



ΤΕΙ ΗΠΕΙΡΟΥ

ΣΧΟΛΗ:  
ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ :  
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗΣ

ΘΕΜΑ : Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΠΩΣ ΕΠΕΔΡΑΣΕ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ  
ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΔΝΤ ΚΑΙ ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΒΕΛΤΙΩΣΗΣ ΤΗΣ  
ΥΠΑΡΧΟΥΣΑΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ:  
ΣΩΤΗΡΟΠΟΥΛΟΣ ΙΩΑΝΝΗΣ

ΣΠΟΥΔΑΣΤΡΙΕΣ:  
ΑΙΝΙΤΗ ΕΛΕΝΗ                      ΑΜ 6445  
ΜΠΑΡΜΠΑ ΜΑΓΔΑ                ΑΜ 7873

ΠΡΕΒΕΖΑ 2010

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η πτυχιακή εργασία ασχολείται με την οικονομική κρίση και το πώς αυτή επέδρασε στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Στη συνέχεια αναλύει τον ρόλο του ΔΝΤ και τις προοπτικές βελτίωσης της υπάρχουσας κατάστασης. Πιο αναλυτικά:

Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση εκδηλώθηκε για πρώτη φορά στην Αμερικανική αγορά κατοικίας, τον Αύγουστο του 2007, και είχε ως βασικές αιτίες την πτώση των επιτοκίων, την ραγδαία εξάπλωση στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (subprime), την μέσω τιτλοποιήσεων μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου από τους ισολογισμούς των τραπεζών στους επενδυτές, και την ισχυρή ζήτηση, από πλευράς hedge funds για τα ομόλογα της τιτλοποίησης. Στόχος μας σε αυτή την εργασία είναι, από την μια, να αναλύσουμε τα αίτια της κρίσης, και, από την άλλη, να εξετάσουμε την επίδραση της στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα.

Οι μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν για την συγγραφή της πτυχιακής είναι οι παρακάτω:

- A) Περιγραφική στατιστική
- B) Οικονομική και μακροοικονομική επιστήμη
- Γ) Ανάλυση περιεχομένων ερευνητικού πεδίου

## Πίνακας Περιεχομένων

<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....</b>	<b>ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.</b>
<b>1 ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ .....</b>	<b>2</b>
1.1 ΤΑ ΧΑΜΗΛΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΣΤΙΣ Η.Π.Α .....	3
1.1.1 Η Νομισματική Πολιτική των Η.Π.Α. και τα Βραχυπρόθεσμα Επιτόκια .....	3
1.1.2 Τα Συναλλαγματικά Διαθέσιμα της Κίνας και Μακροπρόθεσμα Επιτόκια .....	5
1.2 Η ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΕΠΕΚΤΑΣΗ .....	8
1.2.1 Τα Δάνεια Βασιζόμενα στην Κατεχόμενη Αξία (Home Equity Loans).....	9
1.3 Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ.....	14
1.3.1 Η Τιτλοποίηση των Απαιτήσεων .....	14
1.3.2 Τα Ομόλογα CDOs .....	19
<b>2 ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ .....</b>	<b>25</b>
2.1 ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ .....	28
2.1.1 Η Δομή της Τραπεζικής Αγοράς.....	28
2.1.2 Η Τραπεζική Διείσδυση.....	31
2.1.3 Κερδοφορία και Αποδοτικότητα .....	33
2.1.4 Η Πορεία των Καταθέσεων και των Δανείων .....	36
2.1.5 Η Διάρθρωση των Τραπεζικών Εσόδων.....	38
2.2 Η ΕΠΕΚΤΑΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ.....	42
2.2.1 Ιστορία της Τραπεζικής Επέκτασης στην Αλλοδαπή.....	42
2.2.2 Οι Ελληνικές Τράπεζες στο Εξωτερικό .....	42
<b>3 ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ.....</b>	<b>47</b>
3.1 ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ .....	47
3.2 ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ.....	48
3.2.1 Οι Επιπτώσεις της Κρίσης στην Πιστωτική Επέκταση των Πιστωτικών Ιδρυμάτων.....	48
3.2.2 Μελέτη Περίπτωσης: Η Επίδραση της Κρίσης στα Μεγαλύτερα Ελληνικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα 51	
3.3 ΕΜΜΕΣΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ.....	57
3.3.1 Οι Επιπτώσεις στα Επιτόκια.....	57
3.4 ΟΙ ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ.....	61
3.4.1 Το Πρώτο Σκέλος του Σχεδίου .....	61
3.4.2 Το Δεύτερο Σκέλος του Σχεδίου.....	62
3.4.3 Το Τρίτο Σκέλος του Σχεδίου.....	62
<b>4 ΤΟ ΔΝΤ ΚΑΙ Η ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΤΗΣ ΥΠΑΡΧΟΥΣΑΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ .....</b>	<b>63</b>
4.1 ΤΟ ΔΝΤ ΚΑΙ Η ΔΙΑΣΩΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ .....	63
4.2 Η ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΤΗΣ ΥΠΑΡΧΟΥΣΑΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ.....	65
4.2.1 Η Δυναμική του Δημοσίου Χρέους.....	65
4.2.2 Οι Προβλέψεις.....	70
4.3 Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΑΘΕΤΗΣΗΣ ΠΛΗΡΩΜΩΝ .....	72
4.3.1 Η Περίπτωση της Ουρουγουάης .....	72
4.3.2 Το Κόστος μιας Πιθανής Αναδιάρθρωσης του Ελληνικού Χρέους.....	73
<b>5 ΣΥΝΟΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....</b>	<b>75</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....</b>	<b>80</b>
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α: Η ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ.....</b>	<b>82</b>

## Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1-1: Ισολογισμός ενός Νοικοκυριού .....	10
Πίνακας 1-2: Η Κατεχόμενη Αξία μετά την Λήψη ενός HEL.....	11
Πίνακας 1-3: Πίνακας Αποπληρωμής Δανείου .....	11
Πίνακας 1-4: Η Εξυπηρέτηση ενός Υφιστάμενου Δανείου και η Αύξηση της Δανειοδοτικής Ικανότητας των HEL .....	12
Πίνακας 1-5: Βασικές Διαφορές μεταξύ των HELOC και των HEL .....	13
Πίνακας 1-6: Η Δόμηση του Παθητικού μιας Εταιρείας Ειδικού Σκοπού .....	17
Πίνακας 1-7: Οι Απώλειες και η Δόμηση του Παθητικού μιας Εταιρείας Ειδικού Σκοπού (Απώλεια 0,5%) .....	18
Πίνακας 2-1: Η Διάρθρωση του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος.....	28
Πίνακας 2-2: Η Τραπεζική Διείσδυση στην Ελλάδα, 2000-2004 .....	31
Πίνακας 2-3: Η Αποδοτικότητα των 12 Τραπεζικών Ιδρυμάτων, 2004-2007 .....	33
Πίνακας 2-4: Η Πορεία του Λόγου των Καθαρών Εσόδων από Τόκους προς το Συνολικό Ενεργητικό 12 Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων, 2004-2007 .....	39
Πίνακας 2-5: Η Πορεία του Λόγου των Υπολοίπων Εσόδων από Τόκους προς το Συνολικό Ενεργητικό 12 Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων, 2004-2007 .....	39
Πίνακας 2-6: Η Συμβολή των Καθαρών Εσόδων από Τόκους στα Συνολικά Έσοδα 12 Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων, 2004-2007 .....	40
Πίνακας 2-7: Η Συμβολή των Υπολοίπων Εσόδων στα Συνολικά Έσοδα 12 Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων, 2004-2007 .....	40
Πίνακας 2-8: Παρουσία Ελληνικών Τραπεζών Στην Αλλοδαπή, 31.12.2007 .....	42
Πίνακας 2-9: Εξαγορές Αλλοδαπών Τραπεζικών Ιδρυμάτων από Ελληνικές Τράπεζες, 2006 ...	45
Πίνακας 2-10: Διεθνής Παρουσία Ελληνικών Τραπεζών, Βασικοί Δείκτες 2006 .....	46
Πίνακας 3-1: Τα Αποτελέσματα για την Επίδραση της Κρίσης επί της Πιστωτικής Επέκτασης προς Επιχειρήσεις και Νοικοκυριά.....	49
Πίνακας 3-2: Τα Αποτελέσματα για την Επίδραση της Κρίσης επί της Στεγαστικής και Καταναλωτικής Πίστης.....	50
Πίνακας 3-3: Ο Μηνιαίος Ρυθμός Αύξησης των Πίστης .....	51
Πίνακας 3-4: Αποτελέσματα Εκτίμησης του Οικονομετρικού Υποδείγματος για τους Δείκτες Κερδοφορίας .....	52
Πίνακας 3-5: Αποτελέσματα Εκτίμησης του Οικονομετρικού Υποδείγματος για τους Δείκτες Κερδοφορίας .....	54
Πίνακας 3-6: Αποτελέσματα Εκτίμησης του Οικονομετρικού Υποδείγματος για τους Ειδικούς Δείκτες Αξιολόγησης .....	54
Πίνακας 3-7: Τα Αποτελέσματα για την Επίδραση της Κρίσης στα Εγχώρια Επιτόκια Καταναλωτικής Πίστης.....	58
Πίνακας 4-1: Η Διάρθρωση της Δεύτερης Δόσης του Δανείου (Σεπτέμβριος, 2010).....	63
Πίνακας 4-2: Υποχρεώσεις του Δημοσίου και Δημόσιο Χρέος .....	66
Πίνακας 4-3: Η Περιγραφή της Δυναμικής Του Δημοσίου Χρέους .....	68
Πίνακας 4-4: Προβλέψεις .....	70
Πίνακας 4-5: Ο Δανεισμός της Ελλάδος από τα Αλλοδαπά Τραπεζικά Ιδρύματα (Τέταρτο Τρίμηνο 2009) .....	73

## Κατάλογος Σχημάτων

Σχήμα 1-1: Ο Στόχος για το Αμερικανικό Διατραπεζικό Επιτόκιο (Ιαν.1988-Ιαν. 2008).....	4
Σχήμα 1-2: Το Αμερικανικό Διατραπεζικό Επιτόκιο (Ιαν.2001-Ιαν. 2009).....	5
Σχήμα 1-3: η Εξέλιξη των Συναλλαγματικών Διαθεσίμων της Κίνας (σε \$δισ).....	6
Σχήμα 1-4: Η Αξία των Ενυπόθηκων Δανείων Χαμηλής Πιστοληπτικής Διαβάθμισης (\$δισ)....	8
Σχήμα 1-5: Ο Δείκτη S&P/Case-Shiller (1987-2008) .....	9
Σχήμα 1-6: Η Διαδικασία Τιτλοποίησης Απαιτήσεων κατά Πελατών .....	15
Σχήμα 1-7: Η Εξυπηρέτηση των Ομολόγων που Εκδίδει μια Εταιρεία Ειδικού Σκοπού .....	16
Σχήμα 1-8: Η Κεφαλαιακή Διάρθρωση μιας Εταιρείας Ειδικού Σκοπού.....	17
Σχήμα 1-9: Η Λειτουργία ενός CDOs.....	19
Σχήμα 1-10: Η Δημιουργία ενός CDO .....	21
Σχήμα 1-11: Η Έκδοση Ομολόγων CDOs σε Παγκόσμια Κλίμακα (\$δισ).....	21
Σχήμα 2-1: Η Μεταφορά Πόρων μέσω του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος .....	25
Σχήμα 2-2: Είδη Χρηματοπιστωτικών Διαμεσολαβητών.....	27
Σχήμα 2-3: Η Εξέλιξη του Ενεργητικού των Τραπεζών (2003-2005).....	29
Σχήμα 2-4: Προστιθέμενη Αξία για Μεγάλες Τράπεζες (2003-2005) .....	30
Σχήμα 2-5: Προστιθέμενη Αξία για Μικρές Τράπεζες (2003-2005).....	30
Σχήμα 2-6: Κεφαλαιοποίηση Τραπεζών ως Ποσοστό της Συνολικής Κεφαλαιοποίησης του Χ.Α. (1995-2005).....	31
Σχήμα 2-7: Το Ποσοστό Χρέους των Νοικοκυριών προς το ΑΕΠ .....	32
Σχήμα 2-8: Ο Λόγος των Υποχρεώσεων προς Πελάτες προς το Συνολικό Ενεργητικό για κάθε Μια εκ των 12 Εισηγμένων Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (2004-2007).....	36
Σχήμα 2-9: Ο Λόγος των Δανείων προς το Συνολικό Ενεργητικό για κάθε Μια εκ των 12 Εισηγμένων Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (2004-2007) .....	37
Σχήμα 2-10: Ελέγξιμα Στοιχεία των 12 Εισηγμένων Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (2004-2007) .....	38
Σχήμα 3-1: Δάνεια προς Νοικοκυριά και Επιχειρήσεις από τα Εγχώρια Πιστωτικά Ιδρύματα (2003:01-2010:01) .....	48
Σχήμα 4-1: Η Διαχρονική Εξέλιξη της Μεταβολής του Δημοσίου Χρέους ως Ποσοστό του ΑΕΠ (1990-2009) .....	68

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο πρώτο κεφάλαιο αναλύουμε τα αίτια της χρηματοπιστωτικής κρίσης χωρίζοντάς τα σε τρεις τομείς. Τα χαμηλά επιτόκια στις Η.Π.Α, την πιστωτική επέκταση και την χρηματοοικονομική καινοτομία. Αναλύεται δε, η νομισματική πολιτική των Η.Π.Α. και τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της Κίνας σε σχέση με τα βραχυπρόθεσμα και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια. Το κεφάλαιο εξηγεί ακόμη το πώς έγινε η πιστωτική επέκταση μιλώντας για τα δάνεια που δόθηκαν και βασίζονται στην κατεχόμενη αξία.

Το δεύτερο κεφάλαιο ασχολείται με το Ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα και πιο συγκεκριμένα με τα βασικά του χαρακτηριστικά και την επέκταση των Ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Στα βασικά χαρακτηριστικά του Ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος αναλύεται ο ρόλος της τραπεζικής αγοράς και πως βοήθησε στην επέκταση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στο εξωτερικό.

Στο τρίτο κεφάλαιο εστιάζουμε στις επιπτώσεις που έφερε η κρίση στο Ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, μιλώντας για τις άμεσες και τις έμμεσες επιπτώσεις με όρους οικονομετρικής μεθοδολογίας, αλλά και για τις ενέργειες της Ελληνικής κυβέρνησης. Εξετάζονται λεπτομερώς τα τρία σκέλη του σχεδίου της Ελληνικής κυβέρνησης.

Στο τέταρτο κεφάλαιο εξετάζεται ο ρόλος του ΔΝΤ στη διάσωση της Ελληνικής οικονομίας και τη βελτίωση της υπάρχουσας κατάστασης, καθώς και τα ενδεχόμενα αποτελέσματα αθέτησης των πληρωμών. Δηλαδή μιλάμε για τη δυναμική που έχει το δημόσιο χρέος, το τι προβλέπεται να γίνει και αναλύουμε το παράδειγμα της Ουρουγουάης καθώς και το τί θα φέρει μία πιθανή αναδιάρθρωση του χρέους.

Τέλος στο πέμπτο κεφάλαιο υπάρχει η σύνοψη αλλά και τα συμπεράσματα στα οποία καταλήξαμε από τη μελέτη της εργασίας. Τα συμπεράσματα αυτά έχουν να κάνουν με τις ανακατατάξεις που φέρνει το ΔΝΤ στη ελληνική κοινωνία αλλά και με το πως έφτασε μέχρι εδώ η κατάσταση (παγκόσμια κρίση).

## 1 ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Ένα σημείο αναφοράς για τον εντοπισμό των αιτίων της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 είναι τα χαμηλά επιτόκια, τα οποία υπήρξαν απόρροια δυο παραγόντων: α) της χαλαρής νομισματικής πολιτικής που ακολούθησαν οι νομισματικές αρχές των ΗΠΑ (και οδήγησαν σε πτώση τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια), και β) της μεγάλης συσσώρευσης συναλλαγματικών διαθεσίμων της Κίνας (τα οποία συνέβαλλαν στην διατήρηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων σε χαμηλό επίπεδο). Από την μια, η πτώση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων δημιούργησε την επιθυμία στα νοικοκυριά να καταφύγουν σε τραπεζικό δανεισμό προκειμένου να βελτιώσουν το βιοτικό τους επίπεδο, από την άλλη η πτώση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων αφ' ενός μεν έδωσε την δυνατότητα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αντλούν φθηνή ρευστότητα, αφ' ετέρου δε τα ώθησε στην εύρεση όλο και μεγαλύτερων αποδόσεων, υποεκτιμώντας, πολλές φορές, το συνεπαγόμενο κίνδυνο.

Λόγω λοιπόν του χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων, η ζήτηση για στεγαστικά δάνεια αυξήθηκε δραματικά. Κατόπιν, οι τράπεζες, λόγω του έντονου ανταγωνισμού (πολλοί υποψηφιοί πελάτες), αποφάσισαν να ικανοποιήσουν αυτή την ζήτηση, έφτασαν δε στο σημείο να δανείζουν ακόμη και πελάτες με πολύ χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα. Αυτό είχε να κάνει με δυο παράγοντες. Πρώτον, η άνοδος των τιμών των ακίνητων δημιουργούσε θετική κατεχόμενη αξία (positive home equity), η οποία λειτουργούσε ως ασφάλεια σε περίπτωση αδυναμίας τήρησης, από πλευράς δανειολήπτη, των συμφωνημένων συμβατικών υποχρεώσεων. Δεύτερον, η δυνατότητα της τιτλοποίησης βοήθησε στο βγάλουν οι τράπεζες από τον ισολογισμό τους αυτά τα δάνεια.

## **1.1 ΤΑ ΧΑΜΗΛΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΣΤΙΣ Η.Π.Α**

### **1.1.1 Η Νομισματική Πολιτική των Η.Π.Α. και τα Βραχυπρόθεσμα Επιτόκια**

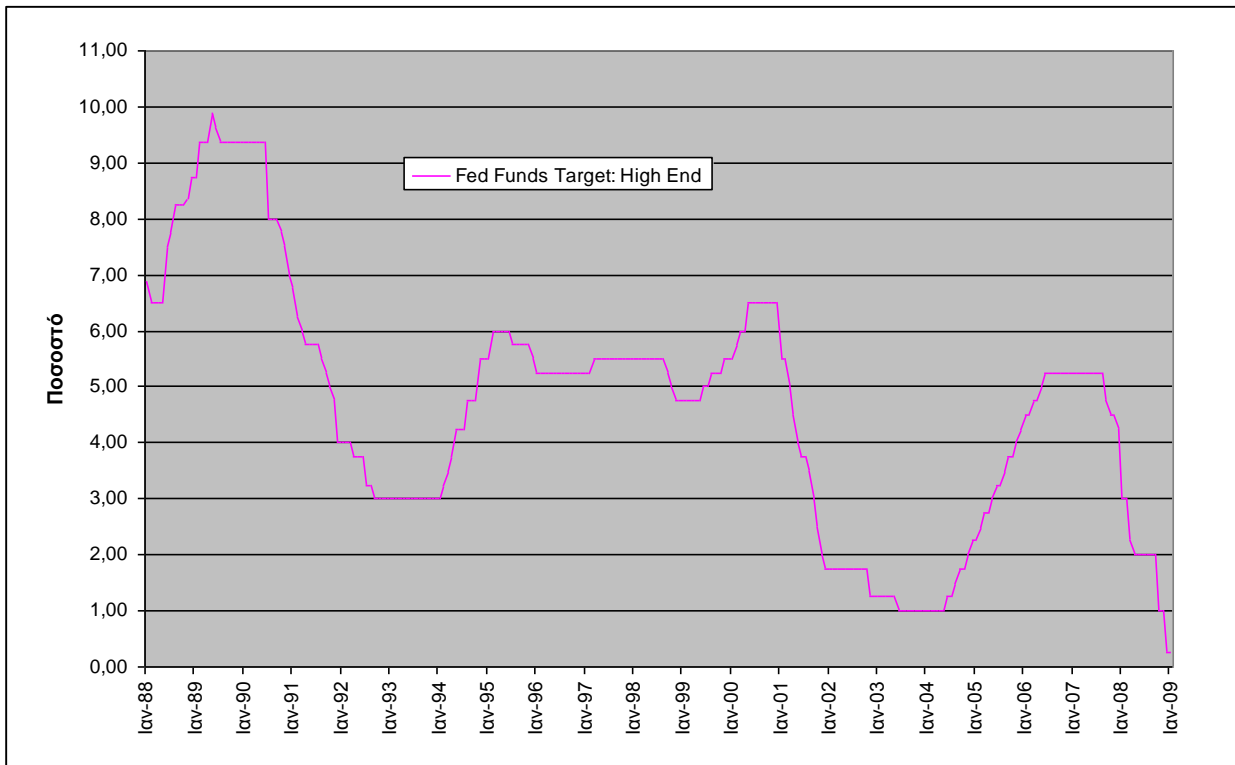
Από το 1995 περίπου ξεκίνησε η ίδρυση μιας καινούργιας ομάδας επιχειρήσεων, σχετιζόμενης με τον χώρο διαδικτύου, οι οποίες ονομάστηκαν «dot-coms». Οι επενδυτές βλέποντας την θεαματική άνοδο των εταιρειών αποφάσισαν να τις χρηματοδοτήσουν. Πράγματι, το ύψος των επιχειρηματικών επενδύσεων στο τομέα αυτό ως ποσοστό του ΑΕΠ από 0,058% το 1994 έφτασε το 2000 στο 0,164%. Η δε τάση για επένδυση σε μετοχές υψηλής τεχνολογίας ήταν γενικευμένη.

Το φαινόμενο ωστόσο κορυφώθηκε τον Ιανουάριο του 2000, όταν η AOL εξαγόρασε με το αστρονομικό ποσό των \$200 δισ δολαρίων τον όμιλο Time Warner. Τον Μάρτιο του 2000 ο δείκτης μετοχών υψηλής τεχνολογίας NASDAQ έφτασε το ιστορικό ου υψηλό άνω των 5.0000 μονάδων. Η φούσκα έσκασε, με το δείκτη NASDAQ να χάνει μέχρι τον Οκτώβριο του 2002 το 78% της αξίας του.

Μετά λοιπόν την απότομη κατάρρευση των αποτιμήσεων των εταιρειών υψηλής τεχνολογίας, οι Αμερικανικές νομισματικές αρχές αντέδρασαν με επιθετικές μειώσεις των επιτοκίων, προκειμένου να αποφύγουν μια σημαντική επιβράδυνση στην οικονομική δραστηριότητα, ύστερα και από τα αρνητικά γεγονότα της 11ης Σεπτεμβρίου.

Συγκεκριμένα, από το 2001 και μέχρι τον Ιανουάριο του 2004 υπήρξε μια παρατεταμένη περίοδος χαμηλών επιτοκίων στις ΗΠΑ (Σχήμα 1-1).



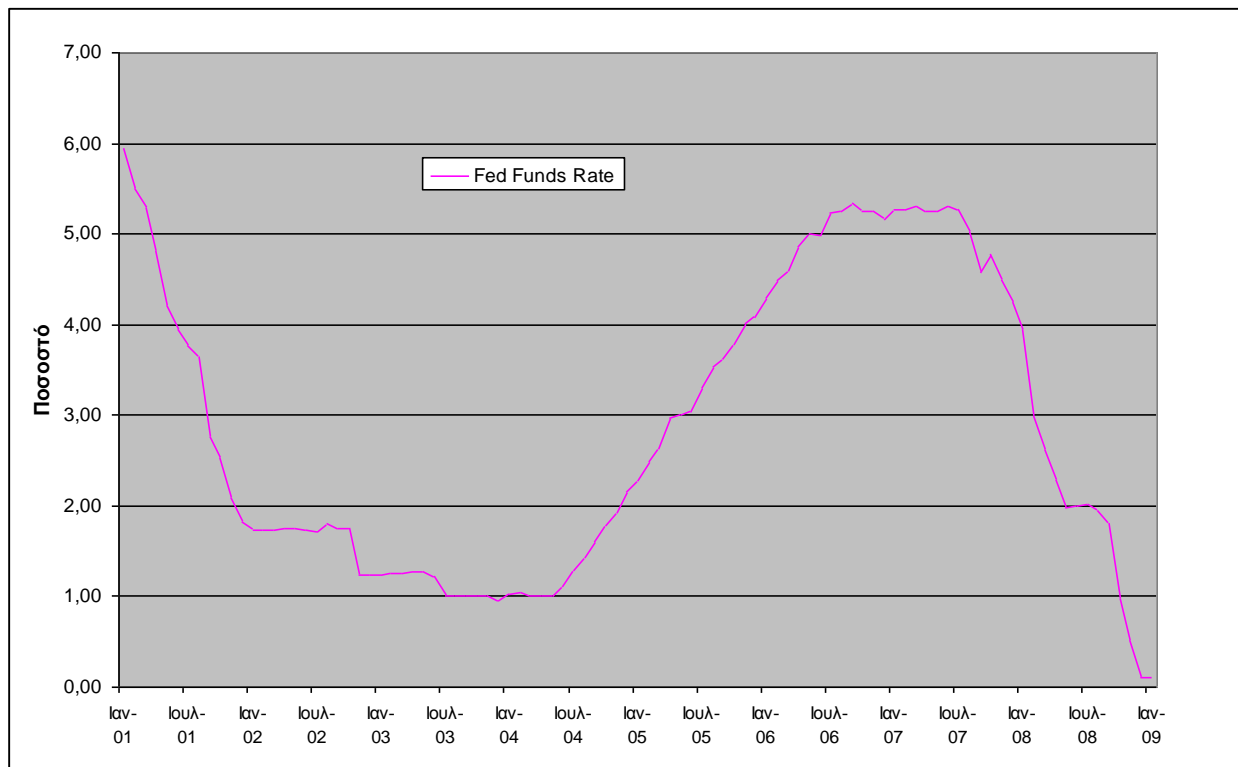


**Σχήμα 1-1:** Ο Στόχος για το Αμερικανικό Διατραπεζικό Επιτόκιο (Ιαν.1988-Ιαν. 2008)

**Πηγή:** Για τα δεδομένα EconStat<sup>1</sup>

Βάσει των στόχων που έθετε η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) κατάφερε να μειώσει, σταδιακά, το επιτόκιο παρέμβασης (Fed Funds Rate) στο 1% (τον Ιούνιο του 2003), το οποίο ήταν το χαμηλότερο επίπεδο όλων των εποχών, μέχρι εκείνη την χρονική στιγμή (Σχήμα 1-2).

<sup>1</sup> [http://econstats.com/r/r\\_em2.htm](http://econstats.com/r/r_em2.htm)



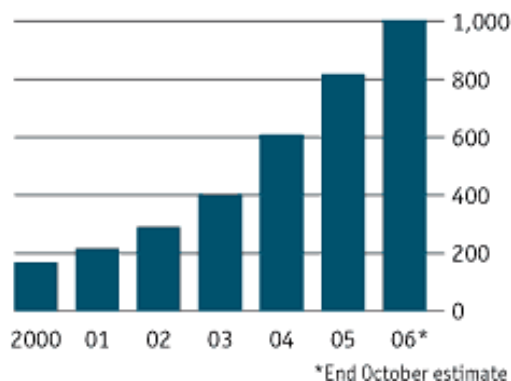
**Σχήμα 1-2:** Το Αμερικανικό Διατραπεζικό Επιτόκιο (Ιαν.2001-Ιαν. 2009)

Πηγή: Για τα δεδομένα EconStat<sup>2</sup>

### 1.1.2 Τα Συναλλαγματικά Διαθέσιμα της Κίνας και Μακροπρόθεσμα Επιτόκια

Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της Κίνας το 2006 είχαν φτάσει στα \$1 τρισεκατομμύρια, δηλαδή περισσότερο από το ένα πέμπτο των συνολικών συναλλαγματικών διαθεσίμων στον κόσμο (Σχήμα 1-3).

<sup>2</sup> [http://econstats.com/r/r\\_em2.htm](http://econstats.com/r/r_em2.htm)



**Σχήμα 1-3:** η Εξέλιξη των Συναλλαγματικών Διαθεσίμων της Κίνας (σε \$δισ)

Πηγή: The Economist (2006)

Η συσσώρευση συναλλαγματικών διαθεσίμων ήταν αποτέλεσμα (α) των μεγάλων πλεονασμάτων στον λογαριασμό τρεχουσών συναλλαγών, και (β) των σημαντικών εισροών κεφαλαίων για άμεσες ξένες επενδύσεις και επενδύσεις χαρτοφυλακίου. Θεωρητικά, τα πλεονάσματα στον λογαριασμό τρεχουσών συναλλαγών και οι εισροές επενδυτικών κεφαλαίων στην Κίνα ασκούν ανατιμητικές πιέσεις στο γουάν (καθώς υπάρχει μεγάλη ζήτηση για το Κινεζικό νόμισμα), τις οποίες όμως απορροφά η Κεντρική Τράπεζα της χώρας προσφέροντας το εγχώριο νόμισμα με αντάλλαγμα δολάρια. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα ο ρυθμός αύξησης των συναλλαγματικών αποθεμάτων σε δολάρια να ανέρχεται στα \$16 δισεκατομμύρια μηνιαίως<sup>3</sup>.

Αυτή η συσσώρευση συναλλαγματικών αποθεμάτων δημιουργεί υπερβολική ρευστότητα (στην Κινεζική οικονομία), η οποία μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερο πληθωρισμό και σε αύξηση των τιμών των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, όπως είναι οι μετοχές.

Υπάρχουν δύο τρόποι προκειμένου να σταματήσει η συσσώρευση συναλλαγματικών διαθεσίμων. Πρώτον, οι νομισματικές αρχές της Κίνας έχουν την δυνατότητα αφ' ενός μεν να αφήσουν την συναλλαγματική ισοτιμία του γουάν-δολαρίου να διαμορφωθεί ελεύθερα στην αγορά (και δοθέντος της ισχυρής ζήτησης για γουαν το τελευταίο να ανατιμηθεί) αφ' ετέρου δε να χαλαρώσουν τους περιορισμούς στις εκροές κεφαλαίων επιτρέποντας έτσι στους Κινέζους πολίτες να διακρατούν ξένα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, όπως είναι οι μετοχές, τα ομόλογα, και οι τραπεζικές καταθέσεις (δηλαδή να επιτρέψουν μια αύξηση της προσφοράς γουαν από τους Κινέζους, η οποία θα αντισταθμίσει την αυξημένη ζήτηση, χωρίς να υπάρξει

<sup>3</sup> The Economist, (2006). Who Wants to be a Trillionaire? *The Economist*, October 26<sup>th</sup>, p.91.

ανάγκη ανατίμησης του γουάν). Δεύτερον, οι αρχές στην Κίνα θα πρέπει να λάβουν μέτρα προκειμένου να μειωθεί η ογκώδης εθνική αποταμίευση, η οποία δημιουργεί και το πλεόνασμα στο λογαριασμό τρεχουσών συναλλαγών.

Περίπου 70% των συναλλαγματικών αποθεμάτων της Κίνας επενδύεται σε δολάρια, κυρίως σε τίτλους του αμερικανικού δημοσίου Υπουργείου Οικονομικών<sup>4</sup>.

Ο τρόπος επένδυσης των συναλλαγματικών διαθεσίμων της Κίνας έχει μεγάλη σημασία για την Αμερικανική αλλά και παγκόσμια οικονομία. Συγκεκριμένα, οι επενδύσεις σε τίτλους του αμερικανικού δημοσίου αυξάνουν την ζήτηση και συνακόλουθα την τιμή των Αμερικανικών ομολόγων, δηλαδή οδηγούν σε πτώση των αποδόσεων αυτών των ομολόγων συμβάλλοντας, κατ' αυτόν τον τρόπο, στην παραμονή των Αμερικανικών μακροπρόθεσμων επιτοκίων σε χαμηλά επίπεδα. Ως εκ τούτου, η ζήτηση για στεγαστικά δάνεια είναι ισχυρή.

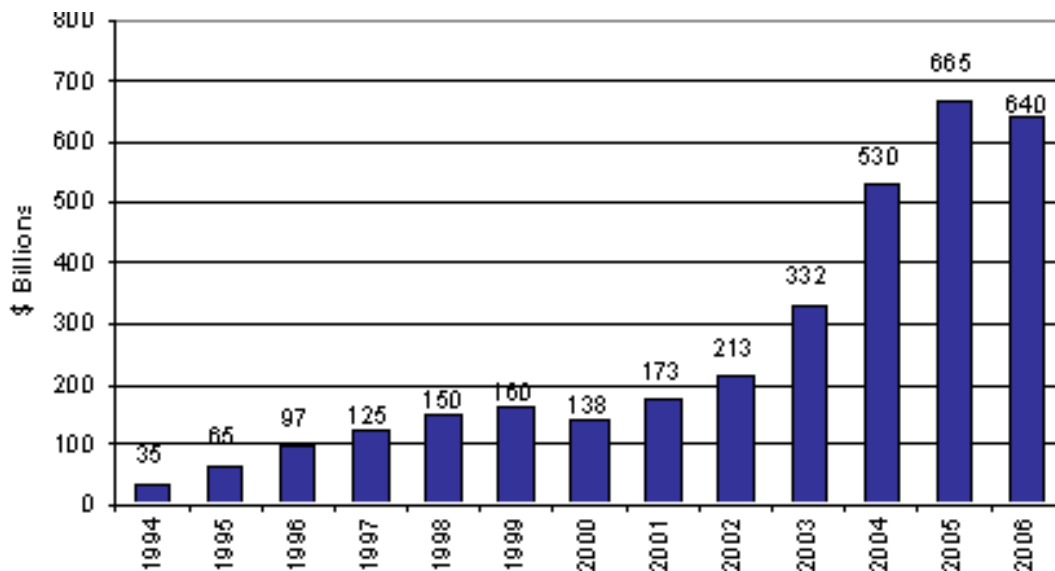
- Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου
- Ομόλογα Δημοσίου διάρκειας μέχρι ενός έτους
- Πιστοποιητικά Καταθέσεων (τα οποία εκδίδονται από τις εμπορικές τράπεζες και αφορούν κυρίως μεγάλα ποσά)
- Βραχυπρόθεσμα Ομόλογα Εταιριών (Commercial Paper) (τα οποία εκδίδονται από ιδιωτικές επιχειρήσεις συνήθως με μόνη εγγύηση την οικονομική επιφάνεια και φερεγγυότητα του εκδότη).

---

<sup>4</sup> Ο.π.

## 1.2 Η ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΕΠΕΚΤΑΣΗ

Λόγω του ανταγωνισμού και της ανόδου των τιμών των ακινήτων (Σχήμα 1-5), οι αμερικανικές τράπεζες δάνειζαν ακόμη και στους πελάτες χαμηλότερης πιστοληπτικής ικανότητας το 100% της αξίας του ακινήτου χωρίς να ελέγχουν τα εισοδήματά τους. Αυτά λοιπόν τα δάνεια, γνωστά και ως **ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου** (subprime loans), αυξήθηκαν και σε απόλυτο αριθμό (Σχήμα 1-4) αλλά ως ποσοστό επί των συνολικών δανείων



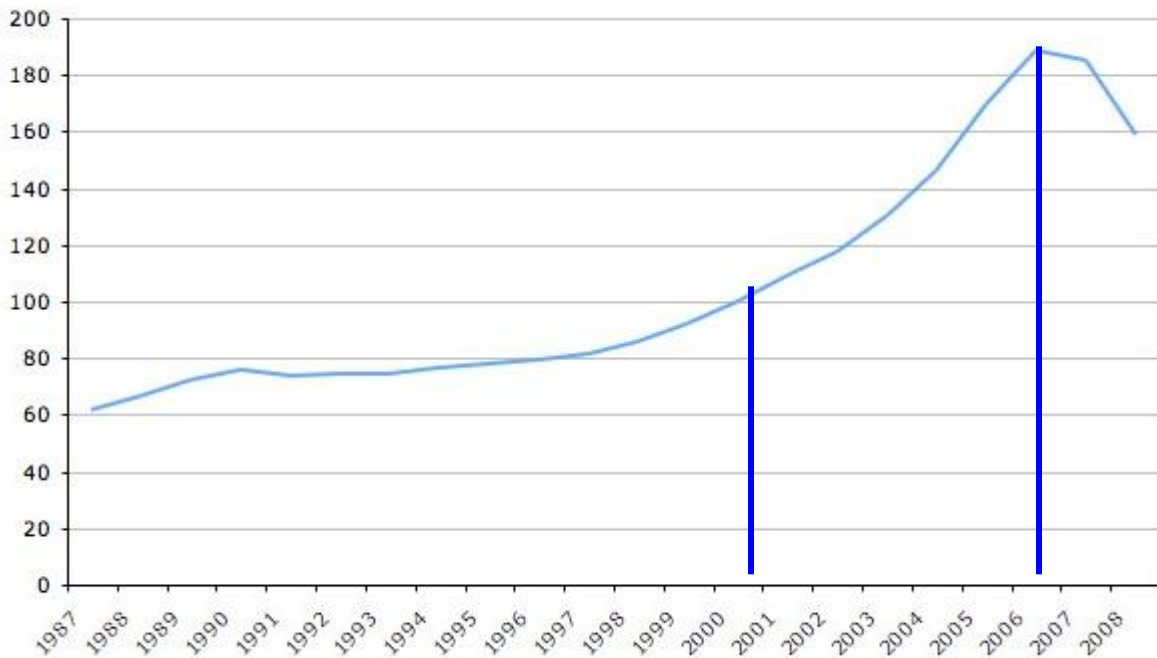
**Σχήμα 1-4:** Η Αξία των Ενυπόθηκων Δανείων Χαμηλής Πιστοληπτικής Διαβάθμισης (\$δισ)

Πηγή: Petroff (2008)

Όπως βλέπουμε στο παραπάνω σχήμα, η αξία των ενυπόθηκων δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης εκτινάχθηκε από τα \$173 δισεκατομμύρια το 2001 στο επίπεδο ρεκόρ των \$665 δισεκατομμυρίων το 2005. Επίσης, το ποσοστό των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου επί των συνολικών στεγαστικών δανείων αυξήθηκε από 9% το 2003, στο 24% στα μέσα του 2007<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Χαρδουβέλης, Γ. (2008). "Διεθνής Χρηματοοικονομική Κρίση 2007 και Οικονομικές Επιπτώσεις."

Η πιστωτική επέκταση σε συνδυασμό με την ζήτηση για ακίνητα οδήγησε σε μια πρωτοφανή άνοδο των τιμών των ακινήτων στις ΗΠΑ, κατά την περίοδο 2001-2007. Στο παρακάτω σχήμα βλέπουμε την πορεία του δείκτη τιμών ακινήτων S&P/Case-Shiller για την περίοδο 1997-2008.



**Σχήμα 1-5:** Ο Δείκτη S&P/Case-Shiller (1987-2008)

Πηγή: Wikipedia

### 1.2.1 Τα Δάνεια Βασιζόμενα στην Κατεχόμενη Αξία (Home Equity Loans)

Αναφέρθηκε προηγουμένως ότι οι αμερικανικές τράπεζες δάνειζαν ακόμη και πελάτες με πολύ χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα. Αυτό είχε να κάνει με το γεγονός ότι η άνοδος των τιμών των ακινήτων προσέφερε μια ασφάλεια στις τράπεζες μέσω των *home equity loans* τα οποία προσέφεραν στους πελάτες τους με την χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα.

Τα δάνεια τύπου **Home Equity (home equity loans, HEL)** είναι δάνεια στα οποία η πιστώτρια τράπεζα χρησιμοποιεί ως εξασφάλιση την **κατεχόμενη αξία ακινήτου** (home equity), δηλαδή την διαφορά μεταξύ της *αγοραίας αξίας* του ακινήτου και του υπολοίπου της αξίας του ενυπόθηκου δανείου, το οποίο χορηγήθηκε για την αγορά αυτού. Για παράδειγμα, εάν κάποιος έχει δαπανήσει για την αγορά μιας κατοικίας το ποσό των €200.000, έχοντας προηγουμένως καταβάλει μια προκαταβολή των €20.000 και έχοντας λάβει δάνειο ύψους €180.000, τότε την

ημέρα της αγοράς του ακινήτου, η *κατεχόμενη αξία* του ακινήτου είναι η ίδια με την αξία της προκαταβολής,

$$\mathbf{€20.000} = \mathbf{€200,000} \text{ (η αγοραία αξία του ακινήτου)} - \mathbf{€180.000} \text{ (το υπόλοιπο του στεγαστικού δανείου)}$$

Εάν τώρα μετά από 5 έτη, συνεπείον προς τις συμβατικές του υποχρεώσεις, ο δανειολήπτης έχει καλύψει €13.000 από την συνολική αξία του ενυπόθηκου χρέους του (δηλαδή οφείλει το ποσό των €167.000), και λόγω του πληθωρισμού η αγοραία αξία του ακινήτου έχει διαμορφωθεί στις €300.000, τότε σε αυτή την περίπτωση, η *κατεχόμενη αξία* του ακινήτου θα έχει ανέλθει στις,

$$\mathbf{€133.000} = \mathbf{€300,000} \text{ (αγοραία αξία ακινήτου)} - \mathbf{€167.000} \text{ (υπόλοιπο στεγαστικού δανείου)}$$

Έτσι, η θετική κατεχόμενη αξία δίνει την δυνατότητα σε μια τράπεζα να δανείσει και πελάτες με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα, διότι γνωρίζει ότι σε περίπτωση που περιέλθει ο δανειολήπτης σε κατάσταση αδυναμίας καταβολής των πληρωμών, τότε μπορεί να προβεί σε κατάσχεση του ακινήτου, το οποίο θα έχει σαφώς μεγαλύτερη αξία από το οφειλόμενο υπόλοιπο.

Η κατεχόμενη αξία όμως μπορεί να χρησιμοποιηθεί και ως εξασφάλιση για περαιτέρω αύξηση του δανεισμού. Για παράδειγμα, ας εξετάσουμε τον παρακάτω ισολογισμό ενός νοικοκυριού, στην κατοχή του οποίου υπάρχει ακίνητο με αγοραία αξία των €150.000, ενώ, λόγω του ύψους του υφιστάμενου τραπεζικού δανεισμού (δηλαδή το χρεωστικό υπόλοιπο του στεγαστικού δανείου για την αγορά του ακινήτου) της τάξεως των €50.000, η κατεχόμενη αξία (επί του ακινήτου) ανέρχεται στα €100.000 (=€150.000-€50.000).

**Πίνακας 1-1:** Ισολογισμός ενός Νοικοκυριού

<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΤΕΧΟΜΕΝΗ ΑΞΙΑ</b>
Κέρματα + Τραπεζογραμμάτια =0	Τραπεζικός Δανεισμός = €50.000
Καταθέσεις Ταμιευτηρίου και Προθεσμίας=0	Κατεχόμενη Αξία = €100.000

Ομόλογα (κρατικά και εταιρικά) και Μετοχές =0	
Ακίνητο = €150.000	

Εάν τώρα μια τράπεζα είναι διατεθειμένη να μας δανείσει μέχρι το 80% της αξίας του ακινήτου, τότε μπορούμε να δανειστούμε συνολικά το ποσό των €120.000 ( $=0,80 \times €150.000$ ). Έχοντας όμως ήδη χρεωστικό υπόλοιπο €50.000, αυτό σημαίνει ότι το μέγιστο ύψος του δανείου βασιζόμενο στην κατεχόμενη αξία θα διαμορφωθεί στα €70.000 ( $=€120.000 - €50.000$ ). Εάν τώρα αποφασίσουμε να λάβουμε ένα home equity loan των €70.000, τότε ο ισολογισμός του νοικοκυριού μας θα έχει ως εξής.

**Πίνακας 1-2:** Η Κατεχόμενη Αξία μετά την Λήψη ενός HEL

<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΤΕΧΟΜΕΝΗ ΑΞΙΑ</b>
Κέρματα + Τραπεζογραμμάτια =0	Τραπεζικός Δανεισμός = €50.000
Καταθέσεις Ταμιευτηρίου και Προθεσμίας= €70.000	Home Equity Loan = €70.000
Ομόλογα (κρατικά και εταιρικά) και Μετοχές =0	Κατεχόμενη Αξία = €100.000
Ακίνητο = €150.000	
<b>ΣΥΝΟΛΟ: €210.000</b>	<b>ΣΥΝΟΛΟ: €210.000</b>

Όπως βλέπουμε από τον παραπάνω πίνακα, η λήψη ενός HEL των €70.000 δεν επηρέασε την κατεχόμενη αξία του νοικοκυριού.

Ένας τρόπος για την αύξηση της κατεχόμενης αξίας, και κατ' επέκταση της δανειοδοτικής ικανότητας αναφορικά με τα HEL, είναι η αποπληρωμή του υφιστάμενου δανείου. Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι υπολείπονται 5 έτη για την αποπληρωμή του υφιστάμενου δανεισμού ύψους €50.000. Εάν το επιτόκιο είναι 4%, τότε ο πίνακας αποπληρωμής του δανείου έχει ως εξής:

**Πίνακας 1-3:** Πίνακας Αποπληρωμής Δανείου



Έτος	Χρεωστικό Υπόλοιπο (στο τέλος της περιόδου)	Δόση	Τόκος	Κεφάλαιο
0	50.000,00 €			
1	40.768,64	11.231,36 €	2.000,00 €	9.231,36 €
2	31.168,03	11.231,36	1.630,75	9.600,61
3	21.183,40	11.231,36	1.246,72	9.984,63
4	10.799,38	11.231,36	847,34	10.384,02
5	0,00	11.231,36	431,98	10.799,38

Εάν λοιπόν η αξία του ακινήτου παραμένει σταθερά, τότε βλέπουμε πως αυξάνεται η κατεχόμενη αξία και μαζί με αυτή η δανειοδοτική ικανότητα αναφορικά με τα δάνεια που στηρίζονται σε αυτή.

**Πίνακας 1-4:** Η Εξυπηρέτηση ενός Υφιστάμενου Δανείου και η Αύξηση της Δανειοδοτικής Ικανότητας των HEL

Έτος	Αξία Ακινήτου	Χρεωστικό Υπόλοιπο	Κατεχόμενη Αξία	HEL
0	€150.000	€50.000	€100.000	€70.000
1	150.000	40.769	109.231	79.231
2	150.000	31.168	118.832	88.832
3	150.000	21.183	128.817	98.817
4	150.000	10.799	139.201	109.201
5	150.000	0	150.000	120.000

Υπάρχουν δύο είδη δανειοδοτήσεων, οι οποίες στηρίζονται στην *κατεχόμενη αξία* του ακινήτου. Η πρώτη αφορά τα λεγόμενα **Home Equity Loans (HEL)**, δηλαδή τα δάνεια που στηρίζονται στην κατεχόμενη αξία, και η δεύτερη το **Home Equity Line of Credit (HELOC)**, δηλαδή την γραμμή πίστωσης που βασίζεται στην κατεχόμενη αξία.

Μερικές βασικές διαφορές μεταξύ των HELC και των HEL αναφέρονται στον παρακάτω

πίνακα.

**Πίνακας 1-5:** Βασικές Διαφορές μεταξύ των HELOC και των HEL

<b>Home Equity Line of Credit</b>	<b>Home Equity Loans</b>
Συνήθως Κυμαινόμενο Επιτόκιο	Συνήθως Σταθερό Επιτόκιο
Μπορεί να υπάρχουν ετήσιες εισφορές	Δεν υπάρχουν ετήσιες εισφορές
Υπάρχει ευελιξίας	Δεν υπάρχει η δυνατότητα υπεραναλήψεως

Συνήθως η αποπληρωμή αμφοτέρων των HEL και των HELOC λαμβάνει χώρα σε μικρότερη χρονική περίοδο σε σχέση με τα συνηθισμένα στεγαστικά δάνεια. Για παράδειγμα, ενώ στα συνηθισμένα στεγαστικά δάνειο το χρόνος αποπληρωμής μπορεί να εκτείνεται έως και τα 30 έτη, στα HEL και στα HELOC ο χρόνος αποπληρωμής δεν ξεπερνά τα 15 έτη.

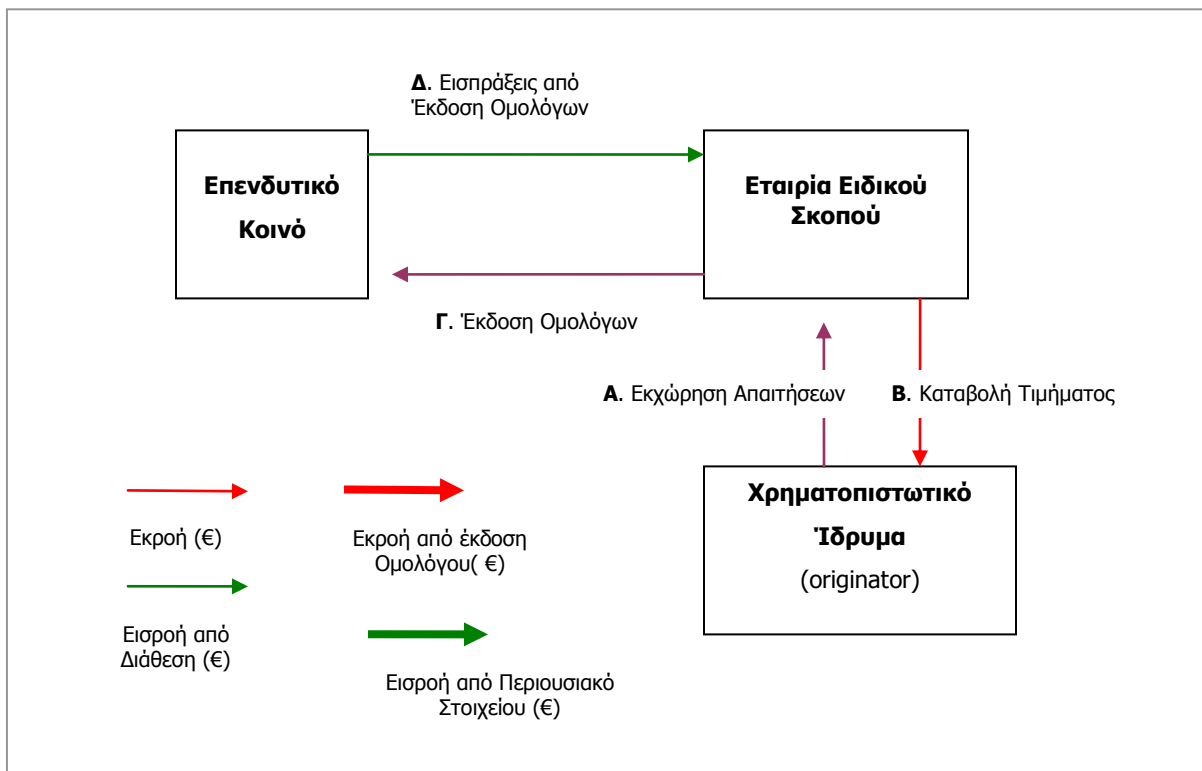
## 1.3 Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ

### 1.3.1 Η Τιτλοποίηση των Απαιτήσεων

Η **τιτλοποίηση απαιτήσεων** αφορά στην διαδικασία μετατροπής απαιτήσεων (ή άλλων περιουσιακών στοιχείων) των τραπεζών κατά πελατών σε χρεόγραφα, όπως είναι τα ομόλογα. Με άλλα λόγια, δια της τιτλοποίησης εκδίδονται ομολογίες, οι οποίες χρηματοδοτούνται από τις ταμειακές ροές που δημιουργούν οι προς τιτλοποίηση απαιτήσεις.

Πιο αναλυτικά, η διαδικασία τιτλοποίησης περιλαμβάνει τους ακόλουθους παράγοντες:

- Τον αρχικό χορηγό του δανείου (*originator*),
- ο θεματοφύλακας, δηλαδή ο αγοραστής του δανείου (*SPV*),
- η εταιρεία αξιολόγησης επιχειρήσεων (*rating agency*),
- η εταιρεία ασφάλισης της έκδοσης των τίτλων (*credit enhancer*)
- η εταιρεία αντασφάλισης (*security underwriter*)



## Σχήμα 1-6: Η Διαδικασία Τιτλοποίησης Απαιτήσεων κατά Πελατών

Η διαδικασία τιτλοποίησης αρχίζει από τον χορηγό του δανείου, συνήθως πρόκειται για ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, ο οποίος έχει χορηγήσει δάνεια και στη συνέχεια αποφασίζει, αφού πρώτα τα ομαδοποιήσει (βάσει κοινών χαρακτηριστικών ως προς τον χρόνο ωρίμανσης, το επιτόκιο αλλά και το είδος) για λόγους ευκολότερης διαχείρισης αλλά κυρίως για λόγους μείωσης του κόστους, να τα εκχωρήσει στην **εταιρεία ειδικού σκοπού** (Special Purpose Vehicle, SPV) (Σχήμα 1-6). Επειδή η ομάδα των δανείων συνδυάζει τους κινδύνους όλων των διαφορετικών δανείων μαζί, ο επενδυτής που θα λάβει θέση σε αυτό είναι λιγότερο εκτεθειμένος στους επιμέρους κινδύνους του κάθε δανειζόμενου (δηλ. κάποιος να μην μπορέσει να αποπληρώσει το δάνειό του)

### The Making of a Mortgage CDO

The technology behind the collateralized debt obligation, or CDO, has been around since the 1980s, but only more recently has it been applied to mortgage-backed securities. It was designed to provide investors with greater diversification and disperse the risk of mortgage lending. But so-called mezzanine CDOs such as Norma actually served to magnify and concentrate the risk. Here is how they were made. [Click on each step button below to learn more.](#)

**Step 1**

The creator of a subprime residential mortgage backed security or RMBS -- buys loans from all over the country, often from several different lenders. Several thousand loans go into one mortgage-backed security. Because the security combines the specific risks of all the individual loans into a single pool, its investors as a whole are less exposed to the potential problems of any one borrower.

**Fitch Ratings scale**

AAA	BB+	Not rated
AA+	BB	Not rated
AA	BB-	
AA-	B+	
A+	B	
A	B-	
A-	CCC+	
BBB+	CCC	
BBB	CCC-	
BBB-	CC	

**RMBS Trust**

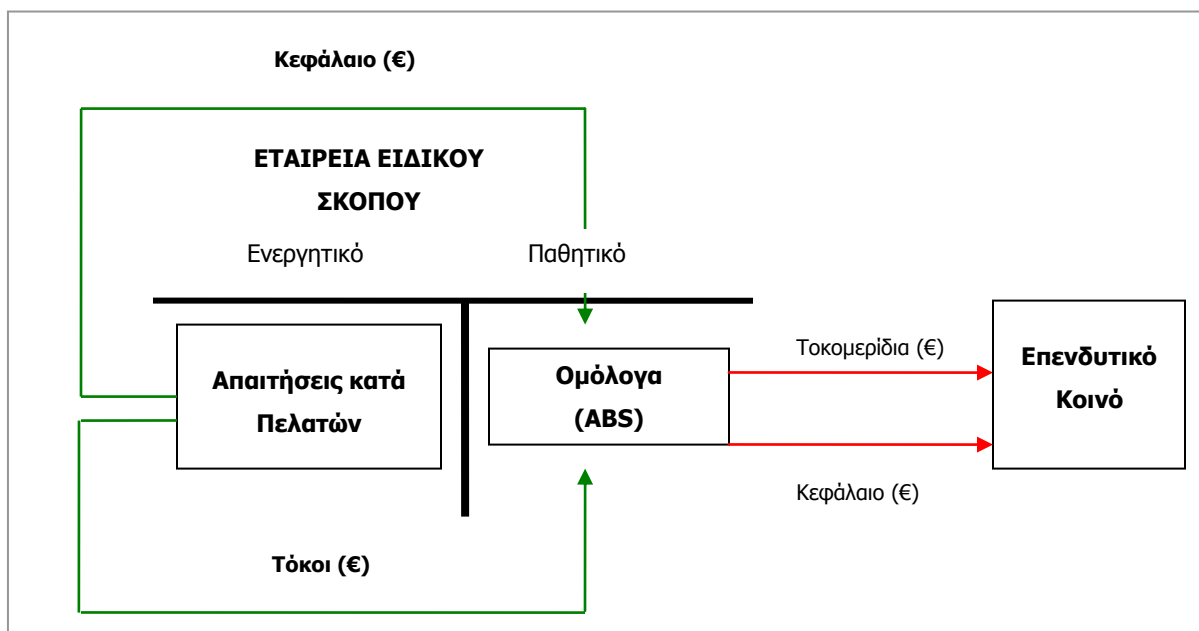
**Subprime Mortgages**

Το τίμημα που καταβάλλει ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα για την εκχώρηση των απαιτήσεων της κατά πελατών αφορά στην διακράτηση μόνο ενός μικρού ποσοστού του χρεωστικού επιτοκίου του δανείου, ενώ το υπόλοιπο διοχετεύεται στην εταιρία (ειδικού σκοπού) που αγοράζει τα δάνεια. Τυπικά η τράπεζα και μετά την πώληση συνεχίζει να εκτελεί τη διαχείριση του δανείου, δηλαδή να επιβλέπει την εξυπηρέτησή του εκ μέρους του αρχικού δανεισθέντα. Επίσης για κάθε πρόβλημα που μπορεί να προκύψει θα πρέπει να επιληφθεί η τράπεζα.

Δια της τιτλοποίησης λοιπόν μεταφέρεται εκτός του ισολογισμού των τραπεζών το μεγαλύτερο μέρος της αξίας αυτών των δανείων, μειώνοντας την ανάγκη διατήρησης εποπτικών κεφαλαίων και ρευστότητας, ενώ το πιο ριψοκίνδυνο μέρος των δανείων παρακρατείται από τις εμπορικές τράπεζες.

Στην συνέχεια, η εταιρεία ειδικού σκοπού προκειμένου να αγοράσει τα δάνεια εκδίδει και διαθέτει, μέσω *ιδιωτικής τοποθέτησης*, ομόλογα, τα οποία προηγουμένως έχουν διαβαθμιστεί από κάποιον οίκο αξιολόγησης.

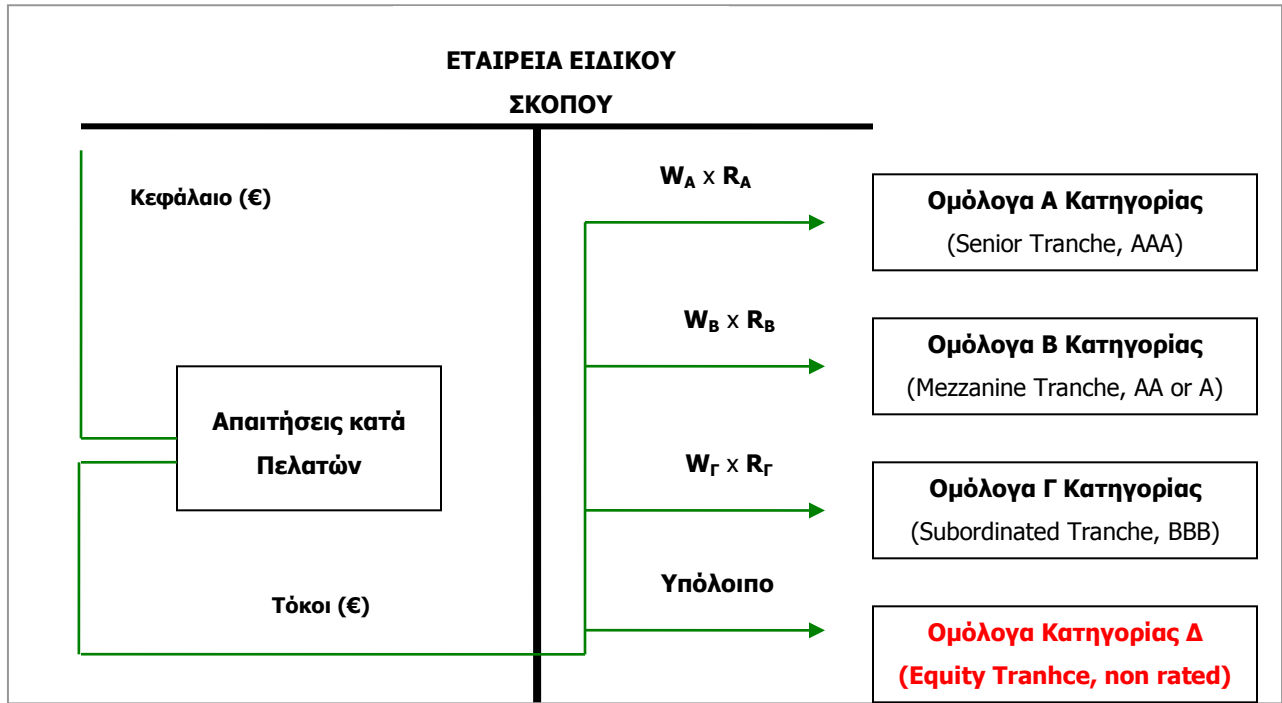
Τα μεταβιβάσιμα αυτά ομόλογα, μεσοπρόθεσμης λήξης, είναι γνωστά ως **asset backed securities (ABSs)**, καθώς η εξόφληση τους, δηλαδή η καταβολή του τοκομεριδίου και της ονομαστικής αξίας της ομολογίας, στηρίζεται στα έσοδα από την τοκοχρεωλυτική δόση των δανείων που απέκτησε η εταιρεία ειδικού σκοπού (Σχήμα 1-7). Ο επενδυτής αγοράζοντας τα ABSs (ή δομημένα ομόλογα) επωφελείται από την χρηματοδοτική δραστηριότητα της τράπεζας χωρίς να συναλλάσσεται με τον οφειλέτη αυτής, ωστόσο αναλαμβάνει τον πιστωτικό κίνδυνο (credit risk) του πελάτη της.



**Σχήμα 1-7:** Η Εξυπηρέτηση των Ομολόγων που Εκδίδει μια Εταιρεία Ειδικού Σκοπού

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφέρουμε ότι η εταιρεία ειδικού σκοπού προβαίνει στην «δόμηση» του παθητικού της εκδίδοντας (προκειμένου να χρηματοδοτήσει την αγορά των

στεγαστικών δανείων) διαφορετικές κατηγορίες ομολόγων (Σχήμα 1-8). Συνήθως έχουμε τέσσερις κατηγορίες ομολόγων, των οποίων οι ταμειακές ροές διαφοροποιούνται ανάλογα με τον κίνδυνο.



**Σχήμα 1-8:** Η Κεφαλαιακή Διάρθρωση μιας Εταιρείας Ειδικού Σκοπού

Κάθε κατηγορία ομολόγων τυγχάνει διαφορετικής πιστοληπτικής διαβάθμισης, με τα ομόλογα της χαμηλότερης διαβάθμισης να έχουν και τον μεγαλύτερο κίνδυνο, αλλά και μεγαλύτερη απόδοση. Συνήθως, τα ομόλογα της τελευταίας κατηγορίας (equity tranche) διακρατούνται από το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που δημιούργησε την εταιρεία ειδικού σκοπού.

Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι η εταιρεία ειδικού σκοπού έχει στο ενεργητικό της δάνεια ύψους **1€ δις**, τα οποία έχουν μέσο επιτόκιο 4% πλέον περιθωρίου 1%. Αυτά λοιπόν τα δάνεια αναμένεται να δημιουργήσουν ταμειακές ροές ύψους 50€εκατ. Το ζητούμενο τώρα είναι με ποιο τρόπο θα κατανομηθούν αυτές οι ροές στις διάφορες κατηγορίες ομολόγων.

Βεβαίως οι κατανομή των ταμειακών ροών των δανείων θα γίνει βάσει της δόμησης του παθητικού που έχει επιλέξει η εταιρεία ειδικού σκοπού. Στον παρακάτω πίνακα βλέπουμε ένα τέτοιο τρόπο δόμησης του παθητικού της εν λόγω εταιρείας.

**Πίνακας 1-6:** Η Δόμηση του Παθητικού μιας Εταιρείας Ειδικού Σκοπού

	Ύψος	Επιτόκιο		Έσοδα από Τόκους	Απόδοση
		Euribor	Περιθώριο		
<b>Δάνεια</b>	1.000.000.000 €	4,00%	1,00%	50.000.000 €	5%
	Ύψος Έκδοσης	Κατανομή Επιτοκίου		Έσοδα από Τόκους	Απόδοση
		Euribor	Περιθώριο		
<b>Κατηγορία Α</b>	900.000.000 €	4,00%	0,20%	37.800.000 €	4,2%
<b>Κατηγορία Β</b>	60.000.000 €	4,00%	0,40%	2.640.000 €	4,4%
<b>Κατηγορία Γ</b>	30.000.000 €	4,00%	0,80%	1.440.000 €	4,8%
<b>Κατηγορία Δ</b>	10.000.000 €			8.120.000 €	81,20%

Από τον παραπάνω πίνακα βλέπουμε ότι η πρώτη κατηγορία έχει απόδοση 4,2%, δηλαδή ταμειακές εισροές της τάξεως των 37,8€ εκατ. (= 4,2%×900€ εκατ.). Επίσης, βλέπουμε ότι η τράπεζα διακρατεί τα ομόλογα της κατηγορίας Δ, δηλαδή τα ομόλογα με τον μεγαλύτερο κίνδυνο, αλλά και την μεγαλύτερη απόδοση της τάξεως του 81,20% (=8,12€ εκατ/ 10€ εκατ).

Ας υποθέσουμε τώρα ότι το 0,5% των δανείων δεν εξυπηρετείται. Σε αυτή την περίπτωση, τα έσοδα από τόκους θα μειωθούν στα 45€ εκατ. (= 4,1%-1% × 1€ δισ.). Σε αυτή την περίπτωση, η απώλεια των 5€ εκατ. θα πλήξει μόνο την τελευταία κατηγορία, η οποία θα έχει έσοδα από τόκους 3,12€ εκατ. (=8,12€ εκατ. - 5€ εκατ.). Ως εκ τούτου, η απόδοση αυτής της κατηγορίας θα μειωθεί στο **31,20%** (=3,12€ εκατ/ 10€ εκατ) από 81,20%.

**Πίνακας 1-7:** Οι Απώλειες και η Δόμηση του Παθητικού μιας Εταιρείας Ειδικού Σκοπού (Απώλεια 0,5%)

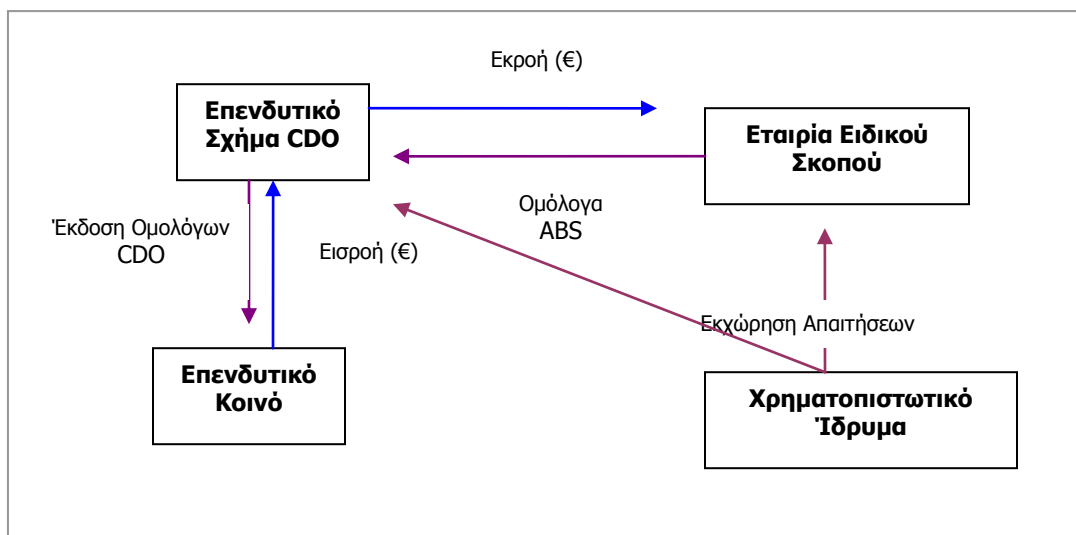
	Ύψος	Επιτόκιο		Έσοδα από Τόκους	Απόδοση
		Euribor	Περιθώριο		
<b>Δάνεια</b>	1.000.000.000 €	4,00%	1,00%- <b>0,5%</b>	45.000.000 €	4,5%
	Ύψος Έκδοσης	Κατανομή Επιτοκίου		Έσοδα από Τόκους	Απόδοση
		Euribor	Περιθώριο		
<b>Κατηγορία Α</b>	900.000.000 €	4,00%	0,20%	37.800.000 €	4,2%
<b>Κατηγορία Β</b>	60.000.000 €	4,00%	0,40%	2.640.000 €	4,4%
<b>Κατηγορία Γ</b>	30.000.000 €	4,00%	0,80%	1.440.000 €	4,8%

<b>Κατηγορία Δ</b>	10.000.000 €			<b>3.120.000 €</b>	31,20%
--------------------	--------------	--	--	--------------------	--------

Σε αρκετές περιπτώσεις επενδυτικές τράπεζες που συστήνουν εταιρίες ειδικού σκοπού για την έκδοση ομολόγων ABS εξαγοράζουν χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που χορηγούν τα στεγαστικά δάνεια. Για παράδειγμα η Merrill Lynch το 2006 εξαγόρασε έναντι \$1.3δισ την First Franklin, μια από τις μεγαλύτερες τράπεζες στο χώρο ενυπόθηκων δανείων μειωμένης εξασφάλισης<sup>6</sup>.

### 1.3.2 Τα Ομόλογα CDOs

Ένα **collateralized debt obligation (CDO)** αποτελεί ένα επενδυτικό σχήμα, το οποίο πουλάει και αγοράζει ομόλογα<sup>7</sup>. Συγκεκριμένα, τα ομόλογα που αγοράζει το εν λόγω επενδυτικό σχήμα είναι τα πακεταρισμένα δάνεια (ABS), ενώ τα ομόλογα που εκδίδει είναι γνωστά ως **ομόλογα CDO** (Σχήμα 1-9).



**Σχήμα 1-9:** Η Λειτουργία ενός CDOs

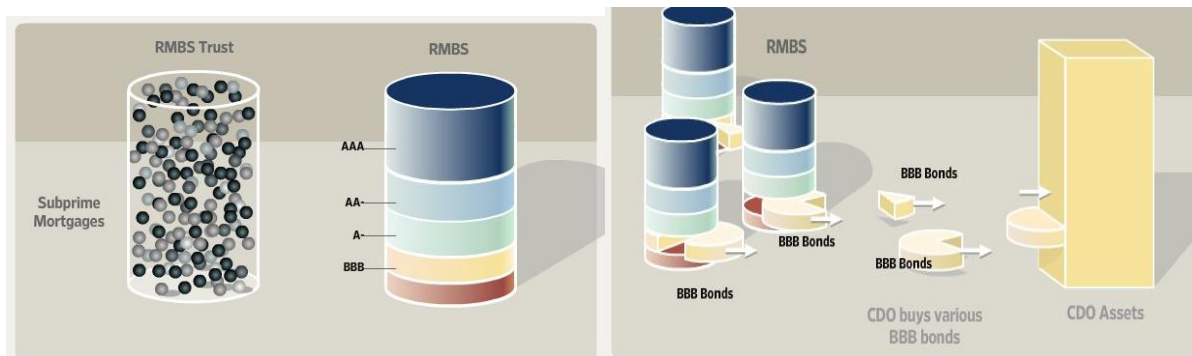
Ίσως και 150 ομόλογα βασισμένα σε στεγαστικά δάνεια (δηλαδή τα ομόλογα ABS) πακετάρονται σε ένα CDO. Για παράδειγμα, στο σχήμα που ακολουθεί βλέπουμε με ποιο τρόπο

<sup>6</sup> Tully, S. (2007). "Wall Street's money Machine Breaks Down." *Fortune*, November 26, European edition, pp.40-46

<sup>7</sup> Tully, S. (2007). "Wall Street's money Machine Breaks Down." *Fortune*, November 26, European edition, pp.40-46

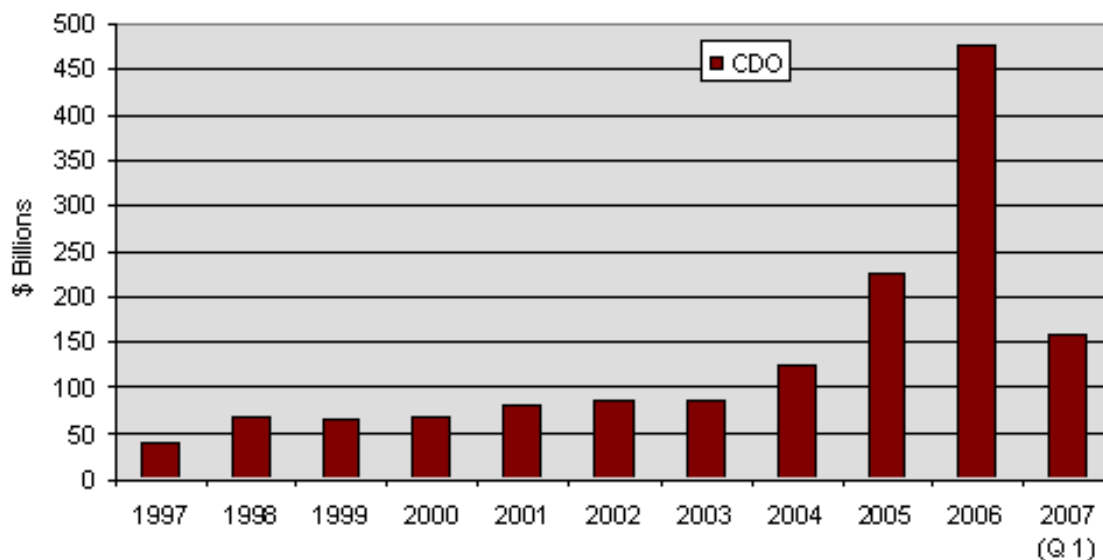


ομόλογα ABS της κατηγορίας BBB - λίγο δηλαδή πάνω από τα λεγόμενα junk bonds- συνθέτουν ένα CDO, το οποίο πλέον έχει ολόκληρο κατηγοριοποίηση BBB. Αυτό ανεβάζει την απόδοση που μπορεί να προσφέρει, αλλά ταυτόχρονα ανεβάζει και τον κίνδυνο για τους επενδυτές.



**Σχήμα 1-10:** Η Δημιουργία ενός CDO

Κατ'αυτόν τον τρόπο τα CDOs, τα οποία συνήθως διευθύνονται από μεγάλες εταιρίες διαχείρισης όπως είναι οι Cohen & Co., και η Rimco, συμβάλουν στην ζήτηση «τιτλοποιήσεων» και δημιουργούν ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, το οποίο έχει έκθεση, μέσω των ABS, σε δάνεια διαφόρων κλάδων (στεγαστικά, εταιρικά, καταναλωτικά κτλ), διαφόρων χωρών, και διαφορετικής ποιότητας πελατών, ενώ το κόστος για την δημιουργία αυτού του χαρτοφυλακίου καλύπτεται από την έκδοση ομολόγων CDOs<sup>8</sup>.



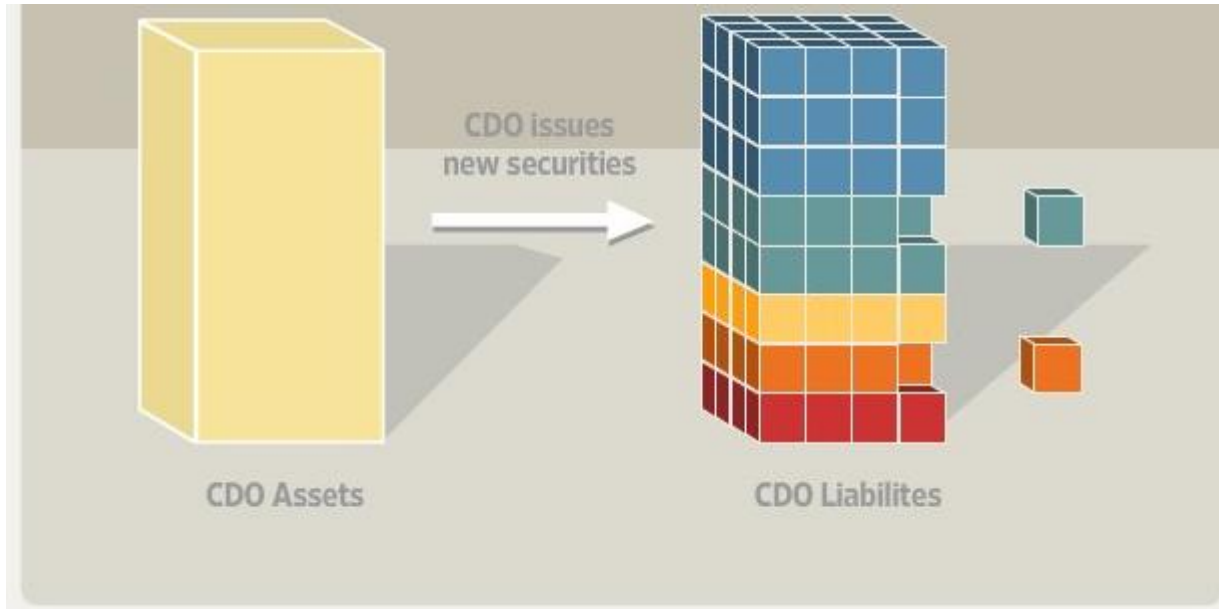
**Σχήμα 1-11:** Η Έκδοση Ομολόγων CDOs σε Παγκόσμια Κλίμακα (\$δισ)

Πηγή: Petroff (2008)

<sup>8</sup> Ο.Π.

Οι κάτοχοι των ομολόγων CDOs δεν έχουν ισότιμη έκθεση στα υποκείμενα δάνεια αλλά διαφορετική ανάλογα με την τάξη (tranche) στην οποία έχουν επενδύσει.

Περίπου όπως με τα πρώτα προϊόντα (subprime Residential Mortgage Backed Security - RMBS, του σχήματος Νο.1) το CDO εκδίδει νέα ομόλογα, τα οποία έχουν το δικό τους επίπεδο κινδύνου και απόδοσης. Τα κομμάτια των CDO με κατηγοριοποίηση A ή BBB συχνά πωλούνται σε άλλα CDOs.



επενδυτές σε χαμηλής κατηγορίας κομματιού ενός CDO θα είναι οι τελευταίοι που θα πληρωθούν και οι πρώτοι που θα δεχτούν ζημιές. Αυτό προστατεύει τους επενδυτές της υψηλότερης κατηγορίας (π.χ. A), μέχρι του σημείου που η απόδοση όλου το CDO είναι συνολικά θετική. Στην περίπτωση βέβαια που όλο το CDO έχει ίδια κατηγοριοποίηση, π.χ. BBB, αυξάνεται η πιθανότητα όλοι οι επενδυτές να υποφέρουν απώλειες

### Step 5

Investors in the lower-rated pieces of a CDO are the last to get paid and the first to take losses. This protects investors in the higher-rated pieces, as long as all the CDO's investments don't go bad together. The similarity of the triple-B-rated investments in a mezzanine CDO, though, increases the likelihood that they will all suffer at once.

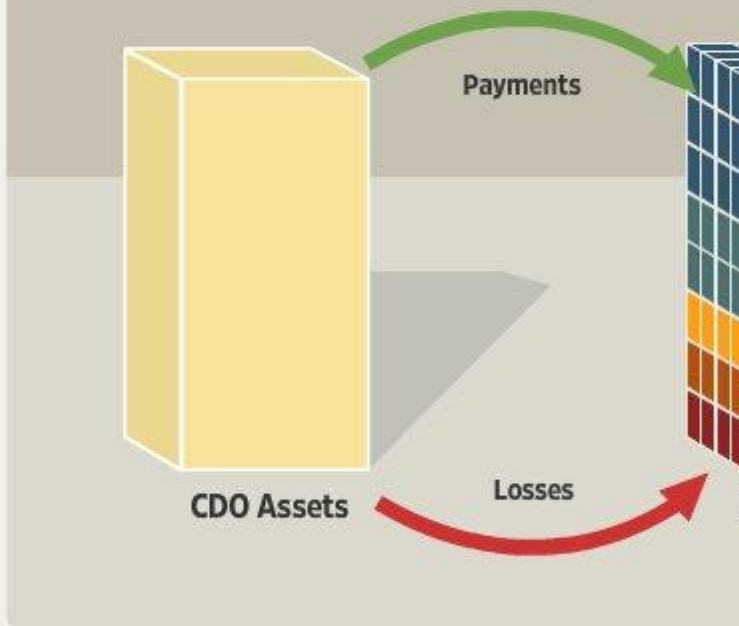
#### Fitch Ratings scale

AAA	BB+	Not rated
AA+	BB	
AA	BB-	
AA-	B+	
A+	B	
A	B-	
A-	CCC+	
BBB+	CCC	
BBB	CCC-	
BBB-	CC	

Mouse over the key elements for more info

Step 1 Step 2 Step 3 Step 4

#### Collateralized Debt Obligation (CDO) Structure



Οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας αρχικά έδιναν AAA στα 3/4 των προϊόντων που εκδόθηκαν κατά NORMA. Αλλά, όσο οι τιμές των κατοικιών έπεφταν και οι μη αποπληρωμές διευρύνονταν, οι απώλειες μεγάλωσαν τόσο ώστε πλέον η κατηγοριοποίηση έπεσε στο BBB, η αξία των ομολόγων έπεσε και πλέον έχουμε να κάνουμε με junk bonds

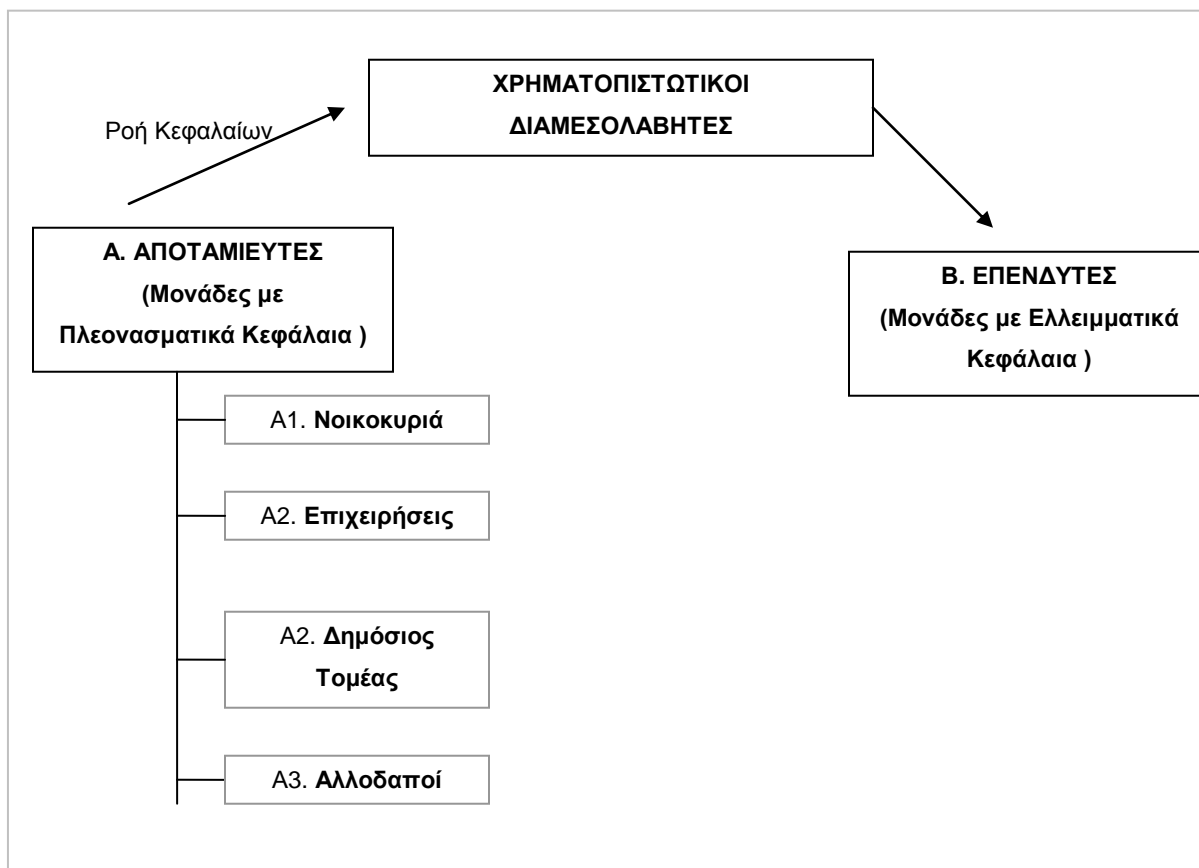
Για παράδειγμα ας υποθέσουμε ότι ένα CDO εκδίδει ομολογίες αξίας €100εκ και αγοράζει αντίστοιχης αξίας ABS. Εάν το 10% των δανείων που στηρίζουν τα ABS δεν αποπληρωθεί αυτό θα “χτυπήσει” το πρώτο 10% τον "ομολογιούχων" και όχι αναλογικά το σύνολο τους. Οι χαμηλού κινδύνου τάξεις αντιπροσωπεύουν συνήθως το top 50-60% της εκδόσεως, δηλαδή προκειμένου να έχουν απώλειες πρέπει να πτωχεύσει περισσότερο από το 40% των υποκείμενων δανείων, οι μεσαίου κινδύνου τάξεις (mezzanine tranches) το 30-40% και τα υπόλοιπα είναι υψηλού κινδύνου (equity tranches).

Τα ομόλογα CDOs έχουν πολύ καλές αποδόσεις, διότι λόγω των μεγάλων επιτοκίων που χρεώνουν οι τράπεζες στους δανειολήπτες χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας, τα πακέτα δανείων (ABS) έχουν πολύ καλές χρηματοροές, οι οποίες με την σειρά τους χρηματοδοτούν τις

υψηλές αποδόσεις των CDOs. Έτσι ένα CDO χαμηλού κινδύνου έχει πιστωτικό κίνδυνο (όπως αξιολογείται με βάση την πιθανότητα πτώχευσης) αντίστοιχο ενός κρατικού ομολόγου αλλά δίνει πολύ καλύτερο επιτόκιο (+0.3% περίπου στην τρέχουσα αγορά).

## 2 ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Το **χρηματοπιστωτικό σύστημα**, μιας οικονομίας, αποτελούμενο από *θεσμούς* φέρνει σε επαφή τους αποταμιευτές (δηλαδή τις μονάδες με πλεονάζοντα κεφάλαια) με τους επενδυτές (δηλαδή τις μονάδες με έλλειμμα κεφαλαίων), με αποτέλεσμα την μεταφορά κεφαλαίων από τους πρώτους προς τους δεύτερους. Οι χρηματοπιστωτικοί θεσμοί περιλαμβάνουν (α) τις *χρηματοπιστωτικές αγορές* στις οποίες διαπραγματεύονται οι χρηματοπιστωτικοί τίτλοι που εκδίδουν οι επενδυτές, και (β) τους *χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές*, οι οποίοι παρέχουν στους επενδυτές τις απαιτούμενες εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης προκειμένου να συμπληρώσουν τα απαιτούμενα κεφάλαια για την χρηματοδότηση των επενδύσεων τους.



**Σχήμα 2-1:** Η Μεταφορά Πόρων μέσω του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος

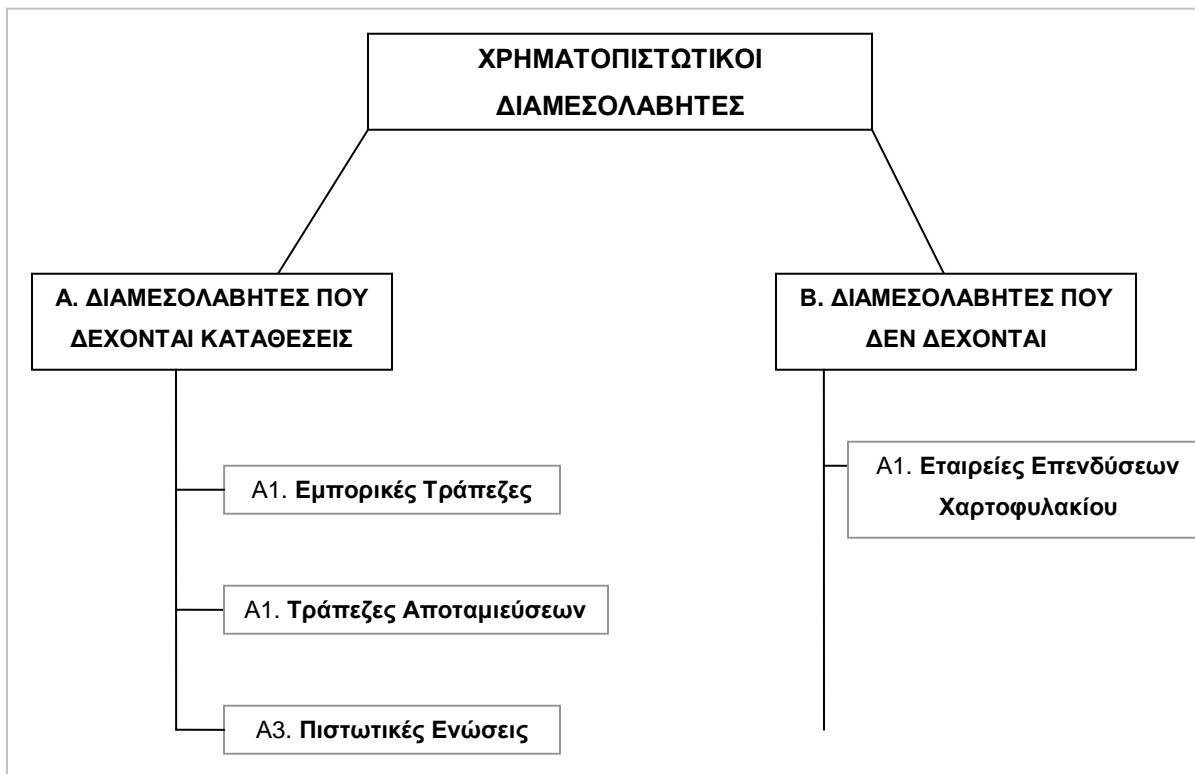
Όταν η μεταφορά κεφαλαίων από τους αποταμιευτές προς τους επενδυτές γίνεται μέσω των χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών, τότε έχουμε έμμεση χρηματοδότηση των ελλειμματικών μονάδων.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να επισημάνουμε ότι η εύρυθμη λειτουργία ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος δεν επιφέρει μια απλή μεταφορά αποταμιεύσεων από τους αποταμιευτές στους επενδυτές παραγωγή, αλλά μια επιλεκτική διοχέτευση των κεφαλαίων αυτών. Συγκεκριμένα, οι αποταμιευτές προτιμούν τους τίτλους επενδυτών που πείθουν ότι έχουν καλές προοπτικές, και ως εκ τούτου η προτίμησή τους αυτή, όμως, δίνει την δυνατότητα στις επιχειρήσεις της πιο πάνω κατηγορίας να αντλήσουν με σχετική ευκολία τα κεφάλαια που τους χρειάζονται, πουλώντας νέες μετοχές ή ομολογίες. Με άλλα λόγια, το χρηματοπιστωτικό σύστημα ενισχύει τις επιχειρηματικές προσπάθειες που είναι καλά οργανωμένες και αναπτύσσονται σε δυναμικούς τομείς (αλλιώς δε θα είχαν καλές προοπτικές). Κατά συνέπεια, μέσα από το μηχανισμό αυτό ευνοούνται οι δραστηριότητες που συμβάλλουν στην οικονομική ανάπτυξη.

Υπάρχουν δυο κατηγορίες χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών: αυτοί που δέχονται καταθέσεις και όσοι δεν δέχονται<sup>9</sup> (Σχήμα 1-4)

---

<sup>9</sup> Myer, T., Duesenberry, J, and Aliber, R. (1993). *Money, Banking, and the Economy*. 5<sup>th</sup> ed. W.W. Norton & Company, p.31



**Σχήμα 2-2:** Είδη Χρηματοπιστωτικών Διαμεσολαβητών

Στους χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές που δέχονται καταθέσεις περιλαμβάνονται

- Οι εμπορικές τράπεζες
- Οι τράπεζες αποταμιεύσεων
- Οι συνεταιριστικές τράπεζες
- Οι πιστωτικές ενώσεις

Στους χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές που δεν δέχονται καταθέσεις περιλαμβάνονται

- Οι ασφαλιστικές εταιρίες
- Οι εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (ΕΠΕΥ)
- Οι εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης
- Οι εταιρίες πρακτόρευσης
- Οι εταιρίες κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital),
- Οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου
- Τα συνταξιοδοτικά ταμεία,



- Τα αμοιβαία κεφάλαια

Για τις ανάγκες της εργασίας θα περιορίσουμε τον ενδιαφέρον μας στους χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές που δέχονται καταθέσεις

## 2.1 ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

### 2.1.1 Η Δομή της Τραπεζικής Αγοράς

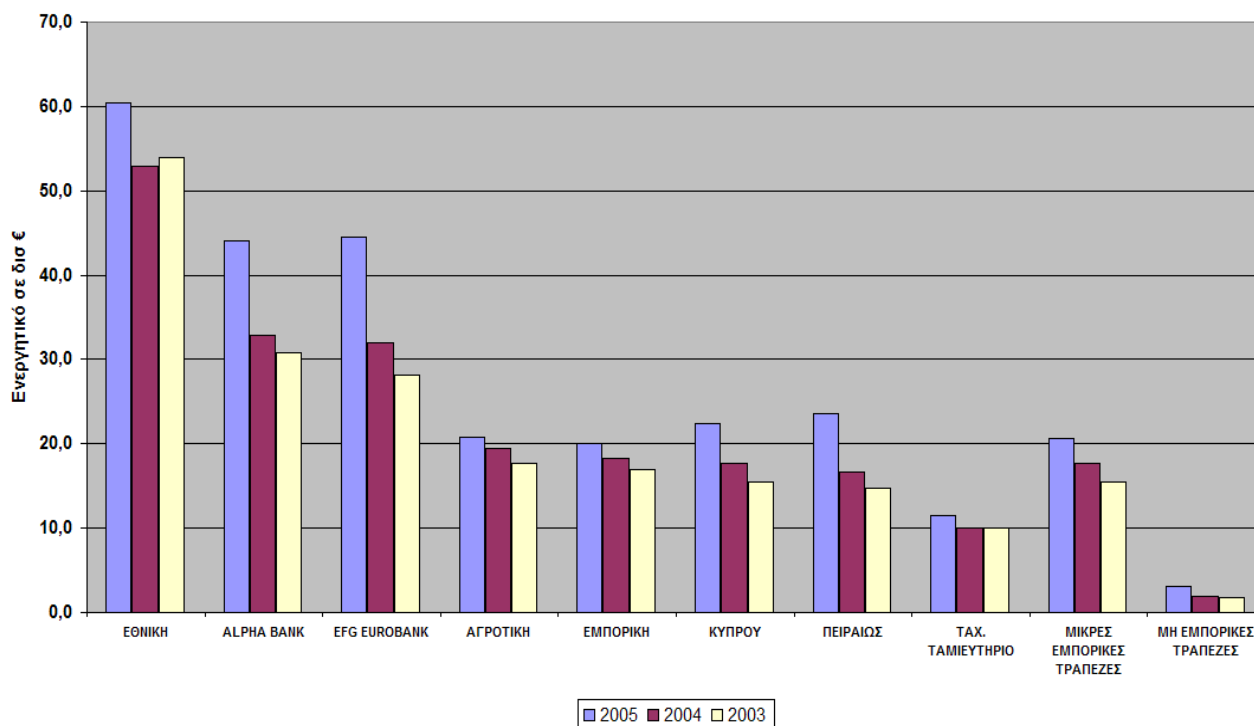
Το 2004, στη Ελλάδα ο τραπεζικός τομέας περιελάμβανε 62 ελληνικά και ξένα πιστωτικά ιδρύματα, συνεταιριστικές τράπεζες και ειδικούς πιστωτικούς οργανισμούς και απασχολούσε περίπου 60.000 εργαζομένους στα 3.400 υποκαταστήματα. Στον παρακάτω πίνακα παρατίθεται η αναλυτική παρουσίαση της διάρθρωσης του εγχωρίου χρηματοπιστωτικού συστήματος:

**Πίνακας 2-1:** Η Διάρθρωση του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος

	ΑΡΙΘΜΟΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ, ΥΠΟΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ					
	Αριθμός Τραπεζών		Αριθμός Υποκαταστημάτων		Προσωπικό	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ	22	21	2.875	2.953	53.809	51.741
ΞΕΝΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ	20	23	205	223	4.851	5.133
ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ	15	16	80	87	681	781
ΕΙΔΙΚΟΙ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ	2	2	139	140	1.733	1.682
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>59</b>	<b>62</b>	<b>3.300</b>	<b>3.403</b>	<b>61.074</b>	<b>59.337</b>

Από τον παραπάνω πίνακα είναι σαφές ότι το 2004 οι τράπεζες είχαν βαρύνουσα σημασία στον ελληνικό χρηματοοικονομικό τομέα, καθώς σε αυτόν υπήρχαν μόνο 2 μη-τραπεζικοί οργανισμοί. Επίσης, βλέπουμε ότι το σύνολο των ελληνικών τραπεζών, 21 τον αριθμό, αποτελούσε μόνο το ένα τρίτο του συνόλου του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

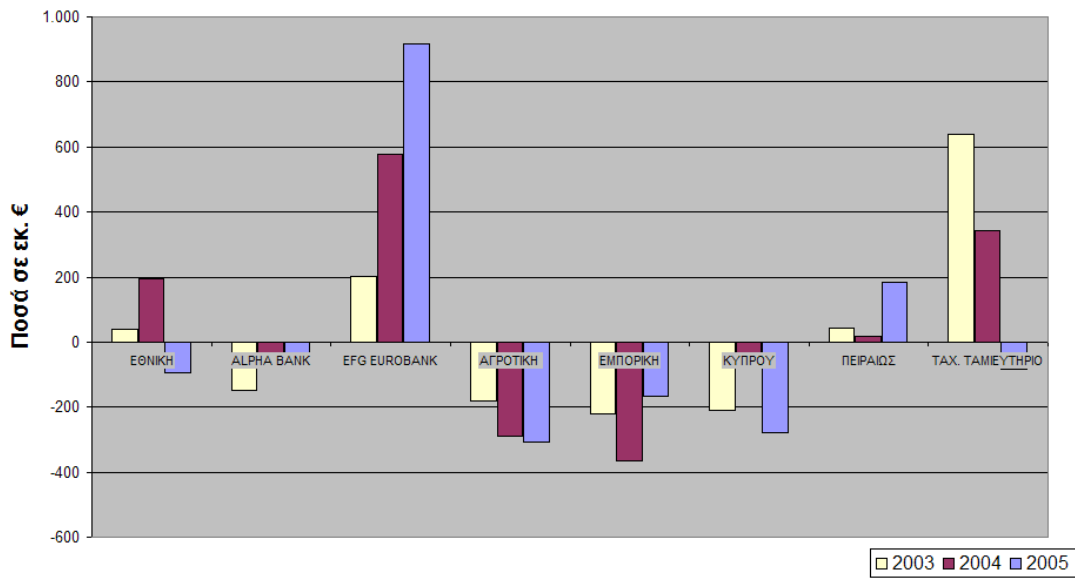
Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα παρουσιάζει υψηλή συγκέντρωση, καθώς το 2005, οι τρεις μεγαλύτερες τράπεζες με βάση το ενεργητικό κατείχαν το 65% της αγοράς και οι οκτώ μεγαλύτερες το 91% της αγοράς (Σχήμα 2-3)



**Σχήμα 2-3:** Η Εξέλιξη του Ενεργητικού των Τραπεζών (2003-2005)

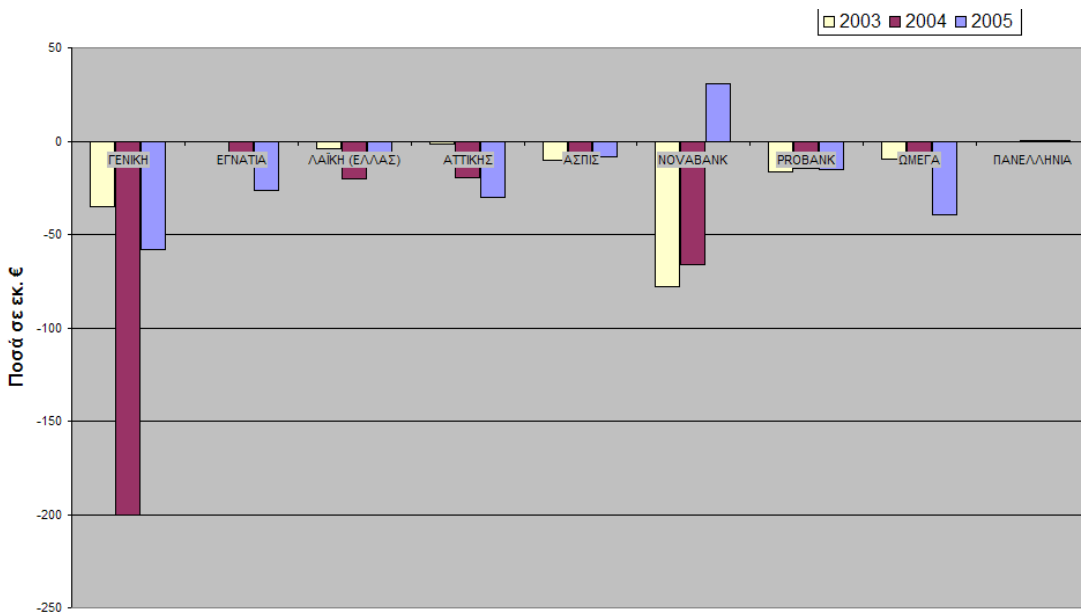
*Πηγή:* Kantor Capital (2006)

Η προστιθέμενη αξία των μεγάλων τραπεζών παρουσίασε σημαντική μείωση το 2005 κατά 39% (από €50 εκ το 2004 σε €30 εκ το 2005). Την μεγαλύτερη αύξηση σε προστιθέμενη αξία παρουσίασε η EFG Eurobank, της οποίας η χρηματοδότηση του κεφαλαίου αν και παραμένει υψηλή, τα λειτουργικά κέρδη παρουσίασαν μεγάλη αύξηση. Οι μικρές τράπεζες συνέχισαν να παρουσιάζουν αρνητική προστιθέμενη αξία.



**Σχήμα 2-4:** Προστιθέμενη Αξία για Μεγάλες Τράπεζες (2003-2005)

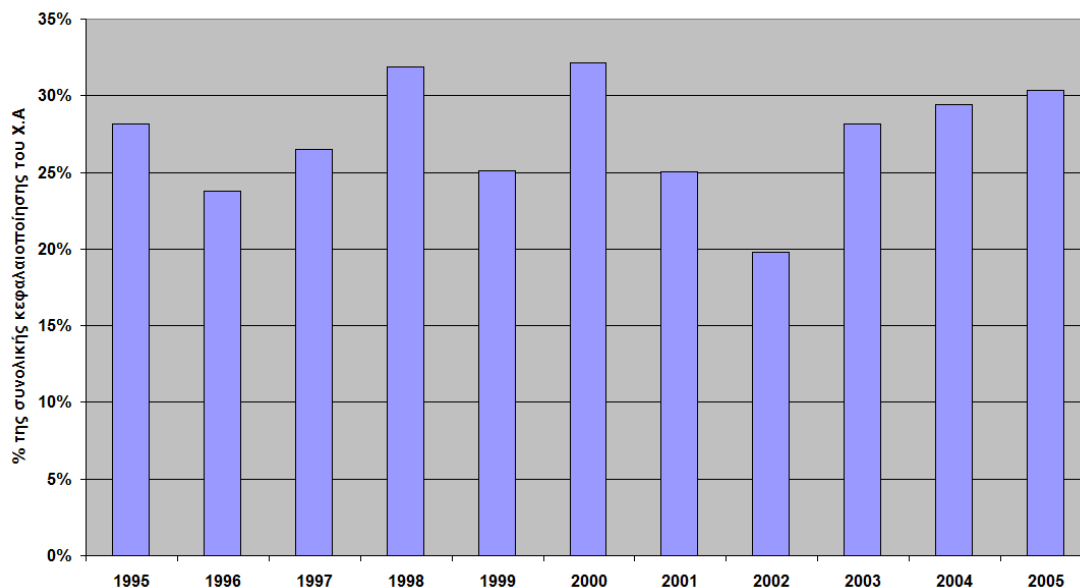
*Πηγή:* Kantor Capital (2006)



**Σχήμα 2-5:** Προστιθέμενη Αξία για Μικρές Τράπεζες (2003-2005)

*Πηγή:* Kantor Capital (2006)

Το 2005 η κεφαλαιοποίηση των τραπεζών αντιπροσώπευσε το 37,3% ολόκληρης της αγοράς του Χρηματιστηρίου Αθηνών, ποσοστό που βρισκόταν στο 34,5% το 2004. Ο δείκτης τιμών των τραπεζών αυξήθηκε κατά 28,9% κινούμενος στα ίδια επίπεδα αύξησης με τον Γενικό Δείκτη



**Σχήμα 2-6:** Κεφαλαιοποίηση Τραπεζών ως Ποσοστό της Συνολικής Κεφαλαιοποίησης του Χ.Α. (1995-2005)

Πηγή: Kantor Capital (2006)

### 2.1.2 Η Τραπεζική Διείδυση

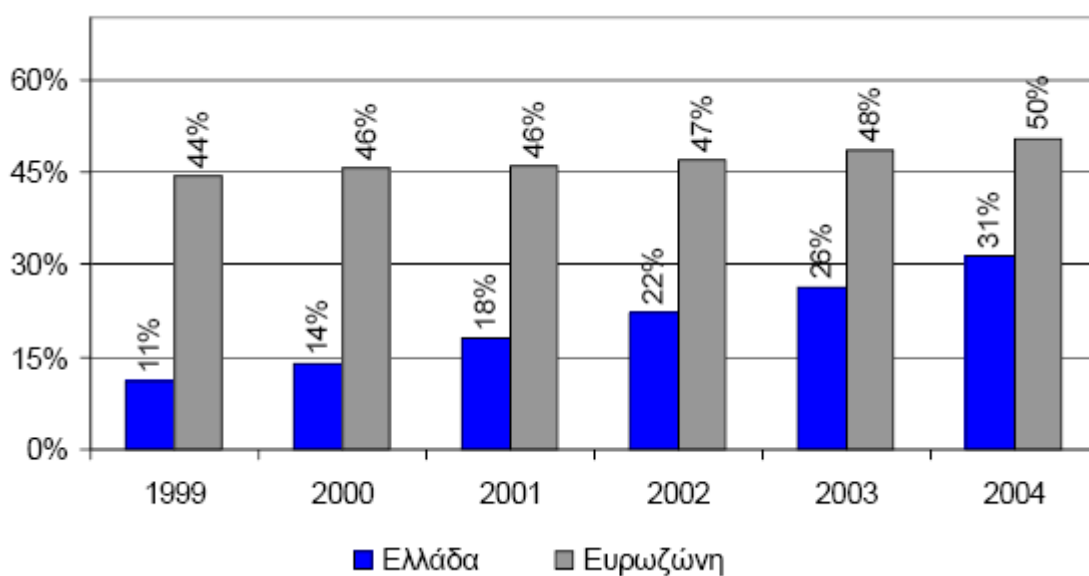
Παρά την περιρρέουσα φημολογία περί υπερχρέωσης των ελληνικών νοικοκυριών στα τραπεζικά ιδρύματα, η *τραπεζική διείδυση* στην Ελλάδα συγκρινόμενη με τους ευρωπαϊκούς όρους παραμένει σχετικά χαμηλή. Η *τραπεζική διείδυση* δύναται να οριστεί ως το ποσοστό συγκεκριμένων στοιχείων του τραπεζικού ισολογισμού προς το ΑΕΠ. Βάσει αυτού του ορισμού για την τραπεζική διείδυση, στον παρακάτω πίνακα διαπιστώνουμε την περιορισμένη παρουσία του χρηματοπιστωτικού κλάδου.

**Πίνακας 2-2:** Η Τραπεζική Διείδυση στην Ελλάδα, 2000-2004

ΣΤΟΙΧΕΙΟ	2000	2001	2002	2003	2004
ΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΙΔΙΩΤΙΚΟ ΤΟΜΕΑ (σε Έκατ.)	59.330	74.027	86.510	101.178	117.201

ΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΑ (σε εκατ.)	16.969	23.828	31.498	40.198	51.635
ΑΕΠ (σε € δισ.)	122,0	131,0	142,0	153,0	164,0
Ποσοστό Συνολικών Χορηγήσεων (% επί του ΑΕΠ)	48,63	56,51	60,92	66,13	71,46
Ποσοστό Χορηγήσεων προς Νοικοκυριά (% επί του ΑΕΠ)	13,91	18,19	22,18	26,27	31,49

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος (2005: 76).



**Σχήμα 2-7:** Το Ποσοστό Χρέους των Νοικοκυριών προς το ΑΕΠ

Πηγή: Αθανασίου (2006).

Με τη βοήθεια του παραπάνω πίνακα και του παραπάνω σχήματος έχουμε να κάνουμε τις εξής επισημάνσεις:

- Οι χορηγήσεις προς τον ιδιωτικό τομέα στην Ελλάδα υπολείπονται κατά πολύ των αντιστοίχων της ευρωζώνης καθώς αντιστοιχούν μόνο στο 70% του ΑΕΠ ενώ στην Ευρωζώνη το εν λόγω ποσοστό αγγίζει το 100%.

- Εξ' αυτών των χορηγήσεων οι χορηγήσεις προς τα νοικοκυριά ως ποσοστό του Α.Ε.Π. το 2004 διαμορφώθηκαν στο 31,5% για την Ελλάδα, έναντι 50% για την Ευρωζώνη

Συνεπώς, εκ των όσων αναφέραμε προηγούμενα θα πρέπει να είμαστε αισιόδοξοι για τις δυνατότητες ανάπτυξης του τραπεζικού συστήματος στη χώρα μας, καθώς αφ' ενός μεν ο ελληνικός τραπεζικός κλάδος διαθέτει τα περιθώρια για την περαιτέρω ανάπτυξη του διεισδύοντας βαθύτερα στην οικονομική δραστηριότητα της χώρας, αφ' ετέρου δε οι προοπτικές της ελληνικής οικονομίας δεν είναι ιδιαίτερα ανησυχητικές.

### 2.1.3 Κερδοφορία και Αποδοτικότητα

Ξεκινάμε την παράθεση των αποτελεσμάτων με την αναφορά μας στην αποδοτικότητα των 12 υπό εξέταση τραπεζικών ιδρυμάτων, όπως αυτή καταγράφεται από την αποδοτικότητα του ενεργητικού και στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων.

**Πίνακας 2-3:** Η Αποδοτικότητα των 12 Τραπεζικών Ιδρυμάτων, 2004-2007

	ROA				Ρυθμός Μεγέθυνσης <sup>10</sup>	Μέσο Επίπεδο
	2007	2006	2005	2004		
Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος	0,0130	0,0135	0,0090	0,0077	20,20% <sup>11</sup>	0,0119
Alpha Bank AE	0,0180	0,0161	0,0146	0,0173	1,35%	0,0165
Aspis Bank SA	0,0054	0,0073	0,0069	0,0006	106,79%	0,0050
Τράπεζα Αττικής	0,0072	0,0012	-0,0044	0,0050	12,59%	0,0023
EFG Eurobank Ergasias	0,0154	0,0155	0,0152	0,0151	0,49%	0,0153
Εμπορική Bank	0,0019	-0,0096	0,0057	-0,0050	-43,04% <sup>12</sup>	-0,0018
Ελληνικό Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο	0,0038	0,0151	0,0130	0,0157	-37,66%	0,0119
Marfin Egnatia Bank	0,0143	0,0110	0,0080	0,0069	27,61%	0,0101
Marfin Investment Group (MIG)		0,1316	0,0258	0,0143	203,54%	0,0572

<sup>10</sup> Για την περίοδο 2004-2007, εκτός της περίπτωσης της MIG και της Proton Bank

<sup>11</sup> Για την περίοδο 2005-2007

<sup>12</sup> Για την περίοδο 2005-2007

Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	0,0211	0,0166	0,0156	0,0079	38,87%	0,0153
Τράπεζα Πειραιώς	0,0169	0,0180	0,0129	0,0122	11,40%	0,0150
Proton Bank S.A.	0,0128	0,0241	0,0908		-62,45%	0,0426
	<b>ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ</b>				<b>Ρυθμός Μεγέθυνσης<sup>13</sup></b>	<b>Μέσο Επίπεδο</b>
	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>		
Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος	15,96	15,34	17,02	-53,83	-3,18% <sup>14</sup>	16,11
Alpha Bank ΑΕ	12,74	13,80	14,09	14,16	-3,45%	13,70
Aspis Bank SA	13,10	13,61	19,15	19,39	-12,24%	16,31
Τράπεζα Αττικής	12,32	20,13	16,42	12,87	-1,43%	15,43
EFG Eurobank Ergasias	12,76	14,85	13,08	15,16	-5,58%	13,96
Εμπορική Bank	25,81	22,43	18,41	41,32	18,40% <sup>15</sup>	22,22
Ελληνικό Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο	17,65	14,16	13,36	9,34	23,61%	13,63
Marfin Egnatia Bank	16,56	12,75	13,61	13,28	7,62%	14,05
Marfin Investment Group (MIG)		3,05	2,47	3,84	-10,84%	3,12
Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	10,58	8,67	14,00	15,61	-12,16%	12,22
Τράπεζα Πειραιώς	13,25	15,21	13,02	11,51	4,80%	13,25
Proton Bank S.A.	6,45	4,12	1,36		117,47%	3,98
	<b>ROE</b>				<b>Ρυθμός Μεγέθυνσης<sup>16</sup></b>	<b>Μέσο Επίπεδο</b>
	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>		
Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος	0,2081	0,2074	0,1537	-0,4169	16,38%	0,1897
Alpha Bank ΑΕ	0,2296	0,2220	0,2057	0,2450	-2,14%	0,2256
Aspis Bank SA	0,0703	0,0991	0,1323	0,0118	81,48%	0,0784
Τράπεζα Αττικής	0,0887	0,0247	-0,0725	0,0649	10,97%	0,0265
EFG Eurobank Ergasias	0,1959	0,2296	0,1989	0,2294	-5,12%	0,2134
Εμπορική Bank	0,0479	-0,2157	0,1053	-0,2074	-32,56%	-0,0208
Ελληνικό Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο	0,0672	0,2134	0,1733	0,1468	-22,94%	0,1502
Marfin Egnatia Bank	0,2368	0,1406	0,1087	0,0915	37,33%	0,1444
Marfin Investment Group		0,4020	0,0637	0,0549	170,65%	0,1736

<sup>13</sup> Για την περίοδο 2004-2007, εκτός της περίπτωσης της MIG και της Proton Bank

<sup>14</sup> Για την περίοδο 2005-2007

<sup>15</sup> Για την περίοδο 2005-2007

<sup>16</sup> Για την περίοδο 2004-2005, εκτός της περίπτωσης της MIG και της Proton Bank

(MIG)						
Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	0,2228	0,1436	0,2185	0,1227	21,99%	0,1769
Τράπεζα Πειραιώς	0,2242	0,2737	0,1684	0,1409	16,75%	0,2018
Proton Bank S.A.	0,0827	0,0996	0,1239		-18,34%	0,1020
<b>Μέση Τιμή</b>	<b>0,1522</b>	<b>0,1533</b>	<b>0,1317</b>	<b>0,0440</b>		

Πηγή: Bankscore και υπολογισμοί των συγγραφέων

Ο δείκτης **αποδοτικότητας ενεργητικού (ROA)** αποτελεί ένα τρόπο καταγραφής της αποτελεσματικότητας της διοίκησης ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος. Από τον παραπάνω πίνακα καθίσταται σαφές ότι κατά την διάρκεια της περιόδου 2004-2007,

- Την μεγαλύτερη μέση ετήσια αύξηση του ROA κατάγραψε η MIG (203,54%)
- Την μεγαλύτερη μέση ετήσια πτώση του ROA κατάγραψε η Proton Bank (62,45%)
- Τρεις τράπεζες – η Εμπορική Bank, η Proton Bank, και το Ελληνικό Ταχυδρομικό Ταμειούχο- παρουσίασαν αρνητικό μέσο ρυθμό αύξησης του ROA

Κατόπιν, αναφορικά με τον *πολλαπλασιαστή ιδίων κεφαλαίων (equity multiplier)*, ο οποίος καταγράφει την σχέση ιδίων κεφαλαίων προς το σύνολο του ενεργητικού, και ως εκ τούτου, αποτελεί μια μέτρηση της μόχλευσης, είχαμε τα ακόλουθα αποτελέσματα

- Την μεγαλύτερη μέση ετήσια αύξηση στον πολλαπλασιαστή ιδίων κεφαλαίων κατάγραψε η Proton Bank (117,47%) και το Ελληνικό Ταχυδρομικό Ταμειούχο (23,61%)
- Την μεγαλύτερη μέση ετήσια πτώση στον πολλαπλασιαστή ιδίων κεφαλαίων η Aspis Bank (62,45%)
- Οχτώ τράπεζες – η Αγροτική, η Alpha Bank, η Aspis Bank, η Τράπεζα Αττικής, η EFG Eurobank, η Εμπορική Bank, η MIG, και η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος- μείωσαν την μόχλευση τους

Αναφορικά με την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων είχαμε τα ακόλουθα αποτελέσματα

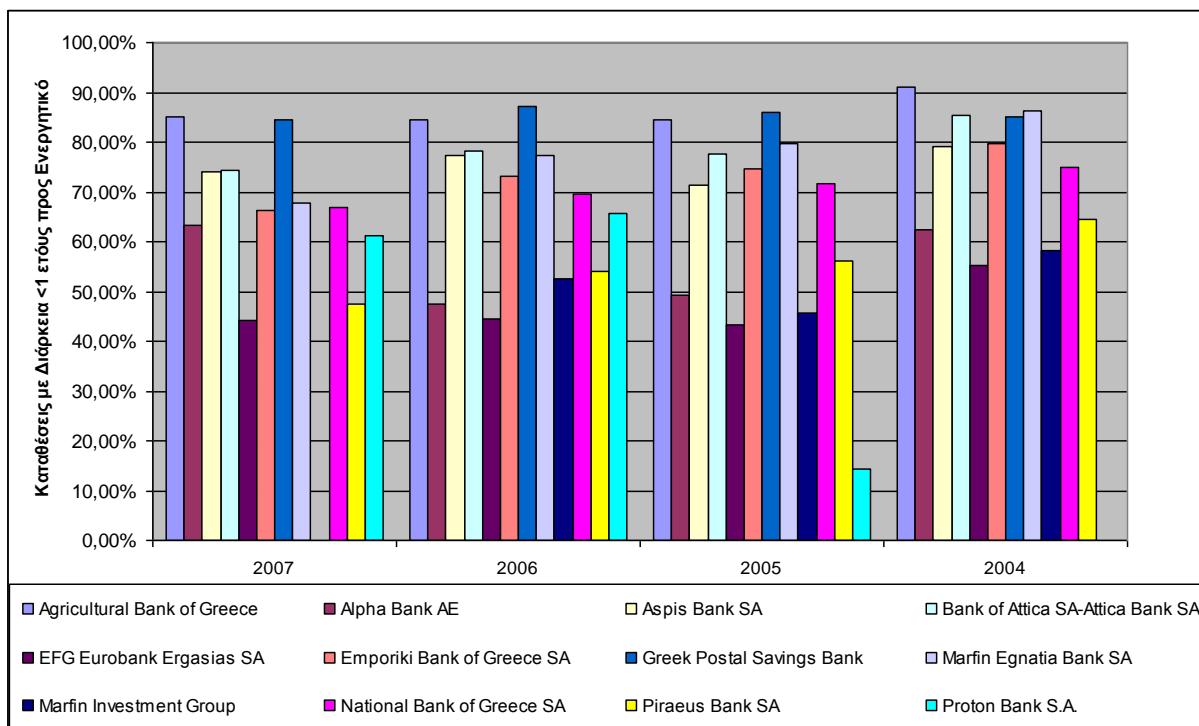
- Την μεγαλύτερη μέση ετήσια αύξηση στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων κατάγραψε η MIG (170,65%)
- Την μεγαλύτερη μέση ετήσια πτώση στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων κατάγραψε η Εμπορική Bank (32,56%) και η Proton Bank (18,34%)



Εντύπωση προκαλεί η, παρά την (σχετικά μικρή) μείωση της μόχλευσης, τεράστια άνοδος της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων της MIG, από 5,49% το 2004 στο 40,20% το 2006, η οποία οφείλεται στην επίσης σημαντική άνοδο του ROA από 1,43% το 2004 στο 13,16% το 2006. Τέλος, θα πρέπει να αναφέρουμε ότι η για τα 12 χρηματοπιστωτικά ιδρύματα η μέση αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων αυξήθηκε από 4,40% το 2004 στο 15,22% το 2007.

### 2.1.4 Η Πορεία των Καταθέσεων και των Δανείων

Το σχήμα που ακολουθεί μας δείχνει την εξέλιξη της πορείας των υποχρεώσεων προς πελάτες για τα 12 εισηγμένα στο Ελληνικό χρηματιστήριο χρηματοπιστωτικά ιδρύματα

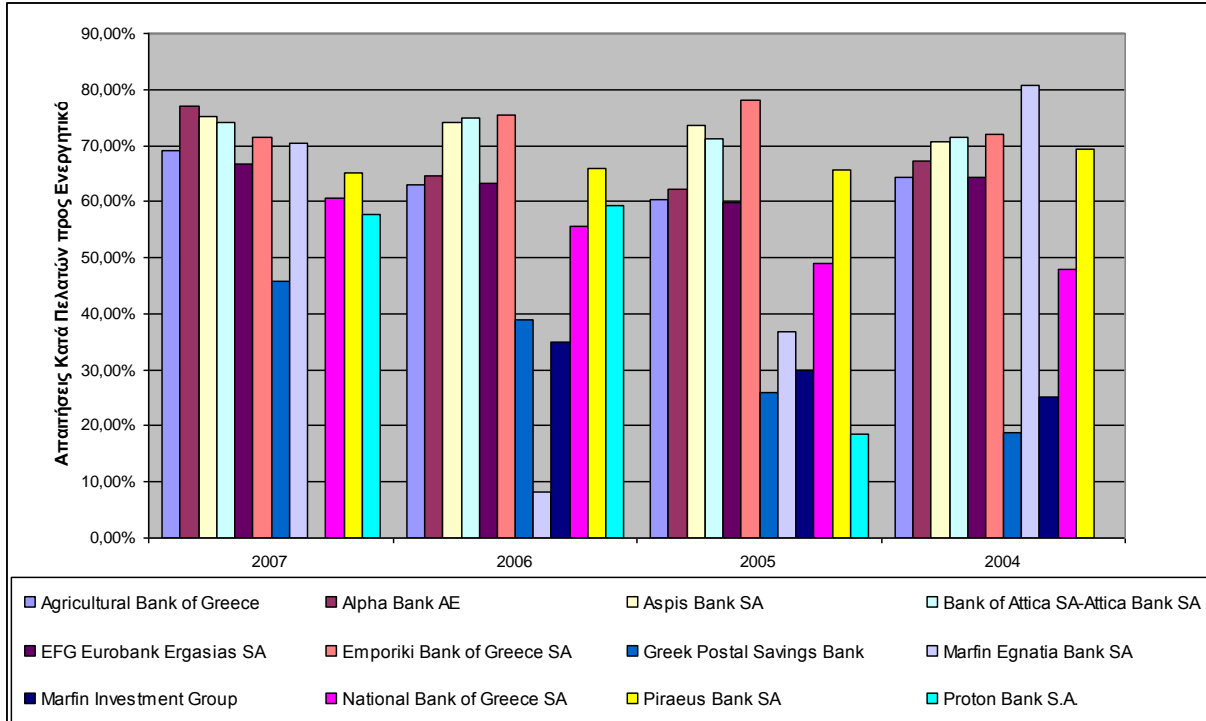


**Σχήμα 2-8:** Ο Λόγος των Υποχρεώσεων προς Πελάτες προς το Συνολικό Ενεργητικό για κάθε Μια εκ των 12 Εισηγμένων Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (2004-2007)

*Πηγή:* για τα δεδομένα Banscore και υπολογισμοί της συγγραφέως

Μια επιδιωκόμενη πιστωτική επέκταση δύναται να πραγματοποιηθεί όταν έχει προηγηθεί και μια ανάλογη αύξηση στο ποσοστό των καταθέσεων. Άρα μπορούμε να ισχυριστούμε ότι ο

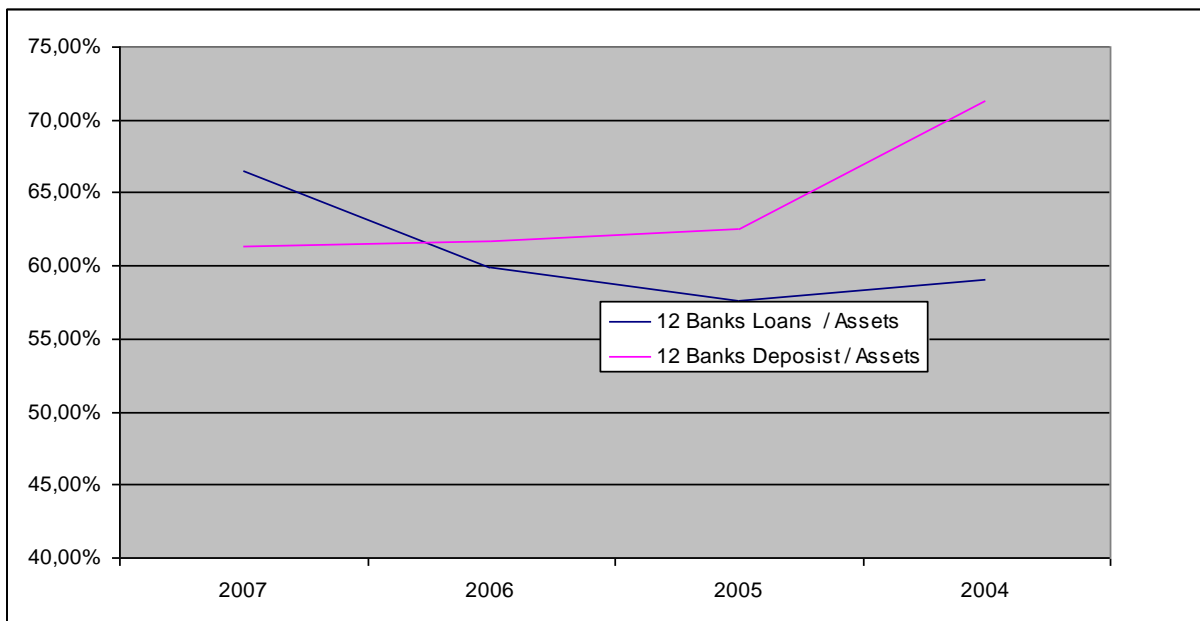
αριθμοδείκτης **καταθέσεις προς ενεργητικό** μας βοηθά να διαβλέψουμε τα όρια μιας επικείμενης πιστοδοτικής επέκτασης, στην οποία ενδεχομένως να στοχεύει η διοίκηση του τραπεζικού ιδρύματος.



**Σχήμα 2-9:** Ο Λόγος των Δανείων προς το Συνολικό Ενεργητικό για κάθε Μια εκ των 12 Εισηγμένων Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (2004-2007)

*Πηγή:* για τα δεδομένα Banskope και υπολογισμοί της συγγραφέως

Στο σχήμα που ακολουθεί παρουσιάζουμε την πορεία των *μη-ελέγξιμων στοιχείων του ισολογισμού*, όπως είναι οι απαιτήσεις κατά πελατών και οι υποχρεώσεις προς τους πελάτες.



**Σχήμα 2-10:** Ελέγξιμα Στοιχεία των 12 Εισηγμένων Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (2004-2007)

*Πηγή:* για τα δεδομένα Banscope και υπολογισμοί της συγγραφέως

Από το παραπάνω σχήμα βλέπουμε ότι η περίοδος 2004-2007 χαρακτηρίζεται από μια επέκταση των χορηγήσεων (δηλαδή μια μη-ελέγξιμη χρήση κεφαλαίων), καθώς ο λόγος των απαιτήσεων κατά των πελατών προς το συνολικό ενεργητικό των 12 υπό εξέταση ιδρυμάτων ανήλθε από 59,01% το 2004 στο 66,49% το 2007. Ωστόσο, κατά την προαναφερθείσα περίοδο τα κεφάλαια προερχόμενα από τους ιδιώτες (δηλαδή οι μη-ελέγξιμες πηγές κεφαλαίων) μειώθηκαν. Συγκεκριμένα, ο λόγος των υποχρεώσεων προς τους πελάτες προς το σύνολο του ενεργητικού μειώθηκε από 71,33% το 2004 στο 61,34% το 2007.

Αυτό σημαίνει ότι η χρηματοδότηση της πιστωτικής επέκτασης των τραπεζικών ιδρυμάτων προήλθε από άλλες πηγές, εκτός του δανεισμού από τα φυσικά πρόσωπα

### **2.1.5 Η Διάρθρωση των Τραπεζικών Εσόδων**

Τα λειτουργικά έσοδα ενός τραπεζικού ιδρύματος δύνανται να ταξινομηθούν σε δυο βασικές κατηγορίες. Στην μεν πρώτη κατηγορία έχουμε τα έσοδα από καθαρούς τόκους, στην δε δεύτερη κατηγορία έσοδα από άλλες πηγές όπως είναι οι τίτλοι, οι προμήθειες, οι χρηματοοικονομικές πράξεις, και λοιπές λειτουργίες εκμετάλλευσης.

Στους παρακάτω τρεις πίνακες παρουσιάζουμε την πορεία του λόγου των καθαρών εσόδων από τόκους προς το σύνολο του ενεργητικού, και του λόγου των υπολοίπων εσόδων προς το σύνολο του ενεργητικού, στα 12 υπό εξέταση τραπεζικά ιδρύματα, κατά την περίοδο 2004-2007.

**Πίνακας 2-4:** Η Πορεία του Λόγου των Καθαρών Εσόδων από Τόκους προς το Συνολικό Ενεργητικό 12 Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων, 2004-2007

	2007	2006	2005	2004	Ρυθμός Μεγέθυνσης <sup>17</sup>	Μέσο Επίπεδο
Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος	0,0264	0,0293	0,0298	0,0305	-4,68%	0,0290
Alpha Bank AE	0,0294	0,0285	0,0279	0,0319	-2,71%	0,0294
Aspis Bank SA	0,0190	0,0214	0,0233	0,0239	-7,41%	0,0219
Τράπεζα Αττικής	0,0240	0,0270	0,0313	0,0310	-8,22%	0,0283
EFG Eurobank Ergasias	0,0295	0,0298	0,0309	0,0333	-4,01%	0,0309
Εμπορική Bank	0,0279	0,0314	0,0307	0,0310	-3,54%	0,0302
Ελληνικό Ταχυδρομικό Ταμειτήριο	0,0226	0,0210	0,0214	0,0229	-0,33%	0,0220
Marfin Egnatia Bank	0,0196	0,0228	0,0280	0,0328	-15,67%	0,0258
Marfin Investment Group (MIG)		0,0356	0,0112	0,0169	45,08%	0,0212
Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	0,0339	0,0280	0,0266	0,0248	10,97%	0,0283
Τράπεζα Πειραιώς	0,0200	0,0237	0,0246	0,0272	-9,82%	0,0239
Proton Bank S.A.	0,0197	0,0107	0,0074		63,83%	0,0126

Πηγή: Bankscore και υπολογισμοί της συγγραφέως

**Πίνακας 2-5:** Η Πορεία του Λόγου των Υπολοίπων Εσόδων από Τόκους προς το Συνολικό Ενεργητικό 12 Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων, 2004-2007

	2007	2006	2005	2004	Ρυθμός Μεγέθυνσης <sup>18</sup>	Μέσο Επίπεδο
Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος	0,0133	0,0121	0,0097	0,0103	8,93%	0,0113
Alpha Bank AE	0,0103	0,0092	0,0094	0,0143	-10,38%	0,0108
Aspis Bank SA	0,0141	0,0145	0,0175	0,0166	-5,46%	0,0157
Τράπεζα Αττικής	0,0136	0,0137	0,0151	0,0179	-8,68%	0,0151
EFG Eurobank Ergasias	0,0115	0,0114	0,0105	0,0109	1,76%	0,0111

<sup>17</sup> Για την περίοδο 2004-2005, εκτός της περίπτωσης της MIG και της Proton Bank

<sup>18</sup> Για την περίοδο 2004-2005, εκτός της περίπτωσης της MIG και της Proton Bank

Εμπορική Bank	0,0069	0,0100	0,0103	0,0105	-13,23%	0,0094
Ελληνικό Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο	-0,0004	0,0125	0,0042	0,0007	-183,70%	0,0043
Marfin Egnatia Bank	0,0179	0,0171	0,0141	0,0121	13,91%	0,0153
Marfin Investment Group (MIG)		0,1593	0,0338	0,0279	138,77%	0,0737
Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	0,0156	0,0119	0,0141	0,0121	8,64%	0,0134
Τράπεζα Πειραιώς	0,0083	0,0083	0,0120	0,0168	-21,06%	0,0113
Proton Bank S.A.	0,0202	0,0305	0,1100		-57,18%	0,0535

Πηγή: Bankscore και υπολογισμοί του συγγραφέως

Εν συνεχεία εξετάζουμε την συμβολή των καθαρών εσόδων από τόκους και των υπολοίπων εσόδων στα συνολικά έσοδα της τράπεζας.

**Πίνακας 2-6:** Η Συμβολή των Καθαρών Εσόδων από Τόκους στα Συνολικά Έσοδα 12 Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων, 2004-2007

	2007	2006	2005	2004	Ρυθμός Μεγέθυνσης	Μέσο Επίπεδο
Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος	0,6654	0,7079	0,7539	0,7480	-3,82%	0,7188
Alpha Bank ΑΕ	0,7400	0,7562	0,7478	0,6899	2,37%	0,7335
Aspis Bank SA	0,5745	0,5965	0,5713	0,5898	-0,87%	0,5830
Τράπεζα Αττικής	0,6375	0,6630	0,6735	0,6340	0,18%	0,6520
EFG Eurobank Ergasias	0,7198	0,7241	0,7458	0,7538	-1,52%	0,7359
Εμπορική Bank	0,8023	0,7581	0,7486	0,7470	2,41%	0,7640
Ελληνικό Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο	1,0174	0,6266	0,8350	0,9720	1,53%	0,8627
Marfin Egnatia Bank	0,5234	0,5709	0,6650	0,7302	-10,51%	0,6224
Marfin Investment Group (MIG)		0,1825	0,2486	0,3767	-30,41%	0,2693
Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	0,6853	0,7012	0,6537	0,6714	0,69%	0,6779
Τράπεζα Πειραιώς	0,7075	0,7409	0,6711	0,6187	4,57%	0,6845
Proton Bank S.A.	0,4947	0,2599	0,0627		180,90%	0,2724

Πηγή: Bankscore και υπολογισμοί του συγγραφέως

**Πίνακας 2-7:** Η Συμβολή των Υπολοίπων Εσόδων στα Συνολικά Έσοδα 12 Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων, 2004-2007

	2007	2006	2005	2004	Ρυθμός Μεγέθυνσης	Μέσο Επίπεδο
Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος	0,3346	0,2921	0,2461	0,2520	9,91%	0,2812
Alpha Bank ΑΕ	0,2600	0,2438	0,2522	0,3101	-5,71%	0,2665
Aspis Bank SA	0,4255	0,4035	0,4287	0,4102	1,23%	0,4170
Τράπεζα Αττικής	0,3625	0,3370	0,3265	0,3660	-0,32%	0,3480
EFG Eurobank Ergasias	0,2802	0,2759	0,2542	0,2462	4,40%	0,2641
Emporiki Bank	0,1977	0,2419	0,2514	0,2530	-7,88%	0,2360
Ελληνικό Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο	-0,0174	0,3734	0,1650	0,0280	-185,27%	0,1373
Marfin Egnatia Bank	0,4766	0,4291	0,3350	0,2698	20,89%	0,3776
Marfin Investment Group (MIG)		0,8175	0,7514	0,6233	14,53%	0,7307
Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	0,3147	0,2988	0,3463	0,3286	-1,43%	0,3221
Τράπεζα Πειραιώς	0,2925	0,2591	0,3289	0,3813	-8,46%	0,3155
Proton Bank S.A.	0,5053	0,7401	0,9373		-26,58%	0,7276

Πηγή: Bankscore και υπολογισμοί της συγγραφέως

Όπως βλέπουμε από τους παραπάνω δυο πίνακες, όλες οι υπό εξέταση τράπεζες εκτός της Proton Bank και της MIG, κατά την διάρκεια της περιόδου 2004-2007, πώλησαν, ως επί το πλείστον, «παραδοσιακά» τραπεζικά προϊόντα, καθώς τα προερχόμενα έσοδα από καθαρούς τόκους διαμορφώθηκαν κατά μέσο όρο, περίπου στο 70% των συνολικών εσόδων.

Για τα ευρωπαϊκά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, το αντίστοιχο ποσοστό των εσόδων από καθαρούς τόκους διαμορφώνεται περί το 50% (Γεωργιάδης, 2005). Αυτή η μικρή συμβολή του *επιτοκιακού κέρδους* στα έσοδα των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων δύναται να ερμηνευτεί εκ του γεγονότος ότι στη πλειονότητα τους οι ευρωπαϊκές τράπεζες προσφέρουν ένα ευρύ φάσμα υπηρεσιών, πλην των παραδοσιακών τραπεζικών υπηρεσιών της πιστοδότησης, όπως είναι η παροχή χρηματοοικονομικών συμβουλών και η διαχείριση χαρτοφυλακίου μεγάλων πελατών.

## **2.2 Η ΕΠΕΚΤΑΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ**

### **2.2.1 Ιστορία της Τραπεζικής Επέκτασης στην Αλλοδαπή**

Η διεθνής παρουσία της ελληνικής τραπεζικής ξεκίνησε την δεκαετία του '60 συνεπεία του ανοίγματος της ελληνικής οικονομίας στη παγκόσμια οικονομία. Εν συνεχεία, από την δεκαετία του '70 και εντεύθεν, η ιστορία της επέκτασης των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στην αλλοδαπή χωρίζεται σε δύο κύριες περιόδους (Karafolas, 2005): (α) Η πρώτη περίοδος μέχρι το τέλος της δεκαετίας του '80, και (β) η δεύτερη περίοδος, η οποία αρχίζει από τη δεκαετία του '90.

Κατά τη διάρκεια της πρώτης περιόδου οι ελληνικές τράπεζες ακολούθησαν τους Έλληνες μετανάστες, στην μεταναστευτική τους πορεία προς τις διάφορες χώρες υποδοχής, προκειμένου να εξυπηρετήσουν τις ανάγκες τους για τραπεζικές υπηρεσίες, όπως η συλλογή των αποταμιευμάτων τους και η μεταφορά αυτών στην Ελλάδα. Έτσι, αυτή η διεθνής ελληνική τραπεζική παρουσία δεν οφειλόταν στην ανάπτυξη του εμπορίου, ή στις ελληνικές επενδύσεις στο εξωτερικό, αλλά στις εξυπηρέτηση των αναγκών των μεταναστευσάντων νοικοκυριών (Karafolas, 2005).

Στην δεύτερη περίοδο επέκτασης των ελληνικών τραπεζικών ιδρυμάτων στην αλλοδαπή, η εν λόγω επέκταση έλαβε χώρα κυρίως για λόγους που σχετίζονται με την ανάπτυξη του εμπορίου και της εκροής ελληνικών ΑΞΕ προς την αλλοδαπή. Έτσι, από την δεκαετία του '90 οι ελληνικές τράπεζες έχουν μια ισχυρή παρουσία στις βαλκανικές χώρες, κυρίως στις πρώην-σοσιαλιστικές χώρες, ακολουθώντας τις ελληνικές επιχειρήσεις που επένδυσαν σε αυτές τις χώρες και έχουν αναπτύξει σημαντικές εμπορικές σχέσεις (Karafolas, 2005)

### **2.2.2 Οι Ελληνικές Τράπεζες στο Εξωτερικό**

Οι ελληνικές τράπεζες δραστηριοποιούνται πλέον σε 15 χώρες μέσω θυγατρικών τραπεζών και υποκαταστημάτων (Πίνακας 4-1).

**Πίνακας 2-8:** Παρουσία Ελληνικών Τραπεζών Στην Αλλοδαπή, 31.12.2007

<b>Τράπεζα</b>	<b>Χώρα</b>	<b>Επωνυμία</b>
<b>ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ</b>	1. Αίγυπτος	National Bank of Greece SA (Υποκατάστημα)
	2. Αλβανία	National Bank of Greece Sa (Θυγατρική)
	3. Βουλγαρία	United Bulgarian Bank AD (Θυγατρική)
	4. Η. Βασίλειο	National Bank of Greece SA (Υποκατάστημα)
	5. Κύπρος	National Bank of Greece (Cyprus) LTD (Θυγατρική)
	6. Ν. Αφρική	The South African Bank of Athens (Θυγατρική)
	7. ΠΓΔΜ	Stopanska Banka AD- Skorje (Θυγατρική)
	8. Ρουμανία	Banca Romaneasca SA (Θυγατρική)
	9. Σερβία	Vojvodjanska Banka Ad Beograd (Θυγατρική)
	10. Τουρκία	Finansbank Sa (Θυγατρική)
<b>EFG EUROBANK ERGASIAS</b>	1. Βουλγαρία	Bulgarian Post Bank AD (Θυγατρική)
	2. Η. Βασίλειο	Eurobank EFG (Υποκατάστημα)
	3. Κύπρος	Eurobank EFG (Θυγατρική)
	4. Λουξεμβούργο	EFG Private Bank (Luxembourg) S.A. (Θυγατρική)
	5. Ουκρανία	Universal Bank (Θυγατρική)
	6. Πολωνία	Polbank EFG (Υποκαταστήματα)
	7. Ρουμανία	BancPost S.A. (Θυγατρική)
	8. Σερβία	Eurobank EFG Stedionica A.D. Beograd (Θυγατρική)
	9. Τουρκία	Tekfen Bank (Θυγατρική)
<b>ALPHA BANK</b>	1. Αλβανία	ALPHA BANK (Υποκαταστήματα)
	2. Βουλγαρία	ALPHA BANK (Υποκαταστήματα)
	3. Η. Βασίλειο	ALPHA BANK London (Θυγατρική)
		ALPHA BANK Jersey (Θυγατρική της ALPHA BANK London)
	4. Κύπρος	ALPHA BANK CYPRUS LTD (Θυγατρική)
	5. Ουκρανία	OJSC Astra Bank (Θυγατρική)
	6. ΠΓΔΜ	ALPHA BANK AD SKOPJE (Θυγατρική)
	7. Ρουμανία	ALPHA BANK Romania (Θυγατρική)
8. Σερβία	ALPHA BANK Srbija (Θυγατρική)	



<b>ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ</b>	1. Αίγυπτος	Piraeus Bank Egypt SAE (Θυγατρική)
	2. Αλβανία	Tirana Bank I.B.C. (Θυγατρική)
	3. Βουλγαρία	Piraeus Bank Bulgaria AD (Θυγατρική)
	4. Η. Βασίλειο	Piraeus Bank (Υποκατάστημα)
	5. ΗΠΑ	Marathon National Bank of N.Y. (Θυγατρική)
	6. Κύπρος	Τράπεζα ΠΕΙΡΑΙΩΣ Κύπρου LTD (Θυγατρική) <sup>15</sup>
	7. Ουκρανία	International Commerce Bank (Θυγατρική)
	8. Ρουμανία	Piraeus Bank Romania (Θυγατρική)
	9. Σερβία	Piraeus Bank AD Beograd (Θυγατρική)
<b>ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ</b>	1. Αλβανία	Emporiki Bank (Albania) SA (Θυγατρική)
	2. Βουλγαρία	Emporiki Bank (Bulgaria) AD (Θυγατρική)
	3. Η. Βασίλειο	Emporiki Bank (Υποκατάστημα)
	4. Κύπρος	Emporiki Bank (Κύπρος) (Θυγατρική)
	5. Ρουμανία	Emporiki Bank (Romania) SA (Θυγατρική)
<b>ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ</b>	1. Γερμανία	ATEbank (Υποκατάστημα)
	2. Ρουμανία	ATEbank Romania (Θυγατρική)

Πηγή: Ένωση Ελληνικών Τραπεζών (2008:19)

Κατά την διάρκεια του 2006, οι τέσσερις μεγάλοι τραπεζικοί όμιλοι προχώρησαν σε εξαγορά τραπεζών στο εξωτερικό συνολικού ύψους €3,07δισ

**Πίνακας 2-9:** Εξαγορές Αλλοδαπών Τραπεζικών Ιδρυμάτων από Ελληνικές Τράπεζες, 2006

	<b>Εξαγοράζων</b>	<b>Αριθμός Καταστημάτων</b>	<b>Αριθμός Προσωπικού</b>	<b>Επένδυση (δισ. ευρώ)</b>
<b>Βουλγαρία</b> DZI Bank	EFG EUROBANK ERGASIAS	174	1.300	0,16
<b>Ουκρανία</b> Universal Bank	EFG EUROBANK ERGASIAS	32	480	0,05
<b>Ρουμανία</b> MindBank <sup>16</sup>	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	12	262	0,05
<b>Σερβία</b> Vojvodjanska	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	175	2.406	0,36
AIK Bank <sup>17</sup>	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	48	384	0,10
<b>Τουρκία</b> Finansbank	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	328	8.500	2,21
Tekfenbank	EFG EUROBANK ERGASIAS	31	557	0,14
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>		<b>800</b>	<b>13.890</b>	<b>3,07</b>

Πηγή: Ένωση Ελληνικών Τραπεζών (2008:21)

Έτσι μετά τις εξαγορές του 2006, το δίκτυο καταστημάτων των μεγαλύτερων ελληνικών τραπεζικών ιδρυμάτων- ήτοι της Εθνικής, της EFG Eurobank, της Alpha Bank, της Τράπεζας Πειραιώς, της Εμπορικής Τράπεζας, και της Αγροτικής Τράπεζας της Ελλάδος- αριθμούσε στις 31.12.2007 2.964 καταστήματα σε 15 χώρες.

Οι βασικοί δείκτες κατά το 2006

**Πίνακας 2-10:** Διεθνής Παρουσία Ελληνικών Τραπεζών, Βασικοί Δείκτες 2006

Εκατομμύρια €	Σύνολο Ενεργητικού		Χορηγήσεις		Κέρδη Προ Φόρων		Μερίδιο Αγοράς <sup>18</sup> (%)	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Αλβανία	727	855	346	555	17,3	18,9	17,5	19
Βουλγαρία	3.350	5.109	2.204	3.116	89,3	120,1	19,9	23,6
ΠΓΔΜ	612	828	254	383	5,1	16,2	26,8	32,3
Ρουμανία	4.050	7.462	2.108	3.612	38,4	49	11,6	14,5
Σερβία	945	2.501	584	1.339	4,2	8,1	10,5	18,7
Τουρκία	—	9.601	—	5.995	—	476,2	—	3,7
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>9.684</b>	<b>26.355</b>	<b>5.496</b>	<b>14.999</b>	<b>154,3</b>	<b>688,4</b>	<b>3,1</b>	<b>7,8</b>

Ελληνικών Τραπεζών (2008:22)

S

### 3 ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

#### 3.1 ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Προκειμένου να εκτιμήσουμε την επίδραση της χρηματοπιστωτικής κρίσης σε λογιστικά στοιχεία των ελληνικών πιστωτικών θα εκτιμήσουμε ένα υπόδειγμα με ψευδομεταβλητές. Συγκεκριμένα, θα εκτιμήσουμε το ακόλουθο οικονομετρικό υπόδειγμα<sup>19</sup>.

$$y_{ij} = \beta_{0,j} + \delta_j d_{ij} + \varepsilon_{ij} \quad 3.1$$

Όπου

$y_{ij}$ : Η τιμή του λογιστικού στοιχείου  $j$  (π.χ. το ποσοστό των χορηγήσεων στο συνολικό ενεργητικό) για την εταιρία  $i$  ( $i = 1, \dots, 20$ ) κατά τον μήνα  $t$  (για  $t = 1, \dots, 85$ ).

$d_{ij}$ : Ψευδομεταβλητή, για την οποία ισχύουν τα ακόλουθα

$$d_{ij} = \begin{cases} 0, & \text{εαν η παρατήρηση } t \text{ για το λογιστικό στοιχείο } j \text{ αναφέρεται προ του 2007:09} \\ 1, & \text{εαν η παρατήρηση } t \text{ για το λογιστικό στοιχείο } j \text{ αναφέρεται μετα το 2007:09} \end{cases}$$

---

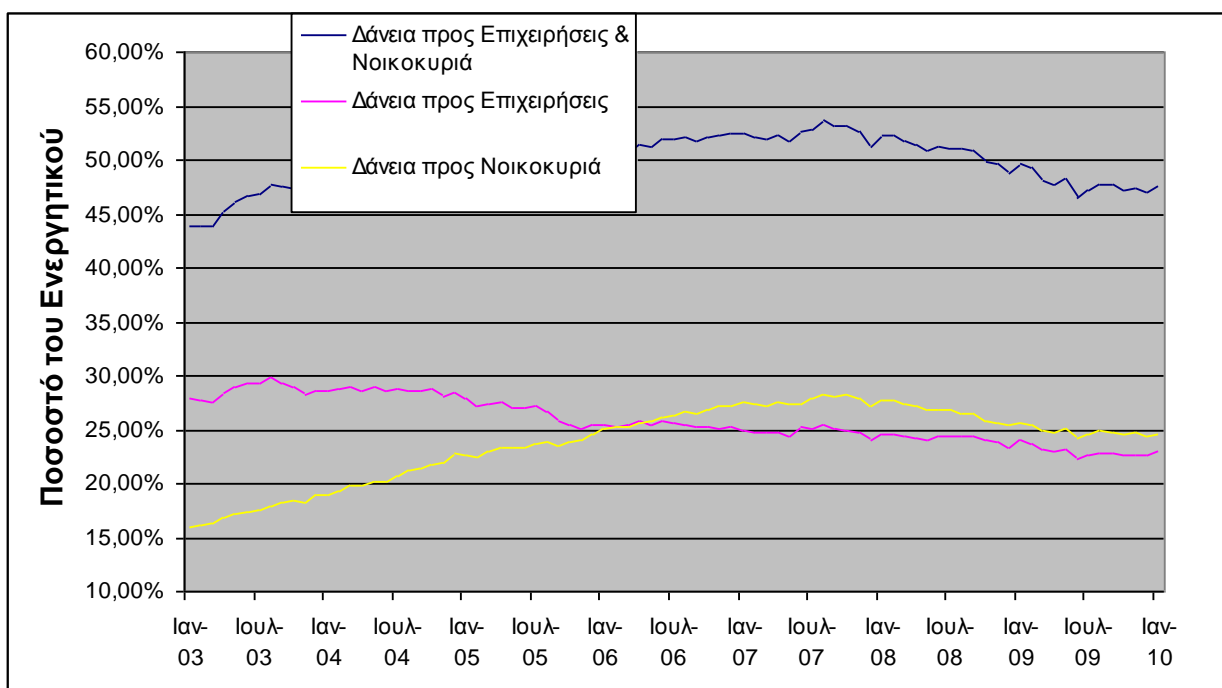
<sup>19</sup> Για την ανάλυση της προτεινόμενης μεθοδολογίας βλέπε Green, W. (2000). *Econometric Analysis*. 4<sup>th</sup>ed. Prentice Hall International, Inc, pp.316-317

## 3.2 ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ

### 3.2.1 Οι Επιπτώσεις της Κρίσης στην Πιστωτική Επέκταση των Πιστωτικών Ιδρυμάτων

Η κερδοφορία ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος συνδέεται άμεσα με το μέγεθος (αλλά και την ποιότητα) του χαρτοφυλακίου των χορηγήσεων του, καθώς η τράπεζα «κερδίζει» από τη διαφορά του (μέσου) χρεωστικού και πιστωτικού επιτοκίου της. Συνεπώς, ο **λόγος χορηγήσεις προς το σύνολο του ενεργητικού** είναι ενδεικτικός της πιστωτικής επέκτασης εκάστου χρηματοπιστωτικού ιδρύματος.

Από το 2003 έχει σημειωθεί μια σημαντική αύξηση της δραστηριότητας των ελληνικών τραπεζών, με τις χορηγήσεις τους να αποτελούν σχεδόν το ήμισυ της δραστηριότητάς τους (Σχήμα 3-1)



**Σχήμα 3-1:** Δάνεια προς Νοικοκυριά και Επιχειρήσεις από τα Εγχώρια Πιστωτικά Ιδρύματα (2003:01-2010:01)

*Πηγή:* Τράπεζα της Ελλάδος και επεξεργασία των στοιχείων από τις συγγραφείς

Κατά πόσον όμως η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση επηρέασε την πιστωτική επέκταση των εγχωρίων τραπεζικών ιδρυμάτων. Απάντηση στο παραπάνω ερώτημα θα δώσουμε μέσω της

εκτίμησης του οικονομετρικού υποδείγματος (3.1). Τα αποτελέσματα από την εκτίμηση του εν λόγω υποδείγματος παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα.

**Πίνακας 3-1:** Τα Αποτελέσματα για την Επίδραση της Κρίσης επί της Πιστωτικής Επέκτασης προς Επιχειρήσεις και Νοικοκυριά

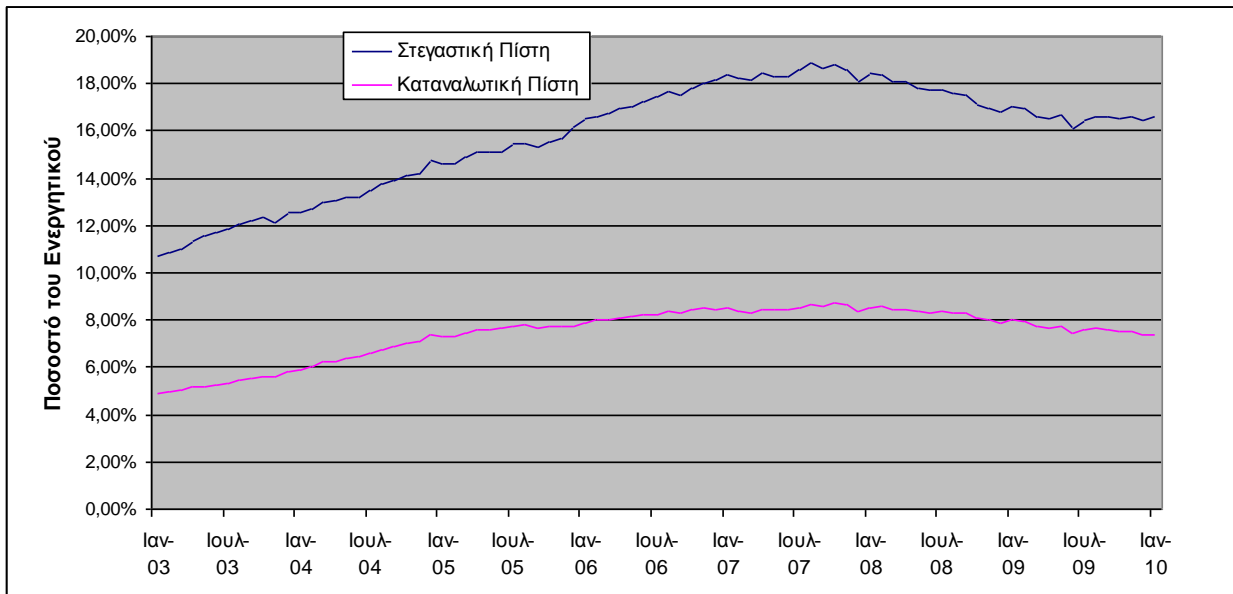
Λογιστικό Στοιχείο	$\beta_{0,j}$	$\delta_j$	$t = \delta_j / s.e.(\delta_j)$
Δάνεια προς Επιχειρήσεις και Νοικοκυριά	49,78	-0,1732	-0,3228
Δάνεια προς Επιχειρήσεις	26,96	<b>-3,28</b>	-9,93
Δάνεια προς Νοικοκυριά	22,82	<b>3,11</b>	4,26

*Πηγή:* Τράπεζα της Ελλάδος και επεξεργασία των στοιχείων από τις συγγραφείς

Τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα μας δείχνουν ξεκάθαρα ότι πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση δεν επηρέασε συνολικά την πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, ωστόσο, σε μεμονωμένη βάση, επηρέασε τόσο την πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις, όσο και την πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά.

Συγκεκριμένα, πριν από την έναρξη της κρίσης το μέσο τα δάνεια προς τις επιχειρήσεις ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού των εγχωρίων πιστωτικών ιδρυμάτων ανερχόταν στο 26,96%, ενώ μετά την εκδήλωση της κρίσης το αντίστοιχο ποσοστό μειώθηκε κατά 3,28%. Αντίθετα, στην περίπτωση των νοικοκυριών, πριν από την έναρξη της κρίσης το μέσο ποσοστό των δανείων προς αυτά ανερχόταν στο 22,82% του συνολικού ενεργητικού των πιστωτικών ιδρυμάτων, ενώ μετά την εκδήλωση της κρίσης το αντίστοιχο ποσοστό αυξήθηκε κατά 3,11%.

Πράγματι, η κρίση δεν μείωσε ούτε την στεγαστική πίστη ούτε την καταναλωτική. Το παρακάτω σχήμα μας δείχνει την εξέλιξη της στεγαστικής και καταναλωτικής πίστης ως ποσοστό του ενεργητικού των εγχωρίων πιστωτικών ιδρυμάτων.



**Σχήμα 3-1:** Στεγαστική και Καταναλωτική Πίστη (2003:01-2010:01)

*Πηγή:* Τράπεζα της Ελλάδος και επεξεργασία των στοιχείων από τις συγγραφεία

Επίσης, από την εκτίμηση του οικονομετρικού υποδείγματος (3.1) βρίσκουμε ότι το μέσο ύψος της στεγαστικής πίστης και της καταναλωτικής πίστης ως ποσοστά του συνολικού ενεργητικού των εγχωρίων πιστωτικών ιδρυμάτων ανέρχονταν στο 15,06% και 7,14%, αντίστοιχα, ενώ μετά την εκδήλωση της κρίσης τα παραπάνω ποσοστά αυξήθηκαν για την μεν στεγαστική πίστη κατά 2,19%, για την δε καταναλωτική πίστη κατά 0,89%.

**Πίνακας 3-2:** Τα Αποτελέσματα για την Επίδραση της Κρίσης επί της Στεγαστικής και Καταναλωτικής Πίστης

Λογιστικό Στοιχείο	$\beta_{0,j}$	$\delta_j$	$t = \delta_j / s.e.(\delta_j)$
Στεγαστική Πίστη	15,06	<b>2,19</b>	4,56
Καταναλωτική Πίστη	7,14	<b>0,829</b>	3,53

*Πηγή:* Τράπεζα της Ελλάδος και επεξεργασία των στοιχείων από τον συγγραφέα

Αυτό που ουσιαστικά δημιούργησε η κρίση ήταν η επιβράδυνση στον (μέσο μηνιαίο) ρυθμό αύξησης της πιστωτικής επέκτασης (Πίνακας 3-3).

**Πίνακας 3-3:** Ο Μηνιαίος Ρυθμός Αύξησης των Πίστης

Περίοδος	ΜΕΣΟΣ ΜΗΝΙΑΙΟΣ ΡΥΘΜΟΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ			
	Στεγαστικά Δάνεια	Καταναλωτικά Δάνεια	Δάνεια προς Επιχειρήσεις	Δάνεια προς Επιχειρήσεις και Νοικοκυριά
Πριν την Κρίση (2003:01 -2007:08)	2,03%	2,04%	0,82%	1,36%
Μετά την Κρίση (2007:09 -2010:01)	0,71%	0,59%	0,81%	0,73%

*Πηγή:* Τράπεζα της Ελλάδος και επεξεργασία των στοιχείων από τον συγγραφέα

Ωστόσο, αν και η δανειοδότηση αποτελεί τον βασικό τομέα δραστηριοποίησης ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού, τα δάνεια δεν μπορούν να θεωρηθούν ως αξιόπιστη πηγή ρευστότητας για τις τράπεζες. Από την άλλη, ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα διαθέτον ενεργητικό όπου τα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα κατέχουν μια περίβλεπτη θέση βρίσκεται σε ευνοϊκότερη θέση σε σύγκριση με κάποιο άλλο αντίστοιχο ίδρυμα με ενεργητικό στο οποίο δεσπόζουν οι χορηγήσεις, ακόμη και αν αυτές έχουν δοθεί με τον πιο νουνεχή τρόπο.

Όσοι διαφωνούν με τους παραπάνω συλλογισμούς αντιτείνουν ότι αυτό που έχει σημασία για την έγκριση μίας δανειοδότησης δεν είναι η, ένεκα συνήθως του μακροχρονίου των χορηγήσεων, απολεσθείσα ρευστότητα για το τραπεζικό ίδρυμα, αλλά η οικονομική δυνατότητα του οφειλέτη να εξυπηρετήσει εμπρόθεσμα τις υποχρεώσεις του έναντι του τραπεζικού ιδρύματος.

### **3.2.2 Μελέτη Περίπτωσης: Η Επίδραση της Κρίσης στα Μεγαλύτερα Ελληνικά**

#### **Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα**

Σε αυτό το σημείο της εργασίας θα εξετάσουμε, βάσει ενός δείγματος διαστρωματικών και διαχρονικών στοιχείων, την επίδραση που είχε μέχρι τώρα η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση στα μεγαλύτερα Ελληνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Συγκεκριμένα το δείγμα μας περιλαμβάνει 6 *διαστρωματικά στοιχεία*, καθότι εξετάζουμε 6 ελληνικά τραπεζικά ιδρύματα-



Alpha Bank, Emproriki, Eurobank, Τράπεζα Πειραιώς, Εθνική Τράπεζα, και Αγροτική Τράπεζα-, και 5 διαχρονικά στοιχεία, διότι παρακολουθούμε τα εν λόγω ιδρύματα για χρήσεις της περιόδου 2004-2008. Όλα τα στοιχεία της ανάλυσης μας έχουν αντληθεί από την βάση δεδομένων του Reuters. Συνεπώς για την εκτίμηση του οικονομετρικού υποδείγματος (3.1) έχουμε 30 (= 6 x 5) παρατηρήσεις για κάθε μια τραπεζικών μεταβλητών. Οι τραπεζικές μεταβλητές που θα μελετήσουμε κατατάσσονται σε δυο βασικές κατηγορίες: α) στους δείκτες αποδοτικότητας, και β) στους ειδικούς δείκτες αξιολόγησης.

Στον Πίνακα 3-4 παρουσιάζουμε τα στοιχεία αναφορικά ορισμένες μεταβλητές των 6 Ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που θα εξετάσουμε.

**Πίνακας 3-4:** Αποτελέσματα Εκτίμησης του Οικονομετρικού Υποδείγματος για τους Δείκτες Κερδοφορίας

Ποσά σε Έκατ.

		Χρήση	ΚΠΦ	Ίδια Κεφάλαια	ΚΕΤ <sup>20</sup>	Δάνεια	Ενεργητικό	Καταθέσεις
1	ALPHA BANK	2004	575,2	1.986,6	1.055,0	22.377,8	33.236,8	22.240,9
2		2005	634,1	2.224,7	1.218,4	27.356,5	44.007,0	29.773,4
3		2006	800,8	2.739,7	1.417,6	32.223,0	49.799,7	30.260,4
4		2007	985,3	3.370,5	1.605,2	42.072,1	54.684,3	39.102,9
5		2008	625,6	3.020,8	1.798,6	50.704,7	65.270,0	51.510,6
6	ΠΕΙΡΑΙΩΣ	2004	206,1	902,2	441,5	11.705,2	16.846,3	12.555,7
7		2005	304,6	1.378,4	558,7	15.451,1	23.545,5	16.732,3
8		2006	556,5	1.616,2	715,1	20.426,6	30.931,2	21.617,4
9		2007	785,3	3.082,0	917,0	30.288,8	46.427,3	32.773,1
10		2008	385,8	2.876,1	1.159,8	38.312,7	54.889,9	42.502,7
11	ΕΜΠΟΡΙΚΗ	2004	(94,0)	421,9	572,2	13.495,0	18.747,0	15.734,7
12		2005	114,6	1.072,4	609,9	15.632,5	20.017,6	16.209,2

<sup>20</sup> Καθαρά Έσοδα από Τόκους

13		2006	(219,4)	832,1	713,1	17.226,2	22.795,9	17.918,6
14		2007	46,2	880,8	751,0	19.577,1	27.324,0	21.580,5
15		2008	(396,2)	227,4	648,7	23.709,8	30.028,6	22.318,8
16	EFG EUROBANK	2004	500,0	2.102,0	1.094,0	21.231,0	33.046,0	13.701,0
17		2005	676,0	2.523,0	1.372,0	26.624,0	44.464,0	20.582,0
18		2006	832,0	2.657,0	1.597,0	34.046,0	53.820,0	22.128,0
19		2007	1.050,0	4.252,0	2.004,0	45.638,0	68.389,0	48.917,0
20		2008	818,0	3.587,0	2.385,0	55.878,0	82.202,0	64.373,0
21	ΕΘΝΙΚΗ	2004	428,4	2.355,7	1.333,8	26.052,8	54.487,4	47.278,9
22		2005	943,1	3.123,8	1.595,8	29.528,2	60.426,6	47.789,7
23		2006	1.268,3	6.597,2	2.131,1	42.624,5	76.569,6	58.830,1
24		2007	1.902,9	6.470,4	3.051,1	54.693,2	90.385,6	70.904,3
25		2008	1.937,0	5.971,6	3.579,5	73.076,5	101.838,6	82.497,0
26	ΑΓΡΟΤΙΚΗ	2004	144,4	(388,8)	554,0	11.988,8	18.646,5	17.258,4
27		2005	188,0	1.171,9	603,3	12.557,5	20.826,0	17.851,5
28		2006	289,5	1.332,5	600,9	13.512,2	21.414,2	18.240,3
29		2007	316,7	1.460,5	614,9	16.744,4	24.273,3	21.480,6
30		2008	15,4	866,7	625,4	20.854,0	28.473,8	25.937,0

Πηγή: Reuters

Στον παρακάτω πίνακα βλέπουμε την εκτίμηση του υποδείγματος (3.4) για την *αποδοτικότητα του ενεργητικού* και το *καθαρό επιτοκιακό περιθώριο*. Ο δείκτης **αποδοτικότητας ενεργητικού** (ROA) αποτελεί ένα τρόπο καταγραφής της αποτελεσματικότητας της διοίκησης ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, καθώς μας δείχνει την ικανότητα της διοίκησης του τραπεζικού οργανισμού να μετατρέπει το ενεργητικό σε καθαρά κέρδη. Ο εν λόγω δείκτης υπολογίζεται ως ο λόγος των κερδών προ φόρων προς το συνολικό ενεργητικό. Το **καθαρό περιθώριο επιτοκίου** (net interest margin, NIM) προκύπτει από τη διαίρεση του καθαρού εισοδήματος από τόκους (net interest income, NII) με το συνολικό ενεργητικό του τραπεζικού ιδρύματος:

**Πίνακας 3-5:** Αποτελέσματα Εκτίμησης του Οικονομετρικού Υποδείγματος για τους Δείκτες Κερδοφορίας

Μεταβλητή	$\hat{\beta}_{0j}$	$t = \frac{\hat{\beta}_{0j}}{s.e.\hat{\beta}_{0j}}$	$\hat{\delta}_j$	$t = \frac{\hat{\delta}}{s.e.\hat{\delta}}$
Καθαρό Επιτοκιακό Περιθώριο	0,0285	31,71	-0,0017	-1,18
ROA	0,0110	5,48	-0,0011	-0,34

Από τον παραπάνω πίνακα βλέπουμε ότι κατά μέσο όρο προ της εκδήλωσης της οικονομικής κρίσεως, δηλαδή κατά την περίοδο 2004-2006, η αποδοτικότητα του συνολικού ενεργητικού στα 6 υπό εξέταση τραπεζικά ιδρύματα ανέρχονταν 1,10%. Η δε εκδήλωση της οικονομικής κρίσεως, δεν βρέθηκε να έχει επηρεάσει την αποδοτικότητα του συνολικού ενεργητικού των τραπεζών (η τιμή της στατιστικής t μικρότερη κατά απόλυτο τιμή του 2).

Εν συνεχεία, στον παρακάτω πίνακα βλέπουμε την εκτίμηση του υποδείγματος (3.1) για δυο ειδικούς δείκτες αξιολόγησης: τον δείκτη καταθέσεις προς ενεργητικό και τον δείκτη δάνεια προς ενεργητικό

**Πίνακας 3-6:** Αποτελέσματα Εκτίμησης του Οικονομετρικού Υποδείγματος για τους Ειδικούς Δείκτες Αξιολόγησης

Μεταβλητή	$\hat{\beta}_{0j}$	$t = \frac{\hat{\beta}_{0j}}{s.e.\hat{\beta}_{0j}}$	$\hat{\delta}_j$	$t = \frac{\hat{\delta}}{s.e.\hat{\delta}}$
Καταθέσεις (€εκατ.)	24.816,8	6,38	18.841,3	3,06
Καταθέσεις / Ενεργητικό	0,7163	23,93	0,0676	1,43

Δάνεια (€εκατ.)	21.892,16	7,14	17.403,61	3,59
Δάνεια /Ενεργητικό	0,6380	38,77	0,0699	2,69

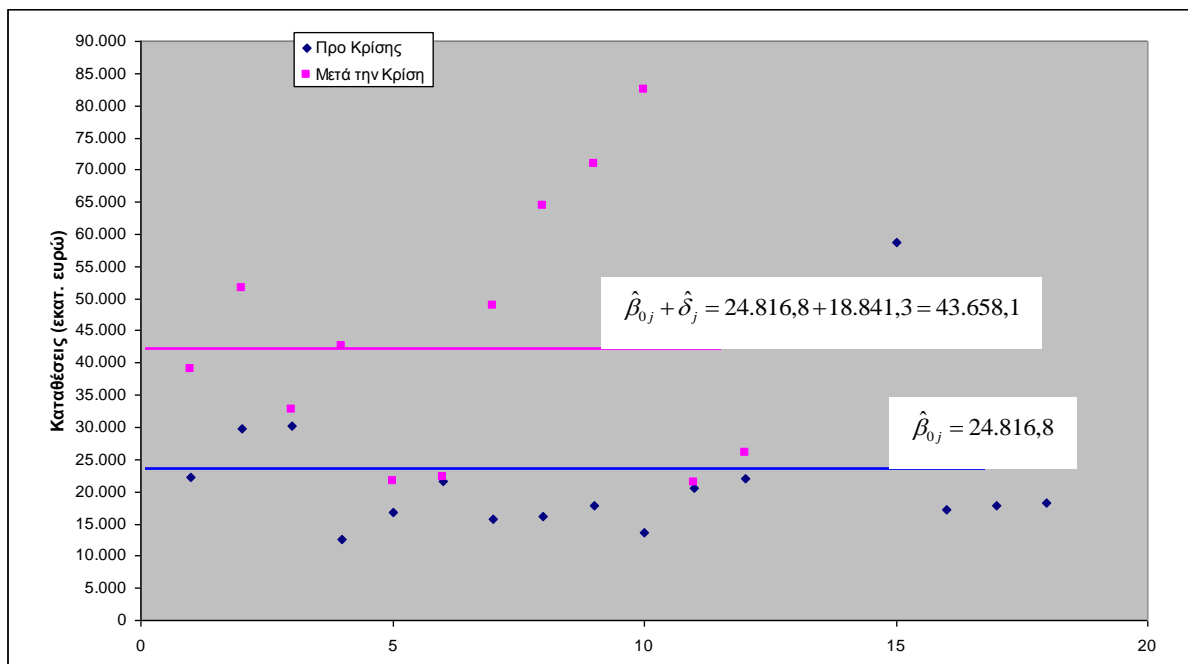
Προφανώς, μια επιδιωκόμενη πιστωτική επέκταση δύναται να πραγματοποιηθεί όταν έχει προηγηθεί και μια ανάλογη αύξηση στο ποσοστό των καταθέσεων. Άρα μπορούμε να ισχυριστούμε ότι ο αριθμοδείκτης **καταθέσεις προς ενεργητικό** μας βοηθά να διαβλέψουμε τα όρια μιας επικείμενης πιστοδοτικής επέκτασης, στην οποία ενδεχομένως να στοχεύει η διοίκηση του τραπεζικού ιδρύματος. Επίσης πρέπει να επισημάνουμε ότι το μεγαλύτερο μέρος των στοιχείων του παθητικού ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος είναι πληρωτέο άμα τη απαιτήσει. Με άλλα λόγια, είναι πιθανόν μία οποιαδήποτε εργάσιμη ημέρα οι καταθέτες ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος να θελήσουν να προβούν σε μαζικές αναλήψεις των χρημάτων τους. Επομένως, όσο μεγαλύτερο το σύνολο των καταθετών τόσο μικρότερη η πιθανότητα εμφάνισης του φαινομένου της μαζικής μετατροπής καταθέσεων σε μετρητά

Η κερδοφορία ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος συνδέεται άμεσα με το μέγεθος (αλλά και την ποιότητα) του χαρτοφυλακίου των χορηγήσεων του, καθώς η τράπεζα «κερδίζει» από τη διαφορά του (μέσου) χρεωστικού και πιστωτικού επιτοκίου της. Συνεπώς, ο **λόγος χορηγήσεις προς το σύνολο του ενεργητικού** είναι ενδεικτικός της πιστωτικής επέκτασης εκάστου χρηματοπιστωτικού ιδρύματος.

Ωστόσο, αν και η δανειοδότηση αποτελεί τον βασικό τομέα δραστηριοποίησης ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού, τα δάνεια δεν μπορούν να θεωρηθούν ως αξιόπιστη πηγή ρευστότητας για τις τράπεζες. Από την άλλη, ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα διαθέτον ενεργητικό όπου τα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα κατέχουν μια περίβλεπτη θέση βρίσκεται σε ευνοϊκότερη θέση σε σύγκριση με κάποιο άλλο αντίστοιχο ίδρυμα με ενεργητικό στο οποίο δεσπόζουν οι χορηγήσεις, ακόμη και αν αυτές έχουν δοθεί με τον πιο νουνεχή τρόπο.

Όσοι διαφωνούν με τους παραπάνω συλλογισμούς αντιτείνουν ότι αυτό που έχει σημασία για την έγκριση μίας δανειοδότησης δεν είναι η, ένεκα συνήθως του μακροχρονίου των χορηγήσεων, απολεσθείσα ρευστότητα για το τραπεζικό ίδρυμα, αλλά η οικονομική δυνατότητα του οφειλέτη να εξυπηρετήσει εμπρόθεσμα τις υποχρεώσεις του έναντι του τραπεζικού ιδρύματος.

Από τον Πίνακα (3-6), βλέπουμε ότι κατά μέσο όρο προ της εκδήλωσης της οικονομικής κρίσεως, δηλαδή κατά την περίοδο 2004-2006, οι καταθέσεις στα 6 υπό εξέταση τραπεζικά ιδρύματα ανέρχονταν στα €24,8δισ. Μετά την εκδήλωση της οικονομικής κρίσεως, δηλαδή κατά τις χρήσεις του 2007 και 2008, οι καταθέσεις στα 6 τραπεζικά ιδρύματα αυξήθηκαν κατά €18,8 δισ. Αυτή δε η αύξηση είναι και στατιστικά σημαντική.



**Σχήμα 3-2:** Το Οικονομετρικό Υπόδειγμα με τις Ψευδομεταβλητές- Καταθέσεις

Κατά την ίδια λογική βλέπουμε ότι κατά μέσο όρο προ της εκδήλωσης της οικονομικής κρίσεως, τα δάνεια ως ποσοστό του ενεργητικού, στα 6 υπό εξέταση τραπεζικά ιδρύματα, διαμορφώθηκαν στο 71,63%. Μετά την εκδήλωση της οικονομικής κρίσεως, η αύξηση του εν λόγω ποσοστού, κρίνοντας από την τιμή της σχετικής στατιστικής t, δεν είναι στατιστικά σημαντική.

Επίσης, από τον Πίνακα (3-2), βλέπουμε ότι κατά μέσο όρο προ της εκδήλωσης της οικονομικής κρίσεως, δηλαδή κατά την περίοδο 2004-2006, το ύψος των δανειοδοτήσεων στα 6 υπό εξέταση τραπεζικά ιδρύματα ανέρχονταν στα €21,89δισ. Μετά την εκδήλωση της οικονομικής κρίσεως, δηλαδή κατά τις χρήσεις του 2007 και 2008, οι δανειοδοτήσεις στα 6

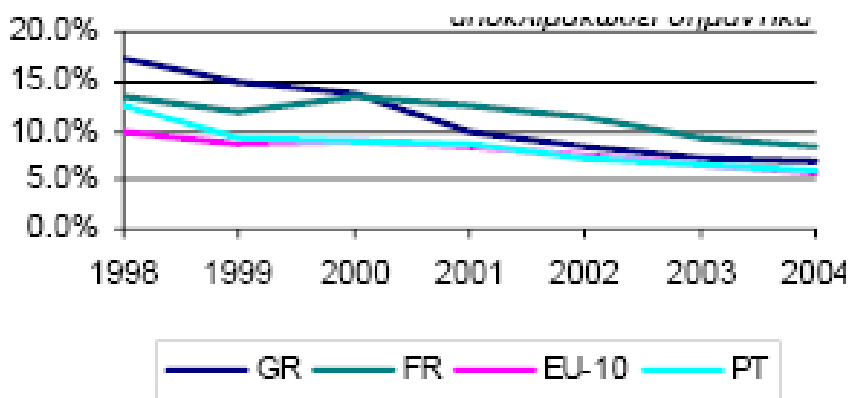
τραπεζικά ιδρύματα αυξήθηκαν κατά €17,4δισ. Αυτή δε η αύξηση είναι και στατιστικά σημαντική.

Κατά την ίδια λογική βλέπουμε ότι κατά μέσο όρο προ της εκδήλωσης της οικονομικής κρίσεως, τα δάνεια ως ποσοστό του ενεργητικού, στα 6 υπό εξέταση τραπεζικά ιδρύματα, διαμορφώθηκαν στο 63,80%. Μετά την εκδήλωση της οικονομικής κρίσεως, η αύξηση του εν λόγω ποσοστού κατά περίπου 7% είναι στατιστικά σημαντική.

### 3.3 ΕΜΜΕΣΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ

#### 3.3.1 Οι Επιπτώσεις στα Επιτόκια

Τα εγχώρια επιτόκια, κατά την περίοδο προ της εντάξεως της Ελλάδος στην Ζώνη του Ευρώ, παρουσίασαν μια σταθερά καθοδική πορεία. Στο σχήμα που ακολουθεί βλέπουμε την διαχρονική εξέλιξη, κατά την διάρκεια της περιόδου 1998-2004, του μέσου σταθμικού επιτοκίου χορηγήσεων προς τα νοικοκυριά, στις τρεις χώρες με τα υψηλότερα εν λόγω επιτόκια (Ελλάς, Γαλλία, και Πορτογαλία) καθώς και τον μέσο όρο των EU-10.



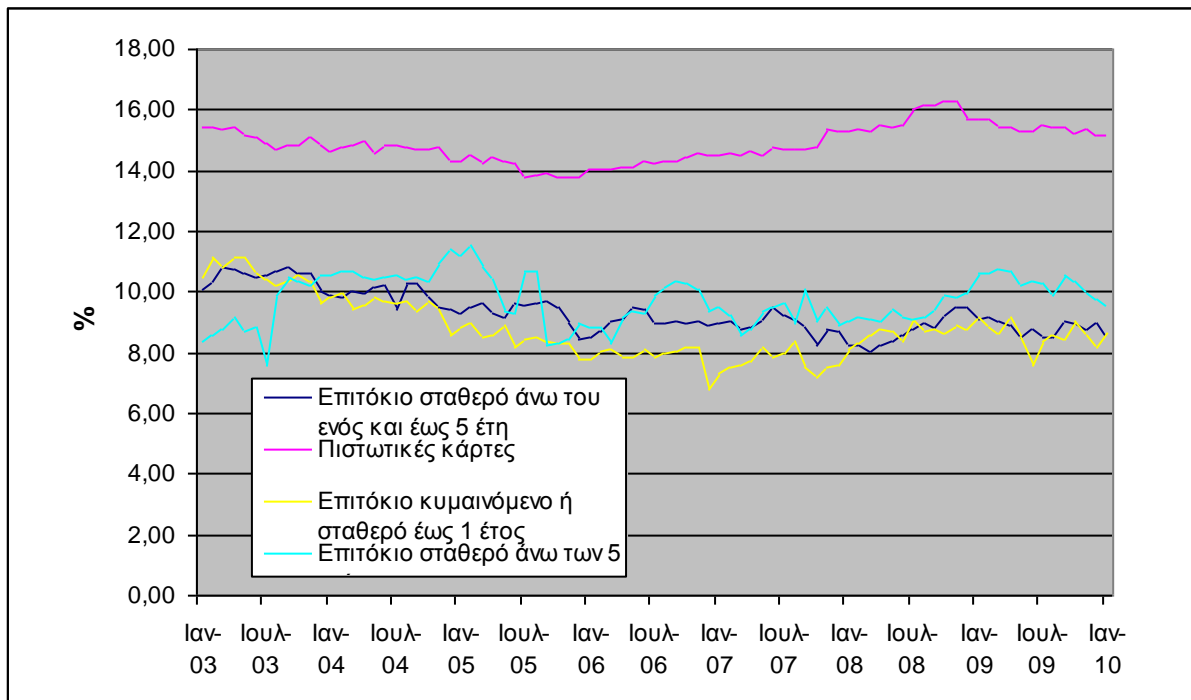
**Σχήμα 3-3:** Το Μέσο Σταθμικό Επιτόκιο Χορηγήσεων προς τα Νοικοκυριά, 1998-2004

Πηγή: EFG Eurobank (2006)

Όπως βλέπουμε από το παραπάνω σχήμα στην Ελλάδα κατά την περίοδο προ της εντάξεως της χώρας στην Ευρωζώνη, τα επιτόκια χορηγήσεων των τραπεζών ήταν πολύ υψηλότερα (κατά έξι ποσοστιαίες μονάδες περίπου) από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Κατόπιν η ένταξη της Ελλάδας

στην Ευρωζώνη, το 2001, είχε ως αποτέλεσμα την σημαντική αποκλιμάκωση των επιτοκίων χορηγήσεων, τα οποία στο τέλος του 2004, έφτασαν να είναι περίπου 1.25% υψηλότερα από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο.

Το Σχήμα 3-3 μας δείχνει την πορεία την επιτοκίων καταναλωτικής πίστης, από τον Ιανουάριο του 2003 μέχρι τον Ιανουάριο του 2010



**Σχήμα 3-4:** Επιτόκια Καταναλωτικής Πίστης, 2003:01-2010:01

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Προκειμένου να δούμε κατά πόσον, η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση επηρέασε τα εγχώρια επιτόκια καταναλωτικής πίστης, εκτιμάμε το οικονομετρικό υπόδειγμα (3.1), βάσει των δεδομένων του παραπάνω σχήματος.

**Πίνακας 3-7:** Τα Αποτελέσματα για την Επίδραση της Κρίσης στα Εγχώρια Επιτόκια Καταναλωτικής Πίστης

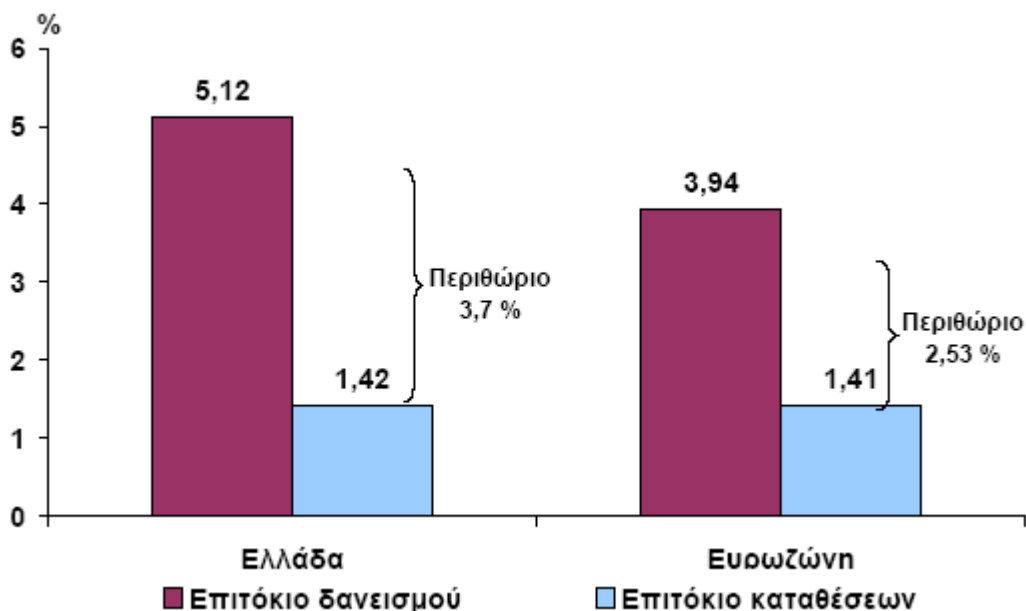
Επιτόκιο Καταναλωτικής Πίστης	$\beta_{0,j}$	$\delta_j$	$t = \delta_j / s.e.(\delta_j)$
Πιστωτικών Καρτών	14,55	<b>0,97</b>	10,27

Δάνειων έως 1 έτος	8,91	-0,41	-1,85
Δανείων 1-5 Ετών	9,59	<b>-0,84</b>	-6,39
Δανείων άνω των 5 ετών	9,72	0,038	0,192

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και επεξεργασία των στοιχείων από τον συγγραφέα

Τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα μας δείχνουν ξεκάθαρα ότι πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση δεν επηρέασε τα επιτόκια της καταναλωτικής πίστης. Μόνο, τα επιτόκια των πιστωτικών καρτών κατέγραψαν μια στατιστικά σημαντική μεν, οριακή δε, άνοδο της τάξεως των 97 μονάδων βάσης.

Έτσι ο Ελληνικός τραπεζικός κλάδος συνεχίζει να στοχεύει στο κέρδος εκμεταλλευόμενος τη μεγάλη διαφορά που υπάρχει ανάμεσα στο χρεωστικό και το πιστωτικό επιτόκιο (Σχήμα 3-3).



Σχήμα 3-5: Περιθώριο Επιτοκίου σε Ελλάδα και Ευρωζώνη, Σεπτέμβριος 2005

Πηγή: Μαλλιαρόπουλος (2006)

Όπως παρατηρούμε από το παραπάνω σχήμα, η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων δανεισμού και των επιτοκίων καταθέσεων, ήτοι το περιθώριο του επιτοκίου, είναι υψηλότερη στην Ελλάδα



από την Ευρωζώνη κατά 1,17%. Κατά τον Μαλλιάρουλο<sup>21</sup>, αυτή η διαφορά στα περιθώρια επιτοκιακού κέρδους δύναται να αποδοθεί στον υψηλότερο πληθωρισμό της Ελλάδος, σε σχέση με τις χώρες της Ευρωζώνης

---

<sup>21</sup> Μαλλιάρουλος, Δ. (2006). “Τραπεζικά Επιτόκια και Πληθωρισμός: Χρεώνουν οι Ελληνικές Τράπεζες Υπερβολικά Υψηλά Επιτόκια;” *Οικονομία και Αγορές*, 21 Φεβρουαρίου, σελ.7-21.

### 3.4 ΟΙ ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Για την αντιμετώπιση της κρίσης, η Ελληνική Κυβέρνηση εκπόνησε ένα σχέδιο, αξίας **28€ δισ**, αποτελούμενο από τρία σκέλη.

Το πρώτο σκέλος αφορούσε στην συμμετοχή του Ελληνικού Δημοσίου στο μετοχικό κεφάλαιο των τραπεζών έως το ύψος των 5 δισεκατομμυρίων ευρώ. Η συμμετοχή αυτή υπήρξε η απαραίτητη προϋπόθεση, προκειμένου να εγκριθεί η συμμετοχή των τραπεζών και στα άλλα δύο σκέλη του σχεδίου. Το δεύτερο σκέλος προέβλεπε την παροχή των εγγυήσεων του Δημοσίου για τη σύναψη μεσομακροπροθέσμων δανείων, από τις συμμετέχουσες τράπεζες, ύψους έως και 15 δισεκατομμύρια ευρώ, ενώ το τρίτο σκέλος περιελάμβανε την έκδοση ειδικών ομολόγων του Δημοσίου διάρκειας 3-5 ετών και ύψους έως 8 δισεκατομμυρίων ευρώ<sup>22</sup>.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονίσουμε ότι τα παραπάνω μέτρα που έλαβε η Ελληνική κυβέρνηση για την αντιμετώπιση της κρίσεως δεν ήταν αναγκαία, καθώς στην Ελλάδα τα εγχώρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δεν είχαν κάποια έκθεση στα δάνεια subprime, ή στα παράγωγα τους, ενώ παράλληλα διέθεταν υψηλή κεφαλαιακή επάρκεια.

#### 3.4.1 Το Πρώτο Σκέλος του Σχεδίου

Το πρώτο σκέλος του σχεδίου για την αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, προέβλεπε την συμμετοχή του Ελληνικού Δημοσίου στη κεφαλαιακή διάρθρωση των εγχωρίων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων δια της απόκτησης *προνομιούχων μετοχών* των τελευταίων, οι οποίες είχαν απόδοση 10%, και τον διορισμό εκπροσώπων του στο Διοικητικό Συμβούλιο κάθε τράπεζας που θα αποφάσιζε να υπαχθεί στο πρόγραμμα. Ο εκπρόσωπος του Δημοσίου έχει δικαίωμα βέτο στον καθορισμό των αμοιβών και των μόνους των ανωτάτων στελεχών των τραπεζών, καθώς και στην πολιτική διανομής των κερδών.

Για τις τράπεζες που θα συμμετέχουν στο σχέδιο, οι αποδοχές των ανωτάτων στελεχών-του Προέδρου, του Διευθύνοντος Συμβούλου, των Γενικών Διευθυντών, των Αναπληρωτών Γενικών Διευθυντών και των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου- δεν μπορούν να ξεπερνούν το σύνολο

---

<sup>22</sup> Κράλογλου, Σ. και Καραγεώργου, Ε. (2008). *Γ. Αλογοσκούφης: Έως 28 δισ. ευρώ για την Στήριξη των Τραπεζών*. [online].: <http://www.capital.gr/news.asp?details=597536>.

των αποδοχών του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος. Τα πάσης φύσεως μόνους καταργούνται κατά τη διάρκεια εφαρμογής του σχεδίου. Όσον αφορά τη διανομή κερδών, για τη διάρκεια εφαρμογής του σχεδίου, καμία από τις συμμετέχουσες τράπεζες δεν θα μπορεί να διανέμει ως μέρος στους μετόχους ποσό μεγαλύτερο από 35% των συνολικών κερδών της. Το 35% είναι το ελάχιστο ποσοστό διανεμομένων κερδών που προβλέπει ο νόμος περί Ανωνύμων Εταιρειών.

### **3.4.2 Το Δεύτερο Σκέλος του Σχεδίου**

Η παροχή εγγυήσεων του Δημοσίου για τη σύναψη μεσομακροπρόθεσμων δανείων μέχρι και 15 δισεκατομμυρίων ευρώ είχε ως στόχο την συνέχιση της παροχής ρευστότητας από το πιστωτικό σύστημα στην ελληνική οικονομία για την κάλυψη των αναγκών των επιχειρήσεων, των νοικοκυριών, των δημοσίων έργων που εκτελούνται με Συμπράξεις Δημοσίου και Ιδιωτικού Τομέα.

Συγκεκριμένα, οι τράπεζες με αυτές τις εγγυήσεις θα μπορούσαν, είτε για λόγους άντλησης και ενίσχυσης της ρευστότητας είτε για λόγους αναχρηματοδότηση παλαιότερου δανεισμού, να συνάψουν μεσομακροπρόθεσμα δάνεια διάρκειας 3-5 ετών ενώ έναντι προμήθειας 100-150 μονάδες βάσης, και αναλόγως του πιστωτικού κινδύνου που φέρει η κάθε τράπεζα.

Η εφαρμογή και αυτού του σκέλους θα εποπτεύεται από το Συμβούλιο Εποπτείας Εφαρμογής.

### **3.4.3 Το Τρίτο Σκέλος του Σχεδίου**

Το τρίτο σκέλος του σχεδίου περιελάμβανε την έκδοση, ύψους έως 8 δισεκατομμυρίων ευρώ, από το Δημόσιο ειδικών ομολόγων, τα οποία αποκτώντας τα οι τράπεζες θα μπορούσαν να τα χρησιμοποιήσουν ως εγγύηση για δανεισμό. Αυτή λοιπόν η πρόσθετη ρευστότητα που θα προέκυπτε για τις τράπεζες θα διοχετευόταν στην χρηματοδότηση μικρομεσαίων επιχειρήσεων και στεγαστικών δανείων με ανταγωνιστικούς όρους<sup>23</sup>. Το Συμβούλιο Εποπτείας Εφαρμογής θα παρακολουθεί την χορήγηση δανείων αλλά και τους όρους αυτών.

---

<sup>23</sup> Σκάι.gr (2008). Διευκρινίσεις για τα 28 δισ ευρώ [online]: [http://www.skai.gr/master\\_story.php?id=98472](http://www.skai.gr/master_story.php?id=98472)

## 4 ΤΟ ΔΝΤ ΚΑΙ Η ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΤΗΣ ΥΠΑΡΧΟΥΣΑΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ

### 4.1 ΤΟ ΔΝΤ ΚΑΙ Η ΔΙΑΣΩΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Τα μέλη της Ευρωζώνης και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) έχουν συμφωνήσει σε ένα πακέτο διάσωσης της Ελληνικής οικονομίας, ύψους 110 δις.€- 80 δις.€ θα προέλθουν από τα μέλη της ευρωζώνης και τα υπόλοιπα από το ΔΝΤ. Περίπου 30 δις.€ αναμένεται να εκταμιευτούν εντός του 2010, χρονιά κατά την οποία αναμένεται μεγάλη αύξηση του χρέους (βλέπε Πίνακα 4-4).

Στις 14 Σεπτεμβρίου 2010 ολοκληρώθηκε η εκταμίευση της δεύτερης δόσης, ύψους 9 δις.€ του δανείου, στο πλαίσιο του μηχανισμού οικονομικής στήριξης της Ελλάδος.

Το ποσό του δανείου που αναλογεί στις χώρες της ευρωζώνης είναι 6,5 δις.€ ευρώ, ενώ το ποσό που αναλογεί στο ΔΝΤ ανέρχεται στα 2,5 δις.€.

**Πίνακας 4-1:** Η Διάρθρωση της Δεύτερης Δόσης του Δανείου (Σεπτέμβριος, 2010)

<b>Ποσό</b>	<b>Χώρα</b>
<b>Σύνολο δόσης</b>	<b>9.000.000.000</b>
ΔΝΤ	2.500.000.000
Χώρες Ευρωζώνης	6.500.000.000
Βέλγιο	758.754.237,84
KfW – Γερμανία	1.495.924.231,89
Ιρλανδία	347.439.121,03
Ισπανία	655.962.297,76
Γαλλία	1.123.382.831,05
Ιταλία	987.150.584,08
Κύπρος	10.814.214,67
Λουξεμβούργο	13.800.170,21
Μάλτα	4.992.391,29
Ολλανδία	315.042.008,18
Αυστρία	153.381.742,96
Πορτογαλία	138.270.280,10
Σλοβενία	102.852.240,02
Φινλανδία	392.233.648,92

Πηγή: Το Βήμα<sup>24</sup>

Η τρίτη δόση του δανείου αναμένεται να εκταμιευθεί τον Δεκέμβριο του 2010, με βάση και την πρόοδο στις μεταρρυθμίσεις που περιέχονται στην επικαιροποίηση του μνημονίου

---

<sup>24</sup> <http://www.tovima.gr/default.asp?pid=2&artid=354103&ct=3&dt=13/09/2010>

## 4.2 Η ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΤΗΣ ΥΠΑΡΧΟΥΣΑΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ

Προκειμένου να διαπιστώσουμε κατά πόσον είναι δυνατόν να βελτιωθεί η υπάρχουσα κατάσταση θα πρέπει να εξετάσουμε ορισμένες ποσοτικές παραμέτρους, κρίσιμες για την σταθεροποίηση της ελληνικής οικονομίας. Η βασικότερη εξ' αυτών είναι η εξέταση της δυναμικής του δημοσίου χρέους.

### 4.2.1 Η Δυναμική του Δημοσίου Χρέους

Η δυναμική του δημοσίου χρέους εξαρτάται από το δημοσιονομικό έλλειμμα αλλά και από άλλους παράγοντες ( $F$ ), οι οποίοι δεν σχετίζονται με το έλλειμμα.

Πιο αναλυτικά, μπορούμε να γράψουμε ότι η μεταβολή του δημοσίου χρέους κατά την χρονιά  $t$ , δηλαδή  $\Delta B_t = B_t - B_{t-1}$ , ισούται με το δημοσιονομικό έλλειμμα ή το αρνητικό του δημοσιονομικού πλεονάσματος ( $-BS$ ) της ίδιας χρονιάς<sup>25</sup> πλέον τις όποιες προσαρμογές ελλείμματος-χρέους ( $F$ )<sup>26</sup>.

$$\begin{aligned} B_t - B_{t-1} &= -BS_t + F_t = \\ &= (G_t + TR_t - T_t) + r\Delta GS_{t-1} + F_t \end{aligned} \quad 4.1$$

όπου

$B$  : Το ύψος του δημοσίου χρέους

$G$  : Οι παραγωγικές δημόσιες δαπάνες

$TR$  : Οι μεταβιβαστικές πληρωμές

$\Delta GS$  : Οι καθαρές εκδόσεις κρατικές ομολόγων<sup>27</sup>

$r$  : Το μέσο επιτόκιο έκδοσης των δημοσίων ομολόγων (δηλαδή το μέσο κόστος δανεισμού)

$T$  : Τα φορολογικά έσοδα

$r\Delta GS$  : Οι πληρωμές για τόκους

<sup>25</sup> Blanchard, O. (2000). *Macroeconomics*. 2nd ed. Prentice Hall International, Inc., σελ. 519

<sup>26</sup> Δηλαδή η μεταβολή του χρέους που δεν ερμηνεύεται από το ύψος των καθαρών δανειακών αναγκών. Βλέπε Καραβίτη, Ν. (2008). *Δημόσιο Χρέος & Έλλειμμα*. Αθήνα: εκδόσεις Διώνικος, σελ. 160

<sup>27</sup> Και άλλα έσοδα από χρηματοπιστωτικές συναλλαγές.

Το **ακαθάριστο δημόσιο χρέος** αποτελεί το άθροισμα των υποχρεώσεων του δημοσίου. Τέτοιες υποχρεώσεις είναι τα κέρματα και οι καταθέσεις, χρεόγραφα (εκτός μετοχών και ομολόγων), και τα δάνεια (Πίνακας 4-1)

**Πίνακας 4-2:** Υποχρεώσεις του Δημοσίου και Δημόσιο Χρέος

<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΗ ΔΗΜΟΣΙΟΥ</b>	<b>ΣΥΝΙΣΤΩΣΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΗΣ</b>
Κέρματα και Καταθέσεις (AF2)	Μετρητά (AF21), Μεταβιβάσιμες Καταθέσεις (AF21) Λοιπές Καταθέσεις (AF21)
Χρεόγραφα Εκτός Μετοχών και Χρηματοπιστωτικών Παραγώγων (AF33)	
Δάνεια (AF4)	Βραχυπρόθεσμα Δάνεια (AF41), Μακροπρόθεσμα Δάνεια (AF42)

Πηγή: Καραβίτης (2008:61).

Οι **παραγωγικές δαπάνες** ( $G$ ), οι οποίες δημιουργούν ζήτηση και αποτελούνται α) από τις δαπάνες για **δημόσια κατανάλωση** (δαπάνες για αγαθά και υπηρεσίες που χρησιμοποιούνται ως εισροές στην παραγωγική διαδικασία, καθώς και δαπάνες για μισθούς και κοινωνικές εισφορές των απασχολουμένων στον δημόσιο τομέα), και β) τις δαπάνες για **δημόσιες επενδύσεις**.<sup>28</sup>

Η δεύτερη κατηγορία δαπανών είναι οι **μεταβιβαστικές πληρωμές** που περιλαμβάνουν τις μεταβιβαστικές πληρωμές προς τα νοικοκυριά (προκειμένου να αντιμετωπίσουν την αβεβαιότητα του μέλλοντος και τους κινδύνους ή ανάγκες) και τις επιχειρήσεις, καθώς και λοιπές μεταβιβαστικές πληρωμές<sup>29</sup>. Συγκεκριμένα, τα νοικοκυριά λαμβάνουν συντάξεις και επιδόματα από το κράτος, ενώ οι επιχειρήσεις εισπράττουν επιδοτήσεις (για παραγόμενα αγαθά και υπηρεσίες) και κεφαλαιακές μεταβιβάσεις (για παράδειγμα επιχορηγήσεις για την αγορά παγίων περιουσιακών στοιχείων).

Τα **φορολογικά έσοδα** αποτελούνται από τα έσοδα της **άμεσης φορολογίας** (για παράδειγμα, έσοδα από την φορολόγηση του εισοδήματος, του κεφαλαίου και της περιουσίας, και έσοδα από

<sup>28</sup> Βλέπε Καραβίτη, Ν. (2008). *Δημόσιο Χρέος & Έλλειμμα*. Αθήνα: εκδόσεις Διόνικος, σελ. 97

<sup>29</sup> Ο.π. σελ. 97

τις εισφορές κοινωνικής ασφάλισης) και από τα έσοδα της **έμμεσης φορολογίας** (για παράδειγμα έσοδα από την φορολόγηση της παραγωγής και των εισαγωγών)<sup>30</sup>

Μπορεί να αποδειχθεί (βλέπε Παράρτημα Α), ότι η δυναμική του δημοσίου χρέους (ως ποσοστό του ΑΕΠ) δύναται να περιγραφεί από την ακόλουθη σχέση:

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r - g_y) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t + TR_t - T_t}{Y_t} + \frac{F_t}{Y_t} \quad 4.2$$

Δυο παράγοντες δηλαδή επηρεάζουν την δυναμική του δημοσίου χρέους. Η σχέση μεταξύ κόστους δανεισμού και οικονομικής μεγέθυνσης, και η πορεία του δημοσιονομικού ελλείμματος. Συγκεκριμένα, η μείωση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ, επιτυγχάνεται όταν

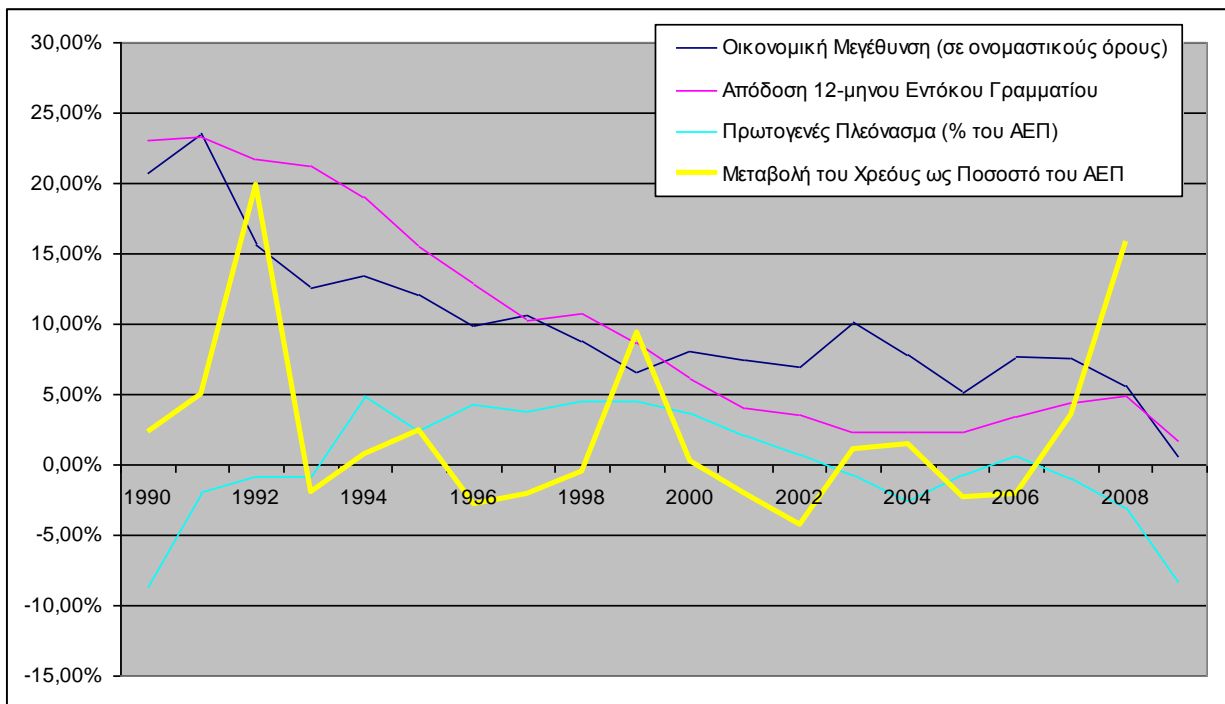
- (α) Ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης ξεπερνά το μέσο κόστος δανεισμού μιας χώρας ( $r - g_y < 0$ ),
- (β) Μειώνεται το δημοσιονομικό έλλειμμα.

Στο Σχήμα 4-1 βλέπουμε την μεταβολή του δημοσίου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ σε συνάρτηση με την εξέλιξη στον ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης και της απόδοσης του 12-μηνου εντόκου γραμματίου (ενός μέτρου δηλαδή για το κόστος δανεισμού της Ελληνικής οικονομίας). Παρατηρούμε όποτε η οικονομική μεγέθυνση ξεπερνά το κόστος δανεισμού η μεταβολή στο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ είναι αρνητική.

---

<sup>30</sup> Ο.π. σελ. 104





**Σχήμα 4-1:** Η Διαχρονική Εξέλιξη της Μεταβολής του Δημοσίου Χρέους ως Ποσοστό του ΑΕΠ (1990-2009)

Πηγή: Ameco, Eurostat, και επεξεργασία των στοιχείων από τις συγγραφείς

Στον Πίνακα 4-2 βλέπουμε πως η σχέση 4.2 περιγράφει την δυναμική του δημοσίου χρέους στην Ελλάδα ως ποσοστό του ΑΕΠ.

**Πίνακας 4-3:** Η Περιγραφή της Δυναμικής Του Δημοσίου Χρέους

	Οικονομική Μεγέθυνση (σε ονομαστικούς όρους) $g_y$	Απόδοση 12-μηνου Εντόκου Γραμματίου $r$	Χρέος % του ΑΕΠ $\frac{B_t}{Y_t}$	Πρωτογενές Δημοσιονομικό Πλεόνασμα % του ΑΕΠ $\frac{G_t + TR_t - T_t}{Y_t}$	$(r - g_y) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t + TR_t - T_t}{Y_t}$	$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}}$	$\frac{F_t}{Y_t}$
1990	20,69%	23,00%	71,03%	-8,62%			
1991	23,50%	23,30%	73,35%	-1,89%	1,75%	2,32%	0,57%
1992	15,60%	21,70%	78,37%	-0,90%	5,37%	5,02%	-0,36%
1993	12,60%	21,20%	98,28%	-0,86%	7,60%	19,91%	12,31%
1994	13,41%	19,00%	<b>96,33%</b>	4,92%	0,57%	-1,95%	-2,52%
1995	12,10%	15,50%	97,01%	2,44%	0,84%	0,68%	-0,16%
1996	9,87%	12,80%	99,39%	4,30%	-1,46%	2,38%	3,83%
1997	10,66%	10,30%	96,60%	3,74%	-4,10%	-2,78%	1,32%
1998	8,74%	10,70%	94,53%	4,46%	-2,57%	-2,07%	0,50%

1999	6,55%	8,70%	94,00%	4,50%	-2,47%	-0,53%	1,94%
2000	8,03%	6,10%	103,44%	3,69%	-5,50%	9,44%	14,95%
2001	7,45%	4,08%	103,72%	2,02%	-5,50%	0,27%	5,78%
2002	6,96%	3,49%	101,66%	0,75%	-4,34%	-2,06%	2,29%
2003	10,10%	2,34%	<b>97,44%</b>	-0,73%	-7,15%	-4,21%	2,94%
2004	7,76%	2,27%	98,57%	-2,56%	-2,79%	1,12%	3,91%
2005	5,14%	2,33%	100,03%	-0,72%	-2,05%	1,46%	3,51%
2006	7,73%	3,44%	97,76%	0,57%	-4,86%	-2,27%	2,60%
2007	7,59%	4,45%	95,71%	-0,92%	-2,15%	-2,04%	0,10%
2008	5,61%	4,83%	99,21%	-3,08%	2,34%	3,50%	1,16%
2009	0,53%	1,62%	115,12%	-8,44%	9,52%	15,91%	6,39%
							M.O.=3,21%

Πηγή: Ameco, Eurostat, και επεξεργασία των στοιχείων από τις συγγραφείς

Προκειμένου ο λόγος του δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ να παραμείνει αμετάβλητος (δηλαδή  $\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = 0$ ) θα πρέπει, βάσει της σχέσης 4.2, το πρωτογενές έλλειμμα του προϋπολογισμού

να διαμορφωθεί ως εξής

$$\frac{G_t + TR_t - T_t}{Y_t} = (g_y - r) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} - \frac{F_t}{Y_t} \quad 4.3$$

Για παράδειγμα, εάν ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ μιας χώρας είναι 120%, το κόστος δανεισμού της 7% και ο ρυθμός οικονομικής της μεγέθυνσης 2% (υποθέτουμε ότι  $F_t/Y_t = 0$ ), τότε από την παραπάνω σχέση βρίσκουμε ότι το πρωτογενές πλεόνασμα που απαιτείται για την σταθεροποίηση του χρέους είναι 6%.

$$6,0\% = (7\% - 2\%)120\%$$

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζουμε την εξέλιξη του λόγου του χρέους της Γενικής Κυβέρνησης προς το ΑΕΠ στις 15 χώρες της ευρωζώνης

#### 4.2.2 Οι Προβλέψεις

Όπως θα δούμε παρακάτω η Ελλάδα θα χρειαστεί μέχρι το τέλος του 2014 να εξεύρει περίπου 71,25€δισ, εφ' όσον επιτευχθεί το αισιόδοξο σενάριο της μείωσης του δημοσιονομικού ελλείμματος από 12,7% το 2009 στο 2,57% το 2014.

Στις πρώτες τέσσερις γραμμές του Πίνακα 4-4 βλέπουμε τις προβλέψεις του *Economist*<sup>31</sup> αναφορικά με το ονομαστικό ΑΕΠ, το δημοσιονομικό έλλειμμα, το πρωτογενές έλλειμμα και τους τόκους, κατά την περίοδο 2010-2014. Από τις παραπάνω τέσσερις προβλέψεις μπορούμε να υπολογίσουμε τον *ονομαστικό ρυθμό μεγέθυνσης* και το *πρωτογενές πλεόνασμα ως ποσοστό του ΑΕΠ* (γραμμές 5, και 6 αντίστοιχα).

Πίνακας 4-4: Προβλέψεις

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ονομαστικό ΑΕΠ (€ δισ)	237,5	230,38	224,62	220,12	221,22	225,65
Δημοσιονομικό Έλλειμμα (€ δισ)	-30,2	-23,9	-19,4	-15	-10,8	-5,8
Πρωτογενές Έλλειμμα (€ δισ)	<b>-18,33</b>	-11,46	-5,25	1,07	6,90	13,15
Τόκοι (€ δισ)	<b>-11,88</b>	-12,44	-14,15	-16,07	-17,70	-18,95
Ονομαστικός Ρυθμός Μεγέθυνσης		-3,00%	-2,50%	-2,00%	0,50%	2,00%
Πρωτογενές Πλεόνασμα % του ΑΕΠ	-7,72%	-4,97%	-2,34%	0,49%	3,12%	5,83%
Κόστος Δανεισμού		5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Μεταβολή Χρέους % του ΑΕΠ (βλέπε σχέση 4.2)		14,04%	11,89%	9,27%	3,57%	-1,27%
Χρέος % του ΑΕΠ	<b>113,39%</b>	127,43%	139,33%	148,60%	152,17%	150,90%
Χρέος (€ δισ)	269,3	293,58	312,96	327,10	336,63	340,51
Μεταβολή του Χρέους (€ δισ)		24,28	19,38	14,14	9,53	3,88
Δημοσιονομικό Έλλειμμα % του ΑΕΠ	-12,72%	-10,37%	-8,64%	-6,81%	-4,88%	-2,57%

Επίσης υποθέτουμε το κόστος δανεισμού της ελληνικής οικονομίας είναι 5% (γραμμή 7), δηλαδή όσο το κόστος της ενίσχυσης που προσφέρεται στην Ελλάδα από τα μέλη της ευρωζώνης. Κατόπιν, βάσει των παραπάνω εκτιμήσεων, δηλαδή του ονομαστικού ρυθμού μεγέθυνσης, του κόστους δανεισμού, και το δημοσιονομικού ελλείμματος ως ποσοστό του ΑΕΠ,

<sup>31</sup> The Economist (2010b). "Greece's Bail-Out Math" *The Economist*, March 25<sup>th</sup>, p.64-66

και βάσει της σχέσης 4.2<sup>32</sup>, η οποία περιγράφει την δυναμική του χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ, μπορούμε να εκτιμήσουμε την μεταβολή του χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ (γραμμή 8).

Έχοντας εκτιμήσει την μεταβολή του χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ, εν συνεχεία βεβαίως βρίσκουμε το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ (γραμμή 9) και το χρέος σε απόλυτους αριθμούς (γραμμή 8).

---

<sup>32</sup> Υποθέτουμε ότι στην εν λόγω σχέση έχουμε  $\frac{F_t}{Y_t} = 0$

### **4.3 Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΑΘΕΤΗΣΗΣ ΠΛΗΡΩΜΩΝ**

Η κατά την προηγούμενη δεκαετία ιστορία των αθετήσεων πληρωμών από τα κράτη διδάσκει ότι αυτές δεν είναι και τόσο επώδυνες όσο παρουσιάζονται στην πραγματικότητα. Περισσότερες από δώδεκα αναπτυσσόμενες οικονομίες έχουν, κατά την προηγούμενη δεκαετία προβεί σε αναδιάρθρωση χρέους, χωρίς τεράστιες απώλειες στην παραγωγή και χωρίς να καταβάλουν μεγάλο τίμημα όσον αφορά τον αποκλεισμό τους από τις κεφαλαιαγορές ή τα υψηλότερα περιθώρια στις αποδόσεις των ομολόγων τους.

Με μερικές εξαιρέσεις (ειδικότερα αυτής της Αργεντινής) η διαδικασία αναδιάρθρωσης ήταν πολύ γρηγορότερη απ' ό, τι στις προηγούμενες περιπτώσεις αναδιάρθρωσης, με τις κυβερνήσεις και τους πιστωτές να έχουν κατορθώσει να εργαστούν από κοινού για την εξεύρεση μιας αποδεκτής, και για τα δυο μέρη, λύση. Σε μερικές περιπτώσεις δε οι κυβερνήσεις διαπραγματεύτηκαν με τους πιστωτές αναδιάρθρωση του χρέους πριν καν προβούν σε αθέτηση πληρωμής τόκων ή κεφαλαίου –η διαδικασία αυτή είναι γνωστή ως «**προληπτική**» **αναδιάρθρωση** του χρέους.

#### **4.3.1 Η Περίπτωση της Ουρουγουάης**

Το 2003 η Ουρουγουάη αναδιάρθρωσε όλο το εσωτερικό και εξωτερικό της χρέος, ανταλλάσσοντας παλαιά ομόλογα με νέα, τα οποία είχαν την ίδια ονομαστική αξία και το ίδιο τοκομερίδιο με τα παλαιά, αλλά μεγαλύτερη, μέχρι πέντε έτη, διάρκεια έως την λήξη τους. Η χώρα επέστρεψε στις κεφαλαιαγορές έναν μήνα αργότερα, ενώ το «κούρεμα», ή οι απώλεια των ομολογιούχων, ήταν μικρό, 13,3%, σε όρους καθαρής παρούσας αξίας.

Το παράδειγμα της Ουρουγουάης δείχνει ότι εάν η αναδιάρθρωση του χρέους γίνει με σωστό τρόπο, τότε δεν θα χρειαστούν μεγάλες θυσίες. Χώρες επίσης όπως η Τζαμάικα και η Μπελίζ προέβησαν πρόσφατα σε τέτοιου είδους αναδιάρθρωσεις χρέους.

Το πρόβλημα με την Ελλάδα έγκειται στην παρουσία των πολλών συμβολαίων ανταλλαγής του πιστωτικού κινδύνου (credit default swaps), για τα οποία υπάρχει αβεβαιότητα κατά πόσον μια προληπτική αναδιάρθρωση θα σήμαινε την ενεργοποίηση της ρήτρας αναφορικά με την επέλευση συμβάντος αθέτησης πληρωμών, οπότε και οι εκδότες αυτών των συμβολαίων θα πρέπει να αποζημιώσουν τους αγοραστές αυτών των συμβολαίων.

### 4.3.2 Το Κόστος μιας Πιθανής Αναδιάρθρωσης του Ελληνικού Χρέους

Από τα διαθέσιμα στοιχεία, φαίνεται ότι η λύση της αθέτησης πληρωμών είναι η μόνη συμφέρουσα λύση και για την Ελλάδα αλλά κυρίως για τους ξένους ομολογιούχους, οι οποίοι διακρατούν περίπου ελληνικά ομόλογα αξίας περίπου **€213 δισ.** Το ζητούμενο είναι τι μέρος από αυτό το ποσό βρίσκεται στα χέρια των ξένων τραπεζών.

Σύμφωνα με στοιχεία της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών, στο τέλος του 2009 οι ξένες τράπεζες είχαν δανείσει στην Ελληνική Κυβέρνηση, τον εγχώριο τραπεζικό και ιδιωτικό τομέα το ποσό της τάξεως των **€164 δισ.** Κατόπιν, σύμφωνα με εκτιμήσεις (της Royal Bank of Scotland), οι ξένες τράπεζες μεταξύ του 2005 και 2009 αγόρασαν κάτι λιγότερο από τα μισά ομόλογα που εξέδωσε το Ελληνικό δημόσιο. Αυτό σημαίνει ότι στους ισολογισμούς των ξένων τραπεζών θα πρέπει να βρίσκονται αξίας **€106δισ.**

**Πίνακας 4-5:** Ο Δανεισμός της Ελλάδος από τα Αλλοδαπά Τραπεζικά Ιδρύματα (Τέταρτο Τρίμηνο 2009)

Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα	% του Συνόλου Δημοσίων Ομολόγων	Αξία Ομολόγων του Δημοσίου (σε €δισ)	Αξία Λοιπού Δανεισμού (σε €δισ)
Γαλλίας	32	33,92	52
Γερμανίας	19	20,14	31
Ολλανδίας	5	5,30	8
Υπόλοιπης Ευρωζώνης	16	16,96	26
<b>Σύνολο Ευρωζώνης</b>	<b>72</b>	<b>76,32</b>	<b>117</b>
ΗΠΑ	7	7,42	10
Βρετανίας	6	6,36	12
Υπόλοιπου Κόσμου	15	15,90	25
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>100</b>	<b>106,00</b>	<b>164</b>

Πηγή: Bank for International Settlements και The Economist (2010).

Στον Πίνακα 4-1 βλέπουμε ότι, σύμφωνα με τα στοιχεία της BIS, στις Γαλλικές τράπεζες, βρίσκεται περίπου το 31% όλων των δανείων των αλλοδαπών τραπεζικών ιδρυμάτων προς στην Ελλάδα, ενώ στις τράπεζες όλης της ευρωζώνης βρίσκεται περίπου το 72% του συνόλου των παραπάνω δανείων. Και βάσει της υπόθεσης ότι ξένες τράπεζες διακρατούν ελληνικά ομόλογα αξίας €106 δισ, προκύπτει η εκτίμηση ότι στον ισολογισμό των γαλλικών τραπεζών υπάρχουν ελληνικά ομόλογα αξίας €33,92 δισ, ενώ στο ισολογισμό των τραπεζικών ιδρυμάτων ολόκληρης της ευρωζώνης υπάρχουν €76,32 δισ ελληνικών κρατικών ομολόγων.

Υπάρχει λοιπόν ένα ισχυρό κίνητρο οι χώρες ευρώ-ζώνης να αφήσουν την Ελλάδα να προβεί σε αθέτηση πληρωμών. Συγκεκριμένα, εάν οι απώλειες των ομολογιούχων ανέλθουν στο 70%, τότε αναμένεται ότι θα χάσουν περίπου €53,4 δισ. ( $=70\% \times €76,32$  δισ). Αυτό το ποσό βεβαίως είναι πολύ μικρό σε σχέση με το πακέτο διάσωσης που έχει δοθεί.

Οι τράπεζες στην Ελλάδα έχουν στους ισολογισμούς τους Ελληνικά ομόλογα αξίας €38,4 δισ, ποσό που ανέρχεται περίπου στο 8% του συνολικού ενεργητικού τους<sup>33</sup>.

---

<sup>33</sup> The Economist (2010). "The Cracks Spread and Widen." *The Economist*, May 1<sup>st</sup>, pp. 65-67

## 5 ΣΥΝΟΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Μια από τις βασικές αιτίες για την εκδήλωση της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης υπήρξε η αυξανόμενη χρήση της δυνατότητας τιτλοποίησης δανείων, μια πρακτική η οποία είχε ξεκινήσει ήδη από τη δεκαετία του 1980 και η οποία έδωσε την δυνατότητα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να χαλαρώσουν κατά πολύ τα κριτήρια χρηματοδότησης, καθώς απέκτησαν την δυνατότητα, λόγω της τιτλοποίησης, να μεταθέτουν τον πιστωτικό κίνδυνο που ενέχει η δανειοδότηση πελατών. Βάσει αυτής της διαδικασίας, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πωλούν απαιτήσεις κατά των πελατών τους (δηλαδή τα δάνεια τους) σε εταιρείες ειδικού σκοπού, οι οποίες εκδίδουν ομόλογα, γνωστά ως *asset backed securities* (ABS), τα οποία στη συνέχεια τα πωλούν στο ευρύ επενδυτικό κοινό.

Ωστόσο η πρακτική της τιτλοποίησης έλαβε, κατά την διάρκεια των τελευταίων ετών, μεγάλες διαστάσεις, με αποτέλεσμα την έκδοση *ομολόγων CDOs*, (*collateralized debt obligations*), τα οποία βασίζονταν στα ομόλογα ABS, δηλαδή στα αρχικά ομόλογα που εκδίδονται βάσει της πρακτικής της τιτλοποίησης. Τα CDOs όμως, γνωστά και ως «τοξικά ομόλογα», δεν αποτελούσαν συνήθως αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε δευτερογενή αγορά, και επομένως, δεν υπήρχαν για αυτά πάντοτε τιμές. Επιπλέον, η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των εκδοτών των «τοξικών» ομολόγων (δηλαδή των σχημάτων CDOs) δεν ήταν πάντοτε ορθή. Οι αγοραστές είτε των ομολόγων ABS είτε των ομολόγων CDOs εισέπρατταν περιοδικά το τοκομερίδιο, η πληρωμή του οποίου βασιζόταν στις ταμειακές ροές που δημιουργούσαν τα δάνεια που είχαν τιτλοποιηθεί.

Όταν, λοιπόν, στις ΗΠΑ, οι δανειολήπτες των τιτλοποιηθέντων στεγαστικών δανείων άρχισαν να αδυνατούν αν εκπληρώσουν τις δανειακές τους υποχρεώσεις, τότε οι αγοραστές των CDOs βρέθηκαν να έχουν στην κατοχή τους ομόλογα με πολύ χαμηλή αποτίμηση. Στους κατόχους αυτών των ομολόγων συμπεριλαμβάνονταν και ορισμένες τράπεζες (όπως και θυγατρικές τους στις οποίες είχαν δώσει εγγυήσεις αγοράς των τίτλων) με αποτέλεσμα οι εν λόγω τράπεζες να βρεθούν εκτεθειμένες σε σοβαρά προβλήματα τόσο φερεγγυότητας (διότι έπρεπε να καταγράψουν ζημίες από τα ομόλογα) όσο και ρευστότητας (που όφειλαν στις θυγατρικές τους). Αυτό δημιούργησε συνθήκες αβεβαιότητας στην αγορά, καθώς δεν ήταν στην αρχή (καλοκαίρι



2007) γνωστό ποιες τράπεζες είχαν προβλήματα και σε ποια έκταση. Με τη σειρά του, αυτό είχε ως αποτέλεσμα να αρχίσουν να ανεβαίνουν τα επιτόκια στη διατραπεζική αγορά.

Ο ελληνικός τραπεζικός κλάδος άρχισε να απελευθερώνεται σταδιακά από τα τέλη της δεκαετίας '80, όταν η δράση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στην Ελλάδα άρχισε να απαγκιστρώνεται από τις αποφάσεις της Νομισματικής Επιτροπής της Τραπεζής της Ελλάδος, οι οποίες καθόριζαν με σαφήνεια τις επιτρεπόμενες δράσεις από πλευράς πιστωτικών ιδρυμάτων. Σήμερα, 20 περίπου χρόνια μετά την απορρύθμιση, ένα από τα βασικά χαρακτηριστικά του Ελληνικού τραπεζικού κλάδου είναι η μεγάλη συγκέντρωση του καθώς οι 5 μεγαλύτερες εμπορικές τράπεζες, ήτοι Εθνική Τράπεζα, Alpha Bank, EFG Eurobank, Εμπορική Τράπεζα και Τράπεζα Πειραιώς, ελέγχουν το 70% περίπου της συνολικής τραπεζικής αγοράς<sup>34</sup>.

Είδαμε, σε γενικό επίπεδο, ότι η εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης δεν επηρέασε συνολικά την πιστωτική επέκταση των εγχωρίων πιστωτικών ιδρυμάτων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, ωστόσο, σε μεμονωμένη βάση, η κρίση είχε ως αποτέλεσμα την μείωση των δανείων προς τις επιχειρήσεις ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού των εγχωρίων πιστωτικών ιδρυμάτων κατά 328 μονάδες βάσης, και την αύξηση των δανείων προς τα νοικοκυριά ως ποσοστό του ενεργητικού κατά 311 μονάδες βάσης. Αναφορικά με την αύξηση της δανειοδότησης των νοικοκυριών βρήκαμε ότι το μέσο ύψος της στεγαστικής πίστης ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού των εγχωρίων πιστωτικών ιδρυμάτων αυξήθηκε από 15,06% κατά 2,19%, ενώ μικρότερη αύξηση σημείωσε η καταναλωτική πίστη, η οποία αυξήθηκε από 7,14% κατά 89 μονάδες βάσης.

Εν συνεχεία, εξετάσαμε την επίδραση της πιστωτικής κρίσης στην ανταγωνιστικότητα 6 κορυφαίων ελληνικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών: Alpha Bank, Emporiki, Eurobank, Τράπεζα Πειραιώς, Εθνική Τράπεζα, και Αγροτική Τράπεζα.

Συλλέγοντας λοιπόν ένα δείγμα αποτελούμενο από 6 διαστρωματικά στοιχεία (τράπεζες) και 5 διαχρονικά στοιχεία (χρήσεις της περιόδου 2004-2008), εκτιμήσαμε την επίδραση που είχε η οικονομική κρίση είτε α) στους δείκτες αποδοτικότητας, είτε β) σε κάποιους ειδικούς δείκτες αξιολόγησης των τραπεζικών ιδρυμάτων, όπως είναι ο δείκτης καταθέσεων προς το ενεργητικό και ο δείκτης δανείων προς το ενεργητικό. Τα αποτελέσματα της οικονομετρικής ανάλυσης μας

---

<sup>34</sup> Γεωργιάδης, Ν. (2005). "Η Πορεία των Οικονομικών Μεγεθών των Μεγάλων Εμπορικών Τραπεζών το Β' Εξάμηνο του 2005." *Investment Research & Analysis Journal*, Σεπτέμβριος.

έδειξαν ότι η εκδήλωση της κρίσης δεν επηρέασε την αποδοτικότητα του συνολικού ενεργητικού των υπό εξέταση τραπεζών, καθώς και κατά την περίοδο 2004-2006 (περίοδο δηλαδή προ της εκδήλωσης της κρίσεως) αλλά και κατά την περίοδο 2007-2008 (περίοδο κατά και μετά την εκδήλωση της κρίσεως) η αποδοτικότητα του συνολικού ενεργητικού παρέμεινε αμετάβλητη στο 1,10%.

Εν συνεχεία, είδαμε ότι η εκδήλωση της οικονομικής κρίσης είχε θετική επίδραση στο ύψος των καταθέσεων, χωρίς όμως να επηρεάσει τον λόγο των καταθέσεων προς το συνολικό ενεργητικό. Τέλος, η κρίση δεν φάνηκε να λειτούργησε συσταλτικά στην δανειοδοτική πολιτική των τραπεζών. Συγκεκριμένα, και το ύψος των δανείων σημείωσε αύξηση κατά €17,4δισ, αλλά και ο λόγος των δανείων ως ποσοστό του ενεργητικού, στα 6 υπό εξέταση τραπεζικά ιδρύματα, κατά 7%, από 63,80% στο %70,80.

Από τα αποτελέσματα της ανάλυσης μας προκύπτει το συμπέρασμα ότι η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση φαίνεται ότι δεν επηρέασε σημαντικά την κερδοφορία των τραπεζικών ιδρυμάτων, καθώς τα εγχώρια τραπεζικά ιδρύματα δεν διατηρούσαν στο χαρτοφυλάκιό τους (δομημένα) ομόλογα των οποίων οι τιμές, συνεπεία της κρίσης, μειώθηκαν σε μεγάλο βαθμό. Ως εκ τούτου δεν ήταν υποχρεωμένες να καταγράψουν ζημίες από τέτοια ομόλογα. Τα ελληνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δεν χρειάστηκε να επενδύσουν σε τέτοιου είδους ομόλογα, καθώς, η ανάπτυξή τους, κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών, βασίστηκε, αφ' ενός μεν, στην επέκταση της δραστηριότητάς τους στη στεγαστική και την καταναλωτική πίστη, η οποία απελευθερώθηκε στην Ελλάδα την ίδια εποχή που οι ξένες τράπεζες άρχισαν να επενδύουν σε αυτά τα ομόλογα ελλείψει άλλων πηγών κερδοφορίας, αφ' ετέρου δε στη επέκταση των δραστηριοτήτων τους στην βαλκανική αγορά.

Ωστόσο, η χρηματοπιστωτική κρίση έπληξε έμμεσα την ελληνική οικονομία αυξάνοντας το κόστος χρήματος εξαιτίας της διστακτικότητας των Τραπεζών να δανείσει η μία την άλλη. Το κόστος αυτό επηρεάζει το κόστος δανεισμού τόσο των ιδιωτών όσο και των επιχειρήσεων. Επίσης, η κρίση ανέδειξε τα διαχρονικά διαρθρωτικά προβλήματα που επιβαρύνουν την ελληνική οικονομία επί έτη, και τα οποία δημιούργησαν την κρίση χρέους.

Η μόνη εφικτή και σχετικά λιγότερο επώδυνη λύση από την προαναφερθείσα κρίση είναι η αναδιάρθρωση του χρέους για δυο λόγους.

Κατ' αρχάς, βάσει των προβλέψεων για ανάκαμψη της Ελληνικής οικονομίας μετά το 2013 (2013:0.5% μεγέθυνση, 2014:2% μεγέθυνση) και της πορείας της δημοσιονομικού ελλείμματος (πτώση από 12,27% το 2009 στο 2,57% το 2014), το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ αναμένεται να σταθεροποιηθεί στο 150,9% το 2014. Για την επίτευξη αυτού του αποτελέσματος θα χρειαστεί η μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος από 12,7% το 2009 στο 2,57% το 2014, ενώ θα απαιτηθεί η Ελλάδα να εξασφαλίσει μέχρι το 2014 περίπου 71,25€δισ.

Δεύτερον, η λύση της αναδιάρθρωσης του χρέους με απώλειες της τάξεως του 70% θα κοστίζει στους ομολογιούχους περίπου 53€ δισ, τα μισά δηλαδή σε σχέση με το πακέτο διάσωσης των 110€ δισ. Πιθανώς, δεν άφησαν την Ελλάδα να προβεί τώρα σε αναδιάρθρωση του χρέους της λόγω του φόβου της διασποράς της κρίσης και σε άλλες προβληματικές χώρες της ευρωζώνης όπως η Ισπανία, η Πορτογαλία, και η Ιταλία.

Αναμφισβήτητα θα είναι εξαιρετικά δύσκολο για την Ελλάδα να εφαρμοστούν τέτοιες περικοπές στον προϋπολογισμό της και συγχρόνως να ανακάμψει από την ύφεση. Θα χρειαστεί λοιπόν πρώτη τιμών και μισθών προκειμένου η Ελλάδα να επανακτήσει την ανταγωνιστικότητα της, η οποία είναι απαραίτητη για μια διατηρήσιμη ανάπτυξη. Η πτώση των τιμών όμως θα παρασύρει, βραχυπρόθεσμα, το ονομαστικό ΑΕΠ, καθιστώντας έτσι την μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος ακόμη πιο δύσκολη.

Ο μεγαλύτερος κίνδυνος στις περισσότερες περιπτώσεις αναδιάρθρωσης του χρέους είναι η προσπάθεια των κυβερνήσεων να αποφύγουν το αναπόφευκτο. Τον δε μεγαλύτερο κίνδυνο αποτελεί η παθολογική αναβλητικότητα μιας κυβέρνησης όταν είναι προφανής η μη βιωσιμότητα των οικονομικών συγκυριών, και ο μανιώδης και καταστροφικός (για τις επόμενες γενεές) δανεισμός έκτακτης ανάγκης, όταν η κατάσταση είναι προφανές ότι οδηγείται στην λύση της αναδιάρθρωσης.

**Ο Laurenti ανέφερε ότι η Ελλάδα δαπανά περισσότερα χρήματα από όσα μπορούν να αντέξει και αναμένεται να συσσωρεύσει ένα επιπλέον έλλειμμα περίπου 50 δισ. ευρώ τα επόμενα τρία χρόνια. Επιπλέον τόνισε ότι η Ελλάδα πρέπει να μετακυλήσει πάνω από περίπου 70 δισεκατομμύρια ευρώ του χρέους κατά τα επόμενα δύο χρόνια, είπε. Τα 110 δισ. ευρώ (πακέτο) είναι πολλά χρήματα και αυτό δεν είναι αρκετό”,** δήλωσε ο Laurenti. **“Πιστεύω ότι το μεγάλο λάθος από το ΔΝΤ (Διεθνές Νομισματικό Ταμείο) και την Ευρώπη**

είναι ότι έχει να προσπαθήσει να ξεγελάσει τις αγορές και να τους πει ότι αυτό είναι πραγματικά το τέλος (της ελληνικής κρίσης). Δεν είναι,” είπε.

Το πακέτο διάσωσης της Ε.Ε. του ΔΝΤ, είπε, βοηθά τους ευρωπαίους αξιωματούχους να κερδίσουν χρόνο και να δημιουργήσουν ένα ρυθμιστικό πλαίσιο προστασίας. **“Ας ελπίσουμε ότι η ευρωπαϊκή οικονομία θα είναι σε πολύ καλύτερη κατάσταση σε δύο χρόνια για να απορροφήσει μια ελληνική χρεοκοπία”**, πρόσθεσε. Ο Laurenti ανέφερε ακόμη ότι αναμένει από το ευρώ να υποχωρήσει κάτω από το 1,25 σε σχέση με το δολάριο. **“Θα γίνει αργά ή γρήγορα. Μπορεί να είναι σε λίγες εβδομάδες»**, είπε. Τονίζει μάλιστα ότι η αν η ΕΚΤ αποφασίσει να προχωρήσει στην αγορά των ελληνικών κρατικών ομολόγων και ενδεχομένως κι άλλων χωρών για να σταματήσει η κρίση του χρέους που απειλεί την επιβίωση ευρώ, αυτό θα είναι βασικά το τέλος της ΕΚΤ τον τρόπο που ξέρουμε». **“Εάν η ΕΚΤ αποφασίσει να αγοράσουν (οι κυβερνήσεις) ομόλογα, ονομαστικοποιώντας με όρους νομισμάτων το χρέος ορισμένων από αυτές τις χώρες, σημαίνει ότι όλα τα σκληρά περί αξιοπιστίας και πειθαρχίας που έχει πασχίσει να εδραιώσει η ΕΚΤ θα πρέπει να χαθούν εν μια νυκτί. “Αν συμβεί αυτό, θα μπορούσα εύκολα να δείτε το ευρώ πάει στο ένα προς ένα έναντι του δολαρίου,”** Η Mesirow Financial, με έδρα το Σικάγο των ΗΠΑ, είχε υπό διαχείριση κεφάλαια ύψους περίπου 37 δισεκατομμυρίων δολαρίων στο τέλος του 2009.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Ελληνική

1. EFG Eurobank (2006). “Το Περιθώριο Επιτοκίων Χορηγήσεων-Καταθέσεων στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη.” *Οικονομία και Αγορές*, 21 Φεβρουαρίου
2. Kantor Capital (2006). Επισκόπηση Τραπεζικού Τομέα 2005.
3. Αθανασίου, Ε. (2006). “Προοπτικές του Δανεισμού των Νοικοκυριών στην Ελλάδα και η Σημασία τους για την Ανάπτυξη.” *Κέντρο Προγραμματισμού Και Οικονομικών Ερευνών*, 84, Ιανουάριος.
4. Γεωργιάδης, Ν. (2005). “Η Πορεία των Οικονομικών Μεγεθών των Μεγάλων Εμπορικών Τραπεζών το Β’ Εξάμηνο του 2005.” *Investment Research & Analysis Journal*, Σεπτέμβριος.
5. Ελληνική Ένωση Τραπεζών (2008). *Η Συμβολή του Τραπεζικού Συστήματος στην Ελληνική Οικονομία*. Ιούλιος.
6. Καραβίτης, Ν. (2008). *Δημόσιο Χρέος & Έλλειμμα*. Αθήνα: εκδόσεις Διόνικος
7. Καραμούζης, Ν. (2008). *Σεμινάρια και Διαλέξεις σε σύγχρονα τραπεζικά θέματα*, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής.
8. Κράλογλου, Σ. και Καραγεώργου, Ε. (2008). *Γ. Αλογοσκούφης: Έως 28 δισ. ευρώ για την Στήριξη των Τραπεζών*. [online]. 15 Οκτωβρίου, Διαθέσιμο από: <http://www.capital.gr/news.asp?details=597536>.
9. Μαλλιάρopoulos, Δ. (2006). “Τραπεζικά Επιτόκια και Πληθωρισμός: Χρεώνουν οι Ελληνικές Τράπεζες Υπερβολικά Υψηλά Επιτόκια;” *Οικονομία και Αγορές*, 21 Φεβρουαρίου.
10. Σκάι.gr (2008). *Διευκρινίσεις για τα 28 δισ ευρώ*. [online]. 30 Οκτωβρίου. Διαθέσιμο από: [http://www.skai.gr/master\\_story.php?id=98472](http://www.skai.gr/master_story.php?id=98472)
11. Χαρδουβέλης, Γ. (2008). “Διεθνής Χρηματοοικονομική Κρίση 2007 και Οικονομικές Επιπτώσεις.”

### Ξενόγλωσση

12. Blanchard, O. (2000). *Macroeconomics*. 2nd ed. Prentice Hall International, Inc.

13. Green, W. (2000). *Econometric Analysis*. 4<sup>th</sup>ed. Prentice Hall International, Inc.
14. Karafolas, S. (2005). "Greek banks in Balkan countries: an examination of the network created and its importance for the parent banks." *International conference*, "Innovation, Entrepreneurship and Competitiveness in Balkan and Black Sea countries", TEI of Kavala and TEI of Thessalonica, 3-5 November.
15. Myer, T., Duesenberry, J, and Aliber, R. (1993). *Money, Banking, and the Economy*. 5<sup>th</sup> ed. W.W. Norton & Company.
16. Petroff, E. (2008). *Who is to Blame for the Subprime Crisis?* [online]. Available from:<http://www.investopedia.com/articles/07/subprime-blame.asp>
17. The Economist (2010). "The Cracks Spread and Widen." *The Economist*, May 1<sup>st</sup> , pp. 65-67
18. The Economist (2010b). "Greece's Bail-Out Math" *The Economist*, March 25<sup>th</sup>, p.64-66
19. The Economist, (2006). "Who Wants to be a Trillionaire?" *The Economist*, October 26<sup>th</sup>.
20. Tully, S. (2007). "Wall Street's money Machine Breaks Down." *Fortune*, November 26, European edition.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α: Η ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

Εφ' όσον τα κρατικά ομόλογα εκδίδονται προκειμένου να χρηματοδοτήσουν το δημόσιο χρέος, έπεται ότι  $\Delta GS_t = B_t$ , άρα θα έχουμε τα ακόλουθα

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1+r) \frac{B_{t-1}}{Y_t} + \frac{G_t + TR_t - T_t - \Delta GS_t}{Y_t} + \frac{F_t}{Y_t} \quad \text{A.1}$$

Πολλαπλασιάζοντας και διαιρώντας με  $Y_{t-1}$ , δηλαδή το ονομαστικό ΑΕΠ την περίοδο  $t-1$ , το πρώτο κομμάτι του δευτέρου μέρους στη παραπάνω σχέση μας δίνει

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1+r) \frac{B_{t-1}}{Y_t} \frac{Y_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{\bar{G}_t + TR_t - T_t - \Delta GS_t}{Y_t} + \frac{F_t}{Y_t} \quad \text{A.2}$$

Εν συνεχεία συμβολίζοντας με  $g_y$  τον ρυθμό μεγέθυνσης του ονομαστικού ΑΕΠ μιας οικονομίας, θα έχουμε

$$Y_t = (1+g_y) Y_{t-1} \quad \text{A.3}$$

Επομένως συνδυάζοντας τις σχέσεις (1.9) και (1.8) θα έχουμε

$$\begin{aligned} \frac{B_t}{Y_t} &= \frac{1+r}{1+g_y} \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t + TR_t - T_t - \Delta GS_t}{Y_t} + \frac{F_t}{Y_t} \approx \\ &\approx (1+r-g_y) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t + TR_t - T_t - \Delta GS_t}{Y_t} + \frac{F_t}{Y_t} \end{aligned}$$

Δηλαδή

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r-g_y) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t + TR_t - T_t - \Delta GS_t}{Y_t} + \frac{F_t}{Y_t} \quad \text{A.4}$$