έναντι του 2008γ. Η συστηματική αποκλιμάκωση της ανεργίας δεν πρέπει να οδηγήσει σε εφησυχασμό, καθώς το γενικό ποσοστό ανεργίας στη χώρα μας είναι το δεύτερο υψηλότερο στην ΕΕ27,

πίσω μόνο από την Ισπανία (11,9%), και σχεδόν 5 εκατοστιαίες μονάδες πάνω από τον κοινοτικό μέσο όρο.

Τυπικά, το ποσοστό ανεργίας διαφέρει μεταξύ των διάφορων πληθυσμιακών ομάδων (βλ. Πίνακα 3.1.1). Οι γυναίκες, για παράδειγμα, είναι αντιμετώπιες με ποσοστό ανεργίας ύψους 14,5%, ενώ οι άνδρες μόλις 8%. Αντίστοιχα, το 2023γ οι νέοι 15-29 ετών έχουν ποσοστό ανεργίας 21,5%, δηλαδή ένας στους πέντε που συμμετέχουν στο εργατικό δυναμικό δεν βρίσκει δουλειά, όταν το αντίστοιχο ποσοστό για τα άτομα 30-64 ετών είναι 8,9%. Όσο περισσότερα χρόνια σπουδών έχει κάποιος, τόσο χαμηλότερο είναι το ποσοστό ανεργίας που αντιμετωπίζει. Έτσι, οι κάτοχοι διδακτορικού ή μεταπτυχιακού τίτλου έχουν ποσοστό ανεργίας 5,9% το 2023γ, όταν οι απόφοιτοι δημοτικού ή με λιγότερη εκπαίδευση αντιμετωπίζουν το διπλάσιο ποσοστό ανεργίας. Επιπλέον, οι αλλοδαποί έχουν χειρότερες πιθανότητες να βρουν εργασία σε σύγκριση με τους γηγενείς, καθώς το ποσοστό ανεργίας για αυτούς είναι 3,5 εκατοστιαί-

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1.1 Ποσοστό ανεργίας κατά πληθυσμιακή ομάδα**

	2022γ (%)	2023β (%)	2023γ (%)	2022γ-2023γ (εκατ. μον.)	2023β-2023γ (εκατ. μον.)
Σύνολο	11,8	11,3	10,9	-0,9	-0,4
Άνδρες	8,7	8,5	8,0	-0,8	-0,5
Γυναίκες	15,6	14,8	14,5	-1,0	-0,3
15-29	22,2	21,7	21,5	-0,7	-0,2
30-64	9,8	9,3	8,9	-0,9	-0,5
Διδακτορικό ή Μεταπτυχιακός τίτλος	7,2	4,1	5,9	-1,3	1,8
ΑΕΙ	9,7	8,5	9,5	-0,2	1,0
Ανώτερη Τεχνική και Επαγγελματική Εκπαίδευση	11,6	11,9	10,6	-1,0	-1,3
Ανώτερη Δευτεροβάθμια Εκπαίδευση	13,2	12,4	12,3	-0,9	-0,1
Κατώτερη Δευτεροβάθμια Εκπαίδευση	13,1	12,2	11,1	-2,1	-1,1
Δημοτικό ή λιγότερο	11,3	14,7	11,8	0,5	-2,9
Γηγενείς	11,4	10,9	10,6	-0,8	-0,3
Άνδρες	8,6	8,4	7,9	-0,7	-0,5
Γυναίκες	15,0	14,1	14,1	-0,9	0,0
Αλλοδαποί	16,5	16,9	14,1	-2,5	-2,8
Άνδρες	10,8	9,1	9,2	-1,6	0,2
Γυναίκες	23,6	25,6	19,8	-3,8	-5,8

Πηγή: Έρευνα Εργατικού Δυναμικού, ΕΛΣΤΑΤ, επεξεργασία ΚΕΠΕ.

ες μονάδες υψηλότερο. Η διαφορά είναι μικρότερη μεταξύ των ανδρών διαφορετικής υπηκοότητας (1,3 εκατοστιαίες μονάδες) έναντι των γυναικών (5,6 εκατοστιαίες μονάδες).

Τον τελευταίο χρόνο το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε μόνο για τους απόφοιτους δημοτικού ή με λιγότερη εκπαίδευση. Το εύρος της μείωσης είναι ευρύ, καθώς κυμαίνεται από 0,2 εκατοστιαίες μονάδες για τους απόφοιτους ΑΕΙ ως 3,8 εκατοστιαίες μονάδες για τις

αλλοδαπές γυναίκες. Η αργή αποκλιμάκωση του ποσοστού ανεργίας των αποφοίτων ΑΕΙ πρέπει να προβληματίσει, αν και το ήδη χαμηλό σε σύγκριση με τις υπόλοιπες εκπαιδευτικές ομάδες ποσοστό ανεργίας είναι μια πιθανή ερμηνεία. Από την άλλη πλευρά, λόγω της εποχικής φύσης της οικονομικής δραστηριότητας, το ποσοστό ανεργίας σε επίπεδο τριμήνου μειώθηκε στις περισσότερες ομάδες. Εξαίρεση αποτελούν οι κάτοχοι διδακτορικού ή μεταπτυχιακού τίτλου, οι απόφοιτοι ΑΕΙ και οι αλλοδαποί άνδρες.

### 3.2. Δαπάνες κοινωνικής προστασίας: Συγκριτικά δεδομένα 2008-2021

#### Βλάσης Μισός

Η περίοδος 2008 έως 2021 χαρακτηρίζεται από συνεχείς, επικαλυπτόμενες κρίσεις με σειρά άμεσων και έμμεσων επιπτώσεων στις συνθήκες διαβίωσης του πληθυσμού. Για την αντιμετώπισή τους, η Ευρωπαϊκή Ένωση προέταξε σειρά μέτρων δημοσιονομικής περιστολής, με στόχο τη βελτίωση των σχετικών ρυθμών αύξησης του δημοσίου χρέους. Ως αποτέλεσμα, σε πολλές ελλειμματικές χώρες της ΕΕ, οι δαπάνες κοινωνικής προστασίας μειώθηκαν αισθητά, περιορίζοντας το επίπεδο του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Ειδικότερα, οι χώρες της νότιας Ευρώπης επλήγησαν περισσότερο από την επιβολή των κανόνων δημοσιονομικής πειθαρχίας. Περισσότερο από μια δεκαετία αργότερα, οι συνθήκες διαβίωσης έχουν διαφοροποιηθεί αισθητά.

Το Διάγραμμα 3.2.1 απεικονίζει τη διαχρονική πορεία των κατά κεφαλήν δαπανών κοινωνικής προστασίας

ως απόκλιση από τον μέσο όρο της ΕΕ27. Τα μεγέθη αποτυπώνονται σε όρους κοινής αγοραστικής δύναμης (PPS) και είναι συγκρίσιμα τόσο κατ' έτος (μεταξύ των χωρών), όσο και διαχρονικά. Από το 2008 έως και το 2021, η αξία του συνόλου των κοινωνικών δαπανών στην Ιταλία εκτιμάται κατά είκοσι ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερη του αντίστοιχου μέσου όρου. Η μικρή πτώση που καταγράφεται μεταξύ της περιόδου 2010-2015, αντιστρέφεται κατά τα αμέσως επόμενα έτη.

Σταθερή και ήπια απόκλιση καταγράφεται στην αγοραστική δύναμη των δαπανών της Ισπανίας. Ενώ βρίσκεται πολύ κοντά στον μέσο όρο της ΕΕ27, η τάση που διαμορφώνεται στην Ισπανία φαίνεται ότι εμφανίζει διεύρυνση των αποστάσεων, ένδειξη ότι η αγοραστική δύναμη των δαπανών του κοινωνικού κράτους περιορίζεται. Από την άλλη πλευρά, η Πορτογαλία εμφανίζει σαφώς μειωμένη αξία δαπανών προστασίας, αλλά διατηρεί μια διαχρονική πορεία γύρω στο 80% του ευρωπαϊκού μέσου όρου. Τέλος, η Ελλάδα αποτυπώνει μια εξαιρετικά πτωτική τάση (απόκλιση) της σχετικής αξίας των δαπανών προστασίας. Η επιβολή των μέτρων προσαρμογής φαίνεται ότι ήταν σφοδρότερη στην Ελλάδα σε σύγκριση με τις υπόλοιπες χώρες της νότιας Ευρώπης. Από το 2008, όταν η αξία των κατά κεφαλήν δαπανών κοινωνικής προστασίας

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.2.1**

Κατά κεφαλήν δαπάνες κοινωνικής προστασίας σε PPS, ως απόκλιση από τον μέσο όρο της ΕΕ27 (100)



κινούνταν πολύ κοντά στον ευρωπαϊκό μέσο όρο, η Ελλάδα καταλήγει στο επίπεδο του 70%, δηλαδή αρκετά χαμηλότερα της Πορτογαλίας.

Διατηρώντας τον τρόπο διαχείρισης και παρουσίασης των δεδομένων, το Διάγραμμα 3.2.2 απεικονίζει τις κατά κεφαλήν δαπάνες κοινωνικής προστασίας, διαχωρίζοντας μεταξύ αυτών που αποδίδονται με έλεγχο πόρων των δικαιούχων (means tested) και, όσων αποδίδονται χωρίς έλεγχο πόρων των δικαιούχων (non-means tested). Σε σημαντικό βαθμό, η μετατροπή του κοινωνικού κράτους από «Νοτιο-ευρωπαϊκό» σε μια περισσότερο φιλελεύθερη εκδοχή, περιλαμβάνει την αντικατάσταση του τρόπου παροχής των κοινωνικών μεταβιβάσεων που δίνονταν χωρίς έλεγχο, σε μεταβιβάσεις που παρέχονται μέσω ελέγχου πόρων (π.χ. εισοδηματικά κριτήρια, οικογενειακή κατάσταση κτλ.).

Στο αριστερό τμήμα του Διαγράμματος 3.2.2 απεικονίζεται η σχετική πτώση των δαπανών για τις χώρες του ευρωπαϊκού Νότου. Όπως είναι αναμενόμενο, η σημαντικότερη μείωση καταγράφεται στην Ελλάδα, όπου οι δαπάνες που παρέχονται χωρίς έλεγχο πόρων των δικαιούχων υποβιβάζονται, περίπου, κατά 35 ποσοστιαίες μονάδες (σε σύγκριση με τον μέσο όρο της ΕΕ27). Οι εν λόγω δαπάνες αποτελούν το μεγαλύτερο τμήμα των συνολικών δαπανών, καθώς περιλαμβάνουν –μεταξύ άλλων– το σύνολο των δαπανών για συντάξεις. Από την άλλη, στην αντίστοιχη κατηγορία, σημαντική πτώση καταγράφεται επίσης και στην Ιτα-

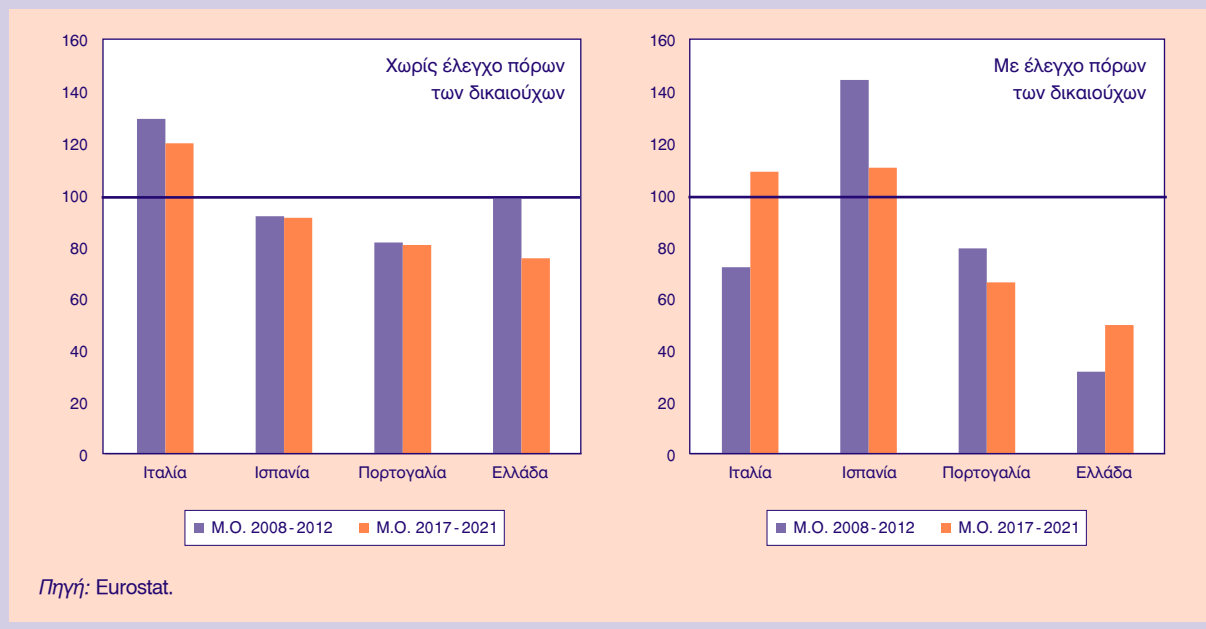
λία, στην οποία όμως, η αξία των κατά κεφαλήν δαπανών παραμένει αισθητά υψηλότερη από τον μέσο όρο της ΕΕ27.

Το δεξιό τμήμα του Διαγράμματος 3.2.2 παρουσιάζει την περίπτωση των δαπανών που παρέχονται με έλεγχο πόρων των δικαιούχων. Τα αποτελέσματα είναι αρκετά πιο άνισα. Το σύστημα κοινωνικής προστασίας αρκετών χωρών της ΕΕ27 (π.χ. Δανία, Σουηδία ή Ολλανδία) βασίζεται σε μια εντελώς διαφορετική λογική επιδοματικής πολιτικής, όπου το εισόδημα διαδραματίζει κεντρικό ρόλο. Συνεπώς, η συγκεκριμένη κατηγορία του συνόλου των παροχών εμφανίζει ουσιαστικές διαφοροποιήσεις. Παρ' όλα αυτά, οι διαχρονικές μεταβολές των μέσων όρων σε χώρες όπως η Ιταλία και η Ελλάδα δείχνουν την κατεύθυνση των μεταρρυθμίσεων, που κινήθηκαν προς μια αλλαγή της φυσιογνωμίας του συστήματος προστασίας.

Πιο συγκεκριμένα, η Ιταλία εμφανίζει σημαντική σχετική αύξηση από 72 σε 109. Από την άλλη, στην περίπτωση της Ελλάδας, η αύξηση από 32 σε 50, παραμένει σε εξαιρετικά χαμηλό επίπεδο σε σύγκριση με τον μέσο όρο της ΕΕ27. Τέλος, στην Ισπανία και την Πορτογαλία οι μεταβολές των κατά κεφαλήν δαπανών που διενεργούνται μέσω ελέγχου πόρων των δικαιούχων είναι ενδεικτικές της τάσης που υπάρχει σε αυτές τις χώρες, ώστε να διατηρήσουν τον τρόπο απόδοσης των επιδομάτων και τον χαρακτήρα του συστήματος προστασίας.

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.2.2

Κατά κεφαλήν δαπάνες κοινωνικής προστασίας σε όρους αγοραστικής δύναμης (PPS). Διάκριση δαπανών με και χωρίς έλεγχο πόρων των δικαιούχων, μέσος όρος 2008-2012 και 2017-2021





# 4. Μεταρρυθμίσεις-Ανάπτυξη

ΚΕΠΕ, *Οικονομικές Εξελίξεις*, τεύχος 53, 2024, σσ. 54-57

## 4.1. Εξελίξεις στην ψηφιακή μετάβαση της ελληνικής οικονομίας

### Αθανάσιος Χύμης

#### 4.1.1. Εισαγωγή

Παρά τις σχετικά θετικές εξελίξεις στην οικονομία το 2023 όσον αφορά τη μεγέθυνση της οικονομίας, η πορεία του δείκτη ψηφιακής μετάβασης συνεχίζει να μην είναι τόσο ενθαρρυντική, δεδομένης της στασιμότητας στην 25η θέση το 2021 και 2022. Ο δείκτης DESI για το 2023 έχει σημαντικές αλλαγές και πλέον δεν κατατάσσει τις ευρωπαϊκές χώρες στο σύνολο του δείκτη και στις τέσσερις βασικές διαστάσεις, αλλά μόνο στους επιμέρους υποδείκτες. Κατά συνέπεια, στο παρόν παρουσιάζονται όλοι οι υποδείκτες και για σύγκριση παρέχεται η σχετική κατάταξη για το 2022, έτσι ώστε να καταστεί εμφανής η συγκριτική εξέλιξη του κάθε υποδείκτη.

#### 4.1.2. Εξελίξεις στην ψηφιακή μετάβαση

Όπως εξηγεί το σχετικό μεθοδολογικό σημείωμα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (2023), η απόφαση σχετικά με το Πρόγραμμα Πολιτικής για την Ψηφιακή Δεκαετία (Digital Decade Policy Programme), που υιοθετήθηκε από την Επιτροπή και το Ευρωκοινοβούλιο τον Δεκέμβριο του 2022, προσδίδει στον δείκτη τον νέο ρόλο του να παρακολουθεί την πρόοδο της ΕΕ-27 σχετικά με τους στόχους της Ψηφιακής Δεκαετίας. Ο δείκτης πλέον συμπεριλαμβάνεται στην έκθεση για την Ψηφιακή Δεκαετία και χρησιμοποιείται από την Επιτροπή για να ελέγχει την πρόοδο της Ένωσης και των κρατών-μελών σε διάφορες διαστάσεις και πληθώρα μεταβλητών (υποδεικτών) που αφορούν τον ψηφιακό μετασχηματισμό.

Ο δείκτης DESI, προσαρμοζόμενος περαιτέρω στην Ψηφιακή Πυξίδα, αλλάζει λίγο τις ονομασίες των τεσσάρων διαστάσεων και εμπλουτίζει τους περιεχόμενους σε αυτές υποδείκτες. Μία σημαντική αλλαγή αφορά στο ότι ο δείκτης DESI παύει να δημοσιεύεται ως συνολικός δείκτης, με αποτέλεσμα να μην είναι

δυνατή η κατάταξη των κρατών στο σύνολο παρά μόνο σε κάθε υποδείκτη που ο DESI περιλαμβάνει. Οι τέσσερις διαστάσεις είναι οι εξής: Ψηφιακές δεξιότητες, Ψηφιακές υποδομές, Ψηφιακός μετασχηματισμός επιχειρήσεων και Ψηφιοποίηση δημοσίων υπηρεσιών (Πίνακας 4.1.1). Σημειώνεται ότι τα δεδομένα του δείκτη αφορούν τουλάχιστον ένα χρόνο πίσω.

Οι ψηφιακές δεξιότητες αφορούν τον πληθυσμό κάθε κράτους και περιλαμβάνουν εννέα υποδείκτες. Παρατηρούμε ότι, παρά το σημαντικό ποσοστό του πληθυσμού που χρησιμοποιεί το διαδίκτυο, η χώρα μας παραμένει σε σχετικά χαμηλή θέση, δεδομένου ότι τα αντίστοιχα ποσοστά στα περισσότερα κράτη-μέλη είναι υψηλότερα. Θετική είναι η αύξηση του ποσοστού των επιχειρήσεων που παρέχουν εκπαίδευση ICT, αν και παραμένουμε σε σχετικά χαμηλά επίπεδα σε σχέση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Ανησυχητικό είναι το γεγονός ότι το ποσοστό των ειδικών σε ICT μειώθηκε και έτσι καταλαμβάνουμε την τελευταία θέση στην κατάταξη, καθώς και το ότι οι απόφοιτοι ICT παραμένουν στο ίδιο ποσοστό αποφοίτων πανεπιστημιακών σχολών, με αποτέλεσμα να απομακρυνόμαστε από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Το ποσοστό των Ελληνίδων ειδικών ICT είναι η μοναδική παράμετρος της συγκεκριμένης διάστασης του DESI στην οποία η χώρα μας υπερβαίνει τον ευρωπαϊκό μέσο όρο.

Στη διάσταση των ψηφιακών υποδομών η χώρα μοιάζει να είναι χωρισμένη σε δύο κατηγορίες. Είναι πολύ πίσω σε ό,τι αφορά την ταχύτητα του διαδικτύου και αρκετά μπροστά σε ό,τι αφορά την ανάπτυξη του δικτύου 5ης γενεάς. Συγκεκριμένα, στα σταθερά ευρυζωνικά δίκτυα υψηλών ταχυτήτων (100Mbps, 1Gbps) καθώς και υψηλής χωρητικότητας, η χώρα κατατάσσεται τελευταία με πολύ μεγάλη απόσταση από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Μάλιστα, η όποια βελτίωση σημειώθηκε μεταξύ 2022 και 2023 δεν ήταν αρκετή να «ξεκολλήσει» την Ελλάδα από την 27η θέση. Αντίθετα, στην κάλυψη και το φάσμα 5G η χώρα είναι στις πρώτες θέσεις με υψηλότερα ποσοστά από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο.

Στη διάσταση του ψηφιακού μετασχηματισμού που αφορά τον ιδιωτικό τομέα (επιχειρήσεις) παρατηρείται σαφής χειροτέρευση στον δείκτη του 2023. Παρά την αύξηση του ποσοστού μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ) με τουλάχιστον βασικό επίπεδο ψηφια-



### Πίνακας 4.1.1 Δείκτης DESI

Διάσταση: Ψηφιακές δεξιότητες	DESI 2022			DESI 2023		
	Ελλάς	ΕΕ-27	Θέση	Ελλάς	ΕΕ-27	Θέση
Χρήση διαδικτύου	77,1%	87,2%	26	81,9%	88,6%	25
Τουλάχιστον βασικές ψηφιακές δεξιότητες*	52,5%	53,9%	17	52,5%	53,9%	17
Ψηφιακές δεξιότητες πέραν των βασικών*	21,7%	26,5%	19	21,7%	26,5%	19
Τουλάχιστον βασικές δεξιότητες δημιουργίας ψηφιακού περιεχομένου*	62,3%	66,2%	19	62,3%	66,2%	19
Επιχειρήσεις που παρέχουν εκπαίδευση ICT*	12,0%	19,7%	25	13,4%	22,4%	24
Γυναίκες με τουλάχιστον βασικές ψηφιακές δεξιότητες*	51,4%	52,3%	19	51,4%	52,3%	19
Ειδικοί σε ICT	2,8%	4,5%	26	2,5%	4,6%	27
Απόφοιτοι ICT	3,5%	3,9%	20	3,5%	4,2%	22
Γυναίκες ειδικοί σε ICT	21,0%	19,1%	10	20,3%	18,9%	13
<b>Διάσταση: Ψηφιακές υποδομές</b>						
Σταθερό ευρυζωνικό δίκτυο τουλάχιστον 100 Mbps	8,5%	40,6%	27	20,3%	55,1%	27
Ευρυζωνικό τουλάχιστον 1 Gbps	0%	7,6%	27	0%	13,8%	27
Σταθερά δίκτυα πολύ υψηλής χωρητικότητας (VHCN)	19,8%	70,2%	27	27,9%	73,4%	27
Οπτικές ίνες μέχρι τον χώρο του χρήστη (FTTP)	19,8%	50,0%	25	27,9%	56,5%	25
Διείσδυση κινητού ευρυζωνικού δικτύου*	76,5%	86,5%	26	76,5%	86,5%	26
Κάλυψη 5G	66,1%	65,8%	10	85,7%	81,2%	12
Φάσμα 5G	99,2%	56,1%	5	99,2%	68,2%	5
<b>Διάσταση: Ψηφιακός μετασχηματισμός επιχειρήσεων</b>						
MME με τουλάχιστον βασικό επίπεδο ψηφιακής έντασης	38,8%	54,9%	23	41,2%	69,1%	27
Ηλεκτρονική ανταλλαγή πληροφοριών*	31,9%	38,1%	19	31,9%	38,0%	19
Μέσα κοινωνικής δικτύωσης*	28,0%	29,3%	14	28,0%	29,3%	14
Μεγάλα δεδομένα*	12,9%	14,2%	12	12,9%	14,2%	12
Νέφος*	15,2%	34,0%	25	15,2%	34,0%	25
Τεχνητή Νοημοσύνη*	2,6%	7,9%	26	2,6%	7,9%	26
Ηλεκτρονικές αποδείξεις*	-	32,2%	-	-	32,2%	-
MME που πραγματοποιούν πωλήσεις μέσω διαδικτύου	19,5%	18,5%	13	16,9%	19,1%	19
Κύκλος εργασιών ηλεκτρονικού εμπορίου	10,6%	11,6%	13	7,3%	11,3%	22
Διασυνοριακές ηλεκτρονικές πωλήσεις	7,0%	8,7%	19	7,0%	8,7%	19

#### Πίνακας 4.1.1 (συνέχεια)

Διάσταση: Ψηφιοποίηση δημοσίων υπηρεσιών	DESI 2022			DESI 2023		
	Ελλάς	ΕΕ-27	Θέση	Ελλάς	ΕΕ-27	Θέση
Χρήστες ηλεκτρονικής διακυβέρνησης	69,5%	64,84%	18	80,5%	74,2%	19
Ψηφιακές δημόσιες υπηρεσίες για πολίτες	52,4%	74,6%	25	64,6%	77,0%	23
Ψηφιακές δημόσιες υπηρεσίες για επιχειρήσεις	47,6%	81,7%	26	73,7%	83,7%	24
Προσυμπληρωμένα έντυπα	45,3%	64,5%	21	54,4%	68,2%	20
Διαφάνεια παροχής υπηρεσιών, σχεδιασμού και προσωπικών δεδομένων	48,8%	62,3%	23	52,4%	64,7%	21
Υποστήριξη χρηστών	75,1%	81,6%	20	74,1%	83,6%	22
Φιλικές στα κινητά	82,0%	92,0%	25	84,6%	93,3%	24
Πρόσβαση σε ηλεκτρονικά ιατρικά δεδομένα	-	-	-	60,7%	71,7%	22

Πηγή: DESI 2023.

\* Τα στοιχεία και των δύο ετών αφορούν το 2021.

-: Δεν υπάρχουν δεδομένα.

κής έντασης, η θέση της Ελλάδας υποχώρησε στην τελευταία θέση, επειδή τα υπόλοιπα κράτη αύξησαν τα αντίστοιχα ποσοστά τους αρκετά περισσότερο. Χαρακτηριστικά, η ΕΕ-27 αύξησε το μέσο ποσοστό κατά 15 μονάδες, ενώ η χώρα μας κατά μόλις 2,5. Αν και οι περισσότεροι υποδείκτες αφορούν στοιχεία του 2021, φαίνεται ότι οι επιχειρήσεις στην Ελλάδα κάνουν σημαντική χρήση των κοινωνικών μέσων δικτύωσης αλλά και των μεγάλων δεδομένων. Όμως, στη χρήση νέφους και της τεχνητής νοημοσύνης είναι αρκετά πίσω από τους Ευρωπαίους εταίρους τους. Επίσης, φαίνεται να χάνουν έδαφος στην πραγματοποίηση πωλήσεων ηλεκτρονικά και, κατά συνέπεια, στον ηλεκτρονικό τζίρο.

Η διάσταση της ψηφιοποίησης των δημοσίων υπηρεσιών αφορά τον δημόσιο τομέα και είναι η μόνη εκ των τεσσάρων διαστάσεων του δείκτη DESI στην οποία η χώρα μας δείχνει σχετική βελτίωση σε σχέση με τον προηγούμενο δείκτη του 2022. Έχει ενδιαφέρον ότι, παρά τη σημαντική άνοδο του ποσοστού χρηστών ηλεκτρονικής διακυβέρνησης και παρά το γεγονός ότι το ποσοστό αυτό είναι πάνω από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, η θέση της Ελλάδας στην κατάταξη υποχώρησε κατά μία θέση, στην 19η. Αυτό εξηγείται από το ότι η ΕΕ-27 ως μέσος όρος βρίσκεται πολύ πιο πίσω από τη μεσαία θέση στην κατάταξη, λόγω του ότι λίγες χώρες με σχετικά υψηλούς πληθυσμούς (π.χ. Πολωνία

και Γερμανία) έχουν σημαντικά χαμηλότερα ποσοστά χρηστών ηλεκτρονικής διακυβέρνησης, πιέζοντας έτσι τον ευρωπαϊκό μέσο όρο προς τα κάτω. Όλοι οι υπόλοιποι υποδείκτες δεν μετρούνται ως ποσοστό αλλά ως καθαρός αριθμός μεταξύ 0 και 100.

Βελτίωση στην κατάταξη σημείωσε η Ελλάδα στις ψηφιακές δημόσιες υπηρεσίες προς πολίτες και επιχειρήσεις, στα προσυμπληρωμένα έντυπα, στη διαφάνεια παροχής υπηρεσιών σχεδιασμού και προσωπικών δεδομένων, καθώς και στο πόσο φιλικές στα κινητά τηλέφωνα είναι οι παρεχόμενες υπηρεσίες ηλεκτρονικής διακυβέρνησης. Η χώρα βρίσκεται στους περισσότερους υποδείκτες της συγκεκριμένης διάστασης αρκετά κοντά στον ευρωπαϊκό μέσο όρο, κάτι που κρίνεται θετικά. Επιπλέον, είναι ενθαρρυντικό το ότι η πρόοδος της Ελλάδας στη βαθμολογία των υποδεικτών είναι ταχύτερη από την πρόοδο των εταίρων μας, με αποτέλεσμα την άνοδο στην κατάταξη και την ταχύτερη σύγκλιση με τους μέσους όρους της ΕΕ-27. Αυτό είναι και κάτι στο οποίο ο νέος DESI εστιάζει (η ψηφιακή σύγκλιση δηλαδή των κρατών-μελών).

#### 4.1.3. Συμπεράσματα

Παρά τις σημαντικές προόδους που έχουν γίνει σε αρκετούς τομείς του ψηφιακού μετασχηματισμού, η χώρα συνεχίζει να υστερεί σημαντικά έναντι των εταί-

ρων της και, φυσικά, να απέχει περισσότερο ή λιγότερο από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο στους περισσότερους υποδείκτες. Ιδιαίτερη προσοχή χρειάζεται στην ψηφιοποίηση του ιδιωτικού τομέα, ο οποίος φαίνεται να αυξάνει τη διαφορά από τους Ευρωπαίους εταίρους του και, κατά συνέπεια, να πέφτει στις χαμηλότερες θέσεις της κατάταξης.

Η ψηφιοποίηση του δημόσιου τομέα φαίνεται να σημειώνει πρόοδο με σχετικά ταχύτερο ρυθμό από τους Ευρωπαίους εταίρους, με αποτέλεσμα τη σύγκλιση της χώρας με τους ευρωπαϊκούς μέσους όρους στους περισσότερους υποδείκτες. Οι ψηφιακές υποδομές χρειάζονται ιδιαίτερη προσοχή και θα πρέπει να επιταχυνθούν οι εργασίες αναβάθμισης του δικτύου, διότι η Ελλάδα όχι μόνο υστερεί στην ταχύτητα του δικτύου αλλά και η πρόοδος που κάνει είναι σχετικά πιο αργή από την αντίστοιχη των εταίρων της, με αποτέλεσμα να παραμένει σταθερά στις τελευταίες θέσεις της κατάταξης στους σχετικούς υποδείκτες.

Τέλος, ιδιαίτερη αναφορά θα πρέπει να γίνει σε δύο υποδείκτες της διάστασης των ψηφιακών δεξιοτήτων. Συγκεκριμένα, οι ειδικοί σε θέματα ICT καθώς και οι απόφοιτοι σχολών ICT θα πρέπει να αυξηθούν. Οι δύο αυτοί υποδείκτες είναι πολύ σημαντικοί, δεδομένου ότι σχετίζονται με την εκπαίδευση και την ικανότητα του εγχώριου εργατικού δυναμικού να καλύψει τις ολοένα

αυξανόμενες ανάγκες της αγοράς εργασίας για εξειδικευμένο εργατικό δυναμικό σε ζητήματα ψηφιακής τεχνολογίας. Στους συγκεκριμένους αυτούς δείκτες η Ελλάδα χάνει έδαφος σε σχέση με τους εταίρους της και αυτό είναι πολύ ανησυχητικό για τις μελλοντικές εξελίξεις στην αγορά εργασίας. Εάν οι εγχώριες και ξένες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στη χώρα δεν μπορούν να βρискουν εγχώριο εξειδικευμένο εργατικό δυναμικό, υπάρχει σοβαρή πιθανότητα να εγκαταλείψουν την Ελλάδα και να εγκατασταθούν σε ευρωπαϊκές χώρες, όπου η εύρεση ειδικών ICT θα είναι πιο ευχερής. Αυτό θα έχει λίαν αρνητικές συνέπειες για την ελληνική οικονομία εν γένει, ιδιαίτερα κατά την παρούσα φάση όπου καταβάλλεται σημαντική προσπάθεια προσέλκυσης άμεσων ξένων επενδύσεων.

## Βιβλιογραφικές Αναφορές

DESI (2023). <<https://digital-decade-desi.digital-strategy.ec.europa.eu/datasets/desi/charts>>

Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2023). *DESI 2023 methodological note*. Accompanying the document Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: Report on the state of the Digital Decade 2023. COM(2023) 570 final. Βρυξέλλες 27/09/2023. Διαθέσιμο στο διαδίκτυο: <<https://ec.europa.eu/newsroom/dae/redirection/document/98697>>.

## Από τη Βασιλεία I έως τη Βασιλεία III στο τραπεζικό σύστημα: Μια συνοπτική θεωρητική παρουσίαση

Γιάννης Παναγόπουλος\*

### Περίληψη

Στο συγκεκριμένο άρθρο γίνεται μια συνοπτική παρουσίαση του θεσμικού πλαισίου μέσα από το οποίο δομήθηκε διαχρονικά ο έλεγχος των πιστωτικών ιδρυμάτων με σκοπό την τραπεζική σταθερότητα. Παρουσιάζονται δηλαδή οι κυριότεροι αρχικοί κανόνες της Βασιλείας I (BCBS, 1988, 1996 & 1998), οι οποίοι εμφανίζονται πριν την ύπαρξη του ευρώ, ενώ εν συνεχεία παρατίθενται σταδιακά οι κυριότερες αλλαγές που δημοσίευσε η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία (BCBS) και οι οποίες έγιναν γνωστές ως Βασιλεία II (BCBS, 2004 & 2006) αλλά και αυτές που θεμελίωσαν τη Βασιλεία III (BCBS, 2011, 2016, 2017, 2018, 2019 & 2021). Στο πλαίσιο της Βασιλείας III παρουσιάζονται επίσης και οι συνοδευτικοί κανόνες ρευστότητας των τραπεζών (BCBS, 2013 & 2014). Τέλος, στα συμπεράσματα γίνεται μια κριτική της όλης προσπάθειας του θεσμικού ελέγχου των τραπεζών.

**Ταξινόμηση JEL:** G21, G28

**Λέξεις-κλειδιά:** Βασιλεία I-II-III, ίδια κεφάλαια, ρευστότητα, τραπεζικό σύστημα

### 1. Εισαγωγή

Η γένεση της Βασιλείας I το 1988 δεν ήταν τυχαία. Σχετιζόταν, κατά κύριο λόγο, με τη ραγδαία ανάπτυξη και σταδιακή διεθνοποίηση του πιστωτικού συστή-

ματος και των χρηματοοικονομικών εργαλείων, που ξεκίνησε σταδιακά από τα μέσα της δεκαετίας του '80. Ξεκινώντας από τις ΗΠΑ, ο Aglietta (1996) μάς επισημαίνει ότι, εκτός του πολύ χαμηλού κεφαλαιακού λόγου των τραπεζών<sup>1</sup>, ως προς τα στοιχεία του Ενεργητικού, δημιουργήθηκαν και περαιτέρω προβλήματα από μία σημαντική πιστωτική επέκταση που δεν συνοδευόταν από αντίστοιχης αξιοπιστίας εγγυήσεις (*collateral*). Την ίδια περίοδο (δεκαετία του '80) έχουμε την ευρεία εμφάνιση νέων ειδών τραπεζικών υποχρεώσεων στο Παθητικό των τραπεζών (*liabilities*) όπως για παράδειγμα τα πιστοποιητικά καταθέσεων (*certificate of deposits, CD's*), που θα μπορούσαν να βοηθήσουν στη «χρηματοδότηση» ευρύτερων «πιστωτικών ανοιγμάτων» των τραπεζών, τα οποία όμως ήταν πιο ευμετάβλητα, ως προς την αξία, από ότι τα παραδοσιακά μέσα δανεισμού (π.χ. οι καταθέσεις πελατών). Σημαντικό επίσης ρόλο, εκτός των άλλων, έπαιξε και η αύξηση του τραπεζικού ανταγωνισμού, η οποία επηρέασε αρνητικά τις αποδόσεις των τραπεζικών δανείων. Όλα αυτά, όπως επισημαίνει και ο Aglietta, οδήγησαν μετά τα μέσα της δεκαετίας του '80 σε μια πτωτική πιστοληπτική διαβάθμιση των εμπορικών τραπεζών ειδικά των ΗΠΑ αλλά και του Ηνωμένου Βασιλείου. Όλα τα παραπάνω συνδέθηκαν με την πρωτοβουλία που ανέλαβε τότε η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία (BCBS) για τη διεθνή σύγκλιση (*convergence*) των κανόνων για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων των τραπεζών του ανεπτυγμένου κόσμου (Γκόρτσος, 2011).

Στις ενότητες 2 έως 4 που ακολουθούν παρουσιάζονται, ως επέκταση του άρθρου της Sbârcea (2014) αλλά και του άρθρου του Vousinas (2015), οι κυριότερες προβλέψεις και αλλαγές, από τα αρχικά κείμενα της Βασιλείας I έως αυτά της Βασιλείας III, πάνω στον υπολογισμό του πιστωτικού κινδύνου, του κινδύνου της αγοράς, του λειτουργικού κινδύνου και του υπολογισμού της κεφαλαιακής επάρκειας. Στην ενότητα 5 παρουσιάζονται επίσης και οι συνοδευτικοί κανόνες

\* Ερευνητής του Κέντρου Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών (ΚΕΠΕ). E-mail: ypanag@kepe.gr

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

1. Βέβαια με βάση την ανάλυση των Jordà et al. (2021), ο σχετικά χαμηλός κεφαλαιακός λόγος των τραπεζών ήταν μεταπολεμικά χαρακτηριστικό του ανεπτυγμένου κόσμου.

ρευστότητας που συνδέθηκαν ειδικά με τα κείμενα της Βασιλείας III. Τέλος, στην ενότητα 6 υπάρχουν κάποια συνοπτικά συμπεράσματα.

## 2. Γένεση: Οι γενικές αρχές της Βασιλείας I

### 2.1. Ο υπολογισμός του πιστωτικού κινδύνου

#### 2.1.1. BCBS, 1988

Η BCBS το 1987/8 ξεκίνησε μια διαδικασία που προέβλεπε την επιβολή διαφορετικής στάθμισης σε διάφορα είδη πιστωτικής επέκτασης, για όλες τις χώρες με ανεπτυγμένο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αυτό έγινε εφικτό μέσω μιας αλγεβρικής μετατροπής των διαφορών εντός Ισολογισμού στοιχείων (*Assets*), έτσι ώστε να πάρουν μορφή μετρήσιμου πιστωτικού κινδύνου («πιστωτικού ανοίγματος») του Ισολογισμού. Αναδείχθηκε έτσι για πρώτη φορά η σχέση των κεφαλαιακών Απαιτήσεων των Ιδίων κεφαλαίων με το σύνολο των σταθμισμένων Απαιτήσεων του Ενεργητικού των τραπεζών (*Total Risk Weighted Assets, TRWA*<sup>2</sup>). Μάλιστα, αρχικά δημιουργήθηκαν τέσσερις (4) κατηγορίες πιστωτικού κινδύνου (βλέπε Πίνακα I.1, Παράρτημα I). Επιπρόσθετα, υπήρχαν και μια σειρά από συντελεστές στάθμισης για τις Εκτός Ισολογισμού Απαιτήσεις (*Off Balance Sheet Assets*) του Ενεργητικού των τραπεζών (βλέπε Πίνακα I.2, Παράρτημα I). Ο προφανής σκοπός της συγκεκριμένης ταξινόμησης και στάθμισης των Εκτός και Εντός Ισολογισμού Απαιτήσεων ήταν μια προσπάθεια, μέσω της εποπτείας, για μια ομοιογενή αντιμετώπιση του πιστωτικού κινδύνου (*credit risk*) των τραπεζικών ιδρυμάτων των δέκα (10) πιο ανεπτυγμένων χωρών (G-10). Επιπρόσθετα, εμφανίστηκε και η πρώτη απλή μορφή υπολογισμού του πιστωτικού κινδύνου με τον αντίστοιχο μετριασμό που προσφέρει μια κάποια χρηματοοικονομική εγγύηση.<sup>3</sup> Ως τελικός

χρόνος εφαρμογής του πρώτου κειμένου της Επιτροπής της Βασιλείας ορίστηκε η 31-12-1992.

#### 2.1.2. BCBS, 1998

Με το κείμενο της Επιτροπής του 1998, στην παρουσίαση του πιστωτικού κινδύνου προστέθηκε αναλυτικότερα και η αξία της αντιστάθμισης μιας Απαιτήσης της τράπεζας. Με απλά λόγια, το εύρος της πραγματικής έκθεσης της τράπεζας σε μια Απαιτήση επηρεαζόταν σαφώς από την αποτίμηση των χρηματοοικονομικών εγγυήσεων της που όμως ήταν ταυτόχρονα και εργαλείο του χαρτοφυλακίου αγοραπωλησιών της (*trading book*)<sup>4</sup>. Η αποτίμηση αυτών των χρηματοοικονομικών προϊόντων (ή εγγυήσεων) υπολογιζόταν λεπτομερώς ακολουθώντας την «τρέχουσα μέθοδο έκθεσης» (*current exposure method*)<sup>5</sup>, η οποία σε δύο τμήματα ήταν η εξής:

- το συνολικό κόστος αντικατάστασης (*replacement cost*) από το “κλείσιμο” των συμβολαίων στα οποία είναι εκτεθειμένη η τράπεζα με τους αντισυμβαλλομένους της σε τρέχουσες τιμές συν
- έναν προσθετικό (“*add on*”) όρο, με βάση την υπολειμματική μελλοντική αξία των συμβολαίων αυτών των χρηματοοικονομικών προϊόντων, πολλαπλασιασμένο με έναν δοσμένο συντελεστή έκθεσης (βλέπε Πίνακα I.3, Παράρτημα I).

Το δεύτερο τμήμα, δηλαδή η μελλοντική έκθεση (ο προσθετικός “*add on*” παράγοντας), υπολογιζόταν πάνω στη βάση της ονομαστικής τιμής του συμβολαίου με έναν συντελεστή που επηρεαζόταν από το χρονικό διάστημα έως την ωριμότητά (*maturity*) του “προϊόντος”. Η «προσθετική» της αξία σχετίζεται βέβαια με το γεγονός ότι ένα χρηματοοικονομικό προϊόν μέχρι τη λήξη του εμπεριέχει διακύμανση (*volatility*) που είναι στοιχείο κινδύνου.

2. Το συνολικό σταθμισμένο ρίσκο (*TRWA*) ενός τραπεζικού Ισολογισμού είχε την κάτωθι απλή αλγεβρική μορφή:

$$TRWA = \sum_{i=1}^n \{ [W_1 \times E_1] + [W_2 \times E_2] + \dots + [W_n \times E_n] \} \quad i = 1 \dots n$$

όπου: *TRWA* σήμαινε το άθροισμα των σταθμισμένων Απαιτήσεων του Ενεργητικού μιας τράπεζας, *E<sub>i</sub>* αναφερόταν στην κάθε επιμέρους Έκθεση (Απαιτήση χωρίς αντιστάθμιση από κάποια εγγύηση) του Ενεργητικού του Ισολογισμού της τράπεζας, *W<sub>i</sub>* αναφερόταν ως συντελεστής στάθμισης και επισυναπτόταν σε κάθε κατηγορία Απαιτήσεων του Ενεργητικού της τράπεζας.

3. Στο κείμενο αυτό εμφανίστηκε, σε απλή αλγεβρική μορφή, ο τρόπος μετριασμού του πιστωτικού κινδύνου από μια τραπεζική Απαιτήση συνδεδεμένη με την ύπαρξη μιας κάποιας χρηματοοικονομικής εγγύησης (*C*):

$$E'_i = \max \{ 0, [E_i - C] \}$$

όπου: *E'<sub>i</sub>* αναφερόταν στην έκθεση (ως ποσό) της τράπεζας από μια συγκεκριμένη Απαιτήση, *i*, του Ενεργητικού μετά την τελική αντιστάθμιση με τις υπάρχουσες εγγυήσεις (*C*), *E<sub>i</sub>* αναφερόταν στην έκθεση (ως ποσό) της συγκεκριμένης Απαιτήσης του Ενεργητικού πριν από την τελική αντιστάθμιση με τις εγγυήσεις, *C* αναφερόταν στο ποσό της συγκεκριμένης χρηματοοικονομικής εγγύησης για την πιστωτική αντιστάθμιση.

4. Με αυτό τον τρόπο η αποτίμηση των χρηματοοικονομικών προϊόντων αφορά και τον πιστωτικό και τον κίνδυνο αγοράς.

5. Υπήρχαν και άλλες μέθοδοι υπολογισμού του ρίσκου αγοράς (π.χ. η *original exposure method*), αλλά αυτή ήταν η κυρίως προτεινόμενη.



## 2.2. Ο υπολογισμός του κινδύνου της αγοράς

### 2.2.1. BCBS, 1996

Στο αρχικό κείμενο της Επιτροπής (BCBS, 1988) δεν αναδεικνυόταν το ζήτημα του κινδύνου της αγοράς (*market risk*), το οποίο θα αναδειχθεί αργότερα (BCBS, 1996). Θα μπορούσαμε όμως να πούμε πως στο κείμενο του 1996 υπάρχει μια αναλυτική συζήτηση για τον τρόπο υπολογισμού κινδύνου από έκθεση σε μια σειρά από χρηματοοικονομικά προϊόντα του χαρτοφυλακίου αγοραπωλησιών (*trading book*) όπως: επιτόκια, συνάλλαγμα, χρυσός, διαπραγματεύσιμα προϊόντα και μετοχές, κλπ. Με το κείμενο του 1996 αρχίζει η αναλυτικότερη παρουσίαση σχετικά με τις απορρέουσες κεφαλαιακές χρεώσεις σε ό,τι αφορά τον κίνδυνο της αγοράς<sup>6</sup>. Ο κίνδυνος αυτός σχετιζόταν κυρίως με απώλειες –λόγω μεταβολής των τιμών τους– από τοποθετήσεις που αφορούσαν τις χρηματοοικονομικές Απαιτήσεις που εμπεριέχονται στο χαρτοφυλάκιο αγοραπωλησιών των τραπεζών. Επίσης παρουσιάζονταν αναλυτικά και η χρήση εναλλακτικών μεθόδων αποτίμησης του συγκεκριμένου κινδύνου<sup>7</sup>. Οι μέθοδοι αυτές ήταν οι εξής δύο: α) Η μέθοδος της Σταθερής Μέτρησης (*Standardised Measurement- SMM*) και β) η μέθοδος των Εσωτερικών Μοντέλων (η οποία περιλάμβανε τη χρήση μεθόδων Value-at-Risk [VaR]). Τέλος, στο ίδιο κείμενο επισημαίνεται ότι τα συμπληρωματικά κεφάλαια (Tier III) δημιουργήθηκαν αρχικά από την Επιτροπή για αυτό τον σκοπό.

## 2.3. Ο υπολογισμός της κεφαλαιακής επάρκειας

### 2.3.1. BCBS, 1988 - Τα Ίδια κεφάλαια

Ένα ακόμα στοιχείο, που καθόρισε η Επιτροπή με αυτό το κείμενο, ήταν ο ακριβής προσδιορισμός των στοιχείων των Ίδιων κεφαλαίων του Παθητικού των τραπεζών. Πιο συγκεκριμένα, σε όρους που καθορίστηκαν από το Σύμφωνο του 1988, με σκοπό τον πλήρη διακανονισμό τους έως το τέλος του 1992, τα Ίδια κεφάλαια των τραπεζών ταξινομούνταν ως κύρια (*core capital* ή

Tier I) και συμπληρωματικά (ή Tier II). Σε ό,τι αφορά τα κύρια κεφάλαια επιγραμματικά αποτελούνταν από τα κάτωθι δύο (2) στοιχεία:

- Καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο/κοινές μετοχές (*paid-up capital/common stocks*) και
- Αποθεματικά (*disclosed reserves*).

Τα συμπληρωματικά (ή Tier II) αποτελούνταν επιγραμματικά από τα κάτωθι επιμέρους στοιχεία<sup>8</sup>:

- Αφανή αποθεματικά (*undisclosed reserves*),
- Αποθεματικά από επανεκτίμηση στοιχείων Ενεργητικού (*asset revaluation reserves*),
- Προβλέψεις (*general provisions*),
- Υβριδικά εργαλεία κεφαλαίου (*hybrid capital instruments*),
- Μη εγγυημένο χρέος (*subordinated debt*).

Με βάση τώρα τόσο τα σταθμισμένα στοιχεία του Ενεργητικού των τραπεζών αλλά και τα εποπτευόμενα κεφάλαια (Tier I και II) καθορίστηκε η ελάχιστη κεφαλαιακή απαίτηση που προέβλεπε ότι οι τράπεζες θα έπρεπε να ικανοποιούν τον κάτωθι απλοποιημένο λόγο κεφαλαιακής επάρκειας (*CAR: Capital Adequacy Ratio*):

$$\frac{\text{Εποπτευόμενα Ίδια Κεφάλαια (Tier I \& II)}}{\text{Σύνολο Πιστωτικής Σταθμισμένων Στοιχείων του Ενεργητικού (\sum RWA)}} \geq 8\% \quad (1)$$

Σημείωση: Περιλαμβάνονται Εντός αλλά και Εκτός Ισολογισμού μετατρέψιμα στοιχεία<sup>9</sup>.

Η ανισότητα (1) θα έπρεπε, έως το τέλος του 1992, να είναι ίση ή μεγαλύτερη του 8%. Θα έπρεπε δηλαδή τα εποπτευόμενα Ίδια κεφάλαια της τράπεζας να είναι ίσα ή μεγαλύτερα του 8% της σταθμισμένης θέσης των πιστώσεων του Ενεργητικού των τραπεζών.

### 2.3.2. BCBS, 1998

Στο συγκεκριμένο και βελτιωμένο κείμενο της Βασιλείας I γίνεται κυρίως μια εκτενής παρουσίαση του

6. Βέβαια ο κίνδυνος της αγοράς, αν και υπολογιζόταν για κεφαλαιακή χρέωση στα Ίδια, δεν εκφραζόταν ακόμα στον παρονομαστή του λόγου της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών.

7. Ο κίνδυνος της αγοράς για το χαρτοφυλάκιο αγοραπωλησιών της κάθε τράπεζας ήταν αναλυτικά: ο κίνδυνος επιτοκίου (*interest rate risk*), ο κίνδυνος τοποθέτησης σε μετοχές (*equity risk*), ο κίνδυνος συναλλάγματος (*foreign exchange risk*), ο κίνδυνος εμπορευμάτων (*commodities risk*) και ο κίνδυνος δικαιωμάτων (*option risk*).

8. Στη BCBS (1996) γίνεται και η πρώτη προαιρετική αναφορά στην ύπαρξη συμπληρωματικών κεφαλαίων (Tier III) με ποσοτικούς περιορισμούς απέναντι στα υπόλοιπα κεφάλαια, Tier I και II.

9. Δεν υπάρχουν ακόμα οι προβλέψεις κεφαλαιακής επάρκειας για τον λειτουργικό κίνδυνο και τον κίνδυνο της αγοράς αλλά ούτε και ζήτημα των επιπλέον συμπληρωματικών κεφαλαίων (Tier III).



τρόπου που τα επιμέρους στοιχεία των Ιδίων κεφαλαίων της κάθε τράπεζας πρέπει να συντίθενται. Αυτό περιλαμβάνει κυρίως μια ανάλυση στα: κύρια κεφάλαια (*Tier I*), τα συμπληρωματικά κεφάλαια (*Tier II*) και τα επιπρόσθετα συμπληρωματικά κεφάλαια (*Tier III*). Στο Παράρτημα VI παρουσιάζονται τα στοιχεία αυτά πιο αναλυτικά.

### 3. Από τη Βασιλεία I στη Βασιλεία II (οι βασικότερες αλλαγές)

Το πέρασμα από τις κεφαλαιακές απαιτήσεις της Βασιλείας I στη Βασιλεία II έγινε μετά από μια σειρά από επιμέρους κείμενα που κατέληξαν σε μια ολοκληρωμένη έκδοση, εκ μέρους της Επιτροπής της Βασιλείας (BCBS), η οποία έμεινε γνωστή ως «Βασιλεία II: Το αναθεωρημένο πλαίσιο: μια περιεκτική άποψη» [BCBS (2006)]<sup>10</sup>. Όπως επισημαίνει ο Borowicz (2023), το θέμα ξεκίνησε από τη διαπίστωση κάποιων οικονομολόγων της Επιτροπής ότι τα υπάρχοντα μοντέλα της Βασιλείας I υποτιμούσαν τις κεφαλαιακές ανάγκες σε περίπτωση που η πιθανότητα οικονομικής κρίσης αυξανόταν. Στην αναθεώρηση αυτή σημαντικό ρόλο έπαιξε και η εκτενής διαβούλευση με εκπροσώπους του τραπεζικού τομέα, εποπτικούς οργανισμούς, κεντρικές τράπεζες και εξωτερικούς παρατηρητές, προκειμένου να αναπτυχθούν όσο καλύτερα γινόταν οι προσαρμοσμένες προς κάθε κίνδυνο κεφαλαιακές απαιτήσεις. Το συγκεκριμένο κείμενο ασχολήθηκε κυρίως με βελτιώσεις πάνω στον τρόπο ελέγχου των δανειακών χαρτοφυλακίων αλλά και των χαρτοφυλακίων αγοραπωλησιών των τραπεζών.

Επιπρόσθετα το συγκεκριμένο κείμενο περιέχει τους τρεις (3) πυλώνες ελέγχου των τραπεζών. Συγκεκριμένα:

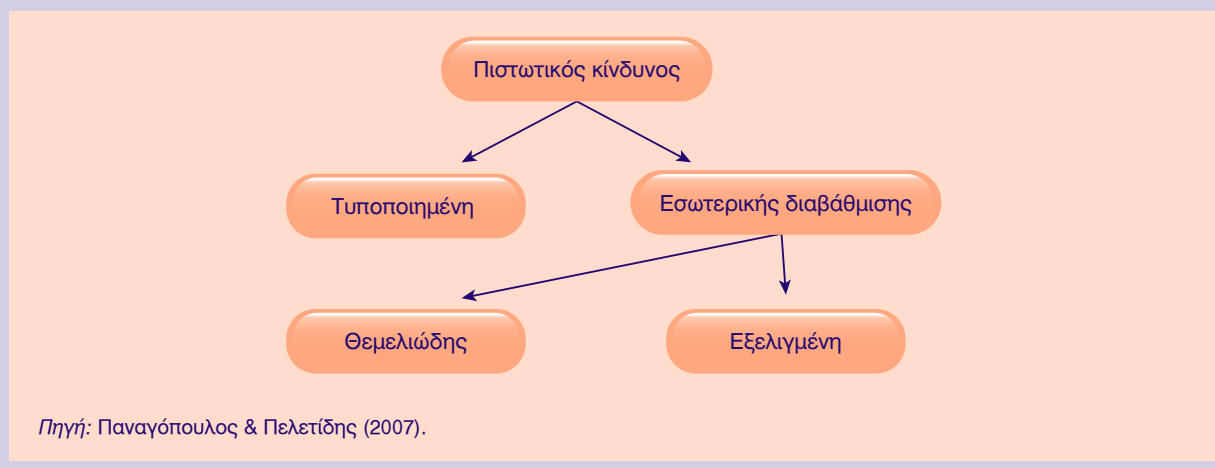
- Πυλώνας I: Οι ελάχιστες Απαιτήσεις κεφαλαίου (*Minimum Capital Requirements*),
- Πυλώνας II: Οι διαδικασίες εποπτικού ελέγχου (*Supervisory Review Process*),
- Πυλώνας III: Η πειθαρχία της αγοράς (*Market Discipline*).

Ξεκινώντας από τον Πυλώνα I, θα πρέπει να αναφέρουμε ότι το κείμενο της BCBS (2006) εμπλουτίζει τον τραπεζικό έλεγχο με περισσότερες κατηγορίες και σταθμίσεις των Απαιτήσεων του δανειακού τους χαρτοφυλακίου, με διαφορετικούς και πιο σύνθετους τρόπους αλγεβρικού προσδιορισμού των απαιτούμενων Ιδίων κεφαλαίων και με την εισαγωγή της έννοιας του λειτουργικού κινδύνου (*operational risk*) στον υπολογισμό της διακράτησης των Ιδίων κεφαλαίων τους.

Όμως η Επιτροπή της Βασιλείας στα κείμενα που παρουσίασε το 2004, και κυρίως το 2006 (BCBS, 2004 & 2006), δεν περιορίστηκε απλά σε αυτό –δηλαδή τη δημιουργία νέων Πινάκων στάθμισης πιστωτικού κινδύνου (*RWA*)– αλλά, όπως αναφέραμε, εμπλούτισε τον τρόπο υπολογισμού των κεφαλαιακών Απαιτήσεων έναντι του πιστωτικού κινδύνου των τραπεζών με δύο νέες μεθοδολογίες: Την Τυποποιημένη μέθοδο (*Standardised Approach*) και την Προσέγγιση της Εσωτερικής Διαβάθμισης (*ΠΕΔ ή Internal Ratings Based Approach*). Μάλιστα η ΠΕΔ υποδιαιρείτο περαιτέρω στη Θεμελιώδη προσέγγιση (*Foundation Approach*) και την Εξελιγμένη προσέγγιση (*Advanced*). Στο Διάγραμμα 1 παρουσιάζε-

#### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1

#### Μέθοδοι υπολογισμού του πιστωτικού κινδύνου με βάση τη Βασιλεία II



10. Το κείμενο της BCBS (2006), όπως επισημαίνεται στο εξώφυλλο, στην ουσία εμπεριέχει τα κείμενα της BCBS 1988, 1996 & 2004.

ται σχεδιαστικά η διασύνδεση των παραπάνω μεθοδολογιών σε ό,τι αφορά τον υπολογισμό του πιστωτικού κινδύνου.

Παρακάτω θα παρουσιάσουμε περιληπτικά τις επιμέρους μεθοδολογίες οι οποίες οδηγούσαν στην ποσοτικοποίηση του πιστωτικού κινδύνου με διαφορετικούς τρόπους, γεγονός που επηρέαζε πρωτίστως το ποσοτικό αποτέλεσμα του παρονομαστή της ανισότητας (1) και κατ' επέκταση τον απαιτούμενο αριθμητή του λόγου της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών (CAR), ώστε να διατηρηθεί το ποσοστό ελάχιστης κεφαλαιακής Απαιτήσης σταθερό στο 8%.

### 3.1. Ο υπολογισμός του πιστωτικού ρίσκου

#### 3.1.1. BCBS, 2006

##### 3.1.1.1. Στην Τυποποιημένη μέθοδο

Με βάση το κείμενο αυτό, στην περίπτωση χρησιμοποίησης της συγκεκριμένης μεθοδολογίας για τον υπολογισμό του σταθμισμένου πιστωτικού κινδύνου μιας τράπεζας, προτεινόταν συγκεκριμένα βήματα που θα έπρεπε να υλοποιηθούν. Πιο αναλυτικά, κάθε Απαιτήση του δανειακού χαρτοφυλακίου που εμπεριέχει πιστωτικό κίνδυνο σταθμιζόταν με συντελεστές κινδύνου οι οποίοι διαφοροποιούνται με βάση:

- το είδος του πιστούχου, π.χ., αν είναι κράτη, κεντρικές, αναπτυξιακές ή εμπορικές τράπεζες, χρηματιστηριακές εταιρείες, επιχειρήσεις ή ιδιώτες,
- την αξιολόγηση του πιστούχου την οποία έχουν διενεργήσει οι εγκεκριμένοι διεθνείς χρηματοοικονομικοί οίκοι, όπως π.χ. η *Standards & Poor's* ή η *Moody's*.

##### 3.1.1.2. Στην Προσέγγιση Εσωτερικής Διαβάθμισης-ΠΕΔ

Στην περίπτωση χρησιμοποίησης της ΠΕΔ, για τον υπολογισμό του σταθμισμένου πιστωτικού κινδύνου που θα μπορούσαν να εφαρμόσουν οι τράπεζες, όπως παρουσιάζεται και στο Διάγραμμα 1 πιο πάνω, έχουμε την υποδιαίρεσή της σε δύο επιμέρους προσεγγίσεις: Τη *Θεμελιώδη* και την *Εξελιγμένη* προσέγγιση.

Οι δύο αυτές επιμέρους προσεγγίσεις διαφοροποιούνταν ουσιαστικά στον τρόπο υπολογισμού της σταθ-

μισμένης απόδοσης του ρίσκου (*RWA*) που αντιστοιχούσε σε κάθε τραπεζική Απαιτήση και κατ' επέκταση στον υπολογισμό της κεφαλαιακής χρέωσης. Πιο αναλυτικά, και οι δύο προσεγγίσεις της ΠΕΔ χρησιμοποιούσαν τρεις (3) παραμέτρους για την εκτίμηση του πιστωτικού ρίσκου των Απαιτήσεων της τράπεζας: την πιθανότητα αθέτησης του αντισυμβαλλομένου (*Probability of Default-PD*), τη ζημιά σε περίπτωση αθέτησης υποχρέωσης του αντισυμβαλλομένου (*Loss Given Default-LGD*) και την έκθεση έναντι του αντισυμβαλλομένου σε περίπτωση αθέτησης της υποχρέωσής του (*Exposure at Default-EAD*). Στην περίπτωση όμως που ακολουθούσαμε τη *Θεμελιώδη* προσέγγιση, τότε η τράπεζα μπορούσε μεν να χρησιμοποιήσει τις δικές της εκτιμήσεις σε ό,τι αφορά την παράμετρο *PD*, αλλά βασιζόταν σε εξωγενείς μηχανισμούς για την εκτίμηση των δύο λοιπών παραμέτρων στον προσδιορισμό του πιστωτικού κινδύνου (δηλαδή της *EAD* και της *LGD*). Από την άλλη πλευρά, στην περίπτωση χρήσης της *Εξελιγμένης* προσέγγισης, η τράπεζα μπορούσε να χρησιμοποιήσει τις δικές της εκτιμήσεις και για τις τρεις (3) παραμέτρους (*PD*, *EAD* και *LGD*) στον υπολογισμό του σταθμισμένου πιστωτικού κινδύνου μιας Απαιτήσης αλλά και της κεφαλαιακής χρέωσής της.

##### 3.1.1.3. Στην τιτλοποίηση

Ένα σημαντικό στοιχείο που εισήγαγε η Επιτροπή, μέσω του συγκεκριμένου κειμένου, ήταν και το κρίσιμο θέμα της διακράτησης ή μη Ιδίων κεφαλαίων σε περίπτωση εμπλοκής των τραπεζικών σε τιτλοποιήσεις (βλέπε *Albertazzi et al., 2011*). Η συγκεκριμένη λειτουργία ξεκινά με την πώληση κάποιων Απαιτήσεων μιας τράπεζας (κυρίως δάνεια) σε μια εταιρεία ειδικού σκοπού (*special purpose entity*), η οποία και τις «μετατρέπει» σε ένα ομολογιακό τίτλο και εν συνεχεία διαθέτει τους τίτλους αυτούς σε υποψήφιους επενδυτές. Με αυτό τον τρόπο έχουμε μία άμεση είσπραξη χρημάτων από την τράπεζα, τα οποία ως γνωστόν συνοδεύονται από μηδενικό συντελεστή ρίσκου. Αναγνωρίζονταν μάλιστα δύο (2) κύριες κατηγορίες τιτλοποίησης: Η Παραδοσιακή και η Συνθετική<sup>11</sup>. Στην περίπτωση που οι τράπεζες εμπλέκονταν, έμμεσα ή άμεσα, στην αγορά διαβαθμισμένων ομολόγων από τιτλοποίηση, ήταν υποχρεωμένες να υπολογίζουν προσεκτικά το σταθμισμένο ρίσκο των ομολόγων αυτών, έτσι ώστε να κρατήσουν τη σωστή αναλογούσα χρέωση στα ίδια κεφάλαιά τους (*Tier I & II*)<sup>12</sup>. Επιπρο-

11. Για μια αναλυτική παρουσίαση των δύο αυτών μορφών τιτλοποίησης αλλά και της αξιολόγησής τους βλέπε Μαρούλης (2004).

12. Όταν, για παράδειγμα, συμμετέχουν στην αγορά διαβαθμισμένων ομολόγων από παραδοσιακή τιτλοποίηση ή όταν χρησιμοποιούσαν πιστωτικά παράγωγα για κάλυψη της θέσης πιστωτικού κινδύνου σε περίπτωση σύνθετης τιτλοποίησης.

σθέτως, όπως και με τα απλά δάνεια, έτσι και εδώ υπήρχαν αντίστοιχα δύο κατηγορίες αξιολόγησης των ομολόγων της τιτλοποίησης: η *Τυποποιημένη* και η αξιολόγηση της ΠΕΔ.

### 3.2. Ο υπολογισμός του κινδύνου αγοράς

#### 3.2.1. BCBS, 2006

Ο κίνδυνος αγοράς εδώ δεν ήταν κάτι περισσότερο από την επανάληψη του κειμένου του 1996. Ο υπολογισμός όμως του κινδύνου της αγοράς παρουσιάζοταν πλέον και στον παρονομαστή του (επαναδιατυπωμένου) λόγου της κεφαλαιακής επάρκειας (βλέπε ανίσωση (2)).

### 3.3. Ο υπολογισμός του λειτουργικού κινδύνου

#### 3.3.1. BCBS, 2006

Με τον όρο λειτουργικό κίνδυνο (*operational risk*) αναφερόμαστε είτε στην αναποτελεσματικότητα των εσωτερικών λειτουργιών της τράπεζας είτε σε εξωγενή γεγονότα που επηρεάζουν αρνητικά την πορεία μιας τράπεζας<sup>13</sup>. Όπως και στην περίπτωση του πιστωτικού κινδύνου, αναφέρονταν διαφορετικοί τρόποι μέτρησης του λειτουργικού κινδύνου. Πιο συγκεκριμένα, είχαμε τρεις (3) μεθόδους προσέγγισης του λειτουργικού κινδύνου:

- την προσέγγιση του Βασικού Δείκτη (*Basic Indicator approach*),
- την Τυποποιημένη προσέγγιση (*Standardised approach*),
- τις Εξελιγμένες μεθόδους μέτρησης (*Advanced Measurement approaches*).

Η BCBS (2006) έδινε τη δυνατότητα σε μια τράπεζα –υπό τον όρο ότι εκπληρούνται κάποια ελάχιστα κριτήρια– να χρησιμοποιεί την προσέγγιση του Βασικού Δείκτη για κάποιες δραστηριότητες και τις άλλες δύο προσεγγίσεις για κάποιες πιο εξελιγμένες δραστηριότητες. Εν συντομία να αναφέρουμε ότι η προσέγγιση του Βασικού Δείκτη ήταν μια μεθοδολογία με την οποία οι τράπεζες διακρατούσαν κεφάλαια σε ένα ποσοστό (π.χ. 15%) του μέσου όρου του θετικού εισοδήματος (μικτά έσοδα) στον Ισολογισμό των τριών τελευταίων χρόνων λειτουργίας τους. Στην περίπτωση της Τυποποιημένης προσέγγισης ο λειτουργικός κίνδυνος δεν αντιμετωπιζόταν ενιαία από την τράπεζα με

έναν συντελεστή αλλά με βάση την υποδιαίρεση των δραστηριοτήτων της τράπεζας. Η τράπεζα θα έπρεπε να υποδιαιρέσει τις δραστηριότητές της σε έξι (6) επιμέρους τομείς και σε κάθε ένα από αυτούς να αποδοθεί ένας διαφορετικός συντελεστής. Η άθροιση των συντελεστών αυτών στην ουσία αντικαθιστούσαν τον συνολικό συντελεστή της προσέγγισης του Βασικού Δείκτη. Επιπρόσθετα, στον υπολογισμό των διακρατούμενων κεφαλαίων χρησιμοποιείτο το αθροιστικό αποτέλεσμα από τα σταθμισμένα, με 3-ετή μέσο όρο, εισοδήματα των επιμέρους επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της τράπεζας. Τέλος, σε ό,τι αφορά τις Εξελιγμένες μεθόδους μέτρησης, αναγνωρίζοντας τις προηγμένες εσωτερικές διαδικασίες ορισμένων τραπεζών, η Επιτροπή επέτρεπε, κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις, την εσωτερική εκτίμηση του λειτουργικού ρίσκου με τη χρήση μαθηματικών μοντέλων, ανάλογων με αυτά που υπήρχαν και στον πιστωτικό κίνδυνο.

### 3.4. Ο λόγος της κεφαλαιακής επάρκειας στη Βασιλεία II

#### 3.4.1. BCBS, 2006

Με βάση όλη την παραπάνω ανάλυση, η νέα (βελτιωμένη) έκφραση της ελάχιστης κεφαλαιακής απαίτησης είχε πλέον την κάτωθι αλγεβρική μορφή (CAR):

$$\frac{\text{Εποπτευόμενα Ίδια Κεφάλαια (Tier I, II \& III)}}{\text{Πιστωτικώς Σταθμισμένα Στοιχεία} + \text{Λειτουργικός κίνδυνος} + \text{Κίνδυνος αγοράς}} \geq 8\% \quad (2)$$

Στην ανισότητα (2) ο λόγος της Κεφαλαιακής Επάρκειας θα έπρεπε, όπως και στην περίπτωση της Βασιλείας I, να είναι ίσος ή μεγαλύτερος του 8%. Θα έπρεπε δηλαδή τα εποπτευόμενα Ίδια κεφάλαια της τράπεζας να είναι ίσα ή μεγαλύτερα του 8% της άθροισης του σταθμισμένου πιστωτικού, του λειτουργικού αλλά και του κινδύνου της αγοράς.

Σε σχέση με τις υπάρχουσες δεσμεύσεις της Βασιλείας I, η Βασιλεία II εξειδίκευε επιπλέον τους κάτωθι κύριους περιορισμούς:

- Τα όποια Tier III κεφάλαια ήταν ολοσχερώς καταβεβλημένα βραχυχρόνια κεφάλαια μειωμένης εξασφάλισης με αρχική διάρκεια τουλάχιστον δύο ετών, χωρίς τη δυνατότητα πρόωρης αποπληρωμής και με δεσμευτικό όρο της μη πληρωμής τό-

13. Στον λειτουργικό κίνδυνο συμπεριλαμβάνονται και ενόητες όπως το νομικό ρίσκο (*legal risk*), δηλαδή επιπτώσεις από διάφορα penalties που μπορεί να επιβληθούν από την κεντρική τράπεζα για παράδειγμα.

κων και κεφαλαίων στη λήξη, σε περίπτωση που τέτοια πληρωμή μειώνει τις κεφαλαιακές απαιτήσεις της τράπεζας κάτω από τα επιτρεπόμενα πλαίσια.

- Η αναλογία διακρατούμενων κεφαλαίων, μεταξύ Tier I και Tier III, θα έπρεπε να είναι 28,5% με 71,5%, αντίστοιχα, για τις περιπτώσεις έκθεσης της τράπεζας σε κινδύνους της αγοράς.

Προχωράμε παρακάτω σε μια πολύ συνοπτική παρουσίαση των Πυλώνων II και III, οι οποίοι ήταν κάτι καινούργιο σε σχέση με τα κείμενα της Βασιλείας I και συνδέονταν κυρίως με τις διαδικασίες εποπτικού ελέγχου των τραπεζών και πειθαρχίας της αγοράς.

### 3.5. Πυλώνας II (Supervisory Review Process)

#### 3.5.1. BCBS, 2006

Σκοπός του Πυλώνα II ήταν, πρώτον, η εξασφάλιση της διαχειριστικής επάρκειας των τραπεζών και, δεύτερον, η βελτίωση των τεχνικών του risk management πάνω στα χαρτοφυλάκιά τους. Μέσω της εποπτικής αυτής ανασκόπησης επιδιωκόταν η ανάπτυξη της καλύτερης δυνατής συνεργασίας μεταξύ της κεντρικής τράπεζας και των εμπορικών τραπεζών με σκοπό τη λήψη αποφασιστικών μέτρων, από τις τελευταίες, ώστε να επιτευχθεί η όσο το δυνατόν ακριβέστερη αντιστοίχιση του όποιου κινδύνου με τα διακρατούμενα ίδια κεφάλαια των τραπεζών. Επισημαινόταν μάλιστα ότι μια μείωση του όποιου κινδύνου δεν συνδεόταν μόνο με ποσοτικές κινήσεις. Υπήρχε πάντα η δυνατότητα μιας καλύτερης διαχείρισης του κινδύνου από το management της τράπεζας και αυτό μπορούσε κάλλιστα να υλοποιηθεί με τη σωστή εποπτική ανασκόπηση των διαδικασιών, με την επιβολή εσωτερικών ορίων αλλά και την ύπαρξη ελέγχων.

Επιπρόσθετα ο Πυλώνας II κλήθηκε να αντιμετωπίσει τα προβλήματα που εγείρονταν τόσο από κινδύνους που δεν αντιμετώπισε ήδη ο Πυλώνας I (π.χ. κίνδυνος συγκέντρωσης από τις τραπεζικές τοποθετήσεις), αλλά και κινδύνους που δεν συζητήθηκαν σε αυτόν (π.χ. στρατηγικό ρίσκο) ή και άλλους εξωγενείς παράγοντες (π.χ. επιπτώσεις των οικονομικών κύκλων). Τέλος, ένα άλλο ενδιαφέρον στοιχείο που ανέδειξε ο Πυλώνας II ήταν και η αξιολόγηση της συμμόρφωσης των τραπεζών με τις απαιτήσεις (*standards*) που η χρήση των Εξελιγμένων μεθόδων αποτίμησης του κινδύνου έθεταν στον Πυλώνα I [όπως π.χ. η χρήση της Προσέγγισης Εσωτερικής Διαβάθμισης (ΠΕΔ) για τον πιστωτικό κίνδυνο και η χρήση της Εξελιγμένης Μεθόδου Μέτρησης για τον λειτουργικό κίνδυνο].

### 3.6. Πυλώνας III (Market Discipline)

#### 3.6.1. BCBS, 2006

Η συγκεκριμένη ενότητα αφορούσε την αναγκαιότητα, συχνότητα αλλά και ποιότητα της δημοσιοποίησης των στοιχείων των τραπεζών που σχετίζονται με την κεφαλαιακή επάρκεια. Η δημοσιοποίηση αυτή επέτρεπε και την καλύτερη κατανόηση από μέρους των επενδυτών των κινδύνων που αναλαμβάνουν οι τράπεζες, ώστε να διαδραματίσουν τον ρόλο που τους αναλογεί στο πλαίσιο της «πειθαρχίας της αγοράς». Όπως ρητά αναφέρει και η BCBS (2006), ο Πυλώνας III καλείται να παίξει έναν συμπληρωματικό ρόλο απέναντι στις κεφαλαιακές απαιτήσεις του Πυλώνα I και την επισκόπηση των διαδικασιών του Πυλώνα II.

Στο ζήτημα της κοινοποίησης των όποιων «ευαίσθητων» πληροφοριών, στο πλαίσιο του Πυλώνα III, το Δ.Σ. της κάθε τράπεζας αναλάμβανε την ευθύνη να εγκρίνει τις πληροφορίες που θα δημοσιεύει. Στην ανάλυση του Πυλώνα III στο κείμενο της BCBS (2006) δίδονται εκτενείς πληροφορίες, κατά τομέα δραστηριότητας της τράπεζας, τόσο σε ό,τι αφορά το ποιοτικό όσο και σε ό,τι αφορά το ποσοτικό κομμάτι των κοινοποιήσεων που θα έπρεπε οι τράπεζες να δημοσιεύουν.

## 4. Από τη Βασιλεία II στη Βασιλεία III (οι βασικότερες αλλαγές)

Η ανάλυση εδώ ξεκινά από το βασικό κείμενο της Βασιλείας III (BCBS, 2011) και εν συνεχεία προχωρά στα πιο επικαιροποιημένα κείμενα (BCBS, 2016, 2017, 2018, 2019 & 2021). Όπως στην προηγούμενη ενότητα έτσι και εδώ περιγράφονται οι κυριότερες αλλαγές στους υπολογισμούς των επιμέρους κινδύνων, αλλά και στις κεφαλαιακές Απαιτήσεις από τη Βασιλεία II στη Βασιλεία III.

Πριν προχωρήσουμε σε μια πιο αναλυτική παρουσίαση των αλλαγών που επήλθαν στον Πυλώνα I της Βασιλείας, θα ήταν χρήσιμο να αναφέρουμε τους λόγους για τους οποίους η Επιτροπή οδηγήθηκε σε αυτές. Πρώτο από όλα ήταν η υπερμόχλευση πάνω στην οποία «στηρίχτηκε» η χρηματοοικονομική κρίση του διεθνούς τραπεζικού συστήματος (βλέπε Parpanikolaou & Wolff, 2010), δεύτερον, η έλλειψη επαρκούς ρευστότητας (βλέπε Acharya & Mora, 2015) και, τρίτον, μια εμφανής προκυκλικότητα (*procyclicality*) που διέκρινε το προηγούμενο σύστημα υπολογισμών των πιστωτικών κινδύνων (βλέπε Θωμαδάκης & Λοΐζος, 2011). Έτσι, η υιοθέτηση εσωτερικών συστημάτων διαβάθμισης κινδύνου, στο πλαίσιο της Βασιλείας II, για τα δάνεια των προηγμένων τραπεζών (π.χ. η μέθοδος ΠΕΔ), επέτρε-



ψε, κατά τη διάρκεια της οικονομικής ανάπτυξης, τη χαλαρότητα στις κεφαλαιακές Απαιτήσεις, ενώ κατά τη διάρκεια της οικονομικής ύφεσης δημιουργούσε περαιτέρω πιστωτική συρρίκνωση.

Όπως ρητά αναφέρει και η BCBS (2011), ο σκοπός της νέας αυτής αναθεώρησης ήταν:

1. Η ανάσχεση της υπερβάλλουσας κυκλικότητας στις κεφαλαιακές Απαιτήσεις.
2. Η προώθηση πιο μακροχρόνιων προβλέψεων.
3. Η δημιουργία ενός «Μαξιλαριού» κεφαλαίων συντήρησης στο τραπεζικό σύστημα, έτσι ώστε να αντιμετωπίζονται επαρκώς οι ζημιές ακραίων σεναρίων που προβλέπουν τα Stress tests.
4. Η επίτευξη μιας μακροχρόνιας συνετής πολιτικής πιστωτικής επέκτασης του τραπεζικού συστήματος σε σχέση με μια υπερβάλλουσα πιστωτική επέκταση.

Έτσι σε ό,τι αφορά το πρώτο ζήτημα (1), της υπερβάλλουσας κυκλικότητας, η Επιτροπή της Βασιλείας πρότεινε την επανεξέταση της χρήσης της πιθανότητας αθέτησης αποπληρωμής δανείου (*PD*) στον υπολογισμό της κεφαλαιακής επάρκειας σε μια νέα λιγότερο κυκλική βάση, στο πλαίσιο της μεθοδολογίας ΠΕΔ, έτσι ώστε να επιτευχθεί μια πιο συγκρατημένη πιστωτική επέκταση.

Σε ό,τι αφορά το δεύτερο ζήτημα, του υπολογισμού προώθησης πιο μακροχρόνιων προβλέψεων (2), η Επιτροπή πρότεινε τη βελτίωση του τρόπου υπολογισμού των προσδοκώμενων ζημιών (*EL: expected losses*) με σκοπό τον καλύτερο υπολογισμό τους στο πλαίσιο μιας μικρότερης δυνατής κυκλικότητας.

Στο τρίτο ζήτημα, της δημιουργίας ενός «Μαξιλαριού» κεφαλαίων συντήρησης (3), η Επιτροπή πρότεινε τη λειτουργία μιας σταδιακά αυξανόμενης διακράτησης κεφαλαίων πάνω από το γνωστό όριο του 8%, ώστε να αντιμετωπίζονται ικανοποιητικά τα απρόσμενα αρνητικά γεγονότα.

Στο τέταρτο ζήτημα, της μακροχρόνιας συγκράτησης του τραπεζικού συστήματος από μια υπερβάλλουσα πιστωτική επέκταση (4), η Επιτροπή πρότεινε τη δυνατότητα προσαρμογής –όπως εξάλλου παρουσιάζεται και στον Πίνακα 1, πιο κάτω– του «Μαξιλαριού» κεφαλαίων συντήρησης με βάση την πορεία της οικονομίας. Σε απλή ανάλυση, προτεινόταν η μείωση του «Μαξιλαριού» σε σχεδόν μηδενικό επίπεδο σε κανονικές περιόδους και σταδιακή αύξησή του σε περίοδο

υπερβολικής πιστωτικής επέκτασης ή προβλεπόμενης κρίσης.

## 4.1. Ο υπολογισμός του πιστωτικού ρίσκου

### 4.1.1. BCBS, 2011

Το γενικό πλαίσιο εκτίμησης του πιστωτικού κινδύνου, όπως αναλύεται διεξοδικά στο κείμενο της BCBS (2011), είναι σε γενικές γραμμές το κείμενο της BCBS (2006). Εκείνο που άλλαξε ουσιαστικά στην πιστωτική αποτίμηση της Απαίτησης σχετιζόταν κυρίως με την επανεξέταση –μέσω διαδικασιών προσαρμογής της κεφαλαιακής έκθεσης (*Credit Value Adjustments-CVA*)– του τρόπου υπολογισμού του κινδύνου του αντισυμβαλλομένου (*counterparty risk*) τόσο όταν οι τράπεζες ήταν σε θέση να χρησιμοποιήσουν τα Μοντέλα Εσωτερικής Αποτίμησης (*Internal Models Method-IMM*) όσο και όταν δεν υπήρχε αυτή η δυνατότητα.

Έτσι στο κείμενο της BCBS (2011), παρουσιάζονταν αναλυτικά οι αλγεβρικοί τρόποι εκτίμησης της επανεξεταζόμενης πιστωτικής αποτίμησης, ως προς την αντιστοιχούσα κεφαλαιακή Απαίτηση, λόγω των ζημιών που προέρχονταν από τις ειδικές κατηγορίες σύνθετων προϊόντων που απέρρεαν από τους αντισυμβαλλομένους της τράπεζας. Μάλιστα, εάν δεν υπήρχε έγκριση για τη χρήση μοντέλων *IMM*, για τον τρόπο υπολογισμού του κινδύνου του αντισυμβαλλομένου, η τράπεζα ακολουθούσε έναν προϋπολογισμένο, από διεθνή χρηματοοικονομικό οίκο, πίνακα σταθμίσεων για τον κίνδυνο του αντισυμβαλλομένου. Μια άλλη αξιοπρόσεκτη διαφοροποίηση, σε σχέση με τη Βασιλεία II, ήταν μια μικρή μεταβολή της εξίσωσης *Συσχέτισης*, στον υπολογισμό του πιστωτικού κινδύνου (εξίσωση (A1), Παράρτημα III)<sup>14</sup>, όταν υπάρχει δανειακή έκθεση της τράπεζας σε χρηματοοικονομικά ιδρύματα που εκπληρώνουν κάποιες θεσμικές αλλά και οικονομικές προϋποθέσεις. Τέλος, μια επιπλέον αξιοσημείωτη διαφοροποίηση αφορούσε τον επαναπροσδιορισμό του ρίσκου του αντισυμβαλλομένου [της τράπεζας] μέσω συχνών Stress tests και ανάλυσης σεναρίων, έτσι ώστε να αποφεύγεται αυτό που στη βιβλιογραφία ονομάζεται «λάθος ρίσκο» (*wrong-way risk*)<sup>15</sup>.

### 4.1.2. BCBS 2017

Οι λόγοι που οδήγησαν στην αναθεώρηση του κειμένου της BCBS (2011) αναφέρονται στην αρχή του κει-

14. Πολλαπλασιασμός πλέον με συντελεστή 1,25 της εξίσωσης Συσχέτισης (A1) για τον υπολογισμό της αντιστοιχούσας κεφαλαιακής επάρκειας.

15. Ουσιαστικά αναζητείτο ένας πιο ακριβής προσδιορισμός της EAD.

μένου της BCBS (2017). Σε γενικές γραμμές, σκοπός της συγκεκριμένης αναθεώρησης ήταν η περαιτέρω μείωση της μεταβλητότητας των σταθμισμένων στοιχείων του Ενεργητικού των τραπεζών (RWAs), αλλά και η γενικότερη ενίσχυση της ακρίβειας υπολογισμού του κινδύνου μέσω της Τυποποιημένης προσέγγισης για τον πιστωτικό αλλά και τον λειτουργικό κίνδυνο. Επιπρόσθετα, η BCBS (2017) περιόριζε τη δυνατότητα χρήσης των εσωτερικών μοντέλων (ΠΕΔ)<sup>16</sup>, στον υπολογισμό του πιστωτικού ρίσκου, όπως επίσης προχωρούσε και στην περαιτέρω επανεξέταση του τρόπου υπολογισμού του πιστωτικού κινδύνου λόγω ρίσκου του αντισυμβαλλομένου (Credit Value Adjustments-CVA) από τις τράπεζες.

#### 4.1.2.1. Στην Τυποποιημένη μέθοδο

Το κυριότερο γνώρισμα των αλλαγών της Τυποποιημένης μεθόδου της BCBS (2017), σε σχέση με την Τυποποιημένη μέθοδο της BCBS (2006), είναι ουσιαστικά κάποιες αλλαγές στις κατηγορίες των Απαιτήσεων του Ενεργητικού των τραπεζών αλλά και σε αντίστοιχους συντελεστές στάθμισής τους<sup>17</sup>.

#### 4.1.2.2. Στην Προσέγγιση Εσωτερικής Διαβάθμισης-ΠΕΔ

Όπως στη BCBS (2006) έτσι και εδώ υπάρχει ο διαχωρισμός σε δύο επιμέρους προσεγγίσεις: Τη Θεμελιώδη και την Εξελιγμένη. Σε ό,τι αφορά τη Θεμελιώδη υπήρξαν λίγες αλλαγές στις κατηγορίες Απαιτήσεων (π.χ. δεν υπάρχει Θεμελιώδης προσέγγιση για τη λιανική τραπεζική). Στη χρήση της Εξελιγμένης προσέγγισης ο αλγεβρικός τρόπος αποτίμησης του σταθμισμένου ρίσκου των Απαιτήσεων αλλά και της αναλογούσας κεφαλαιακής επάρκειας παρέμενε βασικά ο ίδιος<sup>18</sup>.

#### 4.1.2.3. Στην πιστωτική αναπροσαρμογή κινδύνου-CVA

Μια ενδελεχής ανάλυση για την πιστωτική αποτίμηση που σχετίζεται με την επανεξέταση του τρόπου υπολογισμού του κινδύνου του αντισυμβαλλομένου (CVA), πραγματοποιήθηκε στο κείμενο της BCBS (2017). Όπως έχει ήδη αναφερθεί, ο κίνδυνος του

αντισυμβαλλομένου συνδέεται συνήθως με παράγοντες του ρίσκου της αγοράς, οι οποίοι μπορούν να επηρεάζουν τις τιμές των παράγωγων αλλά και των μετοχών που συνήθως αποτελούν τα ενέχυρα του αντισυμβαλλομένου της τράπεζας. Υπάρχουν και εδώ δύο προσεγγίσεις στον υπολογισμό της κεφαλαιακής επάρκειας για τον πιστωτικό κίνδυνο του αντισυμβαλλομένου (CVA): Η Τυποποιημένη και η Βασική μέθοδος. Οι τράπεζες παροτρύνονται να χρησιμοποιούν τη Βασική, εκτός και εάν υπάρχει έγκριση χρήσης της Τυποποιημένης.

## 4.2. Ο υπολογισμός του κινδύνου αγοράς

### 4.2.1. BCBS, 2016

Με το κείμενο της BCBS (2011) δεν είχαμε σοβαρές αλλαγές στον υπολογισμό του κινδύνου της αγοράς. Όμως με το κείμενο του 2016 υπήρξαν μια σειρά από σημαντικές μεταβολές. Πιο αναλυτικά, είχαμε:

- τη βελτίωση της Τυποποιημένης προσέγγισης (Standardized Approach),
- τη βελτίωση των Εσωτερικών Μοντέλων αποτίμησης (Internal Model Approach-IMA),

αλλά επίσης και

- την αλλαγή της προσέγγισης VaR (Value-at-Risk) με την προσέγγιση «αναμενόμενου ελλείμματος» (Expected Shortfall-ES) σε περίπτωση μέτρησης κινδύνου της αγοράς κάτω από συνθήκες χρηματοοικονομικής κρίσης (Financial Stress Tests),
- την ενσωμάτωση, στον κίνδυνο αγοράς, του ρίσκου που δημιουργείται από έλλειψη ρευστότητας,
- την επανεκτίμηση των ορίων που χωρίζουν το χαρτοφυλάκιο αγοραπωλησιών από το αντίστοιχο των δανείων.

Στην πρώτη περίπτωση (της Τυποποιημένης αποτίμησης) η BCBS (2016) αναφέρει ότι οι τρόποι εκτίμησης του ρίσκου αγοράς εφαρμόζονται μέσω της άθροισης τριών (3) μεθοδολογιών: της μεθόδου ευαισθησίας (sensitivities method), της μεθόδου χρέωσης του κινδύνου πτώχευσης (default risk charge) και της μεθόδου υπολογισμού του κινδύνου της υπολειμματικής αξίας (residual risk add-on). Στη δεύτερη περίπτωση

16. Υπάρχει βέβαια στο κείμενο της BCBS (2017) και η επανεξέταση του σταθμισμένου δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας λαμβάνοντας υπόψη και τον ανανεωμένο δείκτη μόχλευσης και τα νέα επίπεδα ελάχιστου ανεκτού κεφαλαίου.

17. Στο Παράρτημα V παρουσιάζονται αναλυτικά οι κυριότερες αλλαγές στις κατηγορίες των Απαιτήσεων μεταξύ των δύο κειμένων (BCBS, 2006 και 2017).

18. Βλέπε σχετικά τις πέντε (5) εξισώσεις του Παραρτήματος III.



(των Εσωτερικών Μοντέλων αποτίμησης) έχουμε και εδώ την άθροιση τριών (3) επιμέρους μεθοδολογιών, αλλά μετά από έγκριση των νομισματικών αρχών, οι οποίες είναι: η μέθοδος του «αναμενόμενου ελλείμματος», η μέθοδος και εδώ της χρέωσης του κινδύνου πτώχευσης και η μέθοδος του μη μοντελοποιήσιμου ιδιосуγκρασιακού ρίσκου σε περίοδο κρίσης (*stressed capital add-on*).

#### 4.2.2. BCBS, 2018

Το 2018 η Επιτροπή προχώρησε στην έκδοση ενός νέου αποκλειστικού κειμένου για τον κίνδυνο αγοράς που επέφερε βελτιώσεις στον υπολογισμό της Τυποποιημένης προσέγγισης και της προσέγγισης των Εσωτερικών Μοντέλων. Στην πρώτη προσέγγιση (Τυποποιημένη), οι βελτιώσεις σχετίζονταν με: α) τον καθορισμό των συναλλαγματικών ισοτιμιών (FX), β) την επανεξέταση της διαφοροποίησης (*diversification*) του χαρτοφυλακίου αγοραπωλησιών της τράπεζας και γ) τη δημιουργία σεναρίων shock για τον υπολογισμό της κεφαλαιακής Απαίτησης για πιθανή έκθεση σε σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Στη δεύτερη περίπτωση (των Εσωτερικών Μοντέλων), τέθηκαν επιπρόσθετες διαδικασίες ελέγχου όπως: α) η εξέταση της απόδοσης των διαχειριστών του χαρτοφυλακίου αγοραπωλησιών της τράπεζας (*PLA test*)<sup>19</sup> και β) η καλύτερη δυνατή επεξήγηση του τρόπου υπολογισμού του μη μοντελοποιήσιμου ιδιосуγκρασιακού ρίσκου, ειδικά κάτω από σενάρια χρηματοοικονομικής κρίσης (*stress scenario*).

#### 4.2.3. BCBS, 2019

Η Επιτροπή προχώρησε το 2019 στην έκδοση ενός αποκλειστικού κειμένου για τον κίνδυνο αγοράς. Το κείμενο αυτό έδινε κάποιες λεπτομερείς επεξηγήσεις για επιμέρους θέματα του υπολογισμού του κινδύνου της αγοράς, ως συμπλήρωμα κυρίως του κειμένου της BCBS (2016)<sup>20</sup>.

### 4.3. Ο υπολογισμός του λειτουργικού κινδύνου

#### 4.3.1. BCBS, 2017

Η BCBS (2017) αναφέρει τρεις (3) νέες μεθόδους προσέγγισης του λειτουργικού κινδύνου, οι οποίες και αντικατέστησαν τις ήδη υπάρχουσες μεθόδους από τη BCBS (2006). Οι νέες μέθοδοι ήταν:

- η προσέγγιση του Εταιρικού Δείκτη (*Business Indicator, BI*),
- η προσέγγιση του Δείκτη Εταιρικής Συνιστώσας (*Business Indicator Component, BIC*),
- η προσέγγιση του Εσωτερικού Πολλαπλασιαστή Ζημιών (*Internal Loss Multiplier, ILM*).

Η προσέγγιση του Εταιρικού Δείκτη στην πραγματικότητα είναι μια αλγεβρική εξίσωση για τον λειτουργικό κίνδυνο που προέρχεται από τις Οικονομικές Καταστάσεις των τραπεζών. Εμπεριέχει τρία (3) τμήματα που τον συνθέτουν ως δείκτη: το επιτοκιακό, το μερισματικό και το κομμάτι του leasing, ως μια ενότητα που συνθέτει την επιχειρησιακή και τη χρηματοοικονομική λειτουργία της τράπεζας. Στην περίπτωση του Δείκτη Εταιρικής Συνιστώσας έχουμε μια προσέγγιση που «χτίζεται» με βάση τη σύνθεση του Εταιρικού Δείκτη. Πιο συγκεκριμένα, αποδίδονται στον Δείκτη Εταιρικής Συνιστώσας τρεις (3) διαφορετικοί συντελεστές (%) οι οποίοι αλλάζουν με βάση το συνολικό ποσό που αναδεικνυόταν από τον Εταιρικό Δείκτη<sup>21</sup>. Τέλος, σε ό,τι αφορά την προσέγγιση του Εσωτερικού Πολλαπλασιαστή Ζημιών, μπορούμε να αναφέρουμε ότι είναι μια απλή λογαριθμική συνάρτηση όπου η τιμή ενεργοποιεί την αντιστοιχούσα κεφαλαιακή Απαίτηση για τον λειτουργικό κίνδυνο. Συγκεκριμένα, η τιμή που παίρνει ο Εσωτερικός Πολλαπλασιαστής Ζημιών εξαρτάται κυρίως από τη διαφορά ενός Δείκτη Ζημιών (LC), που δημιουργείται από τις 10 τελευταίες ζημιογόνες περιόδους, σε ό,τι αφορά τον λειτουργικό κίνδυνο της τράπεζας μείον την τιμή του Δείκτη Εταιρικής Συνιστώσας<sup>22</sup>.

19. Profit and Loss (P&L) attribution test.

20. Πιο συγκεκριμένα, για θέματα που σχετίζονταν με τα όρια μεταξύ χαρτοφυλακίου αγοραπωλησιών και δανειακού χαρτοφυλακίου, για θέματα ορολογίας του κινδύνου της αγοράς, για θέματα ορολογίας σχετικά με τη χρήση της μεθόδου ευαισθησίας, για θέματα ορολογίας σχετικά με τη χρήση της μεθόδου της υπολειμματικής αξίας αλλά και για θέματα ορολογίας σχετικά με τη χρήση των *Εσωτερικών Μοντέλων*.

21. Για παράδειγμα, για ποσό τραπεζικών εργασιών έως 1 δις ευρώ ο συντελεστής BIC είναι 12%, για ποσό από 1 δις έως 30 δις ο συντελεστής BIC γίνεται 15%, ενώ από 30 δις και πάνω ο συντελεστής BIC γίνεται 18%. Έτσι, εάν ο δείκτης BI είναι π.χ. 35 δις, τότε ο δείκτης BIC θα είναι:  $1 \text{ δις } \times 12\% + (30-1) \text{ δις } \times 12\% + (35-30) \text{ δις } \times 18\% = 5,37 \text{ δις } \text{ €}$ .

22. Για παράδειγμα, όταν  $BIC = LC$ , τότε  $ILM = 1$ , όπως και όταν  $BIC < LC$ , τότε  $ILM > 1$  και το αντίστροφο. Κατ' επέκταση όσο  $BIC < LC$ , τόσο μεγαλύτερη Απαίτηση δημιουργείται στα ίδια κεφάλαια των τραπεζών για λειτουργικό κίνδυνο και όσο  $BIC > LC$ , τόσο μικρότερη η Απαίτηση αυτή γίνεται. Μάλιστα, όπως αναφέρει η BCBS (2017), η ελάχιστη κεφαλαιακή Απαίτηση για τον λειτουργικό κίνδυνο (ORC) μιας τράπεζας είναι το γινόμενο του δείκτη BIC επί τον ILM (δηλαδή  $ORC = BIC \times ILM$ ).

#### 4.4. Ο υπολογισμός της κεφαλαιακής επάρκειας<sup>23</sup>

##### 4.4.1. BCBS, 2011

Η έκφραση της ελάχιστης κεφαλαιακής Απαίτησης, όπως έχει αλγεβρικά διατυπωθεί στην ανίσωση (2), δεν είχε αλλάξει στη BCBS (2011). Εκείνο που ουσιαστικά μεταβλήθηκε σε σχέση με τη Βασιλεία II, είναι η διαχρονική δομή των κεφαλαιακών Απαιτήσεων. Στον Πίνακα 1 παρουσιάζονται αναλυτικά οι διαχρονικές αυτές Απαιτήσεις που η Βασιλεία III ενσωμάτων σε ό,τι αφορά τα εποπτικά κεφάλαια των τραπεζικών ιδρυμάτων σε σχέση με τα δανειακά τους χαρτοφυλάκια για μια σειρά από έτη (2013-2019).

Με βάση τα στοιχεία του Πίνακα 1 γίνεται εμφανής η σταδιακά αυξητική σχέση μεταξύ δανειακού χαρτοφυλακίου και των εποπτικών κεφαλαίων των τραπεζών. Η πρόθεση της Επιτροπής ήταν η συγκράτηση της καταγεγραμμένης πιστωτικής επέκτασης των εμπορικών τραπεζών διεθνώς. Συγκεκριμένα, η ύπαρξη «Μαξιλαριού» κεφαλαίων συντήρησης (*capital conservation*

*buffer*) ήταν μια προσπάθεια των νομισματικών αρχών να διασφαλίσουν –όσο το δυνατόν καλύτερα– την αποφυγή επανάληψης οποιασδήποτε κρίσης αντίστοιχης με αυτήν του Αυγούστου του 2007. Επιπρόσθετα, για τις πολύ σημαντικές διεθνείς (G-SIBs) αλλά και εθνικές (D-SIBs) τράπεζες προτάθηκε η προς τα πάνω μεταβολή των προβλέψεων ζημιών για λόγους περαιτέρω κεφαλαιακής ασφαλείας (βλέπε Jones & Zeitz, 2017).

Αναλυτικότερα τώρα, το «Μαξιλάρι» κεφαλαίων συντήρησης του 2,5%, πάνω στο ελάχιστο απαιτούμενο κεφάλαιο του 4,5%, ενεργοποιείτο όχι με τη διαπίστωση ζημιών στην υπό εξέταση τράπεζα αλλά στη φάση της κεφαλαιακής διανομής των κερδών της. Μάλιστα η BCBS (2011), με τον Πίνακα 2, καταδεικνυε και τους τρόπους με τους οποίους θα διανεμόταν το μετοχικό κεφάλαιο της τράπεζας ανάλογα με το επίπεδο της κεφαλαιακής επάρκειάς της. Έτσι, για παράδειγμα, μια τράπεζα με Tier 1 Ratio (CET1) στα επίπεδα του 5,12% έως 5,75% υποχρεούτο πλέον να «κρατήσει» το 80% των κερδών της στην τράπεζα για τα επόμενα έτη και να «διανείμει» το υπόλοι-

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Κεφαλαιακές Απαιτήσεις της Βασιλείας III στο τραπεζικό σύστημα**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ελάχιστο απαιτούμενο κεφάλαιο	3,5%	4,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
«Μαξιλάρι» κεφαλαίων συντήρησης				0,62%	1,25%	1,87%	2,5%
Ελάχιστο απαιτούμενο κεφάλαιο + «Μαξιλάρι» κεφαλαίων συντήρησης	3,5%	4,0%	4,5%	5,12%	5,75%	6,37%	7,0%
Αντικυκλικό επίπεδο ενεργοποίησης «Μαξιλαριού» κεφαλαίων συντήρησης				0%- 0,62%	0%- 1,25%	0%- 1,87%	0%- 2,5%
Ελάχιστο Tier 1 κεφάλαιο	4,5%	5,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Ελάχιστο Tier 1 κεφάλαιο + «Μαξιλάρι» κεφαλαίων συντήρησης	4,5%	5,5%	6,0%	6,62%	7,25%	7,87%	8,5%
Ελάχιστο συνολικό κεφάλαιο	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Ελάχιστο συνολικό κεφάλαιο + «Μαξιλάρι» κεφαλαίων συντήρησης	8,0%	8,0%	8,0%	8,62%	9,25%	9,87%	10,5%

Πηγή: BCBS (2011).

23. Για μια πολύ αναλυτική παρουσίαση των μεταβολών και της λειτουργίας της κεφαλαιακής επάρκειας από τη Βασιλεία II στην III, βλέπε Kalfaoglou (2012).

πο 20%, είτε π.χ. με τη μορφή μερίσματος, είτε με τη μορφή μετοχών, είτε με τη μορφή bonus. Αντίστοιχα, εάν είχε CET1 στα επίπεδα του 6,37% έως 7,0% υποχρεούτο να «κρατήσει» το 40% των κερδών της στην τράπεζα για τα επόμενα έτη και να «διανείμει» το υπόλοιπο 60% κλπ.

Επιπροσθέτως, η BCBS (2011) έλαβε υπόψη της τον οικονομικό κύκλο και τις συνέπειες που αυτός επιφέρει στην πιστωτική επέκταση των τραπεζών. Για τον λόγο αυτό δημιούργησε ένα «αντικυκλικό μαξιλάρι» (*countercyclical buffer*), έτσι ώστε η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών να λάβει υπόψη της το μακρο-χρηματοοικονομικό περιβάλλον μέσα στο οποίο λειτουργούν οι τράπεζες. Σύμφωνα με τη BCBS (2011), το «αντικυκλικό μαξιλάρι» θα υπολογιζόταν με βάση τα κάτωθι στοιχεία/δεδομένα:

- α) Οι εθνικές αρχές (εννοούνται οι Κεντρικές τράπεζες) της χώρας θα έπρεπε να παρακολουθούν τη μεγέθυνση της πιστωτικής επέκτασης και να κρίνουν ανάλογα εάν ήταν υπερβολική ώστε να ενεργοποιείται το εν λόγω «μαξιλάρι». Αντίστοιχα θα κρινόταν και η απενεργοποίησή του.
- β) Τράπεζες με πολυεθνικό χαρακτήρα δραστηριοποίησης θα έπρεπε να λαμβάνουν υπόψη τους το γεωγραφικό περιβάλλον που δραστηριοποιούνται και να υπολογίζουν το «αντικυκλικό μαξιλάρι» ως σταθμισμένο μέσο των επιμέρους «μαξιλαριών» όπου δραστηριοποιείται η τράπεζα.
- γ) Οι απαιτήσεις οι σχετιζόμενες με το «αντικυκλικό μαξιλάρι» για την κάθε τράπεζα θα επηρέαζαν ανάλογα το μέγεθος του «μαξιλαριού». Αυτό –κατ' επέκταση– θα επηρέαζε επίσης και το ύψος του μερίσματος που θα μπορούσε να διανείμει η τράπεζα.

Στο ίδιο κείμενο (BCBS, 2011) παρουσιάστηκε για πρώτη φορά και ο λόγος μόχλευσης (LR)<sup>24</sup>, τον οποίο μπορούμε να τον θεωρήσουμε ως συμπληρωματικό κομμάτι αυτού που ονομάζουμε κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών. Ο συγκεκριμένος λόγος είχε την κάτωθι αλγεβρική μορφή:

$$LR = \frac{\text{Κεφαλαιακή Έκθεση (Capital measure)}}{\text{Τραπεζική Έκθεση (Exposure measure)}} \geq 3\% \quad (3)$$

Πιο αναλυτικά, ο αριθμητής του κλάσματος της ανίσωσης (3) («Κεφαλαιακή Έκθεση») αποτελείτο από κεφάλαια Tier I (π.χ. Κοινές Μετοχές). Από την άλλη πλευρά, ο παρονομαστής («Τραπεζική Έκθεση») περιλαμβάνει κυρίως: στοιχεία του Ισολογισμού, παράγωγα προϊόντα, μετοχές που χρηματοδοτούν (καλύπτουν) τις όποιες αγοραπωλησίες της τράπεζας καθώς επίσης και Εκτός Ισολογισμού στοιχεία τα οποία όμως δεν είναι σταθμισμένα για τον κίνδυνο.

#### 4.4.2. BCBS, 2017

Με βάση το κείμενο της (BCBS, 2017) υπήρχε ένα «Κατώτερο όριο» (*output floor*) κάτω από το οποίο δεν θα πρέπει να πέφτουν οι τράπεζες σε ό,τι αφορά τον λόγο Κεφαλαιακής Επάρκειάς τους. Υπήρξαν όμως και κάποιοι επιπρόσθετοι περιορισμοί που έπρεπε να «ικανοποιούνται» πλέον. Πιο αναλυτικά:

- Το σύνολο των κοινών μετοχών του Tier I θα πρέπει να είναι τουλάχιστον το 4,5% των σταθμισμένων στοιχείων του Ενεργητικού σε κάθε περίπτωση.
- Το σύνολο των στοιχείων του Tier I θα πρέπει να είναι τουλάχιστον το 6% των σταθμισμένων στοιχείων του Ενεργητικού σε κάθε περίπτωση.

### ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Τα ελάχιστα επίπεδα κεφαλαίου των τραπεζών

Κοινές μετοχές - Tier 1 Ratio (CET1)	Ελάχιστος λόγος συντήρησης (διακράτησης) κεφαλαίου
4,5% - 5,125%	100%
>5,125% - 5,75%	80%
>5,75% - 6,375%	60%
>6,375% - 7,0%	40%
> 7,0%	0%

Πηγή: BCBS (2011).

24. LR: Leverage Ratio.

- Το συνολικό Κεφάλαιο (Tier I+Tier II) θα πρέπει να είναι τουλάχιστον το 8% των σταθμισμένων στοιχείων του Ενεργητικού σε κάθε περίπτωση.

Μάλιστα το κείμενο της BCBS (2017) διατύπωνε ένα παράδειγμα του τρόπου υπολογισμού της κεφαλαιακής επάρκειας, συγκρίνοντας έναν υπολογισμό συνολικού σταθμισμένου κινδύνου μιας τράπεζας πριν την επιβολή «ορίου» κεφαλαίου και μετά από αυτήν. Πρότεινε δε την επιλογή της υψηλότερης τιμής των δύο για τον υπολογισμό της κεφαλαιακής επάρκειας. Για παράδειγμα, συνέκρινε τα απαιτούμενα κεφάλαια στην περίπτωση του διαφορετικού υπολογισμού των σταθμισμένων Απαιτήσεων (μέσω είτε της Ανεξαρτήτου μεθόδου, είτε της Τυποποιημένης είτε της Εσωτερικής αποτίμησης) με την περίπτωση του αποτελέσματος της Τυποποιημένης μεθόδου επί 75%, η οποία και εκπροσωπεί την περίπτωση του «ορίου» κεφαλαίου. Η τράπεζα έπρεπε να προκρίνει τη χρήση της μεγαλύτερης τιμής των δύο αποτελεσμάτων, για τον υπολογισμό της κεφαλαιακής της επάρκειας. Στον υπολογισμό και των δύο αυτών περιπτώσεων περιλάμβανε όλα τα είδη κινδύνου (π.χ. πιστωτικό, τιτλοποίησης, πιστωτικής προσαρμογής, αγοράς και λειτουργικό κίνδυνο). Επισημαινεται δε ότι η εφαρμογή της παραπάνω μεθόδου του υπολογισμού της επιβολής «πατώματος» κεφαλαίου («Κατώτερο όριο») θα ξεκινούσε από την 1 Ιανουαρίου 2022 με πολλαπλασιασμό επί 50% της Τυποποιημένης μεθόδου και σταδιακά θα έφτανε σε πλήρη εφαρμογή, με το 75% της Τυποποιημένης, την 1 Ιανουαρίου 2027.

#### 4.4.3. BCBS, 2021

Στο κείμενο της BCBS (2021), το οποίο δημοσιεύτηκε από την Επιτροπή με σκοπό κάποιες περαιτέρω επεξηγήσεις πάνω στην κεφαλαιακή επάρκεια, οι βασικοί Πίνακες (π.χ. σχετικά με το ελάχιστο επίπεδο κεφαλαίου αλλά και με την προσαύξηση 2,5% λόγω «αντικυκλικού μαξιλαριού») παρέμειναν ως είχαν.

### 5. Η θεωρητική παρουσίαση του καναλιού της ρευστότητας στη Βασιλεία III

Εκτός από τις προαναφερθείσες διαχρονικές αλλαγές, σε ό,τι αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια, η Βασιλεία III –ως θεσμικό πλαίσιο– εστίασε και στη σημασία της αποφυγής οποιασδήποτε κρίσης ρευστότητας που θα μπορούσε να θέσει σε κίνδυνο το τραπεζικό σύστημα. Σε μακροοικονομικούς όρους αναφερόμαστε στην ύπαρξη ενός καναλιού ρευστότητας (*liquidity channel*). Το συγκεκριμένο κανάλι είναι κατά ουσία συνδεδεμένο

με τον τραπεζικό Ισολογισμό και πιο αναλυτικά με τα δύο (2) ιδιαίτερα στοιχεία της διάρθρωσης του τραπεζικού Ισολογισμού: α) τον διαφορετικό χρόνο ληκτότητας (*maturity mismatch*) μεταξύ των στοιχείων του Ενεργητικού και του Παθητικού των τραπεζών και β) με έναν πιθανά υψηλό βαθμό μόχλευσης του τραπεζικού συστήματος.

Αναλυτικότερα, είναι διαπιστωμένο ότι πολλά ιστορικά προβλήματα στο τραπεζικό σύστημα διαφόρων χωρών ξεκίνησαν είτε από υπερμόχλευση του Ενεργητικού είτε από υψηλά διαφορετικό επίπεδο ληκτότητας (*maturity-mismatch*) μεταξύ των στοιχείων του Ενεργητικού και του Παθητικού τους. Το αποτέλεσμα τέτοιων ακραίων καταστάσεων είναι ότι ένα σοκ ρευστότητας θα μπορούσε να οδηγήσει σε χρεοκοπία τραπεζών (*bank run*). Μάλιστα, όπως επισήμανε και η BCBS (2011), σε τέτοιες χρηματοοικονομικές καταστάσεις οι τράπεζες πωλούν στοιχεία του Ενεργητικού τους με αποτέλεσμα να δημιουργούν μια περαιτέρω πτώση των στοιχείων του Ισολογισμού τους, επιδεινώνοντας το πρόβλημα. Οι Diamond & Dybvig (1983) ήταν αυτοί που αρχικά ανέδειξαν κατ' ουσία τον μηχανισμό αλλά και το σοκ ρευστότητας και οι Diamond & Rajan (2005) τόνισαν τη διασύνδεση που υπάρχει μεταξύ των σοκ ρευστότητας και του κινδύνου μιας άμεσης τραπεζικής χρεοκοπίας. Μάλιστα οι δύο τελευταίοι συγγραφείς επεξήγησαν λεπτομερώς στο άρθρο τους πώς μια άντληση των καταθέσεων από τους πελάτες ή μια άρνηση ανακύκλωσης του χρέους της τράπεζας στους πελάτες της μπορούν να οδηγήσουν σε «βίαιη» ρευστοποίηση των κατά τα άλλα κερδοφόρων δανείων. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε πτώση προσδοκώμενων τραπεζικών κερδών με σοβαρές περαιτέρω επιπτώσεις στη μελλοντική δανειακή ικανότητα της τράπεζας και στην επιβίωσή της.

Με βάση την παραπάνω θεωρητική ανάλυση αναδείχθηκε, στη σχετική βιβλιογραφία, η ανάγκη άμεσης αντιμετώπισης μιας τέτοιας μορφής κρίσης ρευστότητας. Μάλιστα εντοπίστηκαν δύο μορφές ρευστότητας: η μια σχετιζόταν με την ικανότητα της τράπεζας να βρίσκει άμεσα τρόπους, μέσω της πώλησης των στοιχείων του Ενεργητικού της για αποπληρωμή των υποχρεώσεων που γεννούν τα στοιχεία του Παθητικού της (*funding liquidity*), ενώ η δεύτερη με την ικανότητα μιας τράπεζας να αγοράζει και να πουλά τα στοιχεία του Ενεργητικού της στην αγορά (*market liquidity*). Μάλιστα, όπως ανέφερε και η BCBS (2011), οι δύο αυτές μορφές ρευστότητας μπορούσαν, κάτω από προϋποθέσεις, να αλληλοσυσχετιστούν και να οδηγήσουν σε αύξηση του πιστωτικού ρίσκου των τραπεζών<sup>25</sup>.

25. Βλέπε σχετικά Allen & Gale (2008)· Brusco & Castiglionesi (2007)· Strahan (2008), κ.ά.



### 5.1. Η εισαγωγή κανόνων ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα

Με βάση τους κινδύνους μιας άμεσης τραπεζικής χρεοκοπίας, που μπορούσε να προέλθει από ένα σοκ ρευστότητας, η Επιτροπή προχώρησε σε μια σειρά από κανόνες για να ενισχύσει το ζήτημα της ρευστότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Το θέμα αυτό ξεκίνησε μετά τη διαπίστωση ότι μετά την κρίση του 2007 πολλές διεθνείς τράπεζες βρέθηκαν με σοβαρά προβλήματα ρευστότητας, λόγω μη συνετής διαχείρισης εκ μέρους των διοικήσεών τους.

Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τη BCBS (2013) και τη BCBS (2014) καθορίστηκαν δύο (2) επιπλέον δείκτες οι οποίοι θα έλεγχαν τη ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος: ο λόγος της *καλυμμένης ρευστότητας* (LCR) και ο λόγος της *καθαρής ευσταθούς χρηματοδότησης* (NSFR), αντίστοιχα.

Ξεκινώντας από τον πρώτο λόγο της *καλυμμένης ρευστότητας* (LCR)<sup>26</sup> να αναφέρουμε εν συντομία ότι είχε την κάτωθι αλγεβρική μορφή:

$$LCR = \frac{\text{Υψηλής Ποιότητας Ρευστοποιήσιμα Στοιχεία Ενεργητικού}}{\text{Εκροές} - \min(\text{Εισροές}, 0,75 \times \text{Εκροές})} \geq 100\% \quad (4)$$

Με τον όρο «υψηλής ποιότητας ρευστοποιήσιμα στοιχεία του Ενεργητικού» των τραπεζών, του αριθμητή του κλάσματος της ανίσωσης (4), η Επιτροπή αναφερόταν κυρίως σε μετρητά, σε υψηλής ποιότητας μετοχές και σε κυβερνητικά ομόλογα. Όλα αυτά τα στοιχεία θεωρούνταν άμεσα ρευστοποιήσιμα. Από την άλλη πλευρά, ο παρονομαστής του κλάσματος αναφερόταν κατ' ουσία στις καθαρές συνολικές τραπεζικές εκροές 30 ημερολογιακών ημερών. Συγκεκρι-

μένα, τόσο οι εκροές όσο και οι εισροές είχαν να κάνουν κυρίως με πληρωμές ή εισπράξεις άμεσα εκτελεστές (*cash outflows and inflows*) μέσα σε διάστημα 30 ημερών το πολύ.

Ο συγκεκριμένος δείκτης μπήκε σε εφαρμογή σταδιακά για το τραπεζικό σύστημα. Συγκεκριμένα, η αρχή της διεθνούς εφαρμογής ήταν ο Ιανουάριος του 2015 σε επίπεδο 60% και εν συνεχεία ακολούθησε μια προοδευτική υλοποίησή του έως το 100% το 2019. Ο Πίνακας 3 μάς δείχνει τη χρονική και ποσοτική διαδικασία υλοποίησης του δείκτη εκ μέρους των τραπεζών, διεθνώς.

Σκοπός του μέτρου ήταν να ωθήσει τις τράπεζες να υιοθετήσουν ένα χαρτοφυλάκιο που θα είναι σε θέση να χρηματοδοτηθεί ευκολότερα, ειδικά σε κρίσιμες περιόδους. Πιο συγκεκριμένα, προς ένα χαρτοφυλάκιο με σημαντική έκθεση σε μετοχές ή ομόλογα χαμηλού ρίσκου και εύκολα ρευστοποιήσιμου αλλά και με όσο το δυνατόν λιγότερα βραχυχρόνια δάνεια σε χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Για τις τραπεζικές υποχρεώσεις συστηνόταν από την Επιτροπή να βασιζόνταν λιγότερο σε καταθέσεις από την αγορά και περισσότερο από τη λιανική και τις μη χρηματοοικονομικές εταιρείες.

Σε ό,τι αφορά τώρα τον δεύτερο δείκτη/λόγο της καθαρής ευσταθούς χρηματοδότησης (NSFR)<sup>27</sup> είχε την κάτωθι αλγεβρική μορφή:

$$NSFR = \frac{\text{Διαθέσιμη Σταθερή Χρηματοδότηση (ASF)}}{\text{Αναγκαία Σταθερή Χρηματοδότηση (RSF)}} \geq 100\% \quad (5)$$

Σκοπός του συγκεκριμένου μέτρου ήταν να ωθήσει τις τράπεζες να υιοθετήσουν ένα ευέλικτο (δηλαδή όσο πιο άμεσα ρευστοποιήσιμο) χαρτοφυλάκιο που

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 3 Ελάχιστο επίπεδο και χρόνος υλοποίησης του λόγου καλυμμένης ρευστότητας των τραπεζών (LCR)

	1/1/2015	1/1/2016	1/1/2017	1/1/2018	1/1/2019
LCR	60%	70%	80%	90%	100%

Πηγή: BCBS (2013).

26. LCR: Liquidity Covered Ratio.

27. NSFR: Net Stable Funding Ratio.

θα είναι σε θέση να χρηματοδοτήσει ευκολότερα και σε πιο σταθερή βάση το Ενεργητικό της. Σε ό,τι αφορά τον αριθμητή του κλάσματος (Διαθέσιμη Σταθερή Χρηματοδότηση-ASF) μπορούμε να αναφέρουμε ότι σε αυτόν συμπεριλαμβάνονταν μια σειρά από στοιχεία του Παθητικού τα οποία, όπως αναφέρει και η BCBS (2014), διαβαθμίζονταν ως στοιχεία της ASF. Για παράδειγμα, ως 100% στοιχείο της ASF θεωρείτο το (μετοχικό) κεφάλαιο, και οι υποχρεώσεις του Παθητικού με διάρκεια ληκτότητας μεγαλύτερη του ενός έτους. Ως 90-95% στοιχείο της ASF θεωρούνταν οι καταθέσεις με διάρκεια ληκτότητας μικρότερη του ενός έτους, οι οποίες προέρχονταν κυρίως από τη λιανική αλλά και από MME. Σε ποσοστό 50% στοιχείο της ASF θεωρούνταν οι καταθέσεις με διάρκεια ληκτότητας μικρότερη του ενός έτους, οι οποίες προέρχονται κυρίως από χρηματοοικονομικές εταιρείες ή λειτουργικές καταθέσεις π.χ. δημοσίων οργανισμών ή πολυεθνικών τραπεζών, κ.λπ. Τέλος ως 0% στοιχείο της ASF θεωρούνταν οι καταθέσεις άλλων κεντρικών τραπεζών ή χρηματοοικονομικών ινστιτούτων με διάρκεια ληκτότητας μικρότερη των 6 μηνών ή καταθέσεων χωρίς ξεκάθαρη ληκτότητα ή επίσης και διαφορές παραγώγων –ειδικά εάν η διαφορά αυτή ήταν αρνητική για την τράπεζα– κ.λπ. Ο Πίνακας Ι.4, στο Παράρτημα Ι, είναι αναλυτικός της κατηγοριοποίησης των στοιχείων του Παθητικού με τα αντίστοιχα ποσοστά της ASF.

Από την άλλη πλευρά, στον παρονομαστή του κλάσματος (Αναγκαία Σταθερή Χρηματοδότηση-RSF) συμπεριλαμβανόταν οποιοδήποτε στοιχείο του Ενεργητικού το οποίο το τραπεζικό σύστημα έκρινε ως λιγότερο ρευστοποιήσιμο κατά τη διάρκεια μιας χρηματοοικονομικής κρίσης. Και σε αυτή την περίπτωση, σύμφωνα με την BCBS (2014), υπάρχει διαβάθμιση στα στοιχεία του Ενεργητικού. Ο Πίνακας Ι.5, στο Παράρτημα Ι, είναι αναλυτικός της κατηγοριοποίησης των στοιχείων του Ενεργητικού με τα αντίστοιχα ποσοστά της RSF.

## 6. Συμπεράσματα

Η γένεση και εξέλιξη των επιμέρους κείμενων της Επιτροπής της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία (BCBS) αποτέλεσε μια σημαντική εξέλιξη για τη βελτίωση των συνθηκών πάνω στις οποίες βασίζεται η σταθερότητα και η εύρυθμη λειτουργία κάθε ανεπτυγμένου τραπεζικού συστήματος με στόχο, αν όχι να αποφεύγονται, τουλάχιστον να ελαχιστοποιούνται οι επιπτώσεις των οικονομικών κρίσεων πάνω σε αυτό. Στο παρόν άρθρο επισημάνθηκαν οι κυριότερες αλλαγές που παρουσιάστηκαν διαχρονικά από το 1988 έως πρόσφατα (2021) σε ό,τι αφορά κυρίως τις κεφαλαιακές Απαιτήσεις, από μέρους των νομισμα-

τικών και ρυθμιστικών αρχών, αλλά και την αναλυτική οριοθέτηση των επιμέρους σταθμισμένων στοιχείων του πιστωτικού, λειτουργικού αλλά και του κινδύνου αγοράς για τις τράπεζες. Επιπροσθέτως παρουσιάστηκαν και οι σχετικά πιο πρόσφατοι περιορισμοί ρευστότητας που εισήχθησαν από την Επιτροπή (Βασιλεία ΙΙΙ) με σκοπό την αντιμετώπιση του όποιου κινδύνου ρευστότητας που μπορεί να χρειαστεί να αντιμετωπίσουν οι τράπεζες σε ένα όλο και πιο διεθνοποιημένο περιβάλλον.

Στο ερώτημα εάν είναι επαρκείς οι εν λόγω αλλαγές για την ευστάθεια ενός τραπεζικού συστήματος η απάντηση δεν είναι εύκολη. Κατά τη γνώμη μας η επιτυχής εφαρμογή των κανόνων της Επιτροπής της Βασιλείας είναι συνδεδεμένη και με άλλους παράγοντες όπως η (πολιτική) ισχύς των μεγάλων τραπεζών, τα νομικά και πολιτικά εμπόδια εφαρμογής τους, το επίπεδο ανάπτυξης της χρηματοοικονομικής υποδομής της κάθε χώρας σε συνδυασμό με την ύπαρξη εξειδικευμένου προσωπικού αλλά και άφθονων δεδομένων (βλέπε Jones & Zeitz, 2017), καθώς επίσης και από το σημαντικό πλεονέκτημα της αποκλειστικής δυνατότητας δημιουργίας πίστωσης *ex nihilo* (από το τίποτα) από τις τράπεζες (βλέπε Werner, 2014). Όλες αυτές οι δυνατότητες ενός ετερογενούς διεθνούς τραπεζικού συστήματος κάνουν το εύρος μιας επιτυχούς εφαρμογής όλων αυτών των κανόνων της Επιτροπής περιορισμένο σε ό,τι αφορά τη μακροχρόνια ευστάθεια του τραπεζικού συστήματος.

## Βιβλιογραφία

### Ξενόγλωσση

- Acharya, V. & Mora, N. (2015), "A crisis of banks as liquidity providers", *Journal of Finance*, 1-43.
- Aglietta, M. (1996), "Systemic risk, financial innovations and the financial safety net", στο E. Nell and G. Deleplace (eds), *Money in Motion*, London: Macmillan.
- Albertazzi, U., Eramo, G., Gambacorta, L. & Salleo, C. (2011), "Securitization is not that evil after all," *BIS working papers*, No 341.
- Allen, F & Gale, D. (2008), *Financial Crises*, Edward Elgar Publishing.
- BCBS (1988), *International convergence of capital measurement and capital standards*. Basel: Bank for International Settlements.
- (1996), *Amendment to the Capital Accord to incorporate market risks*. Basel: Bank for International Settlements (supplement).
- (1998), *International convergence of capital measurement and capital standards*. Basel: Bank for International Settlements (supplement).
- (2004), *Basel II: International converging of capital measurement and capital standards: A revised framework*. Basel: Bank for International Settlements.



- BCBS (2005), *Amendment to the Capital Accord to incorporate market risks*. Basel: Bank for International Settlements.
- (2006), *Basel II: International converging of capital measurement and capital standards: A revised framework - the comprehensive version*. Basel: Bank for International Settlements. Amendment to the Capital Accord to incorporate market risks.
- (2011), *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. Basel: Bank for International Settlements.
- (2013), *Basel III: The liquidity coverage ratio and liquidity risk monitoring tools*. Basel: Bank for International Settlements.
- (2014), *Basel III: Leverage ratio framework and disclosure requirements*. Basel: Bank for International Settlements.
- (2016), *Minimum capital requirements for market risks*. Basel: Bank for International Settlements.
- (2017), *Basel III: Finalizing post-crisis reforms*. Basel: Bank for International Settlements.
- (2018), *Revisions to the minimum capital requirements for market risk*. Basel: Bank for International Settlements.
- (2019), *Minimum capital requirements for market risk*. Basel: Bank for International Settlements.
- (2021), *RBC, Risk-based capital requirements*. Basel: Bank for International Settlements.
- Borowicz, M. (2023), "A theoretical framework for law and Macro-Finance", *Journal of Financial Regulation*, 55-71.
- Brusco, S. & Castiglionesi, B. (2007), "Liquidity coinsurance, moral hazard, and financial contagion", *Journal of Finance*, Vol. LXII, 2276-2302.
- Diamond, D. & Dybvig, P. (1983), "Bank runs, deposit insurance, and liquidity", *Journal of Political Economy*, 401-419.
- Diamond, D. & Rajan, R. (2005), "Liquidity shortages and banking crises", *Journal of Finance*, 615-647.
- Jones, E. & Zeitz, A. (2017), "The limits of globalizing Basel banking standards", *Journal of Financial Regulation*, 89-124.
- Jordà, Ò., Richter, B., Schularick, M., & Taylor, A. M. (2021), "Bank capital redux: solvency, liquidity, and crisis", *The Review of Economic Studies*, 260-86.
- Kalfaogou, F. (2012), "Bank capital adequacy framework", *Economic Bulletin*, Bank of Greece, 43-81.
- Papanikolaou, N. & Wolff, C. (2010), "Leverage and risk in US commercial banking in the light of the current financial crisis", *LSF Research Working Paper Series*, No 10-12.
- Sbârcea, I. (2014), "International concerns for evaluating and preventing the bank risks - Basel I versus Basel II versus Basel III", *Procedia Economics and Finance*, 336-341.
- Strahan, P. (2008), "Liquidity production in 21st century banking", *Working Paper 13798* NBER.
- Vousinas, G. (2015), "Supervision of financial institutions. The transition from Basel I to Basel III. A critical appraisal of the newly established regulatory framework", *Journal of Financial Regulation & Compliance*, 383-402.
- Werner, R. (2014), "Can banks individually create money out of nothing? – The theories and the empirical evidence", *International Review of Financial Analysis*, 1-19.

## Ελληνική

- Γκόρτσος Χ. (2011), *Βασιλεία III: Η αναθεώρηση του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου της Επιτροπής της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία με στόχο την ενδυνάμωση της σταθερότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος*, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, 5η Έκδοση.
- Θωμαδάκης, Σ. & Λοΐζος, Κ. (2011), "Η Χρηματοοικονομική ρύθμιση και το κόστος κεφαλαίου των πιστωτικών ιδρυμάτων", στο Χαρδούβελης Γ. & Χ. Γκόρτσος (επιμ.), *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 541-553.
- Μαρούλης, Δ. (2004), "Τιτλοποίηση τραπεζικών απαιτήσεων: Νέες μορφές χρηματοδότησης και διαχείρισης κινδύνων", *Οικονομικό Δελτίο*, Alpha Bank.
- Παναγόπουλος, Γ. & Πελετίδης, Γ. (2007), *Βασιλεία II: Περιγραφή και Συνέπειες για το Τραπεζικό Σύστημα*, Μελέτη Νο. 65, ΚΕΠΕ.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

### ΠΙΝΑΚΑΣ Ι.1 Συντελεστές στάθμισης (RWA) των Απαιτήσεων του Ενεργητικού των τραπεζών

Συντελεστής στάθμισης (RWA) 0%:	(α) Μετρητά, (β) Απαιτήσεις από την Κεντρική Τράπεζα, (γ) Άλλες Απαιτήσεις από Κεντρικές Κυβερνήσεις του ΟΟΣΑ και άλλες Κεντρικές Τράπεζες, (δ) Απαιτήσεις εγγυημένες με μετρητά Κυβερνήσεων ή από ομόλογα Κυβερνήσεων του ΟΟΣΑ.
Συντελεστής στάθμισης (RWA) 0%, 10%, 20% ή 50% (κατά εθνική επιλογή):	(α) Απαιτήσεις από Οργανισμούς του δημόσιου τομέα, εκτός Κεντρικής Κυβέρνησης, και δάνεια εγγυημένα από τέτοιους Οργανισμούς, (β) Απαιτήσεις από διεθνείς αναπτυξιακές τράπεζες και άλλες Απαιτήσεις οι οποίες έχουν εγγυηθεί με μετοχές τέτοιων τραπεζών, (γ) Απαιτήσεις από διεθνείς τράπεζες του ΟΟΣΑ και δάνεια από τράπεζες του ΟΟΣΑ αλλά και δάνεια εγγυημένα από χώρες του ΟΟΣΑ. Απαιτήσεις από τράπεζες εκτός λίστας του ΟΟΣΑ αλλά με ληκτική ωριμότητα μέχρι ένα έτος, (δ) Απαιτήσεις από Οργανισμούς του δημόσιου τομέα εκτός λίστας του ΟΟΣΑ και εκτός Κεντρικής Κυβέρνησης, και δάνεια εγγυημένα από τέτοιους Οργανισμούς, (ε) Μετρητά υπό διαδικασία συλλογής.
Συντελεστής στάθμισης (RWA) 50%:	Δάνεια πλήρως καλυμμένα από Ακίνητα.
Συντελεστής στάθμισης (RWA) 100%:	(α) Απαιτήσεις από τον ιδιωτικό τομέα, (β) Απαιτήσεις από τράπεζες εκτός ΟΟΣΑ με ληκτική ωριμότητα μεγαλύτερη του ενός έτους, (γ) Απαιτήσεις από Κεντρικές Κυβερνήσεις εκτός λίστας του ΟΟΣΑ (εκτός εάν καταγράφονται σε εγχώριο νόμισμα), (δ) Απαιτήσεις από εμπορικές εταιρείες που ανήκουν όμως στον δημόσιο τομέα, (ε) Εγκαταστάσεις, εργασία και άλλα Πάγια του Ενεργητικού, (ζ) Ακίνητα και άλλες επενδύσεις (εμπεριέχονται και συμμετοχές σε άλλες εταιρείες), (η) Συμμετοχές σε άλλες τράπεζες, (θ) Όλα τα υπόλοιπα στοιχεία του Ενεργητικού.

Πηγή: BCBS (1988).

### ΠΙΝΑΚΑΣ 1.2 Συντελεστές στάθμισης (RWA) των εκτός Ισολογισμού Απαιτήσεων του Ενεργητικού των τραπεζών

Συντελεστής στάθμισης (RWA) 0%:	Δανειακές δεσμεύσεις αρχικής διάρκειας έως ένα έτος, οι οποίες μπορούν να ακυρωθούν άνευ όρων σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή.
Συντελεστής στάθμισης (RWA) 20%:	Βραχυπρόθεσμα προβλήματα ρευστότητας που σχετίζονται με το εμπόριο (και καλύπτονται από το ίδιο το εμπόρευμα).
Συντελεστής στάθμισης (RWA) 50%:	(α) Συγκεκριμένα στοιχεία που σχετίζονται με συναλλαγές (π.χ. ομόλογα απόδοσης, ομόλογα προσφοράς, εγγυήσεις και εφεδρικές πιστωτικές επιστολές που σχετίζονται με συγκεκριμένες συναλλαγές), (β) Διευκολύνσεις έκδοσης πιστωτικών σημειωμάτων (Notes) αλλά και άλλες κυλιόμενες διευκολύνσεις αναδοχής, (γ) Άλλες πιστωτικές δεσμεύσεις/commitments (π.χ. τυπικές διευκολύνσεις και πιστωτικές γραμμές) με διάρκεια ωριμότητας άνω του ενός έτους.
Συντελεστής στάθμισης (RWA) 100%:	(α) Άμεσα πιστωτικά υποκατάστατα π.χ. γενικές εγγυήσεις χρέους (συμπεριλαμβανομένων των πιστωτικών επιστολών που χρησιμεύουν ως χρηματοοικονομικές εγγυήσεις για δάνεια) και «αποδοχές»/acceptances (συμπεριλαμβανομένων των καταχωρίσεων με χαρακτήρα αποδοχής), (β) Συμφωνίες πώλησης και επαναγοράς και πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων με προσφυγή όπου ο πιστωτικός κίνδυνος παραμένει στην τράπεζα, (γ) Προθεσμιακές αγορές περιουσιακών στοιχείων, προθεσμιακές καταθέσεις (forward-forward) και μερικές καταβεβλημένες μετοχές και τίτλοι που αντιπροσωπεύουν δεσμεύσεις/commitments με ορισμένη ανάληψη.

Πηγή: BCBS (1988).

### ΠΙΝΑΚΑΣ 1.3 Συντελεστές έκθεσης πάνω στην υπολειμματική αξία των χρηματοοικονομικών εργαλείων του χαρτοφυλακίου αγοραπωλησιών\*

Υπολειμματική αξία (X)	Επιτόκια (%)	Συνάλλαγμα (%)	Χρυσός (%)	Commodities (%)	Equities (%)
$X \leq 1$ έτος	0	1,0	6,0	7,0	10,0
$1 \text{ έτος} \leq X \leq 5$ έτη	0,5	5,0	8,0	7,0	12,0
$X \geq 5$ έτη	1,5	7,5	10,0	8,0	15,0

Πηγή: BCBS (1998).

\* Η έκθεση της τράπεζας στα παραπάνω χρηματοοικονομικά εργαλεία περιλάμβανε συνήθως συμβόλαια σε παράγωγα επί αυτών των εργαλείων (π.χ. Swaps, Futures, Options κ.λπ.).

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 1.4 Κατηγοριοποίηση του Παθητικού σε σχέση με την ASF (κυριότερα)

Ποσοστό (%) ASF	Στοιχεία του Παθητικού που ανήκουν στην ASF
100%	<ul style="list-style-type: none"><li>• Συνολικό μετοχικό κεφάλαιο και</li><li>• Λοιπά στοιχεία του κεφαλαίου και υποχρεώσεις του Παθητικού με διάρκεια ληκτότητας μεγαλύτερη του 1 έτους.</li></ul>
95%	<ul style="list-style-type: none"><li>• Σταθερές καταθέσεις με διάρκεια υπολειμματικής ληκτότητας μικρότερη του ενός έτους, οι οποίες κυρίως προέρχονται από τη λιανική αλλά και από ΜΜΕ.</li></ul>
90%	<ul style="list-style-type: none"><li>• Λιγότερο σταθερές καταθέσεις με διάρκεια υπολειμματικής ληκτότητας μικρότερη του ενός έτους, οι οποίες κυρίως προέρχονται από τη λιανική αλλά και από ΜΜΕ.</li></ul>
50%	<ul style="list-style-type: none"><li>• Χρηματοδοτήσεις με διάρκεια υπολειμματικής ληκτότητας μικρότερη του ενός έτους, οι οποίες προέρχονται από μη χρηματοοικονομικές εταιρείες.</li><li>• Λειτουργικές καταθέσεις.</li><li>• Χρηματοδοτήσεις με διάρκεια υπολειμματικής ληκτότητας μεταξύ έξι μηνών και ενός έτους π.χ. από κεντρικές τράπεζες κ.λπ.</li></ul>
0%	<ul style="list-style-type: none"><li>• Άλλες υποχρεώσεις του Ισολογισμού π.χ. χωρίς ξεκάθαρη ληκτότητα.</li><li>• Διαφορές παραγώγων –ειδικά εάν η διαφορά αυτή είναι αρνητική για την τράπεζα.</li></ul>

Πηγή: BCBS (2014).

### ΠΙΝΑΚΑΣ 1.5 Κατηγοριοποίηση του Ενεργητικού σε σχέση με τη RSF (κυριότερα)

Ποσοστό (%) ASF	Στοιχεία του Ενεργητικού που ανήκουν στη RSF
0%	<ul style="list-style-type: none"><li>• Κέρματα και τραπεζογραμμάτια.</li><li>• Αποθεματικά των κεντρικών τραπεζών (π.χ. υποχρεωτικά αλλά και υπερβάλλοντα των υποχρεωτικών).</li><li>• Μη επιβαρυσμένα δάνεια σε τράπεζες με διάρκεια υπολειμματικής ληκτότητας μικρότερη των έξι μηνών.</li></ul>
5%	<ul style="list-style-type: none"><li>• Διαπραγματεύσιμοι τίτλοι που αντιπροσωπεύουν κράτη, κεντρικές τράπεζες ή άλλους γνωστούς οργανισμούς (π.χ. ECB, IMF, BIS κ.λπ.) που έχουν μηδενικό πιστωτικό ρίσκο με βάση τη Βασιλεία II.</li><li>• Κρατικό χρέος ή χρέος κεντρικής τράπεζας με μη μηδενικό σταθμισμένο ρίσκο.</li></ul>
15%	<ul style="list-style-type: none"><li>• Διαπραγματεύσιμοι τίτλοι που αντιπροσωπεύουν κράτη, κεντρικές τράπεζες ή άλλους γνωστούς οργανισμούς (π.χ. ECB, IMF, BIS κ.λπ.) που έχουν 20% πιστωτικό ρίσκο με βάση τη Βασιλεία II.</li><li>• Εταιρικό χρέος ή καλυμμένα ομόλογα με διαβαθμισμένο πιστωτικό ρίσκο επιπέδου AA-.</li></ul>
50%	<ul style="list-style-type: none"><li>• Τίτλοι καλυπτόμενοι από ακίνητα (RMBS) με διαβαθμισμένο πιστωτικό ρίσκο επιπέδου AA τουλάχιστον.</li><li>• Εταιρικό χρέος με διαβαθμισμένο πιστωτικό ρίσκο μεταξύ A+ και BBB-.</li><li>• Όλα τα δάνεια σε τράπεζες που βρίσκονται κάτω από τον έλεγχο με διάρκεια υπολειμματικής ληκτότητας μεταξύ έξι μηνών και ενός έτους.</li><li>• Καταθέσεις σε άλλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα για λειτουργικούς σκοπούς.</li><li>• Άλλα στοιχεία του Ενεργητικού που δεν συμπεριλήφθηκαν στις παραπάνω κατηγορίες και έχουν διάρκεια υπολειμματικής ληκτότητας μικρότερη του ενός έτους.</li></ul>
65%	<ul style="list-style-type: none"><li>• Μη επιφορτισμένα δάνεια ακινήτων με διάρκεια υπολειμματικής ληκτότητας μεγαλύτερη του ενός έτους που θα έχουν μικρότερο από 35% πιστωτικό ρίσκο με βάση τη Βασιλεία II.</li><li>• Άλλα μη επιφορτισμένα δάνεια που δεν εντάσσονται σε κάποια από τις παραπάνω κατηγορίες, εξαιρουμένων των δανείων σε χρηματοοικονομικά ιδρύματα με διάρκεια υπολειμματικής ληκτότητας μεγαλύτερη του ενός έτους με πιστωτικό ρίσκο μικρότερο από 35% με βάση τη Βασιλεία II.</li></ul>
85%	<ul style="list-style-type: none"><li>• Άλλα μη επιφορτισμένα δάνεια που έχουν διάρκεια υπολειμματικής ληκτότητας μεγαλύτερη του ενός έτους και δεν έχουν μικρότερο από 35% πιστωτικό ρίσκο με βάση τη Βασιλεία II.</li><li>• Άλλοι μη επιφορτισμένοι τίτλοι που δεν είναι σε χρεοκοπία και δεν εντάσσονται στα υψηλής ρευστότητας στοιχεία του Ενεργητικού (HQLA).</li><li>• Χρυσός και άλλα εμπορεύσιμα προϊόντα (<i>traded commodities</i>).</li></ul>
100%	<ul style="list-style-type: none"><li>• Όλα τα στοιχεία του Ενεργητικού που είναι επιφορτισμένα για διάρκεια μεγαλύτερη του ενός έτους.</li><li>• Διαφορές παραγών, ειδικά εάν η διαφορά αυτή είναι αρνητική για την τράπεζα.</li><li>• Όλα τα στοιχεία του Ενεργητικού που δεν αναφέρθηκαν στις παραπάνω κατηγορίες.</li></ul>

Πηγή: BCBS (2014).

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ

Ο υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας, με βάση τα στοιχεία του Πίνακα Ι.3-Παράρτημα Ι, συν το κόστος αντικατάστασης από το «κλείσιμο» των συμβολαίων των χρηματοοικονομικών προϊόντων αθροίζονται σε ένα συνολικό ποσό που αποτελούσε την κεφαλαιακή χρέωση της τράπεζας για μια σειρά από χρηματοοικονομικά προϊόντα (*market risk*). Σε αλγεβρική μορφή ο κίνδυνος αυτός, ως ποσό,  $E^{MR}$ , υπολογιζόταν με βάση την παρακάτω εξίσωση:

$$E^{MR} = RC + \text{“add on”} \quad (1)$$

$$\text{με} \quad \text{“add on”} = X(\%) \times P^N \quad (1a)$$

όπου:  $E^{MR}$  είναι η συνολική έκθεση, ως ποσό, της τράπεζας από συμβόλαια πάνω σε αυτά τα χρηματοοικονομικά προϊόντα,  $RC$  είναι το κόστος κλεισίματος της θέσης ή αλλιώς το κόστος αντικατάστασης των συμβολαίων από μέρους της τράπεζας (μπορεί να ήταν και κέρδος),  $X$  είναι ο κίνδυνος διακύμανσης της υπολειμματικής αξίας του προϊόντος μέχρι τη λήξη η οποία υπολογιζόταν ως ποσοστό (%) στον Πίνακα Ι.3,  $P^N$  είναι η ονομαστική τιμή (αξία) του συμβολαίου, είναι η μελλοντική έκθεση της τράπεζας από συμβόλαια πάνω σε αυτά τα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ

Το αρχικό μαθηματικό σύστημα εξισώσεων για τον υπολογισμό του πιστωτικού ρίσκου στην ΠΕΔ είχε την κάτωθι μορφή:

$$\text{Συσχέτιση } (R) = 0,12 \times \frac{1 - e^{-50 \times PD}}{1 - e^{-50}} + 0,24 \times \left( 1 - \frac{1 - e^{-50 \times PD}}{1 - e^{-50}} \right) \quad (A1)$$

$$\text{Προσαρμογή ωριμότητας}^1 (b) = (P_a - P_b \times \ln(PD))^2 \quad (A2)$$

$$\begin{aligned} \text{Κεφαλαιακές Απαιτήσεις}^2 (K) (\text{ως } \%) = \\ = \left( LGD \times N \left( \frac{G(PD)}{(1-R)^{0,5}} + \left( \frac{R}{(1-R)} \right)^{0,5} \times G(0,999) \right) - \right. \\ \left. - PD \times LGD \right) \times \frac{1 + (M - 2,5) \times b}{1 - 1,5 \times b} \quad (A3) \end{aligned}$$

$$\text{Στοιχεία σταθμισμένου ρίσκου} \quad (A4) \\ (RWA: \text{ ως ποσό}) = K \times 12,5 \times EAD$$

$$\text{Κεφαλαιακή χρέωση}^3 = 8\% \times (RWA \text{ (ως ποσό)}) \quad (A5)$$

Όπου:  $N_{(x)}$  αναφέρεται στην αθροιστική συνάρτηση κατανομής μιας τυποποιημένης κανονικής τυχαίας μεταβλητής. Η πιθανότητα δηλαδή να είναι μια κανονική τυχαία μεταβλητή, με μέσο 0 και διακύμανση 1, μικρότερη ή ίση με  $x$  και

$G_{(z)}$  αναφέρεται στην αντίστροφη αθροιστική συνάρτηση κατανομής μιας τυποποιημένης κανονικής τυχαίας μεταβλητής, δηλαδή η τιμή του  $x$ , ώστε  $N_{(x)} = z$ .

1. Στις παραμέτρους ( $P_a$  και  $P_b$ ) της συγκεκριμένης εξίσωσης δίδονται συνήθως αριθμητικές τιμές μετά από προσομοιώσεις (*simulations*).

2. Εάν για κάποιο λόγο οι «κεφαλαιακές Απαιτήσεις» πάρουν αρνητική τιμή, π.χ. στην περίπτωση ενός ομολόγου μιας πολύ αξιόπιστης οικονομίας, τότε επιλέγεται η τιμή μηδέν.

3. Η κεφαλαιακή χρέωση στην Τυποποιημένη προσέγγιση μπορεί να θεωρηθεί ως μια περιορισμένη ΠΕΔ. Συγκεκριμένα, η Τυποποιημένη προσέγγιση δεν εμπεριέχει την ( $PD$ ) αλλά μοιάζει σαν να βασίζεται σε «βεβαιότητες» (σαν να έχουμε  $PD = 100\%$  ή 1). Έτσι στην Τυποποιημένη μέθοδο μιλάμε για προσδοκώμενες ζημιές ( $EL$ ) που διακρατούνται στα Tier's. Αλγεβρικά μιλώντας, είναι σαν στο παραπάνω σύστημα εξισώσεων να μένουμε κατ' ουσία μόνο με τις εξισώσεις (A4) και (A5), αφού με  $PD = 1$  ή  $100\%$  η εξίσωση (A1) =  $R = 0,12$ , η εξίσωση (A2) =  $b = P_a^2$  (σταθερά), ενώ η εξίσωση (A3)  $\equiv 0$  (δεν χρησιμεύει).



## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ IV

Παρακάτω παρατίθενται οι πέντε (5) κατηγορίες σταθμισμένου ρίσκου (RWA) που η Βασιλεία II έδινε

για τον υπολογισμό των μη προσδοκώμενων ζημιών (UL) από τις Απαιτήσεις των τραπεζών.

### ΠΙΝΑΚΑΣ IV.1 Σταθμισμένο ρίσκο (RWA) για τον υπολογισμό μη προσδοκώμενων ζημιών (UL) σε εταιρικό, τραπεζικό και ρίσκο κρατικής κυριαρχίας

Κατηγορία	Strong	Good	Satisfactory	Weak	Default
Σταθμισμένο ρίσκο- (RWA)	BBB- ή καλύτερα	BB+ έως BB	BB- έως B+	B έως C-	Μη διαθέσιμα
Σταθμισμένο ρίσκο (%)	70%	90%	115%	250%	0%

Πηγή: BCBS (2006).

### ΠΙΝΑΚΑΣ IV.2 Μακροχρόνιος υπολογισμός των ομολόγων της τιτλοποίησης

Εξωτερική αξιολόγηση	AAA ή AA-	BB+ έως BB	BB- έως B+	B έως C-	B+ και μικρότερο ή Μη διαβαθμισμένα
Σταθμισμένο ρίσκο- (RWA)	20%	50%	100%	350%	Αφαίρεση από Tiers

Πηγή: BCBS (2006).

### ΠΙΝΑΚΑΣ IV.3 Βραχυχρόνιος υπολογισμός των ομολόγων της τιτλοποίησης

Εξωτερική αξιολόγηση	A-1/P-1	A-2/P-2	A-3/P-3	Μη διαθέσιμα
Σταθμισμένο ρίσκο- (RWA)	20%	50%	350%	Αφαίρεση από Tiers

Πηγή: BCBS (2006).

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ V

Οι κυριότερες αλλαγές στις κατηγορίες αντισυμβαλλομένων της BCBS (2017) [Βασιλεία III], σε σχέση με τις αντίστοιχες κατηγορίες της BCBS (2006) [Βασιλεία II], ήταν:

- Διεθνείς Αναπτυξιακές Τράπεζες

Μια ξεχωριστή κατηγορία που αναδεικνύεται στη BCBS (2017) με διαβάθμιση: AAA έως AA- (20%), A+ έως A- (30%), BBB+ έως BBB- (50%), BB+ έως B- (100%), κάτω από B- (150%) και τέλος μη διαβαθμισμένο (50%).

- Έκθεση (τραπεζών) σε τράπεζες

Μια κατηγορία αντίστοιχη με την υπάρχουσα κατηγορία στη BCBS (2006), η οποία διαφοροποιείτο σε «βασική» και σε «βραχυχρόνια». Οι δύο κατηγορίες ήταν στα ίδια περίπου επίπεδα στάθμισης με τα αντίστοιχα της BCBS (2006). Η μόνη ουσιαστικά αλλαγή στάθμισης ήταν στη διαβάθμιση από A+ έως A-, της «βασικής» κατηγορίας (από 50% σε 20%). Επίσης δεν υπήρχε πλέον μη διαβαθμισμένη στάθμιση σε καμιά από τις δύο κατηγορίες.

- Έκθεση σε μετοχές εταιρειών και άλλα χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων

Μια κατηγορία η οποία, σύμφωνα με τη BCBS (2017), αντιστοιχούσε με έκθεση σε τράπεζες υπό την προϋπόθεση ότι οι εποπτικές αρχές ακολουθούσαν αυστηρές εποπτικές διαδικασίες όπως στις τράπεζες.

- Έκθεση σε εταιρείες

Μια κατηγορία η οποία περιλάμβανε, σύμφωνα με τη BCBS (2017), τις ασφαλιστικές εταιρείες και άλλες χρηματοοικονομικές εταιρείες που δεν κάλυπταν τον κλασικό ορισμό μιας τράπεζας. Υπήρχαν δύο αλλαγές στάθμισης σε σχέση με την αντίστοιχη κατηγορία της BCBS (2006): Η διαβάθμιση από BBB+ έως BBB-

ανέβαινε σε 100% (από 75%) και έχουμε και μια εμβόλιμη κατηγορία (BB+ έως BB- με 100% στάθμιση) που δεν υπήρχε στη BCBS (2006).

- Έκθεση σε λιανική τραπεζική

Ουσιαστικά η συγκεκριμένη κατηγορία περιλάμβανε, σύμφωνα με τη BCBS (2017), τρεις (3) κυρίως υποκατηγορίες: την «απλή» λιανική με στάθμιση 75%, την «απλή» λιανική που συνδέονταν με εμπρόθεσμες αποπληρωμές, π.χ. credit cards, λάμβαναν στάθμιση 45%, ενώ οι «λοιπές», που δεν ικανοποιούσαν κάποια συγκεκριμένα κριτήρια για να αποτελούν τμήμα των παραπάνω κατηγοριών, λάμβαναν στάθμιση 100%. Στη BCBS (2006) είχαμε μια μόνο κατηγορία με 75%.

- Έκθεση εγγυημένη με ακίνητα (real estate)

Στη συγκεκριμένη περίπτωση σύμφωνα με τη BCBS (2017) δημιουργείτο ένα λόγος που ήταν η αξία του δανείου προς την αξία του περιουσιακού στοιχείου ως ενέχυρου (*LTV- Loan to Property ratio*). Όσο μεγαλύτερος ήταν ο συγκεκριμένος λόγος, τόσο αύξανε η στάθμιση που αποδιδόταν στην έκθεση της τράπεζας. Επιπρόσθετα, και σε αντιδιαστολή προς τη BCBS (2006), στις δύο (2) υποκατηγορίες real estate –τα οικιστικά (residential) και τα εμπορικά (commercial)– αποδιδόταν μια σειρά από αντίστοιχες σταθμίσεις. Στην περίπτωση της BCBS (2006) είχαμε μόνο ένα ποσοστό για κάθε υποκατηγορία που δεν συσχετιζόταν φυσικά με τον λόγο LTV.

- Έκθεση σε Εκτός Ισολογισμού διευκολύνσεις (*off-balance sheet items*)

Στη συγκεκριμένη περίπτωση σύμφωνα με τη BCBS (2017) δημιουργήθηκαν περισσότερες και νέες κατηγορίες στις οποίες και αποδιδόταν αντίστοιχα ένας διαφορετικός συντελεστής στάθμισης, όπως και στην περίπτωση της BCBS (2006).

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ VI

Τα κύρια, τα συμπληρωματικά και τα επιπρόσθετα συμπληρωματικά κεφάλαια (Tier I, II & III) σε πιο αναλυτική βάση είχαν ως εξής:

### Τα κύρια κεφάλαια (Tier I)

Όπως καταγράφηκε στη BCBS (1988), τα Tier I κεφάλαια υποδιαιρούνταν στο *καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο* και σε *αποθεματικά*. Επιπροσθέτως όμως, όπως παρουσιάζει αναλυτικότερα και πιο βελτιωμένα η BCBS (1998), στο πλαίσιο της Βασιλείας I, στο *μετοχικό κεφάλαιο* εμπεριέχονταν τόσο οι *κοινές μετοχές* της τράπεζας όσο και οι *προνομιούχες μετο-*

*χές*. Επίσης περιλαμβάνονταν τα *αποθεματικά*. Μέσα στον τελευταίο αυτό όρο εσωκλείονται μια σειρά από στοιχεία του λογιστικού συστήματος (βλέπε Πίνακα VI.1). Πιο συγκεκριμένα, εμπεριέχονται τα *κέρδη ή οι ζημίες εις νέον* που αποτελούν τα συσσωρευμένα ετήσια αποτελέσματα χρήσης της τράπεζας που μεταφέρονται στα *Ίδια κεφάλαιά* της. Συμπεριλαμβάνονται όμως και άλλες μορφές κεφαλαίου (*surplus*), όπως για παράδειγμα τα «επιπρόσθετα» που δημιουργούνται είτε από κάποια εισαγωγή μετοχών της τράπεζας στο χρηματιστήριο (*IPO -Initial Public Offering*), είτε από άλλης μορφής έκδοση μετοχών *υπέρ το άρτιο*

### Πίνακας VI.1 Αναλυτική παρουσίαση των Tier I (1988, 1998)

- Καταβληθέν μετοχικό κεφάλαιο/ απλές μετοχές στην ονομαστική τους αξία.
  - Προνομιακές μετοχές.
  - Αποθεματικά.
    1. Τα κέρδη ή οι ζημίες εις νέον,
    2. Άλλες μορφές νέου καταγεγραμμένου κεφαλαίου (*surplus*), π.χ.
      - IPO's (Initial Public Offering-εισαγωγή στο χρηματιστήριο μετοχών με επιπτώσεις υπέρ το άρτιο),*
      - Άλλης μορφής έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο (της ονομαστικής τιμής),*
      - Γενικά ή και νομικά κατοχυρωμένα αποθεματικά εις νέον (π.χ. Αφορολόγητα αποθεματικά).*
  - Δικαιώματα μειοψηφίας (συμμετοχές τρίτων στο μετοχικό κεφάλαιο των θυγατρικών της τράπεζας.
- Πηγή: BCBS (1998).

(της ονομαστικής τιμής), είτε από γενικά αποθεματικά (π.χ. αποθεματικά χωρίς φορολογική επιβάρυνση για επενδυτικούς σκοπούς ή αποθεματικά που σχηματίζονται από καταστατικές υποχρεώσεις της τράπεζας όπως το τακτικό αποθεματικό κ.λπ.). Στην περίπτωση δε των Ενοποιημένων Ισολογισμών (*Consolidated Accounts*) μιας τράπεζας, στα Tier I συμπεριλαμβάνονται και τα δικαιώματα μειοψηφίας που αποτελούν τη συμμετοχή τρίτων στο κεφάλαιο των θυγατρικών.

#### Τα συμπληρωματικά κεφάλαια (Tier II)

Συμπληρωματικά κεφάλαια θεωρούνται αυτά που, σύμφωνα με τη Βασιλεία I (1988 & 1998), μπορούν σε κάποιο βαθμό να «υποστηρίξουν» ζημίες από το Ενεργητικό της τράπεζας, χωρίς όμως να δημιουργήσουν σοβαρά προβλήματα ρευστότητας σε αυτήν. Σκοπό δηλαδή έχουν να βοηθήσουν την τράπεζα να αντεπεξέλθει στη “χρηματοδότηση” και τον έλεγχο των στοιχείων του Ενεργητικού της (*Assets*) με έναν τρόπο λιγότερο ασφυκτικό από ό,τι τα Tier I.

Με απλά λόγια, αρχικά η Επιτροπή της Βασιλείας επέτρεπε, στο ξεκίνημα της όλης διαδικασίας, μόνο στα στοιχεία του Tier I να χρηματοδοτούν και να ελέγχουν τις δραστηριότητες των τραπεζών, γεγονός που επέτρεπε μόνο σε λίγες τράπεζες να μπορούν να αντεπεξέλθουν σε έναν τέτοιο «πιστωτικό κορσέ». Έτσι χάρις στα Tier II, που ήταν κατ' ουσία ένα μείγμα «Λοιπών» (όχι κύριων) στοιχείων των Ιδίων κεφαλαίων και στοιχείων από το Παθητικό (*Liabilities*) των τραπεζών –τα χαρακτηριστικά των οποίων όσον αφορά ωρίμανση, αποπληρωμή κ.λπ. προσιδιάζουν με αυτά των Ιδίων– επήλθε μια πιο χαλαρή προσέγγιση του πιστωτικού ελέγχου των τραπεζικών δραστηριοτήτων.

Σε ό,τι αφορά τα επιμέρους στοιχεία των Tier II (βλέπε Πίνακα VI.2), ξεκινώντας από τα αφανή αποθεματικά, θα μπορούσαμε να πούμε ότι τα συγκεκριμένα κεφάλαια θεωρούνται αποδεκτά μετά και από έγκριση των εποπτικών αρχών. Θεωρητικά, σε αυτόν τον προσδιορισμό αντιστοιχεί ένα μέρος από τα, μετά από φόρους κέρδη ή ζημίες, λογιστικά αποτελέσματα. Μάλιστα οι εποπτικές αρχές αναμένουν από μιας τέτοιας μορφής αποθεματικό να είναι σε θέση οι τράπεζες να αντιμετωπίσουν έκτακτες ζημίες.

Εν συνεχεία περιλαμβάνουν τις *Επανεκτιμήσεις των στοιχείων του Ενεργητικού*. Συγκεκριμένα σε ό,τι αφορά τα Πάγια στοιχεία του Ενεργητικού των τραπεζών, σε ορισμένες χώρες υπάρχει η δυνατότητα επανεκτίμησής τους και η παρουσίαση της όποιας διαφοράς στα ίδια κεφάλαιά τους. Επιπλέον υπάρχει και η περίπτωση της παρουσίασης στα ίδια κεφάλαια των αποτελεσμάτων επανεκτιμήσεων, από τα χαρτοφυλάκια των τραπεζών, των μετοχών εκείνων που στον Ισολογισμό παρουσιάζονται στο ιστορικό τους κόστος απόκτησης για ένα σημαντικό χρονικό διάστημα. Ειδικά μάλιστα στο θέμα αυτό η Βασιλεία I προέβλεπε τη δυνατότητα ενός discount της τάξης του 55%, σε ό,τι αφορά την παρουσίαση στο Ενεργητικό της διαφοράς μεταξύ ιστορικού κόστους και τρέχουσας τιμής αγοράς μιας μετοχής, με σκοπό την προφύλαξη της τράπεζας από ισχυρές διακυμάνσεις τιμών των μετοχών (*volatility*) αλλά και για λόγους φορολογικής χρέωσης πάνω σε μη πραγματοποιηθέν κέρδος στα ίδια κεφάλαια (*unrealised gain*).

Επίσης, υπήρχαν οι *Προβλέψεις*. Η περίπτωση αυτή αναφέρεται στην ανάγκη ύπαρξης ενός κεφαλαίου που σκοπό έχει την κάλυψη της τράπεζας από ενδε-

χόμενες αθετήσεις δανείων από αντισυμβαλλομένους που όμως δεν έχουν ακόμα συγκεκριμενοποιηθεί. Επιπλέον, η Βασιλεία I ξεκαθάριζε ότι με τα συγκεκριμένα αποθεματικά (των Προβλέψεων) η τράπεζα δεν έπρεπε να καλύπτει ήδη καταγεγραμμένες απώλειες. Τέλος, το πόσο των γενικών αποθεματικών δεν έπρεπε να ξεπερνά το 1,25% του συνόλου των σταθμισμένων Απαιτήσεων του Ενεργητικού της τράπεζας.

Υπήρχαν επίσης τα *Υβριδικά εργαλεία κεφαλαίου*. Με τον όρο αυτό η Βασιλεία I κάλυπτε μια σειρά από «εργαλεία εποπτικής πολιτικής» που εμπεριέχουν χαρακτηριστικά τόσο μετοχών (*equity*) όσο και δανείων (*debts*). Παραδείγματα αποτελούν οι προνομιούχες μετοχές, οι μετατρέψιμες ομολογίες και τα δάνεια χωρίς λήξη (*perpetual*). Η ακριβής αντίληψη περί υβριδικών εργαλείων κεφαλαίου διαφοροποιείτο από χώρα σε χώρα αλλά, όπως αναφέρεται στη Βασιλεία I (BCBS, 1988 & 1998), υπήρχαν ορισμένες προϋποθέσεις που έπρεπε να ικανοποιούνται εν γένει προκειμένου να συμπεριληφθούν τα κεφάλαια αυτά στα Tier II.

Σε ό,τι αφορούσε το *Μη εγγυημένο χρέος*, το οποίο ως εργαλείο κεφαλαίου (*debt instrument*) είναι επίσης τμήμα των υποχρεώσεων (*liabilities*) της τράπεζας αναφέρονται τα εξής. Τα συγκεκριμένα συμπληρωματικά είδη κεφαλαίου, προκειμένου να συμπεριληφθούν στα Tier II, θα πρέπει να έχουν διάρκεια ζωής μεγαλύτερη των πέντε ετών. Σε αυτή την κατηγορία ανήκαν και οι περιορισμένης χρονικής διάρκειας εξαργυρώσιμες προνομιούχες μετοχές (οι οποίες δεν σχετίζονται με αυτές των Tier I). Συνήθως μάλιστα αυτού του είδους οι προνομιούχες μετοχές προσφέρονταν από τις τράπεζες με μια έκπτωση (*discount*) της τάξης του

20% κατ' έτος, πράγμα που υποδήλωνε και την περιορισμένη αξία τους ως εργαλείου κεφαλαίου. Τέλος, να επισημάνουμε ότι τα συγκεκριμένα κεφάλαια διαφοροποιούνταν από τα υβριδικά εργαλεία κεφαλαίου στο ότι δεν συμμετείχαν στις ζημιές της τράπεζας.

#### Τα επιπρόσθετα συμπληρωματικά κεφάλαια (Tier III)

Τα επιπρόσθετα συμπληρωματικά κεφάλαια (Tier III), που εμφανίζονται στη BCBS (1996) ήταν το βραχυχρόνιο χρέος μειωμένης εξασφάλισης, το οποίο «κλήθηκε» για να εξυπηρετήσει τα ίδια κεφάλαια της τράπεζας σε θέματα που άπτονται του ρίσκου αγοράς. Σκοπός δηλαδή ήταν, κάποια στιγμή, να αποτελέσει μέρος του μόνιμου κεφαλαίου της τράπεζας, ώστε να μπορεί να απορροφά ζημιές σε περίπτωση χρεοκοπίας (*insolvency*). Για να μπορεί να έχουν όμως αυτή την ιδιότητα, τα κεφάλαια αυτά θα έπρεπε, κατ' ελάχιστον:

- να ήταν μη εγγυημένα, μειωμένης εξασφάλισης και πλήρως πληρωμένα,
- να είχαν αρχική διάρκεια τουλάχιστον δύο ετών,
- να μην ήταν επιστρεπτέα πριν από τη συμφωνηθείσα ημερομηνία αποπληρωμής, εκτός εάν συμφωνεί η εποπτική αρχή,
- να υπόκεινται σε ρήτρα κλειδώματος, η οποία όριζε ότι ούτε οι τόκοι ούτε το κεφάλαιο μπορούσαν να καταβληθούν (ακόμη και κατά τη λήξη), εάν η πληρωμή αυτή θα οδηγούσε την τράπεζα να πέσει κάτω ή γενικά να είναι κάτω από την ελάχιστη κεφαλαιακή της Απαίτηση.

#### Πίνακας VI.2 Αναλυτική παρουσίαση των Tier II (1988, 1998)

- Αφανή αποθεματικά (*undisclosed reserves*) κυρίως για κάλυψη έκτακτων ζημιών.
- Επανεκτιμήσεις των στοιχείων του Ενεργητικού
  1. Επανεκτιμήσεις στα πάγια,
  2. Επανεκτιμήσεις στα χαρτοφυλάκια (π.χ. στις μετοχές με *discount*).
- Γενικά αποθεματικά για κάλυψη μη προσδοκώμενων αθετήσεων δανείων από αντισυμβαλλομένους.
- Υβριδικά εργαλεία κεφαλαίου (π.χ. *mandatory convertible debts* αλλά και κάποιες κατηγορίες προνομιούχων μετοχών ειδικών όρων που δεν σχετίζονται με τις προνομιούχες μετοχές των Tier I).
- Μη εγγυημένο χρέος περιορισμένης χρονικής διάρκειας αλλά άνω των 5 ετών (π.χ. οι εξαργυρώσιμες προνομιούχες μετοχές ειδικών όρων που δεν σχετίζονται με τις προνομιούχες των Tier I).

Πηγή: BCBS (1998).

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

### ΜΕΛΕΤΕΣ

- No 84 Κ. Λοΐζου, *Οι διαστάσεις του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων και η ελληνική περίπτωση κατά την περίοδο 2002Q4-2019Q1*. Αθήνα, 2022.
- No 83 Ε. Αθανασίου, Α. Κώτση και Ε. Ι. Νίτση, *Εξαγωγές αγαθών της Ελλάδας: Επιδόσεις, εξειδίκευση και διαφοροποίηση*. Αθήνα, 2022.
- No 82 Τ. Tsekeris and S. Papaioannou, *Agglomeration economies and productivity in the EU regions*. Athens 2021.
- No 81 Αικ. Τσούμα, Ι. Κουντούρη, Φ. Οικονόμου, Γ. Παναγόπουλου και Γ. Σκίντζη, *Ειδικοί φόροι κατανάλωσης στα καπνικά προϊόντα και τα αλκοολούχα ποτά στην Ελλάδα: Έσοδα και ελαστικότητες*. Αθήνα, 2020.
- No 80 Ι. Κωνσταντακοπούλου, Τ. Μαγδαληνού και Γ. Σκίντζη, *Διερεύνηση του εξωτερικού εμπορίου και της ανταγωνιστικότητας των εξαγωγών των χωρών της Ευρωζώνης*. Αθήνα, 2019.
- No 79 Φ. Οικονόμου, Χ. Τριαντόπουλου, *Οικονομική κρίση και καταθέσεις: Ελλάδα και Νότιος Ευρώπη*. Αθήνα, 2018.
- No 78 S. Papaioannou, T. Tsekeris and Ch. Tassis, *Regional and sectoral efficiency of the Greek economy: Measurement and determinants*. Athens, 2017.
- No 77 Ι. Rezioti, *Non-linear adjustment in the Greek milk market*. Athens, 2016.
- No 76 Ι. 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 Ε. Α. 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 Α. Koutroulis, *Finance and economic growth: The case of Greece 1960-2005*. Athens, 2011.
- No 70 Τ. 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. Παποπούλου, *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 83 *Βραχυχρόνια μίσθωση ακινήτων στην Ελλάδα*, των Ε. Αθανασίου και Α. Κώτση. Αθήνα, 2022.
- No 82 *Η επίδραση του συστήματος κοινωνικής προστασίας στην ανισότητα και φτώχεια στην Ελλάδα και στην ΕΕ*, του Β. Μισσού. Αθήνα, 2021.
- No 81 *Τεχνολογίες Πληροφόρησης και Επικοινωνίας και ηλεκτρονικό εμπόριο στην Ελλάδα*, των Α. Κοντόλαιμου, Ε. Κόρρα και Γ. Σκίντζη. Αθήνα, 2021.
- 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 επαγγελματιών 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. Κασμάτη, 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

