

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΣΧΟΛΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΠΜΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ
ΜΕ ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ



Διπλωματική Εργασία για το ΠΜΣ Χρηματοοικονομική Ανάλυση για Στελέχη

*«Χρηματοδότηση τραπεζών του ‘Ευρωπαϊκού νότου’ από τράπεζες του
‘Ευρωπαϊκού βορά’ πριν την κρίση – Πού πήγαν τα χρήματα;»*

ΒΕΓΙΑΝΝΗΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ ΡΑΦΑΗΛ (ΜΧΑΝ 1706)

Επιβλέπων Καθηγητής:

Αντζουλάτος Α. Άγγελος

Τριμελής Επιτροπή:

Καθηγητής Α. Αντζουλάτος,

Καθηγητής Εμ. Τσιριτάκης,

Αν.Καθηγητής Ν.Κουρογένης

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, ΜΑΡΤΙΟΣ 2019

Ευχαριστίες:

Σε καμία περίπτωση δεν θα ήμουν στη θέση να παραδεχτώ ότι αυτό το δύσκολο, απαιτητικό και συνάμα ευχάριστο ταξίδι, έφθασε στο τέλος του, χωρίς και τη συμβολή όλων των 'συνταξιδιωτών'.

Για το λόγο αυτό, νιώθω την υποχρέωση να ευχαριστήσω το Πανεπιστήμιο Πειραιώς και όλους τους καθηγητές του Μεταπτυχιακού Προγράμματος για την ευκαιρία, τις γνώσεις και φυσικά τα θετικά ερεθίσματα που μου παρείχαν όλο το διάστημα.

Αναμφίβολα, η παρούσα διπλωματική εργασία δεν θα μπορούσε να είχε εκπονηθεί, χωρίς την αμέριστη και πολύτιμη βοήθεια, συμπαράσταση και καθοδήγηση, από τον καθηγητή κ.κ. Αντζουλάτο Άγγελο.

Φυσικά, ξεχωριστό ευχαριστώ στα μέλη που δέχτηκαν να απαρτίσουν την επιτροπή, τους κ.κ. Κουρογένη Νικόλαο και κ.κ. Τσιριτάκη Εμμανουήλ.

Κλείνοντας, ως ελάχιστη ευγνωμοσύνη, οφείλω ένα μεγάλο ευχαριστώ στους γονείς μου, Νικόλαο και Πατρούλα, στην αδερφή μου, Ειρήνη, και στον Κωνσταντίνο, για την αδιάλειπτη στήριξη, ηθική συμπαράσταση, κατανόηση, εμπύχωση, καθοδήγηση, μα πάνω από όλα επειδή πίστεψαν και πιστεύουν σε μένα, δίνοντάς μου την απαιτούμενη δύναμη να συνεχίσω. Άλλωστε, όπως έχει πει ο Γουίνστον Τσόρτσιλ:

«Η επιτυχία δεν είναι οριστική. Η αποτυχία δεν είναι ολέθρια.

Αυτό που μετράει είναι το σθένος να συνεχίσουμε...»

*Στους γονείς μου, Νικόλαο και Πατρούλα
& στην αδερφή μου, Ειρήνη...*

*«Δηλώνω ότι είμαι ο συγγραφέας της παρούσας διπλωματικής εργασίας με τίτλο **“Χρηματοδότηση των τραπεζών του ‘Ευρωπαϊκού νότου’ από τράπεζες του ‘Ευρωπαϊκού βορά’ πριν την κρίση – Πού πήγαν τα χρήματα;”** που συντάχθηκε στα πλαίσια του ΠΜΣ στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση για Στελέχη και παραδόθηκε το μήνα Μάρτιο του 2019. Η αναφερόμενη εργασία δεν αποτελεί αντιγραφή, ούτε προέρχεται από ανάθεση σε τρίτους. Οι πηγές που χρησιμοποιήθηκαν αναφέρονται σαφώς στη βιβλιογραφία και στο κείμενο, ενώ κάθε εξωτερική βοήθεια, αν υπήρξε, αναγνωρίζεται ρητά.»*

Περίληψη

Η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος σήμανε την αρχή της απρόσκοπτης ροής κεφαλαίων ανά τον κόσμο, διαμέσου και του τραπεζικού συστήματος με τη μορφή χρηματοδοτήσεων. Ιδιαίτερη ανάπτυξη γνώρισε και στην Ευρώπη τη δεκαετία του 2000, μέχρι το ξέσπασμα της πρόσφατης παγκόσμιας κρίσης, η οποία είχε άμεση επίδραση στις διεθνείς αγορές, στο τραπεζικό σύστημα και στην οικονομία κάθε χώρας. Η παρούσα έρευνα εστιάζει στις χρηματοδοτήσεις των τραπεζών του 'νότου' της Ευρώπης από τις τράπεζες του 'βορά' πριν την εμφάνιση της κρίσης και προσπαθεί να ανακαλύψει εάν μέσω αυτών των κεφαλαίων χρηματοδοτήθηκε ο κλάδος των ακινήτων. Η περίοδος που θα επικεντρωθούμε είναι από το 2005 έως και το 2009, έχοντας δεδομένα που αφορούν στις τιμές των ακινήτων, στη μεταβολή του ΑΕΠ, στην ανεργία, στην απόδοση των δεκαετών κρατικών ομολόγων και στις ξένες απαιτήσεις που αφορούν τις χώρες της Ελλάδας, Ιταλίας, Ισπανίας, Πορτογαλίας, Ιρλανδίας, Γαλλίας, Γερμανίας, Φινλανδίας, Ολλανδίας και Ηνωμένου Βασιλείου, σε τριμηνιαία βάση. Χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος ανάλυσης των ελαχίστων τετραγώνων για panel δεδομένα. Τα αποτελέσματα ανέδειξαν τη θετική σχέση των εν λόγω χρηματοδοτήσεων με τις μεταβολές στις τιμές των ακινήτων. Ωστόσο, ενδιαφέρον παρουσιάζει η αρνητική σχέση των ίδιων τιμών με τις αποδόσεις των δεκαετών κρατικών ομολόγων.

Λέξεις κλειδιά: Χρηματοδοτήσεις, τράπεζες, τιμές ακινήτων, Ευρώπη, κρατικά ομόλογα

Abstract

The liberalization of the financial system has meant the beginning of a seamless capital flow around the world, through the financial system in the form of funding. Particular growth also took place in Europe in the 2000s until the outbreak of the crisis, which had a direct impact on the banking system and the economy of each country. This research focuses on the financing of the banks of the 'European south' by the banks of the 'north' before the crisis and is trying to find out if through these funds the real estate sector was financed. The period that this research concentrates on is from 2005 to 2009, with data on real estate prices, GDP change, unemployment, ten-year government bond yields and foreign claims for the countries of Greece, Italy, Spain, Portugal, Ireland, France, Germany, Finland, the Netherlands and the United Kingdom, on a quarterly basis. The least squares analysis method for panel data was used. The results reveal a positive relationship between bank funding and changes in property prices. However, the negative relationship between the same prices and the yields of ten-year government bonds is also interesting.

Key words: Financing, banks, property prices, Europe, government bonds

Πίνακας περιεχομένων

Περίληψη.....	4
Λέξεις κλειδιά: Χρηματοδοτήσεις, τράπεζες, τιμές ακινήτων, Ευρώπη, κρατικά ομόλογα	4
Abstract	5
Key words: Financing, banks, property prices, Europe, government bonds	5
Συνοπτικός Κατάλογος Πινάκων	7
Συνοπτικός Κατάλογος Σχημάτων	7
Συνοπτικός Κατάλογος Διαγραμμάτων	7
Συντομογραφίες	8
Εισαγωγή	9
Κεφάλαιο 1 ^ο – Εισαγωγή στην Τραπεζική	11
1.1 Το χρηματοοικονομικό σύστημα.....	11
1.2 Ισολογισμός	14
1.2.1 Στοιχεία Ενεργητικού:	14
1.2.2 Στοιχεία Παθητικού:	18
1.3 Αποτελέσματα χρήσεως – Πηγές εσόδων και εξόδων.....	22
1.4 Τράπεζες και Αρχές.....	27
1.5 Ασύμμετρη πληροφόρηση.....	30
Κεφάλαιο 2 ^ο – Σύνθετες αλληλεπιδράσεις μεταξύ τραπεζών, οικονομίας και αγορών, απρόβλεπτοι κίνδυνοι	31
Κεφάλαιο 3 ^ο – Έρευνα Βιβλιογραφίας.....	34
3.1. «Πλημμύρα» από τις ροές κεφαλαίων.....	34
3.2. Τί σηματοδοτεί το κλείσιμο της «στρόφιγγας»;.....	40
Κεφάλαιο 4 ^ο – Εμπειρική μελέτη	44
4.1 Συλλογή και επεξεργασία δεδομένων.....	44
4.2 Τεχνικές λεπτομέρειες.....	47
Κεφάλαιο 5 ^ο - Αποτελέσματα	48
Κεφάλαιο 6 ^ο - Συμπεράσματα.....	53
Βιβλιογραφικές παραπομπές.....	55
Παραρτήματα.....	57

Συνοπτικός Κατάλογος Πινάκων

- Πίνακας 1 Απλοποιημένος Ισολογισμός τυπικής τραπεζής
- Πίνακας 2 Αποτελέσματα Χρήσεως τυπικής τραπεζής (Έσοδα – Έξοδα)
- Πίνακας 3 Τραπεζικοί κίνδυνοι & Στρεβλά κίνητρα
- Πίνακας 4 Αναμενόμενα πρόσημα
- Πίνακας 5 Συγκεντρωτικός πίνακας αποτελεσμάτων
- Πίνακας 6 Δεδομένα
- Πίνακας 7 Αποτελέσματα

Συνοπτικός Κατάλογος Σχημάτων

- Σχήμα 1 Αλληλεπίδραση Τραπεζικών Κινδύνων

Συνοπτικός Κατάλογος Διαγραμμάτων

- Διάγραμμα 5.1: Σχέση τιμών ακινήτων Ελλάδας- Ροής κεφαλαίων, 2005-2009
- Διάγραμμα 5.2: Σχέση τιμών ακινήτων Ιταλίας- Ροής κεφαλαίων, 2005-2009
- Διάγραμμα 5.3: Σχέση τιμών ακινήτων Πορτογαλίας-Ροής κεφαλαίων, 2005-2009
- Διάγραμμα 5.4: Σχέση τιμών ακινήτων Ισπανίας- Ροής κεφαλαίων, 2005-2009
- Διάγραμμα 5.5: Σχέση τιμών ακινήτων Ιρλανδίας- Ροής κεφαλαίων, 2005-2009

Συντομογραφίες

ΟΟΣΑ (OECD)	Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (Organisation for Economic Co-operation and Development)
BIS	Banking International Settlement
CBS	Consolidated Banking Statistics
ΑΕΠ (GDP)	Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (Gross Domestic Product)
ΕΚΤ (ECB)	Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (European Central Bank)
ROE	Return On Equity (Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων)
ROA	Return On Assets (Απόδοση Στοιχείων Ενεργητικού)

Εισαγωγή

Έχει πλέον εδραιωθεί η αντίληψη ότι τα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια, δηλαδή το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών, αποτελούν το ισχυρότερο κανάλι με το οποίο η διεθνής αγορά και οι χρηματαγορές επηρεάζουν την οικονομία κάθε κράτους. Αν και η αξιοποίησή τους αποτελεί δύσκολο έργο, μπορούν να συμβάλλουν στην οικονομική ανάπτυξη, αφού επιτρέπουν τη χρηματοδότηση ελλειμμάτων, παρέχουν περισσότερες επενδυτικές επιλογές, δημιουργούν καλύτερα κίνητρα για μια περισσότερο ανταγωνιστική οικονομία, χρηματοδοτούν άμεσες ξένες επενδύσεις και παρέχουν μεγαλύτερη και χαμηλότερου κόστους χρηματοδότηση στους οικονομικούς παράγοντες κάθε χώρας.

Ωστόσο, όσο επιτυχημένη και να είναι μια οικονομική πολιτική, η συνεχής εισροή ή και εκροή κεφαλαίων σε και από μια χώρα, είναι μαθηματικά αποδεδειγμένο ότι οδηγεί σε ανισορροπίες. Αυτές οι ανισορροπίες φέρουν μαζί τους και τις άμεσες παρενέργειες, όπως ο υψηλός πληθωρισμός, υπερεπενδύσεις, διευρυνόμενα ελλείμματα, υπερδανεισμό και κυρίως, έκθεση σε σοβαρούς κινδύνους. Μιλούμε δηλαδή για έναν δυναμικό κύκλο ο οποίος ξεκινά με την οικονομική ανάπτυξη, τις αισιόδοξες προσδοκίες και την εισροή κεφαλαίων, περνούμε στις ανισορροπίες, τις οποίες ακολουθούν οι λεγόμενες 'φούσκες', για να καταλήξουμε να ερχόμαστε αντιμέτωποι με τα λεγόμενα 'αναμενόμενα ατυχήματα', δηλαδή με τις κρίσεις και τις επιπτώσεις αυτών.

Οι 'φούσκες' αναφέρονται σε υπέρμετρες αυξήσεις τιμών, οι οποίες δεν δικαιολογούνται από τα οικονομικά στοιχεία και αναπόφευκτα θα 'σπάσουν'. Στην πρώτη φάση του προαναφερόμενου κύκλου, η μεγαλύτερη διαθεσιμότητα δανείων από τις τράπεζες, εξαιτίας βέβαια και της αυξημένης ρευστότητας από τα εισρεόμενα κεφάλαια, αυξάνει τα προς επένδυση διαθέσιμα χρήματα και τη ζήτηση, αυξάνοντας τιμές, όπως των ακινήτων. Ωστόσο, οι οικονομικοί παράγοντες δεν είναι διατεθειμένοι να αγοράζουν εσαεί υπερτιμημένα ακίνητα, των οποίων οι τιμές, στο ξέσπασμα της 'φούσκας', θα είναι ευάλωτες για πτώση.

Ύστερα από την απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος παγκοσμίως, παρατηρήθηκαν έντονες ροές κεφαλαίων μεταξύ των τραπεζών, ιδιαίτερα πριν το ξέσπασμα της παγκόσμιας κρίσης. Όπως θα διαπιστωθεί και στη συνέχεια, όσον αφορά στην Ευρώπη, παρατηρήθηκε το φαινόμενο χρηματοδοτήσεων των τραπεζών του 'νότου', από αυτές του 'βορρά'. Άραγε οι τράπεζες του 'νότου', συνέβαλαν στη δημιουργία

της 'φούσκας' των ακινήτων, διοχετεύοντας σε αυτά, τα κεφάλαια που είχαν στη διάθεσή τους;

Η παρούσα έρευνα προσπαθεί να απαντήσει στο παραπάνω ερώτημα. Ειδικότερα, στο πρώτο και στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα κύρια συστατικά του τραπεζικού συστήματος, οι σχέσεις αλληλεπίδρασης και οι κίνδυνοι με τους οποίους έρχεται αντιμέτωπο, με σκοπό να οικοδομηθούν αργά και σταθερά οι βασικές γνώσεις που απαιτούνται. Με αυτόν τον τρόπο, θα γίνει πιο εύκολα αντιληπτός ο σημαντικός ρόλος των διατραπεζικών ροών. Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται βιβλιογραφικές έρευνες αναφερόμενες στο επίμαχο θέμα των διατραπεζικών ροών, αλλά και στις επιπτώσεις της μειώσεως παροχής πιστώσεως. Εν συνεχεία, το πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζει την εμπειρική μελέτη της έρευνας. Τέλος, αναφέρονται τα αποτελέσματα που προκύπτουν και τα συμπεράσματα της μελέτης.

Κεφάλαιο 1^ο – Εισαγωγή στην Τραπεζική

Η πολυπλοκότητα της οικονομικής ζωής, δημιουργεί χαώδεις χρηματοοικονομικές εξελίξεις, καθιστώντας δύσκολη την εύρεση απόλυτων και ξεκάθαρων απαντήσεων σε κάθε ερώτημα. Ως ένας αποδέκτης των προβλημάτων της εν λόγω πολυπλοκότητας, παρουσιάζεται και το τραπεζικό σύστημα. Προκειμένου λοιπόν, να είναι εφικτή η κατανόηση και η ερμηνεία των σύνθετων αλληλεπιδράσεων, των συνεχών αλλαγών και των πολλών μεταβλητών που το απαρτίζουν, πολλώ δε μάλλον, να καταστεί εφικτή η απάντηση σε διάφορα ερωτήματα, θα ωφελήσει περισσότερο η προσπάθεια εισχώρησης στο σύστημα των τραπεζών, ώστε σταδιακά να γίνονται ολοένα και περισσότερο αντιληπτά τα μέρη που το απαρτίζουν και τι κρύβεται πίσω από αυτά.

Ο προσδιορισμός των κύριων δυνάμεων με τις οποίες λειτουργούν η διεθνής οικονομία και οι χρηματαγορές, η δυνατότητα αναγνώρισης και ανάλυσης των σύνθετων αλληλεπιδράσεων, η ανάδειξη των κινδύνων και των ευκαιριών, η έγκαιρη διάγνωση και αντιμετώπιση προβλημάτων, αλλά και η καλύτερη πρόβλεψη που εμφανίζονται στο τραπεζικό σύστημα, αποτελούν τους κύριους λόγους που εντείνουν την ανάγκη να είναι κανείς σε θέση να γνωρίζει αν όχι όλα, τότε σίγουρα τα περισσότερα κομμάτια αυτού του αχανούς 'λαβύρινθου'.

Στο παρόν κεφάλαιο γίνεται σημαντική προσπάθεια συνοπτικής αναφοράς στα κύρια χαρακτηριστικά, στα προϊόντα και στις βασικές παραμέτρους που σχετίζονται άμεσα και έμμεσα με το τραπεζικό σύστημα, οικοδομώντας σιγά σιγά τις απαραίτητες γνώσεις, ώστε να γίνει αντιληπτός ο σημαντικός ρόλος των ροών κεφαλαίων μεταξύ των τραπεζών.

1.1 Το χρηματοοικονομικό σύστημα

Παρά την ανεκτίμητη συμβολή του χρηματοοικονομικού συστήματος στην παραγόμενη αξία σε μια οικονομία (ΑΕΠ), μέσω της μείωσης τριβών, της πειθαρχίας αγοράς και της κατανομής πόρων, οι δυσλειτουργίες του προκαλούν μεγάλο κοινωνικοοικονομικό κόστος, ιδιαίτερα σε περιόδους κρίσεων. Οι βασικές λειτουργίες του είναι δυνατό να κατηγοριοποιηθούν ως εξής:

- Μεταφορά πόρων στο χώρο και στο χρόνο: Αποτελεί την κυριότερη λειτουργία, μεταφέροντας πόρους από τους έχοντες πλεόνασμα στους έχοντες έλλειμμα, από τους χρηματοδότες, όπως είναι τα νοικοκυριά, στους χρηματοδοτούμενους, όπως είναι οι

επιχειρήσεις και κυρίως οι κυβερνήσεις, μέσω της άμεσης (αγορές χρήματος και κεφαλαίου) και της έμμεσης (τράπεζες, χρημ/κοι διαμεσολαβητές) χρηματοδότησης που αποτελεί και το επίκεντρο του ενδιαφέροντός μας. Η προστιθέμενη αξία αυτής της λειτουργίας αυξάνεται όσο μειώνεται ο ρόλος της Πολιτείας στην οικονομία.

- Ενθάρρυνση των οικονομικών συναλλαγών: Μέσω του χρηματοοικονομικού συστήματος επιτυγχάνεται ενθάρρυνση των συναλλαγών και μείωση κόστους των πάσης φύσεως εμποδίων αποτελεσματικής λειτουργίας δια μέσου της παροχής χρηματοδοτήσεως, μείωσης του κινδύνου συναλλαγών, παροχής επαρκών πληροφοριών και υπερπηδήσεως τεχνικών εμποδίων από το θεσμικό πλαίσιο. Παράλληλα, ενισχύονται τα κίνητρα επενδύσεων σε φυσικό και ανθρώπινο κεφάλαιο.

- Κινητοποίηση των αποταμιεύσεων και υποδιαίρεση συμμετοχών: Συγκεντρώνοντας κεφάλαια από πολλούς και μικρούς αποταμιευτές, καθίσταται εφικτή η χρηματοδότηση μεγάλων επενδύσεων που σε διαφορετική περίπτωση, είτε θα είχαν μεγαλύτερο κόστος, είτε δεν θα πραγματοποιούνταν.

Ταυτόχρονα, επιτρέπεται η υποδιαίρεση της συμμετοχής σε μια επιχείρηση και, ως εκ τούτου, η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου, δημιουργώντας πρόσφορο έδαφος για μικρό κίνδυνο, χαμηλό κόστος και ακόμα πιο επικερδείς επενδύσεις.

- Διαχείριση κινδύνων: Δημιουργούνται προϊόντα και αγορές που επιτρέπουν στους οικονομικούς παράγοντες να επιλέξουν τους κινδύνους που δύνανται να αναλάβουν και τους λοιπούς να τους μεταθέσουν σε άλλους ομοειδείς παράγοντες, με σκοπό την καλύτερη διαχείρισή των, λόγω καλύτερης τεχνογνωσίας ή περισσότερων πόρων.

- Παραγωγή και διάχυση πληροφοριών: Παρέχεται πλήθος πληροφοριών, τόσο ποσοτικών, όσο και ποιοτικών και σε όλους ανεξαιρέτως τους οικονομικούς παράγοντες, ακόμα και νοικοκυριά, με σκοπό τη λήψη καλύτερων αποφάσεων και δίκαιης τιμολόγησης, την οποία αναλαμβάνουν οι έχοντες την απαιτούμενη τεχνογνωσία, χρόνο και χρήμα, όπως οι οίκοι αξιολογήσεως, οι εμπορικές τράπεζες, επενδυτικοί σύμβουλοι κ.ά.

- Δημιουργία καλύτερων κινήτρων: Αναγκαία θεωρείται η δημιουργία καλύτερων κινήτρων χρηματοδοτών και χρηματοδοτούμενων, η οποία διαφέρει από προϊόν σε προϊόν, προκειμένου να αντιμετωπισθεί ο ηθικός κίνδυνος, δηλαδή το κίνητρο ενός εκ των αντισυμβαλλομένων να προβεί σε δυνητικά επιζήμιες ενέργειες για τον άλλον. Η πειθαρχία της αγοράς αποτελεί βασικό εργαλείο πρόληψης τυχόν αθέτησης υποσχέσεων σε περιπτώσεις απρόσωπων σχέσεων.

- Μετάδοση νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία: Δύο από τα κανάλια μεταδόσεως της νομισματικής πολιτικής, που σχετίζονται με το τραπεζικό σύστημα, αποτελούν τα επιτόκια και οι πιστώσεις. Αξιοσημείωτο δε είναι το γεγονός ότι η νομισματική πολιτική επηρεάζοντας τις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, μπορεί να συμβάλλει στη δημιουργία «φούσκας».

Εν κατακλείδι, από τη μια πλευρά το χρηματοοικονομικό σύστημα ενθαρρύνει τις επενδύσεις, την επιχειρηματικότητα και τις συναλλαγές, αυξάνει την παραγωγικότητα, δημιουργώντας όφελος σε όλους, είτε συμμετέχουν είτε όχι. Από την άλλη πλευρά, το υψηλό κόστος λειτουργίας του επωμίζονται όσοι το χρησιμοποιούν, είτε μέσω χαμηλότερων αποδόσεων, είτε μέσω υψηλότερου κόστους χρηματοδότησης, ενώ όλοι έρχονται αντιμέτωποι με τις συνέπειες στη μη εύρυθμη λειτουργία του.

1.2 Ισολογισμός

Τα αποτελέσματα χρήσεως σε συνδυασμό με τον ισολογισμό, αποτελούν το “εργοστάσιο” μιας τράπεζης. Ο τελευταίος αποτελείται από το ενεργητικό-απαιτήσεις, δηλαδή τους τρόπους διαχείρισης των χρημάτων από την τράπεζα και από το παθητικό-υποχρεώσεις, δηλαδή τις πηγές των χρημάτων. Σχηματικά, προκειμένου να κατανοηθεί πληρέστερα η τραπεζική και να παρουσιασθούν τα στοιχεία με το μεγαλύτερο ενδιαφέρον, έχουμε:

Πίνακας 1: Απλοποιημένος Ισολογισμός τυπικής τράπεζης

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΠΑΘΗΤΙΚΟ
Διαθέσιμα <ul style="list-style-type: none"> • Ταμείο • Καταθέσεις στην κεντρική τράπεζα 	Καταθέσεις
Απαιτήσεις κατά των πιστωτικών ιδρυμάτων	Υποχρεώσεις προς τα πιστωτικά ιδρύματα
Δάνεια μείον Συσσωρευμένες Απομειώσεις	Χρηματοδότηση από τις αγορές <ul style="list-style-type: none"> • Βραχυπρόθεσμη • Μακροπρόθεσμη <ul style="list-style-type: none"> ○ Δάνεια μειωμένης εξασφάλισης
Παράγωγα Αξιόγραφα <ul style="list-style-type: none"> • Μετοχές • Ομόλογα 	Παράγωγα Καθαρή Θέση

1.2.1 Στοιχεία Ενεργητικού:

- **Διαθέσιμα:** Αποτελούν μικρό ποσοστό του ενεργητικού, περιλαμβάνουν χρήματα στα ταμεία της τράπεζας και καταθέσεις στην κεντρική τράπεζα και επηρεάζονται κυρίως από τις στρατηγικές αποφάσεις των τραπεζών και από το ρόλο αυτών στη μετάδοση νομισματικής πολιτικής. Λόγω της μεγάλης ρευστότητάς τους, αποτελούν την πρώτη γραμμή αμύνης των τραπεζών, ενώ όσον αφορά στην αποτίμησή των, δεν χάνουν την αξία τους, διότι δεν έχουν πιστωτικό κίνδυνο.

- **Απαιτήσεις κατά πιστωτικών ιδρυμάτων:** Περιλαμβάνουν καταθέσεις, συμφωνίες επαναπωλήσεως τίτλων (reverse repos), δάνεια σε άλλες τράπεζες και καταθέσεις ως εγγυήσεις για θέσεις σε παράγωγα. Εν αντιθέσει με τα διαθέσιμα, δεν είναι κατά κανόνα άμεσα διαθέσιμες, εκτός και το επιτρέπει σχετική συμφωνία, ενώ ενέχουν πιστωτικό

κίνδυνο, λόγω πιθανής αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων από τα πιστωτικά ιδρύματα.

Δάνεια: Αποτελούν στοιχεία του ενεργητικού με τη μικρότερη ρευστότητα, αφού η τράπεζα δεν έχει το δικαίωμα να ζητήσει την προεξόφλησή του σε περίοδο μειωμένης ρευστότητας. Ακόμα κι αν εκχωρήσει το δάνειο, θα το κάνει σε τιμή μικρότερη της εύλογης αξίας του, καταγράφοντας ζημία, ενώ και η τιτλοποίηση αυτών απαιτεί χρόνο. Συνεπώς, ενέχουν το μεγαλύτερο κίνδυνο ρευστότητας. Η αποτίμηση αυτών στο ιστορικό κόστος γίνεται διότι οι τράπεζες τα κρατούν στον ισολογισμό τους μέχρι τη λήξη, ενώ στην περίπτωση σταδιακής αποπληρωμής του δανείου, το ιστορικό κόστος αντιστοιχεί στο αναπόσβεστο κόστος. Παρέχουν μεγάλη ευελιξία στους δανειζόμενους, καλύπτοντας κάθε ανάγκη, βάσει των χαρακτηριστικών τους, όπως το σταθερό ή μεταβλητό επιτόκιο, η διάρκεια (βραχυπρόθεσμα, μεσοπρόθεσμα, μακροπρόθεσμα), η σκοπιμότητα (δάνεια σε επιχειρήσεις, νοικοκυριά, κυβερνήσεις), το νόμισμα (ξένο ή εγχώριο), οι εξασφαλίσεις (χωρίς- ενέχει μεγάλο κίνδυνο αθέτησης, με εξασφαλίσεις, όπως ακίνητα, μετοχές, εγγυήσεις τρίτων, ακόμα και του «καλού ονόματος»). Σημαντικά χαρακτηριστικά των δανείων είναι ακόμα ο χρόνος και τρόπος εκταμιεύσεως (άμεσα δάνεια ή μέσω ανοικτής γραμμής πιστώσεως, όπως πιστωτική κάρτα, ανοικτός αλληλόχρεος λογαριασμός- ενέχει προμήθεια προς την τράπεζα), οι όροι σύμβασης δανείου (αυστηρότεροι όροι συνεπάγονται μικρότερη ευελιξία των δανειζομένων), η εξόφληση (στη λήξη, αποπληρώνοντας είτε με ισόποσες δόσεις κεφαλαίου-χρεολύσιο, είτε με ισόποσες δόσεις κεφαλαίου και τόκων-τοκοχρεολύσιο, αποπληρώνοντας με περίοδο χάριτος), η πιστοληπτική ικανότητα των δανειοληπτών (όσο υψηλότερη, τόσο μικρότερος κίνδυνος για την τράπεζα), αλλά και το θεσμικό πλαίσιο που τίθεται από τις εποπτικές αρχές (κεφαλαιακής επάρκειας, πτωχευτικού δικαίου) επηρεάζουν το κόστος των δανείων. Επίσης, κάθε τράπεζα αντιμετωπίζει κίνδυνο ρευστότητας, καθώς δεν έχει το δικαίωμα να ζητήσει αποπληρωμή δανείων πριν τη λήξη τους ακόμα και αν αντιμετωπίζει κίνδυνο πτωχεύσεως, πιστωτικό κίνδυνο, καθώς όσο καλή ανάλυση και να έχει κάνει για τους δανεισθέντες κάποια δάνεια ή κάποιες δόσεις δεν θα πληρωθούν, τον κίνδυνο πτωχεύσεως των δανεισθέντων και τον κίνδυνο επιτοκίου (πχ σε δάνεια σταθερού επιτοκίου αν αυξηθούν τα επιτόκια). Κατά κανόνα, το επιτόκιο, το οποίο αποτελεί την τιμολόγηση ενός δανείου, δίνεται από τη σχέση:

$$\text{Επιτόκιο Δανείου} = \text{επιτόκιο Αναφοράς} + \text{Προσαύξηση Spread}$$

με συνήθη επιτόκια αναφοράς να είναι το LIBOR, EURIBOR και αυτά των αμερικανικών και γερμανικών τίτλων, ενώ η προσαύξηση να αναλύεται περαιτέρω στα κάτωθι:

Προσαύξηση (Spread) =

f(πιστοληπτική ικανότητα, χαρακτηριστικά δανείου, θεσμικό πλαίσιο, λειτ. κόστος)

- Συσσωρευμένες απομειώσεις: Καταγράφουν την αναμενόμενη ζημία της τραπεζής κατά την εμφάνιση πιστωτικού κινδύνου, από τη στιγμή σύναψης ενός δανείου και αποτελεί ένα από τα λεπτά ζητήματα της τραπεζικής λογιστικής, που συνδέεται άρρηκτα με την ασύμμετρη πληροφόρηση και τη στρατηγική συμπεριφορά των με την τράπεζα εμπλεκομένων.

Καθαρή αξία δανείων = Δάνεια – Συσσωρευμένες απομειώσεις

- Παράγωγα: Ανήκουν στα αξιόγραφα, αλλά αναφέρονται ξεχωριστά λόγω των μεγάλων κινδύνων που εγκυμονούν, παρόλο που χρησιμοποιούνται για την αντιστάθμιση αυτών. Στο ενεργητικό καταγράφεται η αξία συμβολαίων με θετική αποτίμηση για την τράπεζα, ενώ στο παθητικό η αξία αυτών με αρνητική αποτίμηση. Όταν διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές, παρουσιάζουν μικρό κίνδυνο ρευστότητας και αποτιμώνται στην εύλογη αξία τους, ενώ σε μη-οργανωμένες αγορές ο κίνδυνος ρευστότητας αυξάνεται και η εύλογη αξία προκύπτει από κάποιον συμφωνηθέντα τύπο τιμολόγησης. Μεγεθύνοντας τον κίνδυνο της έντονης μεταβλητότητας των τιμών τους, οι καταγραφόμενες αξίες τους είναι πολύ μικρές σε σχέση με την ονομαστική αξία των συμβολαίων.

- Αξιόγραφα: Περιλαμβάνουν μετοχές (εγχωρίων ή ξένων επιχειρήσεων), ομόλογα (κυβερνήσεων ή ιδιωτικών επιχειρήσεων, σε ξένο ή εγχώριο νόμισμα) και άλλα αξιόγραφα, ενώ παρουσιάζουν μικρό κίνδυνο ρευστότητας, εκτός εάν αποτελούν ιδιωτικές συμφωνίες. Οι μεταβολές της εύλογης αξίας τους, λόγω των μεταβολών στην εγχώρια και διεθνή οικονομία, συνιστούν τον κίνδυνο αγοράς. Συγκεκριμένα,

- Το ομόλογο αποτελεί χρεόγραφο, του οποίου ο εκδότης αποπληρώνει το κεφάλαιο στη λήξη του και μέχρι τότε είναι υποχρεωμένος να καταβάλλει τους τόκους. Τα κύρια χαρακτηριστικά των είναι η ονομαστική αξία (face value) που αφορά στο αρχικό ποσό έκδοσης του χρεογράφου, το οποίο ο εκδότης υπόσχεται να αποπληρώσει στην

ημερομηνία λήξης του ομολόγου, η τιμή (price) που το ομόλογο διαπραγματεύεται στην αγορά ομολόγων, το τοκομερίδιο (κουπόνι) ως οι περιοδικές πληρωμές τόκου που καταβάλλονται στον κάτοχο του ομολόγου, το επιτόκιο ομολόγου βάσει του οποίου υπολογίζεται τοκομερίδιο. Ακόμα, η διάρκεια, δηλαδή ο χρόνος που απομένει μέχρι να λήξει ένα ομόλογο, το προεξοφλητικό επιτόκιο με το οποίο οι επενδυτές προεξοφλούν τις υποσχόμενες από το ομόλογο χρηματοροές, προκειμένου να το τιμολογήσουν, η πρωτογενής αγορά στην οποία οι εκδότες πωλούν ένα νέο εκδιδόμενο ομόλογο, η δευτερογενής αγορά στην οποία οι επενδυτές αγοράζουν και πωλούν υπάρχοντα ομόλογα και η τιμή υπέρ/υπό το άρτιο, δηλαδή τιμή μεγαλύτερη/μικρότερη από την ονομαστική αξία.

Ως προϊόντα χρέους, δάνεια και ομόλογα παρουσιάζουν αρκετές ομοιότητες, όπως είναι το σταθερό/μεταβλητό επιτόκιο, η διάρκεια, η σκοπιμότητα, το νόμισμα και οι όροι. Εν αντιθέσει με τα δάνεια, τα ομόλογα παρουσιάζουν χαρακτηριστικά άμεσης εκταμίευσης, εξόφλησης στη λήξη, μικρές ή ανύπαρκτες εξασφαλίσεις, μεγάλο αριθμό πιστωτών και απροσωπία μαζί τους, καθώς και διαφορές ως προς το δίκαιο που τα διέπουν.

Η τιμή/εύλογη αξία ενός ομολόγου είναι ίση με την παρούσα αξία των αναμενόμενων χρηματοροών για τους επενδυτές. Τα χαρακτηριστικά του ομολόγου είναι ίδια με αυτά των δανείων, αλλά με την προσθήκη της ρευστότητας του τίτλου στη δευτερογενή αγορά. Η απόδοση των επενδυτών σε ομόλογα έχει δυο συνιστώσες, την επιτοκιακή και την κεφαλαιακή. Τα ομόλογα έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο για τους επενδυτές από ό, τι οι καταθέσεις, αλλά μικρότερο από ό, τι οι μετοχές, λόγω ότι ενέχεται ο κίνδυνος ρευστότητας (σπάνια), ο πιστωτικός κίνδυνος (υψηλότερος από ό, τι των καταθέσεων) και ο κίνδυνος αγοράς (από συνεχείς μεταβολές τιμών των ομολόγων στη δευτερογενή αγορά).

➤ Όσον αφορά στις μετοχές, οι μέτοχοι είναι ιδιοκτήτες της επιχειρήσεως, έκαστος κατά το ποσοστό των μετόχων που κατέχει, συμμετέχοντας και στο upside και στο downside potential. Δηλαδή, απολαμβάνουν τη δυνατότητα συμμετοχής στα κέρδη και στη λήψη αποφάσεων, αντιμετωπίζοντας παράλληλα τη μεγάλη αβεβαιότητα χρηματοροών – όταν η εταιρία δεν έχει κέρδη, δε διανέμει μερίσματα, με αποτέλεσμα να μειωθεί η τιμή και η απόδοση της μετοχής – καθώς και τη μικρότερη προτεραιότητα σε περίπτωση πτωχεύσεως.

Οι μετοχές, οι οποίες δεν έχουν συγκεκριμένη ημερομηνία λήξεως, διακρίνονται σε κοινές, οι κάτοχοι των οποίων συμμετέχουν κατά το ποσοστό κατοχής, και σε προνομιούχες, οι οποίες έχουν μεν προτεραιότητα στη διανομή μερίσματος, δεν συνεπάγεται όμως και συμμετοχή στη διοίκηση της εταιρίας.

Η τιμή μιας μετοχής ισούται με την παρούσα αξία των αναμενομένων χρηματοροών της, δηλαδή των μερισμάτων και της τιμής πώλησης, ενώ η απόδοσή που ζητείται δίδεται από τη σχέση:

$$\text{Κόστος κεφαλαίου} = \text{Επιτόκιο αναφοράς} + \text{Προσαύξηση (spread)}$$

από την οποία προκύπτει ότι το επιτόκιο αναφοράς εξαρτάται από τις γενικότερες συνθήκες στην οικονομία και τις αγορές, ενώ η προσαύξηση, η οποία αποζημιώνει τους επενδυτές για τον ληφθέντα κίνδυνο, εξαρτάται από τις επιδόσεις και τις προοπτικές της εταιρίας.

Λόγω των υψηλότερων κινδύνων που αντιμετωπίζουν οι μετοχές – σε σύγκριση με τις καταθέσεις και τα ομόλογα – είναι δυνατό να προσφέρουν και υψηλότερες αποδόσεις, οι οποίες διακρίνονται σε μερισματικές και κεφαλαιακές. Οι εν λόγω κίνδυνοι δημιουργούν και διαφορετικά κίνητρα, τα οποία παρατηρούνται εντονότερα στην περίπτωση κινδύνου πτωχεύσεως.

Τέλος, αμφότεροι μέτοχοι και πιστωτές της επιχείρησης είναι δεκτικοί στην ανάληψη κινδύνων.

1.2.2 Στοιχεία Παθητικού:

- Καταθέσεις: Αποτελούν το μεγαλύτερο σε αξία στοιχείο του παθητικού και τη σημαντικότερη πηγή χρηματοδότησης. Διακρίνονται σε όψεως, ταμειευτήριου και προθεσμίας αναλόγως του χρόνου δεσμεύσεως και της ευκολίας χρήσεως των χρημάτων, επηρεάζοντας, κατ' αυτόν τον τρόπο, την ευελιξία των καταθετών και τους κινδύνους των τραπεζών προς την ίδια κατεύθυνση, όπως γίνεται παραδείγματος χάριν με την αύξηση της ρευστότητας κατά την άσκηση επεκτατικής νομισματικής πολιτικής- αύξηση ρευστότητας οδηγεί σε μείωση επιτοκίων-ο καταθέτης επικαρπώνεται την ευκολία πληρωμών, η τράπεζα αποζημιώνεται!. Οι δε καταθέτες είναι ιδιώτες και επιχειρήσεις. Παρέχουν μεγάλη ρευστότητα στους καταθέτες αλλά στον αντίποδα ενέχουν σπανίως μεγάλο κίνδυνο ρευστότητας για τις τράπεζες. Οι καταθέσεις είναι η σταθερότερη μορφή

και η προτιμότερη πηγή χρηματοδότησης για τις τράπεζες και αποτιμώνται στο αναπόσβεστο κόστος. Πιο αναλυτικά, οι καταθέσεις όψεως αποτελούν έναν αποτελεσματικό και οικονομικό τρόπο διαχείρισης πληρωμών/εισπράξεων από τις επιχειρήσεις μέσω αναλήψεων από ΑΤΜ, επιταγών ή πιστωτικών καρτών, παρέχοντας πολύ μικρό έως μηδενικό επιτόκιο, οι καταθέσεις ταμειευτηρίου αποτελούν το κύριο αποταμειυτικό προϊόν των νοικοκυριών και την κύρια πηγή χρηματοδότησης των τραπεζών, παρέχοντας μεν μικρότερη διευκόλυνση, πληρώνοντας δε, υψηλότερο επιτόκιο, ενώ οι καταθέσεις προθεσμίας παρέχουν ακόμα μικρότερη διευκόλυνση πληρωμών, υψηλότερο επιτόκιο, αλλά και μικρότερο κίνδυνο ρευστότητας για την τράπεζα λόγω του κόστους πρόωρης ανάληψης του ποσού που κατατίθεται.

Αποτελούν το επενδυτικό όχημα με τον μικρότερο κίνδυνο. Δεν υπάρχει κίνδυνος ρευστότητας (τα χρήματα είναι διαθέσιμα οποτεδήποτε τα χρειαστεί ο καταθέτης), δεν υπάρχει πιστωτικός κίνδυνος (οι τράπεζες καταβάλλουν τους συμφωνηθέντες τόκους ανεξάρτητα από την κερδοφορία των δικών τους επενδύσεων) και ουσιαστικά δεν υπάρχει κίνδυνος πτωχεύσεως (οι τράπεζες σπανίως πτωχεύουν, απολαμβάνουν υποστήριξη από εποπτικές αρχές και κυβερνήσεις, εφόσον το χρειαστούν). Ωστόσο, το γεγονός ότι η απόδοσή των ισούται με το εκάστοτε επιτόκιο, του οποίου η μεταβολή αποτελεί όφελος της τράπεζας, γεννά τον επιτοκιακό κίνδυνο.

- Υποχρεώσεις προς πιστωτικά ιδρύματα: Περιλαμβάνουν καταθέσεις όψεως και προθεσμίας, πράξεις προσωρινής εκχωρήσεως (repos) και δανειακές υποχρεώσεις και αποτιμώνται στο αναπόσβεστο κόστος. Οι υποχρεώσεις προς κεντρικές τράπεζες συνήθως είναι πολύ μικρό μέρος των υποχρεώσεων των τραπεζών προς πιστωτικά ιδρύματα και είθισται να είναι βραχυπρόθεσμες.

- Χρηματοδότηση από τις αγορές: Η βραχυπρόθεσμη (ως ενός έτους) περιλαμβάνει προϊόντα της αγοράς χρήματος, όπως:

- Εμπορικά χρεόγραφα (commercial papers): Αποτελούν υποσχέσεις πληρωμής, με μορφή βραχυπρόθεσμου δανείου χωρίς εξασφαλίσεις. Είναι διαπραγματεύσιμοι τίτλοι, χαμηλού κινδύνου και μεγάλης ρευστότητας, εκδιδόμενοι από μεγάλες εταιρίες και τράπεζες υψηλού βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας.

- Πιστοποιητικά καταθέσεων (CDs): Αποτελούν προϊόντα χαμηλού κινδύνου, διάρκειας από ένα μήνα έως πέντε έτη, τα οποία πωλούν οι τράπεζες με συνήθως σταθερό και υψηλό επιτόκιο, προκειμένου να αποθαρρυνθεί η πρόωρη εξόφληση και να

μειωθεί ο κίνδυνος ρευστότητας. Σε περιπτώσεις αύξησης των επιτοκίων, ζημιώνονται οι επενδυτές, ειδάλλως οι τράπεζες, οι οποίες πληρώνουν μεν υψηλότερο επιτόκιο, προστατεύονται δε από τα ανακληθέντα CDs (callable CDs) πριν τη λήξη τους.

- Οι συμφωνίες επαναγοράς (repos): Αποτελούν μορφή βραχυπρόθεσμου δανεισμού με εγγύηση κάποια αξιόγραφα τα οποία έχουν στην κατοχή τους οι δανειζόμενοι και περιλαμβάνουν μία συνδεδεμένη συναλλαγή στο παρόν και μία σε προκαθορισμένη στιγμή στο μέλλον. Οι κεντρικές τράπεζες χρησιμοποιούν repos στις συνήθεις πράξεις νομισματικής πολιτικής προκειμένου να αντληθεί ρευστότητα χαμηλού κόστους.

- Έντοκα γραμμάτια: Αποτελούν βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα του δημοσίου διάρκειας ορισμένων μηνών που εκδίδονται σε τιμή μικρότερη της ονομαστικής και η απόδοσή των προκύπτει από την εξόφληση των γραμματίων στην τιμή αυτή.

Η μακροπρόθεσμη γίνεται με την έκδοση ομολόγων, τη λήψη δανείων μεγαλύτερης διάρκειας, αλλά και αυτών μειωμένης εξασφάλισεως. Δημιουργεί πρόβλημα ρευστότητας όταν οι επενδυτές δεν ανανεώσουν τα αξιόγραφα που λήγουν και αποτιμώνται στο αναπόσβεστο κόστος.

Παράγωγα: Καταγράφεται η αξία των συμβολαίων τα οποία αποτιμώνται αρνητικά από την τράπεζα, στην εύλογη αξία τους. Ονομάζονται τα προϊόντα, των οποίων η αξία εξαρτάται από κάποιο άλλο υποκείμενο προϊόν (underlying product), τα συνηθέστερα των οποίων μπορεί να είναι φυσικά υποκείμενα (πετρέλαιο), χρηματοοικονομικά (συναλλαγματικές ισοτιμίες, επιτόκια, μετοχές), αλλά και ο καιρός, οι ρύποι, με ανεξάρτητα χαρακτηριστικά από αυτά των συμβατικών προϊόντων.

Η χρήση τους εστιάζεται στην αντιστάθμιση κινδύνων, αλλά και σε κερδοσκοπικές επενδύσεις και συνηθέστερα διακρίνονται στις εξής κατηγορίες:

- Παράγωγα συναλλάγματος: Τα υποκείμενα προϊόντα είναι οι ονομαστικές συναλλαγματικές ισοτιμίες, δηλαδή οι τιμές ενός νομίσματος σε μονάδες κάποιου άλλου.

- Προθεσμιακά Συμβόλαια (forward): Μέσω αυτών «κλειδώνεται» μια ισοτιμία για μελλοντικές συναλλαγές, με αποτέλεσμα να μειώνεται ο κίνδυνος από τις μεταβολές ισοτιμιών, και να γεννώνται ευκαιρίες κερδοσκοπικών τοποθετήσεων. Βέβαια, όπως κάθε πρακτική, έτσι και αυτή ενέχει κινδύνους που πηγάζουν από το γεγονός ότι το κέρδος του ενός, είναι ζημία του άλλου

- Συμβόλαια μελλοντικής εκπληρώσεως (futures): Κλειδώνεται και πάλι μια ισοτιμία, μεταθέτοντας, όμως, τον κίνδυνο αντισυμβαλλόμενου
- Ανταλλαγή νομισμάτων (currency swap): Πρόκειται για αλληλουχίες συμφωνιών forward, ανταλλάσσοντας προκαθορισμένες χρηματοροές στο μέλλον, σε διαφορετικά νομίσματα
- Δικαιώματα προαιρεσέως (options): Διακρίνονται σε call option και put option, δίνοντας το δικαίωμα στον αγοραστή, χωρίς να υποχρεούται, να ανταλλάξει ποσά σε προκαθορισμένη ισοτιμία.

- Καθαρή θέση: Αντιστοιχεί στο τι ανήκει στους μετόχους/ιδιοκτήτες από το σύνολο των χρημάτων τα οποία διαχειρίζονται. Τα συστατικά της καθαρής θέσης είναι οι μετοχές (κοινές ή προνομιούχες), η διαφορά από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο (αναγνωρίζει την υπεραξία την οποία έχει δημιουργήσει ή αναμένεται να δημιουργήσει μια τράπεζα που λειτουργεί αποτελεσματικά), τα αποθεματικά, τα αποτελέσματα εις νέον (προέρχονται από παρακρατηθέντα κέρδη τα οποία δεν διανεμήθηκαν στους μετόχους ως μερίσματα) και την κατηγορία «Άλλα» (που περιλαμβάνει τα λοιπά εισοδήματα όπως αυτά που δημιουργούνται από τις μεταβολές τις εύλογης αξίας).

Η καθαρή θέση δεν ενέχει κίνδυνο ρευστότητας, καθώς η τράπεζα δεν είναι υποχρεωμένη να επιστρέψει τα χρήματα στους επενδυτές, ούτε να καταβάλει μερίσματα εάν δεν έχει κέρδη. Η τράπεζα έχει την ευκαιρία να μη διανείμει μέρισμα και να αυξήσει την ρευστότητα μέσω των παρακρατηθέντων κερδών, ευκαιρία που χάνεται στις προνομιούχες μετοχές σωρευτικού μερίσματος.

1.3 Αποτελέσματα χρήσεως – Πηγές εσόδων και εξόδων

Μελετώντας την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως, δηλαδή τις πηγές εσόδων και εξόδων των τραπεζών, αναδεικνύονται πολλές δυσκολίες ως προς την κατανόηση και την αναγνώρισή των, με χαρακτηριστικό το παράδειγμα των ζημιών απομειώσεως (ζημίες από δάνεια που δεν αναμένεται να εξυπηρετηθούν).

Πίνακας 2: Αποτελέσματα Χρήσεως τυπικής τραπεζής
Έσοδα - Έξοδα

ΚΑΘΑΡΑ ΕΣΟΔΑ ΑΠΟ ΤΟΚΟΥΣ
Επιτοκιακά έσοδα
Επιτοκιακά έξοδα
ΚΑΘΑΡΑ ΜΗ ΕΠΙΤΟΚΙΑΚΑ ΕΣΟΔΑ
Προμήθειες από
➤ 'Παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες'
➤ Ασφαλιστικές δραστηριότητες
➤ Επενδυτική τραπεζική
➤ Μεσιτεία τίτλων
Έσοδα από τίτλους (π.χ. μερίσματα)
Χρηματοοικονομικές πράξεις
ΚΑΘΑΡΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΣΟΔΑ
ΆΛΛΑ ΕΞΟΔΑ
Αμοιβές και έξοδα προσωπικού
Γενικά διοικητικά έξοδα
Αποσβέσεις
Λοιπά
ΚΑΘΑΡΑ ΕΣΟΔΑ
ΖΗΜΙΕΣ ΑΠΟ ΜΕΙΩΣΕΩΣ
ΚΕΡΔΗ (ΖΗΜΙΕΣ) ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ
ΦΟΡΟΙ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ (ΖΗΜΙΕΣ) ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ
Μερίσματα
Μεταφορά εις νέον

- **Καθαρά έσοδα από τόκους (Net interest income):** Τα έσοδα περιλαμβάνουν τους τόκους από τα δάνεια, τις απαιτήσεις κατά πιστωτικών ιδρυμάτων, καθώς επίσης και από ομόλογα και άλλα αξιόγραφα στην πλευρά του ενεργητικού. Από την πλευρά των εξόδων περιλαμβάνονται τόκοι υποχρεώσεων προς τρίτους: καταθέσεις, υποχρεώσεις προς πιστωτικά ιδρύματα και χρηματοδότηση από τις αγορές.

- **Καθαρά μη επιτοκιακά έσοδα (Net non-interest income):** Προέρχονται από προμήθειες (έσοδα μείον έξοδα), τίτλους και χρηματοοικονομικές πράξεις. Οι προμήθειες διαχωρίζονται στις προερχόμενες από παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες (πώληση

συναλλάγματος, αποδοχή καταθέσεων, χορήγηση δανείων κλπ) και στις υπόλοιπες (ασφαλιστικές δραστηριότητες, επενδυτική τραπεζική κλπ).

- **Έσοδα από τίτλους:** Κυρίως από μερίσματα και μετοχές.
- **Χρηματοοικονομικές πράξεις:** Καταγράφουν κέρδη ή ζημιές από τις μεταβολές της εύλογης αξίας των αξιόγραφων και των παραγώγων καθώς και από τις μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών.
- **Άλλες δαπάνες και έξοδα:** Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται οι δαπάνες προσωπικού, τα γενικά διοικητικά έξοδα, οι αποσβέσεις και λοιπά έξοδα (για πάσης φύσεως νομικούς κινδύνους των τραπεζών)
- **Ζημιές απομειώσεως και προβλέψεις:** Αναφέρονται σε ζημιές από δάνεια και γενικότερα στοιχεία του ενεργητικού τα οποία αποτιμώνται στο αναπόσβεστο κόστος. Οι προβλέψεις αφορούν σε αναμενόμενες ζημιές από στοιχεία εκτός ισολογισμού, όπως εγγυήσεις και ανοικτές γραμμές πίστωσης.

Συγκεκριμένα, οι ζημιές απομειώσεως των δανείων αφαιρούνται από τα προ-φόρων κέρδη και προστίθενται στον υπό αντίθετο λογαριασμό συσσωρευμένες απομειώσεις του ισολογισμού στην πλευρά του ενεργητικού. Με τον ίδιο τρόπο μειώνεται η αξία των καθαρών δανείων, του ποσού δηλαδή το οποίο η διοίκηση της τράπεζας προσδοκά να εισπράξει από τα χορηγηθέντα δάνεια. Παρόλο που μειώνουν τα κέρδη, δεν συνεπάγονται εκροή χρήματος, αφού αποτελούν μη ταμειακή ροή. Εάν δε είναι πολύ μεγάλες, μπορεί να οδηγήσουν σε αρνητικά κέρδη προ φόρων (ζημιές), μειώνουν την καθαρή θέση της τράπεζας και, στην περίπτωση που τη ξεπερνούν, οδηγούν την τράπεζα σε πτώχευση. Το ποσό απομειώσεως ως μη ταμειακή δαπάνη προστίθεται στα διαθέσιμα.

Οι ζημιές απομειώσεως αποτελούν ένα από τα σημαντικότερα και λεπτότερα θέματα της τραπεζικής λογιστικής και στρατηγικής. Τα σχετικά διλήμματα προέρχονται κυρίως από την αντικειμενική δυσκολία προσδιορισμού του χρόνου και του ύψους των αποταμιεύσεων, καθώς στους σχετικούς υπολογισμούς υπεισέρχονται πολλές υποκειμενικές εκτιμήσεις, τη σχετική διακριτική ευχέρεια των τραπεζικών διοικήσεων αλλά και των εποπτικών αρχών, ευχέρεια η οποία δεν θα υπήρχε χωρίς την ανωτέρω δυσκολία, τα κίνητρα των διοικήσεων και συχνά των μετόχων, να παραποιοούν τις απομειώσεις και κατά συνέπεια τα λογιστικά κέρδη των τραπεζών και τις διαφορετικές προτιμήσεις και προτεραιότητες των οργανισμών λογιστικών προτύπων και των

εποπτικών αρχών. Οι τράπεζες, στις οικονομικές καταστάσεις τους πρέπει να ικανοποιούν δύο «αφεντικά» τα οποία συχνά δεν συμφωνούν.

(Ζημίες απομειώσεως) = (Πιθανότητα αδυναμίας) * (Ζημία σε περίπτωση αδυναμίας)

Με τον όρο αδυναμία, αναφερόμαστε στην αδυναμία του δανεισθέντος να εκπληρώσει τη συμφωνηθείσα υποχρέωσή του, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι το δάνειο χαρακτηρίζεται ως μη εξυπηρετούμενο.

Όπως προαναφέραμε, οι υποκειμενικές εκτιμήσεις σχετίζονται με την πιθανότητα αδυναμίας και τις ζημίες, καθώς και με την τυπική διαδικασία αναγνώρισεως των προαναφερθέντων ζημιών.

- **Υποκειμενικές εκτιμήσεις:** Αφορούν στην πιθανότητα αδυναμίας εξυπηρέτησης δανείου, στη ζημία σε περίπτωση αδυναμίας, αλλά και στο χρόνο εμφανίσεως της αδυναμίας αυτής. Η τράπεζα οφείλει να εκτιμήσει τη δυνατότητα αποπληρωμής, καθώς και την τρέχουσα αξία των εμπράγματων εγγυήσεων, κάτι που είναι αρκετά δύσκολο σε σημείο που εάν δεν αναγνωρίσει τις ζημίες απομειώσεως στην τρέχουσα χρήση, τα ανακοινωθέντα κέρδη της θα είναι υψηλότερα απ' ό,τι πραγματικά.

Επιπροσθέτως, το ενδιαφέρον των εποπτικών αρχών εστιάζει στη μεγάλη μόχλευση των τραπεζών, η οποία σημαίνει μικρές ζημίες σε σχέση με το συνολικό ενεργητικό μπορούν να εξαλείψουν την καθαρή τους θέση, οδηγώντας αυτές στην πτώχευση. Η δε πτώχευση, ίσως να οδηγήσει σε γενικευμένη τραπεζική κρίση, με δραματικές συνέπειες για την οικονομία – κοινωνία.

- **Τυπική διαδικασία αναγνώρισεως των ζημιών απομειώσεως:** Η εν λόγω διαδικασία μπορεί να χωρισθεί σε τρία στάδια:

- Όταν χορηγείται ένα νέο δάνειο, γίνεται η εκτίμηση της αναμενόμενης ζημίας βάσει της οποίας υπολογίζεται το επιτόκιο του δανείου. Ουσιαστικά η τράπεζα λαμβάνει υπ' όψιν το κίνδυνο αθετήσεως και τον τιμολογεί.

- Γίνεται έλεγχος για ζημίες απομειώσεως.

- Εκτιμώνται οι ζημίες απομειώσεως.

Είναι έκδηλη, όμως, η προσπάθεια των τραπεζών να χειραγωγήσουν τις ζημίες απομειώσεως με διάφορα μέσα. Έτσι, μπορούμε να εστιάσουμε σε δυο βασικούς πυλώνες:

- **Δυνατότητα:** Αναφέρεται στη δυνατότητα των τραπεζών να αλλοιώνουν τα κέρδη, και αφορά στην εκτίμηση των ζημιών απομειώσεως, είτε αναμενομένων είτε πραγματοποιηθεισών και στο χρόνο αναγνώρισής αυτών, Όσον αφορά στο χρόνο, μπορούν και φέρουν μπροστά στο χρόνο ζημίες απομειώσεως, μειώνοντας έτσι τα κέρδη της παρούσας προς όφελος της μελλοντικής περιόδου. Ακόμα, είθιστε να καθυστερούν εις βάρος των κερδών μελλοντικών περιόδων. Ωστόσο, στην περίπτωση καθυστέρησης αποπληρωμής των δόσεων των δανείων, οι τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να χορηγήσουν νέα δάνεια στους ίδιους δανεισθέντες, καθυστερώντας το αναπόφευκτο. Η πρακτική αυτή έχει χαρακτηριστεί ως «zombie lending» ή και «forbearance lending».

- **Κίνητρα:** Τα κίνητρα χειραγωγήσεως των κερδών μέσω των εν λόγω ζημιών είναι πολλά, χωρίς απαραίτητα να θεωρούνται όλα στρεβλά. Τέτοια είναι η ομαλοποίηση των κερδών, η πίεση από τον ανταγωνισμό και άλλοι στρατηγικοί προβληματισμοί, η ικανοποίηση των προσδοκιών των αναλυτών και των επενδυτών, οι προβληματισμοί για τη βιωσιμότητα της τραπεζικής, τα φορολογικά κίνητρα, η ικανοποίηση των κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας, η επικοινωνία με επενδυτές και τα ίδια κίνητρα διοικήσεων.

Τα προαναφερθέντα κίνητρα ισχυροποιούνται κατά τη διάρκεια κακών εποχών, οι οποίες χαρακτηρίζονται από μη – ικανοποιητικά κέρδη και από χαμηλή καθαρή θέση για τις τράπεζες, λόγω γένεσης του κινδύνου μη αναστρέψιμων καταστάσεων. Για παράδειγμα η ειλικρινής αποτύπωση των ζημιών απομειώσεως, ίσως οδηγήσει την τράπεζα σε κατάρρευση, η υπο-εκτίμηση αυτών, στο να δημιουργήσει κέρδη, ενώ οι διοικήσεις γνωρίζοντας ότι θα χάσουν πολλά, ίσως προβούν σε παρακινδυνευμένες επενδύσεις. Οι παραπάνω παρενέργειες, υπονομεύουν όλο το τραπεζικό σύστημα, αναδεικνύοντας τις επιπτώσεις στο χρηματοοικονομικό σύστημα που δεν είναι άλλες από την ανειλικρινή αποτύπωση των ζημιών απομειώσεως και της ασύμμετρης πληροφόρησης.

Η πιθανή λύση μέσω της παρέμβασης των εποπτικών αρχών, έρχεται αντιμέτωπη με τις αναποτελεσματικές και περιορισμένες επιλογές του θεσμικού πλαισίου, το κόστος εποπτείας, αλλά και τους παρακάτω τρεις παράγοντες:

• **Στρεβλά κίνητρα των εποπτικών αρχών και των στελεχών τους:** Προσβλέποντας σε προσωπικά οφέλη, έχουν κίνητρο ελαστικής εφαρμογής, είτε για όλες τις τράπεζες της χώρας, είτε επιλεκτικά για ορισμένες εξ αυτών.

- **Αγαθά κίνητρα:** Με την έναρξη λειτουργίας της αποσταθεροποιητικής δυναμικής κατά την ειλικρινή αποτύπωση των ζημιών απομειώσεως, οι αρχές έχουν ως κίνητρο τη συναίνεση στην υπο – εκτίμηση αυτών.
- **Θεσμική αβλεψία και Πειθαρχία της Αγοράς:** Η δημιουργία αθέμιτου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος ορισμένων τραπεζών εξαιτίας της ελαστικής εποπτείας, αναδεικνύει τη σημαντική αδυναμία των κανόνων. Παράλληλα, ενισχύεται και το δίλημμα κατά πόσο πρέπει να ισχυροποιηθεί η πειθαρχία της αγοράς.
- **Κίνητρα επενδυτών:** οι διοικήσεις των τραπεζών οφείλουν να λαμβάνουν υπόψη και τα κίνητρα των μετόχων – επενδυτών.

Τέλος, σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν ορισμένοι δείκτες αποδοτικότητας και κερδοφορίας, οι οποίοι αναδεικνύουν κοινά χαρακτηριστικά των τραπεζών σε όλο τον κόσμο. Οι κυριότεροι είναι το Καθαρό επιτοκιακό περιθώριο, που αποτελεί δείκτη κερδοφορίας που συνδέεται με τη λειτουργία διαμεσολαβήσεως, η Απόδοση ενεργητικού (ROA), που αποτελεί δείκτη κερδοφορίας, η Απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) ως μέτρο απόδοσης που ενδιαφέρει τους μετόχους της τραπεζής, ο δείκτης Z score, ως λογιστικό μέτρο κινδύνου πτωχεύσεως, ο δείκτης στρατηγικών επιλογών μιας τραπεζής, ο οποίος αποτελεί το λόγο των καθαρών μη επιτοκιακών εσόδων προς τα καθαρά λειτουργικά έσοδα και ο δείκτης αποτελεσματικότητας που αποτελεί το λόγο του δείκτη λειτουργικού κόστους προς το ενεργητικό. Άλλος ομοειδής δείκτης αποτελεί ο λόγος των μη εξυπηρετούμενων δανείων προς τα συνολικά δάνεια.

1.4 Τράπεζες και Αρχές

Οι δραματικές επιπτώσεις μιας τραπεζικής κρίσης εισηγούνται ότι, σε περίπτωση αναποτελεσματικής λειτουργίας του προληπτικού ελέγχου, ίσως απαιτηθεί η στήριξη των τραπεζών από τις αρχές σε μικροοικονομικό, αλλά και μακροοικονομικό επίπεδο. Υπέρ της εν λόγω στήριξης συνηγορούν λόγοι, οι οποίοι δεν μπορούν να αποφευχθούν, όπως η αντικειμενική δυσκολία αναγνώρισης των συσσωρευμένων προβλημάτων, η πιθανή αδυναμία αποτροπής της συσσωρεύσεως από τις αρχές στο απελευθερωμένο οικονομικό σύστημα και η αναγνώριση ότι μπορεί να προκληθούν προβλήματα στο τραπεζικό σύστημα ακόμα κι από παράγοντες ανεξάρτητους και μη ελεγχόμενους από τη χώρα.

Πολλά είναι τα στοιχεία που προδιαθέτουν ότι ίσως δεν είναι εφικτός ο αποτελεσματικός έλεγχος των τραπεζών, με βαθύτερη αιτία να αποτελεί η προσπάθεια των αρχών να επιτύχουν πολλούς στόχους με λίγα εργαλεία. Πιθανά τέτοια εργαλεία – μέτρα στήριξης των τραπεζών, προκειμένου να μετριάσουν τους κινδύνους, είναι τα κάτωθι:

- **Αμβλυνση του κινδύνου ρευστότητας**: Ο εν λόγω κίνδυνος αποτελεί έναν από τους πλέον μεγαλύτερους και απρόβλεπτους κινδύνους και η στήριξη μπορεί να είναι είτε άμεση (μέσω παροχής ρευστότητας από τις αρχές), είτε έμμεση (μέσω ενίσχυσης κινήτρων των ιδιωτών για παροχή ρευστότητας). Ακόμα, η στήριξη επιτυγχάνεται και μέσω εγγύησης καταθέσεων, δανεισμού τελευταίας καταφυγής μέσω Κεντρικής Τραπεζής, δανεισμού τελευταίας καταφυγής σε συνάλλαγμα, κρατικής εγγύησης των υποχρεώσεων των τραπεζών και άλλων μέτρων, όπως αύξηση χρηματοδότησεως από άλλες τράπεζες, προσπάθεια επηρεασμού των προσδοκιών κλπ.

- **Οικονομική πολιτική**: Ασκείται δημοσιονομική πολιτική μέσω της κυβέρνησης και νομισματική πολιτική μέσω της Κεντρικής Τραπεζής.

- **Αλλαγή των κανόνων θεσμικού πλαισίου**: Η δυνατότητα αλλαγής τους θεσμικών κανόνων από τις αρχές, αναμφισβήτητα κάποιους ευνοεί και σε κάποιους δημιουργεί κόστος, δημιουργώντας κατά βάση θετικές προδιαγραφές για το μέλλον του κοινωνικού συνόλου. Ωστόσο, δε μπορούμε να παραβλέψουμε το γεγονός ότι κάποιες αλλαγές γίνονται με γνώμονα την εξυπηρέτηση ιδιωτικών συμφερόντων.

- **Αλλαγή των όρων ιδιωτικών συμβολαίων**.

- **Ελαστική εφαρμογή υφισταμένων κανόνων και «Θεσμική Ανοχή»:** Δίνει περιθώριο χρόνου αντίδρασης από τις τράπεζες, υπονομεύοντας ωστόσο την αξιοπιστία των εποπτικών αρχών. Παράλληλα, ενέχει νομικούς κινδύνους για τα τραπεζικά στελέχη, τον κίνδυνο ενίσχυσης στρεβλών κινήτρων, ενώ ελλοχεύει και ο κίνδυνος να ευνοηθούν ορισμένες τράπεζες. Έχει αβέβαιη επίδραση επί των προσδοκιών, ενώ δύναται και να εκληφθεί ως ένδειξη πανικού των αρχών.

Η δημιουργική ασάφεια που δημιουργείται ως προς τη στήριξη των τραπεζών από τις αρχές, οδηγεί σε δυο στρατηγικές επιλογές των πρώτων με στόχο την αύξηση της πιθανότητας για στήριξη όταν απαιτηθεί, ενισχύοντας, όμως, τη διαπίστωση ότι η τραπεζική αρετή δεν ανταμείβεται. Η πρώτη επιλογή είναι προσπαθήσουν να γίνουν πολύ μεγάλες για να πτωχεύσουν 'too big to fail', ενώ η δεύτερη επιλογή έγκειται στη συλλογική ανάληψη μεγάλων κινδύνων από όλες τις τράπεζες 'collective risk-taking'

Επιπροσθέτως, ερχόμαστε αντιμέτωποι με την χρηματοοικονομική μόλυνση, η οποία αναφέρεται στην αρνητική επίδραση των επιλογών και των κινδύνων μιας τραπεζής σε άλλες και λειτουργεί μέσω του ισολογισμού_δια μέσου απαιτήσεων κατά πιστωτικών ιδρυμάτων, στην πλευρά του ενεργητικού και υποχρεώσεων προς αυτά , στην πλευρά του παθητικού, μέσω των εκτός ισολογισμού στοιχείων, της ενίσχυσης στρεβλών κινήτρων, της δυνατότητας των αρχών να στηρίξουν τις τράπεζες και της εντάσεως των τραπεζικών κινδύνων.

Τη στιγμή που η προληπτική παρέμβαση κριθεί αναποτελεσματική και εν τέλει ξεσπάσει η κρίση, ενεργοποιείται η κατασταλτική παρέμβαση των αρχών με στόχο τον περιορισμό της κρίσης και την αποφυγή κλεισίματος των τραπεζών, επιστρατεύοντας τα ακόλουθα εργαλεία:

- **Άμεση στήριξη:** Προϋπόθεση συνέχισης της λειτουργίας της τράπεζας, ακόμα και με αρνητική καθαρή θέση, είναι η ύπαρξη αρκετούς ρευστότητας.
- **Ανακεφαλαιοποίηση:** Στόχος είναι η "επιδιόρθωση" της καθαρής θέσης.
- **Εξυγίανση:** Βραχυπρόθεσμα αποσκοπεί στην ανάκτηση εμπιστοσύνης των δυνητικών χρηματοδοτών και μεσοπρόθεσμα στην καλύτερη διάρθρωση του ισολογισμού.

- **Συγχωνεύσεις και εξαγορές:** Προκύπτει μια νέα τράπεζα με ρευστότητα μεγαλύτερη από αυτή της απορροφούμενης, μέτρο που κρύβει την πιθανότητα να ωφεληθούν ορισμένες από τις εμπλεκόμενες τράπεζες.
- **Οικονομική Πολιτική:** Βοηθά στην αύξηση της καθαρής θέσεως των τραπεζών και με την πάροδο του χρόνου στο ξεκαθάρισμα των στοιχείων του ενεργητικού.

1.5 Ασύμμετρη πληροφόρηση

Ο όρος ασύμμετρη πληροφόρηση αναφέρεται σε καταστάσεις στις οποίες ένας εκ των αντισυμβαλλομένων έχει καλύτερη πληροφόρηση, κάτι που ενέχει σημαντικές επιπτώσεις για όλη την κοινωνία, αφού η καλύτερη πληροφόρηση κάποιων είναι σε βάρος των υπολοίπων. Οι καλύτερες επενδυτικές αποφάσεις και αποδόσεις τω ευνοουμένων έχουν ως αποτέλεσμα τη μικρότερη και ακριβότερη χρηματοδότηση κάποιων και ως εκ τούτου, λιγότερες επενδύσεις, μικρότερη ανάπτυξη και μικρότερη κοινωνική ευημερία. Λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης οι τράπεζες αδυνατούν να διαχωρίσουν τους χαμηλού κινδύνου δανειζόμενους από τους υψηλού κινδύνου, με πιθανότητα να δανείσουν σε αυτούς που θέλουν να αποφύγουν. Ενέχει σημαντικές επιπτώσεις για ολόκληρη την κοινωνία, οι οποίες εντείνονται στην περίπτωση των χρηματοοικονομικών προϊόντων που αποτελούν απλώς υποσχέσεις χρηματοροών ή οφελών στο μέλλον.

Τα προβλήματα που δημιουργεί, δηλαδή αυτά της δυσμενούς επιλογής και του ηθικού κινδύνου, και γενικότερα όλο το κόστος για την κοινωνική ευημερία, καθιστά υποχρεωτική τη θεσμική παρέμβαση των Αρχών, με σκοπό την καλύτερη και φθηνότερη πληροφόρηση, καθώς και τη δημιουργία κατάλληλων κινήτρων για ειλικρίνεια και αξιόπιστες ποινές για ανέντιμη ή ανειλικρινή συμπεριφορά όλων των εμπλεκομένων. Ωστόσο, μέσω της ασύμμετρης πληροφόρησης, οι Αρχές μπορούν να δικαιολογήσουν την αδράνειά τους, με την πρόφαση ότι δεν ήταν εφικτή η πρόβλεψη των εξελίξεων.

Η ασύμμετρη πληροφόρηση είναι ενδημική στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Όσον αφορά στη χρηματοδότηση των τραπεζών, οι τράπεζες γνωρίζουν σαφώς καλύτερα την κατάσταση και τις προοπτικές τους, καθώς και την πιθανότητα να πτωχεύσουν, σε σύγκριση με τους υπόλοιπους χρηματοδότες ή και καταθέτες.

Κεφάλαιο 2° – Σύνθετες αλληλεπιδράσεις μεταξύ τραπεζών, οικονομίας και αγορών, απρόβλεπτοι κίνδυνοι

Οι τράπεζες, προκειμένου να συμβάλλουν θετικά στην κοινωνική ευημερία, είναι αναγκασμένες να συνδέονται άρρηκτα με πολλούς κινδύνους, ενίοτε με το μεγαλύτερο εξ αυτών, δηλαδή τον κίνδυνο πτώχευσης, χαρακτηριστικό που τις καθιστά ευάλωτες. Οι κύριοι τραπεζικοί κίνδυνοι είναι οι εξής:

Πίνακας 3: Τραπεζικοί κίνδυνοι & Στρεβλά κίνητρα

Κίνδυνος	Πιθανότητα Ζημίας – Αιτία	Στρεβλά Κίνητρα
Πιστωτικός (Credit risk)	Αδυναμία ή απροθυμία των δανεισθέντων να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους σύμφωνα με τους όρους των δανείων.	Οι διοικήσεις των τραπεζών έχουν κίνητρο να χορηγούν δάνεια υψηλού κινδύνου, λόγω της υψηλότερης απόδοσης.
Ρευστότητας (Liquidity risk)	Αδυναμία της τραπεζής να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της λόγω αδυναμίας να βρει χρηματοδότηση ή/και να πουλήσει στοιχεία του ενεργητικού.	Οι τράπεζες προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους. Υπάρχει κίνητρο διατήρησης των ρευστών διαθεσίμων χαμηλά.
Επιτοκίου (Interest-rate risk)	Δυσμενής για την τράπεζα μεταβολή των επιτοκίων.	Συνήθως βραχυπρόθεσμα επιτόκια < μακροπρόθεσμων. Οι τράπεζες απολαμβάνουν καθαρά έσοδα από τόκους μέχρι την εμφάνιση του κινδύνου επιτοκίου.
Συναλλαγματικός (FX risk)	Δυσμενείς για την τράπεζα μεταβολές της ισοτιμίας του νομίσματος της χώρας έναντι νομισμάτων άλλω χωρών.	Προώθηση δανείων σε ξένο νόμισμα το οποίο αναμένεται να ανατιμηθεί. Ελλοχεύει ο πιστωτικός κίνδυνος.
Αγοράς (Market risk)	Δυσμενής μεταβολή των τιμών ομολόγων, μετοχών και άλλων αξιογράφων στα οποία έχει επενδύσει η τράπεζα.	Χρήση χρημάτων καταθετών για επενδύσεις σε αξιόγραφα επενδυτικού χαρτοφυλακίου τα οποία έχουν μεγαλύτερη απόδοση από τα δάνεια, αλλά και μεγαλύτερο κίνδυνο.
Λειτουργικός (Operational risk)	Ανθρώπινα λάθη, απάτες, αστοχία εσωτερικών ελέγχων και πληροφοριακών συστημάτων, ληστείες κλπ.	Εμφανίζονται σε όλο το εύρος της διοικητικής πυραμίδας.
Φήμης (Reputational risk)	Απώλεια πελατών και εσόδων λόγω των επιχειρηματικών πελατών της τράπεζας και των πελατών της.	Εμφανίζονται σε όλο το εύρος της διοικητικής πυραμίδας και σε όλο το φάσμα των τραπεζικών δραστηριοτήτων.

Νομικός (Legal risk)	Νομικές υποθέσεις, συμβόλαια τα οποία δεν μπορούν να εκτελεστούν, ποινές λόγω μη εφαρμογής θεσμικών κανόνων.	Εμφανίζονται σε όλο το εύρος της διοικητικής πυραμίδας και σε όλο το φάσμα των τραπεζικών δραστηριοτήτων.
Θεσμικός (Regulatory risk)	Μεταβολές του θεσμικού πλαισίου οι οποίες αλλάζουν τους όρους των δανείων εις βάρος των τραπεζών.	
Χώρας (Country ή Sovereign risk)	Συναλλαγματικοί περιορισμοί οι οποίοι αποτρέπουν τις τράπεζες από την εκτέλεση συναλλαγών σε ξένο νόμισμα.	
Πτωχεύσεως (Default risk)	Σε αυτόν καταλήγουν όλοι οι παραπάνω κίνδυνοι.	

Οι κίνδυνοι διαμεσολαβήσεως που αναλαμβάνουν οι τράπεζες σχετίζονται με τρεις μετασχηματισμούς που επιτελούν, αυτούς του κινδύνου (πιστωτικός κίνδυνος & κίνδυνος αγοράς), της διάρκειας (κίνδυνοι ρευστότητας, επιτοκίου) και του μεγέθους (συλλογή μικρού ποσού καταθέσεων και μετατροπή αυτών σε μεγάλα δάνεια).

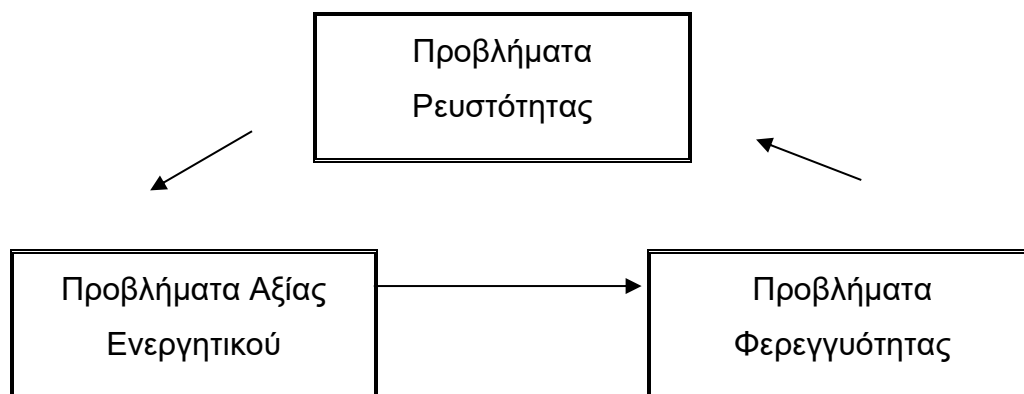
Η ανάληψη των προαναφερθέντων κινδύνων πηγάζει από τη λανθασμένη εκτίμηση αυτών από τα στελέχη των τραπεζών, αλλά και από τα στρεβλά κίνητρα των διοικήσεων ή μετόχων, τα οποία στο βωμό του ιδιωτικού οφέλους, αδιαφορούν για το κοινωνικό κόστος.

Τα συγκριτικά πλεονεκτήματα των τραπεζών στην αντιμετώπιση των εν λόγω κινδύνων εστιάζονται στην τεχνογνωσία που κατέχουν, στο μέγεθός τους και στις οικονομίες κλίμακος και φάσματος. Επίσης, όσο μεγαλύτερες οι τράπεζες, τόσο μεγαλύτερη προστασία και διαπραγματευτική δύναμη έχουν. Ωστόσο, αντιμετωπίζουν και αυστηρότερη εποπτεία και ως εκ τούτου, υψηλότερο κόστος, λόγω των δυνητικών επιπτώσεων στο κοινωνικό σύνολο.

Αξιοσημείωτο είναι δε, ότι οι κίνδυνοι αλληλεπιδρούν και αλληλοενισχύονται, θέτοντας σε κίνηση μια αποσταθεροποιητική δυναμική με μοναδική κατάληξη την πτώχευση της επηρεαζόμενης τράπεζας και κατ' επέκταση την κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος της χώρας. Η εν λόγω δυναμική εστιάζει στους κινδύνους πτωχεύσεως, ρευστότητας και στον πιστωτικό και μέσα από έναν φαύλο κύκλο προξενούνται προβλήματα φερεγγυότητας, ρευστότητας και αξίας ενεργητικού, τα οποία

δεν αντιμετωπίζονται εμπρόθεσμα, με αποτέλεσμα να διαχέονται ταχύτατα μη – αποτρεπτικές κρίσεις.

Σχήμα 1: Αλληλεπίδραση Τραπεζικών Κινδύνων



Πηγή: Αντζουλάτος Άγγελος, 2011, σελίδα 498

Ενισχυτή του αποσταθεροποιητικού μηχανισμού αποτελούν οι προσδοκίες, οι οποίες επιταχύνουν τις εξελίξεις, μην αφήνοντας επαρκή χρόνο στις τράπεζες να δράσουν αποτελεσματικά, ενώ παράλληλα ανάγονται σε δυνητικά αυτό – επιβεβαιούμενες, ακόμη κι αν δεν συμβαδίζουν με την πραγματική κατάσταση των τραπεζών. Στη δημιουργία, αλλά και στην ενίσχυση των αποσταθεροποιητικών προσδοκιών συμβάλλουν η μικρή ρευστότητα, η μεγάλη μόχλευση, η αδιαφάνεια των τραπεζών, η πρόβλεψη του θεσμικού πλαισίου ότι οι τράπεζες οφείλουν να εξυπηρετούν τους πελάτες κατά σειρά προτεραιότητας και τα στρεβλά κίνητρα των διοικητικών στελεχών & μετόχων τραπεζών ευρισκόμενων σε δύσκολη θέση.

Συνδυάζοντας τη μικρή ρευστότητα, τη μεγάλη μόχλευση, τη δυσκολία εκτιμήσεως της πραγματικής κατάστασης και των προοπτικών μιας τραπεζής καταλήγουμε να είμαστε σε θέση να χαρακτηρίσουμε τις τράπεζες ως «αδιαφανείς οργανισμούς – bank opaqueness».

Κεφάλαιο 3^ο – Έρευνα Βιβλιογραφίας

Τα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια αποτελούν ένα από τα μείζοντα θέματα προς συζήτηση από την εποχή του 'Κανόνα του Χρυσού', ενώ την σήμερα ημέραν, έχει συνδεθεί με την παγκοσμιοποίηση με τις όποιες θετικές και αρνητικές επιδράσεις. Κατά την έρευνα βιβλιογραφίας, είναι εφικτός ο διαχωρισμός αυτής σε δύο κύριες κατευθύνσεις.

3.1. «Πλημμύρα» από τις ροές κεφαλαίων

Όπως κάθε τι στην οικονομική ζωή έχει κάποιο ενδεικτικό κόστος, έτσι οι ροές διεθνών κεφαλαίων μεταξύ των τραπεζών, μπορούν να κοστίσουν την επιτυχή πορεία μιας οικονομικής πολιτικής με τους κινδύνους που ενέχουν. Όπως θα διαπιστωθεί και παρακάτω, πολυάριθμες εμπειρικές μελέτες δεν καταλήγουν σε σαφή συμπεράσματα σχετικά με το εάν υπερτερούν οι θετικές των αρνητικών, επιδράσεις της απελευθέρωσης κινήσεως διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων. Τη σύγκρισή αυτή βέβαια, δυσχεραίνει το γεγονός ότι μπορεί οι θετικές επιδράσεις να υπερτερούν βραχυπρόθεσμα και οι αρνητικές μακροπρόθεσμα, αλλά η σχέση δύναται να ισχύει και αντιστρόφως. Η, ενδεχομένως πολυετής, επιτυχημένη πορεία της οικονομικής πολιτικής με την παράλληλη αύξηση της ροής κεφαλαίων μεταξύ των τραπεζών, υπονομεύει μεγάλες ανισοροπίες, η συσσώρευση των οποίων, οδηγεί σε κρίσεις.

Κατά τη βιβλιογραφική μελέτη του Gros (2012) η δεκαετία που ξεκίνησε το έτος 2000 χαρακτηρίστηκε ως ένα «πάρτι παροχής πιστώσεως» λόγω των υπέρογκων ποσών που έρεαν σε κάθε χώρα ανά τον κόσμο, ιδιαίτερα σε αυτές της νότιας Ευρώπης. Σύμφωνα με σχετική έρευνα (Gros, 2012), παρατηρήθηκαν μεγάλες εισροές κεφαλαίων στις χώρες του ευρωπαϊκού νότου λόγω της αυξημένης τοπικής ζήτησης για κατασκευές και κατανάλωση. Η συνεχής αύξηση του ΑΕΠ σε χώρες του νότου, όπως η Ισπανία, η Ελλάδα και η Πορτογαλία που οφειλόταν αποκλειστικά στις εισροές κεφαλαίων, αποπροσανατόλιζε επί σειρά ετών τις αγορές από τον εντοπισμό των οικονομικών ανισοροπιών που δημιουργούνταν. Ένεκα της παγκόσμιας κρίσης, το πάρτι έληξε και οι εν λόγω χώρες αναγκάστηκαν να προβούν σε περικοπές τόσο στις κατασκευές, όσο και στην κατανάλωση, επηρεάζοντας αρνητικά το ΑΕΠ και την ανεργία. Κατά τον Gros, η πηγή του προβλήματος δεν έγκεινται στην επεκτατική νομισματική πολιτική, αλλά στην διαφορετική χρηματοοικονομική δομή κάθε χώρας.

Έρευνα της ΕΚΤ (2012), στο διάστημα 1980 και 2007, οι διασυννοριακές χρηματοοικονομικές ροές γνώρισαν τεράστια άνθηση, καταλήγοντας το 2007 να καταλαμβάνουν το 36% του παγκόσμιου ΑΕΠ, στις οποίες καθοριστική ήταν η συμβολή της Ευρώπης. Στην απaráμιλλη παγκόσμια έκρηξη των εν λόγω ροών, όμως, έβαλε τέλος η αρχή της παγκόσμιας κρίσης, ειδικά μετά την κατάρρευση της Lehmans Brothers το έτος 2008. Αναδεικνύει τα οφέλη των ροών κεφαλαίου και υποχρεώσεων. Εστιάζει στη δυνατότητα διαχωρισμού των οποιωνδήποτε ρίσκων μεταξύ των κρατών, στο κίνητρο που έχουν αυτά να δημιουργήσουν σταθερές οικονομίες με απώτερο σκοπό την προσέλκυση επενδυτών και κεφαλαίων, καθώς και στην τελική ανάπτυξη των οικονομιών.

Ωστόσο, η ανεξέλεγκτη ροή κεφαλαίων από και στην Ευρώπη, συνδέεται άρρηκτα και με αρνητικές μακροοικονομικές επιδράσεις, κυρίως λόγω πληθωριστικών πιέσεων και ρίσκων αποτυχίας. Οι ανισοροπίες στη ροή κεφαλαίων συνδέονται με τον κίνδυνο ρευστότητας και δύνανται να προκαλέσουν ελλείμματα στον κρατικό προϋπολογισμό, αλλά και πλεονάσματα που θα οδηγήσουν επικίνδυνες υπερτιμήσεις. Τα δύσκολα, πρώτα χρόνια της κρίσης, συνδέονται με την αναδιάρθρωση των τραπεζικών ισολογισμών, καθώς και με τη μόχλευση των ευρωπαϊκών κρατών, καθιστώντας πλέον αναγκαία την αντιμετώπιση συγκεκριμένων οικονομικών ρίσκων κάθε κράτους.

Οι μηνιαίες καθαρές επενδύσεις σε χαρτοφυλάκια και λοιπές επενδυτικές ροές μοντελοποιήθηκαν μέσω διαχρονικών συντελεστών παλινδρόμησης, προκειμένου να φανούν πιθανές αλλαγές στο κλίμα αγοράς. Η εξίσωση που χρησιμοποιήθηκε ήταν η κάτωθι:

$$y_t = \sum_t^i \beta_{i,t} x_{i,t-1} + \varepsilon_t$$

όπου η μεταβλητή y_t αντιστοιχεί σε καθαρή επένδυση χαρτοφυλακίου ή, εναλλακτικά, σε καθαρές άλλες επενδύσεις, τέσσερις μεταβλητές $x_{i,t}$ αντιστοιχούν σε (i) δείκτη τεκμαρτής μεταβλητότητας στις χρηματιστηριακές αγορές με βάση το βαθμό παγκόσμιας αποστροφής έναντι κινδύνου, (ii) διαφορά αποδόσεων μεταξύ ευρωπαϊκών κρατικών ομολόγων και μη ευρωπαϊκών ομολόγων αναπτυσσόμενων κρατών (iii) η μεταβολή της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ και (iv) η διαφορά στην ανάπτυξη της βιομηχανικής παραγωγής μεταξύ της ζώνης του ευρώ και της ζώνης του ευρώ εκτός των

προηγμένων οικονομιών της ζώνης του ευρώ, με βάση τις βασικές αρχές που επηρεάζουν την κατάσταση της πραγματικής οικονομίας,

$$\text{και } \beta_{i,t} = \beta_{i,t-1} + \mu_{i,t}$$

βάσει της οποίας ο βαθμός στον οποίο οι καθαρές επενδύσεις χαρτοφυλακίου και οι καθαρές επενδύσεις σε άλλες επενδύσεις ανταποκρίνονται στις μεταβολές σε καθέναν από τους καθοριστικούς παράγοντες τους, δηλ. $\beta_{i,t}$, με τη σειρά του επιτρέπεται να αλλάζουν με την πάροδο του χρόνου σε ανταπόκριση σε πιθανές αλλαγές στο κλίμα που δεν εξηγούνται στο μοντέλο.

Μέσω των εν λόγω μετρήσεων, έγινε έκδηλο ότι προσδιοριστικός παράγοντας των ροών κεφαλαίων στην Ευρώπη αποτέλεσε κατά κύριο λόγο η αποφυγή κινδύνου από τις υπόλοιπες χώρες του κόσμου, τα spreads των κρατικών ομολογιών και μετά οι διαφορές στα επιτόκια συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Από την έρευνα των Pagliari και Hannan (2017) η φαινομενικά μικρή εξομάλυνση των επιδράσεων της παγκόσμιας ύφεσης, δεν εφησύχασε κανέναν. Αντιθέτως, το ζήτημα των ροών κεφαλαίων ανά τον κόσμο, προκαλεί μέχρι και σήμερα ανησυχία όσον αφορά στη χρηματοοικονομική σταθερότητα. Η έρευνα αφορούσε σε 65 κράτη από όλο τον κόσμο, καλύπτοντας τη περίοδο 1970-2016, προσπάθησε να μετρήσει τις συνολικές ακαθάριστες και καθαρές ροές κεφαλαίων, τη μεταβλητότητα αυτών και τα εργαλεία μετάδοσης. Πραγματοποιήθηκαν μετρήσεις τυπικών αποκλίσεων μέσω RW (rolling window) και τη σχέση

$$\sigma_{i,t} = \left(\frac{1}{n} \sum_{k=t-(n-1)}^t (flow_{ik} - \mu)^2 \right)^{1/2}$$

μέσω ARIMA και τη σχέση

$$\Delta flow_{it} = c + \beta \Delta flow_{i(t-1)} + v_{it}$$

και στην περίπτωση απόρριψης της μηδενικής υπόθεσης περί ετεροσκεδαστικότητας, χρησιμοποιήθηκε η σχέση

$$\sigma_{it}^2 = \frac{1}{4} \sum_{j=t-(n-3)}^{t+(n-2)} v_{ij}^2$$

και τέλος μέσω μοντέλου GARCH και των σχέσεων

$$y_{it} = \varepsilon_{it}\sigma_{it}, \quad \sigma_{it}^2 = \alpha_0 + \alpha_1 y_{i(t-1)}^2 + \alpha_2 \sigma_{i(t-1)}^2$$

και παλινδρομήσεις σε panel data, έχοντας ως εξαρτημένη μεταβλητή τις συνολικές ροές και τα εργαλεία μετάδοσης και ως ανεξάρτητες μεταβλητές, παγκόσμιους και τοπικούς μακροοικονομικούς παράγοντες, καθώς και παράγοντες που επηρεάζουν τη δομή κάθε χώρας. Οι εν λόγω μετρήσεις, σε παγκόσμιο επίπεδο, αλλά και για κάθε χώρα ξεχωριστά, ώστε να γίνει έκδηλη η σχέση των αναπτυσσόμενων χωρών με τις αναδυόμενες.

Τα αποτελέσματα των μετρήσεων, έδειξαν ότι η έντονη μεταβλητότητα των ροών κεφαλαίων είναι επιρρεπής σε οικονομικές ανισοροπίες, όπως ήταν η παγκόσμια χρηματοπιστωτική ύφεση του 2008, καθώς και ότι διαφέρει από το επίπεδο τιμών των κεφαλαίων. Ακόμα, η εν λόγω έρευνα συμφωνεί με τις προαναφερόμενες ως προς τη σημαντικότητα εξέτασης της μεταβλητότητας και των οικονομικών παραγόντων κάθε χώρας, συνδυάζοντάς το με τους push – pull παράγοντες.

Περαιτέρω, στη βιβλιογραφία προστέθηκε και η έρευνα από τους Shim and Shin (2018), η οποία ελέγχει κατά πόσο το «χρηματοοικονομικό στρες» των κρατών, στα οποία εδρεύουν διεθνείς τράπεζες, αποτελεί σημαντική κινητήρια δύναμη τραπεζικών εκροών από τις αναδυόμενες οικονομίες. Προκειμένου να διαφοροποιηθεί από σχετικές βιβλιογραφίες οι οποίες εστιάζουν στην περίοδο της παγκόσμιας κρίσης και μετά από αυτήν, εξετάζεται η χρονική περίοδος 2001-2017. Οι μεταβλητές που θα αντιπροσωπεύουν το «χρηματοοικονομικό στρες», είναι τα spreads εταιρικών CDs που αφορούν στις αναδυόμενες οικονομίες και στα κράτη δανειστές και αυτά των τραπεζικών και εταιρικών ομολόγων, μόνο για τις χώρες δανειστές. Ακόμα, έγινε διαχωρισμός των συνολικών τραπεζικών απαιτήσεων από ξένες χώρες σε διασυνοριακές απαιτήσεις, σε εγχώριες απαιτήσεις ξένου νομίσματος και σε εγχώριες απαιτήσεις εθνικού νομίσματος, ενώ οι συνολικές απαιτήσεις χωρίστηκαν σε τραπεζικά δάνεια και χρεόγραφα.

Μέσω panel data, πραγματοποιήθηκαν διάφορες παλινδρομήσεις, εισάγοντας κάθε φορά τις προαναφερόμενες μεταβλητές, τόσο για τα ενοποιημένα, όσο και για τα τοπικά τραπεζικά στατιστικά, για προσαρμοσμένες και μη απαιτήσεις. Η κύρια εξίσωση, ωστόσο ήταν η κάτωθι:

¹ σ_{it}^2 η αντίστοιχη υπό όρους διακύμανση

$$Koutflow_{ijt} = a_1 fs_{jt} + a_2 fs_{it} + x_{it}\beta + \theta_{ij} + \gamma_t + \varepsilon_{ijt}$$

όπου $Koutflow_{ijt}$ είναι η εκροή κεφαλαίου από τις αναδυόμενες οικονομίες i στη χώρα δανειστή j κατά τη χρονική στιγμή t ; fs_{jt} και fs_{it} είναι μέτρα οικονομικής πίεσης στη χώρα δανειστή j και αναδυόμενων οικονομιών i , αντίστοιχα, σε χρόνο t ; x_{it} είναι ένας φορέας των μεταβλητών ελέγχου. θ_{ij} είναι διμερή σταθερά αποτελέσματα. γ_t είναι συνολικά σταθερά αποτελέσματα. και ε_{ijt} είναι ένας όρος σφάλματος στο χρόνο t . Για τις οικονομικές θεμελιώδεις μεταβλητές για τα ΕΜΕ, θεωρούμε την αύξηση του λόγου των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στο ΑΕΠ τα τελευταία τρία χρόνια, την ανατίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας τα τελευταία τρία χρόνια, την αύξηση του συνολικού λόγου πιστώσεων προς το ΑΕΠ κατά το παρελθόν τρία χρόνια, ο δείκτης των αποθεματικών σε Μ2, η αύξηση του ΑΕΠ και ο πληθωρισμός.

Έτσι, κατέληξε στο ότι το «χρηματοοικονομικό στρες» που επικρατεί στις ανεπτυγμένες χώρες δανειστές, αποτελεί κύρια πηγή εκροής κεφαλαίων από τις αναδυόμενες οικονομίες, το οποίο βέβαια δεν επηρεάζεται από την εμφάνιση της παγκόσμιας οικονομικής ύφεσης. Επίσης, υπάρχουν ενδείξεις ότι στις χώρες δανειστές, οι διασυνοριακές τραπεζικές απαιτήσεις και τα τραπεζικά δάνεια παρουσιάζουν μεγαλύτερη ευπάθεια στο εν λόγω «χρηματοοικονομικό στρες», ενώ και οι τοπικές απαιτήσεις σε ξένο νόμισμα, παρουσιάζουν μεγαλύτερη σταθερότητα από τις διασυνοριακές απαιτήσεις.

Ωστόσο, στην πληθώρα ερευνών που σχετίζονται με τις ροές κεφαλαίων, συμπεριλαμβάνονται και έρευνες που εστιάζουν στις διασυνοριακές ροές κεφαλαίων και τη σχέση τους με τις τιμές των ακινήτων. Για παράδειγμα, έρευνα του Vásquez-Ruiz (2014), εξετάζει την επίδραση των ροών κεφαλαίων στη διαμόρφωση των τιμών ακινήτων για την περίοδο 1990-2012, έχοντας δεδομένα από Ασία, Ευρώπη, Λατινική Αμερική, Αφρική και Αυστραλία. Μέσω οικονομετρικών τεχνικών, όπως OLS, fixed και unfixe επιδράσεις και υπολογισμό Argelano and Bond, καταλήγει στο γεγονός ότι οι άμεσες ξένες επενδύσεις, ως ποσοστό του ΑΕΠ, αποτελούν την κύρια μεταβλητή που επηρεάζει περισσότερο τις τιμές των ακινήτων από το επίπεδο εμπορίου και το καθεστώς ανταλλαγής επιτοκίων. Ακόμα, από την έρευνα προέκυψε ότι όσο περισσότερο ευέλικτα είναι τα επιτόκια, τόσο μεγαλύτερη επίδραση των ροών κεφαλαίων στις τιμές των ακινήτων. Τέλος, αναφέρει ότι πρέπει να δημιουργεί ανησυχίες στους φορείς χάραξης

πολιτικής, το γεγονός ότι τεράστια ποσά κεφαλαίων έχουν εισρεύσει στις αναδυόμενες οικονομίες.

Τέλος, σημαντική η συμβολή των Chow και Xie (2016) στην ήδη υπάρχουσα βιβλιογραφία, οι οποίοι προσπαθούν να απαντήσουν στο ερώτημα κατά πόσο οι τιμές των ακινήτων διαμορφώνονται από τα εισρεόμενα κεφάλαια και επικεντρώνονται στη χώρα της Σιγκαπούρης. Μέσω της οικονομετρικής τεχνικής ARDL και παλινδρομήσεων προέκυψε ότι οι βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις των εν λόγω κεφαλαίων, έχουν θετικά σημαντική επίδραση στις τιμές των ακινήτων και μάλιστα περισσότερο από εγχώριους παράγοντες, όπως η μεταβολή της παραγωγής. Επίσης, η προληπτική πολιτική της συγκεκριμένης χώρας είναι δυνατό να μειώσει την επίδραση των εισρεόμενων κεφαλαίων στις τιμές των ακινήτων.

3.2. Τί σηματοδοτεί το κλείσιμο της «στρόφιγγας»;

Μια επιτυχής οικονομική πολιτική, σε συνδυασμό με την απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος, δημιουργεί συνθήκες ταχείας αναπτύξεως, υπερτιμήσεων ακινήτων, αξιογράφων και άλλων περιουσιακών στοιχείων, αισιόδοξων προσδοκιών και αυξανόμενων εισροών κεφαλαίων. Ωστόσο, επειδή αυτή η ανοδική πορεία δεν μπορεί να συνεχιστεί εσαεί, δημιουργούνται έντονες ανισορροπίες, όπως ο υπερδανεισμός, ο υψηλός πληθωρισμός και οι 'φούσκες', οι οποίες με τη σειρά τους οδηγούν σε κρίση.

Δυστυχώς, μπορεί να μη γίνονται σωστές και έγκαιρες προβλέψεις και οι κρίσεις να μην εκδηλώνονται ως 'κεραυνοί εν αιθρία', η αντίδραση, όμως, των αρχών και των αρμόδιων οικονομικών παραγόντων είναι άμεσες, όπως με την άμεση μείωση παροχής πιστώσεως. Παρά ταύτα, η ταραχή που προκαλείται στην οικονομία, στην αγορά και γενικότερα σε όλους τους οικονομικούς παράγοντες από τη θέσπιση αυτού του μέτρου, έχει ανεπανόρθωτες επιπτώσεις για όλους. Έτσι, στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται ορισμένες από τις εξίσου πολυάριθμες βιβλιογραφίες, οι οποίες αναζητούν τους 'χαμένους' από αυτό το ρίσκο.

Στόχος της μελέτης των Millon Cornett, McNutt, Strahan και Tehranian (2010) είναι να ανακαλύψει τους τρόπους που οι τράπεζες κατάφεραν να διαχειρισθούν τα περιουσιακά τους στοιχεία, αυξάνοντας δε, ορισμένες από αυτές, τη ρευστότητά τους τα πρώτα χρόνια της κρίσης. Επισημαίνεται ότι καθώς οι τράπεζες παρέχουν ρευστότητα στους δανειζόμενους μέσω δανείων, τα ίδια τα δάνεια αποτελούν μη ρευστά περιουσιακά στοιχεία για αυτές, καθιστώντας τις πιο ευάλωτες. Παράλληλα, γίνεται αναφορά και στο λόγο που οι αποφάσεις της Fed να τονώσει την οικονομία, κρίθηκαν αναποτελεσματικές.

Μέσω τριών παλινδρομήσεων, οι οποίες εξετάζουν το πώς οι τράπεζες προσαρμόζουν την κατοχή ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων, τον τρόπο που προσαρμόζουν το δανεισμό τους στον ισολογισμό και τον τρόπο προσαρμογής ολόκληρης της πίστωσης και διαπιστώνεται ότι το μέγεθος της τράπεζας επηρεάζει σημαντικότερα τον ισολογισμό της. Συγκεκριμένα, η κρίση ρευστότητας φάνηκε να επηρεάζει δυσμενέστερα τις μεγάλες τράπεζες, στις οποίες η παροχή πιστώσεως αυξανόταν ραγδαία προ κρίσης. Τέτοιου είδους τράπεζες ήταν περισσότερο ευάλωτες στον κίνδυνο ρευστότητας απ' ό,τι οι αντίστοιχες μικρές, όσον αφορά στο μειωμένο

κεφάλαιο, στη μειωμένη εξάρτηση από τις βασικές καταθέσεις, στη μειωμένη ρευστότητα των περιουσιακών στοιχείων του ισολογισμού και στην αθέτηση συμφωνιών.

Τράπεζες με περισσότερα μη ρευστά περιουσιακά στοιχεία, μείωσαν το δανεισμό και αύξησαν τα αντίστοιχα ρευστά στοιχεία τους, ενώ τράπεζες που στηρίζονταν σε σταθερές πηγές χρηματοδότησης συνέχισαν να δανείζουν σε άλλες τράπεζες. Συγκεντρώνοντας τα αποτελέσματα, προκύπτει ότι το μεγαλύτερο ποσοστό της μείωσης τραπεζικής πιστώσεως, προήλθε από την έκθεση στον κίνδυνο ρευστότητας.

Ο De Santis (2012) στην έρευνά του αναφέρει ότι από το ξέσπασμα κιάλας της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης, παρατηρήθηκαν ανοδικές τάσεις των αποδόσεων των κρατικών ευρωπαϊκών ομολόγων σε σχέση με το αντίστοιχο γερμανικό, ειδικά για χώρες με ασθενή δημοσιονομικά χαρακτηριστικά. Καλύπτοντας τη χρονική περίοδο της κρίσης από 1^η Σεπτεμβρίου 2008, έως την 4^η Αυγούστου 2011, χρησιμοποιούνται δεδομένα που αφορούν στα πενταετή και δεκαετή κρατικά ομόλογα, στους προϋπολογισμούς, στα ΑΕΠ και στα ελλείμματα των χωρών: Ελλάδα, Ιρλανδία, Πορτογαλία, Βέλγιο, Ισπανία, Αυστρία, Φινλανδία, Ιταλία και Ολλανδία, καθώς και δεδομένα που αφορούν στα γερμανικά ομόλογα. Μέσω παλινδρόμησης, ελέγχων SVECM, OLS, Phillips-Perron, NG-Perron και Dickey-Fuller και της ένδειξης Cholesky προκύπτει ότι οι κυριότεροι λόγοι που εξηγούν το εν λόγω φαινόμενο, είναι ο συνολικός κίνδυνος, ο πιστωτικός κίνδυνος κάθε χώρας και η δυσμενής οικονομική κατάσταση της Ελλάδας. Ακόμα, η αύξηση ζήτησης του γερμανικού κρατικού ομολόγου, η αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας κάθε χώρας, αλλά και η υποβάθμιση της Ελλάδας συνετέλεσαν στην αύξηση των spreads χωρών, όπως της Γαλλίας, της Ισπανίας, της Πορτογαλίας και άλλων.

Εμπειρικές αναλύσεις σημειώνουν ότι προ κρίσης, κύριος οδηγός των ευρωπαϊκών spreads αποτελούσε ο διεθνής κίνδυνος που προσεγγίζεται μέσω της μεταβλητότητας των Αμερικανικών ομολογιών, ενώ σημαντικό ρόλο έπαιζε και το μέγεθος των τραπεζών. Ωστόσο, η ανάληψη μεγαλύτερου κινδύνου από τους επενδυτές, άλλαξε τα δεδομένα όσον αφορά στην τιμολόγηση.

Συμπερασματικά, η κρίση δημοσίου χρέους ανέδειξε τη σημαντικότητα των ασφαλών περιουσιακών στοιχείων, το ρίσκο κρατικής φερεγγυότητας και τον κίνδυνο εξάπλωσης δυσμενών οικονομικών συνθηκών από χώρες με δημοσιονομικά προβλήματα. Τα spreads των χωρών Αυστρίας, Ολλανδίας και Φινλανδίας, εξηγούνται από την αύξηση

της ζήτησης του γερμανικού κρατικού ομολόγου, ενώ στατιστικά σημαντικός είναι και ο πιστωτικός κίνδυνος των χωρών Ελλάδας, Ιρλανδίας, Πορτογαλίας και Ισπανίας. Επιπροσθέτως, περιθωριακός αναδείχθηκε ο ρόλος του διεθνούς κινδύνου και του αντίστοιχου ρευστότητας, εν αντιθέσει με αυτόν του κρατικού προϋπολογισμού, ιδιαίτερα για τις περισσότερο εκτεθειμένες στην κρίση, χώρες. Προκειμένου, λοιπόν, να διασφαλιστεί η σταθερότητα του ευρωπαϊκού χρηματοοικονομικού συστήματος, απαραίτητη θεωρείται η μείωση των κρατικών κινδύνων, αλλά και η αντιμετώπιση της εξάπλωσης αυτών.

Στη βιβλιογραφική έρευνα των Bofondi, Carpinelli και Sette (2013) εξετάζεται η επίδραση της κρίσης δημοσίου χρέους από την πλευρά της προσφοράς πιστώσεως, στις σχέσεις μεταξύ τραπεζών και επιχειρήσεων, τόσο για τις ίδιες τις ιταλικές τράπεζες, όσο και για τις τράπεζες του εξωτερικού που λειτουργούν στην Ιταλία. Οι ιταλικές τράπεζες αύξησαν περισσότερο τα επιτόκια και λιγότερο την παροχή πίστωσης από ό, τι οι τράπεζες του εξωτερικού, το οποίο διερευνάται με τη χρήση σημαντικών μεταβλητών των τραπεζικών ισολογισμών. Παράλληλα, εξετάζονται τα περαιτέρω περιθώρια πίστωσης, η τάση αποκοπής ήδη υπάρχουσών και σύναψης νέων, δανειακών σχέσεων, καθώς και η δυνατότητα των επιχειρήσεων να αποζημιωθούν από τη μείωση πιστώσεως από τις ιταλικές τράπεζες, δανειζόμενες από τις τράπεζες του εξωτερικού.

Ο χαμηλός ρυθμός ανάπτυξης, το υψηλό δημόσιο χρέος, ο φόβος από την οικονομική κατάσταση της Ελλάδας, οδήγησε σε αύξηση των ιταλικών spreads και υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας, τα οποία επηρέασαν αρνητικά την παροχή πίστωσης από τις τράπεζες.

Παρατηρήθηκε ραγδαία αύξηση επιτοκίων κατά τη διάρκεια της κρίσης από τη πλευρά των ιταλικών τραπεζών, ένεκα της αύξησης των κρατικών spreads. Εξετάζοντας τους τραπεζικούς ισολογισμούς, διαπιστώθηκε ότι τράπεζες του εξωτερικού είναι κατά μέσο όρο μεγαλύτερες, λιγότερο κεφαλαιοποιημένες, βασίζονται περισσότερο στην διατραπεζική χρηματοδότηση και είναι λιγότερο εκτεθειμένες σε προβληματικές κρατικές εγγυήσεις.

Μέσω παλινδρόμησης με βασικές μεταβλητές, αυτές της κεφαλαιοποίησης της τράπεζας (Tier 1), του μεγέθους αυτής, του δείκτη κρατικών χρεογράφων προβληματικών χωρών της Ευρώπης προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία και του δείκτη στη συνολική χρηματοδότηση προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία, προκύπτει ότι είναι δύσκολο για

τις εταιρείες να αντικαταστήσουν πλήρως τη μειωμένη πίστωση από τις εγχώριες τράπεζες μέσω των εξωτερικών, γεγονός που υποδηλώνει τη συνολική επίδραση της κρίσης δημοσίου χρέους στην προσφορά πίστωσης.

Έρευνα του Klein (2014) ανέδειξε ότι οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ), οι οποίες αποτελούν τη ραχοκοκαλιά της Ευρωπαϊκής οικονομίας, έρχονται αντιμέτωπες με τον περιορισμό των επενδυτικών τους πλάνων και παραγωγής, λόγω της συνεχώς μειούμενης πρόσβασης στην τραπεζική πίστωση. Μέσα από το συγκεκριμένο άρθρο, προκύπτει ότι οι οικονομίες χωρών που αριθμούν πολλές ΜΜΕ, τείνουν να ανορθώνονται πιο αργά από την παγκόσμια οικονομική κρίση, αναδεικνύοντας το σημαντικό ρόλο της τραπεζικής χρηματοδότησης. Μέσω μεθοδολογιών OLS, Panel, και VAR, καταλήγει στο γεγονός ότι αυτό το «πιστωτικό σοκ» από τις ΜΜΕ, φέρει δυσμενή αποτελέσματα στην οικονομική δραστηριότητα.

Συγκεκριμένα, οι ΜΜΕ, μην έχοντας εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, άρχισαν να εγκαταλείπουν τυχόν επενδυτικά πλάνα. Οι χαμηλές επενδύσεις από ΜΜΕ την περίοδο της κρίσης, οδήγησε σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα προστιθέμενης αξίας και πρόσληψης εργασίας. Η έρευνα ανέδειξε την αρνητική συσχέτιση μεταξύ ταχείας οικονομικής ανόρθωσης, ρυθμού αύξησεως ΑΕΠ και αριθμού ΜΜΕ σε μια χώρα. Επίσης, ανεδείχθη η αρνητική συσχέτιση μεταξύ του μεγάλου αριθμού ΜΜΕ σε μία χώρα και της αύξησης πιστώσεως σε μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις, την άμεση επίδραση του «σοκ παροχής πίστωσης» στον πληθωρισμό, στο ρυθμό αύξησης πιστώσεως και στα spread επιτοκίων. Τέλος, μέσα από τις μετρήσεις που διενήργησε, αναδείχθηκε ότι το πραγματικό ΑΕΠ συσχετίζεται θετικά με τον πληθωρισμό και την αύξηση πιστώσεως και αρνητικά με τα κριτήρια δανεισμού και τα spread επιτοκίων. Ακόμα, ο πληθωρισμός συσχετίζεται θετικά με την αύξηση πιστώσεως και αρνητικά με τα spread επιτοκίων, ενώ τα κριτήρια δανεισμού από τις τράπεζες συσχετίζονται θετικά με τα spread επιτοκίων και την αύξηση πιστώσεως.

Κεφάλαιο 4^ο – Εμπειρική μελέτη

Η έκρηξη στη διασυνοριακή ροή κεφαλαίων μεταξύ των χωρών, ιδιαίτερα της Ευρώπης, τις τελευταίες δεκαετίες, καθώς και ο απότομος περιορισμός αυτών από την εμφάνιση της παγκόσμιας κρίσης, αποτέλεσε όπως διαπιστώθηκε, αντικείμενο έρευνας και έντονου προβληματισμού. Στην προσπάθεια να συμβάλλουμε στην παραπάνω βιβλιογραφία, θα επικεντρωθούμε αποκλειστικά σε έναν από τους παράγοντες που επηρεάζονται από τα εν λόγω κεφάλαια. Συγκεκριμένα, θα ελεγχθεί εάν οι χρηματοδοτήσεις των τραπεζών του 'Ευρωπαϊκού νότου' από τις τράπεζες του 'Ευρωπαϊκού βορά' πριν την κρίση, επηρέασαν τις τιμές των ακινήτων από την εμφάνιση αυτής και μετά. Με άλλα λόγια, εάν οι τράπεζες του 'ευρωπαϊκού νότου' χρηματοδότησαν με τα κεφάλαια που λάμβαναν τα χρόνια προ κρίσης, τον κλάδο των ακινήτων.

Η χρονική περίοδος που θα καλύψουμε είναι από το 2005, στην ανοδική φάση της οικονομικής ζωής, έως και το 2009, όταν δηλαδή η κρίση είχε αρχίσει να εξαπλώνεται φανερά και στην Ευρώπη, σε τριμηνιαία βάση. Προτιμήθηκε το συγκεκριμένο διάστημα, μιας και δεν υφίστανται ορισμένα δεδομένα για τις χώρες της Ιρλανδίας και της Ελλάδας πριν το 2005. Πέραν από αυτές, θα επικεντρωθούμε και στις εξής χώρες: Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Ολλανδία, Φινλανδία, Πορτογαλία, Ισπανία και Ηνωμένο Βασίλειο. Έτσι, στον 'ευρωπαϊκό νότο' εντάχθηκαν οι χώρες της Ιρλανδίας, Ελλάδας, Ιταλίας, Πορτογαλίας και Ισπανίας, ενώ στον 'ευρωπαϊκό βορρά' οι υπόλοιπες χώρες του δείγματος.

4.1 Συλλογή και επεξεργασία δεδομένων

Τα μεγέθη που συνδέονται με τον κλάδο των ακινήτων και κατ' επέκταση με τις τιμές τους, είναι πολυάριθμα. Στην παρούσα έρευνα θα επιλέξουμε τα κάτωθι μεγέθη:

➤ **Δείκτες τιμών των ακινήτων**², ως η εξαρτημένη μεταβλητή της παρούσας έρευνας οι οποίοι εξήχθησαν από τις βάσεις δεδομένων του ΟΟΣΑ και αφορούν στις πραγματικές τιμές των ακινήτων, με έτος αναφοράς το έτος 2015. Περιλαμβάνονται οι τιμές ενοικίου, οι πραγματικές και οι ονομαστικές τιμές των κατοικιών, οι αναλογίες της

² Source: OECD, Real House Prices, 2015=100,

τιμής προς το ενοίκιο και τιμής προς στο εισόδημα. τα βασικά στοιχεία του κόστους στέγασης.

➤ **Ποσοστά ανεργίας για κάθε τρίμηνο**³ κάθε χώρας που εξήχθησαν από της βάσεις δεδομένων του ΟΟΣΑ Όπως αναφέρει και ο ΟΟΣΑ, ως ποσοστό ανεργίας είναι ο αριθμός των ανέργων ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού, όπου ο τελευταίος αποτελείται από τους ανέργους συν αυτούς που αμείβονται ή αυτοαπασχολούνται. Σημαντικό δε, είναι ότι όταν η ανεργία είναι υψηλή, μερικοί άνθρωποι αποθαρρύνονται και σταματούν να αναζητούν εργασία. τότε αποκλείονται από το εργατικό δυναμικό. Αυτό σημαίνει ότι το ποσοστό ανεργίας μπορεί να μειωθεί ή να σταματήσει να αυξάνεται, παρόλο που δεν υπήρξε σημαντική βελτίωση στην αγορά εργασίας.

➤ **Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ)**⁴ κάθε χώρας που εξήχθησαν από της βάσεις δεδομένων του ΟΟΣΑ. Το ΑΕΠ δεν πρέπει να θεωρείται ως ένα περιεκτικό μέτρο για την ευημερία των κοινωνιών, καθώς δεν περιλαμβάνει αρκετές πτυχές του υλικού βιοτικού επιπέδου των ανθρώπων, πόσο μάλλον άλλες πτυχές της ποιότητας ζωής των ανθρώπων. Τα δεδομένα είναι διεθνώς συγκρίσιμα ακολουθώντας το Σύστημα Εθνικών Λογαριασμών. Ο δείκτης αυτός προσαρμόζεται εποχιακά και μετριέται σε εκατοστιαία μεταβολή από το προηγούμενο τρίμηνο και από το ίδιο τρίμηνο του προηγούμενου έτους και βάσει του πραγματικού ΑΕΠ. (ΟΟΣΑ)

➤ **Αποδόσεις δεκαετών κρατικών ομολόγων**⁵, που εξήχθησαν από ιστορικά δεδομένα της ιστοσελίδας “*investing*”, με τις μηνιαίες τιμές αυτών. Για την παρούσα έρευνα, χρησιμοποιήθηκαν η τιμές της τελευταίας ημέρας των μηνών Μαρτίου, Ιουνίου, Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου κάθε έτους. Τα κρατικά ομόλογα εκδίδονται από τις κεντρικές κυβερνήσεις με σκοπό τη συγκέντρωση των απαιτούμενων κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των δαπανών τους. Οι αποδόσεις αυτών, τις οποίες μπορούν να μεταβάλλουν οι εκάστοτε κυβερνήσεις μέσω της νομισματικής πολιτικής, αντικατοπτρίζουν την πιστοληπτική ικανότητα των χωρών.

➤ **Ξένες αξιώσεις:** αποτελεί τη σημαντικότερη ανεξάρτητη μεταβλητή της παρούσας έρευνας, όχι μόνο για το εάν τελικά επηρεάζει τις τιμές των ακινήτων, αλλά και λόγω της μείζονος σημασίας για τους τραπεζικούς ισολογισμούς. Συγκεκριμένα, παρατηρούνται στην πλευρά του παθητικού ως «Υποχρεώσεις προς πιστωτικά ιδρύματα», αλλά και στην

³ Source: OECD, Unemployment rate Total, % of labour force, Q1 2005 – Q4 2009

⁴ Source: Quarterly GDP Total, Percentage change, previous period, Q1 2005 – Q4 2009

⁵ Source: <https://www.investing.com/rates-bonds>, Type: Bond, Group: Government

πλευρά του ενεργητικού ως «Απαιτήσεις κατά των πιστωτικών ιδρυμάτων». Ωστόσο, η εν λόγω μεταβλητή παρατηρείται και με τη μορφή «Δανείων» που χορηγούνται από τις ίδιες τις τράπεζες.

Τα δεδομένα εξήχθησαν από την BIS STATISTICS WAREHOUSE και αφορούν στα ενοποιημένα τραπεζικά στατιστικά στοιχεία (CBS), η οποία αφορά στη συλλογή δεδομένων οργανωμένη από την BIS και μετρά τα ανοίγματα κινδύνου των χωρών των τραπεζών. Αποτυπώνουν τις παγκόσμιες ενοποιημένες θέσεις τραπεζών που εδρεύουν στις χώρες που υποβάλλουν στοιχεία για την BIS, συμπεριλαμβανομένων των θέσεων των αλλοδαπών θυγατρικών τους, εξαιρουμένων όμως των θέσεων εντός των ομίλων. Οι κεντρικές τράπεζες ή άλλες εθνικές αρχές συλλέγουν δεδομένα από διεθνώς ενεργές τράπεζες με έδρα τη δικαιοδοσία τους, καταρτίζουν εθνικά συγκεντρωτικά στοιχεία και στη συνέχεια τα αναφέρουν στην BIS για τον υπολογισμό των συνολικών μεγεθών. Ακόμα, τα δεδομένα αφορούν και στις ξένες αξιώσεις (foreign claims) της χώρας που ερευνάται ως προς τη δανειζόμενη χώρα κάθε τρίμηνο από το 2005 έως το 2009., μεθοδολογία βάσει της οποίας οι θέσεις κατανέμονται στο κύριο μέρος της σύμβασης. Στην CBS, οι απαιτήσεις σε άμεση βάση αντισυμβαλλομένου κατανέμονται στη χώρα και στον τομέα της οντότητας στην οποία χορηγήθηκαν τα κεφάλαια

Μέσω κατάλληλων φίλτρων, τα δεδομένα αναφέρονται στις συνολικές αξιώσεις των τοπικών τραπεζών της εκάστοτε χώρας, για το σύνολο των τομέων του αντισυμβαλλομένου. Ωστόσο, η έρευνα στην εν λόγω πλατφόρμα, δεν παρουσίασε στοιχεία που αφορούν στην Φινλανδία.

Αρχικώς, όλα τα δεδομένα συγκεντρώθηκαν και επεξεργάστηκαν σε αρχείο Microsoft Excel. Περισσότερη επεξεργασία απαιτήθηκε για τα δεδομένα των ξένων αξιώσεων. Συγκεκριμένα, από το αρχείο που δόθηκε από τη βάση δεδομένων της BIS, συλλέχθηκαν για κάθε χώρα του 'ευρωπαϊκού νότου', τα ποσά με τα οποία χρηματοδοτούταν από τις χώρες του 'ευρωπαϊκού βορά' κάθε τρίμηνο της περιόδου που καλύπτουμε. Στη συνέχεια μέσω της συνάρτησης sum υπολογίσθηκαν τα συνολικά ποσά χρηματοδοτήσεων που έλαβε κάθε χώρα του 'νότου', κάθε τρίμηνο⁶. Τέλος, όλα τα δεδομένα των παραπάνω μεταβλητών, συγκεντρώθηκαν σε ένα κοινό αρχείο Microsoft Excel.

⁶ Πίνακας: Δεδομένα, ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

Θέτοντας λοιπόν, ως εξαρτημένη μεταβλητή τις τιμές των ακινήτων, θα προχωρήσουμε στην εκτίμηση της παρακάτω εξίσωσης:

$$HP_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 FC_{i,t} + \gamma_2 UM_{i,t} + \gamma_3 GG_{i,t} + \gamma_4 EY_{i,t} + \varepsilon_i$$

Πίνακας 4: Αναμενόμενα πρόσημα

	ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ	ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΟ ΠΡΟΣΗΜΟ
HP (housing prices)	Δείκτες τιμών ακινήτων	
FC (foreign claims)	Εισροές κεφαλαίων	+
UM (unemployment)	Ποσοστά ανεργίας	-
GG (GDP growth)	Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν	+
EY (euro area yield)	Αποδόσεις δεκαετών κρατικών ομολόγων	-

4.2 Τεχνικές λεπτομέρειες

Στηριζόμενοι στη μεθοδολογία της προαναφερόμενης βιβλιογραφίας, για την εκτίμηση της εξίσωσης χρησιμοποιείται η ανάλυση των ελαχίστων τετραγώνων για panel data, general to specific και country-time fixed effects.

Κάθε επόμενο μοντέλο προκύπτει από το προηγούμενο αν αφαιρεθεί η μη στατιστικά σημαντική μεταβλητή (δηλαδή η μεταβλητή με το υψηλότερο prob). Η διαδικασία συνεχίζεται μέχρι να καταλήξουμε στο ελάχιστο επαρκές μοντέλο που ερμηνεύει με τον βέλτιστο δυνατό τρόπο την μεταβλητότητα της εξαρτημένης μεταβλητής HP.

Για κάθε ένα από τα υποδείγματα που εξετάζουμε συγκρατούμε και τον συντελεστή προσδιορισμού (R-Squared), βάσει αυτού αντιλαμβανόμαστε το βαθμό μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής (HP) που ερμηνεύεται από το σύνολο των παλινδρομητών που χρησιμοποιούνται.

Κεφάλαιο 5^ο - Αποτελέσματα

Διενεργήθησαν διαδοχικές παλινδρομήσεις, έως ότου καταλήξουμε στις στατιστικά σημαντικές μεταβλητές στο επίπεδο εμπιστοσύνης που ορίσαμε. Σε κάθε έλεγχο, αφαιρούνταν η μεταβλητή με την υψηλότερη τιμή πιθανότητας (p-value) και σημειώθηκε η αντίστοιχη τιμή του συντελεστή⁷. Έτσι, κατά τον πρώτο έλεγχο προέκυψε ότι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%, είναι οι FC, UM και EY, ενώ ο συντελεστής προσδιορισμού είναι 93,44%. Ως εκ τούτου, αφαιρέθηκε η μεταβλητή GG που αφορά στο ΑΕΠ.

Κατά τον δεύτερο έλεγχο προέκυψε ότι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%, είναι οι FC και EY, ενώ ο συντελεστής προσδιορισμού είναι 93,41%. Ως εκ τούτου, αφαιρέθηκε η μεταβλητή UM που αφορά στην ανεργία.

Τέλος, από τα αποτελέσματα του τρίτου ελέγχου, προκύπτει ότι το υπόδειγμα που μελετάμε ανέδειξε τη στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% των μεταβλητών FC και EY με συντελεστή προσδιορισμού 92,38% και περιγράφεται από την εξής εξίσωση:

$$HP = 161,0785 + 2,28E - 08 * FC - 6,079708 * EY$$

Τα αποτελέσματα συνοψίζονται στον παρακάτω πίνακα⁸:

Πίνακας 5: Συγκεντρωτικός πίνακας αποτελεσμάτων τρίτου ελέγχου

METABΛΗΤΕΣ	$HP_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 FC_{i,t} + \gamma_2 UM_{i,t} + \gamma_3 GG_{i,t} + \gamma_4 EY_{i,t} + \varepsilon_i$
C (constant)	161,07 (13,79)***
FC (foreign claims)	2,28E-08 (2,46)**
UM (unemployment)	-
GG (GDP growth)	-
EY (Euro Area Yield)	-6,07 (-2,44)**

⁷ Πίνακας: Αποτελέσματα, ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

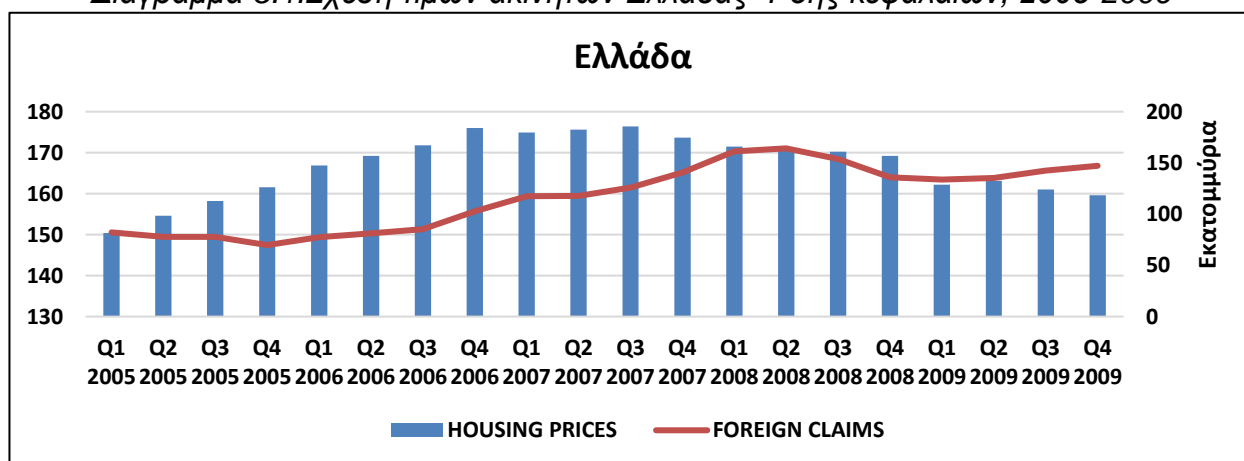
⁸ Παρουσιάζονται οι τιμές των συντελεστών κατά των τρίτο έλεγχο και στις παρενθέσεις, εμφανίζονται οι τιμές t-Statistic. Επίσης, * Prob.<0.1; **Prop<0.05; ***Prob<0.01

Έτσι, έχοντας εισάγει τα δεδομένα των πέντε χωρών του 'νότου', Ελλάδας, Ισπανίας, Πορτογαλίας, Ιταλίας και Ιρλανδίας, διαπιστώθηκε ότι από τις μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στην παρούσα έρευνα, αυτή που επηρεάζει περισσότερο τις τιμές των ακινήτων είναι κατά κύριο λόγο τα κεφάλαια που εισέρευσαν στην εκάστοτε χώρα, από τις χώρες του 'βορά'.

Συγκεκριμένα, η μεταβλητή των ξένων αξιώσεων είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%, καταδεικνύοντας την άρρηκτα συνδεδεμένη θετική σχέση των ροών κεφαλαίων σε μια χώρα και των τιμών ακινήτων σε αυτήν. Με την αύξηση των κεφαλαίων που ρέουν σε μια χώρα, δημιουργείται μεγαλύτερη δυνατότητα χορήγησης δανείων από τις τράπεζες, αυξάνοντας παράλληλα τη ζήτηση των ακινήτων, με αποτέλεσμα να αυξάνεται και η τιμή αυτών. Η σχέση αυτή όμως, ισχύει και αντιστρόφως.

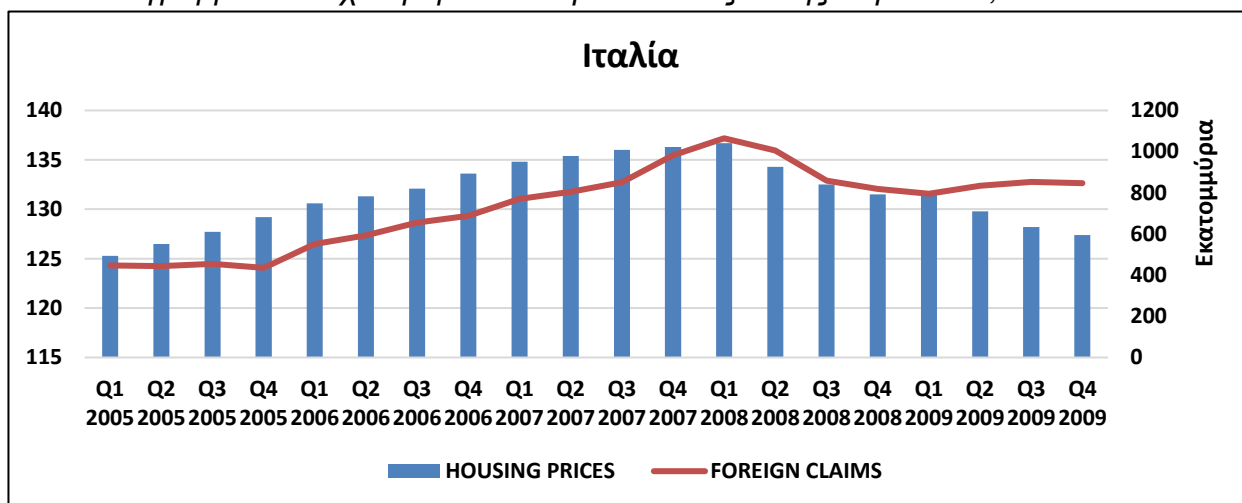
Εστιάζοντας στην εκάστοτε χώρα του 'Ευρωπαϊκού νότου', είναι εύκολο να επιβεβαιωθεί αυτή η δυναμική σχέση, παρατηρώντας τα παρακάτω διαγράμματα. Έτσι, για τη χώρα της Ελλάδας, παρατηρούμε στο διάγραμμα 5.1 ότι καθώς αυξάνονται τα κεφάλαια που εισρέουν στη χώρα, αυξάνονται παράλληλα και οι τιμές των ακινήτων και κατά το ξέσπασμα της παγκόσμιας κρίσης μειώνονται, σχεδόν ταυτόχρονα.

Διάγραμμα 5.1: Σχέση τιμών ακινήτων Ελλάδας- Ροής κεφαλαίων, 2005-2009



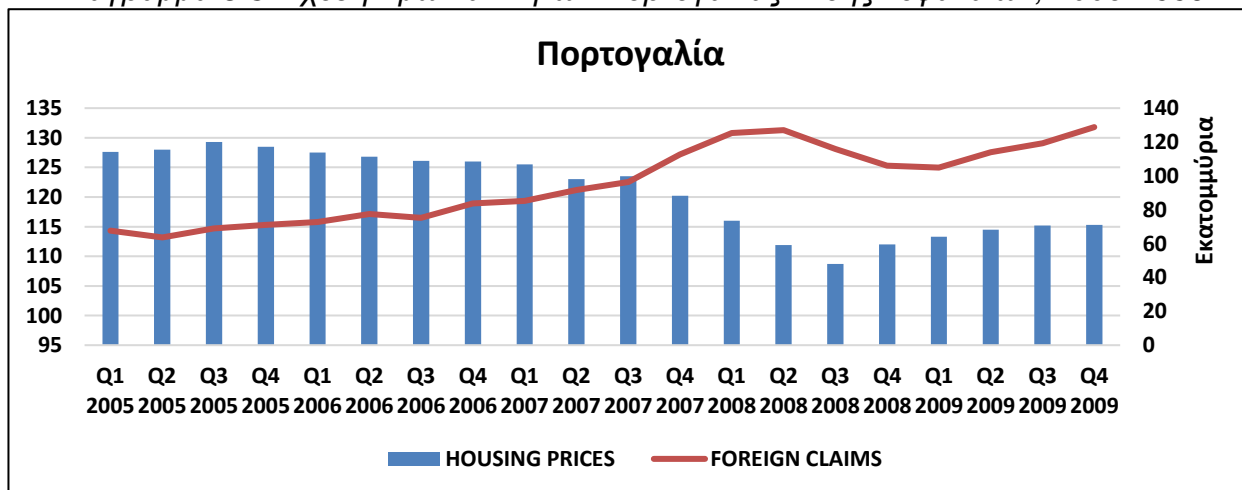
Αντίστοιχα, στο διάγραμμα 5.2 που αφορά στη χώρα της Ιταλίας παρατηρείται σχεδόν ταυτόχρονη αύξηση και μείωση των τιμών των ακινήτων και των εισρεόμενων κεφαλαίων

Διάγραμμα 5.2: Σχέση τιμών ακινήτων Ιταλίας- Ροής κεφαλαίων, 2005-2009



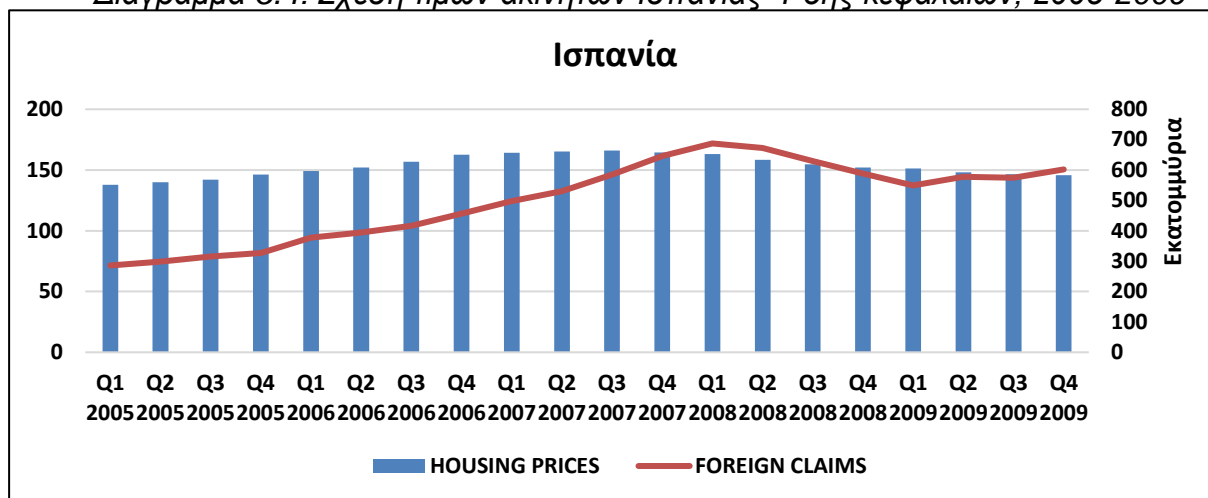
Ωστόσο, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 5.3 που αφορά στη χώρα της Πορτογαλίας, τα πρώτα έτη οι τιμές των ακινήτων ακολουθούν σχεδόν την ίδια πορεία με τις ροές κεφαλαίων, χωρίς βέβαια σημαντικές μεταβολές. Από το τρίτο τρίμηνο του 2007 οι ροές αυξάνονται, ενώ οι τιμές των ακινήτων μειώνονται, ένδειξη που υποδηλώνει ότι τα κεφάλαια διοχετεύονταν σε διαφορετικούς τομείς της οικονομίας. Η σχέση αυτή αποκαταστάθηκε ένα έτος μετά και συνεχίστηκε η ανάλογη πορεία.

Διάγραμμα 5.3: Σχέση τιμών ακινήτων Πορτογαλίας- Ροής κεφαλαίων, 2005-2009



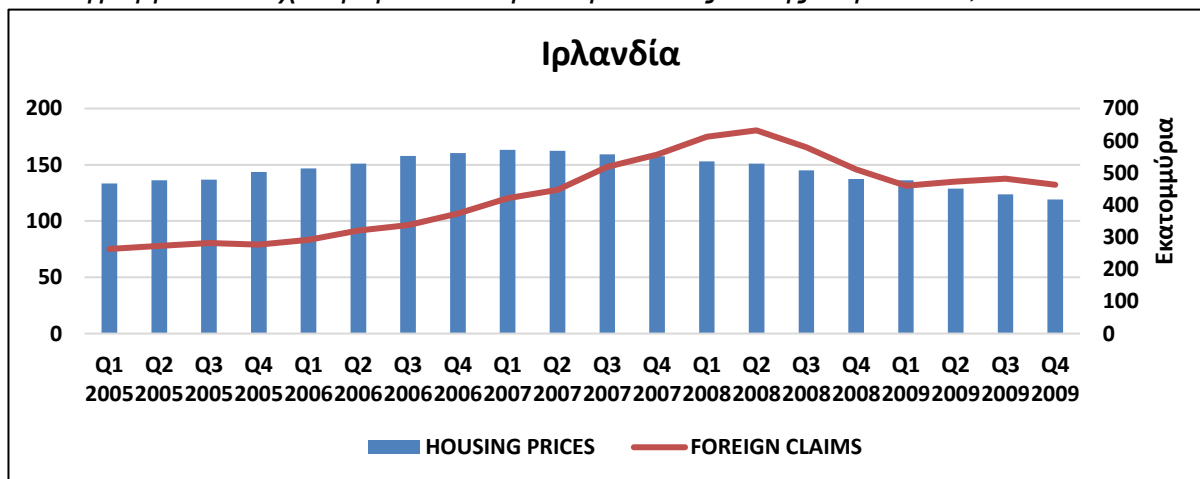
Ακόμα, όσον αφορά στη χώρα της Ισπανίας και το αντίστοιχο διάγραμμα 5.4, τα αποτελέσματα της παρούσας έρευνας, επιβεβαιώνονται, αφού οι τιμές των ακινήτων ακολουθούν την πορεία των εισρεόμενων κεφαλαίων.

Διάγραμμα 5.4: Σχέση τιμών ακινήτων Ισπανίας- Ροής κεφαλαίων, 2005-2009



Τέλος, το διάγραμμα 5.5 που αποτυπώνει τη σχέση ροών κεφαλαίων και τιμών ακινήτων στην Ιρλανδία, δείχνει ανάλογη αύξηση των μεγεθών έως το τέταρτο τρίμηνο του έτους 2007. Η δυναμική αυτή σχέση φαίνεται να συνεχίζεται από τα μέσα του έτους 2008 και μετά.

Διάγραμμα 5.5: Σχέση τιμών ακινήτων Ιρλανδίας- Ροής κεφαλαίων, 2005-2009



Ωστόσο, στο ίδιο επίπεδο σημαντικότητας, στατιστικά σημαντική παρουσιάζεται και η μεταβλητή των αποδόσεων δεκαετών κρατικών ομολόγων. Βάσει αποτελεσμάτων, μια αύξηση κατά 1% στις αποδόσεις των ομολόγων, μειώνει τις τιμές των ακινήτων περίπου, κατά 6%. Στηριζόμενοι σε γνώσεις χρηματοοικονομικής, το εν λόγω αποτέλεσμα είναι λογικό, αφού με την αύξηση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων, δηλαδή του κόστους δανεισμού της εκάστοτε χώρας, παρατηρείται βαθιά πτώση στην εισροή

επενδυτικών κεφαλαίων. Βάσει της προαναφερόμενης σχέσης των εισρεόμενων κεφαλαίων και των τιμών ακινήτων, αποτέλεσμα είναι η μείωση της τιμής των τελευταίων.

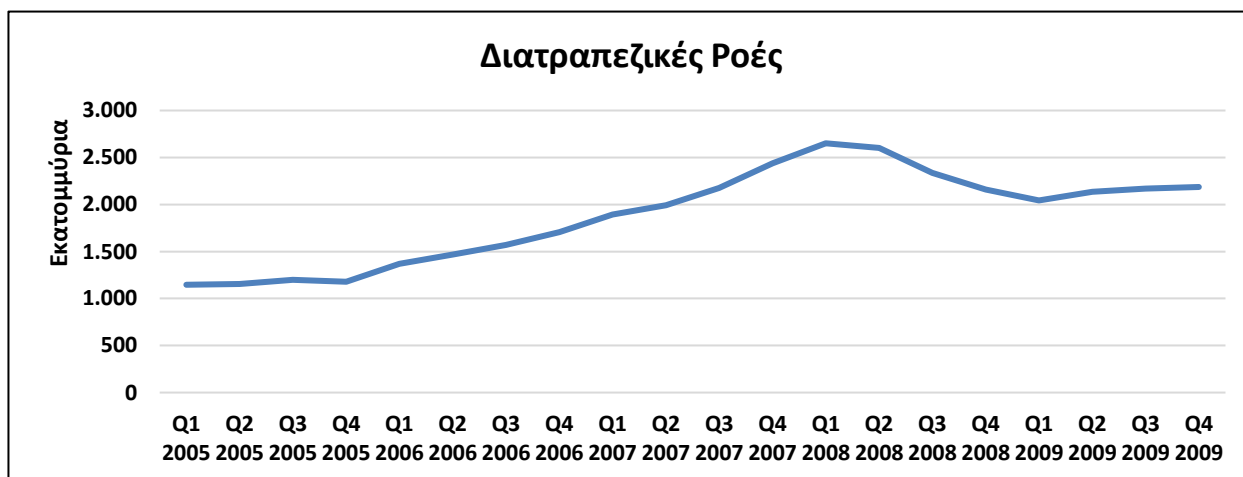
Τέλος, οι μεταβλητές της ανεργίας και της ανάπτυξης του ΑΕΠ εμφανίζονται στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 10% και φαίνεται να επηρεάζουν σε μικρότερο βαθμό τις τιμές των ακινήτων.

Κεφάλαιο 6^ο - Συμπεράσματα

Στηριζόμενοι στην πολυάριθμη σχετική βιβλιογραφία, παραμείναμε στο μείζον ζήτημα των χρηματοδοτήσεων μεταξύ των τραπεζών, αλλά επικεντρωθήκαμε στις χώρες του 'ευρωπαϊκού νότου' και στις χρηματοδοτήσεις που αυτές έλαβαν από τις αντίστοιχες του 'βορρά', πριν την κρίση. Το ερώτημα που μας ενδιέφερε να απαντήσουμε είναι εάν οι μεταβολές των τιμών των ακινήτων, όπως αποτυπώνονται από τη βάση δεδομένων του ΟΟΣΑ (OECD), επηρεάστηκαν από τις εν λόγω χρηματοδοτήσεις.

Τα αποτελέσματα έρχονται να επιβεβαιώσουν τον κανόνα της οικονομικής ζωής και των αγορών. Οι επί σειρά ετών εισροές κεφαλαίων μέσω του τραπεζικού συστήματος στις χώρες του 'ευρωπαϊκού νότου' από τις χώρες του 'ευρωπαϊκού βορρά', ώθησαν σε υψηλά επίπεδα τις τιμές των ακινήτων, μέχρις ότου να σκάσει η 'φούσκα' και να οδηγηθούν σε ανισορροπίες και πτώσεις. Στο διάγραμμα 5.6 άλλωστε γίνεται εμφανής η συνεχώς αυξανόμενη ροή κεφαλαίων από τις χώρες του 'ευρωπαϊκού βορρά' στις χώρες του 'ευρωπαϊκού νότου' έως και το πρώτο τρίμηνο του 2008, όταν δηλαδή η κρίση είχε ήδη ξεκινήσει να διαχέεται από τις ΗΠΑ στον υπόλοιπο κόσμο. Μέχρι και ένα έτος μετά σημειώθηκε σημαντική πτώση των ροών και όπως διαπιστώθηκε από τα προηγούμενα διαγράμματα, με παράλληλη πτώση των τιμών των ακινήτων.

Διάγραμμα 5.6: Συνολικές διατραπεζικές ροές προς 'ευρωπαϊκό νότο', 2005-2009



Επιπροσθέτως, τα αποτελέσματα έρχονται να προσθέσουν ένα ακόμη στοιχείο στη βιβλιογραφία, αφού ανέδειξαν και τον σημαντικό ρόλο που διαδραματίζουν οι αποδόσεις των δεκαετών κρατικών ομολόγων στη διαμόρφωση των τιμών των ακινήτων. Όσο αυξάνεται η απόδοση αυτών, με απλά λόγια, όσο αυξάνεται το κόστος δανεισμού της εκάστοτε χώρας, μειώνονται και τα εισρεόμενα κεφάλαια που θα διοχετευθούν στην

αγορά των ακινήτων. Με αυτόν τον τρόπο, θα μειωθεί η ζήτηση και τελικά η τιμή των τελευταίων.

Προκειμένου, λοιπόν, να αποφευχθούν μελλοντικά αντίστοιχες 'φούσκες' και ξεσπάσματα αυτών, μαζί με τις όποιες επιπτώσεις για ολόκληρο το οικονομικό και κοινωνικό γίγνεσθαι, απαιτείται πρώτα από όλα η γνώση του τραπεζικού συστήματος και, αδιαμφισβήτητα, κατάλληλη θεσμική υποδομή. Ένα οργανωμένο χρηματοοικονομικό σύστημα που θα διοχετεύει τις εισροές κεφαλαίων σε παραγωγικές επενδύσεις, θα αποτρέπει αποσταθεροποιητικές εκροές, ώστε η οικονομία να μην είναι επιρρεπής σε ανισορροπίες, δημιουργία 'φουσκών' και κρίσεων.

Κλείνοντας, να σημειωθεί ότι εκτός από τη χώρα της Ελλάδας, στοιχεία για τα χορηγηθέντα στεγαστικά δάνεια δεν είναι εύκολο να ανευρεθούν. Παραμένοντας, λοιπόν στον κλάδο των ακινήτων, θα παρουσίαζε ενδιαφέρον να διαπιστωθεί εάν το ύψος των στεγαστικών δανείων, αντανακλά τη δυναμική σχέση των διατραπεζικών ροών και των τιμών των ακινήτων.

Βιβλιογραφικές παραπομπές

- Αντζουλάτος, Ά. (χ.η). *Σημειώσεις Τραπεζικής*.
- Αντζουλάτος, Ά. (2011). *Κυβερνήσεις, Χρηματαγορές και Μακροοικονομία ...πλοήγηση στον κόσμο της οικονομίας και των αγορών*. Αθήνα: ΔΙΠΛΟΓΡΑΦΙΑ.
- Atoyan, R., Jaeger, A. & Smith, D. (2012). The Pre-Crisis Capital Flow Surge to Emerging Europe: Did Countercyclical Fiscal Policy Make a Difference? *International Monetary Fund*. Ανακτήθηκε από <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Pre-Crisis-Capital-Flow-Surge-to-Emerging-Europe-Did-Countercyclical-Fiscal-Policy-Make-26249>
- BIS.org. (χ.η.). *BIS consolidated banking* Ανακτήθηκε από <https://stats.bis.org/?m=6%257C346%257C644#ppq=CBS FORMER TBL 9B;pv=2~10~0,0,0~both>
- Bofondi, M., Carpinelli, L. & Sette, E. (2013). *Credit supply during a sovereign debt crisis*. Ανακτήθηκε από <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/altri-atti-convegna/2013-2-sovereign-debt-crisis/carpinelli.pdf>
- Chow H., Xie T. (2016). Are House Prices Driven by Capital Flows? Evidence from Singapore. Ανακτήθηκε από https://ink.library.smu.edu.sg/cgi/viewcontent.cgi?article=2805&context=soe_research
- De Santis, R. (2012). The Euro area sovereign debt crisis safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal. *European Central Bank*. Ανακτήθηκε από <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1419.pdf>
- ECB. (2012). Euro area cross-border financial flows. *Monthly Bulletin*. Ανακτήθηκε από https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art3_mb201202en_pp105-118en.pdf?b2d182eb1e909ceb87f87d594d4c65ce
- Gros, D. (25 April 2012). Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Symptom or cause of the crisis? *Thinking Ahead for Europe*. Ανακτήθηκε από <https://www.ceps.eu/publications/macroeconomic-imbalances-euro-area-symptom-or-cause-crisis>
- Investing.com (χ.η) *10-Year Government Bond* Ανακτήθηκε από <https://www.investing.com/rates-bonds/government-bond-spreads>
- Klein, N. (2014). Small and Medium Size Enterprises, Credit Supply Shocks, and Economic Recovery in Europe. *International Monetary Fund*. Ανακτήθηκε από <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1498.pdf>.

- Millon Cornett, M., McNutt, J. J., Strahan, P. E. & Tehranian, H.. (2011). Liquidity risk management and credit supply in the financial crisis. *Journal of Financial Economics*. 101, 297 – 312. Ανακτήθηκε από <https://www2.bc.edu/hassan-tehranian/Hassan%20published%20paper/JFE%20Print.pdf>
- OECD DATA. (χ.η.). *Housing Prices*. Ανακτήθηκε από <https://data.oecd.org/price/housing-prices.htm>
- OECD DATA. (χ.η.). *Quarterly GDP*. Ανακτήθηκε από <https://data.oecd.org/gdp/quarterly-gdp.htm#indicator-chart>
- OECD DATA. (χ.η.). *Unemployment rate* Ανακτήθηκε από <https://data.oecd.org/unemp/unemployment-rate.htm>
- Shim, I. & Shin, K.. (2018). *Financial stress in lender countries and capital outflows from emerging market economies*. Ανακτήθηκε από <https://www.bis.org/publ/work745.htm>
- Sole Pagliari, M. & Hannan, S.A.. (2017). The Volatility of Capital Flows in Emerging Markets: Measures and Determinants. *International Monetary fund*. Ανακτήθηκε από <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/03/07/The-Volatility-of-Capital-Flows-in-Emerging-Markets-Measures-and-Determinants-44725>
- Vásquez-Ruíz H. (2014). The Effect of Capital Flows on Housing Prices: A panel data estimation. Ανακτήθηκε από http://haroldvasquez.com/wp-content/uploads/2015/03/CapitalFlowsHousingPrices_VasquezHarold.pdf

Παράρτηματα

ΠΙΝΑΚΑΣ 6: Data

C_id	COUNTRY	QUARTER	HOUSING PRICES	FOREIGN CLAIMS	UNEMPLOYMENT	GDP GROWTH	EURO AREA YIELD
1	GREECE	Q1 2005	150.4	82.118.000,00 €	6.1	-0.66	3.835
1	GREECE	Q2 2005	154.6	77.825.000,00 €	5.7	0.28	3.375
1	GREECE	Q3 2005	158.2	77.899.000,00 €	5.7	1.37	3.367
1	GREECE	Q4 2005	161.6	69.825.000,00 €	5.8	0.47	3.525
1	GREECE	Q1 2006	166.9	77.500.000,00 €	5.8	3.32	4.095
1	GREECE	Q2 2006	169.2	81.147.000,00 €	5.2	0.25	4.376
1	GREECE	Q3 2006	171.8	85.260.000,00 €	5	0.47	4.005
1	GREECE	Q4 2006	176.0	102.852.000,00 €	5.2	2.55	4.225
1	GREECE	Q1 2007	174.9	117.497.000,00 €	5.4	-0.73	4.305
1	GREECE	Q2 2007	175.6	117.917.000,00 €	4.8	2.87	4.804
1	GREECE	Q3 2007	176.4	125.998.000,00 €	4.7	-0.64	4.628
1	GREECE	Q4 2007	173.7	140.470.000,00 €	4.8	-0.45	4.628
1	GREECE	Q1 2008	171.5	161.201.000,00 €	4.9	0.59	4.459
1	GREECE	Q2 2008	170.6	164.222.000,00 €	4.3	-0.65	5.297
1	GREECE	Q3 2008	170.2	153.634.000,00 €	4.3	-0.09	4.940
1	GREECE	Q4 2008	169.2	136.066.000,00 €	4.8	-1.42	5.201
1	GREECE	Q1 2009	162.2	133.871.000,00 €	5.6	-4.76	5.733
1	GREECE	Q2 2009	163.1	135.323.000,00 €	5.4	2.81	5.071
1	GREECE	Q3 2009	161.0	142.548.000,00 €	5.7	-0.69	4.519
1	GREECE	Q4 2009	159.6	147.154.000,00 €	6.3	0.11	5.764
2	ITALY	Q1 2005	125.3	447.813.000,00 €	4.5	-0.24	3.801
2	ITALY	Q2 2005	126.5	443.588.000,00 €	4.1	0.99	3.401
2	ITALY	Q3 2005	127.7	454.311.000,00 €	3.8	0.66	3.360
2	ITALY	Q4 2005	129.2	435.469.000,00 €	4.4	0.24	3.529
2	ITALY	Q1 2006	130.6	550.980.000,00 €	4.2	0.39	4.084
2	ITALY	Q2 2006	131.3	593.115.000,00 €	3.6	0.60	4.361
2	ITALY	Q3 2006	132.1	655.927.000,00 €	3.3	0.35	3.949
2	ITALY	Q4 2006	133.6	688.417.000,00 €	3.8	1.26	4.217
2	ITALY	Q1 2007	134.8	770.567.000,00 €	3.4	0.16	4.289
2	ITALY	Q2 2007	135.4	805.034.000,00 €	3.1	-0.09	4.785
2	ITALY	Q3 2007	136.0	851.289.000,00 €	3.1	-0.01	4.626
2	ITALY	Q4 2007	136.3	982.316.000,00 €	3.6	-0.12	4.563
2	ITALY	Q1 2008	136.7	1.064.772.000,00 €	3.9	1.03	4.419
2	ITALY	Q2 2008	134.3	1.005.590.000,00 €	3.7	-0.95	5.227

2	ITALY	Q3 2008	132.5	859.081.000,00 €	3.4	-1.37	4.877
2	ITALY	Q4 2008	131.5	818.446.000,00 €	3.9	-2.29	4.379
2	ITALY	Q1 2009	131.8	795.231.000,00 €	4.3	-2.74	4.390
2	ITALY	Q2 2009	129.8	834.891.000,00 €	4	-0.78	4.438
2	ITALY	Q3 2009	128.2	852.273.000,00 €	3.9	0.55	4.022
2	ITALY	Q4 2009	127.4	846.724.000,00 €	4.7	0.37	4.140
3	PORTUGAL	Q1 2005	127.6	67.566.000,00 €	5.6	0.76	3.608
3	PORTUGAL	Q2 2005	128.0	63.642.000,00 €	5.4	0.42	3.127
3	PORTUGAL	Q3 2005	129.3	68.914.000,00 €	5.8	-0.62	3.295
3	PORTUGAL	Q4 2005	128.5	71.093.000,00 €	6	0.21	3.406
3	PORTUGAL	Q1 2006	127.5	72.683.000,00 €	5.8	0.80	3.887
3	PORTUGAL	Q2 2006	126.8	77.550.000,00 €	5.4	0.93	4.173
3	PORTUGAL	Q3 2006	126.1	75.203.000,00 €	5.6	-0.17	3.883
3	PORTUGAL	Q4 2006	126.0	83.764.000,00 €	6.1	0.73	4.131
3	PORTUGAL	Q1 2007	125.5	85.257.000,00 €	6.3	1.12	4.190
3	PORTUGAL	Q2 2007	123.0	91.677.000,00 €	5.8	0.39	4.756
3	PORTUGAL	Q3 2007	123.5	96.475.000,00 €	5.9	0.17	4.556
3	PORTUGAL	Q4 2007	120.2	112.668.000,00 €	5.9	1.10	4.571
3	PORTUGAL	Q1 2008	116.0	125.267.000,00 €	5.7	0.03	4.406
3	PORTUGAL	Q2 2008	111.9	126.980.000,00 €	5.4	-0.51	5.084
3	PORTUGAL	Q3 2008	108.7	115.779.000,00 €	5.8	-0.23	4.700
3	PORTUGAL	Q4 2008	112.0	106.044.000,00 €	5.9	-1.34	3.962
3	PORTUGAL	Q1 2009	113.3	104.904.000,00 €	6.6	-2.30	4.527
3	PORTUGAL	Q2 2009	114.5	113.875.000,00 €	6.8	0.13	4.376
3	PORTUGAL	Q3 2009	115.2	119.324.000,00 €	7.3	0.94	3.861
3	PORTUGAL	Q4 2009	115.3	128.792.000,00 €	7.5	-0.01	4.055
4	SPAIN	Q1 2005	137.8	285.790.000,00 €	6.3	1.01	3.639
4	SPAIN	Q2 2005	140.0	298.004.000,00 €	5.8	1.02	3.117
4	SPAIN	Q3 2005	142.1	315.640.000,00 €	5.3	0.95	3.136
4	SPAIN	Q4 2005	146.3	326.938.000,00 €	5.5	1.05	3.321
4	SPAIN	Q1 2006	149.2	377.329.000,00 €	5.7	1.08	3.812
4	SPAIN	Q2 2006	152.1	394.306.000,00 €	5.4	1.04	4.056
4	SPAIN	Q3 2006	156.9	416.932.000,00 €	5.2	0.99	3.714
4	SPAIN	Q4 2006	162.5	456.925.000,00 €	5.3	0.95	3.997
4	SPAIN	Q1 2007	164.2	497.698.000,00 €	5.4	1.02	4.101
4	SPAIN	Q2 2007	165.2	529.890.000,00 €	5.1	0.81	4.622
4	SPAIN	Q3 2007	166.0	584.707.000,00 €	5.2	0.81	4.432
4	SPAIN	Q4 2007	164.5	646.637.000,00 €	5.6	0.86	4.404
4	SPAIN	Q1 2008	163.2	687.450.000,00 €	6.2	0.46	4.223

4	SPAIN	Q2 2008	158.3	672.664.000,00 €	6.8	0.06	4.902
4	SPAIN	Q3 2008	154.7	629.217.000,00 €	7.4	-0.76	4.594
4	SPAIN	Q4 2008	152.0	588.028.000,00 €	9.1	-1.01	3.790
4	SPAIN	Q1 2009	151.4	549.708.000,00 €	11.4	-1.60	4.056
4	SPAIN	Q2 2009	148.2	578.048.000,00 €	11.7	-0.97	4.140
4	SPAIN	Q3 2009	146.5	575.031.000,00 €	11.7	-0.31	3.795
4	SPAIN	Q4 2009	145.7	601.611.000,00 €	12.3	-0.06	3.978
5	IRELAND	Q1 2005	133.3	263.242.000,00 €	2.7	1.10	
5	IRELAND	Q2 2005	136.1	272.360.000,00 €	2.8	2.15	
5	IRELAND	Q3 2005	136.9	281.849.000,00 €	3.1	0.07	
5	IRELAND	Q4 2005	143.5	276.800.000,00 €	2.9	2.57	3.301
5	IRELAND	Q1 2006	146.7	291.400.000,00 €	2.8	1.06	3.798
5	IRELAND	Q2 2006	151.0	320.486.000,00 €	2.9	0.41	4.053
5	IRELAND	Q3 2006	157.9	337.345.000,00 €	3.4	2.12	3.709
5	IRELAND	Q4 2006	160.3	373.426.000,00 €	2.8	0.19	3.970
5	IRELAND	Q1 2007	163.3	421.432.000,00 €	3.4	4.79	4.086
5	IRELAND	Q2 2007	162.3	446.663.000,00 €	3.6	-1.03	4.600
5	IRELAND	Q3 2007	159.3	518.748.000,00 €	3.6	-2.25	4.419
5	IRELAND	Q4 2007	157.5	556.828.000,00 €	3.4	4.35	4.500
5	IRELAND	Q1 2008	153.0	612.649.000,00 €	3.7	-3.53	4.287
5	IRELAND	Q2 2008	151.1	632.092.000,00 €	4.3	-1.87	5.070
5	IRELAND	Q3 2008	145.1	579.171.000,00 €	5.4	-0.70	4.690
5	IRELAND	Q4 2008	137.4	510.868.000,00 €	5.6	-3.79	4.438
5	IRELAND	Q1 2009	136.1	459.614.000,00 €	7.3	-0.77	5.468
5	IRELAND	Q2 2009	128.9	472.852.000,00 €	8.9	0.19	5.714
5	IRELAND	Q3 2009	123.6	481.397.000,00 €	9.3	-1.40	4.716
5	IRELAND	Q4 2009	119.3	462.414.000,00 €	8.9	-0.47	4.877

Πίνακας 7: Αποτελέσματα Eviews

1^{ος} ΕΛΕΓΧΟΣ

Dependent Variable: HP
 Method: Panel Least Squares
 Date: 03/26/19 Time: 23:29
 Sample: 2005Q1 2009Q4
 Periods included: 20
 Cross-sections included: 5
 Total panel (unbalanced) observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	160.8053	11.17716	14.38696	0.0000
FC	2.50E-08	8.82E-09	2.831438	0.0061
UM	-0.938609	0.507073	-1.851031	0.0685
GG	0.313796	0.541828	0.579143	0.5644
EY	-4.969960	2.360923	-2.105092	0.0390

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)
 Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.934474	Mean dependent var	144.0667
Adjusted R-squared	0.908456	S.D. dependent var	18.39331
S.E. of regression	5.565132	Akaike info criterion	6.509411
Sum squared resid	2106.007	Schwarz criterion	7.257346
Log likelihood	-284.4517	Hannan-Quinn criter.	6.811739
F-statistic	35.91664	Durbin-Watson stat	0.236724
Prob(F-statistic)	0.000000		

2^{ος} ΕΛΕΓΧΟΣ

Dependent Variable: HP
 Method: Panel Least Squares
 Date: 03/26/19 Time: 23:30
 Sample: 2005Q1 2009Q4
 Periods included: 20
 Cross-sections included: 5
 Total panel (unbalanced) observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	161.5499	11.04936	14.62074	0.0000
FC	2.45E-08	8.74E-09	2.803059	0.0066
UM	-0.952981	0.504021	-1.890756	0.0629
EY	-5.074046	2.342708	-2.165890	0.0338

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)
 Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.934150	Mean dependent var	144.0667
Adjusted R-squared	0.909337	S.D. dependent var	18.39331
S.E. of regression	5.538266	Akaike info criterion	6.493498
Sum squared resid	2116.395	Schwarz criterion	7.214721
Log likelihood	-284.6879	Hannan-Quinn criter.	6.785028
F-statistic	37.64776	Durbin-Watson stat	0.260086
Prob(F-statistic)	0.000000		

3ος ΕΛΕΓΧΟΣ

Dependent Variable: HP
 Method: Panel Least Squares
 Date: 03/26/19 Time: 23:31
 Sample: 2005Q1 2009Q4
 Periods included: 20
 Cross-sections included: 5
 Total panel (unbalanced) observations: 97

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	161.0785	11.67651	13.79509	0.0000
FC	2.28E-08	9.23E-09	2.466132	0.0161
EY	-6.079708	2.488831	-2.442796	0.0171

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.923802	Mean dependent var	143.8113
Adjusted R-squared	0.896972	S.D. dependent var	18.46925
S.E. of regression	5.928260	Akaike info criterion	6.621390
Sum squared resid	2495.243	Schwarz criterion	7.311519
Log likelihood	-295.1374	Hannan-Quinn criter.	6.900444
F-statistic	34.43137	Durbin-Watson stat	0.187024
Prob(F-statistic)	0.000000		