



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΜΒΑ)

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ  
ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΚΑΙ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ  
ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ. Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ  
ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ.

ΑΝΑΣΤΑΣΙΑ ΛΕΙΒΑΔΙΤΗ

ΑΘΗΝΑ, 2020

## ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

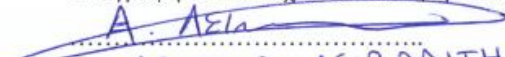
«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων : MBA» με τίτλο:

«Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΛΟΓΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΚΑΙ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ. Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ.....»

έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου»

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή Ονοματεπώνυμο

  
ΑΝΑΣΤΑΣΙΑ ΚΕΙΒΑΔΙΤΗ

Ημερομηνία: 30-09-2020

Αφιερώνεται  
στους γονείς μου

# Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΚΑΙ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ. Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ.

Σημαντικοί όροι: Νομισματική Πολιτική, Δημοσιονομική Πολιτική, κρίση στις Η.Π.Α, ελληνική κρίση χρέους, Μηχανισμός Στήριξης, Μνημόνια, Χρηματοοικονομική Ανάλυση, Αριθμοδείκτες

## Περίληψη

Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009, η οποία πυροδοτήθηκε από την πτώση των τιμών των κατοικιών στις ΗΠΑ και ενισχύθηκε από περαιτέρω μηχανισμούς ενίσχυσης, ανέδειξε τα τρωτά σημεία της οικονομία της Ελλάδας, αναγκάζοντας την τελευταία να προσφύγει σε συνολικά τρία προγράμματα οικονομικής προσαρμογής. Σαφώς, από την ελληνική κρίση χρέους δε θα μπορούσαν να μείνουν ανεπηρέαστοι οι επιλεγμένοι δείκτες αξιολόγησης της οικονομίας της καθώς και οι αριθμοδείκτες του τραπεζικού της κλάδου. Στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι η περίοδος εξέτασης ξεκινά από το έτος 2007 και ολοκληρώνεται το έτος 2018, με σκοπό την ανάδειξη της κατάστασης προ κρίσης, κατά τη διάρκεια αυτής και με το πέρας αυτής (31 Αυγούστου 2018).

Ο αντικειμενικός σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι να αναδείξει τι πυροδότησε και εν τέλει εξάπλωσε τη χρηματοπιστωτική κρίση σε ολόκληρο τον κόσμο και ειδικότερα στην Ελλάδα, με αφετηρία τις ΗΠΑ. Επίσης, τι ρόλο έπαιξαν οι ιθύνοντες χάραξης της Οικονομικής Πολιτικής στη διαμόρφωση και εξέλιξη αυτής σε ΗΠΑ και Ελλάδα και εν τέλει τι επιπτώσεις είχε στον τραπεζικό κλάδο της τελευταίας, για τη χρονική περίοδο 2007-2018, με τη χρήση των αριθμοδεικτών.

Τα συμπεράσματα που προέκυψαν, λοιπόν, είναι ότι η χρηματοπιστωτική κρίση που ξεκίνησε από τις ΗΠΑ ουσιαστικά διήρκησε για τα έτη 2007-2009 και δεν οδήγησε σε ύφεση. Αυτό συνέβη διότι αυτοί που διαμορφώνουν την Οικονομική Πολιτική έπραξαν έγκαιρα και αποτελεσματικά στα σοκ που υπέστη η οικονομία. Αντιθέτως, στην περίπτωση της Ελλάδας, οι μνημονιακές συμβάσεις που υπογράφηκαν είχαν σε πολλές περιπτώσεις λανθασμένες προτάσεις οικονομικής πολιτικής και για 8 χρόνια, το μοναδικό πλάνο των ελληνικών κυβερνήσεων ήταν οι κατευθυντήριες γραμμές των Μνημονίων που επέβαλε η Τρόικα. Έτσι, η χώρα πέρασε από μία έντονη ύφεση, η οποία φαίνεται ότι αρχίζει να υποχωρεί σιγά-σιγά από το 2016. Τέλος, από τα πρώιμα κιόλας στάδια της κρίσης, οι αριθμοδείκτες συνολικά για τον τραπεζικό κλάδο σημείωσαν έντονη πτωτική πορεία, σαφώς επηρεασμένοι από την κακή πορεία της οικονομίας. Πιο συγκεκριμένα, τους επέφερε μεγάλες ζημίες στα αποτελέσματα χρήσεως τους καθώς και ζημίες που αναλογούσαν στους κοινούς μετόχους της τράπεζας, αρνητικά ίδια κεφάλαια, χαμηλά επίπεδα ρευστότητας και ενδεχόμενο χαμηλό συνολικό δείκτη της κεφαλαιακής επάρκειας, εφόσον δεν υπόκεινταν σε κεφαλαιακή ενίσχυση. Παρ' όλ' αυτά, τα πράγματα φαίνεται ότι σταδιακά αλλάζουν,

καθώς οι χρηματοοικονομικοί δείκτες του κλάδου για τα έτη 2016-2018 βελτιώνονται από χρονιά σε χρονιά, συμβαδίζοντας με τη σαφώς βελτιωμένη πορεία της ελληνικής οικονομίας.

## Ευχαριστίες

*Ευχαριστώ θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Παναγιώτη Αρτίκη για τη συμβολή του και την πολύτιμη βοήθεια που μου προσέφερε κατά τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας εργασίας, αλλά και καθ' όλη τη διάρκεια των μεταπτυχιακών μου σπουδών.*

*Επιπλέον, επιθυμώ να εκφράσω τις βαθύτατες ευχαριστίες μου στην οικογένεια και τους φίλους μου για τη διαχρονική τους στήριξη και συμπαράσταση.*

## Κατάσταση Πινάκων

**Πίνακας 1:** Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ(%) και η ανεργία (%) των ΗΠΑ για τη χρονική περίοδο 2006-2018.....σελίδα -53-

**Πίνακας 2:** Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ(%), το δημόσιο χρέος και έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ και η ανεργία (%) της Ελλάδας για τη χρονική περίοδο 2007-2018.....σελίδα -90-

**Πίνακας 3:** Ο αριθμός των δημοσίων υπαλλήλων (ευρύτερος δημόσιος τομέας, συμβασιούχοι κτλ) καθώς και ο αριθμός των δραστηριοποιούμενων επιχειρήσεων για τη χρονική περίοδο 2008-2018.....σελίδα -94-

**Πίνακας 4:** Χρηματοοικονομικοί δείκτες του Ομίλου της Εθνικής Τράπεζας για την περίοδο 2007-2018.....σελίδα -115-

**Πίνακας 5:** Χρηματοοικονομικοί δείκτες του Ομίλου της Alpha Bank για την περίοδο 2007-2018.....σελίδα -126-

**Πίνακας 6:** Χρηματοοικονομικοί δείκτες του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -137-

**Πίνακας 7:** Χρηματοοικονομικοί δείκτες του Ομίλου της Eurobank για τα έτη 2007-201.....σελίδα -147-

**Πίνακας 8:** Χρηματοοικονομικοί δείκτες του Ομίλου της Attica Bank για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -159-

**Πίνακας 9:** Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες του κλάδου για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -168-

## Κατάσταση Διαγραμμάτων

- Διάγραμμα 1:** S&P/Case-Shiller U.S National Home Price Index για την περίοδο: Ιανουάριος 2000- Μάρτιος 2006, όπου και σταματά η ανοδική τάση.....σελίδα -7-
- Διάγραμμα 2:** S&P/Case-Shiller U.S National Home Price Index για την περίοδο: Ιανουάριος 2000-Φεβρουάριος 2012, όπου και σταματά η πτωτική τάση.....σελίδα -8-
- Διάγραμμα 3:** TED Spread – Historical Chart για τη χρονική περίοδο 2000-2018.....σελίδα -18-
- Διάγραμμα 4:** TED Spread – Historical Chart για τη χρονική περίοδο 2007-2009, όπου από το 2009 και μετά επιστρέφει και πάλι κοντά στο μηδέν.....σελίδα -19-
- Διάγραμμα 5:** Τα επιτόκια για τα 10ετή κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ και των εταιρικών ομολόγων για επιχειρήσεις, τα οποία αξιολογούνται με AAA και BBB, για τη χρονική περίοδο 2007-2018.....σελίδα -22-
- Διάγραμμα 6:** Οι δείκτες εμπιστοσύνης των καταναλωτών και των επιχειρήσεων των ΗΠΑ, για τη χρονική περίοδο 2007-2018.....σελίδα -24-
- Διάγραμμα 7i):** Το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων, για τη χρονική περίοδο 2007-2018.....σελίδα -33-
- Διάγραμμα 7ii):** Το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων, για τη χρονική περίοδο 2007-2009.....σελίδα -34-
- Διάγραμμα 8:** Οι πιστώσεις της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας, σε δισεκατομμύρια δολάρια, στις Δημοπρασίες Καθορισμένης Διάρκειας (TAF), για τη χρονική περίοδο 17 Δεκεμβρίου 2007 - 8 Μαρτίου 2010.....σελίδα -39-
- Διάγραμμα 9:** Η αγορά σε εκατομμύρια δολάρια από τη FED των MSB και των μακροχρόνιων χρεογράφων του Δημοσίου για τη χρονική περίοδο 2008-2018.....σελίδα -42-
- Διάγραμμα 10:** Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ (%) των ΗΠΑ για τη χρονική περίοδο 2006-2018.....σελίδα -54-
- Διάγραμμα 11:** Η ανεργία (%) των ΗΠΑ για τη χρονική περίοδο 2006-2018.....σελίδα -54-



|   |              |
|---|--------------|
| <b>Διάγραμμα 12:</b> Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ (%) της Ελλάδας για τη χρονική περίοδο 2007-2018.....                               | σελίδα -90-  |
| <b>Διάγραμμα 13:</b> Το δημόσιο χρέος της Ελλάδας ως ποσοστό του ΑΕΠ για τη χρονική περίοδο 2007-2018.....  | σελίδα -91-  |
| <b>Διάγραμμα 14:</b> Το δημόσιο έλλειμμα/πλεόνασμα της Ελλάδας ως ποσοστό του ΑΕΠ για τη χρονική περίοδο 2007-2018.....                               | σελίδα -92-  |
| <b>Διάγραμμα 15:</b> Η ανεργία (%) της Ελλάδας για τη χρονική περίοδο 2007-2018.....  | σελίδα -93-  |
| <b>Διάγραμμα 16:</b> Η πορεία του αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας Ι.Κ του Ομίλου της ΕΤΕ για τα έτη 2007-2018.....                                    | σελίδα -116- |
| <b>Διάγραμμα 17 :</b> Η εξέλιξη του αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας ενεργητικού του Ομίλου της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος για τα έτη 2007-2018..... | σελίδα -118- |
| <b>Διάγραμμα 18:</b> Η πορεία του δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης του Ομίλου ΕΤΕ για τα έτη 2007-2018.....   | σελίδα -119- |
| <b>Διάγραμμα 19:</b> Η πορεία του συνολικού δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας του Ομίλου της ΕΤΕ για τα έτη 2007-2018.....                                 | σελίδα -120- |
| <b>Διάγραμμα 20:</b> Η πορεία του δείκτη ρευστότητας του Ομίλου της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος για τα έτη 2007-2018.....                            | σελίδα -122- |
| <b>Διάγραμμα 21:</b> Η πορεία του δείκτη των κερδών ανά μετοχή του Ομίλου της ΕΤΕ για τα έτη 2007-2018.....   | σελίδα -124- |
| <b>Διάγραμμα 22:</b> Η πορεία του αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας των Ι.Κ του Ομίλου της Alpha Bank για τα έτη 2007-2018.....                         | σελίδα -127- |
| <b>Διάγραμμα 23:</b> Η εξέλιξη του αριθμοδείκτη ROA του Ομίλου της Alpha Bank για τα έτη 2007-2018.....   | σελίδα -128- |
| <b>Διάγραμμα 24:</b> Η πορεία του δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης του Ομίλου της Alpha Bank για τα έτη 2007-2018.....                                | σελίδα -130- |
| <b>Διάγραμμα 25:</b> Η πορεία του συνολικού δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας του Ομίλου της Alpha Bank για τα έτη 2007-2018.....                          | σελίδα -131- |
| <b>Διάγραμμα 26:</b> Η πορεία του δείκτη ρευστότητας του Ομίλου της Alpha Bank για τα έτη 2007-2018.....  | σελίδα -133- |

|  |
|--|
| <b>Διάγραμμα 27:</b> Η πορεία του δείκτη των κερδών ανά μετοχή του Ομίλου της Alpha Bank για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -135-                               |
| <b>Διάγραμμα 28:</b> Η πορεία του χρηματοοικονομικού δείκτη της αποδοτικότητας των Ι.Κ του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς για δώδεκα έτη.....σελίδα -138-      |
| <b>Διάγραμμα 29:</b> Η πορεία του αριθμοδείκτη ROA του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -139-                                    |
| <b>Διάγραμμα 30:</b> Η πορεία του χρηματοοικονομικού δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -141- |
| <b>Διάγραμμα 31:</b> Η πορεία του συνολικού δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -143-              |
| <b>Διάγραμμα 32:</b> Η πορεία του δείκτη της ρευστότητας του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -144-                              |
| <b>Διάγραμμα 33:</b> Η πορεία του δείκτη των κερδών ανά μετοχή του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -146-                        |
| <b>Διάγραμμα 34:</b> Η πορεία του χρηματοοικονομικού δείκτη της αποδοτικότητας των Ι.Κ του Ομίλου της Eurobank για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -148-         |
| <b>Διάγραμμα 35:</b> Η πορεία του χρηματοοικονομικού δείκτη της αποδοτικότητας του ενεργητικού του Ομίλου της Eurobank για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -150- |
| <b>Διάγραμμα 36:</b> Η πορεία του χρηματοοικονομικού δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης του Ομίλου της Eurobank για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -151-          |
| <b>Διάγραμμα 37:</b> Η πορεία του συνολικού δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας του Ομίλου της Eurobank για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -153-                       |
| <b>Διάγραμμα 38:</b> Η πορεία του δείκτη της ρευστότητας του Ομίλου της Eurobank για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -155-                                       |
| <b>Διάγραμμα 39:</b> Η πορεία του δείκτη των κερδών ανά μετοχή του Ομίλου της Eurobank για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -157-                                 |
| <b>Διάγραμμα 40:</b> Η πορεία του χρηματοοικονομικού δείκτη της αποδοτικότητας των Ι.Κ του Ομίλου της Attica Bank για δώδεκα έτη.....σελίδα -159-            |

- Διάγραμμα 41:** Η πορεία του χρηματοοικονομικού δείκτη της αποδοτικότητας του ενεργητικού του Ομίλου της Attica Bank για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -161-
- Διάγραμμα 42:** Η εξέλιξη του αριθμοδείκτη της δανειακής επιβάρυνσης του Ομίλου της Attica Bank για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -163-
- Διάγραμμα 43:** Η πορεία του δείκτη ρευστότητας του Ομίλου της Attica Bank για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -164-
- Διάγραμμα 44:** Η πορεία του δείκτη των κερδών ανά μετοχή του Ομίλου της Attica Bank για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -166-
- Διάγραμμα 45:** Η πορεία του αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας των Ι.Κ του κλάδου για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -169-
- Διάγραμμα 46:** Η πορεία του αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας του ενεργητικού του κλάδου για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -170-
- Διάγραμμα 47:** Η πορεία του αριθμοδείκτη της δανειακής επιβάρυνσης του κλάδου για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -171-
- Διάγραμμα 48:** Η πορεία του συνολικού δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας του κλάδου για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -173-
- Διάγραμμα 49:** Η πορεία του δείκτη ρευστότητας του κλάδου για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -174-
- Διάγραμμα 50:** Η πορεία του δείκτη των κερδών ανά μετοχή του κλάδου για τα έτη 2007-2018.....σελίδα -176-

## Κατάσταση Απεικονίσεων

- Απεικόνιση 1:** Οι μακροοικονομικές επιπτώσεις των αποτελεσμάτων της Κρίσης.....σελίδα -28-
- Απεικόνιση 2:** Το υπόδειγμα IS-LM και η παγίδα ρευστότητας.....σελίδα -35-
- Απεικόνιση 3:** Παγίδα ρευστότητας και μείωση πληθωρισμού.....σελίδα -36-
- Απεικόνιση 4:** Η «εκτίναξη» του ισολογισμού της FED από τα προγράμματα δανεισμού και αγοράς περιουσιακών στοιχείων στη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης αλλά και μετά από αυτήν.....σελίδα -43-
- Απεικόνιση 5:** Το αποτέλεσμα των χρηματοπιστωτικών μέτρων της FED και του Αμερικανικού Υπουργείου Οικονομικών στις αγορές αγαθών και χρήματος...σελίδα -52-
- Απεικόνιση 6:** Η οικονομική βοήθεια προς την Ελλάδα από κάθε πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής, για τα έτη 2010-2018 , έτσι ώστε να αντιμετωπιστεί η κρίση του ελληνικού δημόσιου χρέους. Στην απεικόνιση συμπεριλαμβάνεται και η διάρκεια κάθε προγράμματος.....σελίδα -88-

# Περιεχόμενα

|   |        |
|---|--------|
| <b>Περίληψη</b>   | I      |
| <b>Ευχαριστίες</b>  | III    |
| <b>Κατάσταση Πινάκων</b>  | IV     |
| <b>Κατάσταση Διαγραμμάτων</b>   | V      |
| <b>Κατάσταση Απεικονίσεων</b>   | IX     |
| <b>Εισαγωγή</b>   | - 1 -  |
| <b>Κεφάλαιο 1: Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση</b>                                  | - 5 -  |
| 1.1 Εισαγωγή  | - 5 -  |
| 1.2 Η πυροδότηση της κρίσης στις ΗΠΑ  | - 5 -  |
| 1.3 Τα χαρακτηριστικά των τραπεζών που συνέβαλαν στη χρηματοοικονομική κρίση<br>- 9 - |        |
| 1.3.1 Μόχλευση – η επίδραση από τα SIVs και τα CDSs σε αυτήν                          | - 10 - |
| 1.3.2 Πολυπλοκότητα   | - 14 - |
| 1.3.3 Ρευστότητα  | - 16 - |
| 1.4 Οι μηχανισμοί ενίσχυσης   | - 17 - |
| Βιβλιογραφία 1 <sup>ου</sup> Κεφαλαίου  | - 20 - |
| <b>Κεφάλαιο 2: Από τη Χρηματοοικονομική στη Μακροοικονομική Κρίση</b>                 | - 21 - |
| 2.1 Εισαγωγή  | - 21 - |
| 2.2 Τα αποτελέσματα της Χρηματοοικονομικής Κρίσης                                     | - 21 - |
| 2.3 Εισαγωγή στις Αγορές Αγαθών και Χρήματος: Το υπόδειγμα IS-LM                      | - 25 - |
| 2.4 Οι μακροοικονομικές επιπτώσεις της Κρίσης   | - 27 - |
| Βιβλιογραφία 2 <sup>ου</sup> Κεφαλαίου  | - 30 - |
| <b>Κεφάλαιο 3: Η απάντηση της Οικονομικής Πολιτικής</b>                               | - 31 - |
| 3.1 Εισαγωγή  | - 31 - |
| 3.2 Οι επιθετικές δράσεις της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας                        | - 31 - |
| 3.2.1 Συμβατική Νομισματική Πολιτική  | - 32 - |
| 3.2.2 Μη συμβατική Νομισματική Πολιτική   | - 37 - |
| 3.3 Η Κυβερνητική Δράση Διάσωσης  | - 47 - |
| 3.3.1 Οι επιθετικές δράσεις της Δημοσιονομικής Πολιτικής                              | - 48 - |
| 3.4 Συμπεράσματα  | - 51 - |
| Βιβλιογραφία 3 <sup>ου</sup> Κεφαλαίου  | - 56 - |
| <b>Κεφάλαιο 4: Η οικονομική κρίση από τις ΗΠΑ στην Ελλάδα</b>                         | - 57 - |
| 4.1 Εισαγωγή  | - 57 - |

|   |         |
|---|---------|
| 4.2 Ανασκόπηση των γεγονότων που οδήγησαν το ελληνικό κράτος σε δημοσιονομική κρίση                                   | - 58 -  |
| 4.3 Χρηματοδότηση από το «Μηχανισμό Στήριξης» (Πρώτο Μνημόνιο)  | - 61 -  |
| 4.4 Τα αποτελέσματα των μέτρων στην πραγματική οικονομία μέχρι τα μέσα του 2011                                       | - 65 -  |
| 4.5 Η επαναδιαπραγμάτευση και η πορεία προς το μεσοπρόθεσμο πλαίσιο δημοσιονομικής στρατηγικής 2012-2015              | - 66 -  |
| 4.6 Η πορεία προς το δεύτερο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής (Δεύτερο Μνημόνιο)                                     | - 68 -  |
| 4.7 Το νέο μεσοπρόθεσμο πλαίσιο δημοσιονομικής στρατηγικής 2013-2016 και το πολυνομοσχέδιο του υπουργείου Οικονομικών | - 72 -  |
| 4.8 Οι επιπτώσεις των μέτρων στην πραγματική οικονομία για τα έτη 2011-2014   | - 73 -  |
| 4.9 Η πορεία προς το τρίτο Μνημόνιο   | - 75 -  |
| 4.9.1 Οι προαπαιτούμενες δράσεις - μέτρα από την πλευρά της Ελλάδας   | - 76 -  |
| 4.9.2 Τα κύρια σημεία του Μνημονίου συνεννόησης   | - 77 -  |
| 4.9.2.1 Αποκατάσταση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας  | - 77 -  |
| 4.9.2.2 Εξασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας   | - 80 -  |
| 4.9.2.3 Ανάπτυξη, ανταγωνιστικότητα και επενδύσεις  | - 82 -  |
| 4.9.2.4 Εκσυγχρονισμός του κράτους και της δημόσιας διοίκησης   | - 84 -  |
| 4.10 Ψήφιση νέου πολυνομοσχεδίου  | - 85 -  |
| 4.11 Οι επιπτώσεις των μέτρων στην πραγματική οικονομία για τα έτη 2015-2018  | - 86 -  |
| 4.12 Μια γενικότερη εικόνα της οικονομικής βοήθειας προς την Ελλάδα από κάθε πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής        | - 88 -  |
| 4.13 Μια γενικότερη εικόνα της οικονομίας της Ελλάδας   | - 89 -  |
| 4.14 Αξιολόγηση της γενικότερης κατάστασης που εκτυλίχθηκε – Συμπεράσματα   | - 94 -  |
| 4.14.1 Η πορεία της Ελλάδας προς τα Μνημόνια  | - 94 -  |
| 4.14.2 Τα αίτια της πολυετούς παραμονής της χώρας στα Μνημόνια  | - 95 -  |
| 4.14.3 Η κατάσταση της χώρας και το μεγάλο στοίχημα   | - 98 -  |
| Βιβλιογραφία 4 <sup>ου</sup> Κεφαλαίου  | - 102 - |
| <b>Κεφάλαιο 5: Η περίπτωση του ελληνικού τραπεζικού κλάδου</b>  | - 104 - |
| 5.1 Εισαγωγή  | - 104 - |
| 5.2 Η παρουσίαση των Ομίλων των ελληνικών τραπεζών  | - 104 - |
| 5.3 Η χρηματοοικονομική ανάλυση των Ομίλων των ελληνικών τραπεζών και γενικότερα του κλάδου με τη χρήση αριθμοδεικτών | - 109 - |
| 5.3.1 Εισαγωγή  | - 109 - |
| 5.3.2 Περιγραφή χρηματοοικονομικών δεικτών  | - 110 - |
| 5.3.2.1 Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων   | - 110 - |
| 5.3.2.2 Αποδοτικότητα Ενεργητικού   | - 111 - |

|  |         |
|--|---------|
| 5.3.2.3 Δανειακή Επιβάρυνση                              | - 111 - |
| 5.3.2.4 Κεφαλαιακή Επάρκεια                              | - 112 - |
| 5.3.2.5 Ρευστότητα                                       | - 113 - |
| 5.3.2.6 Κέρδη ανά μετοχή                                 | - 114 - |
| 5.3.3 Ο Όμιλος της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος          | - 115 - |
| 5.3.4 Ο Όμιλος της Alpha Bank                            | - 125 - |
| 5.3.5 Ο Όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς                     | - 136 - |
| 5.3.6 Ο Όμιλος της Eurobank                              | - 147 - |
| 5.3.7 Ο Όμιλος της Attica Bank                           | - 158 - |
| 5.3.8 Ο κλάδος   | - 167 - |
| 5.4 Συμπεράσματα   | - 177 - |
| Βιβλιογραφία 5 <sup>ου</sup> Κεφαλαίου                   | - 181 - |
| Κεφάλαιο 6: Συμπεράσματα-Προτάσεις για μελλοντική έρευνα | - 182 - |
| 6.1 Συμπεράσματα   | - 182 - |
| 6.2 Προτάσεις για μελλοντική έρευνα                      | - 184 - |
| <b>Βιβλιογραφία</b>                                      | - 186 - |

## Εισαγωγή

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009 στις ΗΠΑ πυροδοτήθηκε μεν από το σκάσιμο της φούσκας στις τιμές των κατοικιών, ενισχύθηκε δε από την υψηλή μόχλευση των τραπεζών, την πολυπλοκότητα των περιουσιακών τους στοιχείων και την έλλειψη ρευστότητας, κατάσταση που περιγράφεται αναλυτικά στο κεφάλαιο 1.

Στο δεύτερο μισό του 2007, φάνηκε ότι αυτά που συνέβαιναν στον χρηματοοικονομικό τομέα της οικονομίας θα οδηγούσαν σε σοβαρές μακροοικονομικές επιπτώσεις. Αυτό θα συνέβαινε τόσο μέσω άμεσων συνεπειών στα επιτόκια δανεισμού των επιχειρήσεων, όσο και μέσω επιδράσεων στις προσδοκίες των καταναλωτών και των επιχειρήσεων των ΗΠΑ. Από τα μέσα του 2007 μέχρι το 2009, ο δανεισμός για τις επιχειρήσεις έγινε ξαφνικά πολύ ακριβός. Σύγχυση, αμφιβολίες και σκεπτικισμός για όσα εκτυλίσσονταν και όσα επρόκειτο να συμβούν, είχαν σαν αποτέλεσμα τη μεγάλη επιδείνωση των προσδοκιών τους. Οι καταναλωτές και οι επιχειρήσεις, λόγω της απώλειας της εμπιστοσύνης τους ως προς τις επόμενες μέρες, αποφάσισαν να είναι πιο εγκρατής ως προς την κατανάλωση και τις επενδύσεις αντίστοιχα. Στο κεφάλαιο 2, προκειμένου να εξερευνήσουμε τις μάκρο-επιπτώσεις των προαναφερθέντων αποτελεσμάτων της χρηματοοικονομικής κρίσης, εισάγαμε το βασικό υπόδειγμα IS-LM. Μέσω αυτού, είδαμε ότι η μεγάλη αύξηση του ασφαλίστρου στο επιτόκιο και η απώλεια της εμπιστοσύνης, οδήγησαν σε μεγάλη μείωση του προϊόντος, μεταβαίνοντας έτσι, από τη Χρηματοοικονομική στη Μακροοικονομική Κρίση.

Ωστόσο, η ιστορία δεν τελειώνει εδώ. Στο κεφάλαιο 3, άμεσα και επιθετικά μέτρα λήφθηκαν από την Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα και την κυβέρνηση των ΗΠΑ στα σοκ που υπέστη η οικονομία. Οι ιθύνοντες χάραξης της Νομισματικής Πολιτικής, εφαρμόζοντας αρχικά τη Συμβατική Νομισματική Πολιτική, έθεσαν το στόχο του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων κοντά στο μηδέν, με αποτέλεσμα να βρεθεί η οικονομία σε μια παγίδα ρευστότητας. Έτσι, κατέφυγαν στα εργαλεία της Μη Συμβατικής, τα οποία παίρνουν τρεις μορφές: 1) παροχή ρευστότητας, 2) αγορά περιουσιακών στοιχείων και τέλος, 3) διαχείριση των προσδοκιών. Τα μέτρα αυτά στόχευαν στην αύξηση της συνολικής ζήτησης και άρα, του εθνικού προϊόντος, στην εξασφάλιση και παροχή ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και στην εν γένει



εξυγιάνσή του. Στα πλαίσια της κρατικής παρέμβασης διάσωσης, το Κογκρέσο με τη σειρά του, ψήφισε την Πράξη Οικονομικής Ανάκαμψης του 2008, όπου η σημαντικότερη διάταξή του ήταν το Πρόγραμμα Ανακούφισης των Περιουσιακών Στοιχείων (TARP). Η βασική προτεραιότητα της κυβέρνησης των ΗΠΑ ήταν η παροχή ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, η μείωση του κόστους δανεισμού των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων και η εν γένει αποκατάσταση της σταθερότητας. Συνάμα, μια μεγάλη δημοσιονομική τόνωση τέθηκε σε λειτουργία, με συνδυασμό φοροελαφρύνσεων και αύξηση της κρατικής δαπάνης. Σαφέστερα, το Φεβρουάριο του 2008, το Κογκρέσο ψήφισε την Πράξη Οικονομικών Κινήτρων του 2008 και το 2009 την Πράξη Αμερικάνικης Ανάκαμψης και Επανεπένδυσης, προκειμένου να μεγεθύνει το επίπεδο της συνολικής ζήτησης και του προϊόντος και να αμβλύνει την ύφεση.

Στο σημείο αυτό είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009 δεν οδήγησε εν τέλει σε ύφεση, λόγω των επιθετικών πολιτικών δράσης της FED, της κρατικής παρέμβασης διάσωσης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και της επιθετικής επεκτατικής Δημοσιονομικής Πολιτικής.

Ωστόσο, η κρίση εξαπλώθηκε σε παγκόσμιο επίπεδο και φυσικά και στην Ελλάδα. Στο εισαγωγικό κομμάτι του κεφαλαίου 4, πραγματοποιείται μια σύντομη ανασκόπηση των γεγονότων που οδήγησαν το ελληνικό κράτος σε δημοσιονομική κρίση. Φτάνοντας στο 2009, διαπιστώνεται ότι ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ μειώθηκε αισθητά και ότι το δημόσιο χρέος, το δημόσιο έλλειμμα και η ανεργία αυξήθηκαν σημαντικά μέσα σε ένα έτος. Η εξέλιξη αυτή ήταν λόγω της διεθνούς οικονομικής κρίσης, της στασιμότητας του ΑΕΠ και της ύφεσης που είχε ξεκινήσει από το 2008. Αρχές του 2010, σημειώθηκε μια συνεχής αύξηση των spreads των ομολόγων του ελληνικού δημοσίου, ως επακόλουθο των συνεχών υποβαθμίσεων της πιστοληπτικής ικανότητας της ελληνικής οικονομίας. Έτσι, με αυτά τα νέα δεδομένα χρηματοδότησης, η χώρα αδυνατούσε να δανειστεί με λογικά επιτόκια από τις αγορές για τη χρηματοδότηση του τρέχοντος δημοσιονομικού της ελλείμματος και την αναχρηματοδότηση του χρέους της. Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι δημόσιο έλλειμμα είχε φτάσει σε τέτοιο ύψος όπου καθιστούσε το δημόσιο χρέος ως μη βιώσιμο.

Όπως περιγράφεται στην ενότητα 4.3, απόρροια των παραπάνω, ήταν η Ελλάδα να προσφύγει στο μηχανισμό στήριξης (συγκροτούνταν από κοινού από το ΔΝΤ, την Ε.Ε και την Ε.Κ.Τ) για χρηματοδότηση. Μεταξύ των προϋποθέσεων για τη χορήγηση χρηματοδοτικής στήριξης από το πρώτο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής, οι ελληνικές αρχές έπρεπε να δεσμευτούν ότι θα εφαρμόσουν δρακόντεια μέτρα λιτότητας. Έπειτα, στην ενότητα 4.4, ακολουθεί μία σύντομη ανάλυση των επιπτώσεων των μέτρων στην πραγματική οικονομία μέχρι τα μέσα του 2011, λόγω ύπαρξης αποκλίσεων από τους στόχους που είχαν τεθεί στη χώρα. Ακόμη, η συμφωνία ακολουθήθηκε από ένα νέο πακέτο μέτρων, με αλλαγές στις εργασιακές σχέσεις και στο ασφαλιστικό, το οποίο ονομάστηκε μεσοπρόθεσμο πλαίσιο δημοσιονομικής στρατηγικής 2012-2015 και περιγράφεται στην ενότητα 4.5.

Δεδομένου, λοιπόν, ότι τα μέτρα που είχαν εφαρμοσθεί δεν είχαν δώσει λύση στο πρόβλημα χρέους της Ελλάδας, μια σειρά από έκτακτα συμπληρωματικά μέτρα λήφθηκαν. Εν συνεχεία, συγκλήθηκε έκτακτη σύνοδος κορυφής της Ε.Ε, με στόχο την κατάρτιση ενός οριστικού σχεδίου αντιμετώπισης της κρίσης, το δεύτερο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής. Συνάμα, το ελληνικό χρέος κουρεύτηκε κατά σχεδόν 50%. Στην ενότητα 4.6, περιγράφονται αναλυτικά τα παραπάνω καθώς και τα μέτρα που περιελάμβανε το δεύτερο Μνημόνιο. Προχωρώντας προς την ενότητα 4.7, εκεί αναφέρονται τα μέτρα λιτότητας που περιελάμβανε το νέο μεσοπρόθεσμο πλαίσιο δημοσιονομικής στρατηγικής 2013-2016 καθώς και οι αλλαγές για μια σειρά από επαγγελματικούς κλάδους, όπως ψηφίστηκε από το πολυνομοσχέδιο του υπουργείου Οικονομικών. Στην αμέσως επόμενη ενότητα, επισημαίνονται οι επιπτώσεις των μέτρων στην πραγματική οικονομία για τα έτη 2011-2014.

Έπειτα, στις 14 Αυγούστου του 2015, ψηφίστηκε το τρίτο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής για την Ελλάδα, το οποίο έληξε στις 20 Αυγούστου του 2018, σηματοδοτώντας έτσι, την επίσημη έξοδο της χώρας από τα Μνημόνια. Η πορεία προς την τρίτη δέσμη μέτρων διάσωσης, οι προαπαιτούμενες ενέργειες από την πλευρά της χώρας και τα κύρια σημεία του Μνημονίου συνεννόησης, αναλύονται διεξοδικά στην ενότητα 4.9. Στις επόμενες δύο ενότητες καταγράφονται τα μέτρα ενός νέου πολυνομοσχεδίου που ψηφίστηκε και επισημαίνονται οι επιπτώσεις όλων των μέτρων στην πραγματική οικονομία για τα έτη 2015-2018, αντίστοιχα.

Για την καλύτερη κατανόηση του αναγνώστη, στην ενότητα 4.12 παρουσιάζεται συνοπτικά μια γενικότερη εικόνα της οικονομικής βοήθειας προς την Ελλάδα από κάθε πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής, η διάρκειά του καθώς και από ποιον πραγματοποιήθηκε. Επίσης, στην ίδια λογική, στην επόμενη ενότητα παρουσιάζεται η γενικότερη εικόνα της ελληνικής οικονομίας μέσα στο χρόνο. Για το σκοπό αυτό έχουν επιλεγεί οι δείκτες του ετήσιου ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ, το δημόσιο χρέος και έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ και τέλος, η ανεργία. Στα πλαίσια ανάδειξης των επιπτώσεων των μέτρων που υλοποιήθηκαν στο δημόσιο και ιδιωτικό τομέα, καταγράφονται ο αριθμός των δημοσίων υπαλλήλων καθώς και ο αριθμός των δραστηριοποιούμενων επιχειρήσεων μέσα στο χρόνο.

Κλείνοντας το μεγάλο κεφάλαιο της Ελλάδας, στην ενότητα 4.14 παρουσιάζεται η αξιολόγηση της γενικότερης κατάστασης που εκτυλίχθηκε καθώς και συμπεράσματα από τις συστατικές δημοσιονομικές πολιτικές που επιβλήθηκαν από την Τρόικα και ακολουθήθηκαν από τις ελληνικές κυβερνήσεις. Στο πλαίσιο αυτό, παρουσιάζεται η πορεία της χώρας προς τα Μνημόνια, τα αίτια της πολυετούς παραμονής της σε αυτά καθώς και η κατάστασή της και το μεγάλο στοίχημα για επαναφορά στην κανονικότητα.

Έπειτα, στο κεφάλαιο 5, διερευνάται κατά πόσο η ελληνική κρίση χρέους επηρέασε τη χρηματοοικονομική κατάσταση των τεσσάρων συστημικών τραπεζών και της μίας μη συστημικής, καθώς και τι επιπτώσεις επέφερε σε αυτές. Στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι η χρηματοοικονομική κατάσταση των Ομίλων των τραπεζών αλλά και του κλάδου συνολικά, για την περίοδο 2007-2018, επρόκειτο να διεξαχθεί με τη χρήση επιλεγμένων αριθμοδεικτών.

## Κεφάλαιο 1: Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση

### 1.1 Εισαγωγή

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009 πυροδοτήθηκε από τη μείωση των τιμών των κατοικιών στις ΗΠΑ. Καθώς μειώνονταν οι τιμές τους πολλοί ιδιοκτήτες κατοικιών, ιδιαίτερα εκείνοι που τα είχαν αποκτήσει με πολύ υψηλά ενυπόθηκα δάνεια σε σχέση με την αξία τους άρχισαν να μην αποπληρώνουν, με αποτέλεσμα πολλές τράπεζες και δανειστές να έρθουν αντιμέτωποι με υπέρογκες ζημιές. Οι επιδράσεις των ζημιών αυτών, όμως, πολλαπλασιάστηκαν μέσω τριών χαρακτηριστικών των τραπεζών που συνέβαλαν στη χρηματοπιστωτική κρίση: μόχλευση, πολυπλοκότητα, ρευστότητα.

Σκοπός του κεφαλαίου αυτού είναι να κατανοήσει ο αναγνώστης τους λόγους για τους οποίους, ενώ οι ζημιές αυτές ήταν από μόνες τους πολύ μικρές σε σχέση με το μέγεθος του τραπεζικού τομέα ή το μέγεθος της οικονομίας των ΗΠΑ, οδήγησαν την οικονομία σε περιδίνηση.

### 1.2 Η πυροδότηση της κρίσης στις ΗΠΑ

Είναι σαφές ότι η πτώση των τιμών των κατοικιών στις ΗΠΑ, το καλοκαίρι του 2006, αποτέλεσε την πυροδότηση της κρίσης. Την περίοδο 2000-2006, οι τιμές των κατοικιών σημείωσαν μεγάλη αύξηση, γεγονός που δίχασε τους οικονομολόγους για το αν δικαιολογείται. Κάποιοι οικονομολόγοι εξέφρασαν την ανησυχία τους ακόμα και όταν οι τιμές ανέβαιναν. Μεταξύ αυτών υπήρξε και ο Robert Shiller, προειδοποιώντας ότι η αύξηση των τιμών ήταν μία φούσκα, η οποία είναι πιθανό να σκάσει αργότερα. Ωστόσο, κάποιες αυξήσεις στις τιμές των κατοικιών ήταν απόλυτα δικαιολογημένες.

Πιο συγκεκριμένα,

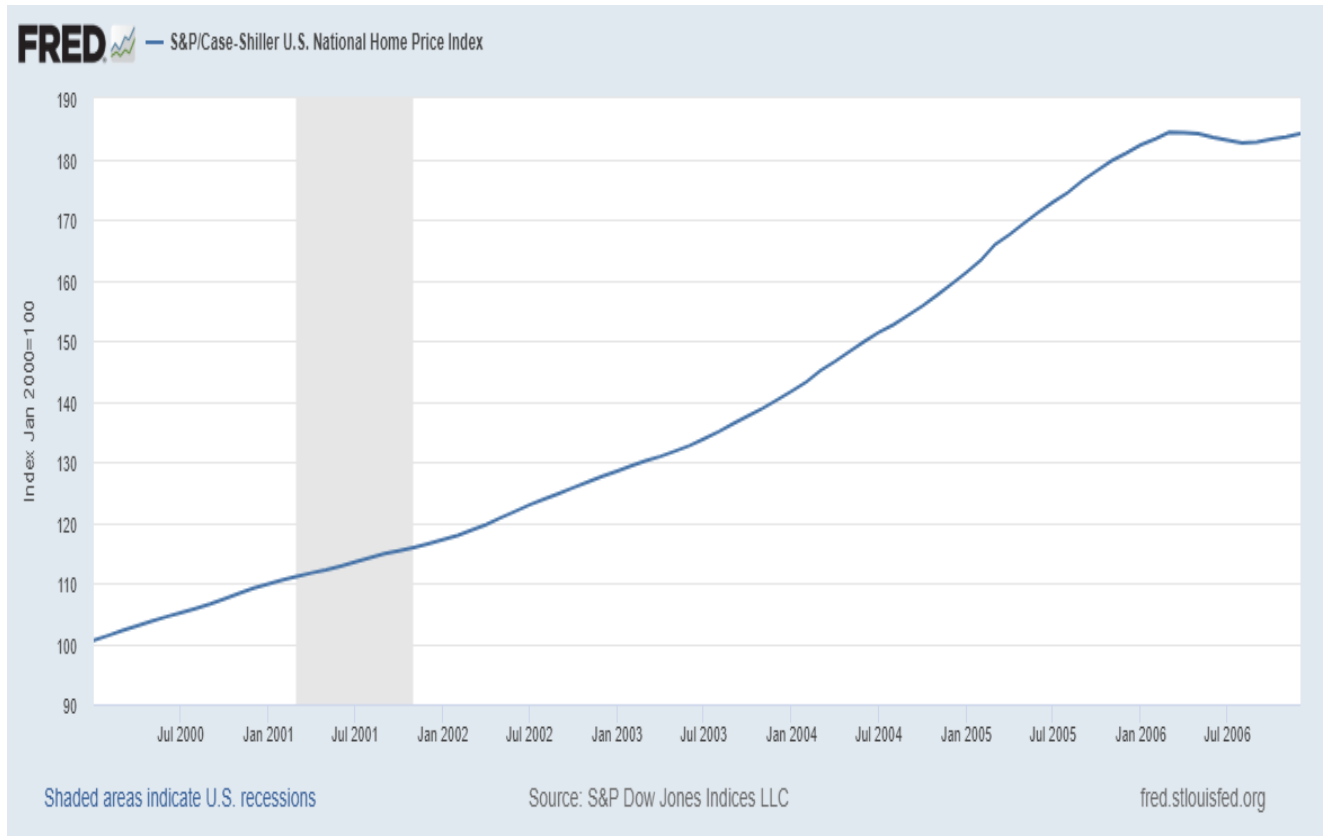
- η δεκαετία του 2000 υπήρξε μια περίοδος, η οποία χαρακτηρίζεται από ασυνήθιστα χαμηλά επιτόκια. Δεδομένου ότι τα σπίτια είναι περιουσιακά στοιχεία, η αξία τους είναι η προεξοφλημένη παρούσα αξία των ενοικίων, δηλαδή τι ενοίκια θα καταβάλλονταν αν το σπίτι ήταν ενοικιασμένο και όχι ιδιόκτητο. Έτσι, λοιπόν, γίνεται εύκολα κατανοητό ότι όσο χαμηλότερα είναι το επιτόκιο, τόσο μεγαλύτερη είναι η αξία τους.
- Ακόμη, οι στεγαστικοί δανειστές χαρακτηρίζονταν από μεγάλη προθυμία να παρέχουν δάνεια σε επισφαλείς δανειολήπτες. Τα στεγαστικά αυτά δάνεια, γνωστά και ως παράγωγα δάνεια<sup>1</sup> υπήρχαν από τη δεκαετία του 1990 ωστόσο, επικράτησαν τη δεκαετία του 2000. Κάποια από αυτά είναι γνωστά και ως δάνεια NINJA – No Income, No Job, No Assets. Δηλαδή, παροχή δανείων σε άτομα, τα οποία δεν έχουν εισόδημα, εργασία ή περιουσιακά στοιχεία.

Στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι μέχρι το 2006, το 20% περίπου των στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ ήταν παράγωγα. Υπό τις συνθήκες της περιόδου εκείνης και με την υπόθεση ότι οι τιμές των κατοικιών δε θα μειώνονταν, οι περισσότεροι οικονομολόγοι δε θεωρούσαν την εξέλιξη αυτή απαραίτητα κακή, διότι όλο και περισσότεροι άνθρωποι θα αποκτούσαν ιδιόκτητα σπίτια. Δεδομένου λοιπόν, ότι οι τιμές των κατοικιών δε θα μειώνονταν, η αξία του ενυπόθηκου δανείου θα μειωνόταν σε σχέση με την αξία του σπιτιού, γεγονός που φαινόταν να διασφαλίζει τόσο τους δανειολήπτες όσο και τους δανειστές.

---

<sup>1</sup> Παράγωγα δάνεια: Ενυπόθηκα δάνεια με υψηλό κίνδυνο μη αποπληρωμής

Με βάση το παρελθόν, η παραδοχή της υπόθεσης της μη μείωσης των τιμών των κατοικιών φαινόταν λογική, αφού δεν είχαν υποστεί κάποια μείωση ούτε κατά τη διάρκεια της ύφεσης του 2000 – 2001, όπως φαίνεται στο διάγραμμα του δείκτη τιμών των κατοικιών στις ΗΠΑ, γνωστό και ως δείκτη Case-Shiller.

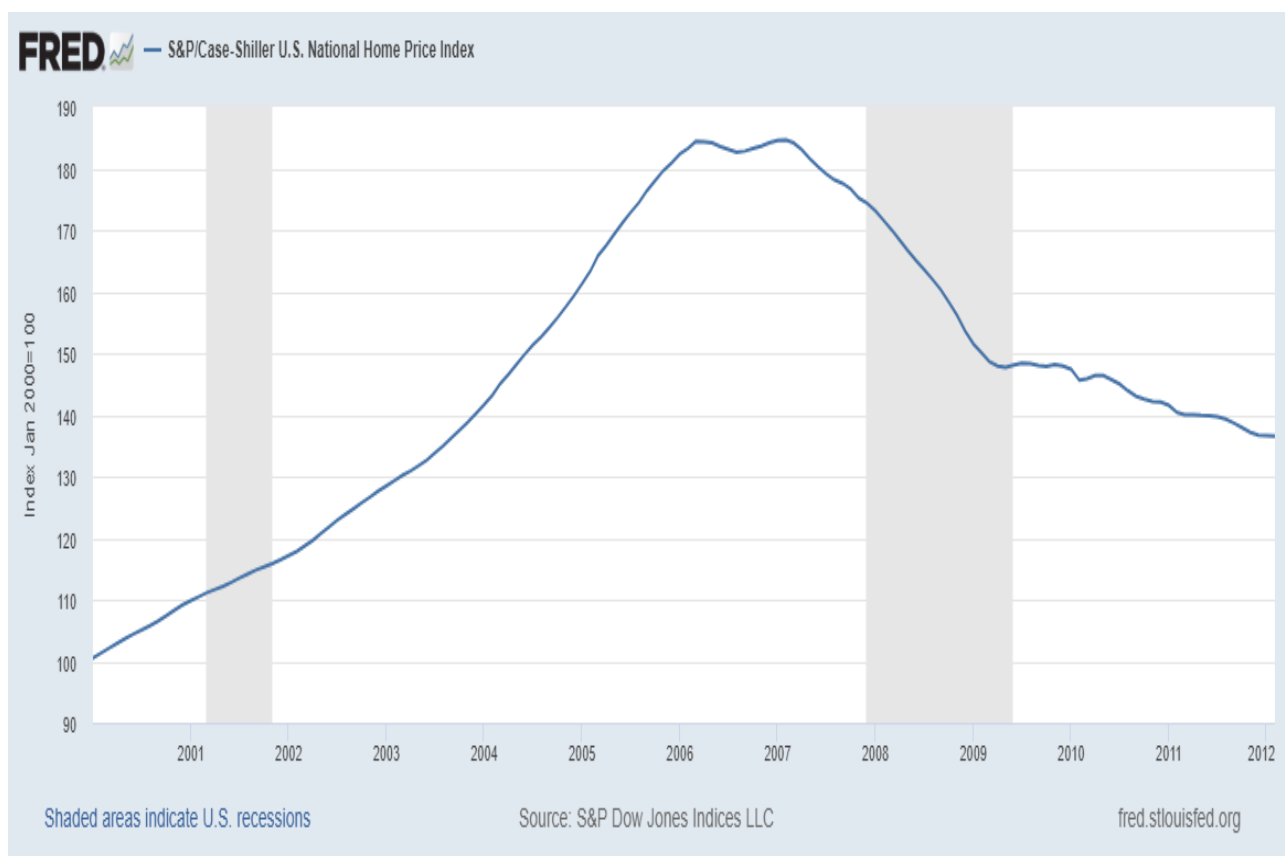


**Διάγραμμα 1:** S&P/Case-Shiller U.S National Home Price Index για την περίοδο: Ιανουάριος 2000- Μάρτιος 2006, όπου και σταματά η ανοδική τάση  
πηγή: (<https://fred.stlouisfed.org/series/CSUSHPIISA>)

Με βάση το διάγραμμα, παρατηρείται μια ραγδαία αύξηση στις τιμές των κατοικιών, γεγονός που συντελεί στην ενίσχυση της ανάπτυξης της αγοράς των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου. Στο σημείο αυτό κρίνεται υψίστης σημασίας να αναφερθεί ότι οι υψηλές τιμές των κατοικιών σήμαιναν ότι οι δανειολήπτες υψηλού κινδύνου μπορούσαν να αναχρηματοδοτήσουν τις κατοικίες τους με ακόμα μεγαλύτερα δάνεια όταν τα σπίτια τους έπαιρναν αξία. Έτσι, με τις τιμές των κατοικιών συνεχώς να αυξάνονται και να είναι δεδομένο ότι δε θα μειωθούν, ήταν αδύνατον οι δανειολήπτες να αθετήσουν πληρωμές, καθώς μπορούσαν να πωλήσουν το σπίτι τους για να εξοφλήσουν το χρέος.

Σύμφωνα λοιπόν με τα παραπάνω, η πιστωτική «άνθηση» στην αγορά των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου αποτελούσε γεγονός. Αυτό με τη σειρά του είχε σαν απόρροια την αύξηση της ζήτησης για ιδιόκτητα σπίτια, τροφοδοτώντας έτσι την αύξηση των τιμών τους και άρα τη δημιουργία μίας φούσκας στις τιμές των κατοικιών.

Ωστόσο, όπως φάνηκε το 2006, οι τιμές των κατοικιών μπορούν να μειωθούν και αναπαρίστανται διαγραμματικά παρακάτω με τη χρήση του ίδιου δείκτη.



**Διάγραμμα 2 :** S&P/Case-Shiller U.S National Home Price Index για την περίοδο: Ιανουάριος 2000-Φεβρουάριος 2012, όπου και σταματά η πτωτική τάση  
πηγή: (<https://fred.stlouisfed.org/series/CSUSHPIISA>)

Όταν η εξέλιξη αυτή συνέβη, πολλοί δανειολήπτες συνειδητοποίησαν ότι το ποσό του ενυπόθηκου δανείου που είχαν λάβει ήταν μεγαλύτερο από την αξία της κατοικίας τους. Συνάμα, έγινε εμφανές ότι τα δάνεια αυτά ήταν στην πραγματικότητα πολύ πιο επισφαλής απ' όσο οι δανειστές είχαν αφήσει να εννοηθεί και απ' όσο οι δανειολήπτες είχαν καταλάβει. Στο πλαίσιο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι τα νοικοκυριά των ΗΠΑ

συχνά είχαν στεγαστικά δάνεια ρυθμιζόμενου επιτοκίου, τα οποία αρχικά είχαν εξαιρετικά χαμηλά επιτόκια και πληρωμές που αργότερα όμως αυξάνονταν. Είναι φανερό, λοιπόν, ότι τα χαμηλά αυτά επιτόκια παραπλάνησαν - ξελόγιασαν τους δανειολήπτες, κάνοντάς τους να αφηφούν τις μελλοντικές μεγαλύτερες καταβολές.

Ωστόσο, αξίζει να επισημανθεί ότι ακόμη και αν οι τιμές των κατοικιών δεν είχαν μειωθεί, πολλοί από αυτούς τους δανειολήπτες θα αδυνατούσαν να αποπληρώσουν τις δόσεις του στεγαστικού τους δανείου, λόγω των παράλογα χαμηλών επιτοκίων που επικρατούσαν εκείνη την περίοδο.

Με τις τιμές των κατοικιών να πέφτουν, οι αθετήσεις πληρωμών εκτοξεύτηκαν ραγδαία και οι τράπεζες καθώς και άλλοι δανειστές ήρθαν αντιμέτωποι με τεράστιες ζημιές. Οι ιδιοκτήτες των κατοικιών είχαν υψηλά κίνητρα να εγκαταλείψουν τα σπίτια τους και να τα επιστρέψουν πίσω στους δανειστές, με αποτέλεσμα εκατομμύρια κατασχέσεις υποθηκών να λάβουν χώρα εκείνη την περίοδο.

### 1.3 Τα χαρακτηριστικά των τραπεζών που συνέβαλαν στη χρηματοοικονομική κρίση

Για τη μετάβαση από ένα περιορισμένο αρχικό σοκ σε μία μεγάλη χρηματοοικονομική κρίση, περαιτέρω παράγοντες επενεργούσαν. Ο συνδυασμός τριών χαρακτηριστικών των τραπεζών συνέβαλε σε ένα «σκιώδες» τραπεζικό σύστημα, το οποίο επηρέασε δυσμενώς τη λειτουργία των χρηματαγορών. Τα τρία αυτά χαρακτηριστικά ήταν:

- η μόχλευση, όπου το κεφάλαιο των τραπεζών ήταν μικρό σε σχέση με την αξία των περιουσιακών τους στοιχείων,
- η πολυπλοκότητα, όπου τα περιουσιακά τους στοιχεία ήταν συχνά πολύπλοκα και έτσι, ο υπολογισμός της αξίας τους ήταν δύσκολος, ιδιαιτέρως σε περιόδους κρίσης,
- και τέλος, η ρευστότητα, όπου τα περιουσιακά τους στοιχεία είχαν μεγαλύτερη περίοδο ωρίμανσης σε σχέση με τις υποχρεώσεις τους.



Τα τρία αυτά χαρακτηριστικά παρουσιάζονται παρακάτω ενδελεχώς:

### 1.3.1 Μόχλευση – η επίδραση από τα SIVs και τα CDSs σε αυτήν

Στα οικονομικά υπάρχει μεγάλη σύγχυση κατά τη χρήση του όρου «μόχλευση», καθώς υπάρχουν πολλοί και διαφορετικοί ορισμοί. Ο όρος μόχλευση χρησιμοποιείται διαφορετικά στις επενδύσεις, στα χρηματοοικονομικά και στη λογιστική αντίστοιχα. Στην παρούσα εργασία, θα αναλύσουμε τη χρηματοοικονομική μόχλευση<sup>2</sup>.

Γενικά, είναι σαφές ότι η μόχλευση εκτός από την απόδοση αυξάνει και τον κίνδυνο. Υψηλή μόχλευση σημαίνει υψηλά προσδοκώμενα κέρδη. Ομοίως, όσο μεγαλύτερη είναι η μόχλευση μιας τράπεζας, τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος χρεοκοπίας της.

Προκειμένου να γίνουν ευρέως κατανοητά τα παραπάνω, υποθέτουμε ότι έχουμε τους εξαιρετικά απλοποιημένους ισολογισμούς δύο τραπεζών. Η τράπεζα Α έχει Περιουσιακά στοιχεία αξίας 100, Υποχρεώσεις 75 και Κεφάλαιο 25. Η τράπεζα Β έχει περιουσιακά στοιχεία αξίας 100, Υποχρεώσεις 90 και Κεφάλαιο 10.

Τράπεζα Α:

|                      |     |             |    |
|----------------------|-----|-------------|----|
| Περιουσιακά στοιχεία | 100 | Υποχρεώσεις | 75 |
|                      |     | Κεφάλαιο    | 25 |

Τράπεζα Β:

|                      |     |             |    |
|----------------------|-----|-------------|----|
| Περιουσιακά στοιχεία | 100 | Υποχρεώσεις | 90 |
|                      |     | Κεφάλαιο    | 10 |

---

<sup>2</sup> Χρηματοοικονομική μόχλευση (Financial leverage): είναι η διαδικασία ανάληψης χρέους με σκοπό την έναρξη, συνέχιση ή επέκταση μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας. Ένας οργανισμός ή μία επιχείρηση θεωρείται ότι κάνει ιδιαίτερη χρήση χρηματοοικονομικής μόχλευσης όταν επιδιώκει χρηματοδότηση μέσω ξένων κεφαλαίων έναντι ιδίων.

Ο λόγος κεφαλαίου ορίζεται ως ο λόγος του Κεφαλαίου προς τα Περιουσιακά στοιχεία και ο λόγος μόχλευσης ορίζεται ως ο λόγος των Περιουσιακών στοιχείων προς το Κεφάλαιο, το αντίστροφο δηλαδή του λόγου κεφαλαίου.

Έτσι, ο λόγος κεφαλαίου<sub>(A)</sub> = 25% και ο λόγος κεφαλαίου<sub>(B)</sub> = 10%, ο λόγος μόχλευσης<sub>(A)</sub> = 4 και ο λόγος μόχλευσης<sub>(B)</sub> = 10.

Υποθέτουμε τώρα ότι κάποιοι δανειολήπτες αδυνατούν να αποπληρώσουν τα δάνεια τους και με αυτό τον τρόπο κάποια από τα περιουσιακά στοιχεία και στις δύο τράπεζες υποβαθμίζονται, από 100 σε 85. Η τράπεζα Α έχει τώρα Περιουσιακά στοιχεία 85, Υποχρεώσεις 75 και Κεφάλαιο 10. Τα Περιουσιακά στοιχεία της τράπεζας Β είναι 85, οι Υποχρεώσεις της είναι 90 και το Κεφάλαιό της είναι αρνητικό (5), διότι οι Υποχρεώσεις της είναι μεγαλύτερες από τα Περιουσιακά της στοιχεία.

Τράπεζα Α:

|                      |    |             |    |
|----------------------|----|-------------|----|
| Περιουσιακά στοιχεία | 85 | Υποχρεώσεις | 75 |
|                      |    | Κεφάλαιο    | 10 |

Τράπεζα Β:

|                      |    |             |     |
|----------------------|----|-------------|-----|
| Περιουσιακά στοιχεία | 85 | Υποχρεώσεις | 90  |
|                      |    | Κεφάλαιο    | (5) |

Εν ολίγοις, η τράπεζα Β έχει χρεοκοπήσει. Αυτό συνέβη διότι η τράπεζα αυτή ήταν εξαιρετικά μοχλευμένη και δεν είχε πολύ δικό της Κεφάλαιο, με αποτέλεσμα οι μικρές απώλειες να αυξήσουν κατά πολύ τον κίνδυνο χρεοκοπίας της. Αντιθέτως, η τράπεζα Α είχε περισσότερο Κεφάλαιο και η μόχλευσή της ήταν χαμηλή, με αποτέλεσμα να μπορεί να απορροφάει ζημιές χωρίς να χρεοκοπήσει.

Αναφέρθηκε πριν ότι η υψηλή μόχλευση σημαίνει υψηλά προσδοκώμενα κέρδη. Υποθέτουμε λοιπόν, ότι τα Περιουσιακά στοιχεία απέφεραν μία αναμενόμενη απόδοση της τάξης του 4%, ενώ οι Υποχρεώσεις μία αναμενόμενη απόδοση της τάξης του 3%. Σύμφωνα με αυτές τις συνθήκες, η τράπεζα Α θα είχε μία αναμενόμενη απόδοση στα κεφάλαιά<sup>3</sup> της ίση με 7% ( $=100*4\%-75*3\%/25$ ), ενώ η τράπεζα Β μία αναμενόμενη απόδοση, σχεδόν διπλάσια, ίση με 13% ( $=100*4\%-90*3\%/10$ ).

Γενικά, στη δεκαετία του 2000, οι τράπεζες αποφάσισαν να αυξήσουν τις αποδόσεις καθώς και τους κινδύνους που αναλάμβαναν. Είναι φανερό ότι λόγω των ευνοϊκών συνθηκών που επικρατούσαν την περίοδο εκείνη, οι τράπεζες υποεκτίμησαν τους κινδύνους που αναλάμβαναν. Σε αυτή την κατάσταση συνέβαλε και το σύστημα αμοιβών και μπόνους των μανάτζερ των τραπεζών, οι οποίοι επιζητούσαν όλο και υψηλότερες προσδοκώμενες αποδόσεις, μη λαμβάνοντας σοβαρά υπόψιν τους κινδύνους. Επιπλέον, είναι σημαντικό να επισημανθεί ότι οι τράπεζες είχαν ανακαλύψει νέους τρόπους προκειμένου να αυξήσουν τη μόχλευσή τους, όπως τα SIVs και να μπορούν να παρακάμπτουν τους κανονισμούς της Κεντρικής Τράπεζας, οι οποίοι τους επέβαλαν να διατηρούν το λόγο κεφαλαίου τους πάνω από ένα ορισμένο ελάχιστο όριο.

## **Η επίδραση από τα SIVs και τα CDSs στην αύξηση της μόχλευσης**

Πιο συγκεκριμένα, SIV (Structured Investment Vehicle) σημαίνει Δομημένο Επενδυτικό Όχημα, μια εικονική τράπεζα δηλαδή, η οποία δημιουργήθηκε από την πραγματική. Τα πρώτα SIV δημιουργήθηκαν το 1988 από τη Citigroup Inc.<sup>4</sup>, ωστόσο, τη δεκαετία του 2000 έγιναν πολύ διαδεδομένα. Στις υποχρεώσεις της, η εικονική τράπεζα δανείζεται από τους επενδυτές της συνήθως με τη μορφή βραχυπρόθεσμων καταθέσεων και στα περιουσιακά της στοιχεία έχει τίτλους διαφόρων μορφών. Προκειμένου να καθησυχάσει τους επενδυτές της για τις καταθέσεις τους, τα SIVs έχουν συνήθως μια εγγύηση από την πραγματική τράπεζα ότι όταν αυτό καταστεί αναγκαίο, εκείνη θα εξασφαλίσει χρήματα για το SIV. Καθίσταται σαφές ότι ο κύριος λόγος για τη δημιουργία των SIVs

---

<sup>3</sup> Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων=Καθαρά Έσοδα/Ίδια Κεφάλαια

<sup>4</sup> Citigroup Inc.: μια αμερικανική πολυεθνική τράπεζα επενδύσεων και χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών

ήταν το γεγονός ότι οι τράπεζες με αυτό τον τρόπο θα μπορούσαν να αυξήσουν τη μόχλευση και τα προσδοκώμενα κέρδη τους, χωρίς να υπόκεινται στους κανονισμούς της Κεντρική Τράπεζας για διατήρηση κεφαλαίου. Αν οι τράπεζες δεν ίδρυσαν τις εικονικές, θα αναλάμβαναν αυτές τις λειτουργίες μόνες τους και οι κινήσεις τους θα εμφανίζονταν στους ισολογισμούς τους, με αποτέλεσμα να αναγκάζονταν να διατηρούν κεφάλαια. Όπως όμως αποδείχθηκε, με την ίδρυση των SIVs, οι λειτουργίες τους δεν απαιτούσαν δέσμευση κεφαλαίων.

Όταν οι τιμές των κατοικιών άρχισαν να πέφτουν, οι εγγυήσεις που κατείχαν τα SIVs μειώθηκαν σε αξία. Οι επενδυτές με τη σειρά τους άρχισαν να διστάζουν να τα δανείζουν και οι φυσικές τράπεζες που έπρεπε να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους και να πληρώσουν τους επενδυτές, αδυνατούσαν λόγω έλλειψης κεφαλαίων. Έγινε, λοιπόν, φανερό ότι οι τράπεζες είχαν δημιουργήσει ένα «σκιώδες» τραπεζικό σύστημα, όπου η μόχλευση των φυσικών και εικονικών τραπεζών ήταν πολύ μεγαλύτερη απ' όσο νόμιζαν, με αποτέλεσμα μικρές απώλειες να είναι δυνατόν να επιφέρουν χρεοκοπίες.

Από τον Οκτώβριο του 2008 δεν υπάρχουν πλέον τα SIVs, είτε διέκοψαν τη λειτουργία τους είτε τα περιουσιακά τους στοιχεία και οι υποχρεώσεις τους μεταφέρθηκαν στις τράπεζες που τα δημιούργησαν.

Όσον αφορά την AIG (American International Group), πρόκειται για μία αμερικανική πολυεθνική ασφαλιστική εταιρεία, η οποία παρέχει ασφαλιστικά προϊόντα σε εμπορικούς, θεσμικούς και κυρίως ιδιώτες πελάτες, ασφάλειες ζωής και υπηρεσίες συνταξιοδότησης καθώς και ασφάλειες έναντι κινδύνων μη αποπληρωμής μέσω της πώλησης (Credit Default Swaps ή CDS).

Στη δεκαετία του 2000, όταν μία τράπεζα ανησυχούσε για την επισφάλεια ενός τίτλου του χαρτοφυλακίου της, απευθυνόταν στην AIG, η οποία εγγυόταν την πληρωμή προς την τράπεζα σε περίπτωση που ο τίτλος αυτός δεν αποπληρωνόταν. Έναντι της υπηρεσίας αυτής, η AIG χρέωνε ένα ποσό, το οποίο υποτίθεται ότι αντανάκλούσε την πιθανότητα μιας τέτοιας επισφάλειας.

Δεδομένου ότι όσο πιο επισφαλής είναι ένας τίτλος τόσο περισσότερα κεφάλαια πρέπει να διατηρούν οι τράπεζες, και το αντίστροφο, δηλαδή όσο λιγότερο επισφαλής είναι τόσο λιγότερα κεφάλαια πρέπει να διατηρούν, η τακτική αυτή από τη μεριά των τραπεζών φαινόταν πολύ ευνοϊκή. Πιο συγκεκριμένα, είχαν τη δυνατότητα να ασφαλίζουν τους τίτλους τους, καθιστώντας τους ελεύθερου κινδύνου και έτσι, να μη χρειάζεται να διατηρούν κεφάλαια. Από την άλλη μεριά, η AIG, ως ασφαλιστική εταιρεία, δεν είχε υποχρέωση να διατηρεί κεφάλαια έναντι των υπηρεσιών που αναλάμβανε. Όταν, λοιπόν, οι τιμές των κατοικιών άρχισαν να πέφτουν, η AIG αδυνατούσε να καλύψει την ασφάλιση των στεγαστικών δανείων γιατί πολύ απλά δεν είχε τα απαιτούμενα κεφάλαια. Έγινε, λοιπόν, φανερό ότι η μόχλευση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, συμπεριλαμβανομένων των φυσικών και εικονικών τραπεζών καθώς και αυτών που εξέδιδαν CDS, όπως η AIG, ήταν πολύ υψηλότερη απ' όσο νόμιζαν.

Έτσι τα παραπάνω είχαν ως αποτέλεσμα, τα περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών να είναι περισσότερο επισφαλής απ' όσο νόμιζαν και η μη διατήρηση κεφαλαίων από μεριά τους να τους φέρει αντιμέτωπους με τεράστιες ζημιές, ακόμη και κίνδυνο χρεοκοπίας.

### 1.3.2 Πολυπλοκότητα

Τα παλαιότερα χρόνια, οι τράπεζες που παρείχαν δάνεια τα κατέγραφαν στους ισολογισμούς τους, με αποτέλεσμα μία τοπική τράπεζα με τοπικά δάνεια καταγεγραμμένα στα βιβλία της να είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την εκάστοτε τοπική οικονομική συγκυρία. Στα μέσα της δεκαετίας του 1980, για παράδειγμα, η πολιτεία του Τέξας αντιμετώπισε οικονομική δυσπραγία, λόγω μιας απότομης μείωσης στην τιμή του πετρελαίου και έτσι, πολλές τοπικές τράπεζες χρεοκόπησαν. Αν διέθεταν όμως, ένα πιο πλουραλιστικό και διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο δανείων, ίσως απέφευγαν τη χρεοκοπία.

Στη λογική αυτή, μία σημαντική εξέλιξη τη δεκαετία του 1990 και του 2000 ήταν η ανάπτυξη της ασφάλισης τίτλων. Ένας τρόπος δηλαδή, διαφοροποίησης του κινδύνου καθώς και ανάμειξης περισσότερων επενδυτών στο δανεισμό νοικοκυριών και επιχειρήσεων. Η ασφάλιση τίτλων είναι η δημιουργία νέων τίτλων, οι οποίοι βασίζονται

σε ένα συνδυασμό περιουσιακών στοιχείων, όπως ένας συνδυασμός δανείων ή ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων. Για παράδειγμα, ένας τίτλος που βασίζεται σε ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια (mortgage based security, MBS) είναι μια απαίτηση στις αποδόσεις ενός συνδυασμού ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων, ο οποίος μπορεί να περιλαμβάνει δεκάδες χιλιάδες τέτοια δάνεια. Επενδυτές, οι οποίοι δεν είναι διατεθειμένοι να κατέχουν απαιτήσεις ατομικών ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων, στρέφονται προς τα MBS.

Επιπροσθέτως, είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι δεν εκδίδονται μόνο ισοβαρείς απαιτήσεις στις αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων, αλλά και με διαβαθμίσεις, άρα έχουμε και διαφορετικούς τύπους τίτλων. Στο πλαίσιο αυτό, υπάρχουν οι προνομιακοί καθώς και οι απλοί τύποι τίτλων. Από τη μία μεριά, όσον αφορά τους προνομιακούς, ως χαρακτηριστικό έχουν την προτεραιότητα στην απαίτηση επί των αποδόσεων του συνδυασμού των απαιτήσεων καθώς και το γεγονός ότι απευθύνονται σε επενδυτές, οι οποίοι δεν αναλαμβάνουν υψηλούς κινδύνους. Από την άλλη μεριά, οι απλοί τύποι τίτλων έχουν ως χαρακτηριστικό ότι έπονται των προνομιακών και γι αυτόν ακριβώς το λόγο πληρώνονται πρώτα οι απαιτήσεις των προνομιακών και έπειτα, εκ του υπολοίπου, οι απλοί. Ακόμη, οι επενδυτές των απλών χαρακτηρίζονται ως πιο ριψοκίνδυνοι. Αυτού του είδους οι τίτλοι είναι γνωστοί ως υποχρεώσεις ενυπόθηκου χρέους (collateralized debt obligations, CDOs). Αυτοί, εμφανίστηκαν τέλη της δεκαετίας του 1980, αλλά έπαιξαν σημαντικό ρόλο στη δεκαετία του 1990 και του 2000. Η τάση της ασφάλισης τίτλων επεκτάθηκε με την έκδοση CDOs επί CDOs, ή CDO<sup>2</sup>, δηλαδή τίτλων που βασίζονταν σε ένα συνδυασμό CDOs, κ.ο.κ.

Γενικά, η ασφάλιση τίτλων θα μπορούσε να έχει αποδειχθεί καλή ιδέα, ωστόσο, συνεπάγεται και ένα μεγάλο κόστος, το οποίο κατέστη εμφανές μόνο στη διάρκεια της κρίσης. Σαφέστερα, επρόκειτο για τον κίνδυνο να κάνουν λάθος στις αξιολογήσεις τους οι οίκοι αξιολόγησης<sup>5</sup>. Στην κρίση, όπου τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια κατέστησαν επισφαλή, η αξιολόγηση της αξίας των MBS ήταν ιδιαίτερα δύσκολη, πόσο μάλλον των MBSs που είχαν εκδοθεί πάνω στη βάση των CDOs επί των δανείων αυτών. Το αποτέλεσμα ήταν οι τίτλοι αυτοί να ονομαστούν τοξικοί (toxic assets) και έτσι, οι

---

<sup>5</sup> Οίκοι αξιολόγησης: Είναι ιδιωτικές εταιρείες οικονομικού ενδιαφέροντος, οι οποίες παρέχουν «ανεξάρτητες και έγκυρες» συμβουλευτικές υπηρεσίες στη δευτερογενή αγορά. Αξιολογούν την πιστοληπτική ικανότητα των δανειζόμενων καθώς και τους διάφορους τίτλους που εκδίδουν οι δανειστές.

κάτοχοί τους να υποθέτουν τα χειρότερα, να μη τους θέλουν στην κατοχή τους καθώς και να διστάζουν να δανείσουν σε όσους συνέχιζαν να τους διατηρούν.

### 1.3.3 Ρευστότητα

Αξίζει να σημειωθεί ότι η ρευστότητα είναι η ευκολία με την οποία ένα χρηματοοικονομικό προϊόν ή ένα περιουσιακό στοιχείο μπορεί να πωληθεί και να μετατραπεί σε μετρητά. Στη λογιστική, η ρευστότητα είναι η ικανότητα του κυκλοφορούντος ενεργητικού να καλύψει τις υποχρεώσεις της εκάστοτε επιχείρησης.

Παραδοσιακά, οι τράπεζες χρησιμοποιούν τα χρήματα των καταθέσεων όψεως<sup>6</sup>, κατά ένα πολύ μικρό ποσοστό για τις δραστηριότητές τους, καθώς είναι χρήματα που αλλάζουν γρήγορα χέρια. Οι καταθέσεις όψεως, λοιπόν, χρησιμοποιούνται ως πηγή κεφαλαίων και αποτελούν μάλιστα, μια φθινή πηγή χρηματοδότησης. Στο πλαίσιο αυτό οι τράπεζες, γενικά, προσπαθούν να προσεγγίσουν όσες πιο πολλές επιχειρήσεις μπορούν, με σκοπό να μείνουν τα χρήματα στην τράπεζα και αυτή με τη σειρά της να μπορεί να αυξήσει ελάχιστα το ποσοστό εκμετάλλευσής τους.

Μία ακόμη εξέλιξη των δεκαετιών του 1990 και του 2000, ήταν η εμφάνιση νέων μορφών χρηματοδότησης από τις τράπεζες. Αναλυτικότερα, οι τράπεζες ξεκίνησαν να δανείζονται βραχυπρόθεσμα δάνεια από άλλες τράπεζες ή άλλους επενδυτές, προκειμένου να χρηματοδοτήσουν την αγορά των περιουσιακών τους στοιχείων, να ικανοποιήσουν ή και να επεκτείνουν τις χρηματοδοτικές τους ανάγκες. Η διαδικασία αυτή είναι γνωστή ως χονδρική χρηματοδότηση (wholesale funding). Τα SIVs, οι τίτλοι που δημιουργήθηκαν από τις τράπεζες, χρηματοδοτήθηκαν εξ ολοκλήρου με αυτό τον τρόπο.

Η χονδρική χρηματοδότηση θα μπορούσε και εκείνη με τη σειρά της να αποδειχθεί καλή ιδέα, καθώς ενδέχεται οι τράπεζες να αντιμετωπίσουν εμπόδια προσέλκυσης

---

<sup>6</sup> Κατάθεση όψεως: ένας τραπεζικός καταθετικός λογαριασμός μηδενικού ή πολύ χαμηλού επιτοκίου. Χρησιμοποιείται από επιχειρήσεις για άμεσες αγορές προϊόντων/υπηρεσιών, εκδίδοντας τραπεζικές επιταγές.

νέων καταθέσεων, πιθανόν λόγω των μη ελκυστικών επιτοκίων. Έτσι, με τη χονδρική χρηματοδότηση, οι τράπεζες εξασφάλιζαν μεγαλύτερη ευελιξία ως προς τα κεφάλαια, τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν στην αγορά των περιουσιακών τους στοιχείων καθώς και στην παροχή δανείων. Ωστόσο, εμπειρείχε και αυτή ένα κόστος, το οποίο έγινε εμφανές στα χρόνια της κρίσης. Σαφέστερα, σε περίπτωση που οι άλλες τράπεζες ή οι επενδυτές σταματήσουν να δανείζουν μία τράπεζα, λόγω ανησυχίας για την αξία των περιουσιακών της στοιχείων, η τράπεζα αυτή θα έρθει αντιμέτωπη με την έλλειψη ρευστότητας και αυτό θα έχει σαν αποτέλεσμα να πουλήσει κάποια περιουσιακά της στοιχεία. Αν αυτά χαρακτηρίζονται από πολυπλοκότητα ή είναι δύσκολα στην πώληση, είναι σαφές ότι η τράπεζα θα αναγκαστεί να τα πωλήσει σε εξαιρετικά χαμηλές τιμές.

#### 1.4 Οι μηχανισμοί ενίσχυσης

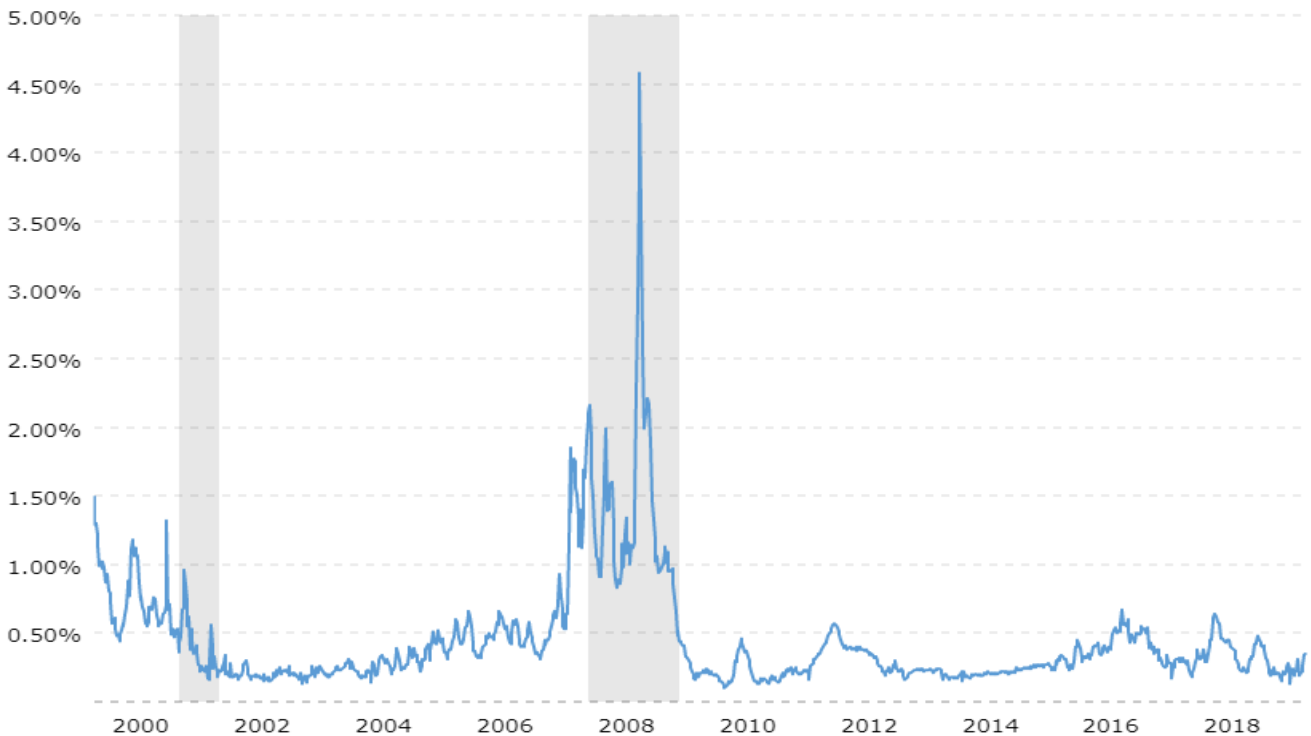
Αφού αναφέρθηκαν ενδελεχώς τα τρία χαρακτηριστικά των τραπεζών, προχωράμε στην εξήγηση του τι συνέβη όταν μειώθηκαν οι τιμές των κατοικιών και πώς αυτά συνέβαλαν άρδην στη χρηματοπιστωτική κρίση. Καθώς, λοιπόν, η κρίση γινόταν εντονότερη, δύο μηχανισμοί τέθηκαν σε λειτουργία, ο ένας επαυξάνοντας τον άλλο.

- Όταν οι τιμές των κατοικιών μειώθηκαν και κάποια από τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια κατέστησαν επισφαλή, η υψηλή μόχλευση των τραπεζών προκάλεσε μεγάλη μείωση του κεφαλαίου τους. Έτσι, λοιπόν, οι τράπεζες προκειμένου να αποφύγουν τη χρεοκοπία, έπρεπε να πουλήσουν κάποια από τα περιουσιακά τους στοιχεία, τα οποία ήταν δύσκολο να αξιολογηθούν. Το γεγονός αυτό, τις ανάγκασε να τα πουλήσουν σε πολύ χαμηλές τιμές. Αυτό με τη σειρά του, προκάλεσε τη μείωση της αξίας παρόμοιων τίτλων που βρίσκονταν στον ισολογισμό τους οδηγώντας σε περαιτέρω μείωση του κεφαλαίου τους. Με την ίδια λογική, της αποφυγής της χρεοκοπίας, οι τράπεζες προχώρησαν σε περαιτέρω πωλήσεις των περιουσιακών τους στοιχείων και άρα σε επιπλέον μειώσεις στις τιμές τους προκειμένου να πωληθούν.
- Είναι γεγονός ότι η πολυπλοκότητα των τίτλων (MBSs, CDOs) και του πραγματικού ισολογισμού των τραπεζών (τράπεζες και SIVs τραπεζών) έκανε εξαιρετικά δύσκολη την αξιολόγηση της κατάστασης των τραπεζών και του κινδύνου χρεοκοπίας τους. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα, οι άλλες τράπεζες και οι επενδυτές να καθίστανται πιο επιφυλακτικοί ως προς το να εξακολουθούν να δανείζουν τις τράπεζες. Όταν διακόπηκε, λοιπόν, η χονδρική χρηματοδότηση



είχαμε περαιτέρω πωλήσεις των περιουσιακών τους στοιχείων και άρα, περαιτέρω μειώσεις των τιμών αυτών.

Στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι η επιταχυνόμενη έλλειψη εμπιστοσύνης μεταξύ των τραπεζών στις ΗΠΑ και η διακοπή της χονδρικής χρηματοδότησης, φαίνεται στο παρακάτω ιστορικό διάγραμμα.



**Διάγραμμα 3** : TED Spread – Historical Chart για τη χρονική περίοδο 2000-2018

πηγή: Federal Reserve Economic Data (<https://fred.stlouisfed.org/series/TEDRATE>)

Αναλυτικότερα, το Ted spread είναι η διαφορά ανάμεσα στο ασφαλές επιτόκιο, δηλαδή το επιτόκιο των τρίμηνων κρατικών ομολόγων και του επιτοκίου Libor, όπου είναι διατεθειμένες να δανείζονται οι τράπεζες μεταξύ τους. Όταν οι τράπεζες κρίνουν ότι δεν υπάρχει καθόλου κίνδυνος στο να δανείζουν η μία την άλλη, το Ted spread είναι ίσο με 0. Με άλλα λόγια, το μέγεθος του spread, αντανακλά τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν οι τράπεζες όταν δανείζονται μεταξύ τους.



**Διάγραμμα 4 :** TED Spread – Historical Chart για τη χρονική περίοδο 2007-2009, όπου από το 2009 και μετά επιστρέφει και πάλι κοντά στο μηδέν  
πηγή: Federal Reserve Economic Data

Πιο συγκεκριμένα, για το Ted Spread, 2007-2009, παρατηρούμε ότι μέχρι τα μέσα του 2007 το μέγεθος αυτό ήταν κοντά στο μηδέν. Ωστόσο, στο δεύτερο μισό του έτους αυξήθηκε σημαντικά και στις 15 Σεπτεμβρίου του 2008 είχε περαιτέρω ανοδική τάση, φτάνοντας στο peak (4,58%) τον Οκτώβριο του 2008. Στις 15 Σεπτεμβρίου ανακοινώθηκε η χρεοκοπία της Lehman Brothers, μιας μεγάλης τράπεζας, της οποίας η αξία των περιουσιακών της στοιχείων ήταν πάνω από 600 δισεκατομμύρια δολάρια, εξού και η σημαντική άνοδος του Ted spread. Σύντομα, άρχισε να μειώνεται, αρχικά απότομα και από τις 9 Δεκέμβριου του 2008 και μετά πιο ομαλά, φτάνοντας κοντά στο 0, όπου παραμένει μέχρι και σήμερα, σύμφωνα με το διάγραμμα 3.

Γενικότερα, η ανακοίνωση της χρεοκοπίας της Lehman Brothers έκανε πολλές τράπεζες και χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς να πιστέψουν ότι κινδυνεύουν. Στα μέσα του μήνα αυτού και οι δύο μηχανισμοί ήταν σε πλήρη λειτουργία, με αποτέλεσμα το χρηματοοικονομικό σύστημα να έχει παραλύσει και οι τράπεζες να μην δανείζουν η μία την άλλη ή και οποιονδήποτε άλλο. Έτσι, από τη χρηματοοικονομική κρίση φαίνεται να μεταβαίνουμε προς τη μακροοικονομική κρίση.

## Βιβλιογραφία 1<sup>ου</sup> Κεφαλαίου

### Ιστοσελίδες:

- [https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A7%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%BF%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE\\_%CE%BC%CF%8C%CF%87%CE%BB%CE%B5%CF%85%CF%83%CE%B7](https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A7%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%BF%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE_%CE%BC%CF%8C%CF%87%CE%BB%CE%B5%CF%85%CF%83%CE%B7)
- [https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9F%CE%AF%CE%BA%CE%BF%CF%82%CE%B1%CE%BE%CE%B9%CE%BF%CE%BB%CF%8C%CE%B3%CE%B7%CF%83%CE%B7%CF%82\\_%CF%80%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%BF%CE%BB%CE%B7%CF%80%CF%84%CE%B9%CE%BA%CE%AE%CF%82\\_%CE%B9%CE%BA%CE%B1%CE%BD%CF%8C%CF%84%CE%B7%CF%84%CE%B1%CF%82](https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9F%CE%AF%CE%BA%CE%BF%CF%82%CE%B1%CE%BE%CE%B9%CE%BF%CE%BB%CF%8C%CE%B3%CE%B7%CF%83%CE%B7%CF%82_%CF%80%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%BF%CE%BB%CE%B7%CF%80%CF%84%CE%B9%CE%BA%CE%AE%CF%82_%CE%B9%CE%BA%CE%B1%CE%BD%CF%8C%CF%84%CE%B7%CF%84%CE%B1%CF%82)
- [https://el.wikipedia.org/wiki/American\\_International\\_Group](https://el.wikipedia.org/wiki/American_International_Group)
- <https://el.talkingofmoney.com/when-wholesale-funding-goes-bad>
- <https://www.macrotrends.net/1447/ted-spread-historical-chart>
- <https://fred.stlouisfed.org/>
- <https://tradingeconomics.com/>

### Βιβλία:

- Macroeconomics (5th edition), Olivier Blanchard, επιμέλεια ελληνικής έκδοσης: Χρήστος Νίκας, σελίδες: 699-706

## Κεφάλαιο 2: Από τη Χρηματοοικονομική στη Μακροοικονομική Κρίση

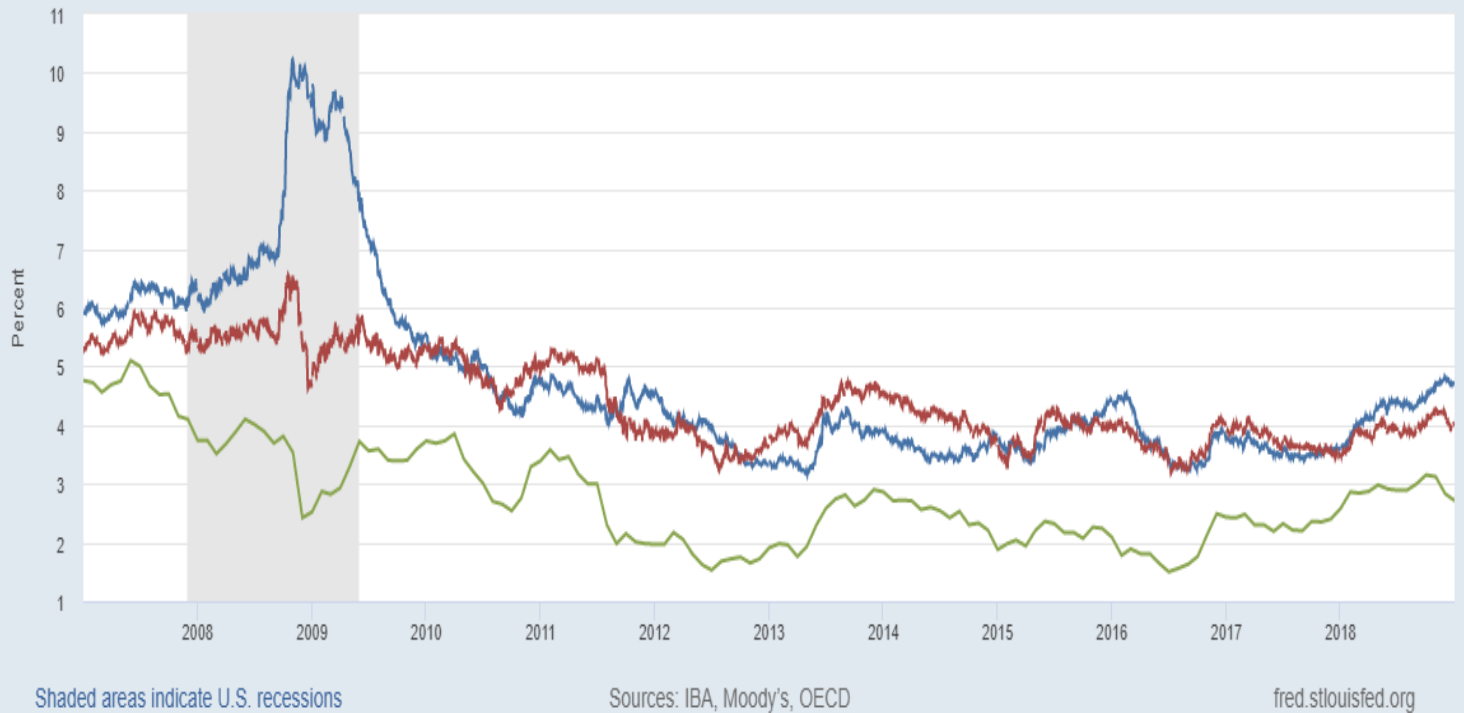
### 2.1 Εισαγωγή

Στο δεύτερο μισό του 2007, φάνηκε ότι αυτά που συνέβαιναν στον χρηματοοικονομικό τομέα της οικονομίας θα οδηγούσαν σε σοβαρές μακροοικονομικές επιπτώσεις. Αυτό θα συνέβαινε τόσο μέσω άμεσων συνεπειών στα επιτόκια δανεισμού των επιχειρήσεων, όσο και μέσω επιδράσεων στις προσδοκίες των καταναλωτών και των επιχειρήσεων των ΗΠΑ.

Σκοπός αυτού του κεφαλαίου είναι να εισάγει το βασικό υπόδειγμα IS-LM, μέσω του οποίου μπορούμε να προσδιορίσουμε τις μακροοικονομικές επιπτώσεις της κρίσης και τα σοκ που υπέστη η οικονομία.

### 2.2 Τα αποτελέσματα της Χρηματοοικονομικής Κρίσης

Όσον αφορά τα άμεσα αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής κρίσης, αυτά είναι στα διάφορα επιτόκια. Παρακάτω ακολουθεί ένα διάγραμμα, προκειμένου να γίνει σαφέστερη η επίδραση αυτής στα επιτόκια δανεισμού των επιχειρήσεων.



**Διάγραμμα 5 :** Τα επιτόκια για τα 10ετή κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ και των εταιρικών ομολόγων για επιχειρήσεις, τα οποία αξιολογούνται με AAA και BBB, για τη χρονική περίοδο 2007-2018

πηγή: Federal Reserve Economic Data

(<https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLC0A4CBBBEY#0>,

<https://fred.stlouisfed.org/series/IRLTLT01USM156N>,

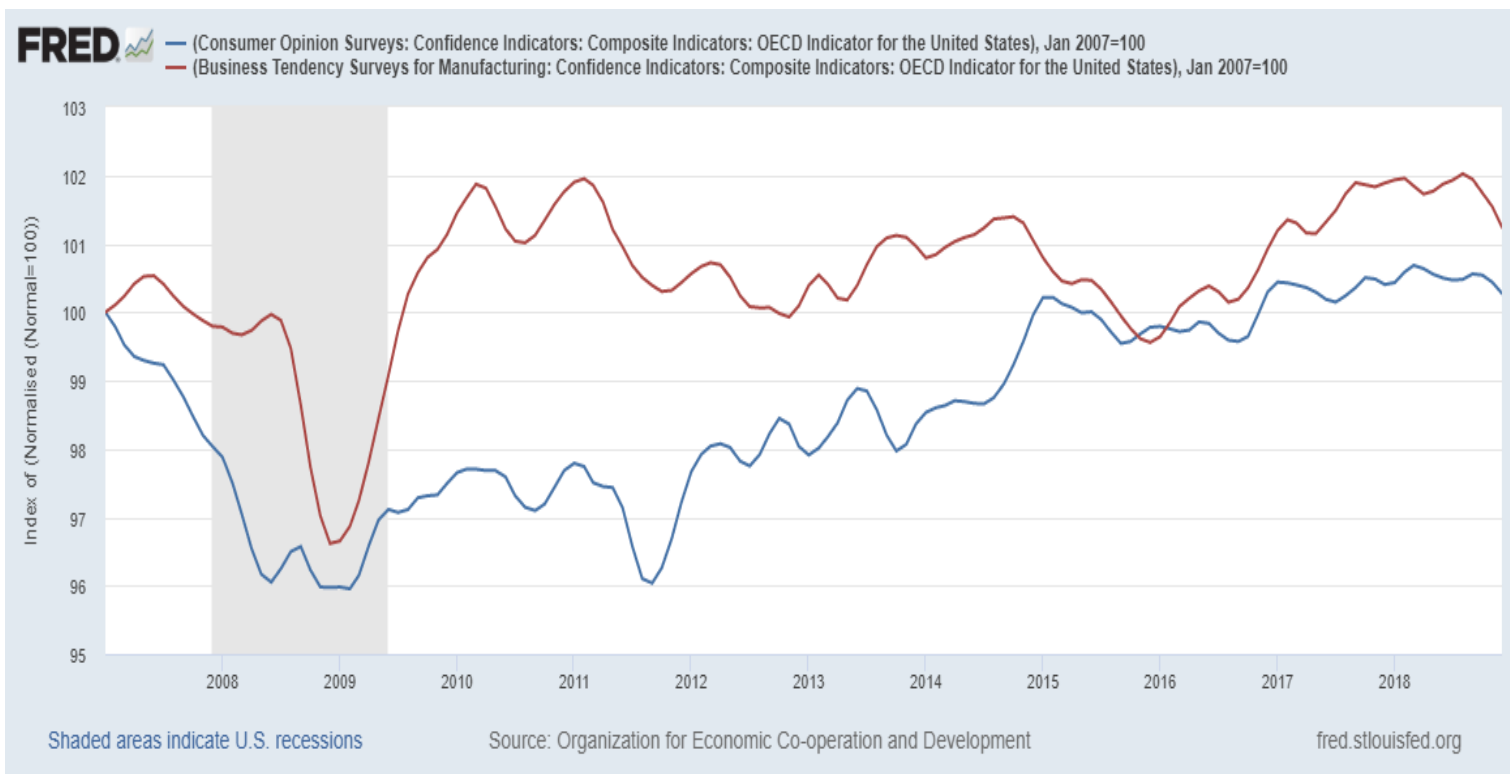
<https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLC0A1CAAAY>)

Με βάση το διάγραμμα, είναι σαφές ότι το επιτόκιο με το πράσινο χρώμα είναι το 10ετές κρατικό ομόλογο. Το μπλε χρώμα είναι το εταιρικό ομόλογο για επιχειρήσεις που αξιολογούνται με BBB από τους οίκους αξιολόγησης και αντίστοιχα, το κόκκινο είναι για αυτές που αξιολογούνται με AAA. Τα προαναφερθέντα εταιρικά ομόλογα, είναι τα επιτόκια που επιβάλλουν οι αγορές ομολόγων στις επιχειρήσεις αξιολογώντας την πιστοληπτική τους ικανότητα, την ικανότητά τους δηλαδή να ανταποκρίνονται στις δανειακές τους υποχρεώσεις. Έτσι, οι επιχειρήσεις που αξιολογούνται με τριπλό Α θεωρούνται ασφαλέστερες, ενώ οι επιχειρήσεις με τριπλό Β πιο επισφαλείς.

Υπό κανονικές συνθήκες, οι επιχειρήσεις με το τριπλό Α έχουν τη δυνατότητα να δανείζονται με επιτόκιο κοντά στο επιτόκιο των κρατικών ομολόγων και οι επιχειρήσεις με το τριπλό Β δανείζονται με λίγο υψηλότερο επιτόκιο, συνήθως η διαφορά κυμαίνεται στο 1%. Στο διάγραμμα παρατηρείται ότι όντως μέχρι τα μέσα του 2007 γινότουσαν πράξη αυτές οι τακτικές. Ωστόσο, από τα μέσα του 2007 και μετά, η διαφορά μεταξύ των εταιρικών ομολόγων για τις επιχειρήσεις και του επιτοκίου των κρατικών ομολόγων ανήλθε σε πολύ υψηλά επίπεδα, ιδίως για τα BBB, τα οποία έφτασαν στο peak τον Οκτώβριο του 2008 και η ανοδική τους τάση κράτησε μέχρι το Μάρτιο του 2009. Έκτοτε, παρατηρείται μία ομαλή πτωτική τάση σε αυτά. Τα AAA σημείωσαν μία ελαφρά ανοδική τάση στο αποκορύφωμα της κρίσης. Τέλος, το επιτόκιο των κρατικών ομολόγων παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα.

Εν γένει, γίνεται κατανοητό ότι από τα μέσα του 2007 μέχρι το 2009 ο δανεισμός για τις επιχειρήσεις, ξαφνικά, γίνεται πολύ ακριβός. Φτάνοντας στο σήμερα, ερχόμαστε στο συμπέρασμα ότι τα επιτόκια δανεισμού των επιχειρήσεων έχουν επιστέψει σε κανονικές συνθήκες.

Εν συνεχεία, είναι σημαντικό να επισημανθεί ότι η χρηματοοικονομική κρίση είχε επιπτώσεις και στις προσδοκίες των καταναλωτών και των επιχειρήσεων των ΗΠΑ. Προκειμένου όμως να γίνει περαιτέρω αντιληπτό αυτό, παρατίθεται παρακάτω το σχετικό διάγραμμα.



**Διάγραμμα 6 :** Οι δείκτες εμπιστοσύνης των καταναλωτών και των επιχειρήσεων των ΗΠΑ, για τη χρονική περίοδο 2007-2018

πηγή: Federal Reserve Economic Data

(<https://fred.stlouisfed.org/series/CSCICP03USM665S#0>,  
<https://fred.stlouisfed.org/series/BSCICP03USM665S>)

Με βάση το διάγραμμα, είναι σαφές ότι ο δείκτης με το μπλε χρώμα συμβολίζει την κατεύθυνση του δείκτη εμπιστοσύνης των καταναλωτών μέσα στο χρόνο και αντίστοιχα, αυτός με το κόκκινο δείχνει την κατεύθυνση του δείκτη εμπιστοσύνης των επιχειρήσεων. Και οι δύο δείκτες έχουν προσαρμοστεί με τέτοιο τρόπο, έτσι ώστε να έχουν τιμή ίση 100 από τον Ιανουάριο τους έτους 2007.

Από τα μέσα του 2007, υπήρχαν έντονοι φόβοι για μία Μεγάλη Κρίση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, τόσο από τη μεριά από των καταναλωτών, όσο και από τη μεριά των επιχειρήσεων. Σύγχυση, αμφιβολίες και σκεπτικισμός για όσα συνέβαιναν και όσα επρόκειτο να συμβούν, είχαν σα συνέπεια τη μεγάλη επιδείνωση των προσδοκιών τους. Οι καταναλωτές λόγω της απώλειας της εμπιστοσύνης τους ως προς τις επόμενες μέρες, αποφάσισαν να είναι πιο συνετοί ως προς την κατανάλωση.

Η ίδια κατάσταση ίσχυε και για τις επιχειρήσεις, οι οποίες με τη σειρά τους ήταν πιο εγκρατές ως προς τις επενδύσεις. Η σύγκυση, λοιπόν, αυτή αποτυπώνεται στο διάγραμμα. Πιο συγκεκριμένα, από την αρχή του 2007 και ιδιαίτερα στα μέσα του, ο δείκτης εμπιστοσύνης των καταναλωτών έπεσε απότομα μέχρι τον Ιούνιο του 2008. Μετά, γνώρισε μία τρίμηνη ελαφρά αύξηση μέχρι το Σεπτέμβριο και έκτοτε συνέχισε την καθοδική τάση, φτάνοντας στο χαμηλότερο σημείο, στην τιμή 96 τους δύο πρώτους μήνες του 2009. Στη συνέχεια, σημειώθηκε σημαντική αύξηση στο δείκτη, μέχρι που ξανά άρχισε να πέφτει στο πρώτο μισό του 2011. Έκτοτε, ο δείκτης αυξάνεται αισθητά και από τα τέλη του 2016 και μετά φαίνεται να ξεπερνάει την τιμή 100.

Όσον αφορά το δείκτη εμπιστοσύνης των επιχειρήσεων των ΗΠΑ, στο δεύτερο μισό του 2007 παρατηρείται μία συνεχής πτώση, η οποία συνεχίζεται μέχρι το Μάρτιο του 2008. Μετά, γνώρισε μία τρίμηνη ελαφρά αύξηση μέχρι τον Ιούνιο, επιστρέφοντας στην τιμή 100 και έκτοτε στο δεύτερο μισό του έτους 2008 σημειώθηκε μία απότομη μείωση του δείκτη, μέχρι και την ολοκλήρωση του έτους. Αρχές του έτους 2009, αυξήθηκε ιδιαίτερα σημαντικά η εμπιστοσύνη τους και από τα μέσα του ίδιου έτους μέχρι και σήμερα, φαίνεται ο δείκτης να ξεπερνάει αισθητά την τιμή αναφοράς, το 100, εξαιρώντας το διάστημα από τα μέσα του έτους 2015 μέχρι τους δύο πρώτους μήνες του 2016.

Γενικά, σύμφωνα με το διάγραμμα, παρατηρούμε ότι η εμπιστοσύνη μεταξύ των δύο πλευρών διαφέρει σε γενικές γραμμές. Οι Αμερικανοί καταναλωτές είχαν εξ αρχής εντονότερη ανησυχία και φοβία για το μέλλον, σε σχέση με τις επιχειρήσεις και μείωσαν άμεσα και απότομα την κατανάλωσή τους. Παρ' όλ' αυτά, και οι δύο μεριές φαίνεται να επανακτούν την εμπιστοσύνη τους στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και στο μέλλον, από τις αρχές του 2009 μέχρι και σήμερα, με εξαίρεση φυσικά κάποιες μικρές περιόδους. Τέλος, είναι απαραίτητο να αναφερθεί ότι οι δύο δείκτες ξεπερνούν από κοινού την τιμή αναφοράς από το Νοέμβριο του 2016, κατάσταση που εξακολουθεί να συμβαίνει μέχρι και σήμερα.

### 2.3 Εισαγωγή στις Αγορές Αγαθών και Χρήματος: Το υπόδειγμα IS-LM



Προκειμένου να εξερευνήσουμε τις μακρο-επιπτώσεις των προαναφερθέντων αποτελεσμάτων της Χρηματοοικονομικής Κρίσης, είναι απαραίτητο να εισάγουμε το βασικό υπόδειγμα IS-LM. Πιο συγκεκριμένα, το υπόδειγμα αυτό είναι ένα βασικό εργαλείο που παρ' όλη την απλότητά του συλλαμβάνει την κατάσταση που συμβαίνει βραχυπρόθεσμα στην οικονομία.

Η σχέση IS, προκύπτει από τη συνθήκη ότι η προσφορά αγαθών πρέπει να ισούται με τη ζήτηση αγαθών. Συνάμα, φανερώνει το πώς το επιτόκιο επηρεάζει την παραγωγή. Η σχέση LM, με τη σειρά της, προκύπτει από τη συνθήκη ότι η προσφορά χρήματος πρέπει να ισούται με τη ζήτηση χρήματος και φανερώνει το πώς η παραγωγή επηρεάζει το επιτόκιο. Γενικά, το μοντέλο IS-LM εξετάζει τη συνδυασμένη ισορροπία δύο αγορών: 1) την αγορά αγαθών (IS) και 2) την αγορά χρήματος (LM). Η εξέταση, λοιπόν, της κοινής ισορροπίας αυτών των δύο αγορών μας επιτρέπει να προσδιορίσουμε δύο μεταβλητές: την παραγωγή  $Y$  και το επιτόκιο  $i$ .

### **Η συνθήκη ισορροπίας στην αγορά αγαθών:**

$$\text{Σχέση IS : } Y = C(Y - T) + I(Y, i) + G,$$

όπου  $Y$ : η παραγωγή,  $C$ : η κατανάλωση, η οποία είναι συνάρτηση του διαθέσιμου εισοδήματος,  $I$ : η επένδυση, η οποία εξαρτάται θετικά από την παραγωγή  $Y$  και αρνητικά από το επιτόκιο  $i$  και τέλος,  $G$ : οι κρατικές δαπάνες.

Σχηματικά, όπως θα δούμε και παρακάτω, στις μακροοικονομικές επιπτώσεις της κρίσης, η καμπύλη IS έχει αρνητική κλίση. Αυτό συμβαίνει διότι, η ισορροπία στην αγορά αγαθών συνεπάγεται ότι μία αύξηση του επιτοκίου οδηγεί σε μία μείωση του προϊόντος  $Y$ , και αντιστρόφως.

### **Η συνθήκη ισορροπίας στην αγορά χρήματος:**

Σχέση LM:  $\frac{M}{P} = YL(i)$  ,

όπου  $\frac{M}{P}$  : η πραγματική προσφορά χρήματος, που είναι το απόθεμα χρήματος σε όρους αγαθών και  $YL(i)$ : η πραγματική ζήτηση χρήματος, η οποία εξαρτάται θετικά από το πραγματικό εισόδημα  $Y$  και αρνητικά από το επιτόκιο  $i$ .

Σχηματικά, η καμπύλη LM έχει θετική κλίση και αυτό συμβαίνει διότι η ισορροπία στις αγορές χρήματος συνεπάγεται ότι μία αύξηση στο εισόδημα οδηγεί σε μία αύξηση του επιτοκίου, και αντιστρόφως.

Γενικότερα, αξίζει να επισημανθεί ότι οποιοδήποτε σημείο στην αρνητική κλίση της καμπύλης IS αντιστοιχεί σε ισορροπία στην αγορά αγαθών και οποιοδήποτε σημείο στη θετική κλίση της LM αντιστοιχεί σε ισορροπία στις αγορές χρήματος. Ωστόσο, μόνο σε ένα σημείο ικανοποιούνται και οι δύο συνθήκες ισορροπίας.

## 2.4 Οι μακροοικονομικές επιπτώσεις της Κρίσης

Χρησιμοποιώντας, λοιπόν, κατάλληλα τις προαναφερθέντες σχέσεις, μας επιτρέπεται να μελετήσουμε το τι συνέβη στο προϊόν και στο επιτόκιο, όταν τα επιτόκια δανεισμού άλλαξαν καθώς και όταν οι καταναλωτές και οι επιχειρήσεις έγιναν περισσότερο ανήσυχοι σχετικά με το μέλλον. Επιπροσθέτως, πρέπει να επισημάνουμε στο σημείο αυτό ότι εστιάζουμε στη βραχυχρόνια περίοδο, αγνοούμε τα στοιχεία της ανοιχτής οικονομίας, επικεντρωνόμαστε στις επιχειρήσεις που εκδίδουν ομόλογα και εμπλουτίζουμε το μοντέλο με δύο τρόπους:

- Πρωτίστως, ακόμα και με δεδομένο το εισόδημα των καταναλωτών και με δεδομένες τις πωλήσεις των επιχειρήσεων, πρέπει να λάβουμε υπόψη μας την επίδραση της εμπιστοσύνης, τόσο στην κατανάλωση, όσο και στις επενδύσεις. Αναλυτικότερα, με βάση το διάγραμμα 1.6, λόγω της μείωσης της εμπιστοσύνης των καταναλωτών, βλέπουμε ότι η κατανάλωση μειώνεται με δεδομένο το διαθέσιμο εισόδημά τους. Εν ολίγοις, το εισόδημά τους δεν είχε υποστεί ακόμα κάποια σημαντική μείωση από τα μέσα του 2007 μέχρι τα τέλη του 2008, και όμως, αποφάσισαν να είναι πιο συνετοί, με αποτέλεσμα ο δείκτης

εμπιστοσύνης τους να μειωθεί ραγδαία. Η ίδια εξήγηση ισχύει και για τις επιχειρήσεις. Οι πωλήσεις τους δεν είχαν μειωθεί πολύ εκείνη την περίοδο, αλλά λόγω της απώλειας εμπιστοσύνης τους αποφάσισαν να μειώσουν τις επενδύσεις.

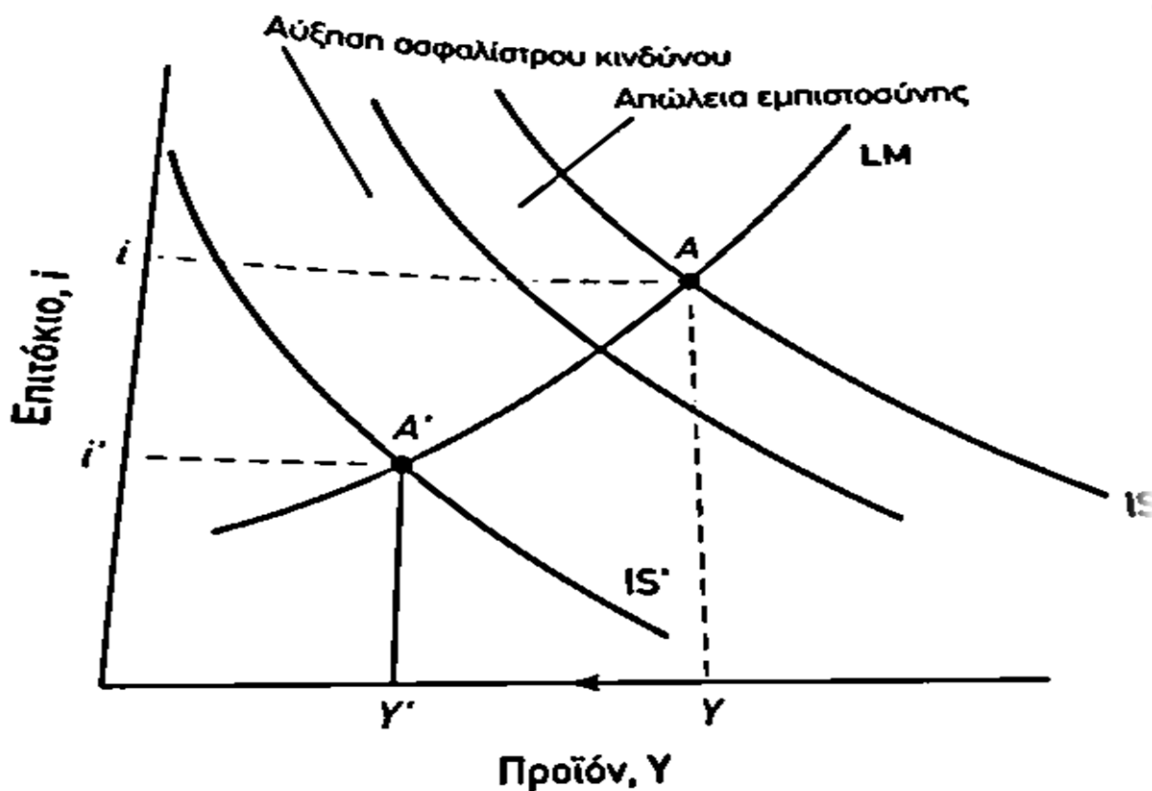
- Ακόμη, πρέπει να αποδώσουμε το γεγονός ότι το επιτόκιο με το οποίο μπορούν να δανειστούν οι επιχειρήσεις είναι συχνά σημαντικά υψηλότερο ( $i$ +ασφάλιστρο) από το επιτόκιο που καθορίζει η Κεντρική Τράπεζα ( $i$ ).

Λαμβάνοντας αυτά υπόψη μας, οι εξισώσεις IS και LM γράφονται ως εξής:

Σχέση IS:  $Y = C(Y - T, \text{εμπιστοσύνη}) + I(Y, \text{εμπιστοσύνη}, i + \text{ασφάλιστρο}) + G$

Σχέση LM:  $\frac{M}{P} = YL(i)$

Οι σχέσεις αυτές δίνονται στην Απεικόνιση 1 για ένα δεδομένο επίπεδο εμπιστοσύνης και ασφαλίστρου.



**Απεικόνιση 1:** Οι μακροοικονομικές επιπτώσεις των αποτελεσμάτων της Κρίσης  
πηγή: από το βιβλίο «Μακροοικονομική» του Olivier Blanchard (5<sup>η</sup> έκδοση), σελίδα 709

Υποθέτουμε ότι πριν την κρίση η οικονομία των ΗΠΑ βρισκόταν στο σημείο ισορροπίας A, εκεί όπου τέμνονται οι αγορές αγαθών και χρήματος. Η κρίση, όμως, όπως έχει ήδη αναφερθεί, είχε σαν αποτέλεσμα τη δραματική μείωση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών και των επιχειρήσεων για το μέλλον καθώς και τη μεγάλη αύξηση των επιτοκίων δανεισμού των επιχειρήσεων. Τα δύο αυτά αποτελέσματα επηρεάζουν τις αγορές αγαθών και όχι την αγορά χρήματος, άρα η καμπύλη LM παραμένει αμετάβλητη. Όσον αφορά την IS, λοιπόν, αυτή μετακινείται προς τα αριστερά δύο φορές, όπου τη δεύτερη έχουμε μια περαιτέρω και σαφώς μεγαλύτερη μετατόπιση της καμπύλης προς τα αριστερά. Γενικά, οποιοδήποτε παράγοντας, που μειώνει το επίπεδο προϊόντος ισορροπίας και με δεδομένο το επιτόκιο, οδηγεί σε μετατόπιση της καμπύλης IS προς τα αριστερά. Πιο συγκεκριμένα, κατά πρώτο λόγο, για ένα δεδομένο επιτόκιο  $i$ , η μείωση της εμπιστοσύνης είχε σα συνέπεια τη μείωση της κατανάλωσης και της επένδυσης και άρα τη μείωση της ζήτησης και του προϊόντος. Κατά δεύτερο λόγο, για ένα δεδομένο επιτόκιο  $i$ , το επιτόκιο με το οποίο δανείζονται οι επιχειρήσεις,  $i$ +ασφάλιστρο<sup>7</sup>, ξαφνικά αυξήθηκε (ιδίως για τις επιχειρήσεις με το τριπλό B), με αποτέλεσμα να μειωθεί η επένδυση και άρα η ζήτηση και το προϊόν.

Το αποτέλεσμα των δύο μετατοπίσεων της καμπύλης IS, ήταν η μετακίνηση από το σημείο ισορροπίας A στο A' και άρα η απότομη μείωση του προϊόντος, από Y σε Y'.

Έτσι, φαίνεται να μεταβαίνουμε από τη χρηματοοικονομική στη μακροοικονομική κρίση. Η ιστορία, όμως, δεν τελειώνει εδώ. Μέτρα για τη Νομισματική και Δημοσιονομική πολιτική της χώρας, τόσο από την Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα, όσο και από την κυβέρνηση των ΗΠΑ λήφθηκαν άμεσα, τα οποία αναλύονται διεξοδικά στο επόμενο κεφάλαιο.

---

<sup>7</sup> Ασφάλιστρο: η διαφορά ανάμεσα στο επιτόκιο των εταιρικών ομολόγων και των κρατικών ομολόγων

## Βιβλιογραφία 2<sup>ου</sup> Κεφαλαίου

### Ιστοσελίδες:

- [https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A5%CF%80%CF%8C%CE%B4%CE%B5%CE%B9%CE%B3%CE%BC%CE%B1\\_IS/LM](https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A5%CF%80%CF%8C%CE%B4%CE%B5%CE%B9%CE%B3%CE%BC%CE%B1_IS/LM)

### Βιβλία:

- Macroeconomics (5<sup>th</sup> edition), Olivier Blanchard, επιμέλεια ελληνικής έκδοσης: Χρήστος Νίκας, σελίδες: 706-709
- Macroeconomics (6<sup>th</sup> edition), Andrew B. Abel, Ben S. Bernanke, Dean Croushore, Chapter 9
- Εισαγωγή στη Μακροοικονομική Θεωρία (3<sup>η</sup> έκδοση), Δημήτριος Γιαννέλης, Κεφάλαιο 6

## Κεφάλαιο 3: Η απάντηση της Οικονομικής Πολιτικής

### 3.1 Εισαγωγή

Είναι σαφές ότι από τα μέσα του 2007, η οικονομία άρχισε να βιώνει απότομες μειώσεις στη συνολική ζήτηση και στο προϊόν της, μεταβαίνοντας από τη χρηματοοικονομική στη μακροοικονομική κρίση. Ωστόσο, οι μειώσεις αυτές δε συνεχίστηκαν για μεγάλο χρονικό διάστημα, λόγω της άμεσης λήψης επιθετικών μέτρων της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας (FED), της κρατικής παρέμβασης διάσωσης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και της επιθετικής δημοσιονομικής πολιτικής. Οι πρώτοι που ανταποκρίθηκαν στη χρηματοπιστωτική κρίση ήταν η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα, με πολιτικές που σκόπευαν στην αύξηση της συνολικής ζήτησης και άρα του εθνικού προϊόντος, στην εξασφάλιση και παροχή ρευστότητας και στην εν γένει εξυγίανση του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ύστερα, ακολούθησε και η κυβέρνηση των ΗΠΑ, η οποία είχε ενεργό ρόλο στην παροχή ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, στη μείωση του κόστους δανεισμού των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων και στην εν γένει αποκατάσταση της σταθερότητας. Συνάμα, στράφηκε στην επεκτατική Δημοσιονομική Πολιτική προκειμένου να μεγεθύνει το επίπεδο της συνολικής ζήτησης και του προϊόντος.

Ο σκοπός του κεφαλαίου αυτού είναι να τονιστεί η άμεση και συνάμα αποτελεσματική δράση αυτών που διαμορφώνουν την Οικονομική Πολιτική στα σοκ που υπέστη η οικονομία των ΗΠΑ, κατά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009. Σα γενικό σχόλιο, είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι τόσο η νομισματική όσο και η δημοσιονομική πολιτική έχουν επίπτωση στη συνολική ζήτηση και το προϊόν.

### 3.2 Οι επιθετικές δράσεις της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας

Κατά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009, η FED έλαβε ασυνήθιστα μέτρα, τα οποία αφορούσαν τόσο τη νομισματική πολιτική όσο και μια σειρά από διευκολύνσεις

ρευστότητας για το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ο στόχος της ήταν η αποκατάσταση της λειτουργίας του συστήματος και η μείωση του κινδύνου χρεοκοπίας του.

### 3.2.1 Συμβατική Νομισματική Πολιτική

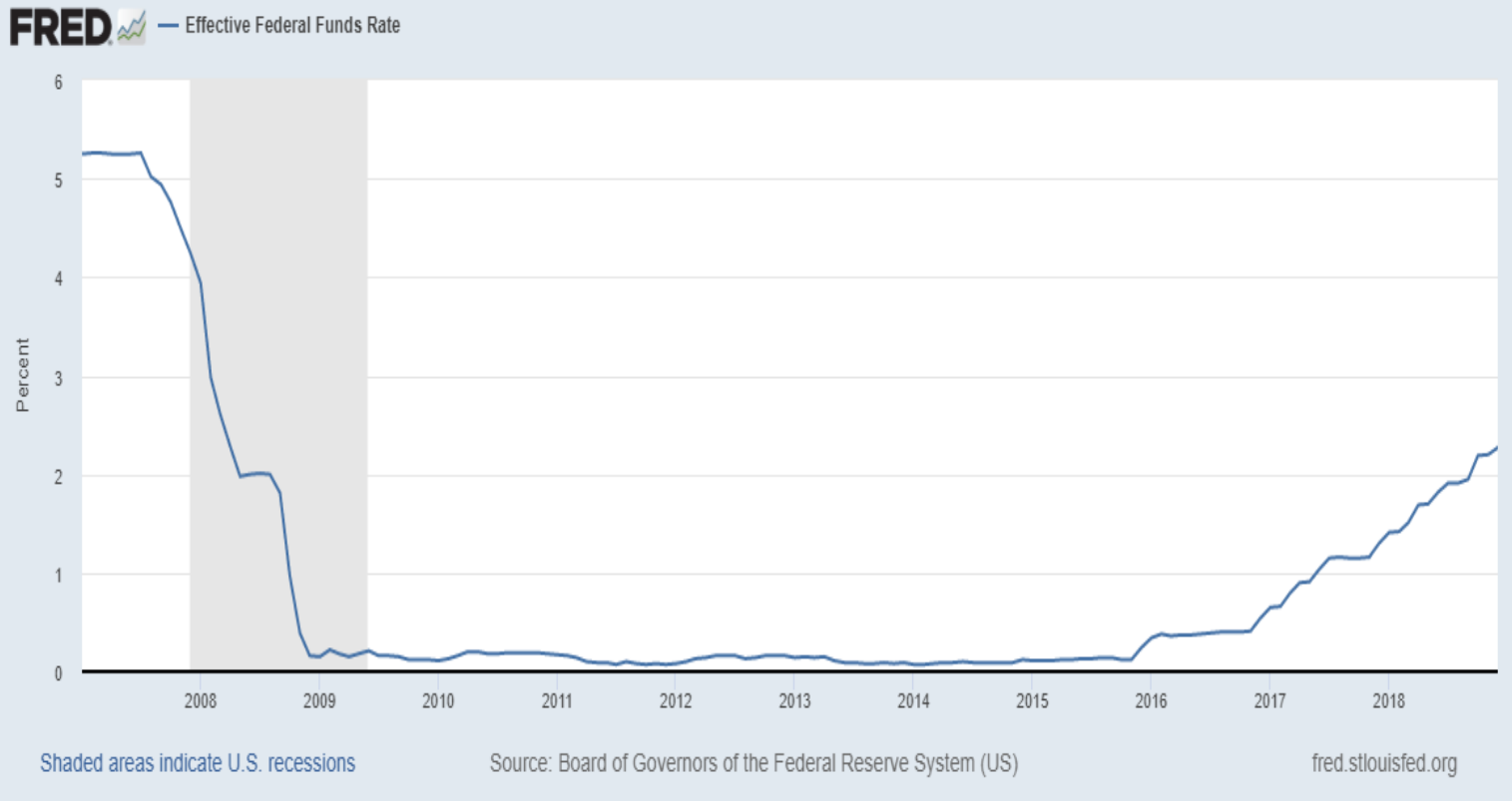
Είναι γεγονός ότι οι προληπτικές πολιτικές της FED αποδείχτηκαν υψίστης σημασίας για τον περιορισμό της χρηματοπιστωτικής κρίσης, η οποία όπως έχουμε αναφέρει πολλάκις, έκανε την εμφάνισή της στα μέσα του έτους 2007. Η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα, λοιπόν, και ο τότε πρόεδρος της Ben Bernanke, αναγνωρίζοντας τις περιοριστικές επιπτώσεις της κρίσης, άρχισε να μειώνει το στόχο για το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων<sup>8</sup>. Αυτή η ενέργεια είχε ως στόχο να μειώσει τα πραγματικά επιτόκια<sup>9</sup>, για κάθε δεδομένο ποσοστό του πληθωρισμού, το οποίο με τη σειρά του θα αύξανε τη ζητούμενη ποσότητα της επένδυσης και άρα τη συνολική ζήτηση και το προϊόν, που είναι το ζητούμενο. Στο σημείο αυτό είναι σημαντικό να επισημανθεί ότι αυτό που παίζει ρόλο στις δαπάνες είναι το πραγματικό επιτόκιο, διότι οι αποφάσεις για επενδύσεις παίρνονται σύμφωνα με αυτό.

Στο Διάγραμμα 7i), σαν μια γενική εικόνα, παρουσιάζεται η εξέλιξη του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων για την περίοδο 2007-2018. Στο Διάγραμμα 7ii) παρουσιάζεται η εξέλιξη του επιτοκίου αυτού, για τη χρονική περίοδο 2007-2009, η οποία εξέλιξη είναι αυτή που μας ενδιαφέρει στην παρούσα φάση.

---

<sup>8</sup> Επιτόκιο των Ομοσπονδιακών Κεφαλαίων(Federal Funds Rate): αναφέρεται στο επιτόκιο με το οποίο οι τράπεζες χρεώνουν τις άλλες τράπεζες για να τους δανείσουν χρήματα. Σύμφωνα με το νόμο, οι τράπεζες είναι υποχρεωμένες να διατηρούν αποθεματικό ίσο με ένα ορισμένο ποσοστό των καταθέσεων τους σε λογαριασμό της Federal Reserve bank. Το χρηματικό ποσό που υπερβαίνει το αυτό το απαιτούμενο ποσό, είναι διαθέσιμο για δανεισμό στις άλλες τράπεζες και το επιτόκιο που μπορεί να χρεώσει η τράπεζα δανεισμού είναι το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων, που ορίζεται από τη FED.

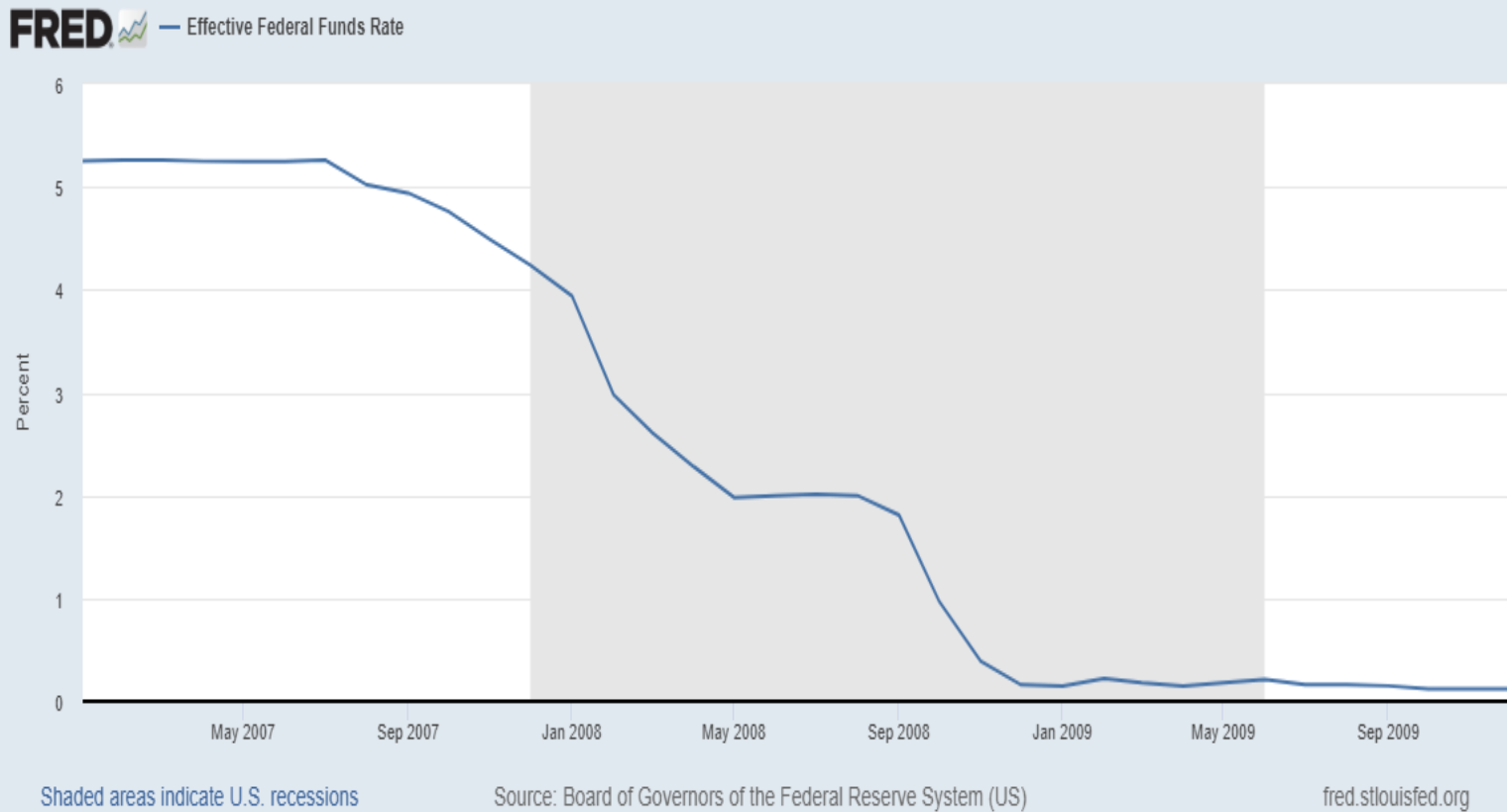
<sup>9</sup> Πραγματικό επιτόκιο = Ονομαστικό επιτόκιο-αναμενόμενο πληθωρισμό( $r = i - \pi$ )



**Διάγραμμα 7i):** Το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων, για τη χρονική περίοδο 2007-2018

Πηγή: Federal Reserve Economic Data (<https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>)



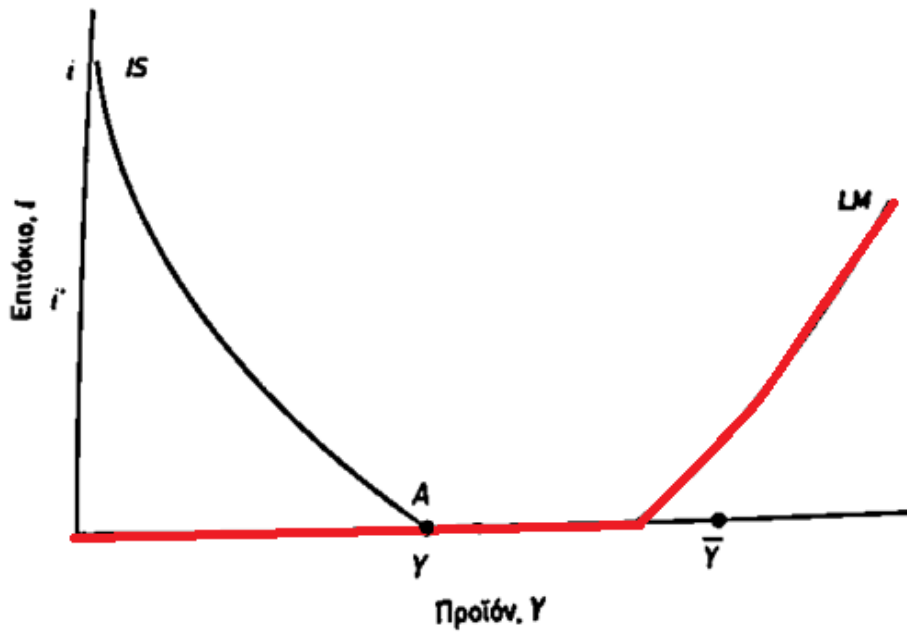


**Διάγραμμα 7ii):** Το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων, για τη χρονική περίοδο 2007-2009

πηγή: Federal Reserve Economic Data (<https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>)

Σύμφωνα με το διάγραμμα 7ii), από τα μέσα του 2007 το επιτόκιο από 5,25% μειώθηκε στο 2% περίπου, μέχρι τα μέσα του 2008. Στον απόηχο της χρεοκοπίας της Lehman Brothers, η FED προχώρησε σε μία ακόμα πιο επιθετική μείωση του στόχου, φτάνοντας τελικά κοντά στο 0% από το Νοέμβριο του 2008 μέχρι και τα τέλη του 2009 (ποσοστό που κράτησε μέχρι και τα τέλη 2016. Από το 2017 και μετά άρχισε να σημειώνει αισθητή αυξητική πορεία). Επρόκειτο, δηλαδή, για μια δραματική μείωση της τάξης άνω του 5%, μέσα σε ενάμιση χρόνο. Παρά τις πολιτικές που ακολούθησε η FED, αυτές δεν ήταν επαρκής για να αποφευχθεί η μείωση της συνολικής ζήτησης και του προϊόντος, όπως φάνηκε και στην Απεικόνιση 1.

Συνάμα, πρέπει να σημειωθεί ότι με τις τακτικές αυτές, η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα βρέθηκε σε μια παγίδα ρευστότητας (liquidity trap), χωρίς περαιτέρω περιθώρια μείωσης του επιτοκίου. Προκειμένου να καταλάβουμε καλύτερα την κατάσταση της οικονομίας των ΗΠΑ όταν βρέθηκε σε παγίδα ρευστότητας, παρατίθεται η Απεικόνιση 2.

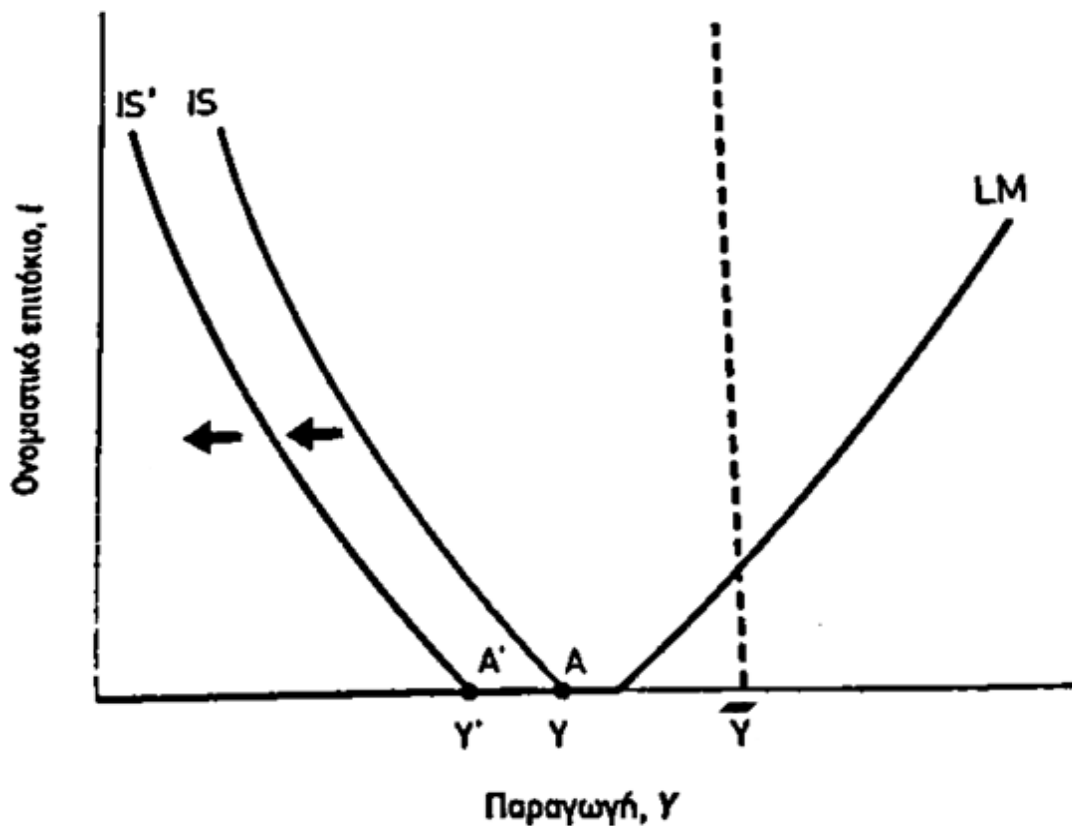


**Απεικόνιση 2:** Το υπόδειγμα IS-LM και η παγίδα ρευστότητας

πηγή: από το βιβλίο «Μακροοικονομική» του Olivier Blanchard (5<sup>η</sup> έκδοση), σελίδα 712

Η καμπύλη IS έχει μετακινηθεί έντονα προς τα αριστερά και τέμνει την καμπύλη LM στο οριζόντιο τμήμα της, σε ένα μηδενικό ονομαστικό επιτόκιο. Επίσης, το σημείο ισορροπίας είναι στο σημείο A, με μηδενικό ονομαστικό επιτόκιο και προϊόν ισορροπίας  $Y$ , το οποίο είναι αρκετά χαμηλότερο από το φυσιολογικό επίπεδο προϊόντος, που είναι το  $\bar{Y}$ .

Σε γενικές γραμμές, όταν μια οικονομία βρίσκεται στην παγίδα ρευστότητας, ο κίνδυνος ενός φαύλου κύκλου αυξάνεται δραματικά.



**Απεικόνιση 3:** Παγίδα ρευστότητας και μείωση πληθωρισμού

Πιο συγκεκριμένα, το χαμηλό επίπεδο προϊόντος οδηγεί σε χαμηλότερο πληθωρισμό και άρα σε υψηλότερα πραγματικά επιτόκια. Αυτό με τη σειρά του επιδρά αρνητικά στις επενδύσεις και άρα, αρνητικά στη συνολική ζήτηση και το προϊόν. Με άλλα λόγια η IS μετατοπίζεται πιο αριστερά στην IS', όπως φαίνεται στην Απεικόνιση 3. Η μείωση του προϊόντος από  $Y$  σε  $Y'$  μειώνει περαιτέρω τον πληθωρισμό, ο οποίος οδηγεί σε μια περαιτέρω αύξηση των πραγματικών επιτοκίων και εν τέλει σε μια επιπλέον μείωση του προϊόντος κ.ο.κ. Έτσι, η οικονομία μπαίνει σε ένα φαύλο κύκλο, όπου τόσο το προϊόν όσο και ο πληθωρισμός μπαίνουν σε καθοδική τροχιά και η νομισματική πολιτική, με τη συμβατική πολιτική, αδυνατεί να κάνει κάτι στην περίπτωση αυτή.

Έχοντας, λοιπόν, την επίγνωση αυτού του κινδύνου, η FED αποφάσισε να αντιμετωπίσει τη χρηματοπιστωτική κρίση άμεσα και εργαζόμενη σε πολλά μέτωπα, θέτοντας σε πράξη τις μορφές της μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής.

### 3.2.2 Μη συμβατική Νομισματική Πολιτική

Χωρίς να είναι σε θέση οι νομισματικές αρχές να μειώσουν περαιτέρω το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων αφού είχε ήδη φτάσει στο μηδενικό κατώτατο όριο, κατέφυγαν στα εργαλεία της μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής. Αυτά παίρνουν τρεις μορφές: 1) παροχή ρευστότητας, 2) αγορά περιουσιακών στοιχείων και τέλος, 3) διαχείριση των προσδοκιών. Είναι σαφές ότι οι ενέργειες αυτές έλαβαν χώρα, προκειμένου να ενισχύσουν τη συνολική ζήτηση και να σταματήσουν την αρνητική πορεία του προϊόντος και του πληθωρισμού.

Επιπροσθέτως, για να καταλάβουμε το λόγο ύπαρξης καθενός από αυτά τα εργαλεία, δεχόμαστε ότι το πραγματικό επιτόκιο για τις επενδύσεις ( $r_i$ ), ισούται με το βραχυχρόνιο πραγματικό επιτόκιο, που ορίζεται από τη FED ( $r$ ) και τις χρηματοοικονομικές τριβές<sup>10</sup> ( $f$ ). Δηλαδή:  $r_i = r + f$ .

Όσον αφορά τις λεπτομέρειες των ενεργειών της μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής, αυτές περιγράφονται παρακάτω:

#### 1) Παροχή ρευστότητας

Κατά τη διάρκεια της κρίσης, όπως είδαμε, οι πιστωτικές αγορές είχαν παγώσει και οι χρηματοπιστωτικές αγορές μαστίζονταν από σοβαρή έλλειψη ρευστότητας. Εάν οι επενδυτές αποφάσιζαν να ζητήσουν τα κεφάλαιά τους πίσω, τότε οι τράπεζες θα έπρεπε να πωλήσουν κάποια από τα περιουσιακά τους στοιχεία, τα οποία όπως αναλύσαμε, θα ήταν σε εξαιρετικά χαμηλές τιμές. Γίνεται, λοιπόν, αντιληπτό ότι η άφθονη ρευστότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα κρίνεται άκρως αναγκαία.

Γενικότερα, ισχύει το γεγονός ότι η σοβαρή έλλειψη ρευστότητας οδηγεί σε μία απότομη αύξηση των χρηματοοικονομικών τριβών ( $f$ ). Ένας άμεσος τρόπος μείωσης αυτών, είναι να αυξήσει η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα τις δανειοδοτικές διευκολύνσεις της, προκειμένου να παρέχει ρευστότητα σε εξασθενημένες αγορές, έτσι

---

<sup>10</sup> Χρηματοοικονομικές τριβές ( $f$ ): επιβαρύνουν το πραγματικό κόστος δανεισμού που προκαλείται από εμπόδια στην αποδοτική λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών.

ώστε να μπορέσουν να επιστρέψουν στη φυσιολογικό επίπεδο προϊόντος τους ( $\bar{Y}$ ). Μειώνοντας, λοιπόν, τις χρηματοοικονομικές τριβές μειώνεται και το πραγματικό επιτόκιο για τις επενδύσεις ( $r_i$ ), με αποτέλεσμα να αυξάνεται η ζητούμενη ποσότητα για επενδύσεις και άρα, να αυξάνεται η συνολική ζήτηση, το προϊόν και ο πληθωρισμός, που είναι και το ζητούμενο.

Με στόχο την επίτευξη των παραπάνω, η FED πραγματοποίησε πρωτοφανείς αυξήσεις στις διευκολύνσεις δανεισμού για την παροχή ρευστότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Πιο συγκεκριμένα, διέπραξε:

- Επέκταση Εκπτώτικου Παραθύρου<sup>11</sup>

Μέχρι το τέλος του καλοκαιριού του 2007, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θεωρήθηκαν ότι αντιμετώπιζαν σοβαρές ελλείψεις ρευστότητας (Hilton και McAndrews, 2011). Στα μέσα του 2007 και συγκεκριμένα, στις 17 Αυγούστου, η FED προκειμένου να ενθαρρύνει το δανεισμό, μείωσε το προεξοφλητικό επιτόκιο από 100 μονάδες βάσεις που είναι συνήθως, σε 50 μονάδες βάσεις πάνω από το στόχο του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων. Το Μάρτιο του 2008, μείωσε περαιτέρω το προεξοφλητικό επιτόκιο που δανείζονταν οι εμπορικές τράπεζες από την Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα, σε μόλις 25 μονάδες βάσης πάνω από το στόχο του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων.

- Δημοπρασίες Καθορισμένης Διάρκειας (Term Auction Facility, TAF)

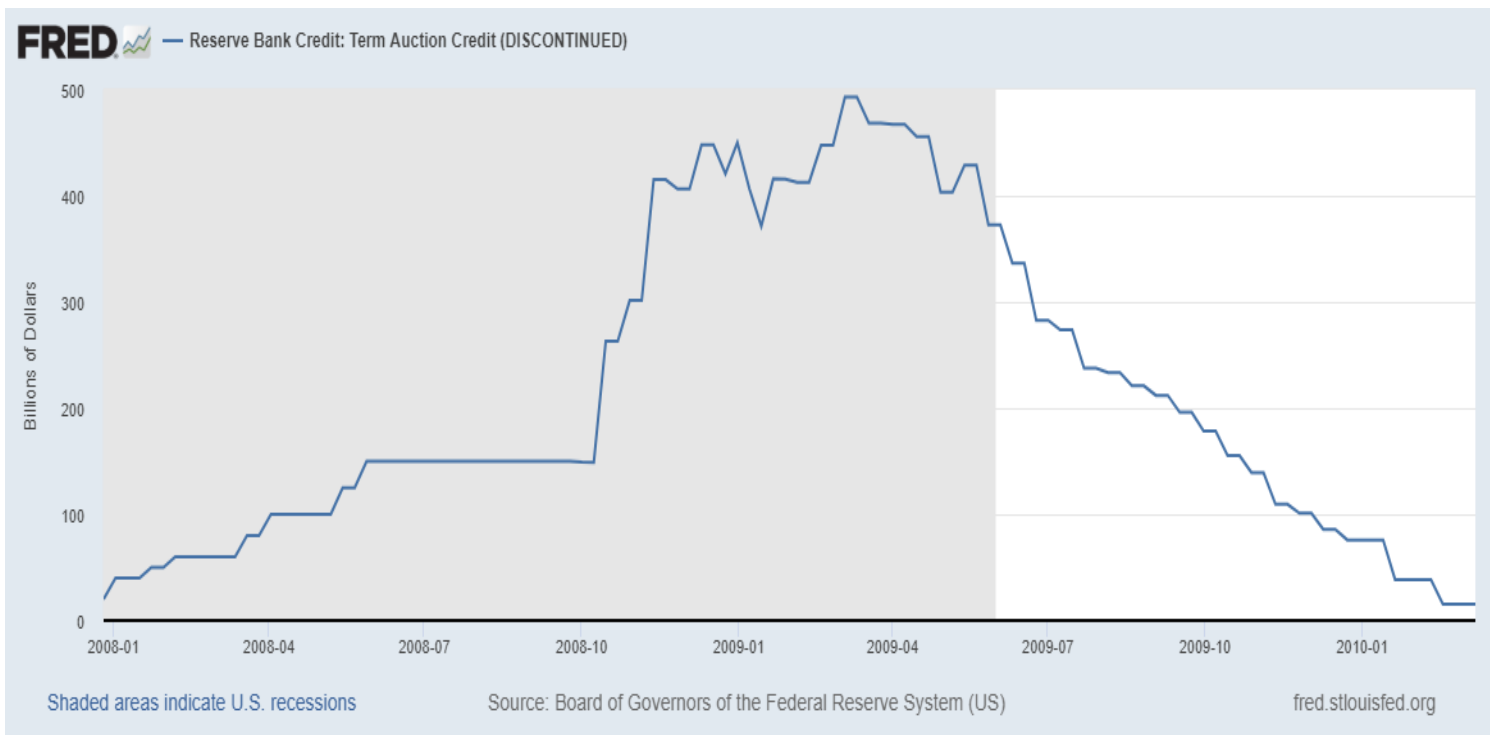
Για την περαιτέρω ενθάρρυνση του δανεισμού, η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα δημιούργησε στις 12 Δεκεμβρίου του 2007, προσωρινές Δημοπρασίες Καθορισμένης Διάρκειας (TAF), όπου χορηγούσε δάνεια με επιτόκιο, το οποίο καθοριζόταν μέσω ανταγωνιστικών δημοπρασιών. Οι δημοπρασίες αυτές σχεδιάστηκαν ως εναλλακτική λύση, έναντι του εκπτώτικου παραθύρου, με σκοπό να παρέχουν μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση και να επαναφέρουν τις ευμενείς συνθήκες ρευστότητας στις διατραπεζικές αγορές. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι δημοπρασίες TAF, χρησιμοποιήθηκαν περισσότερο από το εκπτώτικό παράθυρο και αυτό διότι επέτρεπε στις τράπεζες να

---

<sup>11</sup> Εκπτώτικό Παράθυρο (Discount Window): είναι ένα μέσο της Νομισματικής Πολιτικής και αποτελεί μια διευκόλυνση δανεισμού από την Κεντρική Τράπεζα, συνήθως σε βραχυπρόθεσμη βάση, η οποία έχει ως στόχο τη διευκόλυνση των εμπορικών τραπεζών στη διαχείριση της έλλειψης ρευστότητας. Το επιτόκιο που χρεώνει η Κεντρική Τράπεζα στα δάνεια αυτά ονομάζεται προεξοφλητικό επιτόκιο.

δανείζονται σε ένα ανταγωνιστικά καθοριζόμενο επιτόκιο, χαμηλότερο από το προεξοφλητικό επιτόκιο που καθορίζει η FED. Συνολικά, έλαβαν χώρα 60 τέτοιες δημοπρασίες, κάθε δύο εβδομάδες, στο διάστημα από τις 17 Δεκεμβρίου του 2007 έως τις 8 Μαρτίου του 2010, όπου διεξήχθη και η τελευταία δημοπρασία. Συνάμα, το ποσό της πίστωσης που χορήγησε η FED ξεκίνησε αρχικά, από το ποσό των \$20 δισεκατομμυρίων και στο αποκορύφωμα της κρίσης, τέλη του 2008 μέχρι και τα μέσα του 2009, ξεπέρασε το ποσό των \$400 δισεκατομμυρίων. Έκτοτε, το ποσό που χορηγήθηκε από την Κεντρική Τράπεζα μειώθηκε μέχρι τη διακοπή του.

Όσα αναφέρθηκαν σχετικά με τις δημοπρασίες TAF, απεικονίζονται στο διάγραμμα που ακολουθεί:



**Διάγραμμα 8:** Οι πιστώσεις της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας, σε δισεκατομμύρια δολάρια, στις Δημοπρασίες Καθορισμένης Διάρκειας (TAF), για τη χρονική περίοδο 17 Δεκεμβρίου 2007 - 8 Μαρτίου 2010

πηγή: Federal Reserve Economic Data (<https://fred.stlouisfed.org/series/WTERAUC>)

- Νέα προγράμματα δανεισμού

Η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα διέυρυνε την παροχή ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και πέρα από τον παραδοσιακό δανεισμό των τραπεζικών ιδρυμάτων. Πιο συγκεκριμένα, έλαβε δράσεις για το δανεισμό των επενδυτικών τραπεζών και το δανεισμό των αγορών εμπορικών χρεογράφων, τιτλοποιημένων ενυπόθηκων χρεογράφων καθώς και άλλων τίτλων προερχόμενων από τιτλοποίηση. Ακόμη, ασχολήθηκε με το δανεισμό της AIG (American International Group), προκειμένου να παρεμποδίσει τη χρεοκοπία της. Αποφάσισε, λοιπόν, ότι έπρεπε να της εξασφαλίσει τα απαραίτητα κεφάλαια, έτσι ώστε και αυτή με τη σειρά της να τηρήσει τις υποσχέσεις της και να εκμηδενίσει το ενδεχόμενο κατάρρευσης των τραπεζών που κατείχαν CDSs.

Αξίζει να σημειωθεί ότι ο συνδυασμός αυτών των διευκολύνσεων ρευστότητας κατέστησαν τις τράπεζες καθώς και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ικανά για να εξοφλήσουν τους επενδυτές τους, χωρίς να χρειάζεται να πωλήσουν τα περιουσιακά τους στοιχεία. Ακόμη, μειώθηκε το κίνητρο των επενδυτών να απαιτήσουν τα κεφάλαιά τους πίσω, μειώνοντας έτσι, τον κίνδυνο χρεοκοπίας του τραπεζικού κλάδου. Εν γένει η διέυρυνση των προγραμμάτων δανεισμού, κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007-2009, ήταν εξαιρετικά σωτήρια και άμεση, επεκτείνοντας όμως, τον ισολογισμό της FED κατά περισσότερο από ενάμιση τρισεκατομμύρια δολάρια μέχρι τα τέλη του 2008, με την επέκταση αυτού να συνεχίζεται και το 2009.

## 2) Αγορά περιουσιακών στοιχείων (Ποσοτική Χαλάρωση)

Οι πράξεις ανοιχτής αγοράς<sup>12</sup> της FED συνήθως περιλαμβάνουν μόνο τις αγορές χρεογράφων του δημοσίου, και κυρίως των βραχυχρόνιων. Εντούτοις, κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, εισήγαγε νέα προγράμματα αγοράς περιουσιακών στοιχείων, προκειμένου να στηρίξει την αμερικανική οικονομία και να μειώσει τα επιτόκια για συγκεκριμένους τύπους πίστωσης.

Συνάμα, αξίζει να σημειωθεί ότι πριν από την εκδήλωση της κρίσης, το χαρτοφυλάκιο ενεργητικού της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας ήταν λίγο πάνω από \$750 δισεκατομμύρια. Ωστόσο, απόρροια αυτών των νέων προγραμμάτων αγοράς περιουσιακών στοιχείων, ήταν ο τετραπλασιασμός του ενεργητικού της. Πιο συγκεκριμένα, η «εκτίναξη» του ενεργητικού της έγινε μετά τα προγράμματα παροχής

---

<sup>12</sup> Πράξη ανοιχτής αγοράς: είναι μια συναλλαγή στη χρηματοπιστωτική αγορά, η οποία διενεργείται με την πρωτοβουλία της Κεντρικής Τράπεζας.

ρευστότητας και τους τρεις γύρους αγορών περιουσιακών στοιχείων – ποσοτικής χαλάρωσης<sup>13</sup>, οι οποίοι αναλύονται παρακάτω:

- Τέλη Νοεμβρίου του έτους 2008, η FED εισήγαγε ένα Κρατικά Επιχορηγούμενο Πρόγραμμα Αγοράς Φορέων, το “QE1”. Έως τον Αύγουστο του έτους 2010, είχε αγοράσει, εν τέλει, περίπου \$1,25 τρισεκατομμύρια τιτλοποιημένα ενυπόθηκα χρεόγραφα (Mortgage Backed Securities, MBS). Η αγορά αυτή, εκ μέρους της Κεντρική Τράπεζας έγινε με στόχο τη στήριξη της αγοράς των MBS και τη μείωση των επιτοκίων των ενυπόθηκων δανείων κατοικίας, με αποτέλεσμα την τόνωση της αγοράς των κατοικιών.
- Ακόμη, η FED ανακοίνωσε ένα δεύτερο γύρο ποσοτικής χαλάρωσης, γνωστό ως “QE2”, αγοράζοντας \$600 δισεκατομμύρια μακροχρόνιων χρεογράφων του Δημοσίου, μέχρι το τέλος του δεύτερου τριμήνου του 2011. Αυτό το πρόγραμμα αγοράς, τέθηκε σε λειτουργία το Νοέμβριο του 2010 και είχε ως στόχο να μειώσει τα μακροχρόνια επιτόκια (πραγματικό επιτόκιο). Δεδομένου ότι τα επενδυτικά έργα έχουν μεγάλη διάρκεια ζωής, τα μακροχρόνια επιτόκια είναι αυτά που σχετίζονται με τις επενδυτικές αποφάσεις και κατ’ επέκταση έχουν επίδραση στο προϊόν και στον πληθωρισμό. Έτσι, από τα τέλη του 2008 μέχρι τον Οκτώβριο του 2014, η αγορά αυτή, εκ μέρους της Κεντρικής Τράπεζας έγινε με στόχο την ενίσχυση της επενδυτικής δαπάνης, μέσω της μείωσης των μακροχρόνιων επιτοκίων.
- Στις 13 Σεπτεμβρίου του 2012, ανακοινώθηκε ένας τρίτος γύρος ποσοτικής χαλάρωσης, γνωστός ως “QE3”, ο οποίος συνδύαζε τόσο στοιχεία του QE1, όσο και του QE2. Αναλυτικότερα, το συγκεκριμένο πρόγραμμα αγοράς περιουσιακών στοιχείων πραγματοποιούσε μηνιαίες αγορές \$40 δισεκατομμυρίων τιτλοποιημένων ενυπόθηκων χρεογράφων και \$45 δισεκατομμυρίων μακροχρόνιων χρεογράφων του Δημοσίου. Η διαφορά του προγράμματος αγοράς αυτού με τα προηγούμενα ήταν ότι δεν είχε καθορισμένη ποσότητα δολαρίων, γι αυτό ήταν γνωστό και ως “QE-infinity”. Επίσης, η διάρκειά του εξαρτιόταν από τις προοπτικές της αγοράς. Γι αυτόν

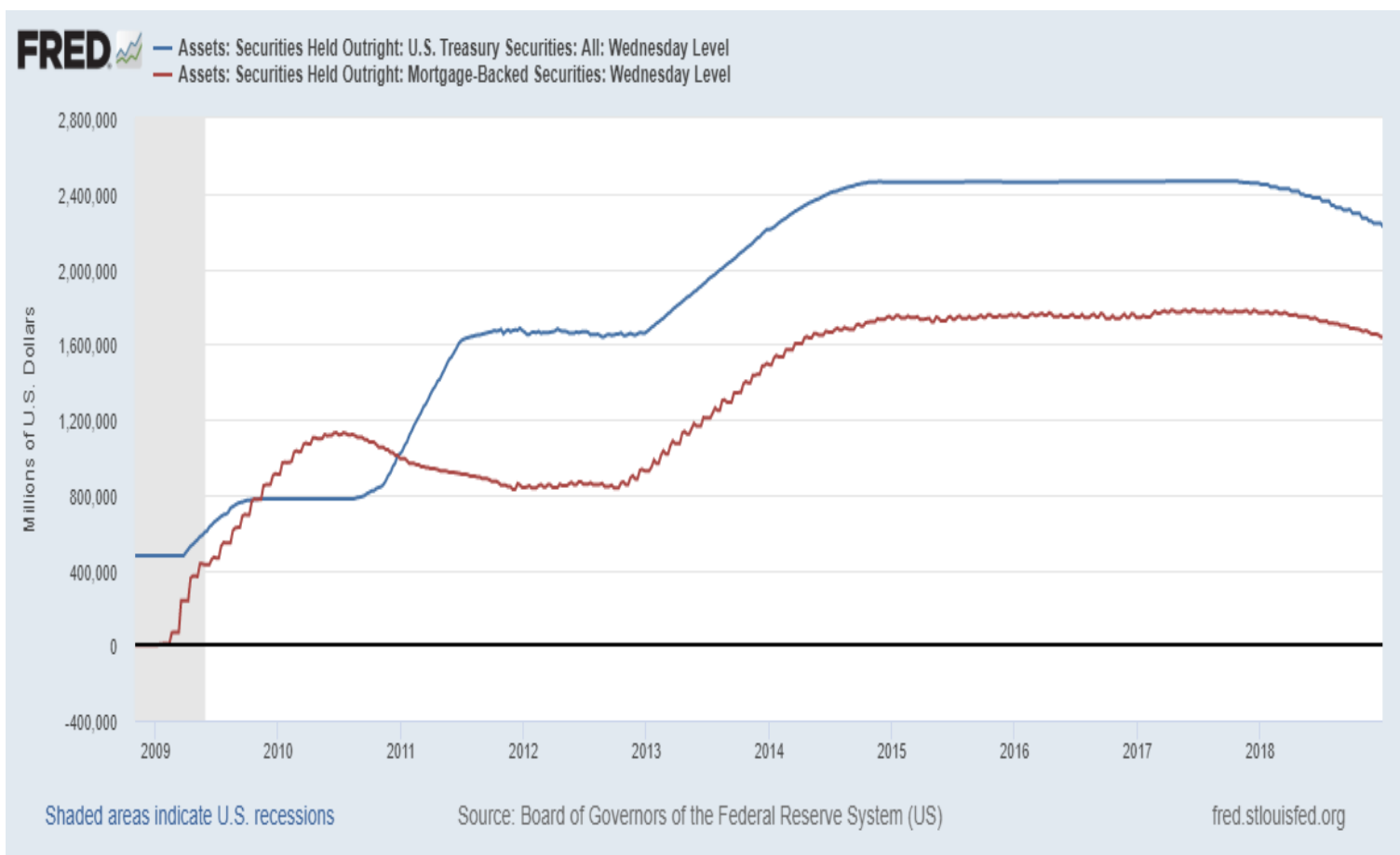
---

<sup>13</sup> Ποσοτική Χαλάρωση (Quantitative Easing, QE): η νομισματική πολιτική κατά την οποία μια κεντρική τράπεζα αυξάνει την προσφορά χρήματος, αγοράζοντας κρατικά χρεόγραφα ή άλλους τίτλους, προκειμένου να εισάγει άμεσα τη ρευστότητα στην οικονομία.



ακριβώς το λόγο, το Δεκέμβριο του έτους 2013, η FOMC<sup>14</sup> ανακοίνωσε ότι ο ρυθμός αγοράς των τιτλοποιημένων ενυπόθηκων χρεογράφων καθώς και των μακροπρόθεσμων χρεογράφων του Δημοσίου θα μειωνόταν αν βελτιωνόταν η κατάσταση στην αγορά εργασίας και ο πληθωρισμός έφτανε το στόχο του 2% που τέθηκε από τη αυτή. Μετά από μερικούς μήνες, τον Οκτώβριο του 2014, οι αγορές των χρεογράφων από την Κεντρική Τράπεζα ολοκληρώθηκαν.

Όσα ειπώθηκαν παραπάνω, απεικονίζονται σχηματικά για την καλύτερη κατανόηση του αναγνώστη και την απόκτηση μιας συνολικής εικόνας του τι συνέβη μέσα στο χρόνο με τα προγράμματα αγοράς περιουσιακών στοιχείων.

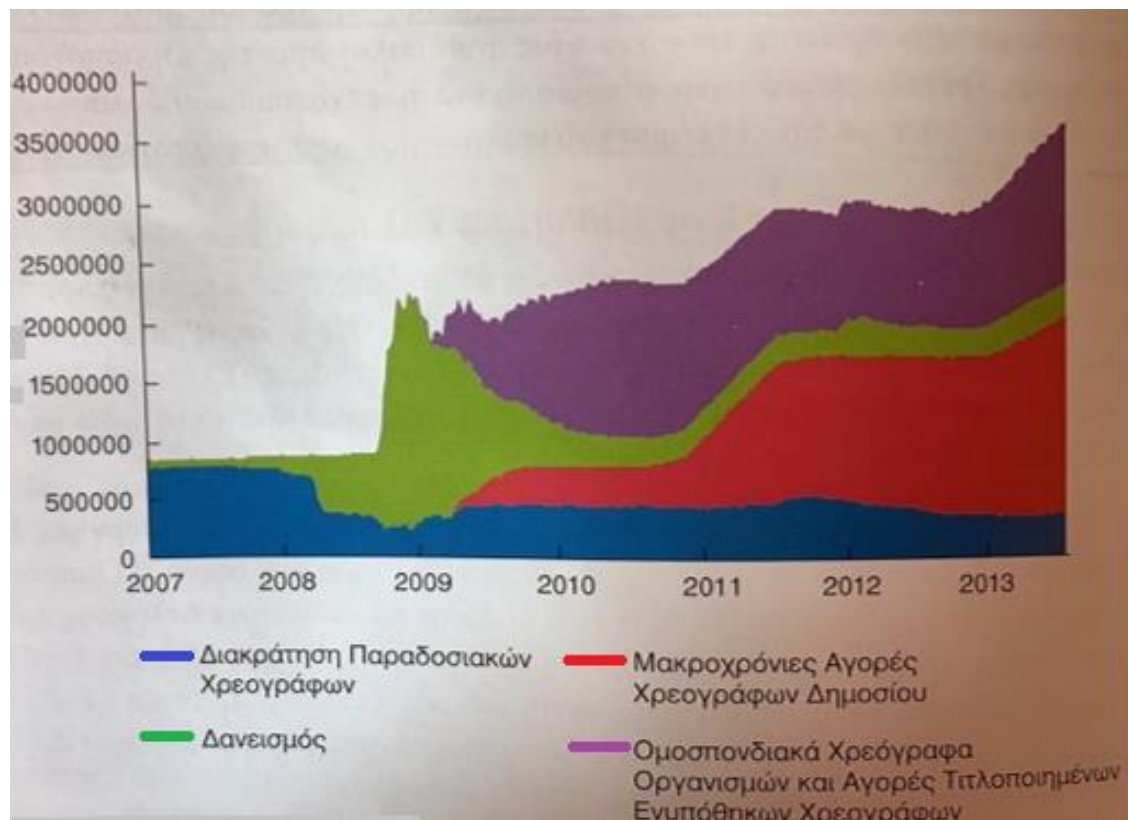


**Διάγραμμα 9:** Η αγορά σε εκατομμύρια δολάρια από τη FED των MSB και των μακροχρόνιων χρεογράφων του Δημοσίου για τη χρονική περίοδο 2008-2018

πηγή: Federal Reserve Economic Data (<https://fred.stlouisfed.org/series/TREAST#0>,  
<https://fred.stlouisfed.org/series/WSHOMCB>)

<sup>14</sup> FOMC (Federal Open Market Committee- Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοιχτής Αγοράς): είναι το κύριο όργανο της εθνικής νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ. Πρόκειται για μια επιτροπή της Fed, η οποία διεξάγει τις πράξεις ανοιχτής αγοράς της FED.

Προτού αναλύσουμε την τρίτη και τελευταία μορφή της μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής, κρίνεται αναγκαίο να επισημανθεί ότι τα προγράμματα δανεισμού και αγοράς περιουσιακών στοιχείων, οδήγησαν σε πρωτοφανή διόγκωση του ισολογισμού της FED, για την ακρίβεια σε τετραπλασιασμό του. Όσα ειπώθηκαν ήδη, για τα προγράμματα δανεισμού και αγοράς περιουσιακών στοιχείων καθώς και τη χρονική στιγμή που λήφθηκαν, απεικονίζονται σχηματικά για περαιτέρω εμβάθυνση.



**Απεικόνιση 4:** Η «εκτίναξη» του ισολογισμού της FED από τα προγράμματα δανεισμού και αγοράς περιουσιακών στοιχείων στη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης αλλά και μετά από αυτήν

πηγή: Federal Reserve Bank of Cleveland

Όπως έχει ήδη επισημανθεί παραπάνω, πριν από την εκδήλωση της κρίσης, το χαρτοφυλάκιο ενεργητικού της FED ήταν λίγο πάνω από τα \$750 δισεκατομμύρια. Στην απεικόνιση 4, κάθε σκιασμένη περιοχή φανερώνει τη διακράτηση τεσσάρων διαφορετικών κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων από την Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα. Σαφέστερα, η μπλε περιοχή δείχνει την κατοχή των παραδοσιακών χρεογράφων δηλαδή, των βραχυχρόνιων χρεογράφων δημοσίου και η πράσινη περιοχή, αντίστοιχα, φανερώνει το δανεισμό. Εν συνεχεία, η μωβ περιοχή δείχνει την κατοχή των τιτλοποιημένων ενυπόθηκων χρεογράφων (MBS) και τέλος, η κόκκινη την

κατοχή των μακροχρόνιων χρεογράφων δημοσίου. Συνολικά, λοιπόν, βλέπουμε ότι όντως στα τέλη του έτους 2013, με τα προγράμματα δανεισμού και αγοράς περιουσιακών στοιχείων στη διάρκεια αλλά και μετά από τη χρηματοπιστωτική κρίση, το χαρτοφυλάκιο ενεργητικού της FED είχε τετραπλασιαστεί, φτάνοντας στα \$3,5 τρισεκατομμύρια περίπου.

### 3) Διαχείριση των προσδοκιών: Δέσμευση σε μελλοντικές πολιτικές δράσεις

Με τη δέσμευση για μια μελλοντική πολιτική δράση δατήρησης του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων στο μηδέν για μεγάλο χρονικό διάστημα, η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα καθίσταται ικανή να μειώσει τις προσδοκίες της αγοράς για μελλοντικά βραχυχρόνια επιτόκια. Επειδή όμως, οι επενδυτές έχουν την επιλογή να επενδύσουν είτε σε ένα μακροπρόθεσμο ομόλογο είτε σε μια σειρά από βραχυπρόθεσμα, το επιτόκιο για τα μακροπρόθεσμα ομόλογα είναι άρρηκτα συνδεδεμένο με ένα μέσο όρο των επιτοκίων των βραχυπρόθεσμων ομολόγων που οι αγορές αναμένουν να προκύψουν κατά τη διάρκεια ζωής του μακροπρόθεσμου. Έτσι, η μείωση των προσδοκιών της αγοράς για τα μελλοντικά βραχυχρόνια επιτόκια οδηγεί στη μείωση των μακροχρόνιων επιτοκίων. Ο Michael Woodford του Πανεπιστημίου Columbia, έχει ονομάσει τη στρατηγική αυτή διαχείριση των προσδοκιών.

Εν συνεχεία, η μείωση των μακροχρόνιων επιτοκίων σε σχέση με τα βραχυχρόνια, συνεπάγεται τη μείωση των χρηματοοικονομικών τριβών ( $f$ ) και άρα, τη μείωση του πραγματικού επιτοκίου για επενδύσεις ( $r_i = r + f$ ). Αυτό με τη σειρά του έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση της επενδυτικής δαπάνης, της συνολικής ζήτησης και εν τέλει του συνολικού προϊόντος και του πληθωρισμού.

Η επιθυμία της FED να επηρεάσει τα μακροχρόνια επιτόκια και να ακολουθήσει τη στρατηγική διαχείρισης των προσδοκιών φανερώνεται στις δηλώσεις για τις πολιτικές δράσεις της. Πιο αναλυτικά, μετά τη συνεδρίαση της FOMC στις 16 Δεκεμβρίου του 2008, η FED ανακοίνωσε ότι όχι μόνο μειώνει το στόχο για το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων μεταξύ μηδέν και 0,25%, αλλά και ότι «η Επιτροπή αναμένει πως οι δυσμενείς οικονομικές συνθήκες είναι πιθανό να δικαιολογήσουν εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων για κάποιο χρονικό διάστημα». Η FED συνέχισε να χρησιμοποιεί παραπλήσιο λεξιλόγιο για αρκετά έτη μετά και αργότερα, έκανε χρήση συγκεκριμένων ημερομηνιών, ανακοινώνοντας ότι

«τα εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων είναι πιθανό να δικαιολογούνται μέχρι τα μέσα του 2015». Στο σημείο αυτό αξίζει να επισημανθεί ότι τα μακροχρόνια επιτόκια σημείωσαν καθοδική τάση μετά από αυτές τις ανακοινώσεις. Ωστόσο, δεν είναι σίγουρο αν η πτώση αυτή που υπέστησαν οφειλόταν αποκλειστικά στην προσπάθεια της FED να διαχειριστεί τις προσδοκίες ή στην αδυναμία της οικονομίας.

Επιπροσθέτως, κρίνεται αναγκαίο να σημειωθεί ότι υπάρχουν δύο τύποι δέσμευσης για μελλοντικές πολιτικές δράσεις: 1) οι υπό όρους και 2) οι άνευ όρων. Ξεκινώντας από το 2008, η δέσμευση διατήρησης του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων κοντά στο μηδέν για μεγάλη χρονική περίοδο κρίνεται ως υπό όρους δέσμευση, διότι η FED ανέφερε ότι αυτή η πολιτική δράσης της έγινε με σκοπό την τόνωση της αδύναμης οικονομίας. Αν οι συνθήκες της οικονομίας, λοιπόν, άλλαζαν η FOMC μπορεί να παρέκκλινε αυτής της δέσμευσης. Εναλλακτικά, μία άνευ όρων δέσμευση θα ήταν η διατήρηση του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων κοντά στο μηδέν για μεγάλη χρονική περίοδο, ανεξαρτήτως της μελλοντικής κατάστασης της οικονομίας.

Γενικότερα, είναι σαφές ότι μία δέσμευση άνευ ορίων για μελλοντική πολιτική δράση είναι ισχυρότερη έναντι μίας υπό όρους. Αυτό συμβαίνει διότι δεν υπονοείται ότι η δέσμευση θα εγκαταλειφθεί όταν αλλάξει μια κατάσταση ή οι συνθήκες, με αποτέλεσμα να έχει πιθανόν μεγαλύτερη επίδραση στα μακροχρόνια επιτόκια, που είναι το ζητούμενο. Συνάμα, το γεγονός αυτό, ότι δηλαδή πιθανότατα να μην παρεκκλίνει από τη δέσμευσή της ακόμα και αν η κατάσταση ή οι συνθήκες αλλάξουν, αποτελεί και το μειονέκτημά της. Η κατάσταση μπορεί να έχει μεταβληθεί με τέτοιο τρόπο έτσι ώστε να είναι καλύτερο να εγκαταλειφθεί η δέσμευση, αλλά η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα να νιώθει ότι δεν μπορεί να αθετήσει τη δέσμευσή της για να μη χάσει την αξιοπιστία της, με αποτέλεσμα το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων να παραμένει σταθερό.

Όταν η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα ανακοίνωσε συγκεκριμένη ημερομηνία για την έξοδο από το ιδιαίτως χαμηλό διατραπεζικό επιτόκιο, πολλοί συμμετέχοντες της αγοράς έσπευσαν να πουν ότι η ανακοίνωση αυτή ήταν μία δέσμευση άνευ ορίων, παρά τις αντιρρήσεις της Κεντρικής Τράπεζας. Προκειμένου, λοιπόν, να αποφευχθούν τα προβλήματα μίας άνευ ορίων δέσμευσης, το Δεκέμβριο του 2012, η FED

ανακοίνωσε μία πιο ξεκάθαρη υπό όρους δέσμευση για μελλοντική πολιτική δράση. Σαφέστερα, συνέδεσε τις αλλαγές στο επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων με τις μελλοντικές αλλαγές του ποσοστού ανεργίας και του πληθωρισμού. «Η επιτροπή αποφάσισε να διατηρήσει το εύρος-στόχο για το διατραπεζικό επιτόκιο από μηδέν έως 0,25% και αναμένει ότι αυτό το εξαιρετικά χαμηλό εύρος για το διατραπεζικό επιτόκιο θα είναι κατάλληλο για όσο:

- το ποσοστό ανεργίας παραμένει πάνω από 6,5%,
- ο πληθωρισμός στα επόμενα ένα με δύο έτη προβλέπεται να μην είναι πάνω από μισή ποσοστιαία μονάδα πάνω από τον μακροπρόθεσμο στόχο της Επιτροπής του 2%,
- και οι μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό συνεχίσουν να είναι σταθερές». (FOMC, 12/2012)

Εν ολίγοις, η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα ανακοίνωσε ότι η πολιτική τακτική που θα ακολουθούσε ήταν η διατήρηση του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων κοντά στο μηδέν για όσο διάστημα το ποσοστό ανεργίας παρέμενε άνω του 6,5% και ο πληθωρισμός παρέμενε κάτω από το 2,5%. Έτσι, λοιπόν, η συγκεκριμένη πολιτική τακτική έδινε θεωρητικά τη δυνατότητα στους συμμετέχοντες της αγοράς να μπορούν να προβλέψουν τα μελλοντικά επιτόκια. Την περίοδο που έγινε αυτή η ανακοίνωση, το ποσοστό ανεργίας ήταν 7,7%, με αποτέλεσμα οι περισσότεροι να πιστεύουν ότι θα χρειαζόνταν κάμποσα χρόνια για να φτάσει στο 6,5%. Ωστόσο, αρχές του έτους 2014, το ποσοστό ανεργίας έπεσε κάτω από το ποσοστό αυτό και έτσι, η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα άρχισε να συζητά εκ νέου για την αύξηση του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων μέσα στο επόμενο έτος.

Με τη θεαματική πορεία μείωσης της ανεργίας από τα τέλη του 2012, όπου έγινε η σχετική ανακοίνωση από τη FED, μέχρι τις αρχές του 2014, ερχόμαστε στο συμπέρασμα ότι η στρατηγική διαχείρισης των προσδοκιών ολοκληρώθηκε το έτος 2015. Η ολοκλήρωση έγινε διότι το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων αυξήθηκε και άρα, η επιθυμία της FED να επηρεάσει τα μακροχρόνια επιτόκια από τις δηλώσεις της δεν ήταν πλέον εφικτή.

### 3.3 Η Κυβερνητική Δράση Διάσωσης

Είναι σαφές ότι ο ρόλος της κυβέρνησης των ΗΠΑ ήταν ιδιαίτερα ενεργός στην παροχή ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό τομέα, στη μείωση του κόστους δανεισμού των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων και στην εν γένει αποκατάσταση της σταθερότητας. Οι πολιτικές δράσεις που ακολούθησε, διασφάλισαν τη συνέχιση της λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος καθώς και την αποφυγή της χρεοκοπίας του.

Πιο συγκεκριμένα, το Κογκρέσο ψήφισε την Πράξη Οικονομικής Ανάπτυξης του 2008 (Emergency Economic Stabilization Act of 2008) επί κυβέρνησης Bush, τον Οκτώβριο του 2008. Η πιο σημαντική διάταξή του ήταν το Πρόγραμμα Ανακούφισης των Προβληματικών Περιουσιακών Στοιχείων (Troubled Asset Relief Program, TARP). Το πρόγραμμα αυτό εφαρμόστηκε από το Υπουργείο Οικονομικών και ο αρχικός σκοπός του ήταν η παροχή ρευστότητας στα προβληματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, μέσω της αγοράς των ενυπόθηκων χρεογράφων υψηλού κινδύνου που κατείχαν. Με την απομάκρυνση αυτών των πολύπλοκων περιουσιακών στοιχείων από τους ισολογισμούς των τραπεζών, η επιδίωξη ήταν να μειωθεί η αβεβαιότητα, οι πιθανές ζημιές των ιδρυμάτων που είχαν στην κατοχή τους τέτοια χρεόγραφα και να καθησυχαστούν οι επενδυτές. Με στόχο, λοιπόν, την εξυγίανση των τραπεζών, το πρόγραμμα μπήκε σε εφαρμογή τον Οκτώβριο του 2008, με \$700 δισεκατομμύρια στη διάθεσή του. Εντούτοις, το Αμερικανικό Υπουργείο Οικονομικών λίγες βδομάδες αργότερα αντιμετώπισε τα ίδια προβλήματα με τους ιδιώτες επενδυτές, ότι δηλαδή δεν μπορούσε να αποτιμήσει την αξία καθενός από τα περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών. Έτσι, ο αρχικός στόχος του προγράμματος εγκαταλείφθηκε.

Ο νέος στόχος ήταν να εισάγει κεφάλαιο στα τραπεζικά ιδρύματα, έτσι ώστε να αυξηθεί ο λόγος κεφαλαίου τους, με αποτέλεσμα να μειωθεί η μόχλευσή τους και έτσι, να αποφευχθεί η χρεοκοπία των μεγάλων τραπεζών. Αυτό επετεύχθη από την κυβέρνηση μέσω της αγοράς μετοχών από τις μεγαλύτερες τράπεζες των ΗΠΑ. Μέχρι τα τέλη του Σεπτεμβρίου του έτους 2009, η συνολική δαπάνη του προγράμματος TARP ήταν περίπου \$313 δισεκατομμύρια, από τα οποία περίπου \$170 δισεκατομμύρια χρησιμοποιήθηκαν για την αγορά τραπεζικών μετοχών. Αρχές του έτους 2010, οι

τράπεζες ξανά-αγόρασαν τις μετοχές τους και εν τέλει, μέχρι το 2014, το πρόγραμμα είχε εγκαταλειφθεί από αυτές.

Επιπροσθέτως, η Πράξη Οικονομικής Ανάκαμψης του 2008 αύξησε προσωρινά το όριο εγγύησης επί των καταθέσεων της FDIC<sup>15</sup>, από \$100.000 σε \$250.000 ανά λογαριασμό, προκειμένου να αποφευχθεί η πολιορκία των τραπεζών με μαζικές αποσύρσεις καταθέσεων. Ωστόσο, είναι σαφές ότι το μεγάλο μέρος της χρηματοδότησης των τραπεζών δεν προέρχεται από τις καταθέσεις αλλά από τις παροχές δανείων. Στο πλαίσιο, λοιπόν, αυτό η Ομοσπονδιακή κυβέρνηση προσέφερε ένα πρόγραμμα εγγυήσεων για τα νέα δάνεια. Ακόμη, αξίζει να σημειωθεί ότι η FDIC έθεσε σε εφαρμογή μία εγγύηση για συγκεκριμένους τύπους χρέους που εκδόθηκαν από τις τράπεζες και ότι το Δημόσιο εγγυήθηκε για ένα έτος για τις μετοχές αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς χρήματος στην ονομαστική τους αξία<sup>16</sup>.

### 3.3.1 Οι επιθετικές δράσεις της Δημοσιονομικής Πολιτικής

Αφού το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων ήταν κοντά στο μηδέν και η συμβατική Νομισματική Πολιτική δε μπορούσε να κάνει κάτι άλλο, οι ιθύνοντες χάραξης της Οικονομικής Πολιτικής στράφηκαν το φθινόπωρο του 2008 προς τη Δημοσιονομική Πολιτική. Τα δημοσιονομικά κίνητρα για την άμεση αύξηση της συνολικής ζήτησης αποτέλεσαν ένα βασικό κομμάτι της αντίδρασης της κυβέρνησης των ΗΠΑ, στη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009.

Το Φεβρουάριο του 2008, το Κογκρέσο ψήφισε την Πράξη Οικονομικών Κινήτρων του 2008, προκειμένου να αυξηθεί η συνολική ζήτηση. Η νομοθεσία παρείχε εφάπαξ φορολογικές ελαφρύνσεις, ύψους \$78 δισεκατομμυρίων, στέλνοντας επιταγές \$600 σε ατομικούς φορολογούμενους κατά το δεύτερο τρίμηνο του έτους. Στο σημείο αυτό,

---

<sup>15</sup> FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation): είναι μια ανεξάρτητη ομοσπονδιακή υπηρεσία, από το 1933, όπου εξασφαλίζει τις καταθέσεις των τραπεζών των ΗΠΑ. Πριν από την FDIC, δεν υφίσταντο καμία εγγύηση για την ασφάλεια αυτών, πέρα από την εμπιστοσύνη στη σταθερότητα της τράπεζας.

<sup>16</sup> Ονομαστική αξία ή τιμή μια μετοχής: προκύπτει κατά την έκδοση των μετοχών και υπολογίζεται με τη διαίρεση του Μετοχικού Κεφαλαίου μιας ανώνυμης εταιρείας και του αρχικού αριθμού των μετοχών που εξέδωσε.

αξίζει να σημειωθεί ότι η επίδρασή τους στη συνολική ζήτηση αποδείχτηκε αρκετά μικρή.

Όταν ο πρόεδρος Obama εκλέχθηκε τον Ιανουάριο του 2009, ήρθε αντιμέτωπος με μία ιδιαίτερος σοβαρή ύφεση και με μία ραγδαίως αυξανόμενη ανεργία, της τάξης άνω του 7%. Όταν ανέλαβε η νέα κυβέρνηση, η βασική της προτεραιότητα ήταν ο σχεδιασμός ενός δημοσιονομικού προγράμματος, το οποίο θα αύξανε τη συνολική ζήτηση και θα άμβλυne την ύφεση. Πιο συγκεκριμένα, ο στόχος του ήταν να σωθούν οι υπάρχουσες θέσεις εργασίας και να δημιουργηθούν νέες το συντομότερο δυνατόν. Άλλοι στόχοι αυτού ήταν να δοθούν προσωρινά προγράμματα ανακούφισης σε όσους πλήττονταν περισσότερο από την κρίση και συνάμα, να επενδυθούν κεφάλαια σε τομείς όπως η υγεία, η εκπαίδευση, οι υποδομές, οι νέες πηγές ενέργειας και άλλα. Έτσι, λοιπόν, προτάθηκε ένα πολύ μεγαλύτερο πακέτο δημοσιονομικών κινήτρων για την περίοδο 2009-2010, ύψους \$787 δισεκατομμυρίων, το οποίο ονομάστηκε Πράξη Αμερικάνικης Ανάκαμψης και Επανεπένδυσης του 2009 (American Recovery and Reinvestment Act of 2009).

Όσο σχεδιαζόταν το δημοσιονομικό πρόγραμμα, υπήρχαν διστάμενες απόψεις αναφορικά με το αν αυτό θα έπρεπε να πάρει τη μορφή κυρίως φορολογικών ελαφρύνσεων - μεγαλύτερων επιδοτήσεων ή αύξησης των κρατικών δαπανών. Από τη μία μεριά, οι υποστηρικτές των φορολογικών ελαφρύνσεων ή της παροχής μεγαλύτερων επιδοτήσεων πίστευαν ότι εφόσον σχεδιαστεί σωστά το πρόγραμμα, θα μπορούσε να ενισχύσει όσους πλήττονταν περισσότερο από την κρίση, όπως είναι οι άνεργοι. Από την άλλη μεριά, οι πολέμιοι των φορολογικών ελαφρύνσεων και των επιδοτήσεων θεωρούσαν ότι οι καταναλωτές και οι επιχειρήσεις θα αποταμίευαν αντί να καταναλώνουν τα χρήματα που θα προέκυπταν από τις φορο-ελαφρύνσεις, δεδομένης της ανασφάλειας που επικρατούσε. Έτσι, αυτό θα είχε σαν αποτέλεσμα οι πολλαπλασιαστικές επιδράσεις της μείωσης φόρων στη συνολική ζήτηση να ήταν μικρές. Όσον αφορά τις κρατικές δαπάνες, το σύνηθες επιχείρημα κατά τέτοιων προγραμμάτων είναι ότι απαιτείται χρόνος για να εφαρμοστούν και να αποδώσουν τα βασικά τους οφέλη, με αποτέλεσμα να υπάρχει η πιθανότητα η ύφεση να έχει ήδη τελειώσει. Την περίοδο όμως εκείνη, το επιχείρημα αυτό δεν ήταν βάσιμο, καθώς οι προβλέψεις σύγκλιναν σε μια πιο παρατεταμένη ύφεση απ' ό τι συνήθως.



Ακόμη, πέρα από τη διαφωνία για το αν το δημοσιονομικό πρόγραμμα θα λάμβανε κυρίως τη μορφή φορο-ελαφρύνσεων ή αύξησης της κρατικής δαπάνης, διαμάχη σημειώθηκε και για τη σκοπιμότητα των δημοσιονομικών μέτρων. Οι υποστηρικτές αυτών πίστευαν ότι εφόσον η συμβατική νομισματική πολιτική είχε βρεθεί σε ένα τέλμα με το επιτόκιο των ομοσπονδιακών κεφαλαίων, η δημοσιονομική πολιτική έπρεπε να παρέμβει για να αυξήσει τη συνολική ζήτηση στο επίπεδο της πλήρους απασχόλησης. Αντίστοιχα, αυτοί που ήταν ενάντια των δημοσιονομικών μέτρων επικαλέστηκαν τις μεγάλες χρονικές υστερήσεις εκτέλεσης αυτών. Προειδοποίησαν ότι εάν τα δημοσιονομικά μέτρα εμφανίζονταν αόφου η οικονομία είχε συνέλθει, αυτό θα είχε σα συνέπεια την αυξημένη μεταβλητότητα του πληθωρισμού και της οικονομικής δραστηριότητας. Συμπερασματικά, οι οικονομολόγοι εκείνη την περίοδο ήταν διχασμένοι όσον αφορά τη σκοπιμότητα των δημοσιονομικών μέτρων.

Τελικά, το δημοσιονομικό νομοθέτημα ψηφίστηκε το Φεβρουάριο του 2009 και περιελάμβανε \$288 δισεκατομμύρια φορολογικές ελαφρύνσεις, με μέτρα όπως η μείωση της φορολόγησης των μισθωτών κατά \$400 ανά εργαζόμενο, μέχρι πιστώσεις για την αγορά της πρώτης κατοικίας. Επιπροσθέτως, το δημοσιονομικό αυτό πρόγραμμα περιελάμβανε και κρατικές δαπάνες, ύψους \$499 δισεκατομμυρίων. Πιο συγκεκριμένα, \$82 δισεκατομμύρια, συμπεριλαμβανομένων των επιδομάτων, για τους μακροχρόνια άνεργους, \$240 δισεκατομμύρια για την υγεία και εκπαίδευση, \$170 δισεκατομμύρια για υποδομές, νέες πηγές ενέργειας και τέλος, τα υπολειπόμενα \$8 δισεκατομμύρια για άλλες δημόσιες δαπάνες. Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι ένα μικρό μέρος των κεφαλαίων της Πράξης Αμερικανικής Ανάρρωσης και Επανεπένδυσης έχει δαπανηθεί εν τέλει στην πράξη, για την περίοδο από το 2009 μέχρι το 2010.

Σα γενικό σχόλιο θα μπορούσαμε να πούμε ότι, σαφώς, τα δημοσιονομικά κίνητρα βοήθησαν στην ενίσχυση της συνολικής ζήτησης, αλλά επειδή η περισσότερη από την επιπλέον δημόσια δαπάνη δεν τέθηκε σε εφαρμογή μέχρι το 2010, η συνολική της επίδραση κατά την περίοδο της χρηματοπιστωτικής κρίσης ήταν περιορισμένη. Οι περισσότεροι οικονομολόγοι θεωρούν ότι η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009 δεν οδήγησε σε ύφεση λόγω των επιθετικών δράσεων της FED και της διάσωσης του τραπεζικού συστήματος από την κυβέρνηση των ΗΠΑ, παρά από τις επιθετικές δράσεις της Δημοσιονομικής Πολιτικής. Όπως όμως και να έχει η συμβολή τόσο της Νομισματικής όσο και της Δημοσιονομικής Πολιτικής χαρακτηρίζεται ως άμεση και

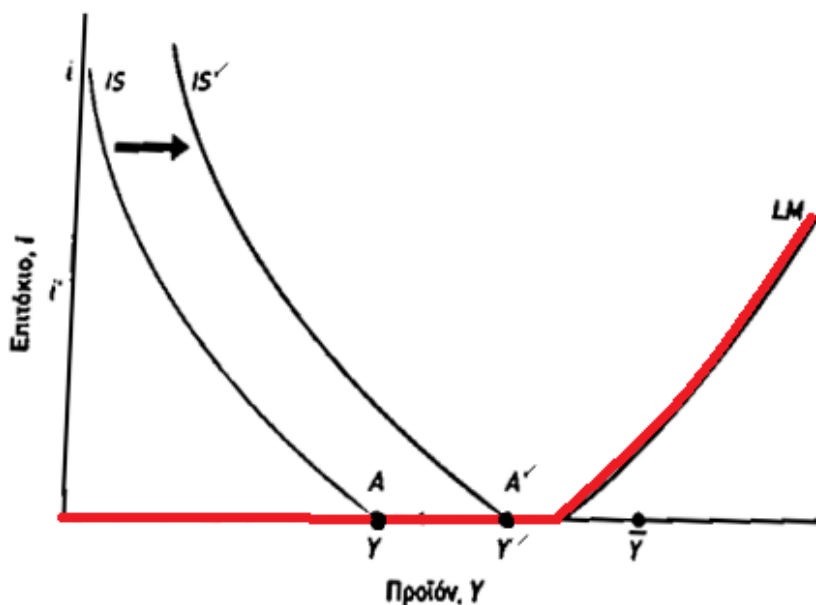
αποτελεσματική, όπου συνδυαστικά έφεραν το επιθυμητό αποτέλεσμα, δηλαδή την αποκατάσταση και εξυγίανση της οικονομίας.

### 3.4 Συμπεράσματα

Το ερώτημα που ταλάνισε πολλούς οικονομολόγους τότε, ήταν εάν τα χρηματοπιστωτικά μέτρα που έλαβε η FED και το Υπουργείο Οικονομικών καθώς και η επιθετική Δημοσιονομική Πολιτική που ακολουθήθηκε απέδωσαν. Κάποιοι οικονομολόγοι, ακόμα και σήμερα, θεωρούν ότι τα μέτρα αυτά απέτυχαν με τις πολιτικές δράσης τους, διότι δεν απέτρεψαν την παγκόσμια μακροοικονομική κρίση. Ωστόσο, καθίσταται σαφές σε κάθε οικονομολόγο ότι εάν δεν είχαν ληφθεί αυτές οι πολιτικές δράσεις, το χρηματοπιστωτικό σύστημα θα είχε καταρρεύσει. Γενικά, οι περισσότεροι συμφωνούν με την άποψη του Ben Bernanke: «Βρεθήκαμε πολύ κοντά σε μια παγκόσμια κατάρρευση, όπου τα μεγαλύτερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα του κόσμου θα είχαν χρεοκοπήσει, το χρηματοπιστωτικό σύστημα θα είχε πάψει να λειτουργεί και μέσα στην οποία, η οικονομία θα είχε πέσει σε μια βαθύτερη, πολύ μακρύτερη και πιο επώδυνη ύφεση».

Όλα τα μέτρα που λήφθηκαν και που παρουσιάστηκαν εκτενώς παραπάνω, στόχευαν στην εξασφάλιση της ρευστότητας και των ενέσεων κεφαλαίων στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, στην αποφυγή των μη-απαραίτητων χρεοκοπιών, στην αύξηση της συνολικής ζήτησης και στη μείωση των επιτοκίων με τα οποία τα άτομα και οι επιχειρήσεις μπορούσαν να δανείζονται. Σαφώς, αυτό με τη σειρά του, βοήθησε στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και στην επανέναρξη της οικονομικής ανάπτυξης.

Προκειμένου να γίνει πιο αντιληπτή από τον αναγνώστη η συμβολή των χρηματοπιστωτικών μέτρων της Οικονομικής Πολιτικής στις αγορές αγαθών και χρήματος, παρατίθεται η Απεικόνιση 5.



**Απεικόνιση 5:** Το αποτέλεσμα των χρηματοπιστωτικών μέτρων της FED και του Αμερικανικού Υπουργείου Οικονομικών στις αγορές αγαθών και χρήματος  
πηγή: από το βιβλίο «Μακροοικονομική» του Olivier Blanchard (5<sup>η</sup> έκδοση), σελίδα 714

Είναι γνωστό ότι τα μέτρα της Νομισματικής Πολιτικής επηρεάζουν την αγορά χρήματος και άρα, μετακινούν μόνο την καμπύλη LM. Παρ' όλ' αυτά, τα χρηματοπιστωτικά μέτρα που λήφθηκαν από την Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα και το Υπουργείο Οικονομικών επηρέασαν τις αγορές αγαθών και άρα, μετακίνησαν την καμπύλη IS. Πιο αναλυτικά, τα μέτρα αυτά είχαν σαν αποτέλεσμα τη μείωση του ασφαλίστρου που επιβάλλονταν στους δανειζόμενους (η πορεία του ασφαλίστρου φαίνεται στο Διάγραμμα 5). Η μείωση, λοιπόν, αυτή οδήγησε σε μια αύξηση της ζήτησης και άρα, σε μια μετατόπιση της καμπύλης IS προς τα δεξιά, στην IS'. Παρότι οι αγορές αγαθών μετατοπίστηκαν προς τα δεξιά και το προϊόν ισορροπίας αυξήθηκε, παρατηρούμε ότι η μετατόπιση αυτή δεν ήταν αρκετή, καθώς το  $Y'$  παραμένει πολύ κάτω του φυσιολογικού επιπέδου προϊόντος,  $\bar{Y}$ . Ωστόσο, αξίζει να επισημανθεί ότι τα χρηματοπιστωτικά μέτρα που πάρθηκαν, κατέστησαν το προϊόν υψηλότερο, στο σημείο  $Y'$  και ότι σε αντίθετη περίπτωση, το προϊόν θα βρισκονταν στο σημείο  $Y$ . Σύμφωνα λοιπόν με τα παραπάνω, γίνεται κατανοητό ότι λόγω αυτών των μέτρων το χρηματοπιστωτικό σύστημα βρέθηκε σε μία φάση βραδείας ανάρρωσης.

Γενικότερα, στο ερώτημα αν τελικά απέδωσαν οι επιθετικές δράσεις της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας, της κρατικής παρέμβασης διάσωσης των

χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και της επιθετικής Δημοσιονομικής Πολιτικής, η απάντηση είναι θετική. Ωστόσο, η σκοπιμότητα του πακέτου κινήτρων του 2009 εξακολουθεί να συζητιέται έντονα μέχρι και σήμερα, με τους περισσότερους οικονομολόγους να διατείνονται ότι συνέβαλε στη σταθεροποίηση της οικονομίας, ενώ ορισμένοι υποστηρίζουν ότι δεν ήταν αποτελεσματικό.

Στο σημείο αυτό, είναι σημαντικό ο αναγνώστης να έχει μία γενικότερη εικόνα της οικονομίας της Αμερικής, προκειμένου να αντιληφθεί το βαθμό που την επηρέασε η χρηματοπιστωτική κρίση, τη διάρκειά της καθώς και την αποτελεσματική αντιμετώπισή της από τους θύοντες. Για το σκοπό αυτό, έχουμε επιλέξει να παρουσιάσουμε μέσα στο χρόνο το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ), καθώς αποτελεί το κυριότερο μακροοικονομικό μέγεθος και την ανεργία.

**Πίνακας 1:** Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ(%) και η ανεργία (%) των ΗΠΑ για τη χρονική περίοδο 2006-2018

πηγή: International Monetary Fund

([https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP\\_RPC@WEO/USA](https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPC@WEO/USA),

<https://www.imf.org/external/datamapper/LUR@WEO/USA?zoom=USA&highlight=USA>)

Ηνωμένες Πολιτείες  
Αμερικής

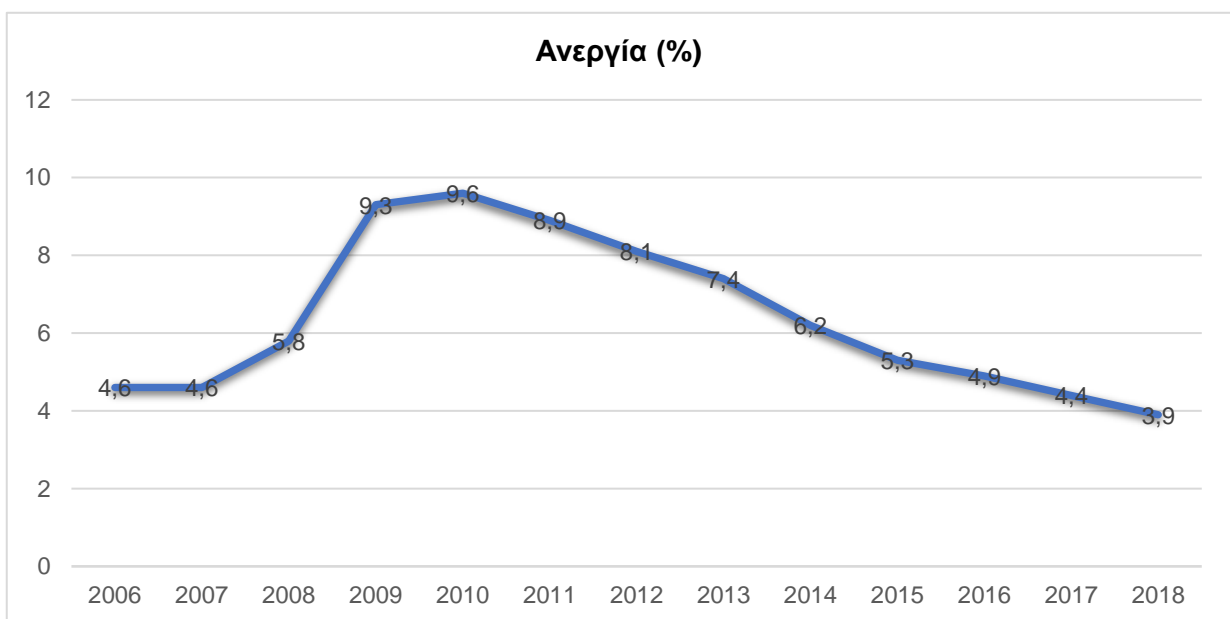
|  | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ (%) | 2,9  | 1,9  | -0,1 | -2,5 | 2,6  | 1,6  | 2,2  | 1,8  | 2,5  | 2,9  | 1,6  | 2,4  | 2,9  |
| Ανεργία (%)                                    | 4,6  | 4,6  | 5,8  | 9,3  | 9,6  | 8,9  | 8,1  | 7,4  | 6,2  | 5,3  | 4,9  | 4,4  | 3,9  |

Σύμφωνα με τον πίνακα 1, σχηματικά έχουμε:



**Διάγραμμα 10:** Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ (%) των ΗΠΑ για τη χρονική περίοδο 2006-2018

Σύμφωνα με το διάγραμμα 10, λοιπόν, ο ετήσιος ρυθμός του πραγματικού ΑΕΠ μειώθηκε και έγινε αρνητικός για τα έτη 2008-2009, φτάνοντας στο (0,1)% και το (2,5)%, κατ' αντιστοιχία. Ωστόσο, το 2010 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ εκτοξεύτηκε στο 2,6%, συνεχίζοντας με σχετικά μικρή αυξομειούμενη πορεία.



**Διάγραμμα 11:** Η ανεργία (%) των ΗΠΑ για τη χρονική περίοδο 2006-2018

Όσον αφορά την ανεργία, από τα μέσα του 2007 που ξέσπασε η χρηματοπιστωτική κρίση, άρχισε να αυξάνεται φτάνοντας στο 5,8% το 2008 και στο 9,3% το 2009. Το 2010 έφτασε στο peak της με 9,6%, αλλά έκτοτε άρχισε να μειώνεται σταθερά.

Επιπροσθέτως, όπως είδαμε και από τα διαγράμματα που έχουν ήδη παρατεθεί, δηλαδή αυτό του Ted spread, των επιτοκίων δανεισμού των επιχειρήσεων καθώς και των δεικτών εμπιστοσύνης για τους καταναλωτές και τις επιχειρήσεις, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι όντως τα πράγματα καλυτέρευαν σχετικά γρήγορα μέσα στο χρόνο. (Διάγραμμα 3, 5 και 6 αντίστοιχα)

Κλείνοντας την ενότητα των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής, η χρηματοπιστωτική κρίση των ΗΠΑ ουσιαστικά διήρκησε για τα έτη 2007-2009 και δεν οδήγησε σε ύφεση. Αυτό συνέβη διότι αυτοί που διαμορφώνουν την Οικονομική Πολιτική έπραξαν έγκαιρα και αποτελεσματικά στα σοκ που υπέστη η οικονομία.

## Βιβλιογραφία 3<sup>ου</sup> Κεφαλαίου

### Ιστοσελίδες:

- [https://en.wikipedia.org/wiki/Discount\\_window](https://en.wikipedia.org/wiki/Discount_window)
- [https://en.wikipedia.org/wiki/Federal\\_Open\\_Market\\_Committee](https://en.wikipedia.org/wiki/Federal_Open_Market_Committee)
- [https://en.wikipedia.org/wiki/American\\_Recovery\\_and\\_Reinvestment\\_Act\\_of\\_2009](https://en.wikipedia.org/wiki/American_Recovery_and_Reinvestment_Act_of_2009)
- <https://www.investopedia.com/terms/f/federalfundrate.asp>
- <https://www.investopedia.com/terms/d/discountwindow.asp>
- <https://www.investopedia.com/terms/q/quantitative-easing.asp>
- <https://www.investopedia.com/terms/t/troubled-asset-relief-program-tarp.asp>

### Βιβλία:

- Macroeconomics (5<sup>th</sup> edition), Olivier Blanchard, επιμέλεια ελληνικής έκδοσης: Χρήστος Νίκας, σελίδες: 711-716
- Macroeconomics Policy & Practice (2<sup>nd</sup> edition), Frederic S. Mishkin, επιμέλεια ελληνικής έκδοσης: Νικόλαος Απέργης, Αικατερίνη Κύρτσου, Γεώργιος Οικονομίδης, σελίδες: 388-389, 402-406, 454-457, 461-469
- Μακροοικονομική, Daron Acemoglu, David Laibson, John A.List, επιμέλεια ελληνικής έκδοσης: Μαρία Πεμπέτζογλου, Κεφάλαιο 13

### Άρθρα:

- Stigma in financial market: Evidence from liquidity auctions and discount window borrowing during the crisis, Olivier Armantier, Eric Ghysels, Asani Sarkar, Jeffrey Shrader

## Κεφάλαιο 4: Η οικονομική κρίση από τις ΗΠΑ στην Ελλάδα

### 4.1 Εισαγωγή

Καθίσταται σαφές ότι λίγες μόνο ξένες τράπεζες είχαν αγοράσει αμερικανικούς τίτλους, οι οποίοι βασίζονταν σε ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια. Έτσι, όσο εντεινόταν η χρηματοπιστωτική κρίση στις ΗΠΑ, οι υπόλοιπες οικονομίες του πλανήτη ήλπιζαν ότι η άμεση επίπτωση στη δική τους θα ήταν περιορισμένη, ότι δηλαδή θα υπήρχε κάποιος διαχωρισμός. Ωστόσο, η παγκοσμιοποίηση που είχε προηγηθεί τις προηγούμενες δεκαετίες, είχε συμβάλει στην αλληλεπίδραση των οικονομιών και έτσι, η ταχύτατη εξάπλωση της κρίσης αποτελούσε γεγονός. Πέρα από τις χώρες, των οποίων οι αγορές είχαν μικρότερο βαθμό ενσωμάτωσης στην παγκόσμια οικονομία, όπως η Κίνα και η Ινδία, όλος ο υπόλοιπος κόσμος βίωσε περιόδους οικονομικών περιδινήσεων.

Στο σημείο αυτό είναι σημαντικό να σημειωθούν οι τρόποι με τους οποίους η χρηματοπιστωτική κρίση των ΗΠΑ επηρέασε τον υπόλοιπο κόσμο:

- Πρωτίστως, με τη μείωση των εξαγωγών των άλλων χωρών. Όπως έχουμε ήδη αναλύσει, οι καταναλωτές και οι επιχειρήσεις των ΗΠΑ χαρακτηρίζονταν από μεγάλη αβεβαιότητα την περίοδο εκείνη, με αποτέλεσμα να επιδεινωθούν οι προσδοκίες τους και να είναι πιο εγκρατής ως προς την κατανάλωση και τις επενδύσεις. Η μείωση της ζήτησης από μεριάς τους αφορούσε κυρίως τα διαρκή καταναλωτικά αγαθά και τις επενδύσεις. Έτσι, οι χώρες με μεγάλο μερίδιο μεταποίησης μέσης και υψηλής τεχνολογίας στο ΑΕΠ τους, υπέστησαν μεγάλη μείωση στις εξαγωγές και άρα, στο ΑΕΠ τους.
- Δεύτερον, με τη μείωση των εισροών κεφαλαίων προς τις άλλες χώρες, αλλά και με τις εκροές κεφαλαίων από αυτές. Πιο συγκεκριμένα, οι επενδυτές και οι τράπεζες των ΗΠΑ κατέστησαν απρόθυμοι όχι μόνο να δανείζουν και να επενδύουν στο εξωτερικό, αλλά και να ζητούν πίσω μέρος των κεφαλαίων τους. Απόρροια αυτών ήταν τα επιτόκια δανεισμού για τις άλλες χώρες να αυξηθούν.



- Τρίτον, η χρηματοπιστωτική κρίση των ΗΠΑ είχε επιρροή στον υπόλοιπο κόσμο μέσω της υπονόμευσης της εμπιστοσύνης του. Αναλυτικότερα, η εμπιστοσύνη επλήγη κυρίως λόγω της ανησυχίας μιας επερχόμενης Μεγάλης Κρίσης, με αποτέλεσμα να μειωθεί η ζήτηση και το προϊόν.

Κάθε ένα από αυτά τα σοκ προκάλεσε τη μετατόπιση της καμπύλης IS προς τα αριστερά και άρα, τη μείωση του παραγόμενου προϊόντος. Αξίζει να σημειωθεί ότι η επίδραση κάθε ενός από αυτά τα σοκ εξαρτιόταν από το πόσο ανοιχτή ήταν η οικονομία, από το πόσο σημαντικές ήταν οι μη εισροές και εκροές κεφαλαίου από αυτήν και τέλος, από το πόσο μειώθηκε η εμπιστοσύνη. Γενικά, οι χώρες που υπήρξαν πολύ ανοιχτές στο εμπόριο και είχαν μεγάλο χρέος και έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ, ήταν και αυτές που επλήγησαν περισσότερο από την κρίση.

#### 4.2 Ανασκόπηση των γεγονότων που οδήγησαν το ελληνικό κράτος σε δημοσιονομική κρίση

Η περίοδος μετά το 1974, υπήρξε περίοδος υπέρογκου δανεισμού για την Ελλάδα και αυτό είχε ως αποτέλεσμα τη γρήγορη διόγκωση του χρέους. Μεταξύ του 1980 και του 1993, το δημόσιο χρέος εκτινάχθηκε από το 28,6% του ΑΕΠ στο 111,6%, ενώ το δημόσιο έλλειμμα ήταν επίσης υψηλό. Εν συνεχεία, ιδίως μετά το 1993 έγινε μια προσπάθεια ομαλοποίησης της οικονομικής κατάστασης της χώρας, με στόχο την ικανοποίηση των κριτηρίων σύγκλισης της συνθήκης του Μάαστριχτ. Στο πλαίσιο αυτό, επιτεύχθηκαν υψηλότεροι ρυθμοί ανάπτυξης και το δημόσιο χρέος και έλλειμμα άρχισαν να μειώνονται ως ποσοστό του ΑΕΠ. Συνάμα, πραγματοποιήθηκαν μια σειρά από αποκρατικοποιήσεις και αυξήσεις στα φορολογικά έσοδα, διατηρώντας τις πρωτογενείς δαπάνες, επιτυγχάνοντας έτσι πρωτογενές πλεόνασμα.

Το 1999, το έλλειμμα της Ελλάδας ήταν κάτω από το 3% του ΑΕΠ, με αποτέλεσμα ο στόχος ένταξής της στην ΟΝΕ (Οικονομική και Νομισματική Ένωση) να υλοποιείται. Εκ των υστέρων, όμως, στοιχειοθετήθηκε ότι οι υψηλές επιδόσεις που παρουσιάζονταν

οφείλονταν σε αποκρύψεις ελλειμμάτων και δανείων, στο πλαίσιο της δημιουργικής λογιστικής.

Ο φθηνός δανεισμός της Ελλάδας, με την ένταξή της στη ζώνη του Ευρώ το 2001, ήταν ευκαιρία αλλά και παγίδα για την οικονομική διαχείριση. Η χώρα με τις δραχμές δανειζόταν με 10% έως και 27% επιτόκιο, αλλά μετά την ένταξή της στο Ευρώ βρέθηκε να δανείζεται με 2%. Το 2003, έφτασε να δανείζεται με επιτόκιο 0,017% πάνω από τη Γερμανία. Είναι γεγονός ότι οι ελληνικές κυβερνήσεις, όπως προκύπτει εκ του αποτελέσματος, προσπέρασαν την ευκαιρία δημοσιονομικής εξυγίανσης και έπεσαν στην παγίδα του αλόγιστου δανεισμού.

Το φθινόπωρο του έτους 2004, κατόπιν πιέσεων από την Eurostat, το Υπουργείο Οικονομικών προχώρησε σε οικονομική απογραφή, η οποία έφερε στο φως παλαιότερες αποκρύψεις δαπανών, με αποτέλεσμα τα ελλείμματα των προηγούμενων ετών να αναθεωρηθούν προς τα πάνω. Οι αποκαλύψεις αυτές αφενός, επέφεραν έντονες πολιτικές αναταραχές εντός της χώρας και αφετέρου, κλυδώνισαν την αξιοπιστία της στο εξωτερικό. Έτσι, το τελευταίο οδήγησε σε τριετή επιτήρηση της Ελλάδας από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Ακόμη, την ίδια χρονιά η Eurostat προχώρησε σε αναθεώρηση παλαιότερων ελλειμμάτων, από τα οποία προέκυψε ότι η χώρα ουδέποτε ικανοποιούσε τα κριτήρια σύγκλισης της συνθήκης του Μάαστριχτ, αφού ακόμα και τη χρονιά ένταξής της (1999), το έλλειμμα ξεπερνούσε το 3%.

Την τριετία 2004-2007, η ελληνική οικονομία διήνυσε μια καλή πορεία, με το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ να μειώνεται (εκτός από το 2005, όπου αυξήθηκε), ενώ παράλληλα επιτεύχθηκαν υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης και το εθνικό εισόδημα αυξανόταν κατά €12-15 δισεκατομμύρια ετησίως. Ωστόσο, η θετική αυτή πορεία δε διήρκησε για πολύ, καθώς το φθινόπωρο του 2008, λόγω της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης που είχε ξεσπάσει, η ελληνική οικονομία άρχισε να παραπαίει, με το δημόσιο χρέος και έλλειμμα να αρχίζουν να αυξάνονται με ραγδαίους ρυθμούς.

Ήδη από το Σεπτέμβριο του 2008, σημειώθηκε ανοδική τάση στην ανεργία και το ΑΕΠ άρχισε να μειώνεται, όπου μέσα σε τέσσερις μήνες είχε γίνει ελλειμματικό κατά €717 εκατομμύρια, με αποτέλεσμα να συζητείται το ενδεχόμενο παρουσίασης προβλήματος

αναχρηματοδότησης του χρέους. Επιπλέον, όσον αφορά συνολικά το έτος, τόσο το δημόσιο έλλειμμα όσο και το χρέος αυξήθηκαν σημαντικά σε σχέση με πέρυσι, κατά 3,5% και 6,3% αντίστοιχα, φτάνοντας το 10,2% και 109,4% του ΑΕΠ. Ο ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης του πραγματικού ΑΕΠ μειώθηκε, φτάνοντας στο -0,3% από 3,3% το προηγούμενο έτος. Οι τράπεζες με τη σειρά τους άρχισαν να εμφανίζουν προβλήματα ρευστότητας και έτσι, μέσα Νοέμβρη το κράτος τις ανακεφαλοποίησε με €28 δισεκατομμύρια.

Εν συνεχεία, στις 20 Οκτωβρίου του 2009, ο τότε Υπουργός Οικονομικών ανακοίνωσε στο Συμβούλιο Οικονομικών και Δημοσιονομικών Θεμάτων (Ecofin)<sup>17</sup> ότι το έλλειμμα για το 2009 βρισκόταν στο 12,5% από 6% που ήταν οι αρχικοί υπολογισμοί και όπου εν τέλει το 2010 αναθεωρήθηκε ξανά και τοποθετήθηκε στο 15,1% του ΑΕΠ. Έπειτα από δύο μέρες, ο οίκος αξιολόγησης Fitch υποβάθμισε την πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδας από A σε A<sup>-</sup>. Η κυβέρνηση με τη σειρά της απέφυγε να προχωρήσει άμεσα σε λήψη μέτρων δημοσιονομικής εξυγίανσης, με στόχο να καθυστερήσει τις αγορές. Έτσι, στις 8 Δεκεμβρίου ο οίκος Fitch υποβάθμισε περαιτέρω την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας σε BBB<sup>+</sup>. Στις 16 Δεκεμβρίου, ο οίκος Standard and Poor's, προχώρησε και αυτός με τη σειρά του σε νέα υποβάθμιση της ελληνικής οικονομίας, από A<sup>-</sup> σε BBB<sup>+</sup>, καθώς έκρινε ανεπαρκές το πρόγραμμα της κυβέρνησης για τη δημοσιονομική εξυγίανση της χώρας. Τέλος, ακολούθησε και τρίτη υποβάθμιση της ελληνικής οικονομίας μέσα στο μήνα Δεκέμβριο και συγκεκριμένα, στις 23 του μήνα, όπου αυτή τη φορά ήταν από τον οίκο Moody's, υποβαθμίζοντάς την από το επίπεδο A1 στο A2. Συνολικά για το έτος 2009, κρίνεται σημαντικό να επισημανθεί ότι μέσα σε ένα έτος το δημόσιο χρέος αυξήθηκε κατά 17,3%, φτάνοντας στο 126,7% του ΑΕΠ, το δημόσιο έλλειμμα έφτασε στο 15,1% από 10,2% του ΑΕΠ και η ανεργία αυξήθηκε σημαντικά, από το 7,8% στο 9,6%. Η παραπάνω εξέλιξη συνέβη λόγω της διεθνούς οικονομικής κρίσης, της στασιμότητας του ΑΕΠ και της ύφεσης που ήδη είχε ξεκινήσει από το φθινόπωρο του 2008. Ως εκ τούτου, το ετήσιο έλλειμμα απλά προστίθεται στο δημόσιο χρέος, με τον παρονομαστή (το ΑΕΠ) να παραμένει στάσιμος. Η τότε κυβέρνηση επεδίωξε να αποκρύψει αυτά τα γεγονότα από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τις διεθνείς χρηματαγορές. Ωστόσο, κάτι τέτοιο ήταν μάταιο αφού υπήρχαν και

---

<sup>17</sup> Συμβούλιο Οικονομικών και Δημοσιονομικών Θεμάτων (Ecofin): είναι αρμόδιο για την πολιτική της Ε.Ε., όσον αφορά τρεις τομείς: την οικονομική πολιτική, τα φορολογικά θέματα και τη ρύθμιση των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Το συμβούλιο Ecofin απαρτίζεται από τους υπουργούς Οικονομίας και Οικονομικών όλων των κρατών μελών.

άλλοι δημοσιευμένοι δείκτες, όπως αυτοί της Τράπεζας της Ελλάδας που απεικόνιζαν την έκταση του προβλήματος.

Ως επακόλουθο των συνεχών υποβαθμίσεων της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας, από τα μέσα Ιανουαρίου του 2010, σημειώθηκε μία συνεχής αύξηση των spreads των ομολόγων του ελληνικού δημοσίου. Πιο συγκεκριμένα, στις 21 Ιανουαρίου το spread των 10ετών ομολόγων ξεπέρασε τις 300 μονάδες και μετέπειτα, ακολούθησε μια ακόμα πιο έντονη αυξητική πορεία, ξεπερνώντας ακόμα και τις 1.000 μονάδες τον Απρίλιο. Με αυτά τα νέα δεδομένα χρηματοδότησης, η χώρα αδυνατούσε να δανειστεί με λογικά επιτόκια από τις αγορές για τη χρηματοδότηση του τρέχοντος δημοσιονομικού ελλείμματος και την αναχρηματοδότηση του χρέους. Γενικότερα, ο δανεισμός θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί μόνο με υψηλά επιτόκια. Πέρα όμως απ' αυτά, τέλη του ίδιου έτους, η Eurostat προχώρησε ξανά σε οικονομική απογραφή, όπου και πάλι αποκαλύφθηκαν αποκρύψεις, με αποτέλεσμα το δημόσιο χρέος και έλλειμμα των προηγούμενων ετών να αναθεωρηθεί προς τα πάνω. Έτσι, λοιπόν, καθίσταται σαφές ότι στην ήδη δύσκολη οικονομική δυσπραγία της χώρας, προστέθηκε και η διαμόρφωση ενός "εχθρικού" κλίματος στο εξωτερικό για την ελληνική οικονομία, έπειτα από τη δημοσιοποίηση των δημοσιονομικών αυτών μεγεθών.

Σύμφωνα λοιπόν με τα παραπάνω, οι ελληνικές αρχές οδηγήθηκαν γρήγορα στη διαπίστωση ότι το ελληνικό χρέος δεν ήταν πλέον βιώσιμο και ότι άμεσα μέτρα έπρεπε να ληφθούν για την αντιμετώπιση και την αντιστροφή της δυσμενούς αυτής κατάστασης.

#### 4.3 Χρηματοδότηση από το «Μηχανισμό Στήριξης» (Πρώτο Μνημόνιο)

Στις αρχές του 2010, και μετά από τις αποκάλυψεις ότι το δημόσιο έλλειμμα της Ελλάδας βρισκόταν σε τέτοιο ύψος, όπου καθιστούσε το δημόσιο χρέος ως μη βιώσιμο, η ελληνική κυβέρνηση δεν ήταν σε θέση να δανειστεί με λογικά επιτόκια από

τις αγορές. Έτσι, για πρώτη φορά άρχισε να γίνεται ορατός ο κίνδυνος χρεοκοπίας και στάσης πληρωμών του Ελληνικού Δημοσίου.

Αρχές Φεβρουαρίου, η τότε κυβέρνηση στην προσπάθειά της να ανακτήσει την αξιοπιστία της χώρας στις διεθνείς αγορές και να μειώσει τα επιτόκια, ανακοίνωσε το πρώτο πακέτο μέτρων λιτότητας, τα οποία αφορούσαν το δημόσιο τομέα.

Πιο συγκεκριμένα, το πρώτο πακέτο μέτρων λιτότητας περιελάμβανε:

- πάγωμα μισθών,
- περικοπές επιδομάτων 10%,
- και τέλος, περικοπές υπερωριών και οδοιπορικών.

Σύντομα, όμως, έγινε σαφές ότι τα μέτρα αυτά δεν ήταν επαρκή και αυτό είχε ως αποτέλεσμα την ανησυχία για μια επερχόμενη πτώχευση της ελληνικής οικονομίας. Έτσι, κρίθηκε επιτακτική η ανάγκη για τη λήψη ενός δεύτερου μεγαλύτερου πακέτου μέτρων λιτότητας, το Μάρτιο του 2010, το οποίο περιελάμβανε:

- μείωση 30% στα δώρα Χριστουγέννων, Πάσχα και επιδόματος αδείας,
- μείωση 12% σε όλα τα επιδόματα του Δημοσίου,
- μείωση 7% στις αποδοχές υπαλλήλων Δ.Ε.Κ.Ο. (Δημόσιες Επιχειρήσεις Και Οργανισμοί), Ο.Τ.Α. (Οργανισμοί Τοπικής Αυτοδιοίκησης), ΝΠΙΔ (Νομικό Πρόσωπο Ιδιωτικού Δικαίου),
- αύξηση του ΦΠΑ από 4,5% στο 5%, από 9% στο 10%, από 19% στο 21%,
- αύξηση 15% στο φόρο της βενζίνης,
- επιβολή επιπλέον 10% έως 30% στους (ήδη υπάρχοντες) φόρους εισαγωγής επί της αξίας των περισσότερων εισαγόμενων αυτοκινήτων,
- επαναφορά των τεκμηρίων διαβίωσης<sup>18</sup> σε όλα ανεξαιρέτως τα αυτοκίνητα (είχαν καταργηθεί το Σεπτέμβριο του 2003), ακόμα και στα μικρότερου κυβισμού,

---

<sup>18</sup> Τεκμήριο διαβίωσης: είναι το ελάχιστο εισόδημα που απαιτείται να έχει κάποιος προκειμένου να μπορεί να συντηρεί τα περιουσιακά του στοιχεία καθώς και το ελάχιστο κόστος διαβίωσής του. Το τεκμήριο υπολογίζεται χωριστά για κάθε περιουσιακό στοιχείο με συγκεκριμένα κριτήρια από τη Φορολογική Αρχή.

- και τέλος, επέκταση των τεκμηρίων διαβίωσης σε όλα ανεξαιρέτως τα ακίνητα, ακόμα και στα μικρότερα.

Παρά τη λήψη των παραπάνω σκληρών μέτρων, η χρηματοδότηση της χώρας από τις διεθνείς αγορές συνέχισε να είναι απαγορευτική και έτσι, προσέφυγε στο μηχανισμό στήριξης, τον οποίο συγκρότησαν από κοινού το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), η Ευρωπαϊκή Ένωση (Ε.Ε.) και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (Ε.Κ.Τ.). Η ανακοίνωση της προσφυγής στο μηχανισμό στήριξης έγινε στο Καστελόριζο, στις 23 Απριλίου του 2010 από τον πρωθυπουργό Γεώργιο Παπανδρέου.

Στις 3 Μαΐου, μετά από μια σειρά διαπραγματεύσεων με τους ευρωπαϊούς εταίρους, το ΔΝΤ και την Ε.Ε, η Ελλάδα έκανε αίτηση για χρηματοδότηση ύψους €110 δισεκατομμυρίων. Αναλυτικότερα, €80 δισεκατομμύρια θα προέρχονταν από τους ευρωπαϊούς εταίρους, δηλαδή τις υπόλοιπες 15 χώρες του Ευρώ και τα υπόλοιπα €30 δισεκατομμύρια από το ΔΝΤ. Την αίτηση χρηματοδότησης συνόδευαν τρία συνημμένα μνημόνια:

- 1) “Μνημόνιο Οικονομικής και Χρηματοπιστωτικής Πολιτικής” (ΜΟΧΠ)
- 2) “Τεχνικό Μνημόνιο Συνεννόησης” (ΤΜΣ)
- 3) και τέλος, “Μνημόνιο Συνεννόησης στις Συγκεκριμένες Προϋποθέσεις Οικονομικής Πολιτικής” (ΣΠΟΠ).

Στις 6 Μαΐου, ψηφίστηκε από τη Βουλή το Μνημόνιο που υπέγραψε η κυβέρνηση με την Ε.Ε. και το ΔΝΤ για τα μέτρα που έπρεπε να ληφθούν, προκειμένου να ενεργοποιηθεί η χρηματοδότηση από το μηχανισμό στήριξης.

Σαφέστερα, το Μνημόνιο- τρίτο πακέτο μέτρων λιτότητας- που ψήφισε το ελληνικό Κοινοβούλιο περιελάμβανε τα παρακάτω μέτρα:

- αντικατάσταση του 13ου και 14ου μισθού των δημοσίων υπαλλήλων με επίδομα €500 για όσους έχουν αποδοχές μέχρι €3.000 και πλήρη κατάργηση των δύο μισθών για όσους έχουν μεγαλύτερες αποδοχές,
- αντικατάσταση 13ης και 14ης σύνταξης με επίδομα €800 για συντάξεις έως €2.500,

- περαιτέρω περικοπή επιδομάτων 8% στα επιδόματα των δημοσίων υπαλλήλων και 3% στους υπαλλήλους των Δ.Ε.Κ.Ο. όπου δεν υπήρχαν επιδόματα,
- αύξηση του υψηλού συντελεστή ΦΠΑ από 21% σε 23%, του μεσαίου από 10% σε 11% (από 1η Ιουλίου του 2010) και από 11% σε 13% (από 1η Ιανουαρίου του 2011) και αντίστοιχα του χαμηλού στο 6,5% (από 1η Ιανουαρίου του 2011),
- αύξηση στον ειδικό φόρο κατανάλωσης κατά 10% σε καύσιμα, τσιγάρα και ποτά,
- αύξηση στις αντικειμενικές τιμές των ακινήτων,
- αύξηση ενός επιπλέον 10% στους φόρους εισαγωγής επί της αξίας των περισσότερων εισαγόμενων αυτοκινήτων,
- αλλαγές στις εργασιακές σχέσεις με αύξηση του ορίου απολύσεων και μείωση του κατώτατου μισθού,
- και τέλος, αλλαγές στο ασφαλιστικό με αύξηση των ορίων συνταξιοδότησης των γυναικών στο δημόσιο τομέα στα 65 έτη έως το τέλος του 2013, με ισχύ από το 2011.

Στις 8 και 10 Μαΐου αντίστοιχα, υπεγράφη η “ Σύμβαση Δανειακής Διευκόλυνσης-Loan Facility Agreement” μεταξύ της Ελλάδας και των κρατών μελών της Ε.Ε. και ο “Διακανονισμός Χρηματοδότησης Αμέσου Ετοιμότητας-Stand-by Agreement” μεταξύ της Ελλάδας και του ΔΝΤ. Αυτές οι συμφωνίες έμειναν γνωστές ως “πρώτο Μνημόνιο”.

Εν συνεχεία, σχηματίστηκε η “Τρόικα”, η οποία ήταν μια ομάδα εκπροσώπων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (ή Κομισιόν), της Ε.Κ.Τ. και του ΔΝΤ. Ως αποστολή είχε την αξιολόγηση της προόδου του προγράμματος και εφαρμογής των όρων του Μνημονίου κάθε τρίμηνο καθώς και τη λήψη αποφάσεων για την εκταμίευση της αντίστοιχης δόσης του δανείου.

Εν συνεχεία, στις 15 Δεκέμβρη του ίδιου έτους ψηφίστηκε στη Βουλή το πολυνομοσχέδιο για τα εργασιακά και τις Δ.Ε.Κ.Ο. Αυτό περιελάμβανε ρυθμίσεις για την υπέρσχυση των επιχειρησιακών συμβάσεων έναντι των κλαδικών, με μόνο περιορισμό το ύψος του βασικού μισθού της εθνικής συλλογικής σύμβασης. Συνάμα, θεσπίστηκε η δοκιμαστική περίοδος των 12 μηνών, όπου οποιαδήποτε στιγμή στο διάστημα αυτό, η σύμβαση μπορεί να καταγγελθεί, δίχως αποζημίωση απόλυσης.

Ακόμη, το πολυνομοσχέδιο έθεσε ως ανώτατη τιμή στις μικτές αποδοχές των υπαλλήλων στις Δ.Ε.Κ.Ο. τα €4.000 και μείωση 10% στις αποδοχές άνω των €1.800.

#### 4.4 Τα αποτελέσματα των μέτρων στην πραγματική οικονομία μέχρι τα μέσα του 2011

Γενικότερα, όσον αφορά την οικονομία, το έτος 2010 ολοκληρώθηκε με το δημόσιο χρέος να έχει αυξηθεί σημαντικά, φτάνοντας στο 146,2% του ΑΕΠ (126,7% το 2009) και το δημόσιο έλλειμμα να είναι στο 11,2% (15,1% το 2009). Παράλληλα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ήταν στο -5,5% (-4,3% το 2009) και η ανεργία αυξήθηκε κατά 3,1%, φτάνοντας στο 12,7% , από 9,6% το 2009. (Πίνακας 1.2, ο οποίος βρίσκεται παρακάτω)

Στην αύξηση του ποσοστού της ανεργίας, φαίνεται να συνέβαλε σε μεγάλο βαθμό το γεγονός ότι όλο και περισσότερες επιχειρήσεις ήρθαν αντιμέτωπες με τη σημαντική μείωση του τζίρου τους, με αποτέλεσμα να οδηγηθούν στο κλείσιμο, γεγονός που περιγράφηκε ως κύμα λουκέτων. Πιο συγκεκριμένα, το 2010, ο αριθμός των δραστηριοποιούμενων επιχειρήσεων δέχτηκε μια σημαντική μείωση της τάξης του 9% περίπου, φτάνοντας στις 746.240 επιχειρήσεις. (Πίνακας 1.3)

Στο σημείο αυτό καθίσταται επιτακτική η ανάγκη να σημειωθεί ότι από τις αρχές καλοκαιριού του 2011, έγινε έντονα αισθητό ότι τα μέτρα που είχαν ψηφιστεί στη Βουλή οδηγούσαν στον κλυδωνισμό και στην ύφεση της ελληνικής οικονομίας. Σαφέστερα, η ανεργία και ο πληθωρισμός αυξήθηκαν με ραγδαίο ρυθμό, ενώ οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις συνέχισαν να έρχονται αντιμέτωπες με τη σημαντική μείωση των εσόδων τους.

Γενικά, η πραγματική οικονομία για το έτος 2010 και μέχρι τα μέσα του 2011, φαίνεται ότι παραπαίει και ότι επιδεινώνεται με την κλιμάκωση του κύματος λουκέτων και της



ανεργία. Μάλιστα, το Μάιο του 2011, η ανεργία έφτασε στο υψηλότερο σημείο, για την τότε εποχή, το 16,6%.

Συμπερασματικά, λοιπόν, το υφεσιακό κλίμα που είχε δημιουργηθεί στην πραγματική οικονομία, είχε σαν αποτέλεσμα τη μη αποδοτικότητα των μέτρων και άρα, τη μη είσπραξη των προσδοκώμενων εσόδων. Έτσι, η χώρα παρέκκλιε από τους στόχους που της είχαν τεθεί στο πρόγραμμα εξυγίανσης της ελληνικής οικονομίας.

#### 4.5 Η επαναδιαπραγμάτευση και η πορεία προς το μεσοπρόθεσμο πλαίσιο δημοσιονομικής στρατηγικής 2012-2015

Με την υλοποίηση των αυστηρών-σκληρών μέτρων του πρώτου Μνημονίου, όπως ήταν αναμενόμενο, οι κοινωνικές-συλλογικές αντιδράσεις ήταν πολλές και έντονες, καθώς θεωρήθηκαν πρωτόγνωρα και ιδιαίτερα σκληρά για την ελληνική πραγματικότητα. Στο σημείο αυτό είναι σημαντικό να επισημάνουμε ότι παρά τη δριμύτητά τους, δεν απέφεραν τα προσδοκώμενα αποτελέσματα και έτσι, η πορεία της ελληνικής οικονομίας συνέχισε να παραπαίει. Γρήγορα οι δυσκολίες εκπλήρωσης των στόχων που είχαν τεθεί από την Τρόικα έγιναν ορατές, με αποτέλεσμα την έναρξη διαπραγματεύσεων για εναλλακτικές λύσεις, με στόχο τη βελτίωση του προγράμματος. Στις 12 Μαρτίου του 2011, επετεύχθη συμφωνία επιμήκυνσης του χρόνου αποπληρωμής του δανείου του Μαΐου κατά 7,5 χρόνια και μείωσης του επιτοκίου δανεισμού κατά 1%. Ακόμη, στις 29 Ιουνίου η συμφωνία αυτή ακολουθήθηκε από ένα νέο πακέτο μέτρων, το οποίο ψηφίστηκε στη Βουλή και ονομάστηκε “μεσοπρόθεσμο πλαίσιο δημοσιονομικής στρατηγικής 2012-2015”.

Πιο αναλυτικά, το μεσοπρόθεσμο πρόγραμμα περιελάμβανε τα παρακάτω φορολογικά μέτρα:

- αλλαγή φορολογικής κλίμακας με επιβάρυνση για όλους όσους δηλώνουν εισόδημα πάνω από €8.000,
- έκτακτη εισφορά για όλους όσους έχουν εισόδημα πάνω από €12.000,

- μετάβαση σε ανώτερη κλίμακα ΦΠΑ προϊόντων και υπηρεσιών εστίασης,
- επιβολή κλιμακωτής αντικειμενικής δαπάνης κατοικίας,
- επιβολή ετήσιου τέλους για τους ελεύθερους επαγγελματίες και τους επιτηδευματίες,
- επιβολή ειδικής εισφοράς αλληλεγγύης για την καταπολέμηση της ανεργίας ύψους 2%
- επιβολή Ειδικής Εισφοράς Συνταξιούχων Επικουρικής Ασφάλισης που θα παρακρατείται κάθε μήνα,
- και τέλος, αύξηση του ποσοστού παρακράτησης ΛΑΦΚΑ (Λογαριασμός Αλληλεγγύης Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης) σε όλες τις συντάξεις άνω των €1.450, από 4% έως 10% που ίσχυε μέχρι τότε, σε 6% έως 14%.

Επιπροσθέτως, τα εργασιακά μέτρα που περιελάμβανε το μεσοπρόθεσμο πρόγραμμα ήταν:

- η θέσπιση του μέτρου της εργασιακής εφεδρείας<sup>19</sup> για οργανισμούς που καταργούνται,
- όσοι προσλαμβάνονται δίχως επαγγελματική εμπειρία θα αμείβονται με μισθό χαμηλότερο, κατά 20%, από το όριο της Εθνικής Συλλογικής Σύμβασης,
- και τέλος, η διάρκεια των συμβάσεων ορισμένου χρόνου πηγαίνει από τα 2 στα 3 χρόνια.

Γενικότερα, είναι σαφές ότι το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2012-2015 προέβλεπε μια σειρά από δρακόντεια μέτρα, τα οποία στόχευαν στη μείωση των δαπανών και στην αύξηση των εσόδων, μέσω των μειώσεων στους μισθούς και των αυξήσεων στους φόρους, αντίστοιχα.

---

<sup>19</sup> Εργασιακή εφεδρεία: δωδεκάμηνη παραμονή των εργαζομένων στους πίνακες που καταρτίζει το ΑΣΕΠ, λαμβάνοντας αποδοχές ίσες με το 60% του βασικού τους μισθού. Διαγράφονται από αυτούς όταν συνάψουν σχέση εξαρτημένης εργασίας με άλλον εργοδότη.

Ακόμη, ιδρύθηκε οργανισμός αποκρατικοποιήσεων (Ελληνική Εταιρεία Συμμετοχών και Περιουσίας-ΕΕΣΥΠ) με σκοπό την πώληση της δημόσιας περιουσίας. Ο στόχος ήταν να υλοποιηθούν έσοδα €50 δισεκατομμύρια από τις αποκρατικοποιήσεις.

#### 4.6 Η πορεία προς το δεύτερο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής (Δεύτερο Μνημόνιο)

Δεδομένου, λοιπόν, ότι τα μέτρα που είχαν ληφθεί μέχρι τότε δεν είχαν δώσει λύση στο πρόβλημα χρέους της χώρας και του γεγονότος ότι παρέκκλινε από τους στόχους που της είχαν τεθεί, πραγματοποιήθηκε στις 21 Ιουλίου σύνοδος κορυφής της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η σύνοδος κατέληξε τελικά σε απόφαση για νέα δανειοδότηση της Ελλάδας, ύψους €158 δισεκατομμυρίων. Πιο συγκεκριμένα, τα €109 δισεκατομμύρια θα προέρχονταν από την Ε.Ε. και το ΔΝΤ (€49 δισεκατομμύρια ήταν το υπόλοιπο από το πρώτο πακέτο διάσωσης), τα €37 δισεκατομμύρια από τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα και τα υπόλοιπα €12 δισεκατομμύρια από την επαναγορά ομολόγων. Επιπροσθέτως, η απόφαση της συνόδου περιελάμβανε την επιμήκυνση από 15 έως και 30 χρόνια των ομολόγων, τα οποία έληγαν από το άμεσο διάστημα έως το 2020.

Μετά την ανακοίνωση της συμφωνίας, στις 25 Ιουλίου ο οίκος αξιολόγησης Moody's υποβάθμισε την Ελλάδα κατά τρεις βαθμίδες, από το επίπεδο Caa1 στο Ca και μετά από δύο μέρες, ο οίκος αξιολόγησης Standard & Poor's την υποβάθμισε από το επίπεδο CCC στο CC. Επρόκειτο, λοιπόν, για αξιολογήσεις, οι οποίες έθεσαν την Ελλάδα στο τελευταίο σκαλί της διεθνούς λίστας αξιολογήσεων και σε καθεστώς περιορισμένης χρεοκοπίας.

Εν συνεχεία, καθώς τα κράτη μέλη της Ε.Ε. έδειξαν απροθυμία να συμμετάσχουν στο πρόγραμμα χωρίς εγγυήσεις, η κυβέρνηση προχώρησε σε διμερή συμφωνία με την Φιλανδία, παρέχοντάς της εγγυήσεις για να συμμετάσχει στο δεύτερο δάνειό της. Ωστόσο, η συμφωνία αυτή επέφερε τις αντιδράσεις των άλλων χωρών της Ευρωζώνης, όπως είναι η Αυστρία, η Ολλανδία και η Σλοβακία, οι οποίες απαίτησαν και αυτές με τη

σειρά τους αντίστοιχες εγγυήσεις. Τελικά, τη συμφωνία Ελλάδας – Φιλανδίας έσπευσε να θέσει ως άκυρη η Γερμανία.

Τέλη Αυγούστου, ανακοινώθηκε ότι η ελληνική οικονομία είχε αποκλίσεις από τους στόχους που της είχαν τεθεί, καθώς είχε μεγάλη υστέρηση εσόδων και αύξηση δαπανών. Στο πλαίσιο αυτό, ο τότε Ομοσπονδιακός Υπουργός των Οικονομικών της Γερμανίας, Wolfgang Schäuble πρότεινε στον Έλληνα ομόλογό του, Ευάγγελο Βενιζέλο την εθελοντική έξοδο της χώρας από την Ευρωζώνη, πρόταση που απορρίφθηκε αμέσως από τον τελευταίο. Η δύσκολη θέση που βρισκόταν η Ελλάδα-οικονομική δυσπραγία και υφεσιακό κλίμα- σε συνδυασμό με την απειλή της Τρόικας να μην καταβάλει την έκτη δόση του δανείου από το πρώτο πακέτο διάσωσης, είχε σαν αποτέλεσμα τη λήψη μιας σειράς έκτακτων συμπληρωματικών μέτρων. Τα μέτρα αυτά ανακοινώθηκαν κατά τη διάρκεια του Σεπτεμβρίου, ψηφίστηκαν στις 20 Οκτωβρίου και περιλάμβαναν τα εξής:

- διεύρυνση του μέτρου της εργασιακής εφεδρείας και σε οργανισμούς που δεν καταργούνται,
- νέος έκτακτος φόρος στις κατοικίες που θα καταβάλλεται μέσω του λογαριασμού της ΔΕΗ,
- περικοπές στις συντάξεις και στο εφάπαξ,
- νέες περικοπές μισθών στο δημόσιο και εφαρμογή του ενιαίου μισθολογίου,
- μείωση του αφορολόγητου ορίου από τις €8.000 στις €5.000,
- και τέλος, άνοιγμα όλων των κλειστών επαγγελμάτων.

Λίγο αργότερα, στις 23 Οκτωβρίου συγκλήθηκε έκτακτη σύνοδος κορυφής της Ε.Ε., με στόχο την κατάρτιση ενός οριστικού σχεδίου αντιμετώπισης της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη. Τελικά, η σύνοδος κατέληξε σε συμφωνία, η οποία προέβλεπε «κούρεμα» κατά 50% του ελληνικού χρέους και επιπλέον πακέτο βοήθειας ύψους €130 δισεκατομμυρίων. Με βάση τη συμφωνία, οι ιδιώτες θα αποδέχονταν σε εθελοντική βάση μείωση της ονομαστικής αξίας των ελληνικών ομολόγων που διέθεταν κατά 50%. Επιπλέον, η συμφωνία συνοδευόταν από πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής με διάρκεια μέχρι το 2021 καθώς και από τη δημιουργία μηχανισμού μόνιμης εποπτείας της χώρας, για τη συνεχή παρακολούθηση της τήρησης των μεταρρυθμίσεων. Τέλος, αποφασίστηκε η ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών με €30 δισεκατομμύρια

και η αύξηση κατά €1 τρισεκατομμύριο των κεφαλαίων του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας<sup>20</sup>.

Η συμφωνία αυτή χαιρετίστηκε θετικά από την κυβέρνηση, ενώ όλα τα κόμματα της αντιπολίτευσης έκαναν λόγο για ελεγχόμενη χρεοκοπία της Ελλάδας. Όσον αφορά το εσωτερικό της χώρας, χαρακτηρίστηκε από έντονη ανησυχία αφενός, για την εισοδηματική πολιτική των επόμενων ετών και αφετέρου, για το γεγονός ότι οι ελληνικές τράπεζες και οι ασφαλιστικές ήταν εκτεθειμένες σε ελληνικά ομόλογα.

Στις 13 Φεβρουαρίου του 2012, ψηφίστηκε το νέο Μνημόνιο «Έγκριση των Σχεδίων Συμβάσεων Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης μεταξύ του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF<sup>21</sup>), της Ελληνικής Δημοκρατίας και της Τράπεζας της Ελλάδος, του Σχεδίου του Μνημονίου Συνεννόησης μεταξύ της Ελληνικής Δημοκρατίας, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και της Τράπεζας της Ελλάδος και άλλες επείγουσες διατάξεις για τη μείωση του δημόσιου χρέους και τη διάσωση της εθνικής οικονομίας». Το δεύτερο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής για την Ελλάδα, το οποίο συχνά αναφέρεται ως “δεύτερη δέσμη μέτρων διάσωσης” ή “δεύτερο Μνημόνιο”, ήταν ένα Μνημόνιο συνεννόησης σχετικά με την οικονομική βοήθεια της χώρας, έτσι ώστε να αντιμετωπιστεί η κρίση του ελληνικού δημόσιου χρέους.

Τα μέτρα του δεύτερου Μνημονίου περιελάμβαναν τα εξής:

- μείωση κατά 22% του κατώτατου μισθού σε όλα τα κλιμάκια του βασικού μισθού (από €751,39 σε €586,08) και κατά 32% στους νεοεισερχόμενους έως 25 ετών (από €751,39 σε €510,95),
- κατάργηση 150.000 θέσεων εργασίας από το δημόσιο τομέα μέχρι το 2015, εκ των οποίων οι 15.000 θέσεις εντός του 2012,

---

<sup>20</sup> Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας: πρόκειται για μια ελληνική εταιρεία ειδικού σκοπού, η οποία δημιουργήθηκε για να συμβάλει στη σταθεροποίηση του ελληνικού τραπεζικού κλάδου εν μέσω της κρίσης του δημόσιου χρέους.

<sup>21</sup> EFSF (European Financial Stability Facility-Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας): επρόκειτο για ένα όργανο ειδικού σκοπού, το οποίο δημιουργήθηκε το 2010, με στόχο τη διατήρηση της οικονομικής σταθερότητας στην Ευρώπη, παρέχοντας οικονομική βοήθεια προς τα κράτη μέλη της Ευρωζώνης που αντιμετωπίζουν οικονομική δυσκολία. Πλέον δεν παρέχει νέα χρηματοδοτική συνδρομή, καθώς το ρόλο αυτό έχει αναλάβει ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM).

- ατομικές ή επιχειρησιακές συμβάσεις εργασίας αντί για κλαδικές και άρση μονιμότητας σε Δ.Ε.Κ.Ο. και υπό κρατικό έλεγχο τράπεζες,
- περικοπές συντάξεων, επιδομάτων, δαπανών υγείας και άμυνας,
- κατάργηση των Οργανισμών Εργατικής Κατοικίας και Εστίας,
- αύξηση των αντικειμενικών αξιών και ενοποίηση των φόρων στα ακίνητα,
- πλήρες άνοιγμα 20 κλειστών επαγγελματιών,
- αύξηση κατά 25% των εισιτηρίων στις Αστικές Συγκοινωνίες και στον ΟΣΕ (Οργανισμός Σιδηροδρόμων Ελλάδας),
- και τέλος, κλείσιμο 200 εφοριών, κατάργηση φοροαπαλλαγών και χαμηλού ΦΠΑ στα νησιά.

Εν συνεχεία, στις 9 Μαρτίου ολοκληρώθηκε με επιτυχία το PSI<sup>22</sup>, με τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (τράπεζες, ασφαλιστικές και επενδυτικές εταιρείες, ασφαλιστικά ταμεία από την Ελλάδα και το εξωτερικό κ.α.) να φτάνει το 95,7%. Για τα υπόλοιπα ομόλογα ύψους €8,5 δισεκατομμυρίων δόθηκε παράταση μέχρι τις 20 Απριλίου και με απόφαση της κυβέρνησης να συμπεριληφθούν ρήτρες συλλογικής δράσης (CACs)<sup>23</sup>, αυτό θεωρήθηκε ως πιστωτικό γεγονός από την ISDA<sup>24</sup>, οδηγώντας στην ενεργοποίηση των CDS ύψους €3,2 δισεκατομμυρίων.

---

<sup>22</sup> PSI (Private Sector Involvement-Συμμετοχή του Ιδιωτικού Τομέα): πρόκειται για έναν όρο, ο οποίος χρησιμοποιείται στις διαδικασίες αναδιάρθρωσης κρατικού χρέους. Σκοπός του είναι να βοηθήσει τους κρατικούς δανειολήπτες να αποκτήσουν και πάλι τη δημοσιονομική τους βιωσιμότητα και γενικά θεωρείται ως ένα μέτρο που εξασφαλίζει την κατανομή των βαρών μεταξύ του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα. Τέλος, θεωρείται ότι επιτυγχάνει μείωση της επίσημης χρηματοδοτικής συνδρομής. Τελικά, με το PSI κουρεύτηκε το 53,5% των €206 δισεκατομμυρίων των ομολόγων, που αντιστοιχούν σε χρέος του ελληνικού δημοσίου.

<sup>23</sup> CACs (Collective Action Clause-Ρήτρα Συλλογικής Δράσης): πρόκειται για ένα όρο που συμφωνείται κατά την αγορά ομολόγων και είναι δεσμευτικός για όλους τους ομολογιούχους. Οι ρήτρες επιτρέπουν στην πλειοψηφία των κατόχων ομολόγων να συμφωνήσουν για μια αναδιάρθρωση χρέους, η οποία θα είναι εύρυθμη και γρήγορη και υποχρεώνει ακόμη και αυτούς που ψήφισαν κατά να την αποδεχτούν. Έτσι, με τις ρήτρες επιτυγχάνεται η απαραίτητη αναδιάρθρωση χωρίς να απαιτείται καθολική συναίνεση. Η ενεργοποίηση των ρητρών σημαίνει ότι έχουμε πιστωτικό γεγονός και ενεργοποίηση των CDS.

<sup>24</sup> ISDA (International Swaps and Derivatives Association-Διεθνή Ένωση Συμφωνιών Ανταλλαγής και Παραγώγων): τα CDS εκδίδονται από την ISDA και εκείνη αποφασίζει για την ενεργοποίηση ή όχι των ασφάλιστρων κινδύνου.

#### 4.7 Το νέο μεσοπρόθεσμο πλαίσιο δημοσιονομικής στρατηγικής 2013-2016 και το πολυνομοσχέδιο του υπουργείου Οικονομικών

Οι διαπραγματεύσεις διαρκείας της κυβέρνησης με την Τρόικα κατέληξαν στην κατάρτιση ενός νέου μεσοπρόθεσμου πλαισίου δημοσιονομικής στρατηγικής 2013-2016, το οποίο ψηφίστηκε στις 7 Νοεμβρίου και προέβλεπε μέτρα ύψους €18,9 δισεκατομμυρίων από τα οποία, τα €9,4 αφορούσαν το έτος 2013.

Τα μέτρα λιτότητας του νέου μεσοπρόθεσμου πλαισίου δημοσιονομικής στρατηγικής περιελάμβαναν τα εξής:

- αύξηση κατά 2 έτη του ορίου ηλικίας συνταξιοδότησης, από 1/1/2013,
- μείωση συντάξεων από 5%-15% για €1.000 και άνω,
- μείωση στο εφάπαξ έως και 83%,
- κατάργηση της καθολικότητας της Εθνικής Γενικής Συλλογικής Σύμβασης Εργασίας,
- κατάργηση των δώρων Χριστουγέννων και Πάσχα καθώς και των επιδομάτων αδειας για τους δημοσίους υπαλλήλους και τους συνταξιούχους,
- μείωση του χρόνου προειδοποίησης για απολύσεις από 6 σε 4 μήνες,
- περικοπές στα ειδικά μισθολόγια,
- ένταξη στο ενιαίο μισθολόγιο για τους εργαζομένους στις Δ.Ε.Κ.Ο.,
- εφαρμογή διαθεσιμότητας για ένα έτος για τους μόνιμους υπαλλήλους του δημοσίου και με μειωμένο μισθό, οι θέσεις των οποίων καταργούνται,
- κατάργηση των πολυάριθμων οικογενειακών επιδομάτων και αντικατάστασή τους από το ενιαίο επίδομα στήριξης τέκνων,
- εισαγωγή έκτακτης εισφοράς στα φωτοβολταϊκά,
- αντίτιμο €25 για την εισαγωγή σε νοσοκομείο,
- και τέλος, υιοθέτηση της οδηγίας για την ανάκαμψη και εξυγίανση των τραπεζών, γνωστή ως BRRD (Bank Recovery and Resolution Directive). Πιο συγκεκριμένα, η οδηγία αυτή προέβλεπε πως αν μία τράπεζα χρειαστεί διάσωση, σαν πρώτο βήμα, οι αρχές θα έπρεπε να επιβάλλουν «κούρεμα» στους μετόχους και τους ομολογιούχους της συγκεκριμένης τράπεζας. Η τακτική αυτή ήταν γνωστή ως bail in (διάσωση της τράπεζας με τα ίδια μέσα) και ίσχυε

τουλάχιστον μέχρι το 8% του συνολικού ενεργητικού της τράπεζας, με αποτέλεσμα να χάνουν πλήρως τα χρήματά τους. Εφόσον, οι μέτοχοι και οι ομολογιούχοι «κουρευτούν», θα εξεταστεί η απομείωση των καταθέσεων, ανοίγοντας έτσι το δρόμο για τη συμμετοχή των καταθετών στο κόστος εξυγίανσης της τράπεζας. Στο σημείο αυτό κρίνεται σημαντικό να σημειωθεί ότι για τις καταθέσεις ύψους έως και €100.000 ανά καταθέτη και ανά τράπεζα και για το συνολικό ύψος των καταθέσεων του, υπήρχε ένα όριο προστασίας. Επιπροσθέτως, σε περίπτωση που η ανωτέρω πολιτική δεν επαρκούσε, οι αρχές στο πλαίσιο των ευρωπαϊκών κανόνων, μπορούσαν να απευθυνθούν στον ESM για τη χρηματοδότηση της τράπεζας, προκειμένου να διασωθεί.

Εν συνεχεία, τον Απρίλιο του 2013 ψηφίστηκε από το ελληνικό κοινοβούλιο το πολυνομοσχέδιο του υπουργείου Οικονομικών, το οποίο περιελάμβανε αλλαγές για μια σειρά από επαγγελματικούς κλάδους. Συλλογικές αντιδράσεις για τις νέες διατάξεις του πολυνομοσχεδίου σημειώθηκαν κυρίως στο χώρο της εκπαίδευσης, όπου είχαμε τις επιστρατεύσεις των εκπαιδευτικών. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι αυτή αποτελούσε την 4<sup>η</sup> επιστράτευση επαγγελματικού κλάδου, για το έτος 2013.

#### 4.8 Οι επιπτώσεις των μέτρων στην πραγματική οικονομία για τα έτη 2011-2014

- Συνολικά, όσον αφορά την οικονομία, το έτος 2011 ολοκληρώθηκε με το δημόσιο χρέος να αυξάνεται κατά 25,9%, φτάνοντας στο 172,1% του ΑΕΠ (146,2% το 2010) . Το δημόσιο έλλειμμα ήταν το 10,3% του ΑΕΠ, σημειώνοντας μια ελάχιστη μείωση της τάξης του 0,9% και ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ήταν στο -9,1% (-5,5% το 2010). Τέλος, η ανεργία έφτασε στο 17,9%, σημειώνοντας μια αξιοσημείωτη αύξηση της τάξης του 5,2%.
- Όσον αφορά το έτος 2012, αυτό έκλεισε με το δημόσιο χρέος και το δημόσιο έλλειμμα να είναι στο 159,6% και στο 8,9% του ΑΕΠ αντίστοιχα, ενώ ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ έφτασε στο -7,3%, ποσοστά σαφώς βελτιωμένα σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος. Παρ' όλ' αυτά, η ανεργία έφτασε στο 24,4% από 17,9% το 2011, σημειώνοντας δηλαδή μια μεγάλη αύξηση της τάξης του 6,5%. Στην μεγάλη αύξηση του ποσοστού της ανεργίας



φαίνεται να συνέβαλε σε μεγάλο βαθμό η υποχρεωτική κατάργηση θέσεων του δημοσίου τομέα, όπως αυτή ψηφίστηκε στο δεύτερο Μνημόνιο καθώς και το γεγονός ότι 17.794 επιχειρήσεις έβαλαν λουκέτο, λόγω σημαντικής μείωσης των εσόδων τους. Έτσι, ο αριθμός των δραστηριοποιούμενων επιχειρήσεων στην Ελλάδα για το 2012 ήταν 727.883 (745.667 για το 2011).

- Το έτος 2013, το δημόσιο χρέος και το δημόσιο έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκαν κατά πολύ, δηλαδή 17,8% και 4,3% σε σχέση με τον προηγούμενο χρόνο, φτάνοντας στο 177,4% και 13,2%, αντίστοιχα. Συνάμα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, σημείωσε αύξηση, φτάνοντας στο -3,2%. Τέλος, αξιοσημείωτη ήταν η ανεργία, η οποία υπέστη και πάλι αύξηση, κατά 3,1% αυτή τη χρονιά, φτάνοντας στο πολύ υψηλό ποσοστό του 27,5%. Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι τη χρονιά εκείνη, 73.516 επιχειρήσεις έκλεισαν και περαιτέρω καταργήσεις θέσεων στο δημόσιο τομέα έλαβαν χώρα. Συμπερασματικά, καθίσταται σαφές ότι η πραγματική οικονομία επιδεινώθηκε κατά πολύ το έτος 2013. Το υφεσιακό της κλίμα έφτασε στο peak του, παρά την κατάρτιση των σχεδίων αντιμετώπισης της κρίσης χρέους της Ελλάδας, το πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής και το μηχανισμό μόνιμης εποπτείας, για τη συνεχή παρακολούθηση της τήρησης των μεταρρυθμίσεων.
- Συνολικά, για το έτος 2014, είχαμε μια σαφή βελτίωση όλων των μεγεθών που εξετάζουμε για την αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας, εκτός από το δημόσιο χρέος, το οποίο ναι μεν αυξήθηκε, αλλά ελαφρώς, κατά 1,5%, φτάνοντας στο 178,9% του ΑΕΠ. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ σημείωσε μια θεαματική αύξηση φτάνοντας στο 0,7% (-3,2% το 2013), το δημόσιο έλλειμμα έφτασε στο 3,6% ως ποσοστό του ΑΕΠ, μια σαφέστατη μείωση της τάξης του 9,6%. Τέλος, η ανεργία για πρώτη φορά από το 2008 σημείωσε ελαφρά μείωση, κατά 1%, φτάνοντας στις 26,5 ποσοστιαίες μονάδες. Η κατάργηση των θέσεων του δημοσίου τομέα συνεχίστηκε καθώς και το κύμα λουκέτων, με το τελευταίο να ανέρχεται στις 24.092 επιχειρήσεις που έκλεισαν, μια μείωση δηλαδή κατά 3,7% και συνολικό αριθμό δραστηριοποιούμενων επιχειρήσεων 630.275.

#### 4.9 Η πορεία προς το τρίτο Μνημόνιο

Το τρίτο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής για την Ελλάδα, το οποίο συχνά αναφέρεται ως “τρίτη δέσμη μέτρων διάσωσης” ή “τρίτο Μνημόνιο”, ήταν και αυτό με τη σειρά του ένα Μνημόνιο συνεννόησης σχετικά με την οικονομική βοήθεια της χώρας, έτσι ώστε να αντιμετωπιστεί η κρίση του ελληνικού δημόσιου χρέους. Το τρίτο Μνημόνιο υπογράφηκε από τον τότε πρωθυπουργό, Αλέξη Τσίπρα στις 13 Ιουλίου του 2015, ψηφίστηκε από τη Βουλή στις 14 Αυγούστου και τελικά έληξε στις 20 Αυγούστου του έτους 2018, κάτι που σηματοδότησε την επίσημη έξοδο της χώρας από τα Μνημόνια.

Έπειτα από σκληρές διαπραγματεύσεις, η σ ύνοδος της Ευρωζώνης κατέληξε σε συμφωνία για να ξεκινήσουν οι συζητήσεις για το νέο πρόγραμμα στήριξης της Ελλάδας μέσω του ESM<sup>25</sup> (European Stability Mechanism - Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας). Έτσι, η χώρα υπέβαλε επίσημο αίτημα για χορήγηση στήριξης σταθερότητας υπό μορφή κρατικού δανείου από τον ESM, στις 8 Ιουλίου του 2015. Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ότι ο σκοπός του αιτήματος ήταν να καλυφθούν οι υποχρεώσεις του χρέους και να εξασφαλιστεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Τέλος, η χρηματοδοτική στήριξη θα ήταν έως €86 δισεκατομμύρια.

Η αξιολόγηση της ύπαρξης κινδύνου για τη δημοσιονομική σταθερότητα της ζώνης του Ευρώ, της βιωσιμότητας του χρέους της Ελλάδας και των δυνητικών χρηματοδοτικών της αναγκών, αποτελούσε προαπαιτούμενο για να ξεκινήσουν οι διαπραγματεύσεις για το νέο πρόγραμμα χρηματοδοτικής στήριξης. Έτσι, λοιπόν, την ίδια κιόλας μέρα που υποβλήθηκε το αίτημα από την Ελλάδα, το Συμβούλιο Διοικητών του ESM ανέθεσε στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή, από κοινού με την ΕΚΤ να αξιολογήσουν τις προαναφερθείσες τρεις παραμέτρους.

---

<sup>25</sup> ESM: Ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας είναι ένας οργανισμός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ο οποίος παρέχει χρηματοοικονομική βοήθεια σε χώρες της Ευρωζώνης που έχουν οικονομική δυσκολία. Η βοήθεια παρέχεται είτε με τη μορφή δανείων, είτε με τη μορφή νέου κεφαλαίου σε τράπεζες που έχουν πρόβλημα. Ο ESM διαδέχθηκε το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF – European Financial Stability Facility).

#### 4.9.1 Οι προαπαιτούμενες δράσεις - μέτρα από την πλευρά της Ελλάδας

Μετά την ολοκλήρωση της αξιολόγησης, στις 13 Ιουλίου του 2015, οι αρχηγοί των χωρών της ζώνης του Ευρώ συμφώνησαν με την Ελλάδα τις προαπαιτούμενες ενέργειες που θα έπρεπε να προβεί, έτσι ώστε να αρχίσουν οι διαπραγματεύσεις για τους όρους του Μνημονίου συνεννόησης.

Πιο συγκεκριμένα, οι ελληνικές αρχές όφειλαν να πραγματοποιήσουν τις ακόλουθες ενέργειες-μέτρα:

Τα μέτρα έως τις 15 Ιουλίου:

- μεταρρυθμιστικά μέτρα για το ΦΠΑ και διεύρυνση της φορολογικής βάσης για την αύξηση των εσόδων. Πιο συγκεκριμένα, ο ΦΠΑ στους χώρους εστίασης έπρεπε να αυξηθεί από το 13% στο 23% και στα ξενοδοχεία από τον Οκτώβριο του 2015, από το 6,15% στο 13%,
- μεταρρυθμιστικά μέτρα για το συνταξιοδοτικό και άμεσα μέτρα για τη βελτίωση της μακροπρόθεσμης βιωσιμότητας του συνταξιοδοτικού συστήματος. Στο πλαίσιο αυτό, έπρεπε να εφαρμοστεί σταδιακή αύξηση του ορίου συνταξιοδότησης που το 2020 θα έφτανε το 67<sup>ο</sup> έτος ηλικίας ή το 62<sup>ο</sup> με 40 έτη εισφορών. Ακόμη, έπρεπε να θεσπιστεί σταδιακή κατάργηση του ΕΚΑΣ (Επίδομα Κοινωνικής Αλληλεγγύης Συνταξιούχων), μέχρι το τέλος του 2019 καθώς και αύξηση των εισφορών των συνταξιούχων όσον αφορά την ιατροφαρμακευτική τους περίθαλψη, από το 4% στο 6% σε κύρια και επικουρικά ταμεία,
- και τέλος, η διασφάλιση της ανεξαρτησίας της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής (ΕΛΣΤΑΤ)

Έως τις 22 του ίδιου μήνα, τα συμφωνηθέντα προαπαιτούμενα περιελάμβαναν:

- τη θέσπιση του κώδικα πολιτικής δικονομίας, έτσι ώστε να επιταχυνθεί η δικαστική διαδικασία και να μειωθούν οι δαπάνες,
- και τέλος, τη μεταφορά της κοινοτικής οδηγίας για την ανάκαμψη και εξυγίανση των τραπεζών (BRRD), η οποία είχε θεσπιστεί το Μάιο του 2014 και είχε οριστεί ως ημερομηνία ισχύος ο Ιανουάριος του 2015.

Στις 14 Αυγούστου, η Ελλάδα είχε εκπληρώσει τα συμφωνηθέντα προπαιτούμενα μέτρα και έτσι, η Ευρωομάδα ξεκίνησε να εξετάζει τα πιθανά πρόσθετα μέτρα.

#### 4.9.2 Τα κύρια σημεία του Μνημονίου συνεννόησης

Οι μεταρρυθμίσεις του τρίτου Μνημονίου, σύμφωνα με τους ιθύνοντες διαμόρφωσής του, διαρθρώνονταν γύρω από τέσσερις άξονες ως εξής:

- αποκατάσταση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας,
- εξασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας,
- εφαρμογή ενός ευρύ φάσματος μεταρρυθμίσεων για την ανάπτυξη, την αύξηση της ανταγωνιστικότητας και των επενδύσεων,
- και τέλος, εκσυγχρονισμός του κράτους και της δημόσιας διοίκησης.

##### 4.9.2.1 Αποκατάσταση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας

Η Ελλάδα αναμενόταν να επιτύχει μεσοπρόθεσμο πρωτογενές πλεόνασμα<sup>26</sup> της τάξης του 3,5% του ΑΕΠ, το οποίο έπρεπε να επιτευχθεί μέσω:

- 1) δημοσιονομικών μεταρρυθμίσεων, μεταξύ των οποίων μεταρρυθμίσεις που αφορούσαν το σύστημα του ΦΠΑ και το συνταξιοδοτικό σύστημα, υποστηριζόμενες από φιλόδοξο πρόγραμμα, τόσο για την προώθηση της

<sup>26</sup> Πρωτογενές πλεόνασμα: έχουμε όταν τα τρέχοντα έσοδα είναι μεγαλύτερα από τις τρέχουσες δαπάνες (εκτός των τόκων επί του χρέους).

φορολογικής συμμόρφωσης, όσο και τη βελτίωση της διαχείρισης των δημόσιων οικονομικών,

2) και τέλος, μέσω της καταπολέμησης της φοροδιαφυγής.

Με βάση, λοιπόν, τα παραπάνω, οι πιο βασικές παρεμβάσεις για το σύστημα ΦΠΑ που περιελάμβανε το νέο Μνημόνιο ήταν:

- αύξηση της φορολογίας των εισοδημάτων από ενοίκια από το 11% στο 15% για κάτω των €12.000, για υψηλότερα από αυτό το ποσό αύξηση από το 33% στο 35% και για εισόδημα πάνω από €35.000 αύξηση από το 33% στο 45%, για το 2016,
- επέκταση της φορολογίας 30% επί των ακαθάριστων εσόδων από τα τυχερά παιχνίδια, όπου προβλέπεται να ισχύσει από το δεύτερο εξάμηνο του 2015 και το 2016,
- όσον αφορά το καθεστώς ΦΠΑ στα νησιά, οι εκπτώσεις καταργούνται μέχρι το τέλος του έτους 2016 και από 1/1/2017 δε θα ισχύουν μειωμένοι συντελεστές ΦΠΑ σε κανένα νησί,
- επιβολή συντελεστή 23% ΦΠΑ σε όλα τα ιδιωτικά σχολεία που δεν αποτελούν μη κερδοσκοπικά ιδρύματα,
- το 2015, ο ΕΝΦΙΑ επρόκειτο να πληρωθεί σε 5 δόσεις, ενώ διατηρείται η έκπτωση 20% για τα ξενοίκια ακίνητα του 2014. Το 2016, ο εισπρακτικός στόχος των €2,65 δισεκατομμυρίων δεν επρόκειτο να επηρεαστεί από πιθανές αλλαγές στις αντικειμενικές αξίες των ακινήτων. Συνάμα, καταργείται η έκπτωση του ΕΝΦΙΑ που ίσχυε για τα τουριστικά καταλύματα και τα μικρά ξενοδοχεία,
- το 2015, ο φόρος εισοδήματος του εκκαθαριστικού για τις επιχειρήσεις επρόκειτο να πληρωθεί σε 5 δόσεις. Η προκαταβολή φόρου για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και τους ελεύθερους επαγγελματίες αυξάνεται από το 55% στο 75% και από το 2016 στο 100%,
- το 2015, η προκαταβολή φόρου των αγροτών αυξάνεται από το 27,5% στο 55%, ενώ από τα επόμενα δύο έτη θα φορολογούνται με συντελεστή 20% και 26%, αντίστοιχα,
- από τον Οκτώβριο του 2015, αύξηση του ειδικού φόρου κατανάλωσης του αγροτικού πετρελαίου από τα 66 στα 200 ευρώ το χιλιόλιτρο και ένα χρόνο μετά, αύξηση στα 330 ευρώ το χιλιόλιτρο,

- επερχόμενες παρεμβάσεις στο φορολογικό μηχανισμό με ενίσχυση του προσωπικού για την καλύτερη καταπολέμηση της φοροδιαφυγής μέσω μεταφοράς υπηρεσιών και προσωπικού ελέγχων στο ΣΔΟΕ.

Όσον αφορά τις μεταρρυθμίσεις του συνταξιοδοτικού συστήματος, το νέο Μνημόνιο περιελάμβανε άμεσες και έμμεσες περικοπές συντάξεων και παροχών, οι οποίες ενδέχονταν ότι θα ξεπεράσουν τα €7 δισεκατομμύρια για τους επόμενους 18 μήνες, μέσω:

- παρακράτησης 6% στις κύριες και επικουρικές συντάξεις το 2015 και το 2016,
- σταδιακής κατάργησης των πρόωρων συνταξιοδοτήσεων,
- διατήρησης των κατώτατων συντάξεων στα ίδια επίπεδα, σε δημόσιο και ιδιωτικό τομέα, μέχρι το 2021,
- εισαγωγής εισοδηματικών κριτηρίων για την καταβολή της κατώταξης σύνταξης, συμπεριλαμβανομένων και αυτών που συνταξιοδοτούνται μετά τις 30 Ιουνίου του 2015 και έχουν συμπληρώσει τα 67 έτη,
- σταδιακής κατάργησης του ΕΚΑΣ έως τέλη Δεκέμβρη του έτους 2019,
- εφαρμογής της ρήτρας μηδενικού ελλείματος στις επικουρικές συντάξεις, ειδάλλως η κυβέρνηση θα πρέπει να λάβει εναλλακτικά και αμοιβαίως αποδεκτά μέτρα στο συνταξιοδοτικό σύστημα, ύψους €1,4 δισεκατομμυρίων, ποσό που αντιστοιχεί στο έλλειμμα των επικουρικών συντάξεων που επρόκειτο να δημιουργηθεί μέχρι το τέλος του 2016,
- λήψης ισοδύναμων μέτρων για την εφαρμογή της δικαστικής απόφασης του Συμβουλίου της Επικρατείας που έκρινε τις περικοπές στις συντάξεις αντισυνταγματικές, ύψους 2 έως 3 δισεκατομμυρίων ευρώ,
- ενοποίησης όλων των Ταμείων, κύριων και επικουρικών, σε ένα ενιαίο (ΕΦΚΑ-Ενιαίος Φορέας Κοινωνικής Ασφάλισης), υπό ενιαία δομή και κοινό κανονισμό για τις εισφορές και τις παροχές. Μετά τη συνένωση, η οποία αναμένεται να υλοποιηθεί εντός του 2016, θα επιδιωχθεί και η ενοποίηση των αποθεματικών των ταμείων μέχρι τα τέλη του ίδιου χρόνου. Τέλος, εντός του επόμενου χρόνου προσδοκάται ότι θα ολοκληρωθεί η μεταρρύθμιση.

Για τα υπόλοιπα έτη, με βάση τη συμφωνηθείσα δημοσιονομική προσαρμογή, το πρωτογενές πλεόνασμα αναμενόταν στο -0,25% το 2015, στο 0,5% το 2016, στο 1,75% το 2017 και στο 3,5% το 2018.

#### 4.9.2.2 Εξασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας

Εν συνεχεία, η Ελλάδα αναμενόταν να λάβει μέτρα για τη δημιουργία εύρωστων θεμελίων στο χρηματοπιστωτικό τομέα, προκειμένου να διασφαλιστεί η σταθερότητά του.

Οι συμφωνηθέντες όροι που περιελάμβανε το Μνημόνιο συνεννόησης ήταν οι εξής:

- 1) διευθέτηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων-κόκκινων δανείων στον τραπεζικό τομέα,
- 2) ενίσχυση της διακυβέρνησης του ελληνικού ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας καθώς και των τραπεζών,
- 3) και τέλος, ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών.

Αναλυτικότερα, όσον αφορά τα κόκκινα δάνεια αναμενόταν:

- έκδοση όλων των απαραίτητων διατάξεων για την εφαρμογή του Κώδικα Δεοντολογίας<sup>27</sup> από την Τράπεζα της Ελλάδος, κατόπιν συνεννόησης με τους θεσμούς, έως τα τέλη Αυγούστου του 2015,
- επανενεργοποίηση του Κυβερνητικού Συμβουλίου Διαχείρισης Ιδιωτικού Χρέους (ΚΥ.Σ.Δ.Ι.Χ.)<sup>28</sup> και σύσταση Ειδικής Γραμματείας Διαχείρισης Ιδιωτικού Χρέους που θα υποστηρίζει περαιτέρω το έργο του ΚΥ.Σ.Δ.Ι.Χ.,

---

<sup>27</sup> Κώδικας Δεοντολογίας: αφορά τη ρύθμιση ή τον οριστικό διακανονισμό οφειλών που είναι σε καθυστέρηση ή που έχουν καταγγελθεί ότι δεν υπάγονται, μέσω της καθιέρωσης αρχών, κανόνων και βέλτιστων πρακτικών τόσο για τους δανειολήπτες (νοικοκυριά, επιχειρήσεις), όσο και τις δανείστριες τράπεζες. Στον κώδικα αυτό δεν υπάγονται οφειλέτες που χαρακτηρίζονται ως “μη-συνεργάσιμοι”.

<sup>28</sup> Κυβερνητικό Συμβούλιο Διαχείρισης Ιδιωτικού Χρέους: Μετέχουν οι Υπουργοί Οικονομικών, Ανάπτυξης και Ανταγωνιστικότητας, Δικαιοσύνης, Διαφάνειας και Ανθρωπίνων Δικαιωμάτων και Εργασίας, Κοινωνικής Ασφάλισης και Πρόνοιας. Η αποστολή του είναι: 1) η διαμόρφωση πολιτικών σχετικά με την οργάνωση ενός ολοκληρωμένου μηχανισμού αποτελεσματικής διαχείρισης των

- έως τέλη Οκτώβρη του 2015, υποβολή έκθεσης από την Τράπεζα της Ελλάδος για την κατηγοριοποίηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων στους ισολογισμούς των τραπεζών καθώς και αξιολόγηση της ικανότητάς τους να αντιμετωπίζουν κάθε κατηγορία μη εξυπηρετούμενων δανείων,
- έως τέλη Νοέμβρη του 2015, ενίσχυση του θεσμικού πλαισίου από την κυβέρνηση για τη διευκόλυνση της τακτοποίησης των κόκκινων δανείων, μεταξύ άλλων, με τη βελτίωση του νομικού πλαισίου για θέματα αφερεγγυότητας νοικοκυριών και εταιρειών, με την υιοθέτηση κατάλληλων νομικών μέσων για τη συγκρότηση εξειδικευμένων τμημάτων για υποθέσεις αφερεγγυότητας καθώς και το διορισμό πρόσθετων δικαστών και δικαστικών υπαλλήλων για τέτοια θέματα,
- δημιουργία Υπηρεσίας Πίστωσης και Πλούτου<sup>29</sup> και τροποποίηση του νόμου για τον εξωδικαστικό συμβιβασμό, έτσι ώστε να προτραπούν οι οφειλέτες να συμμετάσχουν, διασφαλίζοντας παράλληλα ίση μεταχείριση,
- έως τέλη Μαρτίου του έτους 2016, αναθεώρηση του Κώδικα Δεοντολογίας από την Τράπεζα της Ελλάδος με κατευθυντήριες γραμμές αναδιάρθρωσης χρεών για ομάδες δανειοληπτών, όπως τα ΜΜΕ, βάσει σαφών κριτηρίων κατηγοριοποίησης λιανικών χαρτοφυλακίων και με την εισαγωγή μηχανισμών ταχείας διεκπεραίωσης.

Ως προς τον τελευταίο όρο, αυτόν της ανακεφαλαιοποίησης, αξίζει να αναφερθεί ότι η συνολική αξιολόγηση και ο έλεγχος της ποιότητας των στοιχείων του ενεργητικού των μεγάλων ελληνικών τραπεζών (Alpha Bank, Eurobank, Εθνική Τράπεζα, Τράπεζα Πειραιώς) πραγματοποιήθηκε από την ΕΚΤ, το φθινόπωρο του 2015. Με την ολοκλήρωση της αξιολόγησης, οι θιγόμενες τράπεζες προχώρησαν σε

---

κόκκινων δανείων, 2) η συμβολή με προτάσεις για τροποποιήσεις, οι οποίες αποσκοπούν σε ουσιαστικές βελτιώσεις του υφιστάμενου θεσμικού και νομικού πλαισίου, 3) η παροχή εξατομικευμένης ενημέρωσης των υπερχρεωμένων πολιτών και επιχειρήσεων για τις δυνατότητες διευθέτησης των οφειλών τους που παρέχει το νομικό πλαίσιο, μέσω της υπαγόμενης σε αυτό, Ειδικής Γραμματείας και τέλος, 4) η υλοποίηση δράσεων ενημέρωσης, εκπαίδευσης και επικοινωνίας για θέματα υπερχρέωσης.

<sup>29</sup> Υπηρεσία Πίστωσης και Πλούτου: πρόκειται για ένα δημόσιο φορέα, ο οποίος «θα έχει πλήρη εικόνα των περιουσιακών στοιχείων κάθε δανειολήπτη και θα αποτελεί ένα πολύ σημαντικό και αντικειμενικό εργαλείο, που θα προσδιορίζει την ικανότητα του δανειολήπτη να αποπληρώνει τα δάνειά του. Ταυτόχρονα θα προστατεύει τα προσωπικά δεδομένα του, ενώ το δάνειό του θα μπαίνει σε κλίμακα αξιολόγησης». «Με απλά λόγια» εξηγεί ο τότε υπουργός Οικονομίας, Ανάπτυξης και Τουρισμού, Γιώργος Σταθάκης «ο δανειολήπτης που θα θέλει να ρυθμίσει το δάνειό του ή να συνάψει σύμβαση για νέο θα μπορεί να απευθύνεται στην Υπηρεσία Πίστωσης και Πλούτου, η οποία και θα βαθμολογεί την πιστοληπτική του ικανότητα. Με αυτό το βαθμό θα απευθύνεται στην τράπεζα, η οποία δε θα μπορεί να αμφισβητεί για παράδειγμα τη δυνατότητα».



ανακεφαλαιοποίηση, όπως συμφωνήθηκε στη δήλωση της Ευρωμάδας τον Αύγουστο του 2015. Συνάμα, ο ESM κατέβαλε €5,4 δισεκατομμύρια στο ελληνικό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, προς συμπλήρωση των ιδιωτικών κεφαλαίων που αντλήθηκαν από τις τράπεζες, καθώς το τελευταίο παρείχε κεφαλαιακή ενίσχυση στα πιστωτικά ιδρύματα.

#### 4.9.2.3 Ανάπτυξη, ανταγωνιστικότητα και επενδύσεις

Η Ελλάδα αναμενόταν να σχεδιάσει και να εφαρμόσει ένα ευρύ φάσμα μεταρρυθμίσεων, τα οποία σκόπευαν στην ανάπτυξη, στην επαύξηση της ανταγωνιστικότητας καθώς και στην τόνωση των επενδύσεων. Οι μεταρρυθμίσεις αφορούσαν κυρίως τον τομέα των αγορών εργασίας, προϊόντων και ενέργειας και αναμενόταν η εξέταση εκ νέου και ο εκσυγχρονισμός των πλαισίων λειτουργίας τους, σύμφωνα πάντα με τις απαιτήσεις και τις κατευθυντήριες οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Επιπλέον, οι ελληνικές αρχές όφειλαν να αναπτύξουν ένα σημαντικό ενισχυμένο πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων, με βελτιωμένη διακυβέρνηση και ένα ανεξάρτητο ταμείο, όπου ο στόχος ήταν η συλλογή €50 δισεκατομμυρίων από αποκρατικοποιήσεις. Τέλος, τα κεφάλαια αυτά αναμενόταν να χρησιμοποιηθούν σύμφωνα με τις απαιτήσεις της συνόδου κορυφής της Ευρωζώνης.

Πιο συγκεκριμένα, στις αγορές εργασίας, η χώρα όφειλε να επανεξετάσει και να εκσυγχρονίσει τα πλαίσια των συλλογικών μισθολογικών διαπραγματεύσεων, των συνδικαλιστικών δράσεων καθώς και των ομαδικών απολύσεων. Παράλληλα, έπρεπε να εστιάσει και στην αντιμετώπιση της αδήλωτης εργασίας.

Επιπλέον, αναμενόταν από τη χώρα να υιοθετήσει πιο φιλόδοξες μεταρρυθμίσεις στις αγορές προϊόντων, μέσω της εφαρμογής των εκκρεμοτήτων του «Competition Assessment Toolkit I» του Ο.Ο.Σ.Α. (Οργανισμός Οικονομικής Συνεργίας και Ανάπτυξης)<sup>30</sup>. Σαφέστερα, το Toolkit, δηλαδή η εργαλειοθήκη του Ο.Ο.Σ.Α,

---

<sup>30</sup> Ο.Ο.Σ.Α. (Οργανισμός Οικονομικής Συνεργίας και Ανάπτυξης, γνωστός και ως OECD): πρόκειται για ένα διεθνή οργανισμό, ο οποίος παρέχει ένα περιβάλλον όπου δίνει τη δυνατότητα στις χώρες μέλη του να συγκρίνουν τις εφαρμογές πολιτικής τους, να βρουν απαντήσεις σε κοινά προβλήματα, να

αποτελούσε έναν ικανό μηχανισμό εντοπισμού των δυσλειτουργιών των νόμων που δυσχέραναν τον ανταγωνισμό και εντοπισμού των εργαλείων για την αντιμετώπισή τους.

Πιο συγκεκριμένα, στο Toolkit I, μεταξύ των κυριότερων συστάσεων του που έπρεπε να πραγματοποιηθούν ήταν:

- το άνοιγμα των καταστημάτων τις Κυριακές,
- οι περίοδοι των εκπτώσεων, όπου το κάθε κατάστημα θα μπορεί ατομικά να πραγματοποιεί εκπτώσεις ανεξάρτητα από τις καθορισμένες ημερομηνίες,
- και τέλος, το άνοιγμα των κλειστών επαγγελματιών, όπως το άνοιγμα φαρμακείων χωρίς πτυχίο φαρμακοποιού.

Ακόμη, όσον αφορά τις εκκρεμότητες της δεύτερης εργαλειοθήκης, δηλαδή του Toolkit II<sup>31</sup>, η μεταποίηση συμπεριλαμβανόταν στα προαπαιτούμενα. Τέλος, το 2016, η Ελλάδα αναμενόταν να εφαρμόσει ένα ευρύ φάσμα μεταρρυθμίσεων της τρίτης εργαλειοθήκης. Γενικά, οι κλάδοι που εξετάστηκαν σε αυτό ήταν του ηλεκτρονικού εμπορίου, του χονδρικού εμπορίου, των μέσων μαζικής ενημέρωσης, των κατασκευών και επιλεγμένοι τομείς της μεταποίησης.

Τέλος, όσον αφορά τον τομέα των αγορών ενέργειας, η Ελλάδα, όπως συμφωνήθηκε με τους θεσμούς, όφειλε να προχωρήσει στην ιδιωτικοποίηση του ΑΔΜΗΕ (Ανεξάρτητος Διαχειριστής Μεταφοράς Ηλεκτρικής Ενέργειας), ειδάλως έπρεπε να βρει ισοδύναμα μέτρα που να έχουν αντίστοιχη επίπτωση στον ανταγωνισμό.

---

προσδιορίσουν και να συγκλίνουν προς τις καλύτερες πρακτικές και τέλος, να συντονίσουν τις εσωτερικές και διεθνείς πολιτικές. Γενικά, ο ΟΕCD μαζί με τις χώρες μέλη του, εργάζονται από κοινού για την καθιέρωση διεθνών προτύπων, έτσι ώστε να βρουν λύσεις για μια σειρά από οικονομικές, κοινωνικές και περιβαλλοντικές προκλήσεις, όπως από τη βελτίωση των οικονομικών επιδόσεων και τη δημιουργία θέσεων εργασίας, μέχρι τη βελτίωση της εκπαίδευσης και την πάταξη της φοροδιαφυγής σε διεθνές επίπεδο.

<sup>31</sup> Toolkit II: Μεταξύ των συστάσεων της δεύτερης εργαλειοθήκης ήταν και η αντιμετώπιση του λαθρεμπορίου και η ενίσχυση του ανταγωνισμού στους κλάδους των ποτών και των πετρελαιοειδών.

Επιπροσθέτως, από τις ελληνικές αρχές αναμενόταν η εφαρμογή ενός προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων. Στο πλαίσιο αυτό, η Ελλάδα δεσμεύτηκε να αναπτύξει ένα ενισχυμένο πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων, με τη θέσπιση νομοθεσίας για διαφανείς διαδικασίες και με τη σύσταση ανεξάρτητου ταμείου (Ελληνική Εταιρεία Συμμετοχών και Περιουσίας-ΕΕΣΥΠ), το οποίο θα διαχειρίζονταν οι ελληνικές αρχές και θα εποπτεύονταν από τα αρμόδια θεσμικά όργανα της Ε.Ε. Στο ανεξάρτητο ταμείο, λοιπόν, θα μεταφέρονταν τα περιουσιακά στοιχεία του ελληνικού δημοσίου και αυτό με τη σειρά του θα τα μετέτρεπε σε χρήματα μέσω ιδιωτικοποιήσεων, αφού πρώτα αξιολογούνταν από κάποιο ανεξάρτητο φορέα. Στο σημείο αυτό, κρίνεται αναγκαίο να σημειωθεί ότι η ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων, θεωρούνταν μια σημαντική πηγή κεφαλαίων, τα οποία σύμφωνα με τις απαιτήσεις της συνόδου κορυφής της Ευρωζώνης, αναμένονταν να χρησιμοποιηθούν για:

- την αποπληρωμή της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών (το 50% των €50 δισεκατομμυρίων),
- τη μείωση του χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ (το 50% των υπόλοιπων €25 δισεκατομμυρίων),
- και τέλος, για επενδύσεις (το υπόλοιπο 50% των €25 δις).

#### 4.9.2.4 Εκσυγχρονισμός του κράτους και της δημόσιας διοίκησης

Στα πλαίσια του εκσυγχρονισμού του κράτους και της δημόσιας διοίκησης και υπό την αιγίδα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η ελληνική κυβέρνηση όφειλε να δεσμευτεί ότι θα μειώσει περαιτέρω τα κόστη του δημόσιου τομέα, ευθυγραμμιζόμενη με το πρόγραμμα που είχε συμφωνηθεί με τους θεσμούς.

Πιο συγκεκριμένα, οι συμφωνηθέντες όροι ήταν:

- η θέσπιση μέτρων για τη βελτίωση της αποδοτικότητας του δικαστικού συστήματος, μέσω της μείωσης της καθυστέρησης επιβολής της δικαιοσύνης,
- η υιοθέτηση της νομοθεσίας για την καταπολέμηση της διαφθοράς,
- καθώς και η διασφάλιση της θεσμικής και λειτουργικής ανεξαρτησίας των εθνικών θεσμικών οργάνων, όπως είναι η Ελληνική Στατιστική Αρχή και η εφορία.

#### 4.10 Ψήφιση νέου πολυνομοσχεδίου

Στις 18 Μαΐου του έτους 2017, ψηφίστηκε το πολυνομοσχέδιο, το οποίο χαρακτηρίστηκε από μέρος του Τύπου ως «κόφτης» ή τέταρτο Μνημόνιο και περιελάμβανε μέτρα ύψους €5,396 δισεκατομμυρίων.

Τα μέτρα του νέου πολυνομοσχεδίου ήταν τα εξής:

- συνέχιση της μείωσης του ΕΚΑΣ,
- κατάργηση των επιδομάτων ένδειας, απροστάτευτων τέκνων, ανεργίας σε νέους μέχρι και 29 ετών από τον ΟΑΕΔ,
- νέες μειώσεις στα ειδικά μισθολόγια δικαστικών, γιατρών ΕΣΥ (Εθνικό Σύστημα Υγείας), πανεπιστημιακών,
- διεύρυνση των κατασχέσεων και καθιέρωση των ηλεκτρονικών πλειστηριασμών,
- αύξηση της εισφοράς των αγροτών από το 14% στο 17%,
- κατάργηση των φοροαπαλλαγών για την εξοικονόμηση €189 εκατομμυρίων για το έτος 2018,
- απελευθέρωση ομαδικών απολύσεων,
- ανάθεση της συμμετοχής του δημοσίου στο υπερταμείο των ΟΑΣΑ, ΟΣΕ, ΟΑΚΑ, ΕΛΤΑ, Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών, Ελληνικές Αλυκές, Ανώνυμη Εταιρεία Διώρυγας Κορίνθου, Οργανισμός Κεντρικών Αγορών και Αλιείας, Κεντρική Αγορά Θεσσαλονίκης, ΗΕΛΕΧΡΟ, Hellenic Duty Free Shops, ΕΥΑΘ και ΕΥΔΑΠ, Κτιριακές Υποδομές ΑΕ, ΕΛΒΟ, Αττικό Μετρό και ΔΕΗ,
- άνοιγμα των καταστημάτων τις Κυριακές,
- κατάργηση του ΕΚΑΣ για το έτος 2019,
- μείωση από 01/01/2019 των κύριων και επικουρικών συντάξεων έως 18%, με παράλληλη πρόβλεψη «παγώματος» των συντάξεων μετά τις περικοπές έως το 2020,
- και τέλος, μείωση από το 2020 του αφορολογήτου από τα €8.636 στα €5.700

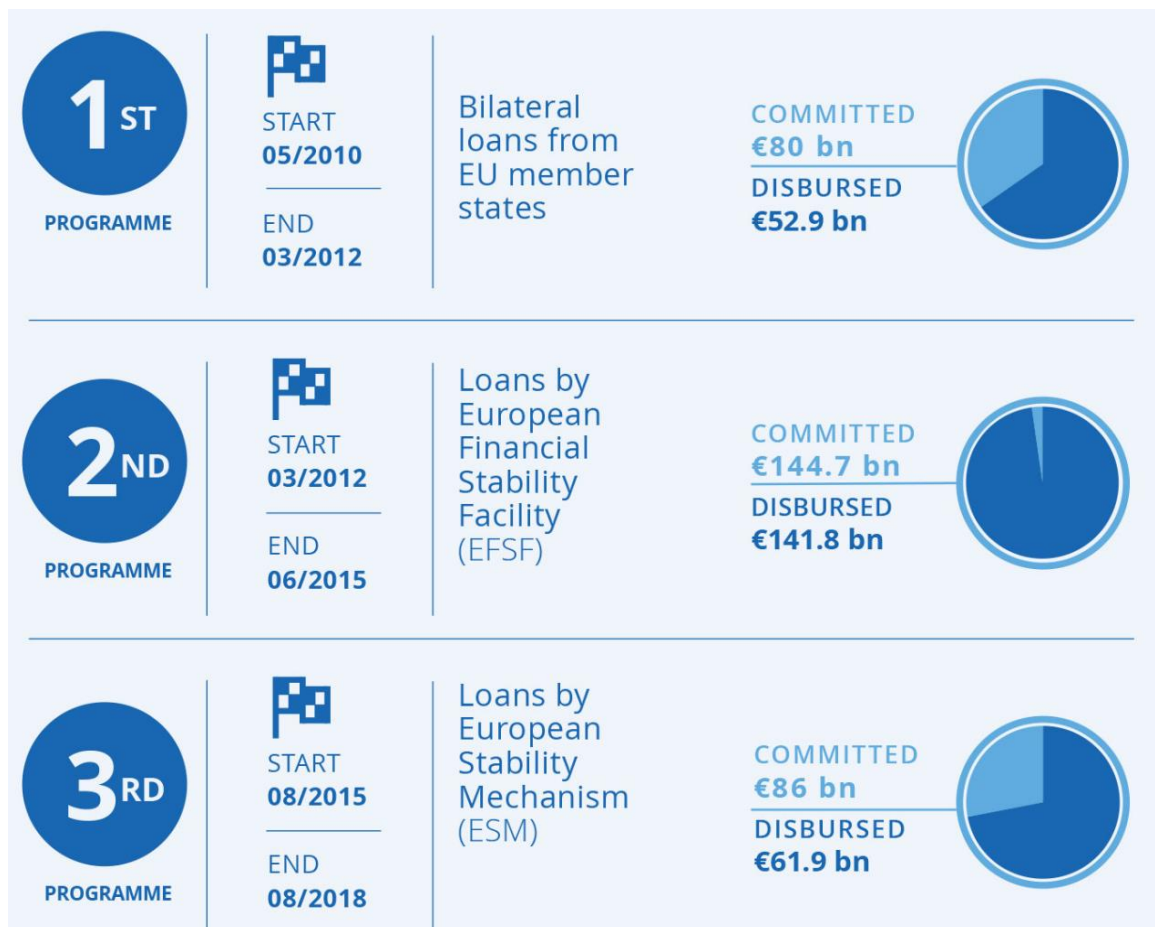
#### 4.11 Οι επιπτώσεις των μέτρων στην πραγματική οικονομία για τα έτη 2015-2018

- Όσον αφορά το έτος 2015, τα μέτρα που ψηφίστηκαν και υιοθετήθηκαν από τις ελληνικές αρχές είχαν σαν αποτέλεσμα ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ να μειωθεί κατά 1,1%, φτάνοντας στο -0,4% (0,7 το 2014) και το δημόσιο έλλειμμα να αυξηθεί κατά 2% ως προς το ΑΕΠ, φτάνοντας στο -5,6% (-3,6% το 2014). Οι θετικές επιδράσεις ήταν ότι το δημόσιο χρέος μειώθηκε κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες ως προς το ΑΕΠ καθώς και ότι η ανεργία έφτασε στο 24,9%, μειούμενη δηλαδή κατά 1,6%. Σε αυτή την ελαφρά μείωση της ανεργίας φαίνεται να συνέβαλε σε σημαντικό βαθμό το γεγονός ότι ο αριθμός των δραστηριοποιούμενων επιχειρήσεων αυξήθηκε κατά 159.700, φτάνοντας συνολικά τις 789.975 επιχειρήσεις. Στο σημείο αυτό, αξίζει να αναφερθεί ότι το έτος 2015 ήταν η πρώτη χρονιά από το 2009, όπου δεν υπήρξε κύμα λουκέτων, σύμφωνα με τον πίνακα 1.3.
- Το έτος 2016, φαίνεται ότι η ελληνική οικονομία εκτυλίχθηκε σε βελτιωμένους ρυθμούς. Σαφέστερα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αυξήθηκε ελαφρώς κατά 0,2%, από δημόσιο έλλειμμα είχαμε δημόσιο πλεόνασμα, σημειώνοντας μια θεαματική μείωση της τάξης του 5,1% και φτάνοντας στο 0,5% του ΑΕΠ (-5,6% το 2015). Παράλληλα, σημειώθηκε και μια μικρή μείωση στο ποσοστό της ανεργίας κατά 1,3%, φτάνοντας και πάλι στο υψηλό ποσοστό του 23,6%. Και αυτή τη χρονιά ο αριθμός των δραστηριοποιούμενων επιχειρήσεων αυξήθηκε, αλλά πολύ λιγότερο (+3.971). Ωστόσο, το σημαντικό ήταν ότι οι επιχειρήσεις που άνοιγαν ήταν περισσότερες από αυτές που έκλειναν. Πέρα όμως από αυτά, η αρνητική επίπτωση που σημειώθηκε στην πραγματική οικονομία ήταν ότι το δημόσιο χρέος αυξήθηκε κατά 2,6%, φτάνοντας στο 178,5% του ΑΕΠ.
- Περνώντας στο έτος 2017, σύμφωνα με τον πίνακα 1.2, ερχόμαστε στο γενικό συμπέρασμα ότι η Ελλάδα άδευε σε περαιτέρω βελτιωμένους ρυθμούς. Αναλυτικότερα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 1,7%, το δημόσιο χρέος μειώθηκε κατά 2,3% και η ανεργία μειώθηκε κατά 2,1%, φτάνοντας κατ' αντιστοιχία στο 1,5%, 176,2% και 21,5%. Τη

χρονιά εκείνη, σημειώθηκαν προσλήψεις στο δημόσιο τομέα (ο αριθμός δε μπορεί να είναι ακριβής καθώς δε γνωρίζουμε τον αριθμό που συνταξιοδοτήθηκε του πίνακα 1.3), ενώ ο αριθμός των δραστηριοποιούμενων επιχειρήσεων μειώθηκε κατακόρυφα, κατά 74.454, λόγω σημαντικής υστέρησης στους τζίρους τους. Επιπροσθέτως, για το έτος 2017, το δημόσιο πλεόνασμα αυξήθηκε κατά 0,2%, φτάνοντας στο 0,7% του ΑΕΠ.

- Τέλος, το 2018, σύμφωνα με τους δείκτες αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας του πίνακα 1.2, ερχόμαστε στο συμπέρασμα ότι η πραγματική οικονομία της χώρας εκτυλίχθηκε θετικότερα σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά. Πιο συγκεκριμένα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,4%, το δημόσιο πλεόνασμα έφτασε στο 1% του ΑΕΠ και η ανεργία μειώθηκε αισθητά, κατά 2,2%, φτάνοντας στο 19,3%. Τη χρονιά εκείνη, συνεχίστηκαν οι προσλήψεις στο δημόσιο τομέα (στον πίνακα 1.3 δεν αποτυπώνεται η εξέλιξη αυτή γιατί στον συνολικό αριθμό των δημοσίων υπαλλήλων συμπεριλαμβάνονται και εκείνοι που συνταξιοδοτήθηκαν) και ο αριθμός των δραστηριοποιούμενων επιχειρήσεων αυξήθηκε ραγδαία, κατά 110.561, φτάνοντας συνολικά τις 830.053 επιχειρήσεις. Παρά ταύτα, κρίνεται αναγκαίο να επισημανθεί ότι η αρνητική επίδραση των μέτρων που υλοποιήθηκαν, ήταν η μεγάλη αύξηση του δημόσιου χρέους κατά 5%, φτάνοντας στο πολύ υψηλό ποσοστό του 181,2% του ΑΕΠ.

#### 4.12 Μια γενικότερη εικόνα της οικονομικής βοήθειας προς την Ελλάδα από κάθε πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής



**Απεικόνιση 6:** Η οικονομική βοήθεια προς την Ελλάδα από κάθε πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής, για τα έτη 2010-2018, έτσι ώστε να αντιμετωπιστεί η κρίση του ελληνικού δημόσιου χρέους. Στην απεικόνιση συμπεριλαμβάνεται και η διάρκεια κάθε προγράμματος  
πηγή: <https://www.consilium.europa.eu/el/infographics/financial-assistance-to-greece-2010-2018/>

Σύμφωνα με την απεικόνιση 6, γίνεται σαφές ότι η οικονομική βοήθεια που δέχτηκε η Ελλάδα από τα τρία προγράμματα οικονομικής προσαρμογής για τα έτη 2010-2018 ήταν €256,6 δισεκατομμύρια. Πιο συγκεκριμένα, η χρηματοδότηση από το πρώτο πρόγραμμα, το οποίο διήρκησε από το Μάιο του 2010 μέχρι το Μάρτιο του 2012, έγινε με διμερή δάνεια από τα κράτη μέλη της ζώνης του Ευρώ, μέσω του μηχανισμού χρηματοδοτικής διευκόλυνσης για την Ελλάδα. Τελικά, στη χώρα εκταμειεύτηκαν τα €52,9 δισεκατομμύρια, από τα συμφωνηθέντα €80 δισεκατομμύρια. Στο δεύτερο πρόγραμμα προσαρμογής, το οποίο διήρκησε από το Μάρτιο του 2012 μέχρι τον Ιούνιο του 2015, η χρηματοδότηση παρασχέθηκε από τα κράτη μέλη της ευρωζώνης,

μέσω του μηχανισμού του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας (EFSF). Κατά το διάστημα αυτό, εκταμιεύτηκε στη χώρα το ποσό των €141,8 δισεκατομμυρίων από τα €144,7 δισεκατομμύρια που είχαν συμφωνηθεί. Τέλος, όσον αφορά το τρίτο πρόγραμμα, ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM) εκταμίευσε εν τέλει τα €61,9 δισεκατομμύρια από τα €86 δις και είχε ισχύ από τον Αύγουστο του 2015 μέχρι τον Αύγουστο του 2018.

Στο σημείο αυτό είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι στο πρώτο και δεύτερο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής, το ΔΝΤ κατέβαλε συμπληρωματικό ποσό ύψους €20 και €12 δισεκατομμυρίων, αντίστοιχα.

#### 4.13 Μια γενικότερη εικόνα της οικονομίας της Ελλάδας

Στο σημείο αυτό, είναι σημαντικό ο αναγνώστης να έχει μία γενικότερη εικόνα της οικονομίας της χώρας, προκειμένου να αντιληφθεί το βαθμό που την επηρέασε η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση καθώς και τη διάρκειά της. Για το σκοπό αυτό, έχουμε επιλέξει να παρουσιάσουμε μέσα στο χρόνο τον ετήσιο ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, το δημόσιο χρέος και έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ και τέλος, την ανεργία. (Πίνακας 2)

Στη συνέχεια, στον πίνακα 3, καταγράφονται ο αριθμός των δημοσίων υπαλλήλων (ευρύτερος δημόσιος τομέας, συμβασιούχοι κτλ) καθώς και ο αριθμός των δραστηριοποιούμενων επιχειρήσεων, σε μια προσπάθεια σύνδεσης με αυτά του ποσοστού της ανεργίας καθώς και των επιπτώσεων των μέτρων στο δημόσιο και ιδιωτικό τομέα.

**Πίνακας 2:** Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ(%), το δημόσιο χρέος και έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ και η ανεργία (%) της Ελλάδας για τη χρονική περίοδο 2007-2018

πηγή:International Monetary Fund, Trading Economics, OECD και Eurostat  
([https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP\\_RPCH@WEO/GRC](https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/GRC),  
<https://www.imf.org/external/datamapper/LUR@WEO/GRC?zoom=GRC&highlight=GRC>,



<https://tradingeconomics.com/greece/government-debt-to-gdp>,  
<https://data.oecd.org/gga/general-government-deficit.htm>,  
<https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>)

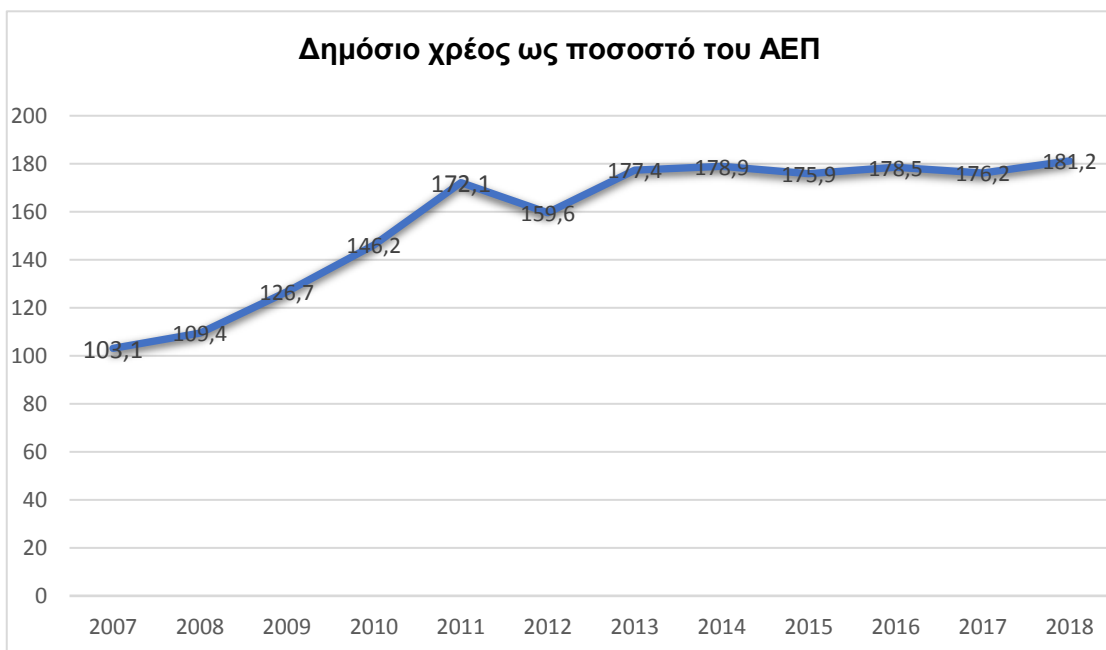
| Ελλάδα   | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ (%) | 3,3   | -0,3  | -4,3  | -5,5  | -9,1  | -7,3  | -3,2  | 0,7   | -0,4  | -0,2  | 1,5   | 1,9   |
| Δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ               | 103,1 | 109,4 | 126,7 | 146,2 | 172,1 | 159,6 | 177,4 | 178,9 | 175,9 | 178,5 | 176,2 | 181,2 |
| Δημόσιο έλλειμμα/ πλεόνασμα ως ποσοστό του ΑΕΠ | -6,7  | -10,2 | -15,1 | -11,2 | -10,3 | -8,9  | -13,2 | -3,6  | -5,6  | 0,5   | 0,7   | 1,0   |
| Ανεργία (%)                                    | 8,4   | 7,8   | 9,6   | 12,7  | 17,9  | 24,4  | 27,5  | 26,5  | 24,9  | 23,6  | 21,5  | 19,3  |

Σύμφωνα με τον πίνακα 2, σχηματικά έχουμε:



**Διάγραμμα 12:** Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ (%) της Ελλάδας για τη χρονική περίοδο 2007-2018

Το 2007, πρόκειται για ένα έτος στο οποίο η Ελλάδα δεν ήταν μέσα στην κρίση και σύμφωνα με το διάγραμμα 12, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ήταν θετικός, στο 3,3%. Ωστόσο, από το 2008 και μετά, όπου τα δεδομένα και οι συνθήκες άλλαξαν, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης έγινε αρνητικός, σημειώνοντας μια συνεχόμενη μείωση κάθε χρόνο, φτάνοντας μέχρι και το -9,1% το 2011. Έκτοτε, σημειώθηκε μια σταθερή άνοδος, όπου το 2014 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ μετατράπηκε ξανά σε θετικό αριθμό, στο 0,7%. Το 2015 μειώθηκε ελαφρώς, φτάνοντας στο -0,4% και από το 2016 μέχρι και το 2018 αυξήθηκε και πάλι, φτάνοντας στο -0,2%, το 1,5% και το 1,9% του πραγματικού ΑΕΠ, αντιστοίχως.



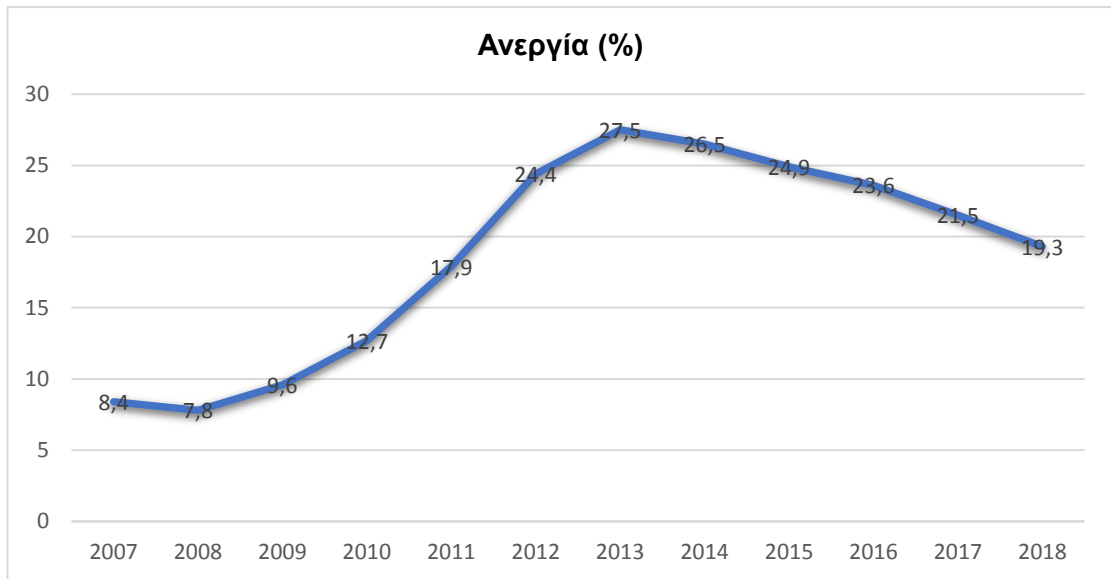
**Διάγραμμα 13:** Το δημόσιο χρέος της Ελλάδας ως ποσοστό του ΑΕΠ για τη χρονική περίοδο 2007-2018

Σύμφωνα με το ανωτέρω διάγραμμα, το έτος 2007, το δημόσιο χρέος ήταν το 103,1% του ΑΕΠ. Από το 2008 μέχρι και το 2011, το δημόσιο χρέος είχε μια συνεχή ανοδική τάση, φτάνοντας στο πολύ υψηλό ποσοστό των 172,1 ποσοστιαίων μονάδων του ΑΕΠ. Αναλυτικότερα, το 2008 αυξήθηκε κατά 6,3%, το 2009 κατά 17,3%, το 2010 κατά 19,5% και τέλος, το 2011 κατά 25,9%. Το 2012, μειώθηκε, φτάνοντας στο 159,6% και έπειτα, είχε μια ελαφρά αυξομειούμενη πορεία, φτάνοντας τελικά στο 181,2% το 2018.



**Διάγραμμα 14:** Το δημόσιο έλλειμμα/πλεόνασμα της Ελλάδας ως ποσοστό του ΑΕΠ για τη χρονική περίοδο 2007-2018

Το 2007, το δημόσιο έλλειμμα ήταν το 6,7% του ΑΕΠ και μέχρι το 2009 είχε αυξηθεί κατά 8,4%, φτάνοντας στο 15,1%. Στα επόμενα τρία έτη, το δημόσιο έλλειμμα ήταν κάθε χρόνο όλο και μικρότερο ως ποσοστό του ΑΕΠ. Σαφέστερα, το 2010, μειώθηκε σημαντικά, κατά 3,9% και τα επόμενα δύο έτη κατά 0,9% και 1,4%, αντίστοιχα. Ωστόσο, το έτος 2013 αυξήθηκε αισθητά, κατά 4,3%, το επόμενο έτος έπεσε κατακόρυφα κατά 9,6%, έπειτα ξανά αυξήθηκε και από το 2016 μέχρι και το 2018, από δημόσιο έλλειμμα είχαμε δημόσιο πλεόνασμα, 0,5%, 0,7% και 1%, αντίστοιχα.



**Διάγραμμα 15:** Η ανεργία (%) της Ελλάδας για τη χρονική περίοδο 2007-2018

Η ανεργία το 2007 υπήρξε 8,4% και το 2008 ήταν στο 7,8%. Έκτοτε, είναι εμφανές ότι το ποσοστό της ανεργίας κυριολεκτικά εκτοξεύτηκε, φτάνοντας στο peak της, στο 27,5% το 2013. Εν συνεχεία, μειώθηκε κατά 1% την επόμενη χρονιά, κατά 1,6% το 2015 και κατά 1,3% το 2016. Το 2017 και το 2018 υπήρξε μια περαιτέρω βελτίωση, καθώς μειώθηκε κατά 2,1% και 2,2%, αντίστοιχα. Ωστόσο, στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι η συνολική εκτίμηση για την πορεία της ανεργίας μέσα στην κρίση είναι ότι τα ποσοστά που σημειώθηκαν εκείνη την περίοδο ήταν πάρα πολύ υψηλά, παρά το γεγονός ότι από το 2013 και μετά άρχισε να μειώνεται. Το 2017 και το 2018, παρατηρείται μια κάποια επιπλέον προσπάθεια μείωσης του ποσοστού της ανεργίας, ωστόσο τα ποσοστά συνέχισαν να είναι εξαιρετικά υψηλά.

**Πίνακας 3:** Ο αριθμός των δημοσίων υπαλλήλων (ευρύτερος δημόσιος τομέας, συμβασιούχοι κτλ) καθώς και ο αριθμός των δραστηριοποιούμενων επιχειρήσεων για τη χρονική περίοδο 2008-2018

πηγή:

[https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%95%CE%BB%CE%BB%CE%B7%CE%BD%CE%B9%CE%BA%CE%AE\\_%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE\\_%CE%BA%CF%81%CE%AF%CF%83%CE%B7\\_\(2009-2018\)](https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%95%CE%BB%CE%BB%CE%B7%CE%BD%CE%B9%CE%BA%CE%AE_%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE_%CE%BA%CF%81%CE%AF%CF%83%CE%B7_(2009-2018))

| Ελλάδα  | 2008      | 2009                | 2010                | 2011             | 2012                | 2013                | 2014                | 2015                | 2016              | 2017                | 2018                |
|---|-----------|---------------------|---------------------|------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-------------------|---------------------|---------------------|
| Αριθμός δημοσίων υπαλλήλων                                  | 1.022.435 | 1.098.117           | 768.009             | 712.076          | 667.733             | 618.709             | 579.164             | 567.197             | 564.915           | 566.022             | 565.464             |
| Αριθμός δραστηριοποιούμενων επιχειρήσεων και μεταβολή (-)/+ | 858.685   | 820.370<br>(38.315) | 746.240<br>(74.130) | 745.677<br>(563) | 727.883<br>(17.794) | 654.367<br>(73.516) | 630.275<br>(24.092) | 789.975<br>+159.700 | 793.946<br>+3.971 | 719.492<br>(74.454) | 830.053<br>+110.561 |

#### 4.14 Αξιολόγηση της γενικότερης κατάστασης που εκτυλίχθηκε – Συμπεράσματα

##### 4.14.1 Η πορεία της Ελλάδας προς τα Μνημόνια

Το βασικό ερώτημα είναι με ποιον τρόπο η Ελλάδα έφτασε στα Μνημόνια. Είναι σαφές ότι σημείο καμπής αποτέλεσε η απόφαση της χώρας να ενταχθεί στην ΟΝΕ, μια απόφαση που ήταν σοφή για μια οικονομία με πολλά δομικά ζητήματα. Εντούτοις, υπήρξε ένα πρόβλημα: Ο φθηνός δανεισμός από τις αγορές με την ένταξη της χώρας στο Ευρώ, το 2001, αποτέλεσε ευκαιρία αλλά συγχρόνως και παγίδα για την οικονομική διαχείριση. Αναλυτικότερα, από τα επιτόκια που ξεπερνούσαν το 10% που δανειζόταν η χώρα με δραχμές, με αποκορύφωμα το 1989 που δανειζόταν με 27%, βρέθηκε να δανείζεται με 2% από την ένταξή της. Το 2003, η χώρα έφτασε να δανείζεται με επιτόκιο μόλις 17 μονάδες βάσης (0,017%) πάνω από τη Γερμανία. Εκ του αποτελέσματος, οι ελληνικές κυβερνήσεις έπεσαν στην παγίδα. Ο αλόγιστος δανεισμός του δημοσίου σε συνδυασμό με τις μακροχρόνιες παθογένειες της ελληνικής οικονομίας και τις διαρθρωτικές αδυναμίες της, αλλά και η έλλειψη ευελιξίας της Νομισματικής Πολιτικής ως μέλος της Ευρωζώνης, κατέστησαν τη χώρα αδύναμη απέναντι στις προκλήσεις της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Το δημόσιο αδυνατούσε

να φανεί αντάξιο στις υποχρεώσεις του και οι αναθεωρήσεις των ελλειμμάτων προηγούμενων ετών προς τα πάνω, οδήγησε σε απώλεια εμπιστοσύνης της ελληνικής οικονομίας από το εξωτερικό. Στη συνέχεια, ακολούθησαν συνεχής υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας, με αποτέλεσμα να σημειωθεί μια απότομη άνοδος των spreads των ομολόγων του ελληνικού δημοσίου. Απόρροια των νέων αυτών δεδομένων χρηματοδότησης ήταν η ελληνική οικονομική κρίση ή αλλιώς ελληνική κρίση χρέους, η αδυναμία δηλαδή του ελληνικού δημοσίου να δανειστεί με χαμηλά επιτόκια από τις διεθνείς αγορές. Η κρίση αυτή, χρονικά τοποθετείται από το Δ' τρίμηνο του έτους 2008, λόγω της ταυτόχρονης αύξησης της ανεργίας και της συρρίκνωσης του ΑΕΠ, μέχρι και την λήξη του τρίτου Μνημονίου, τον Αύγουστο του 2018.

#### 4.14.2 Τα αίτια της πολυετούς παραμονής της χώρας στα Μνημόνια

Στα κύρια αίτια της πολυετούς παραμονής της χώρας στα Μνημόνια και στις συνεχείς επιτηρήσεις της, συμπεριλαμβάνεται το γεγονός ότι οι μνημονιακές συμβάσεις είχαν σε πολλές περιπτώσεις λανθασμένες προτάσεις οικονομικής πολιτικής καθώς και ότι πολλές παλινδρομήσεις σημειώθηκαν από την πλευρά των ελληνικών αρχών. Μεταξύ των πιο επώδυνων παλινδρομήσεων θεωρείται αυτή του έτους 2015, η οποία οδήγησε στο τρίτο Μνημόνιο και στα Capital Control των τραπεζικών συναλλαγών, τα οποία είχαν σκοπό να αποφευχθεί η μαζική απόσυρση των καταθέσεων.

Εκ των πραγμάτων, οι ευθύνες κατανέμονται τόσο στην Τρόικα, η οποία δε θέσπισε κάποιο ουσιαστικό αναπτυξιακό μέτρο, όσο και στο ελληνικό πολιτικό σύστημα, το οποίο αναλώθηκε στον καταλογισμό ευθυνών του παρελθόντος, δίχως σχεδιασμό και προτάσεις για το παρόν και το μέλλον. Για 8 χρόνια, το μοναδικό πλάνο των ελληνικών κυβερνήσεων ήταν οι κατευθυντήριες γραμμές των Μνημονίων που επέβαλε η Τρόικα.

Επιπλέον, στα αίτια της πολυετούς παραμονής της χώρας, συγκαταλέγονται και τα μέτρα που επιβλήθηκαν. Όσον αφορά, λοιπόν, τα μέτρα του ΔΝΤ, του EFSF και του ESM που εφαρμόστηκαν στην Ελλάδα ως προς τη διασφάλιση της οικονομικής

σταθερότητας και της κοινωνικής δικαιοσύνης, αυτά κρίνονται ως μη αποτελεσματικά και στη διάρκεια των ετών ασκήθηκε εντεινόμενη κριτική.

Αναλυτικότερα, τα αίτια της μη αποτελεσματικότητας των μέτρων ήταν τα εξής:

- Μολονότι ο αρχικός σκοπός της δημιουργίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης και του ΔΝΤ ήταν η διασφάλιση της οικονομικής σταθερότητας, μέσω της χορήγησης δανείων σε χώρες που αντιμετώπιζαν οικονομική δυσκολία, με την πάροδο του χρόνου κατέληξαν να διαχειρίζονται την πορεία των περισσότερων οικονομιών. Πιο συγκεκριμένα, το ΔΝΤ, το EFSF και ο ESM, χρησιμοποιώντας τη δανειοδότηση υπό όρους έχουν έμμεση διακυβέρνηση<sup>32</sup> των οικονομιών που δανείζουν. Η όλη κριτική δεν αφορά τη δανειοδότηση, αλλά τους όρους που τη συνοδεύουν, καθώς τα κράτη που προσφεύγουν στα προγράμματα οικονομικής προσαρμογής έχουν περιορισμένη έως ανύπαρκτη διαπραγματευτική δύναμη και εφαρμόζουν μέτρα αποκλειστικά στο τι θεωρούν οι ρυθμιστές των οικονομικών τους πολιτικών πρέπουν, όπως ακριβώς συνέβη και στην περίπτωση της Ελλάδας. Είναι γεγονός πως η χώρα είχε ιδιαίτερως μικρή συμμετοχή στη δημοκρατική διαδικασία για τη λήψη πολιτικών αποφάσεων που αφορούσαν την ίδια.
- Επιπροσθέτως, αξίζει να επισημανθεί ότι γενικότερα, οι όροι των προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής αποτελούν ένα συγκεκριμένο πακέτο μέτρων που παίρνεται από όλες τις οικονομίες που αντιμετωπίζουν οικονομική δυσπραγία, ανεξάρτητα από τις θεσμικές, διαρθρωτικές και κοινωνικές ιδιαιτερότητες κάθε χώρας. Έτσι και με την Ελλάδα το ίδιο συνέβη. Οι διαμορφωτές των προγραμμάτων δεν έδωσαν βάση στα δεδομένα των συνθηκών της αγοράς της καθώς και στη δυνατότητα εφαρμογής των μέτρων από μεριάς της, με αποτέλεσμα τα μέτρα να είναι άκρως επίπονα για το λαό και η χώρα, τουλάχιστον στην αρχή, να μην πιάνει κανέναν από τους στόχους που της είχαν τεθεί.

---

<sup>32</sup> Διακυβέρνηση: στην περίπτωση αυτή, ο όρος αυτός αναφέρεται στον έλεγχο και στη ρύθμιση των οικονομικών σχεδίων και προγραμμάτων των κρατών, χωρίς να υπόκεινται σε εκλογική επικύρωση η νομιμότητάς τους.

- Οι πολιτικές που ακολουθούν τα δάνεια του ΔΝΤ, του EFSF και του ESM, βοηθούν έως ένα βαθμό τις χώρες να καταβάλλουν τις δόσεις για την αποπληρωμή ενός μέρους του χρέους τους, αλλά για τη συντριπτική πλειοψηφία του λαού συνεπάγεται έντονη επιδείνωση του βιοτικού τους επιπέδου.
- Όπως σχολιάζουν σχετικά οι Cagatay N. και Elson D. (2000)<sup>33</sup>, «Το ΔΝΤ προσεγγίζει το θέμα σε σχέση με τις κοινωνικές επιπτώσεις της μακροοικονομικής πολιτικής, παρά με το κοινωνικό περιεχόμενο της μακροοικονομικής πολιτικής. Αυτό σημαίνει ότι δεν επικεντρώνεται στην εξισορρόπηση των κοινωνικών δυνάμεων που πλήττονται από την άσκηση μιας συγκεκριμένης μακροοικονομικής πολιτικής, αλλά στη διαμόρφωση της αποτελεσματικότερης επιλογής των εργαλείων πολιτικής και του χρονικού πλαισίου εφαρμογής τους. Έτσι, η διαμόρφωση της οικονομικής πολιτικής εξαντλείται όχι στο εάν το κρατικό έλλειμμα πρέπει να μειωθεί, αλλά στο πώς θα γίνει αυτό με αύξηση των φόρων ή μείωση των δαπανών. Αντί να κοιτούν την εξισορρόπηση των κοινωνικών δυνάμεων, κοιτάζουν μόνο τις επιπτώσεις της μακροοικονομικής πολιτικής στους ρυθμούς μεγέθυνσης του ΑΕΠ και στις επιπτώσεις της μεγέθυνσης στη φτώχεια».
- Τέλος, τα επιτόκια δανεισμού ήταν ιδιαίτερα υψηλά για μια σχεδόν χρεοκοπημένη χώρα (1<sup>ο</sup> Μνημόνιο).

Σύμφωνα, λοιπόν, με τα παραπάνω, ανάγεται το συμπέρασμα ότι κρίνεται αναγκαία η αναθεώρηση των οικονομικών σχεδίων-προγραμμάτων καθώς και των όρων χορήγησης δανείων που προάγουν τα θεσμικά όργανα του ΔΝΤ και της Ε.Ε. Κυρίως, τα θεσμικά όργανα της τελευταίας, θα έπρεπε να λειτουργούν με τρόπο που να προασπίζουν τους στόχους της Ε.Ε, μεταξύ των οποίων είναι η προαγωγή της βιώσιμης ανάπτυξης καθώς και η ενίσχυση της οικονομικής και κοινωνικής συνοχής μεταξύ των κρατών μελών. Παράλληλα, η εκάστοτε ελληνική κυβέρνηση οφείλει και πρέπει να λειτουργήσει με δημοσιονομική πειθαρχία καθώς και να προτείνει και να

---

<sup>33</sup> Cagatay Nilufer and Elson Diane (2000): “The social content of macroeconomic policies”, World Development



εφαρμόσει πολιτικές που θα τονώσουν το ΑΕΠ της, σύμφωνα πάντα με τις συνθήκες της αγοράς της.

#### 4.14.3 Η κατάσταση της χώρας και το μεγάλο στοίχημα

Τα τελευταία οκτώ χρόνια, καθίσταται σαφές ότι η Ελλάδα εργάστηκε πολύ σκληρά, προκειμένου να ανταποκριθεί στις συνθήκες που συνόδευσαν τα προγράμματα οικονομικής προσαρμογής. Οι κυβερνήσεις που πέρασαν αυτά τα χρόνια, δεσμεύτηκαν να μειώσουν δραματικά τις δαπάνες, να αυξήσουν τα φορολογικά τους έσοδα, να ιδιωτικοποιήσουν κρατικές επιχειρήσεις, να μειώσουν μισθούς και συντάξεις στο δημόσιο και ιδιωτικό τομέα, να αυξήσουν το όριο απολύσεων και να αποδυναμώσουν τα εργατικά συνδικάτα, θέτοντας σε εφαρμογή σκληρές μεταρρυθμίσεις. Αναμφίβολα, η κατάσταση αυτή έφερε πολλές δυσκολίες για τον ελληνικό λαό, με αποτέλεσμα να επικρατούν συλλογικές αντιδράσεις και διαμαρτυρίες.

Η οικονομική πορεία της Ελλάδας, η οποία έχει ήδη αναλυθεί, αποτυπώνει τη μη αποτελεσματικότητα των μέτρων λιτότητας που της επιβλήθηκαν για οικονομική σταθερότητα και κοινωνική δικαιοσύνη. Η χώρα πέρασε από μια μεγάλη ύφεση μέχρι και το 2015, η ανεργία εκτοξεύτηκε σε πρωτόγνωρα ποσοστά, με αποκορύφωμα το έτος 2013, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ήταν σε συνεχόμενη μείωση μέχρι το 2011, το δημόσιο έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν σε εξαιρετικά υψηλά επίπεδα μέχρι και το 2013 και τέλος, ο λόγος του δημόσιου χρέους στο ΑΕΠ εμφάνισε μεγάλη αύξηση και αποσταθεροποίηση μέχρι και το 2018. Πλέον, η Ελλάδα επιχειρεί να αποκλιμακώσει ένα εξαιρετικά υψηλό χρέος, της τάξης του 181,2% . Ακόμη, δεν πρέπει να παραλειφθεί και το γεγονός ότι οι κοινωνικές υπηρεσίες έπασχαν για πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα καθώς και ότι μεγάλες ποσότητες πλούτου της χώρας αποκρατικοποιήθηκαν.

Πέρα όμως από αυτά, σύμφωνα, με τους δείκτες αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας του πίνακα 1.2, ερχόμαστε στο συμπέρασμα ότι το 2016 η ελληνική οικονομία παρουσίασε μία μικρή βελτίωση. Το 2017 και το 2018, αντίστοιχα, η οικονομία σημείωσε βελτιωμένους δείκτες, με εξαίρεση το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ,

το οποίο αυξήθηκε σημαντικά το τελευταίο έτος, κατά 5%. Ύστερα από πολλά χρόνια επώδυνων μεταρρυθμίσεων, την περίοδο εκείνη, οι πολίτες της Ελλάδας άρχισαν να βλέπουν ότι ανοίγουν περισσότερες θέσεις εργασίας, με το βιοτικό επίπεδο να αναμένεται ότι θα αυξηθεί. Εντούτοις, παρά το γεγονός ότι η ανεργία άρχισε να μειώνεται κάθε χρόνο, από το 2014 μέχρι και το 2018, το ποσοστό της εξακολούθησε να παραμένει εξαιρετικά υψηλό, ειδικά για τους νέους ανθρώπους. Έπειτα από πολλές επαναλήψεις αναποτελεσματικών μέτρων, η Ελλάδα τελικά κατάφερε να επιτύχει μία (μέτρια) ανάκαμψη που βρίσκεται σε εξέλιξη, μια καθοδική τάση της ανεργίας και γενικότερα των βασικών δεικτών αξιολόγησης, μια κάποια αύξηση στους πραγματικούς μισθούς και πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά που αποκαθίσταται αργά (το 2014, έπειτα από τέσσερα χρόνια αποκλεισμού της χώρας από τις διεθνείς αγορές, λόγω των υψηλών spread και μετά πάλι το 2017).

Τελικά, το 2018 ο ελληνικός λαός άρχισε να βγαίνει από μια μακρά περίοδο κακουχίας. Πιο συγκεκριμένα, στις 20 Αυγούστου του έτους 2018, μετά από οκτώ χρόνια λήψης δανείων από τις χώρες της ζώνης του Ευρώ, το ΔΝΤ, το EFSF και τον ESM, η Ελλάδα ολοκλήρωσε με επιτυχία το τρίτο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής, σηματοδοτώντας την επίσημη έξοδο της από τα Μνημόνια. Το γεγονός ότι η χώρα ολοκλήρωσε το τρίτο πρόγραμμα δε σημαίνει ότι ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας και τα άλλα θεσμικά όργανα δεν επρόκειτο να εμπλέκονται στενά στις πολιτικές δράσεις και εν γένει στο μέλλον της χώρας. Μια ομάδα του ESM και του ΔΝΤ θα συνεχίσει να επισκέπτεται τακτικά τη χώρα, στα πλαίσια της έγκαιρης προειδοποίησης απόκλισης από τους στόχους για το πρωτογενές πλεόνασμα και της μη τήρησης των οικονομικών μεταρρυθμίσεων που έχει αναλάβει. Με αυτό, λοιπόν, τον τρόπο θα παρακολουθείται η πορεία της ελληνικής οικονομίας και η ικανότητα της χώρας να αποπληρώνει τα δάνειά της.

Η περίοδος εκτός Μνημονίων δεν επρόκειτο να είναι ανέφελη αλλά σίγουρα θα είναι πιο “εύκολη” από τα χρόνια που προηγήθηκαν, καθώς τώρα έχει το “χώρο αναπνοής” για να εφαρμόσει τις μεταρρυθμίσεις που απαιτούνται προκειμένου να ευημερήσει στη ζώνη του Ευρώ. Τα ελλείμματα που έφεραν την οικονομία στο χείλος της καταστροφής έχουν πλέον εξαλειφθεί και μετά τις αποφάσεις των Ευρωπαίων υπάρχει ένα σημαντικό «δίχτυ ασφαλείας»: Ένα πλέγμα μέτρων που θα διατηρεί το κόστος δανεισμού σε χαμηλά επίπεδα για τουλάχιστον δέκα χρόνια, €24,1 δισεκατομμύρια

μετρητά για τα χρόνια μέχρι και το 2022 και μια υπόσχεση ότι η Ευρώπη είναι μακροπρόθεσμος εταίρος και θα είναι σε ετοιμότητα να πάρει περαιτέρω μέτρα, σε περίπτωση που αυτό καθίσταται αναγκαίο. Οι δημοσιονομικοί στόχοι για πρωτογενές πλεόνασμα 3,5% του ΑΕΠ έως το 2022 και 2,2% έως το 2060 είναι πρωτοφανείς μόνι, αναπόφευκτοι δε, καθώς όπως έχει ήδη αναφερθεί η χώρα έχει δανειστεί από τα τρία προγράμματα €256,6 δισεκατομμύρια, με αποτέλεσμα ανάλογες εγγυήσεις να αναμένονται. Εφεξής, η αξιοπιστία της Ελλάδας στο εξωτερικό αναμένεται ότι θα αρχίσει να ανακάτται και ότι οι επιδόσεις της οικονομίας θα βελτιώνονται σταθερά, με αποτέλεσμα να καταστήσουν τους στόχους αυτούς διαπραγματεύσιμους, ειδικά μετά το 2022.

Κλείνοντας την ενότητα της Ελλάδας, τα πρωτοφανή και συστατικά δημοσιονομικά μέτρα που έπραξαν οι κυβερνήσεις για την αντιμετώπιση της κρίσης είχαν ως παράπλευρη συνέπεια την εκτίναξη του δημόσιου χρέους, με την αύξηση του ΑΕΠ της να αποτελεί μονόδρομο. Το μεγάλο στοίχημα από εδώ και πέρα για την Ελλάδα είναι:

- η επίτευξη υψηλών και διατηρήσιμων πρωτογενών πλεονασμάτων, τα οποία θα καλύπτουν τους τόκους εξυπηρέτησης του χρέους και δε θα αυξάνει περαιτέρω η απόλυτη τιμή του χρέους,
- η μείωση της ανεργίας,
- η ενίσχυση της κοινωνικής πολιτικής για την προαγωγή της ευημερίας του πληθυσμού της μέσα από σύνολα ρυθμίσεων και παροχών σε τομείς όπως: η υγεία, η ασφάλιση, η απασχόληση, η στέγαση και οι προνοιακές υπηρεσίες,
- η διασφάλιση της δημοσιονομικής ισορροπίας,
- η σημαντική αύξηση της εξωστρέφειας της ελληνικής οικονομίας και η αναδιάρθρωσή της υπέρ των κλάδων παραγωγής εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών με εξαγωγικό προσανατολισμό,
- καθώς και η διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, μέσω κυρίως της εξυγίανσης του τραπεζικού τομέα και της μείωσης των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Εντούτοις, το κυριότερο όλων είναι να μην επαναληφθούν τα λάθη του παρελθόντος και να υπάρχει πολιτική σοβαρότητα και σταθερότητα από μεριάς των ελληνικών

κυβερνήσεων, έτσι ώστε η χώρα να επιστρέψει σε κανονικότητα και να αποφύγει την πιθανότητα επιστροφής σε νέα Μνημόνια.

## Βιβλιογραφία 4<sup>ου</sup> Κεφαλαίου

### ΙΣΤΙΟΣΕΛΙΔΕΣ:

- [https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A0%CE%B1%CE%B3%CE%BA%CF%8C%CF%83%CE%BC%CE%B9%CE%B1\\_%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE\\_%CF%8D%CF%86%CE%B5%CF%83%CE%B7\\_2008](https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A0%CE%B1%CE%B3%CE%BA%CF%8C%CF%83%CE%BC%CE%B9%CE%B1_%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE_%CF%8D%CF%86%CE%B5%CF%83%CE%B7_2008)
- [https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%95%CE%BB%CE%BB%CE%B7%CE%BD%CE%B9%CE%BA%CE%AE\\_%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE\\_%CE%BA%CF%81%CE%AF%CF%83%CE%B7\\_\(2009-2018\)](https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%95%CE%BB%CE%BB%CE%B7%CE%BD%CE%B9%CE%BA%CE%AE_%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE_%CE%BA%CF%81%CE%AF%CF%83%CE%B7_(2009-2018))
- [https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A4%CF%81%CE%AF%CF%84%CE%BF\\_%CF%80%CF%81%CF%8C%CE%B3%CF%81%CE%B1%CE%BC%CE%BC%CE%B1\\_%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE%CF%82\\_%CF%80%CF%81%CE%BF%CF%83%CE%B1%CF%81%CE%BC%CE%BF%CE%B3%CE%AE%CF%82\\_%CE%B3%CE%B9%CE%B1\\_%CF%84%CE%B7%CE%BD\\_%CE%95%CE%BB%CE%BB%CE%AC%CE%B4%CE%B1](https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A4%CF%81%CE%AF%CF%84%CE%BF_%CF%80%CF%81%CF%8C%CE%B3%CF%81%CE%B1%CE%BC%CE%BC%CE%B1_%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE%CF%82_%CF%80%CF%81%CE%BF%CF%83%CE%B1%CF%81%CE%BC%CE%BF%CE%B3%CE%AE%CF%82_%CE%B3%CE%B9%CE%B1_%CF%84%CE%B7%CE%BD_%CE%95%CE%BB%CE%BB%CE%AC%CE%B4%CE%B1)
- [https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9F%CF%81%CE%B3%CE%B1%CE%BD%CE%B9%CF%83%CE%BC%CF%8C%CF%82\\_%CE%9F%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE%CF%82\\_%CE%A3%CF%85%CE%BD%CE%B5%CF%81%CE%B3%CE%B1%CF%83%CE%AF%CE%B1%CF%82\\_%CE%BA%CE%B1%CE%B9\\_%CE%91%CE%BD%CE%AC%CF%80%CF%84%CF%85%CE%BE%CE%B7%CF%82](https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9F%CF%81%CE%B3%CE%B1%CE%BD%CE%B9%CF%83%CE%BC%CF%8C%CF%82_%CE%9F%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE%CF%82_%CE%A3%CF%85%CE%BD%CE%B5%CF%81%CE%B3%CE%B1%CF%83%CE%AF%CE%B1%CF%82_%CE%BA%CE%B1%CE%B9_%CE%91%CE%BD%CE%AC%CF%80%CF%84%CF%85%CE%BE%CE%B7%CF%82)
- [https://el.wikipedia.org/wiki/Private\\_Sector\\_Involvement](https://el.wikipedia.org/wiki/Private_Sector_Involvement)
- <http://socialpolicy.gr/2011/10/%CE%BF%CF%81%CE%B9%CF%83%CE%BC%CF%8C%CF%82-%CE%BF%CF%81%CE%B9%CE%BF%CE%B8%CE%AD%CF%84%CE%B7%CF%83%CE%B7-%CE%BA%CE%B1%CE%B9-%CF%83%CF%84%CF%8C%CF%87%CE%BF%CE%B9-%CF%84%CE%B7%CF%82-%CE%BA%CE%BF%CE%B9.html>
- <http://grinvest.gr/%CF%81%CE%AE%CF%84%CF%81%CE%B5%CF%82-%CF%83%CF%85%CE%BB%CE%BB%CE%BF%CE%B3%CE%B9%CE%BA%CE%AE%CF%82-%CE%B4%CF%81%CE%AC%CF%83%CE%B7%CF%82/>
- <https://www.consilium.europa.eu/el/council-eu/configurations/ecofin/>
- <https://www.newsbeast.gr/financial/greek-financial/arthro/1875938/ola-ta-metra-tou-tritou-mnimoniou>
- <https://www.eea.gr/arthra-eea/esee-ta-simantikotera-metra-toy-tritoy-mnimoniou/>
- <https://businesslab.gr/arthografia/ti-einai-kodikas-deontologias/123>
- [http://www.keyd.gov.gr/kysdix\\_1\\_home/](http://www.keyd.gov.gr/kysdix_1_home/)
- [http://nomoskopio.gr/n\\_4224\\_13\\_1.php?toc=0&printWindow&](http://nomoskopio.gr/n_4224_13_1.php?toc=0&printWindow&)
- <https://www.in.gr/2015/09/27/economy/systinetai-dimosia-ypiresia-pistwsis-kai-ploytoy-gia-ta-kokkina-daneia>

- <https://www.consilium.europa.eu/el/policies/financial-assistance-eurozone-members/greece-programme/>
- <https://www.tovima.gr/2015/07/09/world/ti-einai-kai-pws-leitoyrgei-o-eyrwpaikos-mixanismos-statherotitas-esm/>
- [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-supervision-and-risk-management/managing-risks-banks-and-financial-institutions/bank-recovery-and-resolution\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-supervision-and-risk-management/managing-risks-banks-and-financial-institutions/bank-recovery-and-resolution_en)
- <https://www.oecd.org/daf/competition/greece-competition-assessment-project.htm>
- <https://www.consilium.europa.eu/el/infographics/financial-assistance-to-greece-2010-2018/>
- <https://www.news247.gr/oikonomia/oi-deka-oikonomikoi-stathmoi-ton-mnimonion-kai-oi-aities-tis-krisis.6641361.html>
- <https://gr.euronews.com/2019/11/15/dnt-ellada-anaqaia-dimosionomiki-isorropia-eksigiansi-trapezwn>
- <https://m.naftemporiki.gr/story/1382115/i-metabasi-apo-to-daneismo-ton-mnimonion-sto-daneismo-ton-agoron>
- [https://www.esm.europa.eu/assistance/greece#bringing\\_greece\\_back\\_to\\_growth](https://www.esm.europa.eu/assistance/greece#bringing_greece_back_to_growth)
- <https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/10/01/sp093019-The-IMF-and-the-Greek-Crisis-Myths-and-Realities>
- <https://ec.europa.eu/eurostat/>
- <http://www.oecd.org/>

#### Άρθρα:

- The distributional effects of IMF programs: A gross-country analysis, World Development, Gopal Garuda (2000)
- PSI και ρήτρες συλλογικής δράσης, ανάπτυξη από το «Δίκαιο Επιχειρήσεων & Εταιρειών», τεύχος 3/έτος 2016, Σταύρος Β.Μιχαλόπουλος
- Monthly Bulletin October 2011, European Central Bank
- Υγιής ανταγωνισμός, ισχυρότερη οικονομία – Αξιοποιώντας την παρακαταθήκη της εργαλειοθήκης του ΟΟΣΑ, Σύνοδος Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών-ΣΕΒ, Τεύχος 51 (4 Φεβρουαρίου 2020)
- Αναπτυξιακές και κοινωνικές επιπτώσεις των πολιτικών σταθερότητας του ΔΝΤ, Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων του Ινστιτούτου Εργασίας της ΓΣΕΕ, Στέλλα Μιχοπούλου
- Νομισματική Πολιτική 2009-2010, Τράπεζα της Ελλάδος (2010)
- Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, Ιούλιος 2010, Τράπεζα της Ελλάδος (2010)
- Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2009, Τράπεζα της Ελλάδος (2010)
- Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2010, Τράπεζα της Ελλάδος (2011)
- Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2011, Τράπεζα της Ελλάδος (2012)
- Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2018, Τράπεζα της Ελλάδος (2019)
- Υποβαθμίζοντας τα δικαιώματα: Το κόστος της λιτότητας στην Ελλάδα, Ελληνική Ένωση για τα Δικαιώματα του Ανθρώπου

## Κεφάλαιο 5: Η περίπτωση του ελληνικού τραπεζικού κλάδου

### 5.1 Εισαγωγή

Με βάση τα παραπάνω δύο κεφάλαια, είναι σαφές το γεγονός ότι η παγκοσμιοποίηση των αγορών μεταβιβάζει τις οικονομικές κρίσεις από χώρα σε χώρα, πόσο μάλλον από τις ΗΠΑ στην Ελλάδα, η οποία εκ του αποτελέσματος είχε και μεγάλο χρέος και έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ. Σύμφωνα, λοιπόν, με αυτή την κατάσταση, κατανοούμε ότι το περιβάλλον που δραστηριοποιούνται οι Όμιλοι των τραπεζικών οργανισμών είναι εξαιρετικά ευμετάβλητο.

Σκοπός του κεφαλαίου αυτού είναι να διερευνηθεί ο βαθμός επίδρασης και οι επιπτώσεις της εμφάνισης της κρίσης του ελληνικού δημοσίου στους Ομίλους του τραπεζικού κλάδου και γενικότερα στον κλάδο. Πιο συγκεκριμένα, θα αναλυθεί η χρηματοοικονομική κατάσταση των Ομίλων των τεσσάρων συστημικών τραπεζών της χώρας καθώς και της μίας μη συστημικής (Attica Bank), για την περίοδο 2007-2018, με τη χρήση αριθμοδεικτών. Η ανάλυση ξεκινάει από το έτος 2007 προκειμένου ο αναγνώστης να έχει μία πρώτη εικόνα της κατάστασης των τραπεζών πριν από την οικονομική κρίση, κατά τη διάρκειά της καθώς και όταν η χώρα βγήκε από αυτήν (Αύγουστος 2018).

### 5.2 Η παρουσίαση των Ομίλων των ελληνικών τραπεζών

Προτού προχωρήσουμε στη χρηματοοικονομική ανάλυση των Ομίλων των συστημικών και μη τραπεζών, κρίνεται αναγκαίο να υπάρξει μια σχετικά σύντομη παρουσίαση των πέντε ελληνικών τραπεζών και των Ομίλων τους: 1) Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, 2) Alpha Bank, 3) Τράπεζα Πειραιώς, 4) Eurobank, 5) Attica Bank. Επρόκειτο να δοθεί έμφαση κυρίως ως προς το πού δραστηριοποιούνται και τι προσφέρουν οι Όμιλοι και οι

τράπεζές τους καθώς και αν οι τελευταίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Ως προς τους Ομίλους και τις τράπεζές τους, το αντικείμενο των εργασιών τους επρόκειτο να θεωρηθεί ως κοινό και αυτό κυρίως είναι:

- η αποδοχή καταθέσεων,
- η αποδοχή δανείων ή άλλων επιστρεπτέων κεφαλαίων,
- η χορήγηση δανείων ή λοιπών πιστώσεων, συμπεριλαμβανομένων και των πράξεων πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων (factoring),
- η έκδοση και διαχείριση μέσων πληρωμής (πιστωτικές και χρεωστικές κάρτες, τραπεζικές επιταγές, i-banking),
- η έκδοση συναλλάγματος,
- η διαμεσολάβηση στις διατραπεζικές αγορές,
- η παροχή συμβουλών σε ιδιώτες και επιχειρήσεις,
- η παροχή ασφαλιστικών λύσεων,
- η παροχή τραπεζικών θυρίδων,
- οι εργασίες χρηματοδοτικής μίσθωσης (leasing),
- οι πράξεις διενέργειας πληρωμών και μεταφοράς κεφαλαίων,
- οι χρηματιστηριακές υπηρεσίες,
- καθώς και οι συμμετοχές σε εκδόσεις τίτλων και παροχή συναφών υπηρεσιών, περιλαμβανομένων και των υπηρεσιών αναδόχου εκδόσεων τίτλων.

Αφού, λοιπόν, επισημάνθηκαν οι λειτουργίες τους, προχωράμε στην παρουσίαση των 5 ελληνικών τραπεζών και των Ομίλων τους:

### **1) Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (ΕΤΕ)**



### **Ο Όμιλος και η Τράπεζα**



“Ο Όμιλος της Εθνικής Τράπεζας, με τη μακρόχρονη παρουσία, την ισχυρή παράδοση και τη συμβολή του στον αναπτυξιακό μετασχηματισμό της χώρας, αλλά κυρίως με την εμπιστοσύνη μετόχων, πελατών, καταθετών και εργαζομένων του, αποτελεί πυλώνα σταθερότητας για την ελληνική οικονομία.”<sup>34</sup> Ο Όμιλος δραστηριοποιείται διεθνώς σε άλλες 8 χώρες: την Κύπρο, τη Βουλγαρία, τη Βόρεια Μακεδονία, τη Μάλτα, την Αυστρία, τη Ρουμανία, την Αίγυπτο και το Ηνωμένο Βασίλειο. Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι εκτός της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, ελέγχει 4 τράπεζες και 49 εταιρείες παροχής χρηματοοικονομικών και λοιπών υπηρεσιών, ανταποκρινόμενος στις συνεχώς μεταβαλλόμενες ανάγκες των ιδιωτών και των επιχειρήσεων.

Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος ιδρύθηκε το 1841, από τον Γεώργιο Σταύρου και αποτέλεσε την πρώτη τράπεζα του νεοελληνικού κράτους. Αξίζει να σημειωθεί ότι είναι η μεγαλύτερη και η παλαιότερη σε λειτουργία τράπεζα της χώρας. Τέλος, η μετοχή της διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 1880 και στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης από το 1999.

## 2) Alpha Bank



### Ο Όμιλος και η Τράπεζα

Ο Όμιλος της Alpha Bank αποτελεί έναν από τους μεγαλύτερους Ομίλους του χρηματοοικονομικού τομέα στην Ελλάδα και δραστηριοποιείται ενεργά στην Κύπρο, την Αλβανία, τη Ρουμανία και τη Μεγάλη Βρετανία.

---

<sup>34</sup> <https://www.nbg.gr/el/the-group>

Αναφορικά με την τράπεζα, η Alpha Bank ιδρύθηκε το 1879 από τον Ιωάννη Φ. Κωστόπουλο και είναι μητρική εταιρεία και βασική τράπεζα του Ομίλου. Αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες ιδιωτικές τράπεζες και είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

### 3) Τράπεζα Πειραιώς

ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



### Ο Όμιλος και η Τράπεζα

Ο Όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς είναι ένας δυναμικός χρηματοοικονομικός οργανισμός με διεθνή παρουσία σε 3 χώρες: την Ουκρανία, τη Γερμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Η Τράπεζα Πειραιώς ιδρύθηκε το 1916 και για πολλές δεκαετίες λειτούργησε ως ιδιωτική τράπεζα. Το 1975 πέρασε υπό κρατικό έλεγχο, όπου και παρέμεινε μέχρι το 1991. Από το Δεκέμβριο του 1991 που ιδιωτικοποιήθηκε και πάλι, έχει παρουσιάσει μεγάλη ανάπτυξη εργασιών, μεγεθών και δραστηριοτήτων. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι και αυτή με τη σειρά της είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

### 4) Eurobank



## Ο Όμιλος και η Τράπεζα

Ο Όμιλος της Eurobank ξεκίνησε τη διαδρομή του το 1990 και σημείωσε μία δυναμική πορεία ανάπτυξης και συγχωνεύσεων μέσα στα χρόνια. Πιο συγκεκριμένα, το 1990 ιδρύθηκε η Ευρωεπενδυτική Τράπεζα. Ύστερα από τέσσερα χρόνια, απέκτησε ποσοστό συμμετοχής 75% στην Banque de Depots, η οποία ονομάστηκε αργότερα EFG Private Bank (Luxembourg) SA. Το 1997, η Ευρωεπενδυτική Τράπεζα Α.Ε. μετονομάστηκε σε Τράπεζα EFG Eurobank Α.Ε. και το 2000 συγχωνεύτηκε με την Τράπεζα Εργασίας Α.Ε. και μετονομάστηκε σε Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias Α.Ε. Απόρροια της ελληνικής οικονομικής κρίσης και των μέτρων διάσωσης των ελληνικών τραπεζών το 2012, ήταν ότι η EFG Group αποφάσισε να διαχωρίσει την ελληνική τράπεζα από το υπόλοιπο της επιχείρησης και να πουλήσει τις μετοχές της στην ελληνική οικογένεια Λάτση. Έτσι, μετονομάστηκε σε Eurobank Ergasias Α.Ε.

Συνάμα, ο Όμιλος παρουσιάζει διεθνή παρουσία σε Ελλάδα, Κύπρο, Σερβία, Βουλγαρία, Λουξεμβούργο και Ηνωμένο Βασίλειο, προσφέροντας ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Τέλος, αναφορικά με την Τράπεζα αξίζει να σημειωθεί ότι και αυτή με τη σειρά της έχει παρουσιάσει μεγάλη ανάπτυξη εργασιών, μεγεθών και δραστηριοτήτων και έχει εδραιώσει την παρουσία της στο χώρο των χρηματιστηριακών συναλλαγών.

### 5) Attica Bank



## Ο Όμιλος και η Τράπεζα

Η Attica Bank (πρώην Τράπεζα Αττικής) ανήκει στον ομώνυμο χρηματοπιστωτικό Όμιλο, με παρουσία 55 καταστημάτων σε εθνικό επίπεδο (2018). Ο Όμιλος δραστηριοποιείται στη χρηματοδότηση κυρίως μικρομεσαίων επιχειρήσεων και στην αγορά ιδιωτών. Παράλληλα, προσφέρει μια σειρά από καταθετικά, επενδυτικά και ασφαλιστικά προϊόντα, αμοιβαία κεφάλαια και υπηρεσίες χρηματοπιστωτικών συναλλαγών.

Η Attica Bank πρόκειται για μια ελληνική τράπεζα, η οποία ιδρύθηκε το 1925 και έχει σαφώς μικρότερο μέγεθος από της προαναφερθείσες τέσσερις συστημικές τράπεζες. Στο σημείο αυτό είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και η μετοχική της σύνθεση αναλύεται ως κάτωθι: ο Ενιαίος Φορέας Κοινωνικής Ασφάλισης (Ε.Φ.Κ.Α.) κατέχει το 46,16% επί του συνόλου των μετοχών της Τράπεζας, το Ταμείο Μηχανικών Εργοληπτών Δημοσίων Έργων (Τ.Μ.Ε.Δ.Ε.) κατέχει το 32,5%, το Ταμείο Αλληλοβοήθειας Προσωπικού Ιονικής-Λαϊκής Τράπεζας και Άλλων Τραπεζών (ΤΑ.ΠΙ.ΛΤ.-ΑΤ) το 2,83% και το υπόλοιπο μερίδιο της τράπεζας το κατέχει το επενδυτικό κοινό.

### 5.3 Η χρηματοοικονομική ανάλυση των Ομίλων των ελληνικών τραπεζών και γενικότερα του κλάδου με τη χρήση αριθμοδεικτών

#### 5.3.1 Εισαγωγή

Οι αριθμοδείκτες ή αλλιώς χρηματοοικονομικοί δείκτες (financial ratio ή accounting ratio) είναι το πηλίκο μεταξύ επιλεγμένων αριθμητικών τιμών που λαμβάνονται από τις οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης. Καταρτίζονται με σκοπό τον προσδιορισμό της πραγματικής θέσεως ή της αποδοτικότητας των διαφόρων τμημάτων ή ολόκληρων

τομέων, οι οποίοι αφορούν μία οικονομική μονάδα και σε τελική ανάλυση της πραγματικής καταστάσεως ολόκληρης της οικονομικής μονάδας ή και γενικότερα του κλάδου στον οποίο ανήκει η μονάδα αυτή.

Στην προκειμένη περίπτωση η οικονομική μονάδα είναι ο εκάστοτε Όμιλος. Οι αναλυτές, είτε είναι εσωτερικοί είτε εξωτερικοί, για να αναλύσουν τις οικονομικές καταστάσεις χρησιμοποιούν ως μέσα τους αριθμοδείκτες. Συνάμα, κρίνεται αναγκαίο να σημειωθεί ότι οι άμεσα ενδιαφερόμενοι από την ανάλυση και ερμηνεία των αριθμοδεικτών είναι: οι μέτοχοι, οι πελάτες, οι πιστωτές, οι εργαζόμενοι, οι δημόσιες υπηρεσίες, η διοίκηση της τράπεζας, το κράτος και γενικά όλοι όσοι έχουν ή σκοπεύουν να δημιουργήσουν κάποια σχέση με αυτόν.

### 5.3.2 Περιγραφή χρηματοοικονομικών δεικτών

Η χρήση των αριθμοδεικτών αποτελεί μία από τις πλέον διαδεδομένες και δυναμικές μεθόδους χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Έπειτα από διεξοδική μελέτη της βιβλιογραφίας οι δείκτες, που παρουσιάζονται παρακάτω, κρίθηκαν ως οι πιο κατάλληλοι για την εξαγωγή μιας αντιπροσωπευτικής εικόνας των οικονομικών καταστάσεων των Ομίλων των ελληνικών τραπεζών.

#### 5.3.2.1 Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων

Η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (Return On Equity-ROE) είναι ένας χρηματοοικονομικός δείκτης που δείχνει κατά πόσο αποδοτικά χρησιμοποιεί μία επιχείρηση τα κεφάλαιά της για να δημιουργήσει πρόσθετα έσοδα (κέρδη). Όσο ο αριθμοδείκτης αυτός διατηρείται υψηλός σε μία επιχείρηση, τόσο αυτή θα διατηρεί μια καλή εικόνα προς όλους τους ενδιαφερόμενους, ενώ αν είναι χαμηλός δίνει την εικόνα ότι τα κεφάλαια των μετόχων της δεν αξιοποιούνται με αποτελεσματικό τρόπο.

Υπολογισμός του δείκτη:

$$\text{Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

ο οποίος εκφράζεται σε ποσοστιαίες μονάδες.

### 5.3.2.2 Αποδοτικότητα Ενεργητικού

Η αποδοτικότητα Ενεργητικού (Return On Assets-ROA) είναι ένας αριθμοδείκτης, ο οποίος δείχνει κατά πόσο αποδοτικά χρησιμοποιούνται τα περιουσιακά στοιχεία μίας επιχείρησης και εκφράζει τα καθαρά κέρδη της ανά μονάδα του συνολικού ενεργητικού της. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης αυτός, τόσο μεγαλύτερη είναι και η ικανότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη, γεγονός που προσελκύει περισσότερους επενδυτές, επιτυγχάνει μεγαλύτερη ικανοποίηση στους μετόχους της και εν τέλει, την οδηγεί στο να είναι βιώσιμη για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται πολλές φορές ως ένα μέσο ελέγχου και αξιολόγησης της διοίκησης μιας επιχείρησης από τους μετόχους της.

Υπολογισμός του δείκτη:

$$\text{Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA)} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

ο οποίος εκφράζεται σε ποσοστιαίες μονάδες.

### 5.3.2.3 Δανειακή Επιβάρυνση

Η δανειακή επιβάρυνση (Debt to Equity ratio) πρόκειται για έναν αριθμοδείκτη, ο οποίος χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης μίας εταιρείας, δηλαδή αν υπάρχει ή όχι υπερδανεισμός και εκφράζει τη σχέση μεταξύ των ξένων κεφαλαίων προς τα ίδια. Παράλληλα, φανερώνει αν μία εταιρεία χρηματοδοτεί τις δραστηριότητές της μέσω των ξένων, έναντι των ιδίων κεφαλαίων.

Υπολογισμός του δείκτη:

$$\text{Δανειακή Επιβάρυνση} = \frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

ο οποίος εκφράζεται σε ποσοστιαίες μονάδες.

Πιο συγκεκριμένα, αν ο δείκτης είναι μεγαλύτερος της μονάδος ή αλλιώς υψηλότερος του 100%, τότε συνάγεται το συμπέρασμα ότι τα ξένα κεφάλαια ξεπερνούν τα ίδια και έτσι, η συνεισφορά των πιστωτών της είναι μεγαλύτερη από τη συνεισφορά των φορέων του οργανισμού. Δηλαδή, όσο μεγαλύτερη είναι αυτή η σχέση, τόσο μικρότερη ασφάλεια παρέχει η επιχείρηση στους πιστωτές της.

#### 5.3.2.4 Κεφαλαιακή Επάρκεια

Η κεφαλαιακή επάρκεια (Capital Adequacy Ratio-CAR) ενός πιστωτικού ιδρύματος είναι ιδιαιτέρως σημαντική, καθώς εξετάζει την καλή χρηματοοικονομική του κατάσταση. Σε περιόδους έντονων οικονομικών περιδινήσεων, όπου κυριαρχεί το αίσθημα της αβεβαιότητας, ένας καλός τρόπος περιορισμού του είναι η ενδυνάμωση των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών, δηλαδή η αύξηση της κεφαλαιακής τους επάρκειας, η οποία πραγματοποιείται κυρίως από το κράτος, αλλά και από τους ιδιώτες επενδυτές. Επιπροσθέτως, αξίζει να σημειωθεί ότι η υψηλή κεφαλαιακή επάρκεια σημαίνει αυξημένες αντοχές ενός τραπεζικού ιδρύματος ενώπιον των εκάστοτε χρηματοοικονομικών κραδασμών καθώς και υψηλότερο βαθμό προστασίας των αποταμιευτών, των επενδυτών και των μετόχων του.

Μέχρι την 31 Δεκεμβρίου του 2007, ο συνολικός δείκτης της κεφαλαιακής επάρκειας υπολογιζόταν σύμφωνα με αυτά που όριζε η Βασιλεία I και από 1 Ιανουαρίου του 2008 έως 31 Δεκεμβρίου του 2013, ο υπολογισμός του έγινε σύμφωνα με τους όρους της Βασιλείας II. Από 1 Ιανουαρίου του 2014, εισήχθει ένα νέο πλαίσιο επάρκειας των ιδίων κεφαλαίων για τα πιστωτικά ιδρύματα, στα πρότυπα της Βασιλείας III.

Οι όροι αυτοί, μεταξύ των άλλων, προέβλεπαν ελάχιστο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας ίσο με 8%, ο οποίος ορίζεται ως η σχέση των συνολικών εποπτικών κεφαλαίων προς το σύνολο σταθμισμένου έναντι κινδύνων ενεργητικού και εκφράζεται σε ποσοστιαίες μονάδες.

#### 5.3.2.5 Ρευστότητα

Ο λόγος δάνεια προς καταθέσεις (Loan to Deposit Ratio-LDR) χρησιμοποιείται από πολλούς αναλυτές ως ένας δείκτης ρευστότητας για τους Ομίλους των τραπεζών. Πιο συγκεκριμένα, ο αριθμοδείκτης ρευστότητας αποτελεί ένα ιδιαίτερος σημαντικό εργαλείο για την αξιολόγηση ενός Ομίλου, καθώς συμβάλλει στη δημιουργία άποψης για το εάν είναι αξιόπιστος ή όχι. Μετράει κατά πόσο ο κάθε ένας από αυτούς μπορεί να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητές του και να εγγυηθεί στους πιστωτές και τους πελάτες του ότι μπορεί να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις του, αποδεικνύοντας τη φερεγγυότητά του.

Υπολογισμός του δείκτη:

$$\text{Ρευστότητα} = \frac{\text{Δάνεια}}{\text{Καταθέσεις}},$$

ο οποίος εκφράζεται σε ποσοστιαίες μονάδες.



Οι αναλυτές για χρόνια θεωρούσαν ως ιδανικό εύρος τιμής για το δείκτη την περιοχή του 70%. Ωστόσο, μετά το ξέσπασμα της κρίσης, ο ιδανικός λόγος δανείων προς καταθέσεις αναθεωρήθηκε μεταξύ 80% και 90%. Έτσι, λοιπόν, αν ο λόγος αυτός πάρει υψηλές τιμές, δηλαδή τιμές που ξεπερνούν τις 100 ποσοστιαίες μονάδες, σημαίνει ότι οι χορηγήσεις δανείων υπερβαίνουν κατά πολύ τις καταθέσεις των πελατών και ενδεχομένως ο Όμιλος να μην έχει αρκετή ρευστότητα για να καλύψει αναμενόμενες ή απρόβλεπτες απαιτήσεις κεφαλαίων. Με άλλα λόγια, η υψηλή τιμή του δείκτη υποδεικνύει χαμηλή ρευστότητα, καθώς υπονοεί ότι τα δάνεια του εκάστοτε Ομίλου των τραπεζών χρηματοδοτούνται σε μικρό βαθμό από καταθέσεις και σε μεγαλύτερο βαθμό από άλλες πηγές χρηματοδότησης (διατραπεζική αγορά, χρηματοδότηση από κεντρικές τράπεζες, έκδοση ομολόγων κτλ.). Αντιθέτως, αν ο λόγος είναι πολύ χαμηλός ο Όμιλος μπορεί να μην κερδίζει όσο θα μπορούσε. Στο πλαίσιο αυτό, αξίζει να επισημανθεί ότι η χαμηλή τιμή του δείκτη, στην περίπτωση που προέρχεται από υψηλή τιμή του παρονομαστή, δηλαδή μεγάλο ποσό καταθέσεων, συνεπάγεται υψηλό βαθμό εμπιστοσύνης των καταθετών προς τον Όμιλο, ή την οικονομία αν πρόκειται για κλάδο.

#### 5.3.2.6 Κέρδη ανά μετοχή

Ο επενδυτικός αυτός χρηματοοικονομικός δείκτης, που είναι και ένας από τους σημαντικότερους, παρουσιάζει το ύψος των καθαρών κερδών μίας επιχείρησης που αντιστοιχεί σε κάθε μετοχής της και επηρεάζεται από τον αριθμό των μετοχών και βέβαια από τα κέρδη της.

Υπολογισμός του δείκτη:

$$\text{Κέρδη ανά μετοχή} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη χρήσεως}}{\text{Αριθμός μετοχών}},$$

ο οποίος εκφράζεται σε χρηματικές μονάδες.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης των κερδών ανά μετοχή (Earnings Per Share-EPS), τόσο περισσότερα κέρδη αντιστοιχούν σε κάθε μετοχή και η αξία-κερδοφορία της επιχείρησης αυξάνεται όλο και περισσότερο. Έτσι, μία μετοχή με υψηλό EPS έχει συνήθως και πιο υψηλή τιμή από μία μετοχή με χαμηλό EPS.

### 5.3.3 Ο Όμιλος της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος

Παρακάτω παρατίθεται η εξέλιξη των επιλεγμένων χρηματοοικονομικών δεικτών ανά τα έτη του Ομίλου της ΕΤΕ:

**Πίνακας 4:** Χρηματοοικονομικοί δείκτες του Ομίλου της Εθνικής Τράπεζας για την περίοδο 2007-2018

\*πηγή: Ετήσιες οικονομικές εκθέσεις του Ομίλου ([www.nbg.gr](http://www.nbg.gr))

| Δείκτες/<br>Έτη   | 2007 | 2008  | 2009  | 2010  | 2011     | 2012    | 2013  | 2014  | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   |
|---|------|-------|-------|-------|----------|---------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (%)                             | 18,9 | 18,9  | 10,6  | 4,2   | (231,4)  | 200,3   | 27,7  | 1,2   | (41,4) | (32,9) | (5,5)  | (0,8)  |
| Αποδοτικότητα Ενεργητικού (%)                                 | 2    | 1,6   | 0,9   | 0,4   | (10,8)   | (2)     | 0,7   | 0,09  | (3,7)  | (3)    | (0,6)  | (0,08) |
| Δανειακή Επιβάρυνση(%)  | 958  | 1.132 | 1.054 | 1.007 | (42.284) | (5.652) | 1.309 | 1.003 | 1.032  | 935    | 778    | 1.055  |
| Συνολικός Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας (Tier I+Tier II) (%)* | 10,2 | 10,3  | 11,3  | 13,7  | 8,3      | 9       | 11,2  | 13,7  | 14,6   | 16,3   | 17     | 16,2   |
| Ρευστότητα (%)  | 90,3 | 103,3 | 105   | 113,5 | 120,1    | 117,7   | 107   | 104,9 | 105,6  | 102,9  | 94,2   | 70     |
| Κέρδη/(Ζημιές) ανά μετοχή-Βασικά (σε €)                       | 3,10 | 2,70  | 1,72  | 0,46  | (12,93)  | (10,62) | 0,62  | 0,32  | (3,94) | (0,33) | (0,48) | (0,09) |

## Ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών

Σύμφωνα με τον πίνακα 4, όσον αφορά τον αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων για τον Όμιλο της ΕΤΕ, σχηματικά αυτός είναι ως εξής:



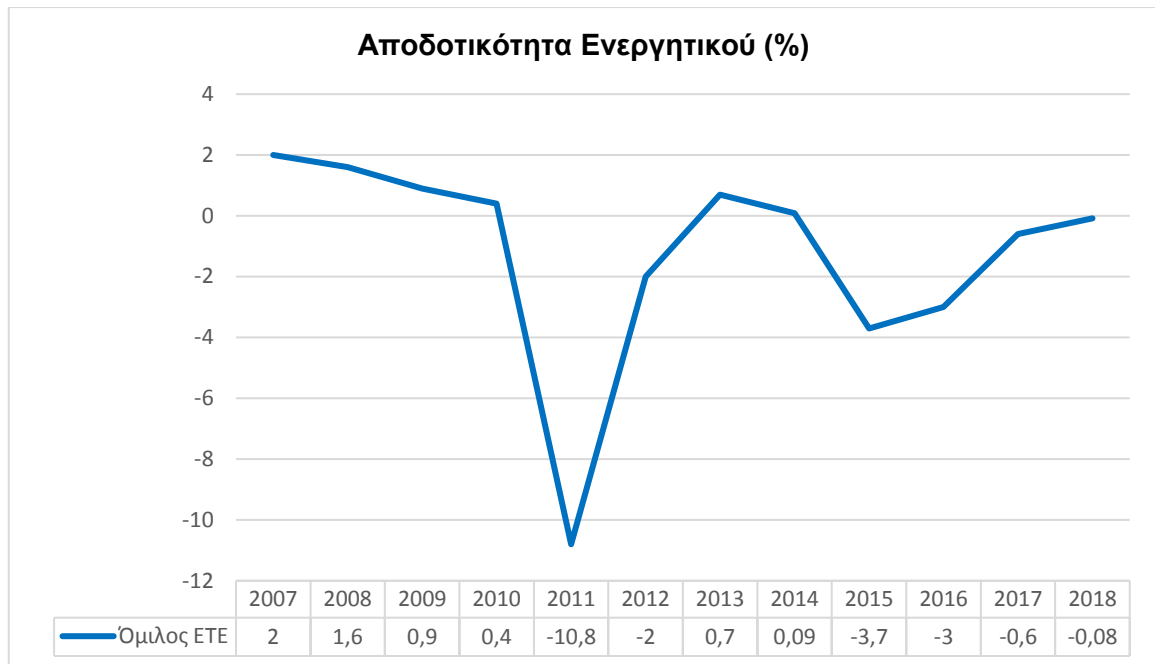
**Διάγραμμα 16:** Η πορεία του αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας Ι.Κ του Ομίλου της ΕΤΕ για τα έτη 2007-2018

Παρατηρώντας την ανάλυση του αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων για τον Όμιλο, καθίσταται σαφές ότι αυτός παρουσίασε έντονες διακυμάνσεις κατά τη διάρκεια της ελληνικής οικονομικής κρίσης, σημειώνοντας ακραίες τιμές το 2011 και το 2012 και μια ελαφρά βελτίωση από το 2016 και μετά.

Αναλυτικότερα, τα έτη πριν την κρίση (2007, 2008) ο αριθμοδείκτης αυτός ήταν υψηλός και φαίνεται ότι αξιοποιούνταν αποδοτικά τα κεφάλαια των μετόχων. Ωστόσο, από το 2009 μέχρι και το 2011, ο δείκτης αυτός μειωνόταν συνεχώς με το πέρασμα του χρόνου. Το γεγονός αυτό εξηγείται, αφού τα καθαρά κέρδη του Ομίλου μειώνονταν ανά

τα έτη, ενώ το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων σε μέσους όρους αυξανόταν μέχρι και το 2010. Μάλιστα, ο Όμιλος το έτος 2011, εμφάνισε αρνητικό αριθμοδείκτη ROE (231,4%), καθώς τη συγκεκριμένη χρονιά είχε ζημίες στα αποτελέσματα χρήσεώς του. Πιο συγκεκριμένα, παρουσίασε εξαιρετικά υψηλές ζημίες, ύψους 12,3 δισεκατομμυρίων ευρώ, γεγονός που οφειλόταν κυρίως στην πρόβλεψη απομείωσης επί της αξίας των ομολόγων του ελληνικού δημοσίου στα πλαίσια της εθελοντικής συμμετοχής του στο πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων για τον ιδιωτικό τομέα (PSI). Η πρόβλεψη αυτή άγγιζε τα €11,8 δισεκατομμύρια, ποσό που αποτελούσε πολύ μεγάλο ποσοστό των συνολικών ζημιών που παρουσίασε εκείνη τη διαχειριστική περίοδο, γεγονός που εν τέλει εξηγεί και το ύψος της τιμής του αριθμοδείκτη τη συγκεκριμένη χρονιά. Στη συνέχεια, το έτος 2012, παρατηρούμε ότι ο δείκτης αυξήθηκε σημαντικά και έγινε θετικός, ξεπερνώντας ακόμα και τους δείκτες προ κρίσης. Σαφέστερα, έφτασε στο 200,3%, παρά το γεγονός ότι και εκείνη τη χρονία ο Όμιλος της ΕΤΕ εμφάνισε ζημίες, ύψους €2,1 δισεκατομμυρίων. Η εξέλιξη, λοιπόν, αυτή συνέβη διότι ο μέσος όρος του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων του ήταν αρνητικός, σε αντίθεση με όλα τα προηγούμενα χρόνια της ανάλυσής μας, με αποτέλεσμα ο αριθμοδείκτης να βγαίνει θετικός. Στο σημείο αυτό είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι η εμφάνιση των αρνητικών ιδίων κεφαλαίων τη διετία 2011 και 2012, εξηγεί και τις επερχόμενες ανακεφαλαιοποιήσεις της τράπεζας του Ομίλου, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν το 2013, το 2014 και το 2015, με στόχο την “οχύρωση” του εθνικού τραπεζικού συστήματος. Έτσι, σύμφωνα με τα παραπάνω, οι ακραίες τιμές του 2011 και του 2012, ήταν αποτέλεσμα των ζημιών (2011, 2012) και των αρνητικών ιδίων κεφαλαίων (2012). Έκτοτε και μέχρι το 2015, ο αριθμοδείκτης μειώθηκε κατά πολύ, φτάνοντας στο 27,7% το έτος 2013 (ποσοστό που ξεπερνάει το δείκτη ROE που σημειώθηκε προ κρίσης), το 1,4% το 2014 και το (41,4%) το 2015. Το 2013 και το 2014, ο Όμιλος εμφάνισε και πάλι καθαρά κέρδη και από το 2015 μέχρι και το 2018, ο Όμιλος εμφάνισε μόνο ζημίες στα αποτελέσματα χρήσεώς του, αλλά μειούμενα από χρονιά σε χρονιά. Μειούμενος ανά τα τέσσερα τελευταία έτη ήταν και ο μέσος όρος των ιδίων κεφαλαίων του. Έτσι, λοιπόν, εξηγείται και η κάπως ανοδική πορεία που σημείωσε ο δείκτης ROE από το έτος 2016 και μετά.

Εν συνεχεία, ο αμέσως επόμενος αριθμοδείκτης που επρόκειτο να αναλυθεί, σύμφωνα με τον πίνακα 4, είναι αυτός της αποδοτικότητας του ενεργητικού, όπου σχηματικά είναι ως εξής:



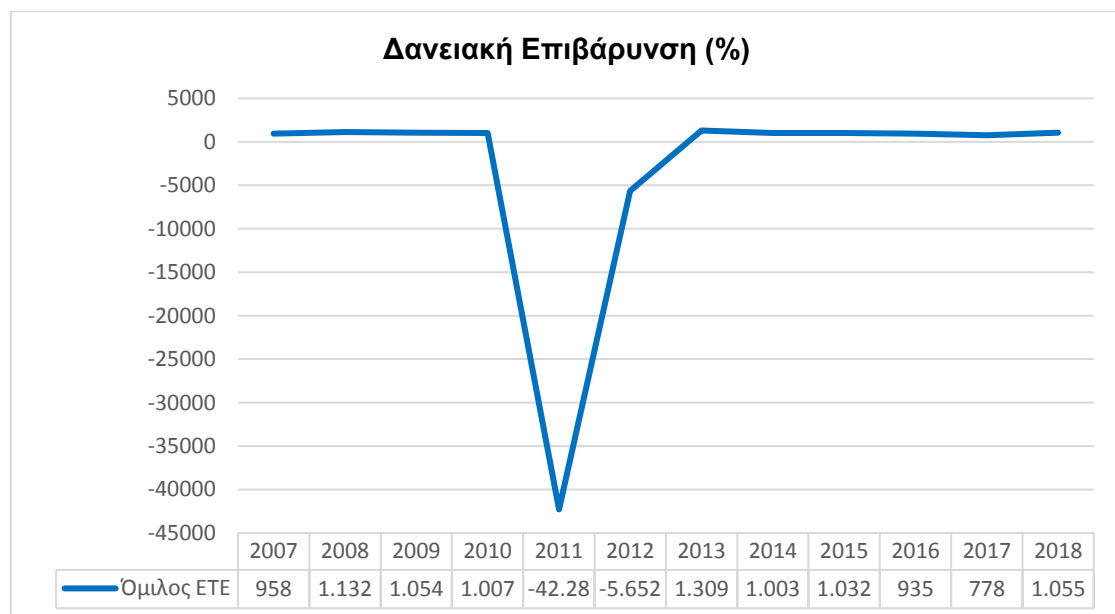
**Διάγραμμα 17 :** Η εξέλιξη του αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας ενεργητικού του Ομίλου της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος για τα έτη 2007-2018

Αρχικά, παρατηρούμε ότι και ο αριθμοδείκτης αυτός, όπως και εκείνος της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων, μειωνόταν συνεχώς μέσα στο χρόνο, σημειώνοντας ακραία τιμή το έτος 2011. Έκτοτε, ο δείκτης αυξομειωνόταν, ώσπου την τελευταία τριετία παρουσίασε μία κάποια ανοδική πορεία. Τέλος, αξίζει να επισημανθεί ότι ο δείκτης ROA δε φαίνεται να ξανά άγγιξε, τουλάχιστον στα χρόνια υπό εξέταση, τα ποσοστά που σημείωσε προ κρίσης δηλαδή, 2% και 1,6%.

Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με το διάγραμμα 1.17, ο δείκτης ROA τα έτη 2007-2011 ήταν 2%, 1,6%, 0,9%, 0,4% και (10,8%), αντίστοιχα. Καθίσταται σαφές ότι η πτωτική αυτή τάση, οφειλόταν αφενός στη μείωση των καθαρών κερδών του Ομίλου και αφετέρου στην αύξηση του ενεργητικού του σε μέσους όρους έως το 2010. Τη διετία 2011 και 2012, ο δείκτης ROA παρουσίασε για πρώτη φορά αρνητικές τιμές, αφού τις εν λόγω χρονιές ο Όμιλος εμφάνισε ζημιές στα αποτελέσματα χρήσεώς του, σαφώς επηρεασμένος από την ελληνική οικονομική κρίση. Ωστόσο, το έτος 2012, ο δείκτης βελτιώθηκε σημαντικά, φτάνοντας στο (2%). Στο σημείο αυτό είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι η εξέλιξη αυτή συνέβη κυρίως λόγω της μείωσης των ζημιών του κατά περίπου €10 δισεκατομμύρια. Έπειτα, η ανοδική πορεία του δείκτη συνεχίστηκε και την αμέσως επόμενη χρονιά, αφού ο Όμιλος εμφάνισε και πάλι καθαρά κέρδη, φτάνοντας στο 0,7%. Τα επόμενα δύο έτη, ο δείκτης μειώθηκε και μάλιστα, το έτος 2015 έγινε και

πάλι αρνητικός, (3,7%). Το αρνητικό πρόσημο συνεχίστηκε και τα έτη 2016, 2017 και 2018, δεδομένου των ζημιών που εμφάνισε στην Κ.Α.Χ. Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι οι ζημίες αυτές ήταν μειούμενες από χρονιά σε χρονιά, όπως και το σύνολο του ενεργητικού του Ομίλου σε μέσους όρους, με αποτέλεσμα ο χρηματοοικονομικός δείκτης ROA να παρουσιάζει μία κάποια ανοδική πορεία, από το (3%) το έτος 2016 στο (0,06%) το 2017 και εν τέλει, φτάνοντας στο (0,08%) το 2018.

Ο αμέσως επόμενος αριθμοδείκτης που θα εξεταστεί, όσον αφορά τον Όμιλο της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, είναι αυτός της δανειακής επιβάρυνσης, όπου απεικονίζεται σχηματικά παρακάτω:



**Διάγραμμα 18:** Η πορεία του δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης του Ομίλου ΕΤΕ για τα έτη 2007-2018

Όσον αφορά, λοιπόν, το δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης για τον Όμιλο, καθίσταται σαφές ότι αυτός αυξομειωνόταν καθ' όλη τη διάρκεια των ετών που εξετάζονται, σημειώνοντας ακραία τιμή το έτος 2011. Πιο συγκεκριμένα, προ κρίσης, ο δείκτης αυτός ήταν 958% και το 2008 αυξήθηκε, φτάνοντας στο 1.132%. Την επόμενη τριετία, παρατηρούμε μία πτωτική πορεία, η οποία έγινε πιο έντονη το 2011, φτάνοντας στο 1.054% το 2009, το 1.007% το 2010 και το (42.284%) το 2011. Εν συνεχεία, το 2012, ο δείκτης αυξήθηκε άρδην, όπως και την επόμενη χρονιά από αυτήν, αλλά σε μικρότερο βαθμό, σημειώνοντας (5.652%) και 1.309%, κατ' αντιστοιχία. Το 2014, ο

χρηματοοικονομικός δείκτης της δανειακής επιβάρυνσης μειώθηκε στο 1.003% και την αμέσως επόμενη χρονιά αυξήθηκε, φτάνοντας στο 1.032%. Συνάμα, τα έτη 2016 και 2017, ο δείκτης μειώθηκε αισθητά στο 935% και το 778%, αντίστοιχα. Κλείνοντας τα έτη εξέτασης, τον τελευταίο χρόνο, ο δείκτης αυξήθηκε σημαντικά, κατά 277%, φτάνοντας στο 1.055%.

Με καθοδηγητικό κριτήριο τα όσα αναφέρθηκαν παραπάνω, ανάγεται το συμπέρασμα ότι ο Όμιλος της ΕΤΕ ήταν ιδιαίτερος μοχλευμένος, ακόμη και πριν το ξέσπασμα της ελληνικής οικονομικής κρίσης και σαφώς, ο υπερδανεισμός του κορυφώθηκε κατά τη διάρκειά της. Με άλλα λόγια, ο Όμιλος χρηματοδοτούσε τις δραστηριότητές του μέσω των ξένων κεφαλαίων, έναντι των ιδίων. Στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι τα έτη 2011 και 2012, ο αριθμοδείκτης της δανειακής επιβάρυνσης ήταν αρνητικός, λόγω των αρνητικών ιδίων κεφαλαίων του Ομίλου τις συγκεκριμένες χρονιές, με αποτέλεσμα η ασφάλεια που παρείχε στους πιστωτές του για επιστροφή κεφαλαίων να ήταν μηδαμινή (αναγκαιότητα ανακεφαλαιοποίησης). Εντούτοις, καθίσταται αναγκαίο να επισημανθεί ότι τα έτη 2016 και 2017, ο αριθμοδείκτης της δανειακής επιβάρυνσης μειώθηκε αισθητά, ακόμα και από τα επίπεδα-ποσοστά προ κρίσης.

Επιπροσθέτως, στα πλαίσια της χρηματοοικονομικής ανάλυσης του Ομίλου με τη χρήση αριθμοδεικτών, ο δείκτης που επρόκειτο να διερευνηθεί, είναι αυτός της συνολικής κεφαλαιακής επάρκειας, όπου σχηματικά παρατίθεται κάτωθι:



**Διάγραμμα 19:** Η πορεία του συνολικού δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας του Ομίλου της ΕΤΕ για τα έτη 2007-2018

Για το δείκτη του ανωτέρω διαγράμματος ακολουθούν οι εξής σημειώσεις:

- για το έτος 2011, τα ίδια κεφάλαια είναι αναμορφωμένα βάσει της ενσωμάτωσης των κεφαλαίων, ύψους €6,9 δισεκατομμυρίων, σύμφωνα με τη σχετική επιστολή επιβεβαίωσης από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ). Δίχως την εν λόγω κεφαλαιακή ενίσχυση, ο συνολικός δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας θα είχε αρνητικό πρόσημο,
- όσον αφορά το δείκτη του έτους 2012, είναι και αυτός προσαρμοσμένος βάσει της συνολικής κεφαλαιακής ενίσχυσης, ύψους €9.756.000.000, εκ των οποίων τα €7,43 δισεκατομμύρια προέρχονται από το ΤΧΣ. Σε περίπτωση που δεν πραγματοποιούνταν η συγκεκριμένη ανακεφαλαιοποίηση, το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα θα είχε σοβαρά προβλήματα βιωσιμότητας και ο συνολικός δείκτης θα είχε αρνητικό πρόσημο,
- το Μάιο του έτους 2014, πραγματοποιήθηκε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, ύψους €2,5 δισεκατομμυρίων και ο δείκτης της συνολικής κεφαλαιακής επάρκειας συμπεριλαμβάνει τα κέρδη της χρήσης.

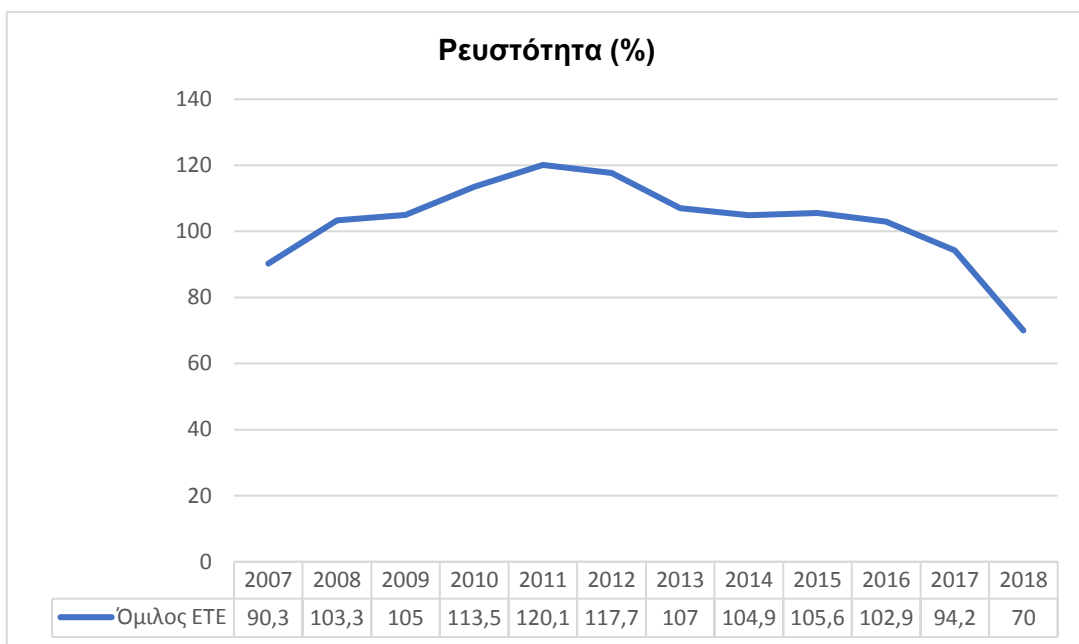
Παρατηρώντας το ανωτέρω διάγραμμα, διαπιστώνεται ότι από το έτος 2007 μέχρι και το 2010, ο συγκεκριμένος δείκτης αυξανόταν, αρχικά αργά και στη συνέχεια εντονότερα, σημειώνοντας τα εξής ποσοστά: 10,2, 10,3, 11,3 και 13,7, κατ' αντιστοιχία. Την αμέσως επόμενη χρονιά μειώθηκε κατά πολύ, στο 8,3%, αλλά έκτοτε παρουσίασε σημαντική ανοδική πορεία μέχρι και το 2017, ώσπου το τελευταίο έτος εξέτασης, ο αριθμοδείκτης μειώθηκε ελαφρώς. Τα ποσοστά που σημείωσε ήταν: 9% το 2012, 11,2% το 2013, 13,7% το 2014, 14,6% το 2015, 16,3% το 2016, 17% το 2017 και τέλος 16,2% το 2018.

Στο σημείο αυτό, κρίνεται αναγκαίο να επισημανθεί το γεγονός ότι οι τιμές των δύο αριθμοδεικτών, για τα έτη 2011 και 2012, ήταν αναμορφωμένες, καθώς αυτές που προέκυπταν με τα δεδομένα των ισολογισμών ήταν μη αποδεκτές. Έχει αναφερθεί ήδη ότι η ελάχιστη υποχρεωτική τιμή για το συνολικό δείκτη της κεφαλαιακής επάρκειας είναι 8%. Στο πλαίσιο, λοιπόν, αυτό ο συνολικός δείκτης της κεφαλαιακής επάρκειας



του Ομίλου της ΕΤΕ για το έτος 2011 ήταν ίσος με (2,6%) και το 2012 ίσος με (6,1%). Σύμφωνα με αυτά, διαπιστώνεται ότι για να μπορούσε να λειτουργεί ο Όμιλος μετά το τέλος του 2011, έπρεπε να προβεί σε άμεση ανακεφαλαιοποίηση της τράπεζάς της. Τελικά, χρησιμοποιώντας τις παραπάνω σημειώσεις ως δεδομένα, δημιουργήθηκαν και οι αναμορφωμένοι δείκτες της συνολικής κεφαλαιακής επάρκειας για τα έτη 2011-2012. Τέλος, όσον αφορά το συγκεκριμένο χρηματοοικονομικό δείκτη, καθίσταται σαφές ότι ακολούθησε αυξανόμενη πορεία από το έτος 2011 μέχρι και το 2017. Εντούτοις, δε θα πρέπει να παραληφθεί το γεγονός ότι τα ποσοστά αυτά δε θα ήταν δυνατά χωρίς τις ανακεφαλαιοποιήσεις που πραγματοποιήθηκαν, οι οποίες είχαν ως στόχο τη διάσωση του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Έπειτα, ο αμέσως επόμενος αριθμοδείκτης που επρόκειτο να διερευνηθεί, είναι αυτός της ρευστότητας, ο οποίος απεικονίζεται σχηματικά παρακάτω:



**Διάγραμμα 20:** Η πορεία του δείκτη ρευστότητας του Ομίλου της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος για τα έτη 2007-2018

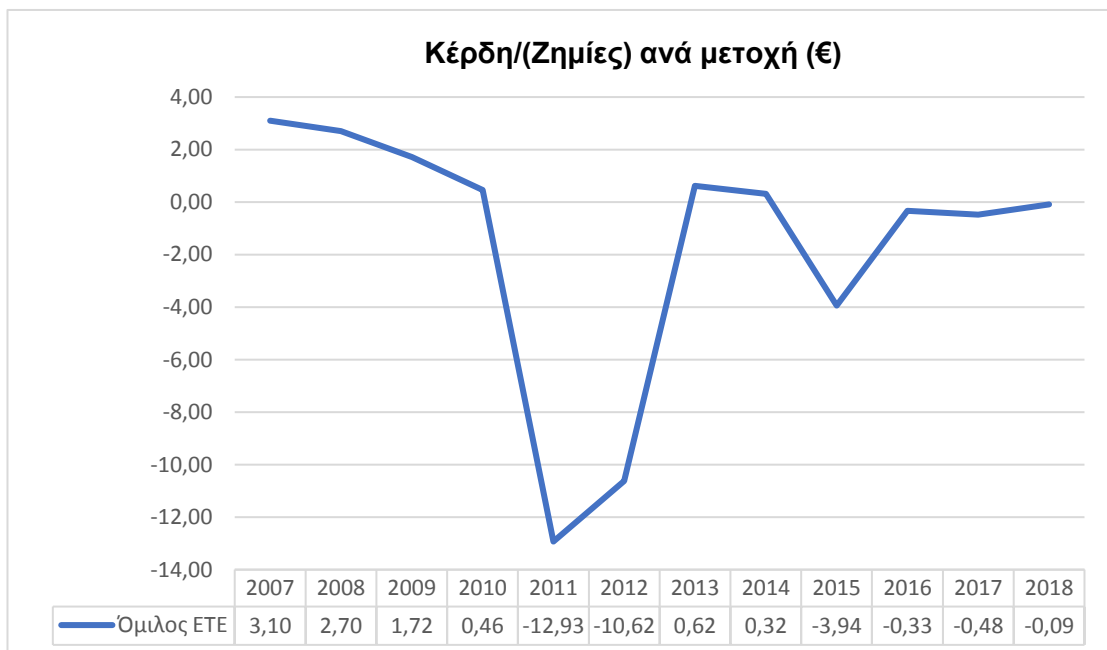
Παρατηρώντας το ανωτέρω διάγραμμα, διαπιστώνεται ότι για τον Όμιλο της Εθνικής Τράπεζας, ο δείκτης δάνεια προς καταθέσεις είχε αύξουσα τάση μέχρι και το 2011. Πιο συγκεκριμένα, σημείωσε 90,3%, 103,3%, 105%, 113,5% και 120,1%, αντίστοιχα. Στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι η εξέλιξη αυτή μέχρι το έτος 2010, ήταν απόρροια κυρίως της αύξησης των δανείων και απαιτήσεων κατά πελατών (μετά από προβλέψεις), ενώ τη διετία 2010 και 2011, στην ανοδική πορεία του δείκτη συνέβαλε

και το γεγονός ότι οι καταθέσεις (σε ευρώ) μειώθηκαν. Τέλος, το 2011, η ανοδική του πορεία οφειλόταν κυρίως στο γεγονός ότι οι καταθέσεις μειώθηκαν. Έπειτα, την αμέσως επόμενη τριετία, ο λόγος δανείων προς καταθέσεις μειωνόταν από χρονιά σε χρονιά, φτάνοντας στο 117,7%, το 107% και το 104,9%, αντιστοίχως. Αναλυτικότερα, η πορεία αυτή οφειλόταν το 2012 κυρίως στο γεγονός ότι τα δάνεια και οι απαιτήσεις κατά πελατών (μετά από προβλέψεις) μειώθηκαν, το 2013 οφειλόταν στο γεγονός ότι τα δάνεια μειώθηκαν ενώ παράλληλα οι καταθέσεις σημείωσαν άνοδο και τέλος, το 2014, η μειούμενη πορεία του δείκτη της ρευστότητας ήταν αποτέλεσμα κυρίως της αύξησης των καταθέσεων. Στη συνέχεια, το 2015, ο δείκτης αυξήθηκε, φτάνοντας στο 105,6%, κυρίως λόγω της σημαντικής μείωσης των καταθέσεων. Έκτοτε και μέχρι το τέλος των ετών εξέτασης, ο δείκτης σημείωσε φθίνουσα πορεία. Τα έτη 2016 και 2017, η εξέλιξη αυτή ήταν απόρροια κυρίως της μείωσης των χορηγήσεων δανείων (μετά από προβλέψεις απομείωσης αξίας απαιτήσεων κατά πελατών), ενώ το 2018, συνέβαλε και το γεγονός ότι οι καταθέσεις αυξήθηκαν. Ολοκληρώνοντας την ανάλυση του δείκτη, αξίζει να σημειωθεί ότι τα ποσοστά που σημείωσε ήταν: 102,9% το 2016, 94,2% το 2017 και τέλος, 70% το 2018.

Ανακεφαλαιώνοντας, η γενική εικόνα για το συγκεκριμένο δείκτη του Ομίλου της Εθνικής Τράπεζας είναι ότι αυτός ήταν ήδη υψηλός ακόμα και προ κρίσης (2007, 2008), συμπεριλαμβανομένου και του έτους 2007, με 90,3%, υιοθετώντας την παραδοχή ότι το ιδανικό εύρος τιμής την περίοδο εκείνη ήταν στην περιοχή του 70%. Με το ξέσπασμα της ελληνικής κρίσης χρέους, ο λόγος δανείων προς καταθέσεις αυξήθηκε εντόνως, με αποκορύφωμα το έτος 2011, υποδεικνύοντας χαμηλή ρευστότητα για τον Όμιλο και υπονοώντας ότι τα δάνεια του Ομίλου χρηματοδοτούνταν σε μικρό βαθμό από καταθέσεις. Έκτοτε, και μέχρι το έτος 2014, ο δείκτης ρευστότητας μειωνόταν από χρονιά σε χρονιά, σηματοδοτώντας μια κάπως “καλύτερη” πορεία του δείκτη, παραμένοντας όμως σε ποσοστά υψηλότερα του 100%. Το έτος 2015, υπήρξε μία δύσκολη χρονιά για τα αποθεματικά ρευστότητας του Ομίλου, καθώς οι καταθέσεις του μειώθηκαν κατακόρυφα, σηματοδοτώντας με αυτό τον τρόπο τη δυσπιστία και το σκεπτικισμό του ελληνικού λαού απέναντι σε αυτόν. Την αμέσως επόμενη χρονιά, ο δείκτης μειώθηκε ελαφρώς, αλλά τα έτη 2017 και 2018, κρίνεται αναγκαίο να σημειωθεί ότι ο λόγος δανείων προς καταθέσεις έπεσε κάτω από το 100%, σηματοδοτώντας σαφή βελτίωση των αποθεματικών ρευστότητας του. Έτσι, ο Όμιλος έγινε πιο αξιόπιστος ότι μπορούσε να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητές του και να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις του. Επιπροσθέτως, από την εξέλιξη του δείκτη φαίνεται ότι η εμπιστοσύνη του ελληνικού λαού άρχισε να αποκαθίσταται για τον Όμιλο.

Κλείνοντας, το ποσοστό του συγκεκριμένου δείκτη για το έτος 2018, έφτασε σε επίπεδα ακόμα και προ κρίσης, αλλά δεδομένου ότι ο ιδανικός δείκτης ρευστότητας έχει αλλάξει και πλέον κυμαίνεται μεταξύ 80% και 90%, είναι πιθανόν ο Όμιλος της ΕΤΕ να μην κέρδιζε όσο θα μπορούσε (έντοκα έσοδα).

Τέλος, στα πλαίσια της χρηματοοικονομικής ανάλυσης του Ομίλου με τη χρήση αριθμοδεικτών, ο επενδυτικός χρηματοοικονομικός δείκτης που επρόκειτο να παρουσιασθεί και να αναλυθεί ανά τα έτη, είναι αυτός των κερδών ανά μετοχή, όπου σχηματικά είναι ως εξής:



**Διάγραμμα 21:** Η πορεία του δείκτη των κερδών ανά μετοχή του Ομίλου της ΕΤΕ για τα έτη 2007-2018

Όσον αφορά, λοιπόν, τα αποτελέσματα του Ομίλου, διαπιστώνεται ότι από τα €3,10 ανά μετοχή το έτος 2007 (ποσό πολύ ικανοποιητικό για την εποχή), ο δείκτης EPS διένυσε μια πτωτική πορεία μέχρι το 2010, φτάνοντας στα €0,46, μία μείωση δηλαδή της τάξης του 85% σε σχέση με το 2007. Τα ενδιάμεσα ποσά του δείκτη σε χρηματικές μονάδες ήταν: 2,70 ευρώ το 2008 και 1,72 ευρώ το 2009. Στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι η συνεχιζόμενη μειούμενη πορεία του δείκτη ήταν αποτέλεσμα τόσο της μείωσης από χρονιά σε χρονιά των κερδών αναλογούντα στους κοινούς μετόχους της τράπεζας, όσο και της παράλληλης αύξησης του σταθμισμένου μέσου όρου των υφιστάμενων κοινών μετοχών. Έπειτα, το έτος 2011, απόρροια της εμφάνισης ζημιών ήταν ο δείκτης EPS να μειωθεί άρδην και να γίνει αρνητικός, στα (12,93) ευρώ, σημειώνοντας μία πτώση της τάξης του 2.911% σε σχέση με το 2010. Οι ζημίες

συνεχίστηκαν και την επόμενη χρονιά, ωστόσο, μειώθηκαν, λόγω των σημαντικών αναδιαρθρώσεων που έλαβαν χώρα σε διάφορους τομείς καθώς και των αποφάσεων περιορισμού των δραστηριοτήτων του Ομίλου, συμβάλλοντας στην αύξηση του δείκτη στα (10,62) ευρώ ανά μετοχή, μία αύξηση της τάξης του 21,8% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά. Τα επόμενα δύο έτη, ο Όμιλος εμφάνισε και πάλι καθαρά κέρδη και έτσι, ο δείκτης αυξήθηκε αισθητά το έτος 2013, φτάνοντας στα €0,62, ενώ το 2014 μειώθηκε ελαφρώς στα €0,32, κυρίως λόγω της μείωσης των κερδών αναλογούντα στους κοινούς μετόχους της τράπεζας. Έκτοτε, από το 2015 μέχρι και το 2018, ο δείκτης εμφάνιζε αρνητικές τιμές και αυξομειωνόταν από χρονιά σε χρονιά, σημειώνοντας (3,94), (0,33), (0,48) και (0,09) ευρώ, αντίστοιχα.

Συμπερασματικά, με βάση την πορεία του επενδυτικού αριθμοδείκτη των κερδών ανά μετοχή, φαίνεται ότι αυτός επηρεάστηκε από την εμφάνιση της ελληνικής κρίσης χρέους. Σύμφωνα με το ανωτέρω διάγραμμα, λοιπόν, διαφαίνεται μια συνεχιζόμενη μειούμενη πορεία του δείκτη των κερδών ανά μετοχή, κυρίως το 2011. Από το ίδιο έτος και μέχρι το 2018, ο Όμιλος εμφάνιζε συνεχώς ζημίες αναλογούσες στους κοινούς μετόχους της τράπεζας, με αποτέλεσμα ο δείκτης EPS να είναι αρνητικός, πλην των ετών 2013 (παρατηρείται μία κάποια σχετική εξομάλυνση) και 2014, γεγονός που εν τέλει εξηγεί και την αναγκαιότητα των επερχόμενων ανακεφαλαιοποιήσεων της τράπεζας του Ομίλου.

#### 5.3.4 Ο Όμιλος της Alpha Bank

Περνώντας στον επόμενο Όμιλο, αυτόν της Alpha Bank, κάτωθι παρουσιάζεται η εξέλιξη ανά τα έτη των επιλεγμένων χρηματοοικονομικών δεικτών (Πίνακας 5).

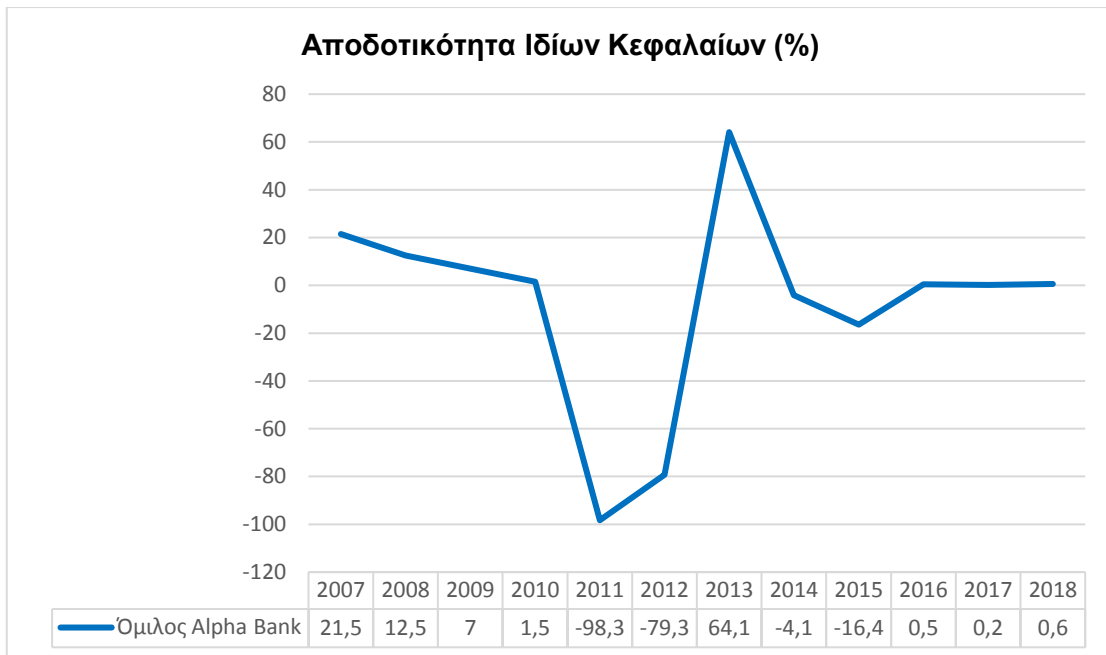
**Πίνακας 5:** Χρηματοοικονομικοί δείκτες του Ομίλου της Alpha Bank για την περίοδο 2007-2018

\*πηγή: Ετήσιες οικονομικές εκθέσεις του Ομίλου ([www.alpha.gr](http://www.alpha.gr))

| Δείκτες/<br>Έτη   | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011   | 2012   | 2013  | 2014   | 2015   | 2016  | 2017  | 2018  |
|---|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| Αποδοτικότητα<br>I.K (%)  | 21,5  | 12,5  | 7     | 1,5   | (98,3) | (79,3) | 64,1  | (4,1)  | (16,4) | 0,5   | 0,2   | 0,6   |
| Αποδοτικότητα<br>Ενεργητικού<br>(%)                                       | 1,6   | 0,86  | 0,5   | 0,1   | (6)    | (1,8)  | 4,4   | (0,4)  | (1,9)  | 0,06  | 0,03  | 0,09  |
| Δανειακή<br>Επιβάρυνση(%)   | 1.174 | 1.556 | 1.065 | 1.055 | 2.908  | 7.453  | 781   | 846    | 665    | 612   | 532   | 649   |
| Συνολικός<br>Δείκτης<br>Κεφαλαιακής<br>Επάρκειας (Tier<br>I+Tier II) (%)* | 12,5  | 10,1  | 13,2  | 13,6  | 9,7    | 9,5    | 16,4  | 14,6   | 16,8   | 17,1  | 18,4  | 17,4  |
| Ρευστότητα (%)  | 101,7 | 119,2 | 119,8 | 128,7 | 152,6  | 142,6  | 121,6 | 115,5  | 149,8  | 134,8 | 124,1 | 103,9 |
| Κέρδη/(Ζημιές)<br>ανά μετοχή-<br>Βασικά (σε €)                            | 2,10  | 1,15  | 0,77  | 0,05  | (7,27) | (1,12) | 0,44  | (1,34) | (3,56) | 0,03  | 0,01  | 0,03  |

## Ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών

Σύμφωνα με τον πίνακα 5, όσον αφορά τον αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων του Ομίλου της Alpha Bank, σχηματικά αυτός είναι ως εξής:



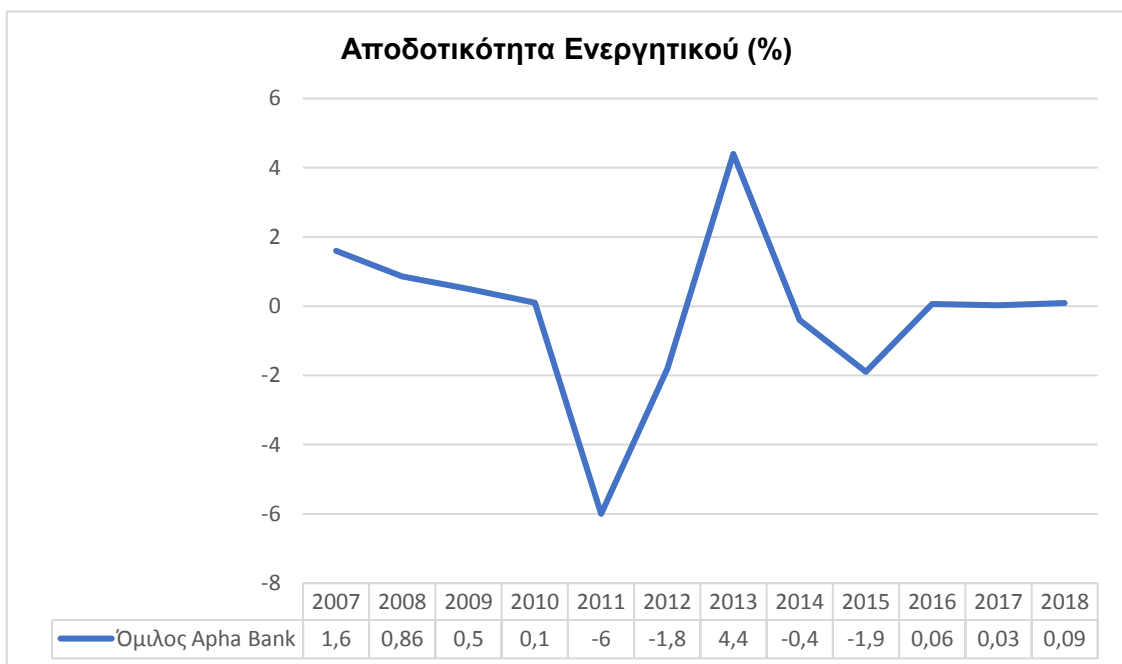
**Διάγραμμα 22:** Η πορεία του αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας των Ι.Κ του Ομίλου της Alpha Bank για τα έτη 2007-2018

Από την ανάλυση του χρηματοοικονομικού δείκτη ROE για τον Όμιλο της Alpha Bank, είναι σαφές ότι αυτός παρουσίασε έντονες διακυμάνσεις κατά τη διάρκεια της ελληνικής οικονομικής κρίσης και πιο συγκεκριμένα μέχρι το 2016, σημειώνοντας ακραίες τιμές τα έτη 2011, 2012 και 2013.

Πιο συγκεκριμένα, τα έτη πριν την κρίση, ο αριθμοδείκτης αυτός ήταν υψηλός και φαίνεται ότι αξιοποιούνταν αποδοτικά τα κεφάλαια των μετόχων (21,5% το 2007 και 12,5% το 2008). Ωστόσο, καθίσταται σαφές ότι από το 2007 μέχρι και το 2011, ο δείκτης μειωνόταν συνεχώς με το πέρασμα του χρόνου. Η εξέλιξη αυτή συνέβη διότι τα καθαρά κέρδη του Ομίλου μειώνονταν ανά τα έτη, ενώ το σύνολο των Ι.Κ του σε μέσους όρους αυξάνονταν μέχρι και το έτος 2010. Το 2011, ο Όμιλος εμφάνισε αρνητικό δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (98,3%), δεδομένου ότι είχε ζημίες στα αποτελέσματα χρήσεώς του. Αναλυτικότερα, εμφάνισε υψηλές ζημίες, ύψους €3,8 δισεκατομμυρίων, οι οποίες οφείλονταν κυρίως στις ζημίες απομειώσεως ομολόγων του ελληνικού δημοσίου και δανείων προς ΔΕΚΟ που συμμετείχαν στο PSI, γεγονός που εν τέλει εξηγεί και το ύψος του δείκτη τη συγκεκριμένη χρονιά. Την επόμενη χρονιά, εμφάνισε πάλι ζημίες αλλά μειούμενες, με το δείκτη ROE να αυξάνεται, φτάνοντας στο (79,3%). Το έτος 2013, ο Όμιλος εμφάνισε καθαρά κέρδη, ύψους 2,9

δισεκατομμυρίων και ο μέσος όρος των Ι.Κ του αυξήθηκε σημαντικά, κυρίως λόγω της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου που πραγματοποιήθηκε τη συγκεκριμένη χρονιά. Έτσι, ο δείκτης σημείωσε μεγάλη ανοδική τάση, φτάνοντας στο 64,1%, ποσοστό που ξεπερνούσε ακόμα και τους δείκτες ROE προ κρίσης. Τα επόμενα δύο έτη, ο δείκτης ROE μειώθηκε σημαντικά στο (4,1%) το 2014 και στο (16,4%) το 2015, όπου Ο Όμιλος εμφάνισε αυξανόμενες ζημίες, ενώ ο μέσος όρος του συνόλου των Ι.Κ του αυξήθηκε από χρονιά σε χρονιά. Τέλος, αναφορικά με το συγκεκριμένο δείκτη, τα έτη 2016-2018, αυτός σημείωσε ανεπαίσθητες αυξομειώσεις, οι οποίες κυμάνθηκαν μεταξύ του 0,2% και 0,6%.

Έπειτα, ο αμέσως επόμενος αριθμοδείκτης που επρόκειτο να διερευνηθεί για τον Όμιλο, είναι αυτός της αποδοτικότητας του ενεργητικού, ο οποίος απεικονίζεται σχηματικά παρακάτω:



**Διάγραμμα 23:** Η εξέλιξη του αριθμοδείκτη ROA του Ομίλου της Alpha Bank για τα έτη 2007-2018

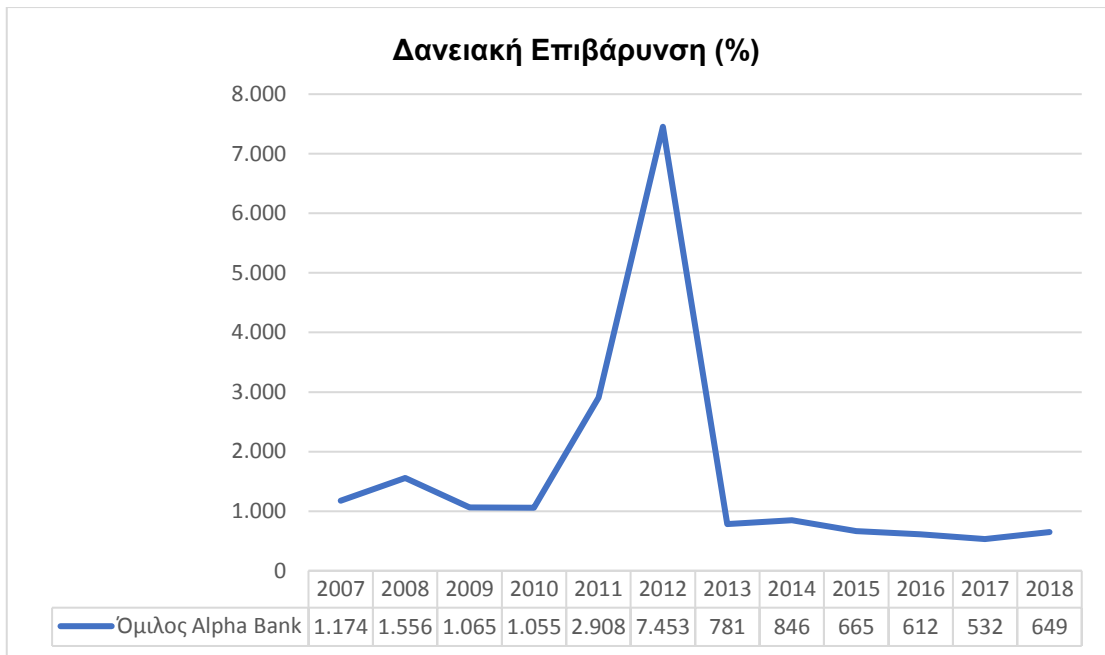
Καθίσταται σαφές ότι ο δείκτης ROA εμφάνισε καθοδική πορεία για τα έτη εξέτασης 2007-2011, με τη μεγαλύτερη μείωση να σημειώνεται το έτος 2011 (ακραία τιμή). Τα επόμενα δύο έτη, ο δείκτης αυξήθηκε σημαντικά, όπου το 2013 ο δείκτης φαίνεται ότι ξεπέρασε και τα ποσοστά προ κρίσης (ακραία τιμή). Εν συνεχεία, το 2014 και το 2015

μειώθηκε και πάλι, φτάνοντας στο (0,4%) και το (1,9%). Τέλος, τα τελευταία τρία έτη εξέτασης, ο δείκτης σημείωσε ανεπαίσθητες αυξομειώσεις.

Αναλυτικότερα, η μειούμενη πορεία του δείκτη ROA για τα έτη 2007-2011 δικαιολογείται από το γεγονός ότι τα καθαρά κέρδη του Ομίλου μειώνονταν, ενώ παράλληλα το σύνολο του ενεργητικού του σε μέσους όρους αυξάνονταν μέχρι το 2010. Ο δείκτης όσον αφορά τα προαναφερθέντα έτη ήταν: 1,6%, 0,86%, 0,5%, 0,1% και (6%), αντίστοιχα. Τα έτη 2011 και 2012, ο Όμιλος εμφάνισε ζημίες στην Κ.Α.Χ του, γεγονός που δικαιολογεί τον αρνητικό αριθμοδείκτη. Πιο συγκεκριμένα, το 2011, εμφάνισε εξαιρετικά υψηλές ζημίες ποσό που άγγιζε τα €4 δισεκατομμύρια, ενώ παράλληλα το σύνολο του ενεργητικού του σε μέσους όρους μειώθηκε σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά, γεγονός που εν τέλει εξηγεί και το ύψος του δείκτη. Την επόμενη χρονιά, ο δείκτης ROA έφτασε στο (1,8%), σημειώνοντας αισθητή βελτίωση, απόρροια κυρίως της αισθητής μείωσης των ζημιών που εμφάνισε. Επιπροσθέτως, το 2013, ο δείκτης σημείωσε περαιτέρω βελτίωση, καθώς ο Όμιλος εμφάνισε καθαρά κέρδη. Εν αντιθέσει με την καλή πορεία του δείκτη για τα έτη 2012 και 2013, το 2014 φαίνεται ότι αυτός μειώθηκε και πάλι, συνεχίζοντας την καθοδική πορεία και την επόμενη χρονιά, φτάνοντας στο (0,4%) και (1,9%), κατ' αντιστοιχία. Τέλος, για τα έτη 2016, 2017 και 2018 ο δείκτης της αποδοτικότητας του ενεργητικού αυξομειώθηκε ανεπαίσθητα. Το 2016 ήταν 0,06%, λόγω της εμφάνισης καθαρών κερδών καθώς και της μείωσης του συνόλου του ενεργητικού του Ομίλου σε μέσους όρους, το 2017 ήταν 0,03% κυρίως λόγω της μείωσης των καθαρών κερδών του και το 2018 ήταν 0,09%, αφενός λόγω της αύξησης των καθαρών κερδών του και αφετέρου λόγω της μείωσης του συνόλου του ενεργητικού του σε μέσους όρους.

Στα πλαίσια της χρηματοοικονομικής ανάλυσης του Ομίλου, σύμφωνα με τον πίνακα 5, ο αμέσως επόμενος αριθμοδείκτης είναι αυτός της δανειακής επιβάρυνσης, όπου παρατίθεται σχηματικά κάτωθι:





**Διάγραμμα 24:** Η πορεία του δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης του Ομίλου της Alpha Bank για τα έτη 2007-2018

Σχετικά με το χρηματοοικονομικό δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης του Ομίλου της Alpha Bank, καθίσταται σαφές ότι αυτός αυξομειωνόταν, σημειώνοντας ακραία τιμή το έτος 2012. Πιο συγκεκριμένα, προ κρίσης, ο δείκτης αυτός ήταν 1.174% και το επόμενο έτος αυξήθηκε, φτάνοντας στο 1.556%. Την επόμενη διετία, παρατηρούμε μία πτωτική πορεία, η οποία ήταν πιο μικρή το 2010, φτάνοντας στο 1.065% το 2009 και το 1.055% το 2010. Στη συνέχεια, το 2011 αυξήθηκε σημαντικά στο 2.908% και την αμέσως επόμενη χρονιά από αυτήν σημείωσε περαιτέρω αύξηση, πολύ μεγαλύτερου μεγέθους, φτάνοντας στο 7.453%. Έπειτα, το 2013, ο χρηματοοικονομικός δείκτης της δανειακής επιβάρυνσης μειώθηκε αισθητά στο 781% και την επόμενη χρονιά αυξήθηκε, στο 846%. Από το 2015 και μετά, ο δείκτης παρουσίασε μια πτωτική πορεία μέχρι και το 2017, φτάνοντας στο 665%, το 612% και το 532, αντίστοιχα, ώσπου το 2018 αυξήθηκε κατά 117%, φτάνοντας στο 649%.

Με γνώμονα, λοιπόν, τα παραπάνω, ανάγεται το συμπέρασμα ότι ο Όμιλος της Alpha Bank ήταν ιδιαίτερος μοχλευμένος, ακόμη και πριν το ξέσπασμα της ελληνικής οικονομικής κρίσης και σαφώς, ο υπερδανεισμός του κορυφώθηκε κατά τη διάρκεια της και συγκεκριμένα, μέχρι το έτος 2012. Ο Όμιλος καθ' όλη τη διάρκεια των ετών εξέτασης, φαίνεται ότι χρηματοδοτεί τις δραστηριότητές του μέσω των ξένων

κεφαλαίων, έναντι των ιδίων. Στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι το έτος 2012, ο αριθμοδείκτης της δανειακής επιβάρυνσης κορυφώθηκε διότι τα ξένα κεφάλαια του Ομίλου αυξήθηκαν, αλλά κυρίως γιατί τα ίδια κεφάλαια μειώθηκαν σημαντικά στα €772,6 εκατομμύρια (από €1,9 δισεκατομμύρια το 2011). Επιπλέον, η εξαιρετικά μεγάλη μείωση του δείκτη την επόμενη χρονιά, οφειλόταν κυρίως στην αύξηση των ιδίων κεφαλαίων (€8,3 δισεκατομμύρια) από την ανακεφαλαιοποίηση που υπέστη η τράπεζα. Γενικότερα, αξίζει να επισημανθεί ότι από το έτος 2013 μέχρι και το 2018, ο αριθμοδείκτης της δανειακής επιβάρυνσης, όσον αφορά τον Όμιλο της Alpha Bank, ήταν μικρότερος ακόμη και από τα επίπεδα προ κρίσης και ότι από το έτος 2015 μέχρι και το 2017, συνεχώς μειωνόταν.

Ακόμη, ο δείκτης που επρόκειτο να διερευνηθεί για τα έτη 2007-2018, είναι αυτός της συνολικής κεφαλαιακής επάρκειας, όπου σχηματικά είναι ως εξής:



**Διάγραμμα 25:** Η πορεία του συνολικού δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας του Ομίλου της Alpha Bank για τα έτη 2007-2018

Για το δείκτη του ανωτέρω διαγράμματος ακολουθούν οι εξής σημειώσεις:

- σχετικά με το δείκτη του έτους 2011, αυτός είναι προσαρμοσμένος βάσει της καταβολής ύψους €1,9 δισεκατομμυρίων από το Ελληνικό Ταμείο

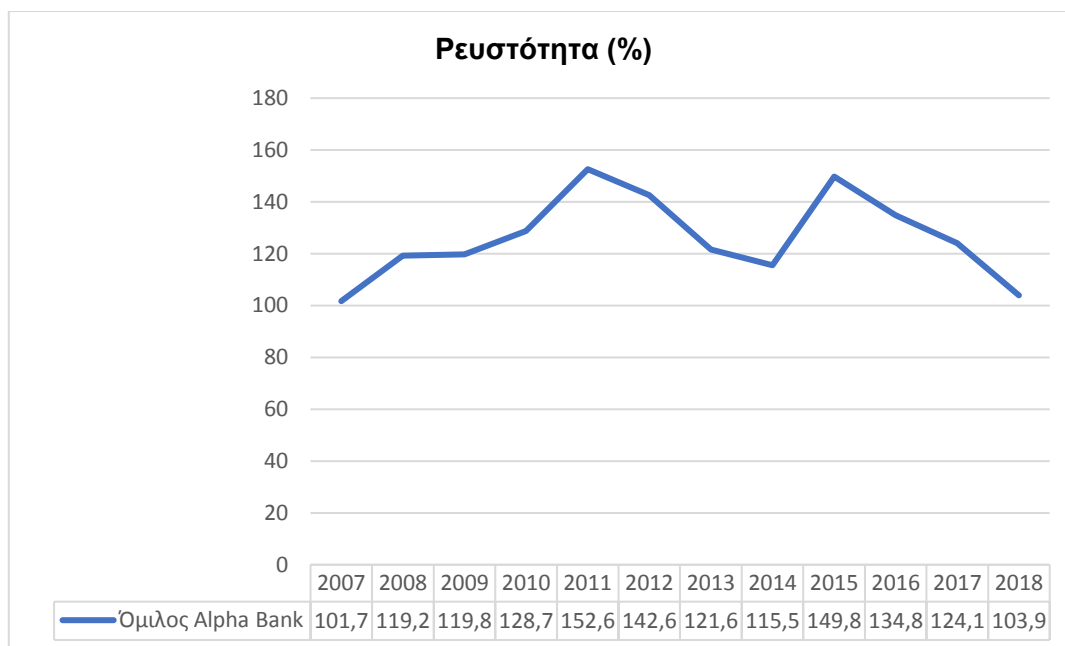
Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕΤΧΣ), εν όψει της επικείμενης συμμετοχής του στην κεφαλαιακή ενίσχυση της τράπεζας του Ομίλου,

- όσον αφορά το δείκτη του έτους 2012, αυτός είναι αναμορφωμένος σύμφωνα με την κεφαλαιακή ενίσχυση από το ΤΧΣ, ύψους €2,9 δισεκατομμυρίων,
- και τέλος, στις 31/12/2013 ο δείκτης είναι υπολογισμένος βάσει της ΠΕΕ 13/28.3.2013 της ΤτΕ, ενώ από 1/1/2014, ο δείκτης είναι υπολογισμένος σύμφωνα με το πλαίσιο της Βασιλείας III.

Παρατηρώντας το ανωτέρω διάγραμμα, διαπιστώνεται ότι το έτος 2007, ο συνολικός δείκτης της κεφαλαιακής επάρκειας του Ομίλου ήταν 12,5% και την επόμενη χρονιά μειώθηκε στο 10,1%. Την επόμενη διετία, ο δείκτης αυξήθηκε, σημειώνοντας 13,2% και 13,6%, κατ' αντιστοιχία. Στη συνέχεια, το έτος 2011, ο δείκτης ήταν εμφανώς μειωμένος, σημειώνοντας 9,7% (αντί για 5,5%), εξαιτίας των κραδασμών που επέφερε το PSI (τα εποπτικά κεφάλαια τη συγκεκριμένη χρονιά μειώθηκαν), και το 2012 η κάμψη του δείκτη συνεχίστηκε, (τα σταθμισμένα ποσά του ενεργητικού έναντι των κινδύνων αυξήθηκαν), αλλά ελαφρώς, φτάνοντας στο 9,5%. Την αμέσως επόμενη χρονιά, ο δείκτης αυξήθηκε κατά πολύ, φτάνοντας στο 16,4% (τα εποπτικά κεφάλαια αυξήθηκαν λίγο και τα σταθμισμένα ποσά του ενεργητικού μειώθηκαν κατά πολύ), ώσπου το 2014 μειώθηκε και πάλι, στο 14,6%. Έκτοτε, και μέχρι το έτος 2017, ο δείκτης αυξανόταν από χρονιά σε χρονιά, σημειώνοντας τα εξής ποσοστά: 16,8%, 17,1% και 18,4%, αντιστοίχως. Τέλος, το έτος 2018, ο δείκτης παρουσίασε μία ελαφρά πτώση της τάξης του 1%.

Στο σημείο αυτό, κλείνοντας την ανάλυση και ερμηνεία του συγκεκριμένου χρηματοοικονομικού δείκτη, είναι αναγκαίο να σημειωθεί ότι τα χρόνια της κρίσης αυτός είχε έντονες διακυμάνσεις, ιδιαίτερα τα έτη 2011 και 2013, αλλά η αυξανόμενη πορεία από το έτος 2015 μέχρι και το 2017, υποδηλώνει μία μάλλον καλύτερη αναπτυξιακή πορεία για τον Όμιλο.

Στη συνέχεια, ο αμέσως επόμενος δείκτης που επρόκειτο να διερευνηθεί και να αναλυθεί για τα έτη 2007-2018, είναι αυτός της ρευστότητας, όπου σχηματικά είναι ως εξής:



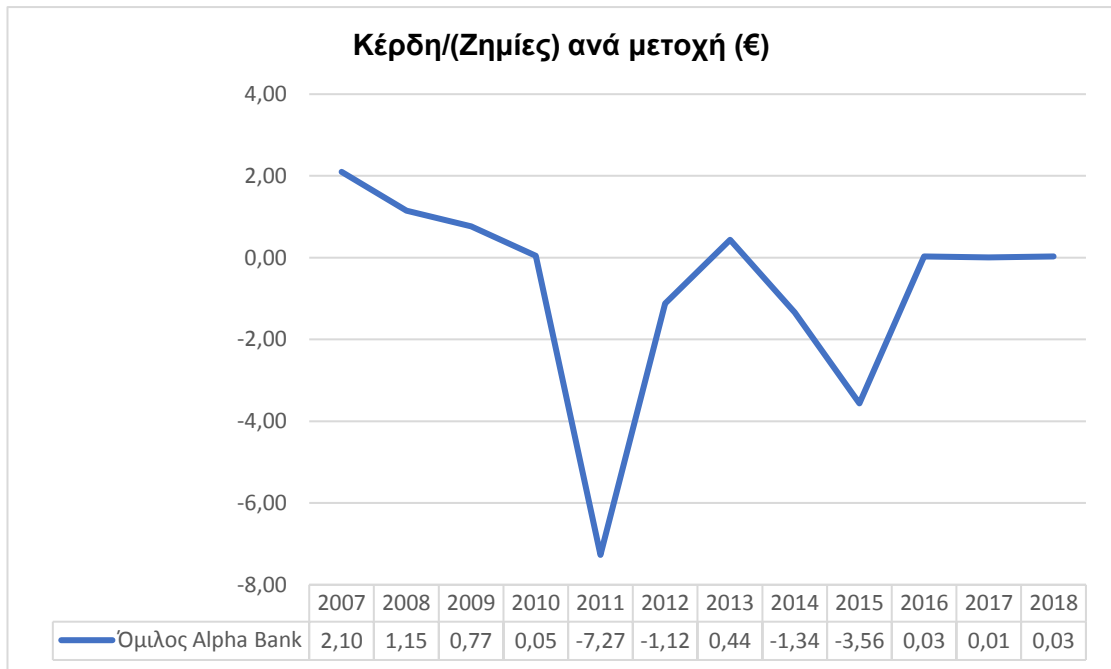
**Διάγραμμα 26:** Η πορεία του δείκτη ρευστότητας του Ομίλου της Alpha Bank για τα έτη 2007-2018

Με γνώμονα το ανωτέρω διάγραμμα, διαπιστώνεται ότι ο δείκτης δάνεια προς καταθέσεις αυξανόταν από χρονιά σε χρονιά και μάλιστα μέχρι το έτος 2011. Πιο συγκεκριμένα, σημείωσε 101,7%, 119,2%, 119,8%, 128,7% και 152,6%, κατ' αντιστοιχία. Στο σημείο αυτό κρίνεται αναγκαίο να σημειωθεί ότι μέχρι το 2009, η εξέλιξη αυτή ήταν απόρροια κυρίως της αύξησης των δανείων και απαιτήσεων κατά πελατών (μετά από προβλέψεις), ενώ τη διετία 2010 και 2011, η ανοδική πορεία του δείκτη οφειλόταν κυρίως στο γεγονός ότι οι υποχρεώσεις προς πελάτες (συμπεριλαμβανομένων των ομολογιών εκδόσεων της Alpha) μειώθηκαν. Έπειτα, την αμέσως επόμενη τριετία, ο λόγος χορηγήσεις δανείων προς καταθέσεις μειωνόταν από χρονιά σε χρονιά, φτάνοντας στο 142,6% το 2012, το 121,6% το 2013 και το 115,5% το 2014. Σαφέστερα, η πορεία αυτή οφειλόταν το 2012 κυρίως στο γεγονός ότι τα δάνεια και οι απαιτήσεις κατά πελατών (μετά από προβλέψεις) μειώθηκαν, το 2013 στο γεγονός ότι οι καταθέσεις αυξήθηκαν, ενώ το 2014, η μειούμενη πορεία του δείκτη της ρευστότητας ήταν αποτέλεσμα τόσο της μείωσης των χορηγήσεων δανείων όσο και της αύξησης των καταθέσεων. Εν συνεχεία, το έτος 2015, ο δείκτης αυξήθηκε σημαντικά, φτάνοντας στο 149,8%, κυρίως λόγω της αισθητής μείωσης των καταθέσεων. Έκτοτε και μέχρι το τέλος των ετών εξέτασης, ο δείκτης σημείωσε φθίνουσα πορεία. Πιο συγκεκριμένα, για τα έτη 2016-2018, αυτός ήταν: 134,8%, 124,1% και 103,9%, αντιστοίχως. Η πορεία αυτή οφειλόταν το 2016 κυρίως στο γεγονός ότι οι καταθέσεις

αυξήθηκαν, ενώ το 2017 και το 2018 οφειλόταν τόσο στη μείωση των χορηγήσεων δανείων όσο και στην παράλληλη αύξηση των καταθέσεων.

Με βάση τα αποτελέσματα του δείκτη ρευστότητας για τον Όμιλο της Alpha Bank, η γενική εικόνα είναι ότι αυτός ήταν ήδη υψηλός ακόμα και προ κρίσης. Με το ξέσπασμα της ελληνικής κρίσης χρέους, ο λόγος δανείων προς καταθέσεις αυξήθηκε εντόνως, με αποκορύφωμα το έτος 2011, υποδεικνύοντας χαμηλή ρευστότητα για τον Όμιλο και υπονοώντας ότι τα δάνειά του χρηματοδοτούνταν σε μικρό βαθμό από καταθέσεις. Έκτοτε, και μέχρι το έτος 2014, ο δείκτης ρευστότητας μειωνόταν από χρονιά σε χρονιά, παραμένοντας, όμως, σε ποσοστά πολύ υψηλότερα του 100%. Το έτος 2015, υπήρξε μία δύσκολη χρονιά για τα αποθεματικά ρευστότητας του Ομίλου, καθώς οι καταθέσεις του μειώθηκαν κατακόρυφα, σηματοδοτώντας με αυτό τον τρόπο τη δυσπιστία και το σκεπτικισμό του ελληνικού λαού απέναντι σε αυτόν. Ολοκληρώνοντας τα έτη ανάλυσης, από το 2016 μέχρι και το 2018, ο λόγος δανείων προς καταθέσεις μειωνόταν με το πέρασμα του χρόνου, σηματοδοτώντας μια κάποια “βελτιωμένη” πορεία του δείκτη. Εντούτοις, αξίζει να επισημανθεί ότι τα ποσοστά του παρέμειναν εξαιρετικά υψηλά, γεγονός που σημαίνει ότι ο Όμιλος της Alpha Bank δεν κατάφερε να επανέλθει και συνέχισε να αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας. Τέλος, είναι σαφές ότι όσον αφορά το σύνολο των ετών εξέτασης, ο δείκτης δεν έχει πέσει ποτέ κάτω από τις 100 ποσοστιαίες μονάδες.

Τέλος, ολοκληρώνοντας τη χρηματοοικονομική ανάλυση του Ομίλου με τη χρήση αριθμοδεικτών, ο επενδυτικός χρηματοοικονομικός δείκτης που επρόκειτο να παρουσιασθεί και να αναλυθεί ανά τα έτη, είναι αυτός των κερδών ανά μετοχή, όπου σχηματικά είναι ως εξής:



**Διάγραμμα 27:** Η πορεία του δείκτη των κερδών ανά μετοχή του Ομίλου της Alpha Bank για τα έτη 2007-2018

Όσον αφορά, λοιπόν, τα αποτελέσματα του Ομίλου, καθίσταται σαφές ότι από τα €2,10 ανά μετοχή το έτος 2007, ο δείκτης EPS διένυσε μια καθοδική πορεία μέχρι το 2010, φτάνοντας στα €0,05, μία μείωση δηλαδή της τάξης του 97,6% σε σχέση με το 2007. Τα ενδιάμεσα ποσά του δείκτη σε χρηματικές μονάδες ήταν: 1,15 ευρώ το 2008 και 0,77 ευρώ το 2009. Στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι η συνεχιζόμενη πτωτική πορεία του δείκτη ήταν αποτέλεσμα αφενός της μείωσης των κερδών αναλογούντα στους κοινούς μετόχους της τράπεζας και αφετέρου, της παράλληλης αύξησης του σταθμισμένου μέσου όρου των υφιστάμενων κοινών μετοχών από χρονιά σε χρονιά. Εν συνεχεία, το έτος 2011, απόρροια της εμφάνισης ζημιών που αναλογούν στους κοινούς μετόχους της τράπεζας, ήταν ο δείκτης των κερδών ανά μετοχή να μειωθεί σαφώς εντονότερα και να γίνει αρνητικός, στα (12,93) ευρώ, σημειώνοντας δηλαδή μία πτώση της τάξης του 14.640% σε σχέση με το 2010. Την αμέσως επόμενη χρονιά, οι ζημίες συνεχίστηκαν, αλλά μειωμένες σε σχέση με το 2011, ενώ παράλληλα, ο σταθμισμένος μέσος όρος των υφιστάμενων κοινών μετοχών αυξήθηκε, συμβάλλοντας έτσι, στην αύξηση του δείκτη στα (1,12) ευρώ ανά μετοχή, μία αύξηση της τάξης του 84,6% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά. Το έτος 2013, ο Όμιλος εμφάνισε και πάλι καθαρά κέρδη, με αποτέλεσμα ο δείκτης να αυξηθεί σημαντικά, φτάνοντας στα €0,44 ανά μετοχή. Τα επόμενα δύο έτη, ο Όμιλος εμφάνισε ζημίες και έτσι, ο δείκτης

EPS μειώθηκε και έγινε και πάλι αρνητικός, σημειώνοντας €1,34 το 2014 και €3,56 το 2015. Στο σημείο αυτό, αξίζει να αναφερθεί ότι το έτος 2015, η μείωση του δείκτη ήταν μεγαλύτερη, καθώς οι ζημίες αναλογούσες στους κοινούς μετόχους της τράπεζας αυξήθηκαν. Έπειτα, το 2016, ο Όμιλος εμφάνισε και πάλι κέρδη, με αποτέλεσμα ο δείκτης να αυξηθεί σημαντικά, φτάνοντας στα €0,03. Τις επόμενες δύο χρονιές, ο δείκτης σημείωσε ανεπαίσθητες αλλαγές. Πιο συγκεκριμένα, το 2017 τα κέρδη μειώθηκαν, ενώ παράλληλα ο σταθμισμένος μέσος όρος των κοινών μετοχών αυξήθηκε, συμβάλλοντας με αυτό τον τρόπο στη μείωση του δείκτη στα €0,01 ανά μετοχή ενώ, το 2018 ο δείκτης αυξήθηκε στα €0,03 κυρίως λόγω της αύξησης των κερδών αναλογούντα στους κοινούς μετόχους της τράπεζας της Alpha Bank.

Συμπερασματικά, με βάση την πορεία του επενδυτικού αριθμοδείκτη των κερδών ανά μετοχή στα χρόνια εξέτασης, διαπιστώνουμε ότι αυτός επηρεάστηκε από την εμφάνιση του ελληνικού δημόσιου χρέους. Σύμφωνα με το ανωτέρω διάγραμμα, διαφαίνεται μία συνεχώς πτωτική πορεία του δείκτη EPS, κυρίως το έτος 2011. Συνάμα, τα έτη 2011, 2012, 2014 και 2015, ο Όμιλος εμφάνιζε ζημίες αναλογούσες στους κοινούς μετόχους, με αποτέλεσμα ο δείκτης αυτός να είναι αρνητικός, γεγονός που εν τέλει εξηγεί και την αναγκαιότητα των επερχόμενων ανακεφαλαιοποιήσεων της τράπεζας. Τέλος, κρίνεται αναγκαίο να επισημανθεί ότι τα τελευταία τρία έτη εξέτασης, ο δείκτης EPS αυξομειωνόταν και τα κέρδη που αντιστοιχούσαν σε κάθε μετοχή κυμαίνοντας από €0,01 έως €0,03, ποσά που γενικά κρίνονται ως ιδιαίτερα χαμηλά.

### 5.3.5 Ο Όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς

Εν συνεχεία, οι επιλεγμένοι χρηματοοικονομικοί δείκτες του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς για τα έτη 2007-2018, είναι οι εξής:

**Πίνακας 6:** Χρηματοοικονομικοί δείκτες του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς για τα έτη 2007-2018

\*πηγή: Ετήσιες οικονομικές εκθέσεις του Ομίλου ([www.piraeusbankgroup.com](http://www.piraeusbankgroup.com))

| Δείκτες/<br>Έτη   | 2007  | 2008  | 2009  | 2010   | 2011    | 2012    | 2013  | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   |
|---|-------|-------|-------|--------|---------|---------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Αποδοτικότητα<br>I.K (%)  | 24,2  | 10,5  | 6     | (0,6)  | (992,3) | 24      | 81,9  | (24,9) | (21,9) | (0,4)  | (2,1)  | (2)    |
| Αποδοτικότητα<br>Ενεργητικού<br>(%)                                       | 1,6   | 0,6   | 0,4   | (0,04) | (12,4)  | (0,8)   | 3,1   | (2,2)  | (2,1)  | (0,05) | (0,3)  | (0,3)  |
| Δανειακή<br>Επιβάρυνση(%)   | 1.303 | 1.714 | 1.402 | 1.662  | (2.644) | (3.141) | 977   | 1.119  | 773    | 730    | 606    | 724    |
| Συνολικός<br>Δείκτης<br>Κεφαλαιακής<br>Επάρκειας (Tier<br>I+Tier II) (%)* | 12,3  | 9,9   | 9,8   | 11,3   | 9,7     | 12,2    | 14    | 12,5   | 17,8   | 17     | 15,1   | 13,6   |
| Ρευστότητα (%)  | 137,2 | 135   | 125,4 | 136,2  | 156     | 120,7   | 114,9 | 104,4  | 128,5  | 117,3  | 104,7  | 88,9   |
| Κέρδη/(Ζημιές)<br>ανά μετοχή-<br>Βασικά (σε €)                            | 2,14  | 0,95  | 0,55  | (0,03) | (6,11)  | (4,34)  | 0,90  | (1,21) | (0,85) | (0,08) | (0,46) | (0,36) |

### Ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών

Σύμφωνα με τον πίνακα 6, όσον αφορά τον αριθμοδείκτη ROE του Ομίλου, αυτός σχηματικά είναι ως εξής:



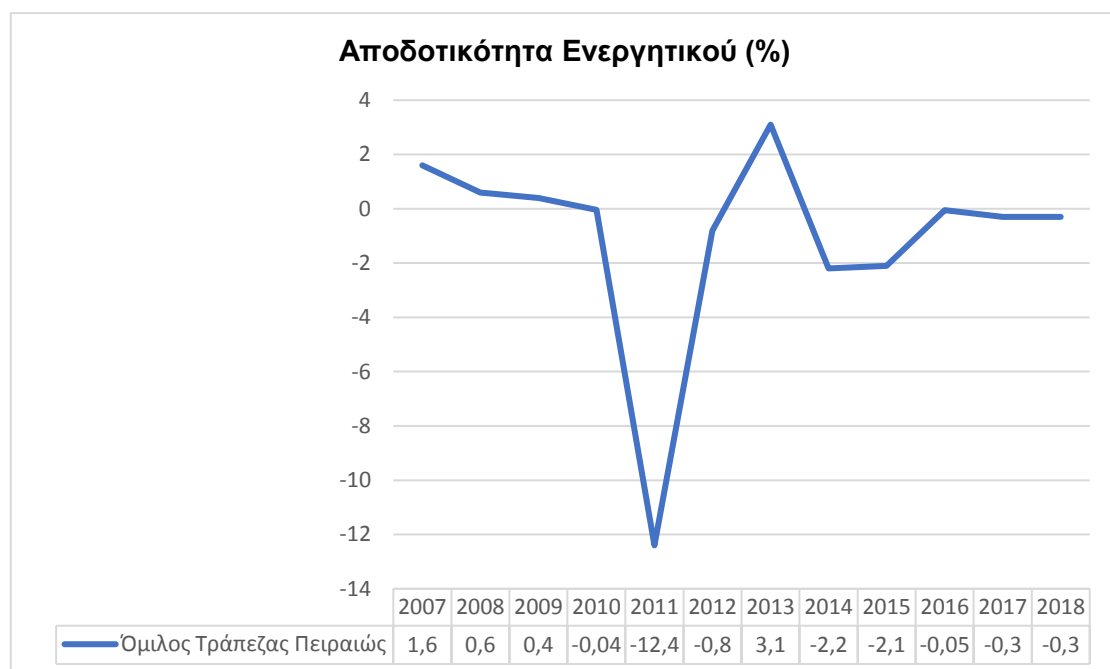


**Διάγραμμα 28:** Η πορεία του χρηματοοικονομικού δείκτη της αποδοτικότητας των Ι.Κ του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς για δώδεκα έτη

Από την ανάλυση του αριθμοδείκτη ROE για το συγκεκριμένο υπό εξέταση Όμιλο, είναι γεγονός ότι αυτός παρουσίασε μια πτωτική τάση από το έτος 2007 έως και το 2011. Φαίνεται, λοιπόν, ότι η ελληνική κρίση χρέους επηρέασε άμεσα τα καθαρά κέρδη του Ομίλου, όπου σε συνδυασμό με την αύξηση του μέσου όρου του συνόλου των Ι.Κ του μέχρι το 2010, είχε σαν αποτέλεσμα ο δείκτης να μειώνεται συνεχώς με το πέρασμα του χρόνου. Στο σημείο αυτό, αξίζει να αναφερθεί ότι οι τιμές του δείκτη για κάθε έτος ήταν 24,2%, 10,5%, 6%, (0,6%) και (992,3%), αντίστοιχα. Το έτος 2010 ο δείκτης παρουσίασε αρνητικό πρόσημο (0,6%), αφού ο Όμιλος παρουσίασε ζημίες στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεώς του, ύψους 21,1 εκατομμυρίων ευρώ. Συνάμα, το 2011, ο δείκτης σημείωσε ακραία τιμή, ύψους (992,3%) και αυτό συνέβη λόγω των ζημιών στην Κ.ΑΧ, ύψους 6,6 δισεκατομμυρίων ευρώ. Όσον αφορά το ποσό της ζημίας, αυτό οφειλόταν κυρίως στις προβλέψεις απομείωσης της αξίας των δανείων, απαιτήσεων από χρεωστικούς τίτλους και λοιπών απαιτήσεων, στις προβλέψεις απομείωσης της αξίας του επενδυτικού χαρτοφυλακίου και από τις λοιπές προβλέψεις και απομειώσεις. Εν συνεχεία, το έτος 2012, ο Όμιλος εμφάνισε θετικό αριθμοδείκτη, σημειώνοντας μια εντυπωσιακή ανοδική τάση, φτάνοντας στο 24%, αγγίζοντας το ποσοστό του δείκτη ROE προ κρίσης, παρά το γεγονός ότι είχε ζημίες. Αυτό συνέβη διότι ο μέσος όρος του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων του Ομίλου ήταν αρνητικός, με αποτέλεσμα ο δείκτης να βγαίνει θετικός. Τα αρνητικά ίδια κεφάλαια του έτους 2011,

2012 εξηγούν την επερχόμενη απαραίτητη ανακεφαλαιοποίηση της τράπεζας. Η ανοδική τάση του δείκτη συνεχίστηκε και το 2013, φτάνοντας στο 81,9%, ποσοστό που ξεπερνά τους δείκτες που σημειώθηκαν προ κρίσης. Την επόμενη διετία, ο Όμιλος εμφάνισε και πάλι ζημίες, με αποτέλεσμα ο δείκτης να μειωθεί στο (24,9%) και το (21,9%), αντίστοιχα. Το 2016, ο δείκτης αυξήθηκε, φτάνοντας στο (0,4%) και τις επόμενες δύο χρονιές μειώθηκε ελαφρώς, στο (2%) και (2,1%), αντίστοιχα. Γενικά, τα τρία τελευταία έτη, ο Όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς σημείωσε ζημίες στα αποτελέσματα χρήσεώς του, με το μέσο όρο του συνόλου των Ι.Κ του να μειώνεται λίγο.

Σύμφωνα με τον πίνακα 6, όσον αφορά τον αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας του ενεργητικού του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς, αυτός παρουσιάζεται σχηματικά παρακάτω:



**Διάγραμμα 29:** Η πορεία του αριθμοδείκτη ROA του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς για τα έτη 2007-2018

Αρχικά, όσον αφορά τον αριθμοδείκτη ROA, είναι σαφές ότι αυτός από το έτος 2007 μέχρι και το 2011 συνεχώς μειωνόταν, με τη μεγαλύτερη πτωτική πορεία να σημειώνεται το 2011 (ακραία τιμή). Το επόμενο έτος, ο δείκτης εμφάνισε σαφώς βελτιωμένη πορεία, όπως και την επόμενη χρονιά από αυτήν, όπου τελικά ξεπέρασε

και τα ποσοστά του δείκτη ROA που σημειώθηκαν προ κρίσης. Τα επόμενα δύο χρόνια μειώθηκε και πάλι, με μηδαμινές διαφορές στους δείκτες μεταξύ του έτους 2014 και 2015. Το 2016 ο χρηματοοικονομικός δείκτης αυξήθηκε, το αμέσως επόμενο έτος μειώθηκε ελαφρώς και το 2018, φαίνεται να σταθεροποιείται στο ίδιο ποσοστό με αυτό του έτους 2017.

Σαφέστερα, η συνεχής μείωση του χρηματοοικονομικού δείκτη μέχρι το 2011 οφειλόταν αφενός στη μείωση των κερδών του Ομίλου ανά τα έτη, όπου τα τελευταία δύο εμφάνισε αυξανόμενες ζημίες, και αφετέρου στην αύξηση του ενεργητικού του σε μέσους όρους μέχρι και το 2009. Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ότι ο δείκτης της αποδοτικότητας του ενεργητικού του Ομίλου για τα έτη 2007-2011 ήταν: 1,6%, 0,6%, 0,4%, (0,04%) και (12,4%). Όσον αφορά το 2011, η τεράστια πτώση του δείκτη ROA, οφειλόταν τόσο στο γεγονός ότι οι ζημίες του Ομίλου αυξήθηκαν κατά πολύ, φτάνοντας στα €6,6 δισεκατομμύρια, από τα €21 εκατομμύρια που ήταν την προηγούμενη χρονιά, όσο και στο γεγονός ότι το σύνολο του ενεργητικού του μειώθηκε. Εν συνεχεία, την αμέσως επόμενη χρονιά ο αριθμοδείκτης σημείωσε μια αισθητή άνοδο, φτάνοντας στο (0,8%). Αυτή η εξέλιξη συνέβη διότι οι ζημίες του Ομίλου μειώθηκαν κατά πολύ, αγγίζοντας τα €509 εκατομμύρια, ενώ παράλληλα το σύνολο του ενεργητικού του σε μέσους όρους αυξήθηκε. Ακόμη, η περαιτέρω ανοδική πορεία του δείκτη ROA και την επόμενη χρονιά, όπου έφτασε στο 3,1%, οφειλόταν στο γεγονός ότι ο Όμιλος εμφάνισε κέρδη στα αποτελέσματα χρήσεώς του. Τα αμέσως επόμενα δύο έτη, ο δείκτης μειώθηκε καθώς εμφανίστηκαν και πάλι ζημίες, φτάνοντας στο (2,2%) και το (2,1%), αντίστοιχα. Το έτος 2016, οι ζημίες μειώθηκαν κατά πολύ και έτσι, ο δείκτης ROA αυξήθηκε στο (0,05%). Το αμέσως επόμενο έτος, μειώθηκε ελαφρώς στο (0,3%), λόγω της αύξησης των ζημιών του Ομίλου στην Κ.Α.Χ καθώς και της μείωσης του συνόλου του ενεργητικού του σε μέσους όρους. Τέλος, το έτος 2018, ο δείκτης φαίνεται να σταθεροποιείται στο ίδιο ποσοστό με αυτό της προηγούμενης χρονιάς.

Ο αμέσως επόμενος αριθμοδείκτης που επρόκειτο να εξεταστεί και να αναλυθεί, σύμφωνα με τον πίνακα 6, είναι αυτός της δανειακής επιβάρυνσης, ο οποίος διαδραματίζεται για τα έτη 2007-2018 ως εξής:



**Διάγραμμα 30:** Η πορεία του χρηματοοικονομικού δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς για τα έτη 2007-2018

Όσον αφορά τον αριθμοδείκτη της δανειακής επιβάρυνσης, είναι φανερό το γεγονός ότι αυτός αυξομειωνόταν μέχρι το έτος 2010, ώσπου το 2011 μειώθηκε κατά πολύ και το επόμενο έτος από αυτό μειώθηκε περαιτέρω, σημειώνοντας ακραίες τιμές. Πιο συγκεκριμένα, προ κρίσης, ο δείκτης αυτός ήταν 1.303% και το 2008 αυξήθηκε, φτάνοντας στο 1.714%. Τα επόμενα δύο έτη, ήταν στο 1.402% και 1.662%, αντίστοιχα. Την επόμενη διετία, παρατηρούμε μία μεγάλη πτωτική πορεία, η οποία ήταν πιο έντονη την πρώτη χρονιά, φτάνοντας στο (2.644%) το 2011 και το (3.141%) το 2012. Εν συνεχεία, το έτος 2013, ο δείκτης αυξήθηκε άρδην, όπως και την επόμενη χρονιά από αυτήν, αλλά σε μικρότερο βαθμό, σημειώνοντας (977%) και 1.119%, αντιστοίχως. Από το 2015 μέχρι και το 2017, ο δείκτης μειωνόταν από χρονιά σε χρονιά, σημειώνοντας 773%, 730% και 606%. Κλείνοντας τα έτη εξέτασης, τον τελευταίο χρόνο, ο δείκτης αυξήθηκε, κατά 118%, φτάνοντας στο 724%.

Σύμφωνα, λοιπόν, με τα παραπάνω, καθίσταται σαφές ότι ο Όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς ήταν ιδιαίτερος μοχλευμένος, ακόμη και πριν το ξέσπασμα της ελληνικής

οικονομικής κρίσης και σαφώς, ο υπερδανεισμός του κορυφώθηκε κατά τη διάρκεια της και πιο συγκεκριμένα, μέχρι το έτος 2012. Με βάση τα ποσοστά του δείκτη, τα οποία ξεπερνούν κατά πολύ το 100%, είναι γεγονός ότι ο Όμιλος χρηματοδοτούσε τις δραστηριότητές του μέσω των ξένων κεφαλαίων, έναντι των ιδίων. Στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι τα έτη 2011 και 2012, ο χρηματοοικονομικός δείκτης της δανειακής επιβάρυνσης ήταν αρνητικός, λόγω των αρνητικών ιδίων κεφαλαίων του Ομίλου τις συγκεκριμένες χρονιές, με αποτέλεσμα η ασφάλεια που παρείχε στους πιστωτές του για επιστροφή κεφαλαίων να ήταν μηδαμινή. Το έτος 2012, ο δείκτης μειώθηκε περαιτέρω, φτάνοντας σε ακραία τιμή, κυρίως λόγω του γεγονότος ότι τα ξένα κεφάλαια του Ομίλου αυξήθηκαν από €51,3 δισεκατομμύρια σε €72,7 δις. Την αμέσως επόμενη χρονιά, ο δείκτης είχε ραγδαία ανοδική πορεία, διότι τα ξένα κεφάλαια του Ομίλου αυξήθηκαν, αγγίζοντας τα €84,5 δισεκατομμύρια και ήταν και πάλι θετικός, καθώς τα ίδια κεφάλαιά του έπαψαν να είναι αρνητικά, λόγω της παροχής προς την Τράπεζα Πειραιώς νέων κεφαλαίων με τη μορφή μετοχικού κεφαλαίου. Γενικότερα, παρατηρώντας το ανωτέρω διάγραμμα συνάγεται το συμπέρασμα ότι από το έτος 2013 μέχρι και το 2018, ο αριθμοδείκτης της δανειακής επιβάρυνσης, όσον αφορά τον Όμιλο της Τράπεζας Πειραιώς, ήταν μικρότερος ακόμη και από τα επίπεδα προ κρίσης και ότι από το έτος 2015 μέχρι και το 2017, αυτός μειωνόταν διαρκώς.

Επιπροσθέτως, ο επόμενος αριθμοδείκτης που επρόκειτο να εξεταστεί και να αναλυθεί για τα έτη 2007-2018, είναι αυτός του συνολικού δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, ο οποίος διαδραματίζεται ως εξής:



**Διάγραμμα 31:** Η πορεία του συνολικού δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς για τα έτη 2007-2018

Για το δείκτη του ανωτέρω διαγράμματος ακολουθούν οι εξής σημειώσεις:

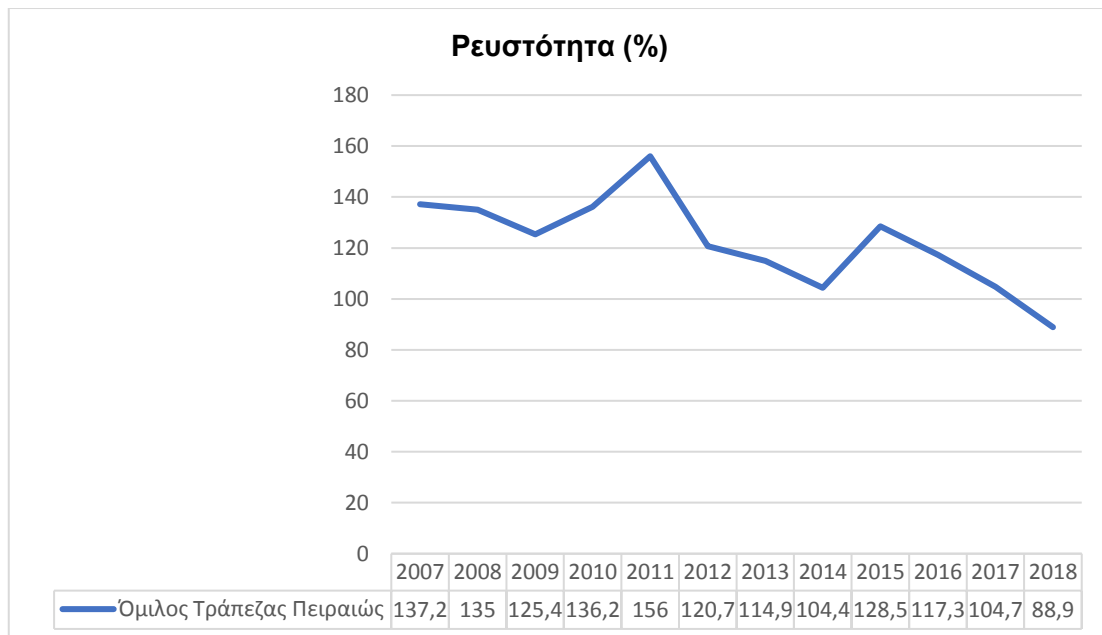
- όσον αφορά το έτος 2011, ο συνολικός δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας είναι θετικός, λόγω της έκτακτης οικονομικής βοήθειας από το ΤΧΣ, ύψους €7,7 δισεκατομμυρίων,
- και για το έτος 2012, στο δείκτη συνυπολογίζεται το ποσό της οικονομικής ενίσχυσης του ΤΧΣ, ύψους €7,9 δισεκατομμυρίων.

Παρατηρώντας το ανωτέρω διάγραμμα, διαπιστώνεται ότι το έτος 2007, ο συνολικός δείκτης της κεφαλαιακής επάρκειας του Ομίλου ήταν 12,3%, ώσπου τις επόμενες δύο χρονιές μειώθηκε στο 9,9% και 9,8%, αντίστοιχα. Το 2010, ο δείκτης αυξήθηκε στο 11,3%, αλλά το 2011 μειώθηκε και πάλι, λόγω των ζημιολόγων εποπτικών κεφαλαίων (μεσολάβησε το PSI στις κρατικές ομολογίες της τράπεζας) καθώς και της μείωσης των σταθμισμένων ποσών του ενεργητικού του Ομίλου έναντι των κινδύνων, φτάνοντας στο 9,7%. Στη συνέχεια, την επόμενη διετία, ο συνολικός δείκτης της κεφαλαιακής επάρκειας παρουσίασε ανοδική τάση, καθώς τα συνολικά εποπτικά κεφάλαια αυξάνονταν από χρονιά σε χρονιά (το 2012 έγιναν και πάλι θετικά), σημειώνοντας 12,2% και 14%, αντιστοίχως. Την αμέσως επόμενη χρονιά, ο δείκτης μειώθηκε στο 12,5%, ώσπου το 2015 σημείωσε μια σαφώς βελτιωμένη πορεία, καθώς τα συνολικά

εποπτικά κεφάλαια του Ομίλου αυξήθηκαν, ενώ παράλληλα τα σταθμισμένα ποσά του ενεργητικού έναντι των κινδύνων μειώθηκαν, φτάνοντας στο 17,8%. Έκτοτε, και μέχρι το έτος 2018, ο δείκτης μειωνόταν από χρονιά σε χρονιά, σημειώνοντας τα εξής ποσοστά: 17%, 15,1% και 13,6%, κατ' αντιστοιχία.

Στο σημείο αυτό, κλείνοντας την ανάλυση και ερμηνεία του συγκεκριμένου χρηματοοικονομικού δείκτη, είναι αναγκαίο να σημειωθεί ότι τα χρόνια της κρίσης, αυτός παρουσίασε συνεχείς αυξομειώσεις στα επίπεδα που σημειώνει, πλην των ετών 2012-2013 και 2016-2018, όπου αυξανόταν και μειωνόταν, αντίστοιχα. Μέχρι το έτος 2015, παρατηρείται μια αναπτυξιακή πορεία του δείκτη, όμως από το 2016 και μετά, η πτωτική πορεία του φανερώνει τις ουσιαστικές αδυναμίες του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς να προσαρμοστεί στις νέες οικονομικές απαιτήσεις.

Εν συνεχεία, ο επόμενος δείκτης που επρόκειτο να διερευνηθεί για τα έτη 2007-2018, είναι αυτός της ρευστότητας, όπου σχηματικά είναι ως εξής:



**Διάγραμμα 32:** Η πορεία του δείκτη της ρευστότητας του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς για τα έτη 2007-2018

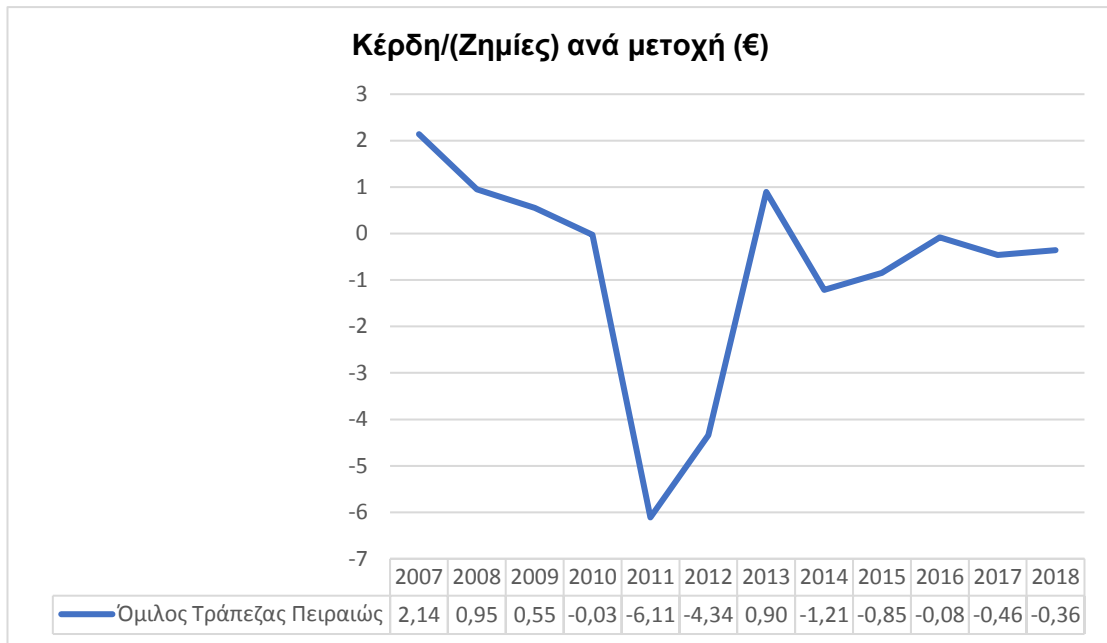
Με βάση, λοιπόν, το ανωτέρω διάγραμμα, καθίσταται σαφές ότι για τον Όμιλο της Τράπεζας Πειραιώς, ο δείκτης δάνεια προς καταθέσεις μειωνόταν μέχρι το έτος 2009. Πιο συγκεκριμένα, σημείωσε 137,2% το 2007, 135% το 2008 και τέλος, 125,4% το

2009. Στο σημείο αυτό κρίνεται αναγκαίο να σημειωθεί ότι το 2008, η μείωση του δείκτη ήταν απόρροια κυρίως της αύξησης των καταθέσεων, ενώ την αμέσως επόμενη χρονιά, στην καθοδική του πορεία συνέβαλε και το γεγονός ότι τα δάνεια και οι απαιτήσεις κατά πελατών (μετά από προβλέψεις) μειώθηκαν. Έπειτα, την επόμενη διετία, ο λόγος δάνεια προς καταθέσεις αυξήθηκε, φτάνοντας στο 136,2% το 2010 και το 156% το 2011. Σαφέστερα, η πορεία αυτή οφειλόταν για το 2010, στο γεγονός ότι τα δάνεια και οι απαιτήσεις κατά πελατών (μετά από προβλέψεις) αυξήθηκαν, ενώ παράλληλα οι καταθέσεις μειώθηκαν και για το 2011, οφειλόταν κυρίως στο γεγονός ότι οι καταθέσεις μειώθηκαν. Από το 2012 μέχρι και το 2014, ο δείκτης της ρευστότητας διένυσε φθίνουσα πορεία, σημειώνοντας 120,7%, 114,9% και 104,4%, αντίστοιχα. Αυτό συνέβη διότι το 2012 και το 2013 οι καταθέσεις αυξήθηκαν, ενώ το 2014, συνέβαλε στη μειούμενη πορεία του και το γεγονός ότι οι χορηγήσεις δανείων του Ομίλου μειώθηκαν. Στη συνέχεια, το 2015, ο δείκτης αυξήθηκε αισθητά, φτάνοντας στο 128,5%, κυρίως λόγω της έντονης μείωσης των καταθέσεων. Έκτοτε και μέχρι το τέλος των ετών εξέτασης, ο δείκτης σημείωσε καθοδική πορεία. Αναλυτικότερα, για τα έτη 2016-2018, αυτός ήταν: 117,3%, 104,7% και 88,9%, αντιστοίχως. Κλείνοντας, στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε τόσο η μείωση των δανείων όσο και η παράλληλη αύξηση των καταθέσεων του Ομίλου τις συγκεκριμένες χρονιές.

Ανακεφαλαιώνοντας, η γενική εικόνα του δείκτη ρευστότητας για τον Όμιλο της Τράπεζας Πειραιώς είναι ότι αυτός σημείωνε ήδη εξαιρετικά υψηλά επίπεδα ακόμα και προ κρίσης, με αποκορύφωμα το έτος 2011, υποδεικνύοντας χαμηλή ρευστότητα. Τα έτη 2012-2014, ο δείκτης μειώθηκε από χρονιά σε χρονιά, σηματοδοτώντας μία κάπως “καλύτερη” πορεία του δείκτη, παραμένοντας όμως σε ποσοστά υψηλότερα του 100%. Το έτος 2015, υπήρξε μία δύσκολη χρονιά για τα αποθεματικά ρευστότητας του Ομίλου, καθώς οι καταθέσεις του μειώθηκαν εντόνως, σηματοδοτώντας με αυτό τον τρόπο την έλλειψη εμπιστοσύνης του ελληνικού λαού απέναντι σε αυτόν. Ολοκληρώνοντας τα έτη εξέτασης, από το 2016 μέχρι και το 2018, καθίσταται σαφές ότι ο λόγος δανείων προς καταθέσεις μειωνόταν, ώσπου το 2018 έπεσε κάτω από το 100%, βελτιώνοντας με αυτό τον τρόπο τη ρευστότητά του και φτάνοντας εν τέλει στα ιδανικά επίπεδα του δείκτη. Έτσι, ο Όμιλος έγινε πιο αξιόπιστος ότι μπορούσε να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητές του και να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις του. Συνάμα, από την εξέλιξη του δείκτη φαίνεται ότι η εμπιστοσύνη του ελληνικού λαού άρχισε να αποκαθίσταται για τον Όμιλο.



Τέλος, ολοκληρώνοντας τη χρηματοοικονομική ανάλυση του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς με τη χρήση αριθμοδεικτών, ο επενδυτικός δείκτης που επρόκειτο να παρουσιαστεί και να αναλυθεί ανά τα έτη, είναι αυτός των κερδών ανά μετοχή, όπου σχηματικά είναι ως εξής:



**Διάγραμμα 33:** Η πορεία του δείκτη των κερδών ανά μετοχή του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς για τα έτη 2007-2018

Παρατηρώντας τα αποτελέσματα του Ομίλου, διαπιστώνεται ότι από τα €2,14 ανά μετοχή το έτος 2007, ο δείκτης EPS διένυσε μια μειούμενη πορεία μέχρι το 2010, η οποία έγινε σαφώς εντονότερη το 2011. Πιο συγκεκριμένα, το 2010, ο δείκτης έγινε αρνητικός και έφτασε στα €(0,03), μία πτώση δηλαδή της τάξης του 101% σε σχέση με το 2007. Τα ενδιάμεσα ποσά του δείκτη σε χρηματικές μονάδες ήταν: 0,95 ευρώ το 2008 και 0,55 ευρώ το 2009. Εν συνεχεία, το έτος 2011, απόρροια της εμφάνισης μεγαλύτερων ζημιών που αναλογούν στους κοινούς μετόχους της τράπεζας, ήταν ο δείκτης EPS να μειωθεί άρδην, στα (6,11) ευρώ, σημειώνοντας μία πτώση της τάξης του 20.267% σε σχέση με το 2010. Οι ζημίες συνεχίστηκαν και την επόμενη χρονιά, ωστόσο, μειώθηκαν, συμβάλλοντας με αυτό τον τρόπο στην αύξηση του δείκτη στα (4,34) ευρώ ανά μετοχή, μία αύξηση δηλαδή της τάξης του 29% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά. Το 2013, ο Όμιλος εμφάνισε και πάλι καθαρά κέρδη χρήσης αναλογούντα στους κοινούς μετόχους της τράπεζας, με αποτέλεσμα ο δείκτης να αυξηθεί περαιτέρω και σε μεγαλύτερο βαθμό, φτάνοντας στα €0,90. Έκτοτε, από το 2014 μέχρι και το τελευταίο έτος εξέτασης, ο δείκτης εμφάνισε αρνητικές τιμές, λόγω

ζημιών που αναλογούν στους κοινούς μετόχους της τράπεζας και αυξομειωνόταν από χρονιά σε χρονιά, σημειώνοντας €(1,21), €(0,85), €(0,08), €(0,46) και €(0,36) ανά μετοχή, κατ' αντιστοιχία.

Επομένως, με βάση την πορεία του επενδυτικού αριθμοδείκτη των κερδών ανά μετοχή, διαπιστώνουμε ότι αυτός επηρεάστηκε εντόνως από τις αρνητικές επιδράσεις των ενδοχώριων οικονομικών εξελίξεων που έλαβαν χώρα. Σύμφωνα με το ανωτέρω διάγραμμα, λοιπόν, διαφαίνεται μια συνεχιζόμενη μειούμενη πορεία του δείκτη, κυρίως το έτος 2011. Τέλος, από το 2010 μέχρι και το 2018, πλην του έτους 2013, ο Όμιλος εμφάνιζε συνεχώς ζημίες που αναλογούν στους κοινούς μετόχους, με αποτέλεσμα ο δείκτης EPS να βρίσκεται σε αρνητικά επίπεδα.

### 5.3.6 Ο Όμιλος της Eurobank

Όσον αφορά τον Όμιλο της Eurobank, η εξέλιξη ανά τα έτη για τους επιλεγμένους χρηματοοικονομικούς δείκτες είναι η εξής:

**Πίνακας 7:** Χρηματοοικονομικοί δείκτες του Ομίλου της Eurobank για τα έτη 2007-2018

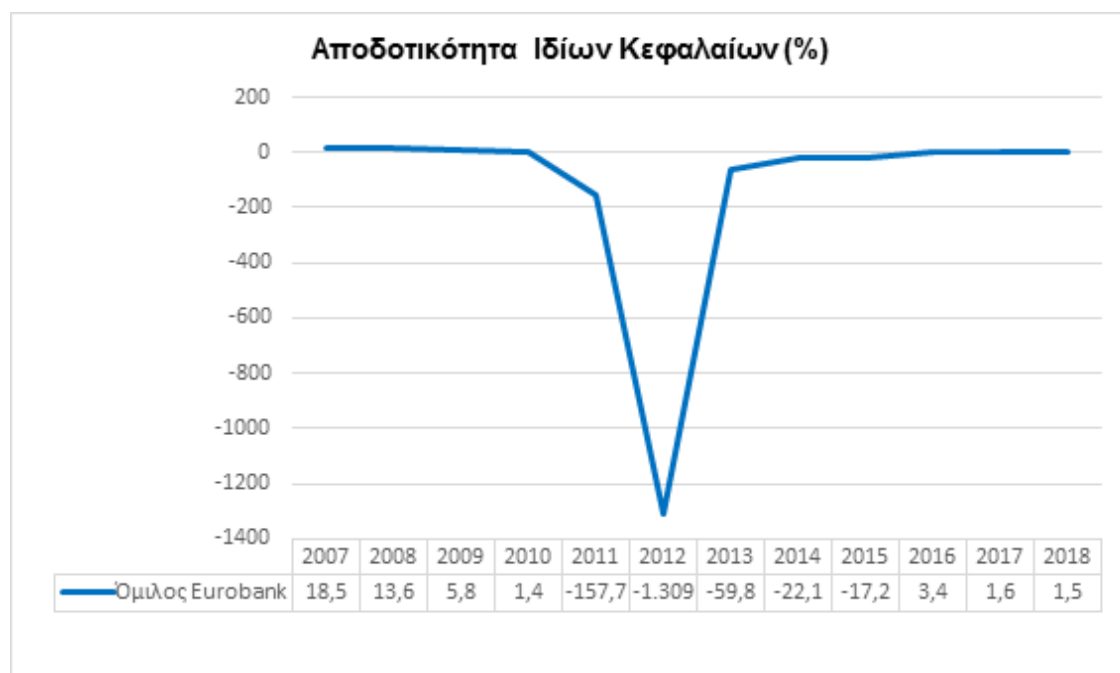
\*πηγή: Ετήσιες οικονομικές εκθέσεις του Ομίλου ([www.eurobank.gr](http://www.eurobank.gr))

| Δείκτες/<br>Έτη               | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011    | 2012     | 2013   | 2014   | 2015   | 2016 | 2017 | 2018  |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|---------|----------|--------|--------|--------|------|------|-------|
| Αποδοτικότητα Ι.Κ (%)         | 18,5  | 13,6  | 5,8   | 1,4   | (157,7) | (1.309)  | (59,8) | (22,1) | (17,2) | 3,4  | 1,6  | 1,5   |
| Αποδοτικότητα Ενεργητικού (%) | 0,9   | 0,9   | 0,4   | 0,1   | (6,7)   | (2)      | (1,6)  | (1,6)  | (1,5)  | 0,3  | 0,2  | 0,1   |
| Δανειακή Επιβάρυνση(%)        | 1.176 | 1.678 | 1.235 | 1.331 | 8.680   | (10.429) | 1.615  | 1.098  | 931    | 803  | 740  | 1.053 |
| Συνολικός Δείκτης Κεφαλαιακής | 12,2  | 9,7   | 12,4  | 13,1  | 10      | 11,6     | 12,2   | 15,6   | 17,4   | 17,9 | 18   | 16,7  |

|   |       |       |       |        |         |         |        |         |        |       |       |      |
|---|-------|-------|-------|--------|---------|---------|--------|---------|--------|-------|-------|------|
| Επάρκειας (Tier I+Tier II) (%)*         |       |       |       |        |         |         |        |         |        |       |       |      |
| Ρευστότητα (%)                          | 126,2 | 122,4 | 119,3 | 126,6  | 148,2   | 140,4   | 109,8  | 103,1   | 126,9  | 114,8 | 109,6 | 92,7 |
| Κέρδη/(Ζημιές) ανά μετοχή-Βασικά (σε €) | 1,60  | 1,18  | 0,74  | (0,15) | (10,13) | (23,06) | (0,41) | (10,58) | (4,02) | 0,11  | 0,05  | 0,04 |

### Ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών

Με βάση τον πίνακα 7, όσον αφορά τον αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων για τον Όμιλο της Τράπεζας Πειραιώς, σχηματικά έχουμε:



**Διάγραμμα 34:** Η πορεία του χρηματοοικονομικού δείκτη της αποδοτικότητας των Ι.Κ του Ομίλου της Eurobank για τα έτη 2007-2018

Με γνώμονα την ανάλυση του χρηματοοικονομικού δείκτη ROE για το συγκεκριμένο υπό εξέταση Όμιλο, καθίσταται σαφές ότι αυτός παρουσίασε μια καθοδική πορεία από το έτος 2007 μέχρι και το 2012, όπου και σημείωσε ακραία τιμή. Για κάθε ένα έτος από αυτά, ο δείκτης ήταν: 18,5%, 13,6%, 5,8%, 1,4%, (157,7%) και (1.309%), αντίστοιχα. Φαίνεται, λοιπόν, ότι η ελληνική κρίση χρέους επηρέασε άμεσα και αρνητικά τα καθαρά κέρδη του Ομίλου, όπου σε συνδυασμό με την αύξηση του μέσου όρου του συνόλου των Ι.Κ του έως το 2010, είχαν σαν αποτέλεσμα ο δείκτης να μειώνεται συνεχώς με το πέρασμα του χρόνου. Όσον αφορά τα έτη 2011 και 2012, ο Όμιλος εμφάνισε ζημίες στα αποτελέσματα χρήσεώς του, ύψους 5,4 και 1,4 δισεκατομμυρίων ευρώ, κατ' αντιστοιχία. Το πρώτο ποσό, οφειλόταν κυρίως στις προβλέψεις απομείωσης από έκθεση σε χρέος του ελληνικού δημοσίου στα πλαίσια της εθελοντικής συμμετοχής του Ομίλου στο πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων για τον ιδιωτικό τομέα (PSI). Επιπροσθέτως, οφειλόταν και στις προβλέψεις απομείωσης υπεραξίας και στις προβλέψεις για λοιπές έκτακτες ζημίες από αποτιμήσεις. Όσον αφορά το δεύτερο ποσό, την επόμενη χρονιά οι ζημίες μειώθηκαν. Ωστόσο, η μεγάλη μείωση του μέσου όρου του συνόλου των Ι.Κ του Ομίλου, είχε σαν αποτέλεσμα την κατακόρυφη ελάττωση του δείκτη ROE. Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι η μείωση των Ι.Κ του Ομίλου τη διετία 2011 και 2012, δικαιολογεί και τις επερχόμενες ανακεφαλαιοποιήσεις της τράπεζάς του. Στη συνέχεια, τα επόμενα τρία έτη, ο Όμιλος συνέχισε να εμφανίζει ζημίες στην Κ.Α.Χ του, αλλά ο μέσος όρος του συνόλου των Ι.Κ του αυξανόταν από χρονιά σε χρονιά, με αποτέλεσμα ο αριθμοδείκτης ROE να παρουσιάζει ανοδική πορεία, κυρίως το έτος 2013. Αναλυτικότερα, ήταν (59,8%), (22,1%) και (17,2%), αντίστοιχα. Το 2016, σημειώθηκε περαιτέρω βελτίωση του δείκτη, φτάνοντας στο 3,4%, όπου ο μέσος όρος των Ι.Κ συνέχισε να αυξάνεται, αλλά επηρεάστηκε περισσότερο από το γεγονός ότι τη συγκεκριμένη χρονιά ο Όμιλος εμφάνισε καθαρά κέρδη, ύψους €249 εκατομμυρίων. Ολοκληρώνοντας τα έτη εξέτασης, το 2017 ο δείκτης ROE μειώθηκε ελαφρώς στο 1,6%, λόγω τόσο της μείωσης των καθαρών κερδών όσο και της αύξησης του μέσου όρου των Ι.Κ του Ομίλου και το 2018, σημείωσε μια ανεπαισθητη μείωση της τάξης του 0,1%, φτάνοντας στο 1,5%.

Εν συνεχεία, ο επόμενος αριθμοδείκτης που επρόκειτο να διερευνηθεί και να αναλυθεί, σύμφωνα με τον πίνακα 7, είναι αυτός της αποδοτικότητας του ενεργητικού, όπου σχηματικά είναι ως εξής:



**Διάγραμμα 35:** Η πορεία του χρηματοοικονομικού δείκτη της αποδοτικότητας του ενεργητικού του Ομίλου της Eurobank για τα έτη 2007-2018

Πρώτα απ' όλα, είναι σαφές ότι ο αριθμοδείκτης ROA τα έτη 2007 και 2008 παρέμεινε σταθερός στο 0,9%. Τα επόμενα τρία έτη μειώθηκε, φτάνοντας τελικά στο (-6,7%) το 2011, όπου και σημείωσε την εντονότερη μείωση (ακραία τιμή). Όσον αφορά το επόμενο έτος, το 2012 δηλαδή, ο δείκτης αυξήθηκε σημαντικά και η ανοδική του πορεία συνεχίστηκε και το 2013, αλλά σε μικρότερο βαθμό, φτάνοντας στο (1,6%), ποσοστό που σημειώθηκε και το 2014. Ελάχιστη μεταβολή του δείκτη παρατηρείται το έτος 2015, φτάνοντας στο (1,5%). Τέλος, τα τελευταία τρία έτη εξέτασης, αυτός παρουσίασε μια ελαφρά μείωση της τάξης του 0,1% για κάθε χρόνο, όπου ξεκινώντας από το 0,3% το 2016, έφτασε στο 0,2% το 2017 και κατέληξε στο 0,1% το 2018.

Πιο αναλυτικά, πέρα από το γεγονός ότι ο δείκτης ROA τα έτη 2007 και 2008 παρέμεινε σταθερός στο 0,9%, διαπιστώνεται ότι τα επόμενα έτη και μέχρι το 2011 ο δείκτης αυτός μειωνόταν, προφανώς επηρεασμένος από την εμφάνιση της ελληνικής οικονομικής κρίσης. Η φθίνουσα, λοιπόν, αυτή πορεία οφειλόταν στο γεγονός ότι τα καθαρά κέρδη του Ομίλου μειώνονταν από χρονιά σε χρονιά, ώσπου το 2011 εμφάνισε και ζημιές, οι οποίες άγγιξαν τα €5,5 δισεκατομμύρια. Πέρα όμως από αυτό, στη μείωση του αριθμοδείκτη συντέλεσε και το γεγονός ότι τα έτη 2009 και 2010, το σύνολο του ενεργητικού του Ομίλου σε μέσους όρους αυξήθηκε. Εν αντιθέσει, το σύνολο του

ενεργητικού για το έτος 2011 μειώθηκε, γεγονός που τελικά εξηγεί και τη μεγάλη μείωση του δείκτη, από το 0,1% στο (6,7%). Εν συνεχεία, την αμέσως επόμενη χρονιά, ο χρηματοοικονομικός δείκτης ROA σημείωσε σαφή βελτίωση, φτάνοντας στο (2%), γεγονός που εξηγείται κυρίως λόγω της μείωσης των ζημιών του Ομίλου (€1,4 δισεκατομμύρια). Η καλή πορεία του συνεχίστηκε και το έτος 2013, αλλά σε μικρότερο βαθμό, φτάνοντας στο (1,6%), όπου οι ζημίες μειώθηκαν περαιτέρω και το σύνολο του ενεργητικού του Ομίλου αυξήθηκε. Το επόμενο έτος, ο δείκτης σταθεροποιήθηκε στο (1,6%) και το 2015, παρουσίασε μια ανεπαίσθητη μεταβολή της τάξης του 0,1%. Έπειτα, το 2016, ο Όμιλος εμφάνισε καθαρά κέρδη και το σύνολο του ενεργητικού του σε μέσους όρους μειώθηκε, απόρροια των οποίων ήταν η αξιοσημείωτη αύξηση του δείκτη στο 0,3%. Κλείνοντας, τα επόμενα δύο έτη ο δείκτης ROA ήταν στο 0,2% και 0,1%, αντίστοιχα, γεγονός που εξηγείται κυρίως λόγω της μείωσης των καθαρών κερδών του Ομίλου από χρονιά σε χρονιά. Στο σημείο αυτό, σα γενικό σχόλιο θα μπορούσε να ειπωθεί ότι ο αριθμοδείκτης της αποδοτικότητας του ενεργητικού του Ομίλου της Eurobank, δεν κατάφερε, τουλάχιστον στα χρόνια υπό εξέταση, να επιστρέψει στα επίπεδα προ κρίσης.

Έπειτα, όσον αφορά την εξέλιξη του αριθμοδείκτη της δανειακής επιβάρυνσης του υπό εξέταση Ομίλου, σχηματικά αυτός είναι ως εξής:



**Διάγραμμα 36:** Η πορεία του χρηματοοικονομικού δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης του Ομίλου της Eurobank για τα έτη 2007-2018

Όσον αφορά τον αριθμοδείκτη της δανειακής επιβάρυνσης, παρατηρείται ότι αυτός αυξομειωνόταν μέχρι το έτος 2010, ώσπου το 2011 αυξήθηκε σημαντικά. Πιο συγκεκριμένα, προ κρίσης, ο δείκτης αυτός ήταν 1.176% και το 2008 αυξήθηκε, φτάνοντας στο 1.678%. Το αμέσως επόμενο έτος, μειώθηκε στο 1.235% και έπειτα, αυξήθηκε και πάλι, στο 1.331%. Η ανοδική πορεία του δείκτη συνεχίστηκε και το 2011, σημειώνοντας μεγαλύτερη μεταβολή και φτάνοντας στο 8.680%. Εν συνεχεία, το έτος 2012, ο δείκτης μειώθηκε άρδην κατά 19.109%, φτάνοντας στο (10.429%). Την επόμενη χρονιά, το έτος 2013, ο δείκτης της δανειακής επιβάρυνσης έγινε και πάλι θετικός, σημειώνοντας αισθητή άνοδο και φτάνοντας στο 1.615%. Έκτοτε, από το 2014 μέχρι και το 2017, ο δείκτης μειωνόταν από χρονιά σε χρονιά, σημειώνοντας 1.098%, 931%, 803% και 740%, αντιστοίχως. Κλείνοντας τα έτη εξέτασης, τον τελευταίο χρόνο, ο δείκτης αυξήθηκε σημαντικά, κατά 313%, φτάνοντας στο 1.053%.

Με γνώμονα, λοιπόν, τα παραπάνω, καθίσταται σαφές ότι ο Όμιλος της Eurobank ήταν ήδη ιδιαίτερος μοχλευμένος, ακόμη και πριν το ξέσπασμα της ελληνικής οικονομικής κρίσης. Με βάση τα ποσοστά του δείκτη, τα οποία ξεπερνούν κατά πολύ το 100%, είναι γεγονός ότι ο Όμιλος χρηματοδοτούσε τις δραστηριότητές του μέσω των ξένων κεφαλαίων, έναντι των ιδίων. Στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι το έτος 2011, ο αριθμοδείκτης της δανειακής επιβάρυνσης αυξήθηκε σημαντικά, κυρίως λόγω του γεγονότος ότι τα ίδια κεφάλαια του Ομίλου μειώθηκαν άρδην, από περίπου €6 δισεκατομμύρια το 2010 σε €875 εκατομμύρια το 2011. Επιπροσθέτως, το 2012, ο δείκτης ήταν αρνητικός, λόγω των αρνητικών ιδίων κεφαλαίων του Ομίλου τη συγκεκριμένη χρονιά (€655 εκατομμύρια), με αποτέλεσμα η ασφάλεια που παρέίχε στους πιστωτές του για επιστροφή κεφαλαίων να ήταν μηδαμινή. Την αμέσως επόμενη χρονιά, ο δείκτης παρουσίασε σημαντική ανοδική πορεία, διότι τα ξένα κεφάλαια του Ομίλου αυξήθηκαν, αγγίζοντας τα €73 δισεκατομμύρια και ήταν και πάλι θετικός, καθώς τα ίδια κεφάλαιά του έπαψαν να είναι αρνητικά, λόγω της παροχής προς την τράπεζα νέων κεφαλαίων με τη μορφή μετοχικού κεφαλαίου. Γενικότερα, με βάση το ανωτέρω διάγραμμα, διαπιστώνεται ότι από το έτος 2014 μέχρι και το 2018, ο χρηματοοικονομικός δείκτης της δανειακής επιβάρυνσης, όσον αφορά τον Όμιλο, ήταν μικρότερος ακόμη και από τα επίπεδα προ κρίσης και ότι από το έτος 2014 μέχρι και το 2017, αυτός μειωνόταν από χρονιά σε χρονιά.

Ο αμέσως επόμενος αριθμοδείκτης που επρόκειτο να εξεταστεί και να αναλυθεί, είναι αυτός της συνολικής κεφαλαιακής επάρκειας, όπου σχηματικά είναι ως εξής:



**Διάγραμμα 37:** Η πορεία του συνολικού δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας του Ομίλου της Eurobank για τα έτη 2007-2018

Για το δείκτη του ανωτέρω διαγράμματος ακολουθούν οι εξής σημειώσεις:

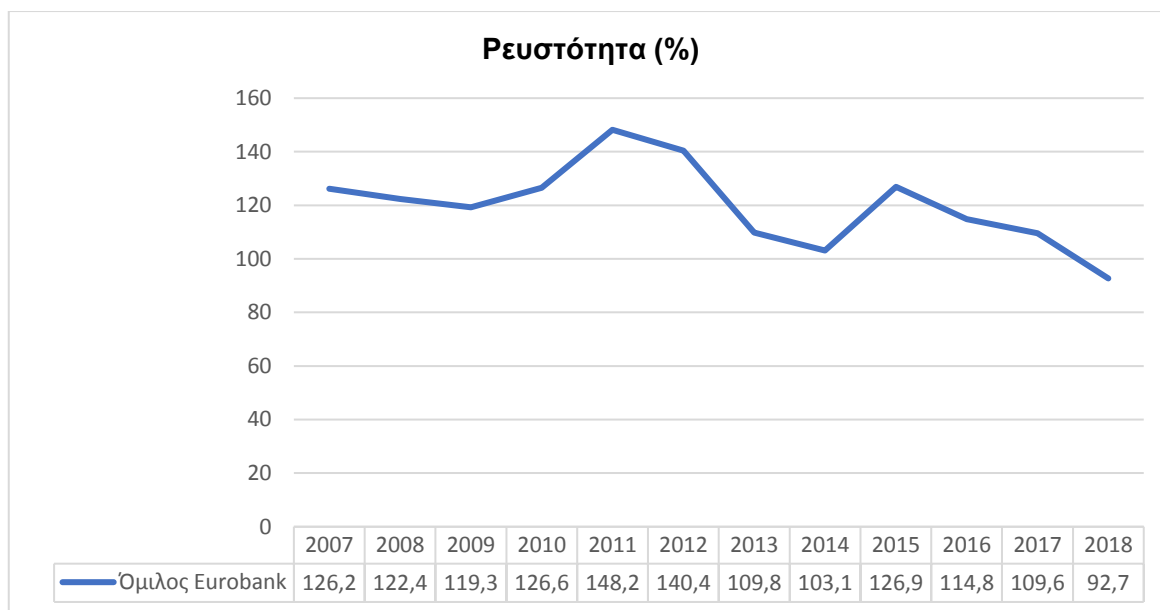
- ο συνολικός δείκτης, για το έτος 2011, απεικονίζεται με τη χρήση της pro-forma που παρουσιάζει το αποτέλεσμα βάσει των αποτελεσμάτων του PSI και της ανακεφαλαιοποίησης, ύψους €3,97 δισεκατομμυρίων,
- ο συνολικός δείκτης, για το έτος 2012, απεικονίζεται με τη χρήση της pro-forma που παρουσιάζει το αποτέλεσμα συνυπολογίζοντας το ποσό της ανακεφαλαιοποίησης που πραγματοποίησε η τράπεζα, αξίας €5,8 δισεκατομμυρίων,
- για το έτος 2013, απεικονίζεται με τη χρήση της pro-forma που παρουσιάζει το αποτέλεσμα της ολοκλήρωσης της συναλλαγής με τη Fairfax Financial Holding Limited και την εφαρμογή της μεθόδου IRB για τον πιστωτικό κίνδυνο του στεγαστικού χαρτοφυλακίου,
- και τέλος, για το έτος 2014, ο συνολικός δείκτης απεικονίζεται με τη χρήση της pro-forma βάσει των εποπτικών κανονισμών των αναβαλλόμενων φορολογικών απαιτήσεων (DTAs) ως αναβαλλόμενες φορολογικές πιστώσεις (DTCs).



Παρατηρώντας το ανωτέρω διάγραμμα, διαπιστώνεται ότι το έτος 2007, ο συνολικός δείκτης της κεφαλαιακής επάρκειας του Ομίλου ήταν 12,2%, ώσπου την επόμενη χρονιά μειώθηκε στο 9,7%. Εν συνεχεία, την επόμενη διετία, ο δείκτης αυξήθηκε, φτάνοντας στο 12,4% το 2009 και το 13,1% το 2010. Το 2011 μειώθηκε και πάλι ο δείκτης, λόγω των μειωμένων συνολικών εποπτικών κεφαλαίων (μεσολάβησε το PSI στις κρατικές ομολογίες της τράπεζας), φτάνοντας στο 10%. Εντούτοις, αξίζει να επισημανθεί ότι από το έτος 2012 μέχρι και το 2017, ο δείκτης αυξανόταν από χρονιά σε χρονιά, σημειώνοντας τα εξής ποσοστά: 11,6%, 12,2%, 15,6%, 17,4%, 17,9% και 18%, κατ' αντιστοιχία. Τέλος, το 2018, ο συνολικός δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας μειώθηκε, κατά 1,3%, φτάνοντας δηλαδή στο 16,7%.

Στο σημείο αυτό, κλείνοντας την ανάλυση και ερμηνεία του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη, κρίνεται αναγκαίο να σημειωθεί ότι στα πρώιμα χρόνια της κρίσης, αυτός ακολούθησε μία αυξανόμενη πορεία, πλην της σχετικής κάμψης εξαιτίας των κραδασμών που επέφερε το PSI. Το γεγονός, λοιπόν, αυτό σηματοδοτεί τη σημαντική αναπτυξιακή πορεία του Ομίλου καθώς και την εν γένει χρηματοπιστωτική σταθερότητα που προσπαθεί να εδραιώσει.

Έπειτα, ο επόμενος δείκτης που επρόκειτο να διερευνηθεί για τα έτη 2007-2018, είναι αυτός της ρευστότητας, όπου παρατίθεται σχηματικά κάτωθι:



**Διάγραμμα 38:** Η πορεία του δείκτη της ρευστότητας του Ομίλου της Eurobank για τα έτη 2007-2018

Παρατηρώντας, λοιπόν, τα αποτελέσματα του Ομίλου, καθίσταται σαφές ότι ο δείκτης δάνεια προς καταθέσεις μειωνόταν μέχρι το έτος 2009. Σαφέστερα, σημείωσε 126,2% το 2007, 122,4% το 2008 και 119,3% το 2009. Στο σημείο αυτό κρίνεται αναγκαίο να σημειωθεί ότι το 2008, η μείωση του δείκτη ήταν απόρροια κυρίως της αύξησης των καταθέσεων, ενώ την αμέσως επόμενη χρονιά, στην καθοδική του πορεία συνέβαλε και το γεγονός ότι τα δάνεια και οι απαιτήσεις κατά πελατών (μετά από προβλέψεις) μειώθηκαν. Έπειτα, την επόμενη διετία, ο λόγος δάνεια προς καταθέσεις σημείωσε ανοδική πορεία, φτάνοντας στο 126,6% το 2010 και το 148,2% το 2011. Η πορεία αυτή οφειλόταν για το 2010, στο γεγονός ότι τα δάνεια και οι απαιτήσεις κατά πελατών (μετά από προβλέψεις) αυξήθηκαν, ενώ παράλληλα οι καταθέσεις μειώθηκαν και για το 2011, οφειλόταν κυρίως στο γεγονός ότι οι καταθέσεις μειώθηκαν. Έκτοτε μέχρι και το έτος 2014, ο δείκτης της ρευστότητας διένυσε φθίνουσα πορεία, σημειώνοντας 140,4%, 109,8% και 103,1%, κατ' αντιστοιχία. Το 2012 και το 2014, η κάθοδος του δείκτη συνέβη κυρίως διότι τα δάνεια και οι απαιτήσεις από πελάτες μειώθηκαν, ενώ το 2013 στη μειούμενη πορεία του συνέβαλε κυρίως το γεγονός ότι οι καταθέσεις αυξήθηκαν. Ύστερα, το 2015, ο δείκτης αυξήθηκε σημαντικά, φτάνοντας στο 126,9%, το οποίο ήταν αποτέλεσμα της έντονης μείωσης των καταθέσεων του Ομίλου. Έκτοτε και μέχρι το τέλος των ετών εξέτασης, ο δείκτης σημείωσε καθοδική πορεία, σημειώνοντας 114,8% το 2016, 109,6% το 2017 και τέλος, 92,7% το 2018. Κλείνοντας, το 2016 και το 2018, η μείωση του δείκτη συνέβη λόγω της μείωσης της χορήγησης δανείων, αλλά και

της παράλληλης αύξησης των καταθέσεων του Ομίλου, ενώ το 2017 στην κάθοδο του δείκτη ρευστότητας συνέβαλε κυρίως η μείωση της χορήγησης δανείων.

Συνοψίζοντας, η γενική εικόνα του δείκτη ρευστότητας για τον Όμιλο της Eurobank είναι ότι αυτός ήταν ήδη σε εξαιρετικά υψηλά επίπεδα ακόμα και προ κρίσης, με αποκορύφωμα το έτος 2011, υποδεικνύοντας τη χαμηλή ρευστότητα του Ομίλου. Εν συνεχεία, τα έτη 2012-2014, ο δείκτης μειωνόταν από χρονιά σε χρονιά, σηματοδοτώντας μια κάπως “βελτιωμένη” πορεία του δείκτη, παραμένοντας όμως σε ποσοστά υψηλότερα του 100%. Το έτος 2015, ήταν μία δύσκολη χρονιά για τα αποθεματικά ρευστότητας του Ομίλου, καθώς οι καταθέσεις του μειώθηκαν σημαντικά, σηματοδοτώντας με αυτό τον τρόπο την έλλειψη εμπιστοσύνης του ελληνικού λαού απέναντι σε αυτόν. Κλείνοντας, από το 2016 μέχρι και το 2018, ο λόγος δανείων προς καταθέσεις μειωνόταν αισθητά από χρονιά σε χρονιά, ώσπου το 2018 έπεσε κάτω από το 100%, βελτιώνοντας με αυτό τον τρόπο τη ρευστότητά του και ξεπερνώντας ελάχιστα τα ιδανικά επίπεδα του δείκτη. Έτσι, ο Όμιλος κατέστη πιο αξιόπιστος ότι μπορούσε να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητές του και να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις του.

Τέλος, ο επενδυτικός αριθμοδείκτης που επρόκειτο να εξεταστεί και να αναλυθεί, είναι αυτός των κερδών ανά μετοχή, όπου σχηματικά είναι ως εξής:



**Διάγραμμα 39:** Η πορεία του δείκτη των κερδών ανά μετοχή του Ομίλου της Eurobank για τα έτη 2007-2018

Σύμφωνα, λοιπόν, με τα αποτελέσματα του Ομίλου, διαπιστώνεται ότι από τα €1,60 ανά μετοχή το έτος 2007, ο δείκτης EPS διένυσε μια καθοδική πορεία, η οποία έγινε αρνητική το 2010 και συνέχισε την πορεία αυτή με αμείωτο ρυθμό για τα επόμενα δύο έτη. Αναλυτικότερα, ο δείκτης σημείωσε €1,18 το 2008, €0,74 το 2009, €(0,15) το 2010, (10,13) το 2011 και €(23,06) το 2012, μειώσεις δηλαδή της τάξης του 26,25%, 37,29%, 120,27%, 6.653% και 127,64% σε σχέση με την προηγούμενη τους χρονιά. Στο σημείο αυτό, αξίζει να αναφερθεί ότι για το έτος 2010, απόρροια της εμφάνισης ζημιών που αναλογούν στους κοινούς μετόχους της τράπεζας ήταν ο δείκτης των κερδών ανά μετοχή να μειωθεί και να γίνει αρνητικός. Την αμέσως επόμενη χρονιά, οι ζημίες συνεχίστηκαν, σαφώς αυξημένες σε σχέση με το 2010, συμβάλλοντας με αυτό τον τρόπο στη μεγαλύτερη μείωση του δείκτη. Το έτος 2012, ο Όμιλος εμφάνισε και πάλι ζημίες, αλλά μειωμένες, ωστόσο, ο δείκτης EPS δεν αυξήθηκε διότι ο μέσος σταθμισμένος αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία μειώθηκε σημαντικά, από 546.113.385 σε 55.189.171. Με άλλα λόγια, η σαφέστατη αυτή μείωση των κοινών μετοχών ήταν και ο λόγος που ο δείκτης μειώθηκε άρδην. Το 2013, παρατηρείται μία σαφώς βελτιωμένη πορεία, στα €(0,41) ανά μετοχή, λόγω της μείωσης των ζημιών αλλά κυρίως λόγω της πολύ μεγάλης αύξησης των κοινών μετοχών, από 55.189.171 σε 2.871.586.813. Στη συνέχεια, την αμέσως επόμενη χρονιά, ο δείκτης EPS μειώθηκε και πάλι κατά πολύ,

στα €(10,58) ανά μετοχή, αφενός λόγω της αύξησης των ζημιών και αφετέρου, λόγω της μεγάλης μείωσης του μέσου σταθμισμένου αριθμού των μετοχών σε κυκλοφορία, από 2.871.586.813 σε 115.175.594. Έπειτα, το έτος 2015 ο δείκτης αυξήθηκε αλλά παρέμεινε αρνητικός, στα €(4,02) ανά μετοχή, κυρίως λόγω της αύξησης του μέσου σταθμισμένου αριθμού των μετοχών σε κυκλοφορία, από 115.175.594 σε 308.970.488. Τις επόμενες τρεις χρονιές, ο Όμιλος εμφάνισε καθαρά κέρδη χρήσης αναλογούντα στους κοινούς μετόχους της τράπεζας και έτσι ο δείκτης μετατράπηκε σε θετικός, σημειώνοντας €0,11, €0,05 και €0,04, αντιστοίχως.

Με βάση την πορεία του επενδυτικού αριθμοδείκτη των κερδών ανά μετοχή, ανάγεται το συμπέρασμα ότι αυτός επηρεάστηκε από την εμφάνιση του ελληνικού δημόσιου χρέους. Σύμφωνα με το ανωτέρω διάγραμμα, διαφαίνεται μία συνεχώς πτωτική πορεία του δείκτη EPS, κυρίως το έτος 2012. Ακόμη, από το έτος 2010 μέχρι και το 2015, ο Όμιλος της Eurobank εμφάνιζε διαρκώς ζημίες που αναλογούν στους κοινούς μετόχους, με αποτέλεσμα ο δείκτης να είναι αρνητικός. Τέλος, κρίνεται αναγκαίο να σημειωθεί ότι παρά το γεγονός ότι τα τελευταία τρία έτη εξέτασης ο Όμιλος δεν εμφάνισε ζημίες, τα κέρδη που αντιστοιχούσαν σε κάθε μετοχή κυμαίνοντας από €0,11 έως €0,04, ποσά που γενικά κρίνονται ως ιδιαίτερως χαμηλά.

### 5.3.7 Ο Όμιλος της Attica Bank

Τέλος, όσον αφορά τους χρηματοοικονομικούς δείκτες του Ομίλου της Attica Bank, αυτοί παρουσιάζονται στον κάτωθι πίνακα:

**Πίνακας 8:** Χρηματοοικονομικοί δείκτες του Ομίλου της Attica Bank για τα έτη 2007-2018

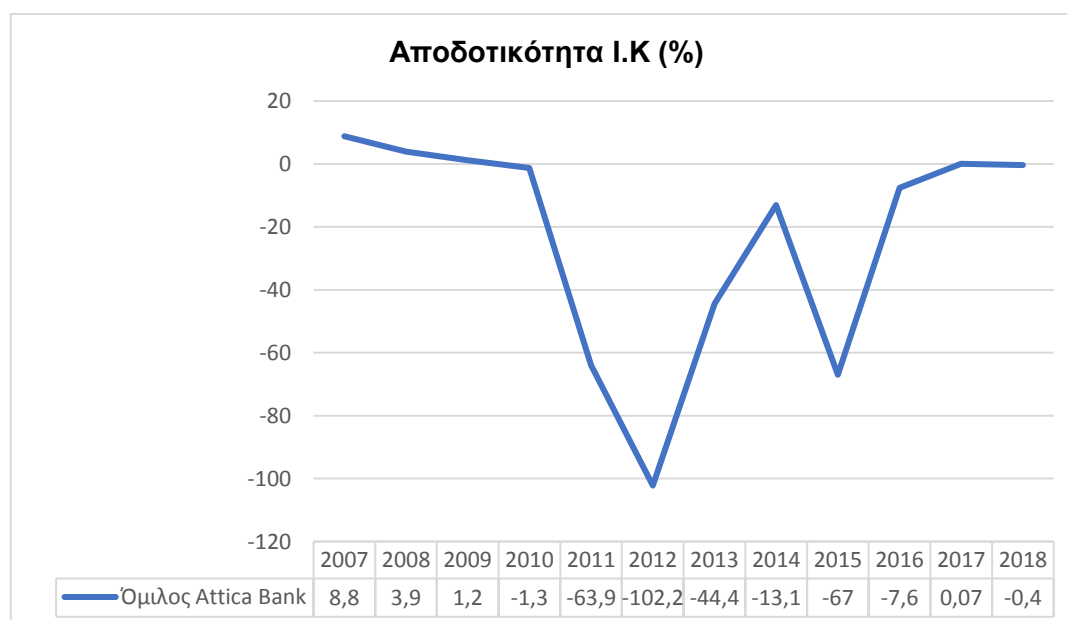
\*πηγή: [www.atticabank.gr](http://www.atticabank.gr)

| Δείκτες/<br>Έτη          | 2007 | 2008 | 2009 | 2010  | 2011   | 2012    | 2013   | 2014   | 2015 | 2016  | 2017 | 2018  |
|--------------------------|------|------|------|-------|--------|---------|--------|--------|------|-------|------|-------|
| Αποδοτικότητα<br>I.K (%) | 8,8  | 3,9  | 1,2  | (1,3) | (63,9) | (102,2) | (44,4) | (13,1) | (67) | (7,6) | 0,07 | (0,4) |

|   |       |       |       |        |        |        |        |        |        |        |        |         |
|---|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Αποδοτικότητα Ενεργητικού (%)           | 0,6   | 0,3   | 0,1   | (0,1)  | (5,6)  | (4,5)  | (2,8)  | (1,2)  | (9,1)  | (1,4)  | 0,01   | (0,07)  |
| Δανειακή Επιβάρυνση(%)                  | 1.129 | 1.294 | 802   | 813    | 1.512  | 3.946  | 890    | 1.014  | 439    | 470    | 459    | 583     |
| Ρευστότητα (%)                          | 99,5  | 114,7 | 114,4 | 111,8  | 112,3  | 111,1  | 99,6   | 98,1   | 128,7  | 146,7  | 113,9  | 69,8    |
| Κέρδη/(Ζημιές) ανά μετοχή-Βασικά (σε €) | 0,19  | 0,08  | 0,005 | (0,05) | (1,05) | (0,77) | (0,15) | (0,04) | (0,29) | (0,02) | 0,0002 | (0,002) |

## Ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών

Σύμφωνα με τον πίνακα 8, όσον αφορά τον αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων του Ομίλου της Attica Bank, αυτός σχηματικά είναι ως εξής:



**Διάγραμμα 40:** Η πορεία του χρηματοοικονομικού δείκτη της αποδοτικότητας των Ι.Κ του Ομίλου της Attica Bank για δώδεκα έτη

Σύμφωνα με την ανάλυση του αριθμοδείκτη ROE, διαπιστώνεται ότι αυτός παρουσίασε μια πτωτική πορεία από το έτος 2007 μέχρι και το 2012, όπου και σημείωσε ακραία τιμή. Οι τιμές του δείκτη για τα έτη αυτά ήταν: 8,8%, 3,9%, 1,2%, (1,3%), (63,9%) και (102,2%), αντίστοιχα. Τα επόμενα δύο έτη αυξήθηκε αισθητά φτάνοντας στο (44,4%) και το (13,1%), αντίστοιχα. Εντούτοις, το 2015 μειώθηκε ξανά κατά πολύ, φτάνοντας στην ακραία τιμή του (67%). Όσον αφορά τα τελευταία τρία υπό εξέταση έτη, ο δείκτης ROE αυξήθηκε το 2016, φτάνοντας στο (7,6%), το 2017 συνέχισε την ανοδική του πορεία, όπου και έγινε θετικός, φτάνοντας στο 0,07%, ενώ το αμέσως επόμενο έτος μειώθηκε ελαφρώς, φτάνοντας τελικά στο (0,4%).

Με βάση τα παραπάνω, καθίσταται σαφές ότι η ελληνική κρίση χρέους επηρέασε άμεσα και αρνητικά τα καθαρά κέρδη του Ομίλου, όπου σε συνδυασμό με την αύξηση του μέσου όρου του συνόλου των Ι.Κ του μέχρι και το 2010, είχαν σαν αποτέλεσμα ο δείκτης να μειώνεται συνεχώς ανά τα έτη. Στο σημείο αυτό κρίνεται σημαντικό να σημειωθεί ότι ο Όμιλος της Attica Bank, εμφάνιζε ζημίες από το έτος του 2010 μέχρι και το έτος του 2018 (πλην του έτους 2017), γεγονός που εξηγεί το πρόσημο του δείκτη. Το 2011 οι ζημίες αυξήθηκαν υπερβολικά, φτάνοντας τα €249,8 εκατομμύρια και έκτοτε άρχισαν να μειώνονται ανά τα έτη (πλην του έτους 2015), φτάνοντας εν τέλει τα €2,3 εκατομμύρια το 2018. Παράλληλα τα σύνολα των Ι.Κ του σε μέσους όρους άρχισαν να αυξάνονται από το έτος 2012 έως το 2016, γεγονός που επηρεάστηκε από τις ανακεφαλαιοποιήσεις που προχώρησε ο Όμιλος. Σύμφωνα, λοιπόν, τα παραπάνω, η αισθητή αύξηση του δείκτη ROE τα έτη 2013 και 2014, οφειλόταν στο γεγονός ότι οι ζημίες του Ομίλου μειώθηκαν και το σύνολο των Ι.Κ του σε μέσους όρους αυξήθηκε από χρονιά σε χρονιά. Το 2015, οι ζημίες αυξήθηκαν υπερβολικά, από €49,9 εκατομμύρια σε €346,8 εκατομμύρια, γεγονός που εξηγεί την πτώση του δείκτη. Την επόμενη λογιστική χρήση, οι ζημίες μειώθηκαν σε μεγάλο βαθμό, φτάνοντας τα €49,8 εκατομμύρια, όπου σε συνδυασμό με την αύξηση του παρονομαστή, συντέλεσε στην αύξηση του δείκτη. Η αύξηση του ROE το 2017, ήταν αποτέλεσμα τόσο της εμφάνισης καθαρών κερδών του Ομίλου, όσο και της μείωσης του σύνολο των ιδίων κεφαλαίων του σε μέσους όρους. Τέλος, η φθίνουσα πορεία του δείκτη τον επόμενο χρόνο, οφειλόταν στις ζημίες που εμφάνισε στην Κ.Α.Χ καθώς και στη μείωση του παρονομαστή του.

Με γνώμονα τον πίνακα 8, ο αμέσως επόμενος αριθμοδείκτης του Ομίλου της Attica Bank, είναι αυτός της αποδοτικότητας του ενεργητικού, όπου σχηματικά είναι ως εξής:



**Διάγραμμα 41:** Η πορεία του χρηματοοικονομικού δείκτη της αποδοτικότητας του ενεργητικού του Ομίλου της Attica Bank για τα έτη 2007-2018

Πρωτίστως, όσον αφορά τον αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας του ενεργητικού για τα έτη 2007-2011, διαπιστώνεται ότι αυτός παρουσίασε μια πτωτική τάση ανά τα έτη, με τη μεγαλύτερη να σημειώνεται το έτος 2011, φτάνοντας στο (5,6%). Στη συνέχεια, τα επόμενα τρία έτη, αυξήθηκε σημαντικά, όπου το 2014 έφτασε στο (1,2%). Το 2015, ο δείκτης παρουσίασε τη μεγαλύτερή του μείωση, φτάνοντας στο (9,1%). Ύστερα, το 2016, σημείωσε μια πολύ μεγάλη αύξηση, ώσπου το 2017 συνέχισε την ανοδική του πορεία, αλλά σε μικρότερο βαθμό. Κλείνοντας τα έτη εξέτασης, το 2018, ο δείκτης ROA μειώθηκε ελαφρώς κατά 0,08%.

Αναλυτικότερα, η μειούμενη πορεία του αριθμοδείκτη ROA για τα έτη 2007-2011 δικαιολογείται από το γεγονός ότι τα καθαρά κέρδη του Ομίλου μειώνονταν μέχρι το 2009, ώσπου το 2010 και το 2011 εμφάνισε ζημίες στα αποτελέσματα χρήσεώς του, ενώ παράλληλα το σύνολο του ενεργητικού του σε μέσους όρους αυξανόταν μέχρι το 2009. Ο δείκτης όσον αφορά τα προαναφερθέντα έτη ήταν: 0,6%, 0,3%, 0,1%, (0,1%) και (5,6%), αντίστοιχα. Τα έτη 2010 και 2011, όπως προαναφέρθηκε, ο Όμιλος



εμφάνισε ζημίες στην Κ.Α.Χ του, γεγονός που δικαιολογεί τον αρνητικό αριθμοδείκτη, ενώ το έτος 2011, στο ύψος της τιμής του δείκτη, (5,6%), συνέβαλε και το γεγονός ότι το σύνολο του ενεργητικού του σε μέσους όρους μειώθηκε. Έπειτα, την επόμενη τριετία ο δείκτης παρουσίασε ανοδική τάση, λόγω κυρίως της μείωσης των ζημιών του Ομίλου από χρονιά σε χρονιά, ενώ παράλληλα το έτος 2014 συνέβαλε στην αύξησή του και το γεγονός ότι το σύνολο του ενεργητικού του αυξήθηκε. Συνάμα, η πολύ μεγάλη πτώση του δείκτη ROA, για το έτος 2015, η οποία έφτασε στο (9,1%), οφειλόταν τόσο στο γεγονός ότι οι ζημίες του Ομίλου άγγιξαν τα €346,8 εκατομμύρια (€49,9 εκατομμύρια το προηγούμενο έτος) όσο και στο γεγονός ότι το σύνολο του ενεργητικού του σε μέσους όρους μειώθηκε. Την αμέσως επόμενη χρονιά, η σαφέστατη βελτίωση του δείκτη (1,4%), οφειλόταν κυρίως στο γεγονός ότι οι ζημίες του Ομίλου μειώθηκαν κατά πολύ, φτάνοντας τα €49,8 εκατομμύρια. Το 2017, ο Όμιλος εμφάνισε και πάλι καθαρά κέρδη, ύστερα από το 2009, ενώ παράλληλα το σύνολο του ενεργητικού του Ομίλου μειώθηκε, γεγονός που συντέλεσε στην αύξηση του δείκτη στο 0,01%. Τέλος, το 2018, ο Όμιλος εμφάνισε και πάλι ζημίες και το σύνολο του ενεργητικού του μειώθηκε, απόρροια των οποίων ήταν η ελαφρά πτώση του δείκτη στο (0,07%). Ολοκληρώνοντας, λοιπόν, την ανάλυση και ερμηνεία του συγκεκριμένου δείκτη, σα γενικό σχόλιο κρίνεται αναγκαίο να αναφερθεί ότι αυτός δεν κατάφερε, τουλάχιστον στα χρόνια υπό εξέταση, να επιστρέψει στα επίπεδα προ κρίσης (0,6% και 0,3%).

Ο επόμενος αριθμοδείκτης του Ομίλου της Attica Bank, που επρόκειτο να διερευνηθεί, είναι αυτός της δανειακής επιβάρυνσης, όπου σχηματικά είναι ως εξής:



**Διάγραμμα 42:** Η εξέλιξη του αριθμοδείκτη της δανειακής επιβάρυνσης του Ομίλου της Attica Bank για τα έτη 2007-2018

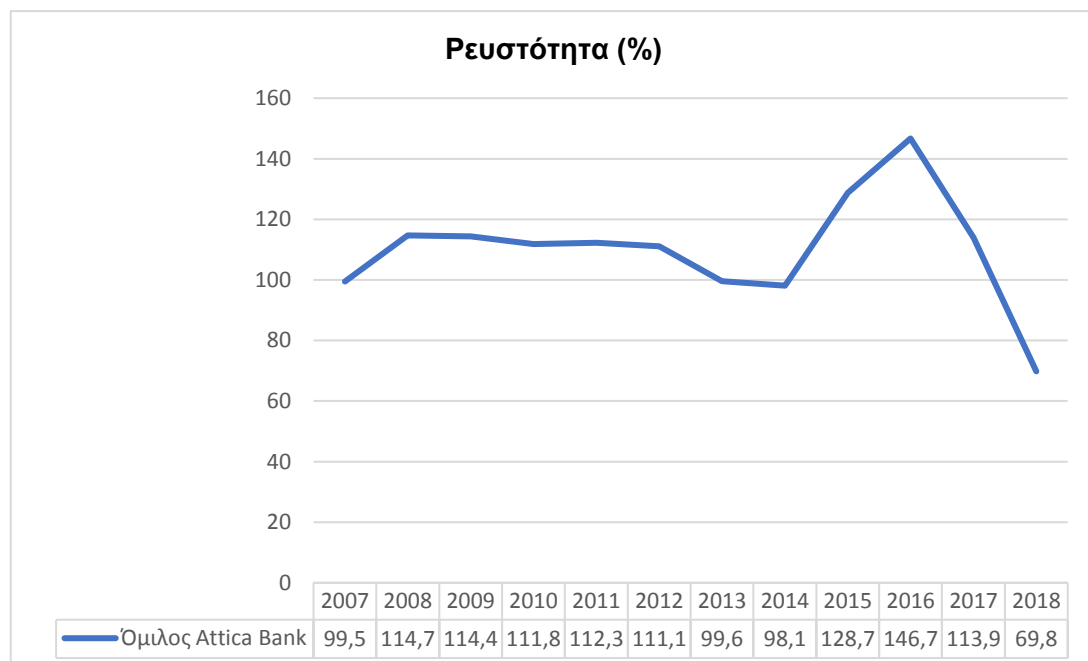
Όσον αφορά το χρηματοοικονομικό δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης, συνάγεται το συμπέρασμα ότι αυτός αυξομειωνόταν καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου εξέτασης, με εξαίρεση τα έτη 2010-2012, όπου παρουσίασε συνεχή αύξηση. Αναλυτικότερα, προ κρίσης, ο δείκτης αυτός ήταν 1.129% και το 2008 αυξήθηκε, φτάνοντας στο 1.294%. Το αμέσως επόμενο έτος, μειώθηκε στο 802% και έπειτα, αυξήθηκε και πάλι, ελαφρώς, στο 813%. Στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι η ανοδική πορεία του δείκτη συνεχίστηκε για τα επόμενα δύο έτη, σημειώνοντας μεγαλύτερη μεταβολή το 2012, φτάνοντας στο 1.512% το 2011 και το 3.946% το 2012 (ακραία τιμή). Εν συνεχεία, το έτος 2013, ο δείκτης μειώθηκε άρδην κατά 3.056%, φτάνοντας στο 890%. Έκτοτε, και μέχρι το τέλος των ετών εξέτασης, ο δείκτης συνέχισε να αυξομειώνεται από χρονιά σε χρονιά, σημειώνοντας 1.014%, 439%, 470%, 459% και 583%, κατ' αντιστοιχία.

Με κατευθυντήριο κριτήριο τα όσα ειπώθηκαν παραπάνω, καθίσταται σαφές ότι ο Όμιλος της Attica Bank ήταν ήδη ιδιαίτερος μοχλευμένος, ακόμη και πριν το ξέσπασμα της ελληνικής οικονομικής κρίσης, ώσπου το έτος 2012, ο δείκτης της δανειακής του επιβάρυνσης κορυφώθηκε. Με βάση τα ποσοστά του δείκτη, τα οποία ξεπερνούν κατά πολύ το 100%, είναι γεγονός ότι ο Όμιλος χρηματοδοτούσε τις δραστηριότητές του μέσω των ξένων κεφαλαίων, έναντι των ιδίων. Στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι τα έτη 2010-2012, όπου παρατηρείται συνεχής ανοδική πορεία, αυτή οφειλόταν κυρίως

στο γεγονός ότι τα ίδια κεφάλαια του Ομίλου μειώνονταν από χρονιά σε χρονιά, και μάλιστα, πιο έντονα το έτος 2012, όπου από €259 εκατομμύρια έγιναν €96 εκατομμύρια. Ολοκληρώνοντας την ανάλυση και ερμηνεία του συγκεκριμένου δείκτη, κρίνεται σημαντικό να σημειωθεί ότι από το έτος 2013 μέχρι και το 2018, ο αριθμοδείκτης της δανειακής επιβάρυνσης ήταν μικρότερος ακόμη και από τα επίπεδα προ κρίσης.

Στο σημείο αυτό, θα αναλυόταν η εξέλιξη του συνολικού δείκτη της κεφαλαιακής επάρκειας του Ομίλου, όμως, τα στοιχεία της Attica Bank δεν είναι αναθεωρημένα και γι' αυτόν ακριβώς το λόγο δε θα παρατεθούν, καθώς δεν καθίσταται εφικτή η σύγκρισή τους με αυτά των άλλων Ομίλων.

Ο αμέσως επόμενος αριθμοδείκτης του Ομίλου, που επρόκειτο να αναλυθεί, είναι αυτός της ρευστότητας, όπου παρουσιάζεται σχηματικά κάτωθι:



**Διάγραμμα 43:** Η πορεία του δείκτη ρευστότητας του Ομίλου της Attica Bank για τα έτη 2007-2018

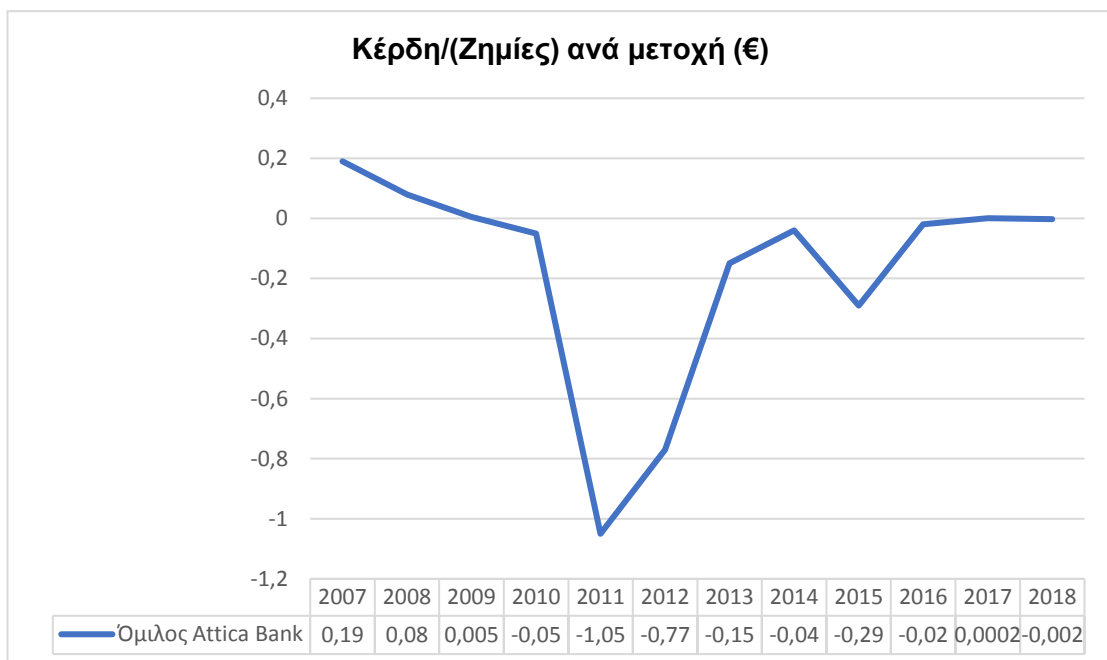
Με βάση τα αποτελέσματα του Ομίλου, καθίσταται σαφές ότι ο δείκτης δάνεια προς καταθέσεις, από 99,5% το έτος 2007, σημείωσε ανοδική πορεία την επόμενη χρονιά,

φτάνοντας στο 114,7%, γεγονός που συνέβη κυρίως λόγω της αύξησης των χορηγήσεων δανείων από μεριάς του. Στη συνέχεια, την επόμενη διετία, η μικρή μείωση του δείκτη στο 114,4% τη μία χρονιά και στο 111,8% την άλλη, ήταν απόρροια κυρίως της αύξησης των καταθέσεων και της μείωσης των δάνεια και των προκαταβολών σε πελάτες (μετά από προβλέψεις), αντιστοίχως. Έπειτα, το έτος 2011, ο λόγος δάνεια προς καταθέσεις σημείωσε ελαφρά ανοδική πορεία, καθώς οι καταθέσεις του Ομίλου τη συγκεκριμένη χρονιά μειώθηκαν, φτάνοντας στο 112,3%. Από το 2012 μέχρι και το 2014, ο δείκτης της ρευστότητας διένυσε φθίνουσα πορεία, φτάνοντας στο 111,1%, το 99,6% και το 98,1%, αντίστοιχα. Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ότι το 2012 και το 2014, η κάθοδος του δείκτη συνέβη κυρίως διότι τα δάνεια και οι προκαταβολές σε πελάτες μειώθηκαν, ενώ το 2013 στη μειούμενη πορεία του συνέβαλε κυρίως το γεγονός ότι οι καταθέσεις αυξήθηκαν. Ύστερα, το 2015 ο δείκτης αυξήθηκε εντόνως στο 128,7%, ενώ την αμέσως επόμενη χρονιά η άνοδος συνεχίστηκε, αλλά σε μικρότερο βαθμό, φτάνοντας στο 146,7%. Η εξέλιξη αυτή, για το 2015, ήταν αποτέλεσμα της έντονης μείωσης των καταθέσεων, ενώ το 2016 στην αύξηση του δείκτη συνέβαλε και η παράλληλη αύξηση των δανείων από μεριάς του Ομίλου. Ολοκληρώνοντας την ανάλυση του δείκτη για τον Όμιλο της Attica Bank, το 2017 και το 2018, ο δείκτης της ρευστότητας μειώθηκε κατά πολύ, κυρίως το 2018, γεγονός που συνέβη λόγω της μείωσης των χορηγήσεων δανείων, αλλά και της παράλληλης αύξησης των καταθέσεων. Τα ποσοστά που σημείωσε ο δείκτης ήταν: 113,9% το 2017 και 69,8% το 2018.

Με βάση τα όσα ειπώθηκαν παραπάνω, συνάγεται το συμπέρασμα ότι η γενική εικόνα του δείκτη ρευστότητας για τον Όμιλο της Attica Bank είναι τελείως διαφορετική από αυτήν των Ομίλων των συστημικών τραπεζών. Πιο συγκεκριμένα, ο δείκτης σημείωσε υψηλά επίπεδα καθ' όλη τη διάρκεια των ετών εξέτασης (πλην του έτους 2018), ακόμα και προ κρίσης, με αποκορύφωμα το έτος 2016, υποδεικνύοντας τη χαμηλή ρευστότητα του Ομίλου. Εντούτοις, στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι τα έτη 2013 και 2014 τα ποσοστά που σημειώθηκαν ήταν κάτω από τις 100 ποσοστιαίες μονάδες, σηματοδοτώντας μια κάποια “βελτίωση” στα αποθεματικά ρευστότητας του Ομίλου. Επιπροσθέτως, αξίζει να αναφερθεί ότι το έτος 2018, ο δείκτης ρευστότητας έφτασε σε επίπεδα ακόμα και προ κρίσης, αλλά δεδομένου ότι ο ιδανικός λόγος δανείων προς καταθέσεις έχει αλλάξει και πλέον κυμαίνεται μεταξύ 80% και 90%, ανάγεται το συμπέρασμα ότι είναι πιθανόν ο Όμιλος της Attica Bank να μην κερδίζει όσο θα μπορούσε (έντοκα έσοδα). Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι τη χρονιά εκείνη οι

καταθέσεις του αυξήθηκαν άρδην, υπαινίσοντας μεγαλύτερη εμπιστοσύνη από τη μεριά του ελληνικού λαού στην κατάσταση-μελλοντική πορεία του Ομίλου.

Τέλος, ολοκληρώνοντας τη χρηματοοικονομική ανάλυση του Ομίλου της Attica Bank με τη χρήση αριθμοδεικτών, ο επενδυτικός δείκτης που επρόκειτο να παρουσιασθεί και να αναλυθεί ανά τα έτη είναι αυτός των κερδών ανά μετοχή, όπου σχηματικά είναι ως εξής:



**Διάγραμμα 44:** Η πορεία του δείκτη των κερδών ανά μετοχή του Ομίλου της Attica Bank για τα έτη 2007-2018

Παρατηρώντας τα αποτελέσματα του Ομίλου, διαπιστώνουμε ότι από τα €0,19 ανά μετοχή το έτος 2007 (ποσό ήδη μη ικανοποιητικό για την εποχή), ο δείκτης EPS διένυσε μια συνεχιζόμενη πτωτική πορεία μέχρι το 2010, η οποία έγινε σαφώς εντονότερη το 2011. Πιο συγκεκριμένα, το 2010, ο δείκτης έγινε αρνητικός και έφτασε στα €(0,05), μία μείωση δηλαδή της τάξης του 126,31% σε σχέση με το 2007. Τα ενδιάμεσα ποσά του δείκτη σε χρηματικές μονάδες ήταν: 0,08 ευρώ το 2008 και 0,005 ευρώ το 2009, μειώσεις δηλαδή της τάξης του 57,89% και 93,75% σε σχέση με την προηγούμενη τους χρονιά. Εν συνεχεία, το έτος 2011, απόρροια της εμφάνισης μεγαλύτερων ζημιών που αναλογούν στους κοινούς μετόχους της τράπεζας, ήταν ο δείκτης να μειωθεί σημαντικά, στα €(1,05), σημειώνοντας μία πτώση της τάξης του

2.000% σε σχέση με το 2010. Έπειτα, τα έτη 2012, 2013 και 2014, ο δείκτης αυξανόταν από χρονιά σε χρονιά, αφενός λόγω της μείωσης των ζημιών που αναλογούν στους κοινούς μετόχους της τράπεζας και αφετέρου, λόγω της αύξησης του μεσοσταθμικού αριθμού των κοινών μετοχών, πλην του έτους 2012, όπου ο αριθμός παρέμεινε στάσιμος. Πιο συγκεκριμένα, ο δείκτης EPS των ετών αυτών έφτασε στα (0,77), (0,15) και (0,04) ευρώ ανά μετοχή, αντίστοιχα. Τις επόμενες δύο χρονιές, ο δείκτης συνέχισε να είναι αρνητικός, όπου το 2015 έπεσε στα (0,29) ευρώ και το 2016 αυξήθηκε στα (0,02) ευρώ. Το 2017, ο Όμιλος εμφάνισε κέρδη αναλογούντα στους κοινούς μετόχους (τελευταία φορά που συνέβη αυτό ήταν το 2009), με αποτέλεσμα ο δείκτης να μετατραπεί σε θετικός, σημειώνοντας €0,0002. Τέλος, όσον αφορά το τελευταίο έτος εξέτασης, ο δείκτης έγινε και πάλι αρνητικός, φτάνοντας στα (0,002) ευρώ ανά μετοχή.

Επομένως, με βάση την πορεία του επενδυτικού αριθμοδείκτη των κερδών ανά μετοχή, διαπιστώνεται ότι αυτός επηρεάστηκε από τις αρνητικές επιδράσεις των ενδοχώριων οικονομικών εξελίξεων που συνέβησαν. Σύμφωνα με το ανωτέρω διάγραμμα, λοιπόν, διαφαίνεται μια συνεχιζόμενη μειούμενη πορεία του δείκτη των κερδών ανά μετοχή, κυρίως το έτος 2011. Τέλος, αξίζει να επισημανθεί ότι από το 2010 μέχρι και το 2018, πλην του έτους 2017, ο Όμιλος εμφάνιζε συνεχώς ζημίες αναλογούσες στους κοινούς μετόχους της μητρικής, με αποτέλεσμα ο δείκτης EPS να βρίσκεται σε αρνητικά επίπεδα.

### 5.3.8 Ο κλάδος

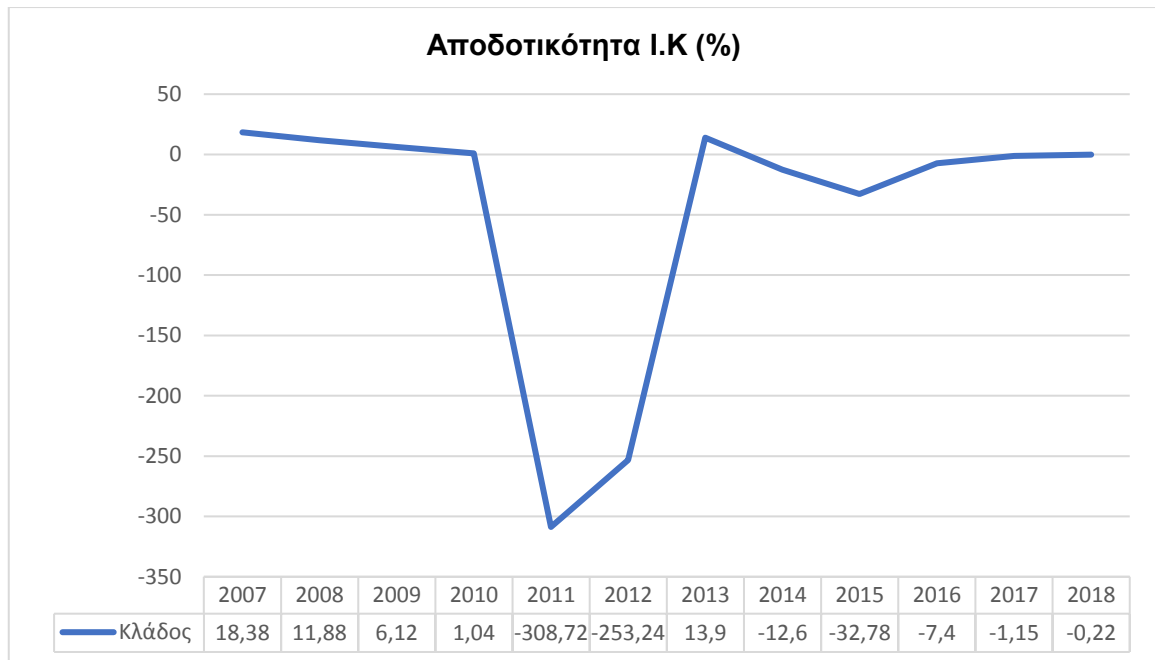
Στο σημείο αυτό είναι σημαντικό να επισημανθεί ότι για την καλύτερη κατανόηση της ανάλυσης των χρηματοοικονομικών δεικτών των Ομίλων των τραπεζικών ιδρυμάτων, παρατίθεται κάτωθι ένας συνοπτικός πίνακας με την εξέλιξη των αριθμοδεικτών του κλάδου, όπως αυτοί διαμορφώθηκαν από τις επιρροές της οικονομικής κρίσης.

**Πίνακας 9:** Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες του κλάδου για τα έτη 2007-2018

| Δείκτες                                     | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011     | 2012     | 2013   | 2014    | 2015    | 2016    | 2017    | 2018    |
|---|--------|--------|--------|--------|----------|----------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Αποδοτικότητα I.K (%)                       | 18,38  | 11,88  | 6,12   | 1,04   | (308,72) | (253,24) | 13,9   | (12,6)  | (32,78) | (7,4)   | (1,15)  | (0,22)  |
| Αποδοτικότητα Ενεργητικού (%)               | 1,34   | 0,852  | 0,46   | 0,092  | (8,3)    | (2,22)   | 0,76   | (1,062) | (3,66)  | (0,818) | (0,132) | (0,052) |
| Δανειακή Επιβάρυνση(%)                      | 1.148  | 1.475  | 1.112  | 1.174  | (6.366)  | (1.565)  | 1.114  | 1.016   | 768     | 709     | 623     | 813     |
| Συνολικός Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας (%) | 11,8   | 10     | 11,68  | 12,93  | 9,43     | 10,58    | 13,45  | 14,10   | 16,65   | 17,08   | 17,13   | 15,98   |
| Ρευστότητα (%)                              | 110,98 | 118,92 | 116,78 | 123,36 | 137,84   | 126,5    | 110,58 | 105,2   | 127,9   | 123,3   | 109,3   | 85,06   |
| Κέρδη/(Ζημίες) ανά μετοχή-Βασικά (σε €)     | 1,83   | 1,21   | 0,76   | 0,06   | -7,50    | -7,98    | 0,28   | -2,57   | -2,53   | -0,06   | -0,18   | -0,08   |

### Ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών

Σύμφωνα με τον πίνακα 9, όσον αφορά τον αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων του κλάδου, αυτός σχηματικά είναι ως εξής:



**Διάγραμμα 45:** Η πορεία του αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας των Ι.Κ του κλάδου για τα έτη 2007-2018

Εν γένει, όσον αφορά τον κλάδο, σύμφωνα με την ανάλυση του χρηματοοικονομικού δείκτη ROE, καθίσταται σαφές ότι αυτός μειωνόταν μέχρι και το 2011 (ακραία τιμή). Πιο συγκεκριμένα, από το 18,38% που ήταν το έτος 2007, έφτασε το 2011 στο (-308,72%). Στη συνέχεια, ο δείκτης ROE σημείωσε σημαντική αύξηση το 2012 και ιδιαίτερα το 2013, όπου έφτασε στο (253,24%) και 13,9%, αντίστοιχα. Το 2014 και το 2015, μειώθηκε και πάλι, φτάνοντας στο (12,6%) και (32,78%), αντιστοίχως. Την τελευταία τριετία, ο δείκτης αυξήθηκε, σημειώνοντας (7,4%) το 2016, (1,15%) το 2017 και τέλος, (0,22%) το 2018.

Σύμφωνα, λοιπόν, με τα παραπάνω, γίνεται σαφές ότι ο αριθμοδείκτης της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων, όσον αφορά τον κλάδο, δεν κατάφερε να επιστρέψει στα επίπεδα-ποσοστά προ κρίσης (2007,2008), προφανώς επηρεασμένος από την ελληνική κρίση χρέους. Επιπροσθέτως, ο δείκτης ROE για τον κλάδο, παρέμεινε αρνητικός από το έτος 2011 μέχρι και το 2018, με εξαίρεση το 2013. Εντούτοις, αξίζει να σημειωθεί ότι την τελευταία τριετία των ετών εξέτασης, και ιδιαίτερα το 2017 και το 2018, ο δείκτης ήταν σαφώς βελτιωμένος σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια, γεγονός που φανερώνει ότι πλέον οι Όμιλοι αξιοποιούν κάπως αποδοτικότερα



τα κεφάλαια των μετόχων, με στόχο να τους αποφέρουν (στους ομίλους) ένα ικανοποιητικό επίπεδο κερδοφορίας.

Με γνώμονα τον πίνακα 9, ο αμέσως επόμενος αριθμοδείκτης είναι αυτός της αποδοτικότητας του ενεργητικού, όπου σχηματικά είναι ως εξής:



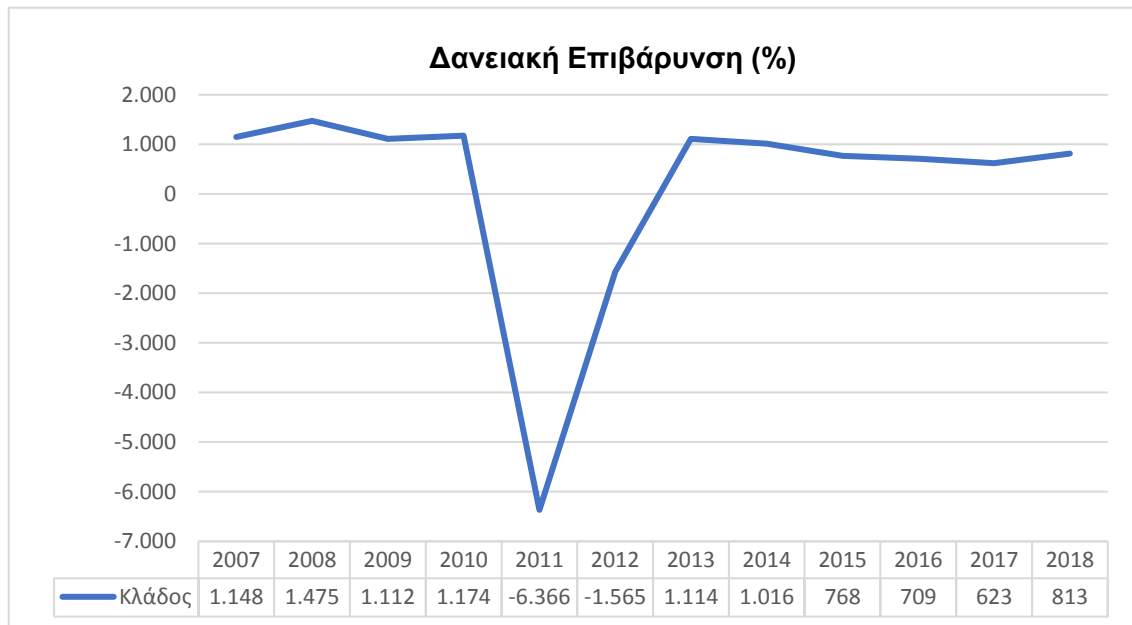
**Διάγραμμα 46:** Η πορεία του αριθμοδείκτη της αποδοτικότητας του ενεργητικού του κλάδου για τα έτη 2007-2018

Γενικότερα, όσον αφορά τον κλάδο, είναι σαφές ότι και ο χρηματοοικονομικός δείκτης ROA, όπως και εκείνος της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων, μειωνόταν συνεχώς μέχρι και το 2011 (ακραία τιμή). Πιο συγκεκριμένα, από το 1,34% που ήταν το έτος 2007, έφτασε στο (8,3%) το 2011. Το 2012, ο δείκτης ROA για τον κλάδο των Ομίλων των ελληνικών τραπεζών, παρουσίασε σημαντική αύξηση, όπως και την επόμενη χρονιά, φτάνοντας στο (2,22%) και το 0,76%, αντιστοίχως. Τη διετία, 2014 και 2015, μειώθηκε και πάλι, φτάνοντας στο (1,062%) και το (3,66). Έπειτα, το 2016, ο δείκτης σημείωσε μια αισθητή ανοδική πορεία, φτάνοντας στο (0,818%), όπου η αύξηση του δείκτη συνεχίστηκε και τα έτη 2017 και 2018, αλλά σε σαφώς μικρότερο βαθμό.

Σύμφωνα, λοιπόν, με τα παραπάνω, ανάγεται το συμπέρασμα ότι ο αριθμοδείκτης της αποδοτικότητας του ενεργητικού, όσον αφορά τον κλάδο, δεν κατάφερε να επιστρέψει στα επίπεδα προ κρίσης, κάλλιστα επηρεασμένος από την κρίση. Επιπλέον, ο

αριθμοδείκτης παρέμεινε αρνητικός από το έτος 2011 έως και το 2018, με εξαίρεση το 2013. Παρ' όλ' αυτά, κρίνεται αναγκαίο να επισημανθεί ότι την τελευταία τριετία των ετών εξέτασης, ο δείκτης ROA παρουσίασε σημαντική βελτίωση σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια, γεγονός που φανερώνει ότι πλέον οι διοικήσεις των εκάστοτε Ομίλων αξιοποιούν κάπως αποδοτικότερα τα περιουσιακά τους στοιχεία.

Στη συνέχεια, όσον αφορά την εξέλιξη του αριθμοδείκτη της δανειακής επιβάρυνσης του κλάδου, σχηματικά αυτός παρουσιάζεται κάτωθι:



**Διάγραμμα 47:** Η πορεία του αριθμοδείκτη της δανειακής επιβάρυνσης του κλάδου για τα έτη 2007-2018

Εν γένει, όσον αφορά τον κλάδο, είναι γεγονός ότι στα πρώτα χρόνια της ελληνικής οικονομικής κρίσης, ο χρηματοοικονομικός δείκτης της δανειακής επιβάρυνσης αυξομειωνόταν, ώσπου το έτος 2011 μειώθηκε κατακόρυφα, τα έτη 2012-2013 αυξήθηκε σημαντικά, τα έτη 2014-2017 μειωνόταν από χρονιά σε χρονιά, μέχρι που το 2018 αυξήθηκε και πάλι. Αναλυτικότερα, προ κρίσης, ο δείκτης αυτός ήταν 1.148% και το 2008 αυξήθηκε, φτάνοντας στο 1.475%. Το αμέσως επόμενο έτος, μειώθηκε στο 1.112% και έπειτα, αυξήθηκε και πάλι, ελαφρώς, στο 1.174%. Το 2011, ο δείκτης μειώθηκε και παρουσίασε ακραία τιμή στο (6.366%), ώσπου την επόμενη χρονιά αυξήθηκε αισθητά, φτάνοντας στο (1.565%). Εν συνεχεία, το έτος 2013, ο δείκτης συνέχισε την ανοδική του πορεία, αλλά σε μικρότερο βαθμό, φτάνοντας στο 1.114%.

Έκτοτε, και μέχρι το έτος 2017, ο δείκτης μειωνόταν συνεχώς, σημειώνοντας 1.016%, 768%, 709% και 623%, αντιστοίχως. Τέλος, αναφορικά με το τελευταίο έτος εξέτασης, ο αριθμοδείκτης αυξήθηκε κατά 190%, φτάνοντας δηλαδή στο 813%.

Σύμφωνα, λοιπόν, με τα παραπάνω, ανάγεται το συμπέρασμα ότι ο κλάδος των Ομίλων των ελληνικών τραπεζών υπήρξε ήδη πολύ μοχλευμένος, ακόμη και πριν το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης, ώσπου το έτος 2011 και 2012 ο δείκτης ήταν αρνητικός. Ανέκαθεν, οι Όμιλοι των τραπεζών χρηματοδοτούσαν και συνέχισαν να χρηματοδοτούν τις συνολικές επενδύσεις τους με δανειακά κεφάλαια, μόνο που τα έτη 2011-2012, λόγω των προβλημάτων ρευστότητας που προέκυψαν από την κρίση, είχαν σαν αποτέλεσμα η πιθανότητα αθέτησης των δανειακών τους υποχρεώσεων να αυξηθεί κατακόρυφα. Έτσι, κρίθηκε επιτακτική η ανάγκη των κεφαλαιακών ενέσεων των τραπεζών με τη μορφή μετοχικού κεφαλαίου και τα έτη που ολοκληρώθηκαν οι ανακεφαλαιοποιήσεις, ο δείκτης φαίνεται να παρουσιάζει σαφή βελτίωση.

Ολοκληρώνοντας, λοιπόν, την ανάλυση και ερμηνεία του αριθμοδείκτη της δανειακής επιβάρυνσης, από το έτος 2013 μέχρι και το 2018, παρατηρούμε ότι αυτός ήταν μικρότερος ακόμη και από τα επίπεδα-ποσοστά προ κρίσης. Στο πλαίσιο αυτό, αξίζει να επισημανθεί και το γεγονός ότι από το έτος 2014 μέχρι και το 2017, τα ξένα κεφάλαια ανά μονάδα των ιδίων κεφαλαίων μειώνονταν από χρονιά σε χρονιά, σηματοδοτώντας μια κάπως καλύτερη αξιοποίηση των συνολικών υποχρεώσεων των Ομίλων καθώς και των ιδίων κεφαλαίων τους από τη μεριά των διοικήσεών τους.

Ο αμέσως επόμενος αριθμοδείκτης του κλάδου (ETE, Alpha Bank, Τράπεζα Πειραιώς και Eurobank) που επρόκειτο να αναλυθεί παρακάτω, είναι αυτός της κεφαλαιακής επάρκειας, όπου σχηματικά είναι ως εξής:



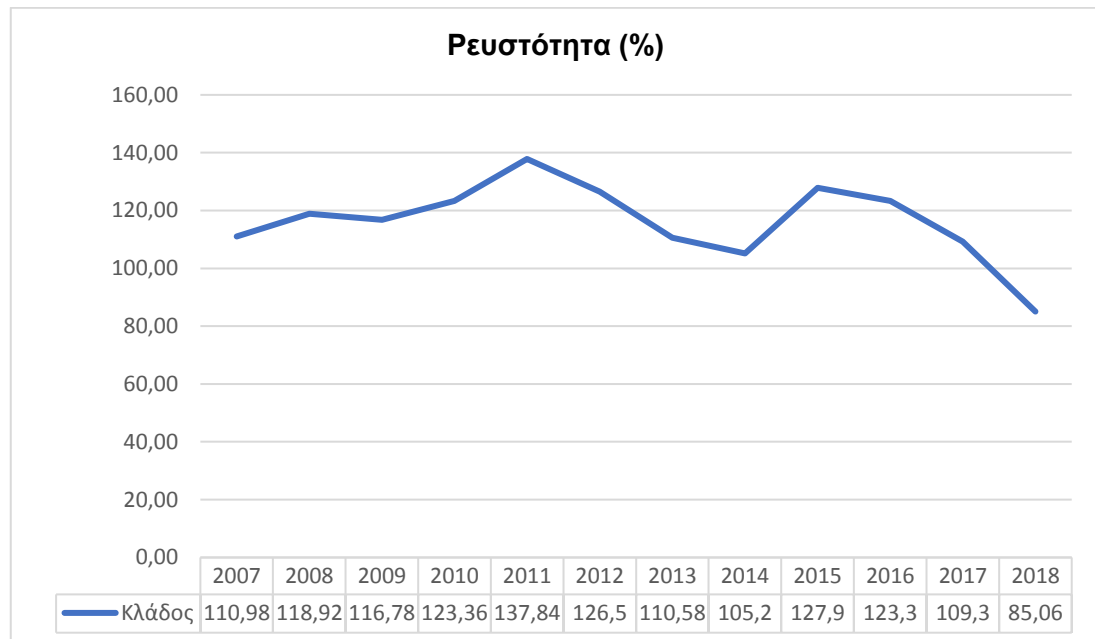
**Διάγραμμα 48:** Η πορεία του συνολικού δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας του κλάδου για τα έτη 2007-2018

Σε γενικές γραμμές καθίσταται σαφές ότι ο συνολικός δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας των Ομίλων των ελληνικών συστημικών τραπεζών, εμφάνισε ανοδική πορεία, κατά μέσο όρο, από το 2009 μέχρι και το 2017, με εξαίρεση το 2011 που μεσολάβησε το PSI και το 2018, όπου ο δείκτης μειώθηκε. Αναλυτικότερα, προ κρίσης, ο δείκτης αυτός ήταν 11,80% και το 2008 μειώθηκε στο 10%. Έκτοτε, και μέχρι το έτος 2017, ο δείκτης σημείωσε τα εξής ποσοστά: 11,68%, 12,93%, 9,43%, 10,58%, 13,45%, 14,10%, 16,65%, 17,08% και 17,13%, κατ' αντιστοιχία. Αναφορικά με το τελευταίο έτος εξέτασης, ο αριθμοδείκτης μειώθηκε κατά 1,15%, φτάνοντας δηλαδή στο 15,98%.

Σύμφωνα, λοιπόν, με τα παραπάνω, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι με εξαίρεση το έτος 2011, όπου το PSI κλόνισε σημαντικά τα θεμέλια του τραπεζικού συστήματος, οι Όμιλοι των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων κατάφεραν να επιβιώσουν στα δύσκολα χρόνια της κρίσης. Ακόμη, ο κλάδος των Ομίλων φαίνεται ότι ξεπερνούσε κατά πολύ την ελάχιστη υποχρεωτική τιμή για το συνολικό δείκτη της κεφαλαιακής επάρκειας, πλην της διετίας 2011-2012, όπου και πάλι ήταν πάνω από το όριο του 8%. Ωστόσο, καθίσταται σαφές ότι όλα αυτά δε θα είχαν συμβεί χωρίς την απαραίτητη στήριξη του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, το οποίο ανακεφαλαιοποίησε και εν τέλει, διέσωσε τις ελληνικές τράπεζες από βέβαιη πτώχευση. Δίχως τη στήριξη του ΤΧΣ, αλλά και των ιδιωτών επενδυτών, οι τράπεζες δεν ήταν ικανές να καλύψουν τον

ελάχιστο συνολικό δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας που επιτάσσουν τα Σύμφωνα της Βασιλείας. Παρ' όλ' αυτά, αξίζει να σημειωθεί ότι η αυξανόμενη ανοδική πορεία του δείκτη μέχρι το 2017, υποδηλώνει τη συνεχιζόμενη αναπτυξιακή πορεία του κλάδου.

Στη συνέχεια, ο αριθμοδείκτης που ακολουθεί είναι αυτός της ρευστότητας, ο οποίος παρουσιάζεται κάτωθι:



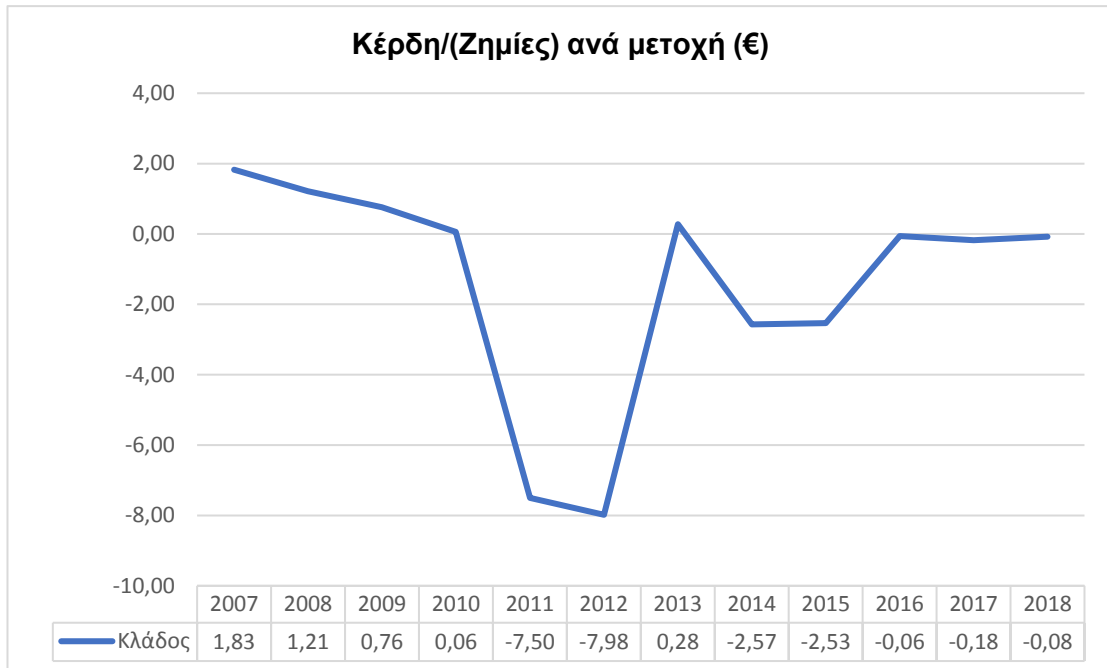
**Διάγραμμα 49:** Η πορεία του δείκτη ρευστότητας του κλάδου για τα έτη 2007-2018

Παρατηρώντας, λοιπόν, τα αποτελέσματα του κλάδου, καθίσταται σαφές ότι ο μέσος δείκτης δανείων προς καταθέσεις αυξομειωνόταν μέχρι το 2010, ώσπου το 2011 έφτασε στο υψηλότερο σημείο του. Σαφέστερα, σημείωσε 110,98% το 2007, 118,92% το 2008, 116,78% το 2009, 123,36% το 2010 και 137,84% το 2011. Έπειτα, την αμέσως επόμενη τριετία, ο μέσος δείκτης σημείωσε καθοδική πορεία, φτάνοντας στο 126,5%, το 110,58% και το 105,2%, αντιστοίχως. Ύστερα, το 2015, ο δείκτης που αφορά συνολικά τον κλάδο αυξήθηκε σημαντικά, φτάνοντας στο 127,9%, το οποίο ήταν κυρίως αποτέλεσμα της έντονης μείωσης των καταθέσεων όλων των Ομίλων. Έκτοτε και μέχρι το τέλος των ετών εξέτασης, ο μέσος δείκτης σημείωσε και πάλι καθοδική πορεία, σημειώνοντας 123,3% το 2016, 109,3% το 2017 και τέλος, 85,06% το 2018.

Ανακεφαλαιώνοντας, η γενική εικόνα του δείκτη ρευστότητας για τον κλάδο των Ομίλων των ελληνικών τραπεζών, είναι ότι αυτός ήταν ήδη σε εξαιρετικά υψηλά επίπεδα ακόμα και προ κρίσης, με το αποκορύφωμα του οποίου να είναι το έτος 2011. Η υψηλή, λοιπόν, τιμή του μέσου δείκτη δανείων προς καταθέσεις υποδείκνυε τη χαμηλή ρευστότητα αυτών και ουσιαστικά λειτούργησε ως «συναγερμός» για τη διάσωσή τους. Εν συνεχεία, τα έτη 2012-2014, ο δείκτης μειωνόταν από χρονιά σε χρονιά, σηματοδοτώντας μια κάπως “βελτιωμένη” πορεία του δείκτη, παραμένοντας όμως σε ποσοστά σαφώς υψηλότερα του 100%. Ύστερα, το έτος 2015, υπήρξε μία δύσκολη χρονιά για τα αποθεματικά ρευστότητας όλων των Ομίλων των τραπεζών, συστημικών και μη. Πιο συγκεκριμένα, υπήρξαν έντονες εκροές καταθέσεων, λόγω της επιβολής περιορισμών στις αναλήψεις μετρητών και στις μεταφορές κεφαλαίων (Capital Control), σηματοδοτώντας με αυτό τον τρόπο την έλλειψη εμπιστοσύνης του ελληνικού λαού απέναντι στους Όμιλους, αλλά και γενικότερα στην ελληνική οικονομία. Ολοκληρώνοντας τα έτη εξέτασης, από το 2016 μέχρι και το 2018, ο μέσος δείκτης μειωνόταν σημαντικά από χρονιά σε χρονιά, ώσπου το 2018 έπεσε κάτω από τις 100 ποσοστιαίες μονάδες. Το γεγονός ότι η μέση τιμή του δείκτη ξεπερνούσε κατά πολύ το 100% σε όλα τα έτη εξέτασης, πλην του 2018, αποδεικνύει ότι οι χορηγήσεις δανείων από τους Όμιλους υπερέβαιναν σε ποσό τις καταθέσεις και κατά επέκταση χρηματοδοτούνταν και από άλλες πηγές χρηματοδότησης, γεγονός που συνεπάγεται έλλειψη ρευστότητας γι αυτούς. Με βάση, λοιπόν, τη θετική εξέλιξη του δείκτη για το 2018, συνάγεται το συμπέρασμα ότι οι Όμιλοι συνολικά, κατάφεραν τελικά να βελτιώσουν τα επίπεδα ρευστότητά τους και να φτάσουν σε ιδανικά επίπεδα. Έτσι, ο κλάδος κρίνεται ως πιο αξιόπιστος, καθώς μπορεί να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητές του και να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις του.

Τέλος, ολοκληρώνοντας τη χρηματοοικονομική ανάλυση του κλάδου των Ομίλων των ελληνικών τραπεζών με τη χρήση αριθμοδεικτών, ο επενδυτικός δείκτης που

επρόκειτο να αναλυθεί παρακάτω, είναι αυτός των κερδών ανά μετοχή, όπου σχηματικά είναι ως εξής:



**Διάγραμμα 50:** Η πορεία του δείκτη των κερδών ανά μετοχή του κλάδου για τα έτη 2007-2018

Σύμφωνα, λοιπόν, με τα αποτελέσματα του δείκτη EPS διαπιστώνεται ότι από τα €1,83 ανά μετοχή το έτος 2007, ο δείκτης διένυσε μια συνεχιζόμενη μείωση του κέρδους ανά μετοχή, φτάνοντας στα €0,06 το 2010, μία μείωση δηλαδή της τάξης του 96,72% σε σχέση με το 2007. Εν συνεχεία, την αμέσως επόμενη χρονιά η μείωση του δείκτη για τον κλάδο έγινε εντονότερη και εν τέλει αρνητική, φτάνοντας στα €(-7,50), ενώ το 2012 η καθοδική πορεία συνεχίστηκε, αλλά σε μικρότερο βαθμό, φτάνοντας στα €(-7,98). Στο πλαίσιο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι ο κλάδος κατέγραψε τεράστιες ζημίες που αναλογούσαν στους κοινούς μετόχους της τράπεζας τις συγκεκριμένες χρονιές, με αποτέλεσμα ο δείκτης να είναι αρνητικός. Το έτος 2013, παρατηρείται μία σαφώς βελτιωμένη πορεία, στα €0,28 ανά μετοχή. Έκτοτε, από το 2014 και μέχρι το τέλος των ετών εξέτασης, ο δείκτης των κερδών ανά μετοχή δεν κατάφερε να επανέλθει σε θετικά επίπεδα, σημειώνοντας €(-2,57), €(-2,53), €(-0,06), €(-0,18) και €(-0,08), αντιστοίχως.

Έτσι, με γνώμονα τα παραπάνω, ανάγεται το συμπέρασμα ότι ο δείκτης EPS επηρεάστηκε από τη σταδιακή εμφάνιση των προβλημάτων στην ελληνική και όχι μόνο οικονομία. Από το 2011 και μέχρι το 2018, ο κλάδος των Ομίλων των τραπεζών εμφάνιζε ζημίες που αναλογούσαν στους κοινούς μετόχους των τραπεζών, με

αποτέλεσμα ο δείκτης EPS να είναι αρνητικός, πλην του 2013 (παρατηρείται μία βελτίωση), γεγονός που εν τέλει εξηγεί και την αναγκαιότητα των επερχόμενων ανακεφαλαιοποιήσεων των τραπεζών. Τέλος, τα έτη 2016-2018, παρατηρείται μία κάποια σχετική εξομάλυνση του δείκτη σε σχέση με τις προηγούμενες χρονιές, αλλά και πάλι οι τιμές είναι αρνητικές, γεγονός που σηματοδοτεί ότι οι τράπεζες και γενικότερα οι Όμιλοι πρέπει να προβούν σε σημαντικές αναδιαρθρώσεις σε διάφορους τομείς, έτσι ώστε να επαυξήσουν την αξία-κερδοφορία τους.

#### 5.4 Συμπεράσματα

Είναι γεγονός ότι οι Όμιλοι των ελληνικών τραπεζών, συστημικών και μη, επηρεάστηκαν από την παγκόσμια, πόσο μάλλον την εγχώρια χρηματοοικονομική κρίση. Στο σημείο αυτό αξίζει να επισημανθεί ότι ο ελληνικός τραπεζικός κλάδος δεν επηρεάστηκε άμεσα από την κρίση, αλλά επωμίστηκε το βάρος του δημόσιου χρέους και των συνεχών υποβαθμίσεων της χώρας από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης, χάνοντας για μεγάλο διάστημα την παροχή ρευστότητας μέσω του διεθνούς τραπεζικού συστήματος. Το γεγονός, λοιπόν, αυτό και σε συνδυασμό με τις σημαντικές εκροές καταθέσεων είχαν σαν αποτέλεσμα η ψαλίδα μεταξύ εισροών και εκροών να μεγαλώσει.

Παρ' όλ' αυτά, κρίνεται αναγκαίο να σημειωθεί ότι η κρίση με την οποία ήρθαν αντιμέτωποι οι Όμιλοι και οι τράπεζές τους, προκλήθηκε από τους ίδιους έως έναν βαθμό, καθώς χορηγούσαν ανεξέλεγκτα δάνεια σε φυσικά και νομικά πρόσωπα.

Ακόμη, η ανάλυση των πέντε Ομίλων με τη χρήση των αριθμοδεικτών, έδειξε ότι ζήτημα κεφαλαιακής επάρκειας δεν υπήρχε, ωστόσο, τέθηκε αργότερα, λόγω της κρίσης χρέους της χώρας.

Ήδη από το έτος 2008 και εντονότερα τα έτη 2009 και 2010, παρατηρείται μία συνεχιζόμενη αρνητική μεταβολή των περισσότερων χρηματοοικονομικών δεικτών, με αποκορύφωμα το 2011, όπου οι τιμές όλων των δεικτών, πλην των κερδών ανά



μετοχή, υπήρξαν οι χειρότερες απ' όλα τα έτη εξέτασης. Πιο συγκεκριμένα, οι αριθμοδείκτες της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων και του ενεργητικού, της δανειακής επιβάρυνσης καθώς και των κερδών ανά μετοχή μετατράπηκαν σε αρνητικές τιμές, φτάνοντας στο χαμηλότερό τους σημείο, πλην του δείκτη EPS, συγκριτικά με όλα τα έτη εξέτασης. Επιπροσθέτως, ο συνολικός δείκτης της κεφαλαιακής επάρκειας μειώθηκε, φτάνοντας και αυτός στο χαμηλότερό του σημείο και τέλος, ο δείκτης της ρευστότητας έφτασε στο ανώτερό του σημείο, υποδεικνύοντας τη σοβαρή έλλειψη ρευστότητας που υπήρχε. Ως αποτέλεσμα όλων αυτών, από το έτος 2011 και μετά, η λειτουργία των Ομίλων του ελληνικού τραπεζικού κλάδου δε μπορούσε να είναι βιώσιμη. Στο πλαίσιο, λοιπόν, αυτό καθίσταται αναγκαίο να σημειωθεί ότι η κατάσταση επιδεινώθηκε με τη συμμετοχή των τραπεζών στο πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων για τον ιδιωτικό τομέα (PSI), καθιστώντας το έτος 2011 ως καταστροφικό, συνολικά για τον κλάδο.

Δεδομένου, όμως, ότι οι τράπεζες αποτελούν τη βάση και ρυθμίζουν τη σύγχρονη οικονομία, κρίθηκε αναγκαία η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών από την κυβέρνηση, έτσι ώστε να μπορέσει να καλύψει τις ζημιές που οφείλονταν, εκτός των γενικότερων συνεπειών της οικονομικής κρίσης, στην ολοκλήρωση του PSI, αλλά και στα αρνητικά ίδια κεφάλαια των Ομίλων (ΕΤΕ, Τράπεζα Πειραιώς, Eurobank (2012)) της διετίας 2011 και 2012. Το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας δεσμεύτηκε να συμμετέχει στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, με στόχο να καταστεί και πάλι ο κλάδος βιώσιμος. Έπειτα, αξίζει να σημειωθεί ότι χρειάστηκαν και άλλες ανακεφαλαιοποιήσεις, οι οποίες καλύφθηκαν και από ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια.

Εν συνεχεία, το έτος 2012, η πορεία όλων των υπό εξέταση δεικτών ήταν σαφώς βελτιωμένη, πλην των κερδών ανά μετοχή, και την αμέσως επόμενη χρονιά από αυτή, παρατηρείται μία αναμφίβολη εξομάλυνση σε όλους τους χρηματοοικονομικούς δείκτες, υποδεικνύοντας την καλύτερη πορεία του ελληνικού τραπεζικού κλάδου. Έπειτα, τα επόμενα δύο έτη, η κατάσταση χειροτέρευσε και πάλι, παρουσιάζοντας ξανά αρνητικές τιμές στους δείκτες, οι οποίοι επιδεινώθηκαν περαιτέρω το έτος 2015, με εξαίρεση το δείκτη EPS. Στο σημείο αυτό, αξίζει να επισημανθεί ότι το συγκεκριμένο έτος, ο δείκτης της ρευστότητας του κλάδου σημείωσε αισθητή ανοδική πορεία, καθώς υπήρξαν έντονες εκροές καταθέσεων, λόγω της επιβολής περιορισμών στις αναλήψεις μετρητών και στις μεταφορές κεφαλαίων (Capital Control), σηματοδοτώντας την έλλειψη

εμπιστοσύνης των καταθετών στους Ομίλους των τραπεζών, αλλά και γενικότερα στην πορεία της ελληνικής οικονομίας.

Καθίσταται σαφές ότι στα χρόνια της χρηματοοικονομικής κρίσης η διάσωση των ελληνικών τραπεζών αποτελούσε μείζον ζήτημα για τη χώρα, το οποίο έπρεπε να διεκπεραιωθεί-πράγμα που τελικά φαίνεται ότι έχει αρχίσει να συμβαίνει. Αναλυτικότερα, τα τελευταία τρία έτη εξέτασης, δηλαδή από το 2016 μέχρι το 2018, οι επιλεγμένοι δείκτες φαίνεται ότι βελτιώθηκαν σημαντικά και μάλιστα, κάποιοι εξ' αυτών έφτασαν ακόμα και σε επίπεδα προ κρίσης, όπως αυτός της δανειακής επιβάρυνσης και του συνολικού δείκτη της κεφαλαιακής επάρκειας. Στο πλαίσιο αυτό, μπορεί να συμπεριληφθεί και ο δείκτης της ρευστότητας, αλλά μόνο για τα έτη 2017 και 2018. Η μεγάλη αυτή βελτίωση του δείκτη δανείων προς καταθέσεις σηματοδοτεί ότι έχει αρχίσει πλέον να αποκαθίσταται σε ένα πολύ μεγάλο βαθμό η εμπιστοσύνη από την πλευρά των πολιτών προς την ελληνική οικονομία. Επιπροσθέτως, στο σημείο αυτό αξίζει να επισημανθεί ότι η μεγάλη βελτίωση του δείκτη καθιστά πλέον ικανές τις ελληνικές τράπεζες να κινηθούν ταχύτερα προς τις χορηγήσεις δανείων, προκειμένου να αυξήσουν τα ένοκα έσοδά τους και να χρηματοδοτήσουν την οικονομία. Συνολικά, λοιπόν, παρά τη δύσκολη κατάσταση που κλήθηκε να αντιμετωπίσει ο ελληνικός τραπεζικός κλάδος, φαίνεται ότι αυτός έχει αρχίσει να αποκαθιστά την αξιοπιστία του, να δείχνει σημάδια βελτίωσης και ανάκαμψης και να επανέρχεται και πάλι σε μια σχετικά πιο "σταθερή" κατάσταση. Ωστόσο, δεν πρέπει να παραλειφθεί το γεγονός ότι οι αριθμοδείκτες της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων και του ενεργητικού καθώς και τα κέρδη ανά μετοχή παρέμειναν αρνητικοί και μη ικανοί να επιστρέψουν στα προ κρίσης επίπεδα, καθώς οι Όμιλοι εμφάνιζαν ζημίες.

Στην προσπάθειά τους, λοιπόν, να απορροφήσουν τους οικονομικούς κλυδωνισμούς, προέβησαν στον περιορισμό του λειτουργικού τους κόστους, σε συγχωνεύσεις και εξαγορές, σε κάπως καλύτερη αξιοποίηση των κεφαλαίων των μετόχων τους και των περιουσιακών τους στοιχείων καθώς και στον εξορθολογισμό τους δανειακού τους χαρτοφυλακίου. Εντούτοις, μόνο αυτά δεν επαρκούν, καθώς πρέπει να προβούν σε περαιτέρω διαρθρωτικές και διορθωτικές κινήσεις. Μεταξύ αυτών, βασική προτεραιότητα είναι η πλήρης άρση του κλίματος αβεβαιότητας του καταθετικού-επενδυτικού κοινού καθώς και ο εξορθολογισμός των επιτοκίων καταθέσεων, προκειμένου να ενισχυθεί η καταθετική βάση των Ομίλων και των τραπεζών τους. Συνάμα, οφείλουν να βρουν τρόπους για την επανεκκίνηση της επενδυτικής

διαδικασίας και την επιστροφή στην ανάπτυξη. Ωστόσο, αυτή τη φορά θα πρέπει ο προσανατολισμός των τραπεζών να είναι σαφής ως προς τη στήριξη των “βιώσιμων” πελατών, χωρίς να παρακάμπτονται τραπεζικά κριτήρια, έτσι ώστε να γίνει η επανεκκίνηση της ελληνικής οικονομίας σε υγιείς βάσεις. Ακόμη, στα πλαίσια των κινήσεων τους πρέπει να συμπεριληφθούν: η περαιτέρω περιστολή των λειτουργικών τους δαπανών καθώς και η περαιτέρω απομόχλευση των ελληνικών τραπεζών μέσω της μείωσης του ενεργητικού τους, η αύξηση της κερδοφορίας τους και η μείωση της εξάρτησής τους σε κεφάλαια από τις κρατικές ενισχύσεις, το Ευρωσύστημα και το μηχανισμό έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (Emergency Liquidity Assistance-ELA)<sup>35</sup>. Επιπλέον, δεν πρέπει να παραλειφθεί και το γεγονός ότι οφείλουν να προβούν σε περαιτέρω μειώσεις των μη εξυπηρετούμενων δανείων τους, όπου η εν λόγω μείωση θα επιτευχθεί μέσω μακροπρόθεσμων ρυθμίσεων και οριστικών διευθετήσεων. Ακόμη, προκειμένου να συμβάλλουν στη δημιουργία αμοιβαίου οφέλους και ισχυρών δεσμών εμπιστοσύνης με την κοινωνία, οι Όμιλοι καλό θα ήταν να εντάξουν εις βάθος την έννοια της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης στις στρατηγικές τους επιλογές και να παραμείνουν πιστοί στις δεσμεύσεις τους για κοινωνική υπευθυνότητα. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι πέρα από αυτά, ο ελληνικός τραπεζικός κλάδος θα πρέπει να προσαρμόζεται συνεχώς στις νέες ψηφιακές εξελίξεις και να υποκαταστήσει πλήρως ή έως ένα μεγάλο βαθμό την “παραδοσιακή” τραπεζική, καθώς όποιος τομέας-κλάδος της οικονομίας μείνει πίσω στις τεχνολογικές εξελίξεις, θα χάσει μερίδιο αγοράς και θα καταστεί μη βιώσιμος. Βέβαια, όλα τα παραπάνω, απαιτούν σωστή και αποτελεσματική διοίκηση, η οποία είναι υπεύθυνη για τη χάραξη της πορείας του εκάστοτε Ομίλου.

---

<sup>35</sup> ELA: Τα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του Ευρώ μπορούν να λαμβάνουν χρηματοδότηση από την Κεντρική Τράπεζα, όχι μόνο μέσω των πράξεων νομισματικής πολιτικής, αλλά και σε εξαιρετικές περιπτώσεις μέσω της παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα.

## Βιβλιογραφία 5<sup>ου</sup> Κεφαλαίου

### Ιστοσελίδες:

- <https://www.euretirio.com/reustotita/>
- <https://www.euretirio.com/apodosi-idion-kefalaion-roe/>
- <https://www.euretirio.com/deiktis-logos-timis-pros-kerdi-ana-metoxi-price-to-earnings-ratio/>
- <https://www.investopedia.com/terms/d/debtequityratio.asp>
- <https://www.investopedia.com/terms/r/returnonassets.asp>
- <https://www.investopedia.com/terms/e/eps.asp>
- <https://www.investopedia.com/terms/l/loan-to-deposit-ratio.asp>
- <https://www.insider.gr/epiheiriseis/trapezes/106072/se-thesi-na-dosoyndaneia-oi-trapezes-ti-deihnei-o-deiktis-ldr>
- <https://www.bankofgreece.gr/kiries-leitourgies/nomismatikh-politikh/parohi-ektaktis-enisxysis-se-reystotita>
- <https://www.nbg.gr/>
- <https://www.alpha.gr/>
- <https://www.piraeusbankgroup.com/el/>
- <https://www.eurobank.gr/el/retail>
- <https://www.atticabank.gr/el/>

### Βιβλία:

- Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Νιάρχος Α.Νικήτας (2002)

### Άρθρα:

- Ελληνική Ένωση Τραπεζών: Στοιχεία τεκμηρίωσης σχετικά με τη λειτουργία του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, Αθήνα 2017

## Κεφάλαιο 6: Συμπεράσματα-Προτάσεις για μελλοντική έρευνα

### 6.1 Συμπεράσματα

Συνοψίζοντας, λοιπόν, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η χρηματοπιστωτική κρίση, η οποία ξεκίνησε από τις ΗΠΑ, διήρκησε για μόλις δύο έτη, από το 2007 έως το 2009 και δεν οδήγησε σε ύφεση. Αυτό συνέβη διότι εκείνοι που διαμορφώνουν την Οικονομική Πολιτική (Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα και η εκάστοτε Κυβέρνηση) έπραξαν έγκαιρα και αποτελεσματικά στα σοκ που υπέστη η οικονομία. Πιο συγκεκριμένα, οι ιθύνοντες χάραξης της Νομισματικής Πολιτικής εφάρμοσαν αρχικά τη Συμβατική Νομισματική Πολιτική, θέτοντας το στόχο του επιτοκίου των ομοσπονδιακών κεφαλαίων κοντά στο μηδέν και όταν η οικονομία βρέθηκε σε μια παγίδα ρευστότητας, κατέφυγαν στα εργαλεία της Μη Συμβατικής. Στο σημείο αυτό κρίνεται αναγκαίο να σημειωθεί ότι τα μέτρα αυτά στόχευαν στην αύξηση της συνολικής ζήτησης και άρα, του εθνικού προϊόντος, στην εξασφάλιση και παροχή ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και στην εν γένει εξυγίανσή του. Επιπροσθέτως, καθίσταται σαφές ότι και ο ρόλος της κυβέρνησης των ΗΠΑ ήταν ενεργός, καθώς βασική της προτεραιότητα ήταν η παροχή ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, η μείωση του κόστους δανεισμού των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων και η εν γένει αποκατάσταση της σταθερότητας. Παράλληλα, μια μεγάλη δημοσιονομική τόνωση τέθηκε σε λειτουργία, με συνδυασμό φορο-ελαφρύνσεων και αύξηση της κρατικής δαπάνης.

Αντιθέτως, στην περίπτωση της Ελλάδας, εκείνη πέρασε από μία ιδιαίτερος έντονη ύφεση και η οικονομική κρίση στη χώρα τοποθετείται από το Δ' τρίμηνο του 2008 έως τις 20 Αυγούστου του 2018. Οι μακροχρόνιες παθογένειες της ελληνικής οικονομίας, οι διαρθρωτικές αδυναμίες της, αλλά και η έλλειψη ευελιξίας της Νομισματικής Πολιτικής ως μέλος της Ευρωζώνης, την κατέστησαν “αδύναμη” απέναντι στις προκλήσεις της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Η κατάσταση, λοιπόν, αυτή την “ανάγκασε” να προσφύγει στο Μηχανισμό Στήριξης, περνώντας από συνολικά τρία προγράμματα οικονομικής προσαρμογής. Στο σημείο αυτό αξίζει να επισημανθεί ότι οι μνημονιακές συμβάσεις που υπογράφηκαν είχαν σε πολλές περιπτώσεις λανθασμένες προτάσεις οικονομικής πολιτικής, χωρίς κάποιο ουσιαστικό αναπτυξιακό μέτρο και για 8 χρόνια το

μοναδικό πλάνο από την πλευρά του ελληνικού πολιτικού συστήματος ήταν οι κατευθυντήριες γραμμές των Μνημονίων που επέβαλε η Τρόικα καθώς και ο καταλογισμός ευθυνών του παρελθόντος, δίχως σχεδιασμό και προτάσεις για το παρόν και το μέλλον.

Οι κυβερνήσεις που πέρασαν αυτά τα χρόνια, δεσμεύτηκαν να μειώσουν δραματικά τις δαπάνες, να αυξήσουν τα φορολογικά τους έσοδα, να ιδιωτικοποιήσουν κρατικές επιχειρήσεις, να μειώσουν μισθούς και συντάξεις στο δημόσιο και ιδιωτικό τομέα, να αυξήσουν το όριο απολύσεων και να αποδυναμώσουν τα εργατικά συνδικάτα, θέτοντας σε εφαρμογή σκληρές μεταρρυθμίσεις. Αναμφίβολα, λοιπόν, η χώρα πέρασε από μία βαθιά ύφεση, η οποία όμως φαίνεται ότι αρχίζει να υποχωρεί σιγά-σιγά από το 2016.

Συνολικά, η Ελλάδα φαίνεται ότι τελικά κατάφερε να επιτύχει μία (μέτρια) ανάκαμψη, η οποία βρίσκεται σε εξέλιξη, μια καθοδική τάση του δείκτη της ανεργίας και γενικότερα των βασικών δεικτών αξιολόγησης της οικονομίας (πλην του δημόσιου χρέους), μια κάποια αύξηση στους πραγματικούς μισθούς και πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά, η οποία αποκαθίσταται αργά. Τελικά, το 2018 ο ελληνικός λαός άρχισε να βγαίνει από μια μακρά περίοδο κακουχίας. Πιο συγκεκριμένα, στις 20 Αυγούστου του έτους 2018, μετά από οκτώ χρόνια λήψης δανείων από τις χώρες της ζώνης του Ευρώ, το ΔΝΤ, το EFSF και τον ESM, η χώρα ολοκλήρωσε με επιτυχία το τρίτο Μνημόνιο, σηματοδοτώντας την επίσημη έξοδό της από αυτά. Εντούτοις, αξίζει να σημειωθεί ότι η ολοκλήρωση του προγράμματος δε σημαίνει ότι ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας και τα άλλα θεσμικά όργανα δεν επρόκειτο να εμπλέκονται στενά στις πολιτικές της δράσεις.

Ολοκληρώνοντας, λοιπόν, τα συμπεράσματα της παρούσας διπλωματικής εργασίας, κρίνεται αναγκαίο να σημειωθεί ότι από τα πρώιμα κιάλας στάδια της χρηματοοικονομικής κρίσης που επήλθε στη χώρα μας, με αφετηρία τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, οι αριθμοδείκτες συνολικά για τον ελληνικό τραπεζικό κλάδο σημείωσαν έντονη πτωτική πορεία, σαφώς επηρεασμένοι από την κακή πορεία της ελληνικής οικονομίας. Εντούτοις, ο κλάδος δεν επηρεάστηκε άμεσα από την κρίση, αλλά επωμίστηκε το βάρος του δημόσιου χρέους και των συνεχών υποβαθμίσεων της χώρας από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης, χάνοντας για μεγάλο διάστημα την

παροχή ρευστότητας μέσω του διεθνούς τραπεζικού συστήματος. Το γεγονός, λοιπόν, αυτό και σε συνδυασμό με τις σημαντικές εκροές καταθέσεων είχαν σαν αποτέλεσμα η ψαλίδα μεταξύ εισροών και εκροών να μεγαλώσει. Οι Όμιλοι και οι τράπεζές τους “χτυπήθηκαν” πολύ βαριά από την κρίση, η οποία ήταν κατά γενική ομολογία πολυετής και εξαπλωνόταν ακάθεκτη. Πιο συγκεκριμένα, τους επέφερε μεγάλες ζημίες στα αποτελέσματα χρήσεώς τους καθώς και ζημίες που αναλογούσαν στους κοινούς μετόχους της τράπεζας, αρνητικά ίδια κεφάλαια, χαμηλά επίπεδα ρευστότητας και ενδεχόμενο χαμηλό συνολικό δείκτη της κεφαλαιακής επάρκειας, εφόσον δεν υπόκεινταν σε κεφαλαιακή ενίσχυση. Εντούτοις, τα πράγματα φαίνεται ότι σιγά-σιγά αλλάζουν, καθώς οι χρηματοοικονομικοί δείκτες του κλάδου για τα έτη 2016-2018 βελτιώνονται από χρονιά σε χρονιά, συμβαδίζοντας με τη σαφώς ανοδική πορεία της ελληνικής οικονομίας.

## 6.2 Προτάσεις για μελλοντική έρευνα

Η πρώτη πρόταση για περαιτέρω έρευνα δεν αφορά κάποια άλλη ερευνητική μέθοδο πέρα από αυτή της χρήσης των αριθμοδεικτών, αλλά έχει να κάνει με μεγαλύτερο χρονικό διάστημα μελέτης. Ολοκληρώνοντας την παρούσα διπλωματική εργασία, ο αναγνώστης ήρθε σε επαφή με την πορεία του ελληνικού τραπεζικού κλάδου, μέσω των Ομίλων του, για μία περίοδο πριν την επερχόμενη χρηματοοικονομική κρίση, κατά τη διάρκεια αυτής και τέλος, στο πολύ πρώιμο στάδιο της εξόδου της χώρας από την κρίση. Από την πορεία των χρηματοοικονομικών δεικτών για τα έτη 2007-2018, εξήχθησαν τόσο ενθαρρυντικά συμπεράσματα όσο και αδυναμίες, με σημαντικά περιθώρια βελτίωσης. Θα παρουσίαζε, λοιπόν, έντονο ενδιαφέρον εάν κάποιος ερευνητής μελετούσε την πορεία του τραπεζικού συστήματος για την επόμενη πενταετία από την έξοδο της χώρας από την κρίση και τα Μνημόνια. Με τον τρόπο αυτό, θα επιτυγχανόταν μία πιο ολοκληρωμένη εικόνα ως προς το πώς ήταν ο κλάδος, πώς μεταβλήθηκε κατά τη διάρκεια της κρίσης και με τις ανακεφαλαιοποιήσεις που έγιναν καθώς και ως προς το πώς επρόκειτο να είναι μετά τους οικονομικούς κλυδωνισμούς, ακόμη και σε ενδεχόμενες νέες ανακεφαλαιοποιήσεις του.

Τέλος, μια δεύτερη πρόταση για μελλοντική έρευνα είναι να γίνει κάποια προσπάθεια ανάλυσης με τη χρήση παλινδρόμησης (regression analysis), στην οποία θα εξετάζεται η σχέση μεταξύ δύο ή και περισσότερων μεταβλητών, με σκοπό την πρόβλεψη των τιμών της μίας μέσω των τιμών της άλλης ή των άλλων. Ένα είδος παλινδρόμησης που θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί είναι η γραμμική παλινδρόμηση. Ενδεικτικά, θα μπορούσε να μελετήσει κάποιος τη συσχέτιση, δηλαδή κατά πόσο επηρεάζεται κάποιος αριθμοδείκτης (εξαρτημένη μεταβλητή) από παράγοντες, όπως η οικονομική κρίση (συσχέτιση με κάποια ποσά που έχουν μεταβληθεί σημαντικά, όπως το ΑΕΠ, η ανεργία κτλ.).



## Βιβλιογραφία

### Ιστοσελίδες:

- [https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A0%CE%B1%CE%B3%CE%BA%CF%8C%CF%83%CE%BC%CE%B9%CE%B1\\_%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE\\_%CF%8D%CF%86%CE%B5%CF%83%CE%B7\\_2008](https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A0%CE%B1%CE%B3%CE%BA%CF%8C%CF%83%CE%BC%CE%B9%CE%B1_%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE_%CF%8D%CF%86%CE%B5%CF%83%CE%B7_2008)
- [https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A7%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%BF%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE\\_%CE%BC%CF%8C%CF%87%CE%BB%CE%B5%CF%85%CF%83%CE%B7](https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A7%CF%81%CE%B7%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%BF%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE_%CE%BC%CF%8C%CF%87%CE%BB%CE%B5%CF%85%CF%83%CE%B7)
- [https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9F%CE%AF%CE%BA%CE%BF%CF%82\\_%CE%B1%CE%BE%CE%B9%CE%BF%CE%BB%CF%8C%CE%B3%CE%B7%CF%83%CE%B7%CF%82\\_%CF%80%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%BF%CE%BB%CE%B7%CF%80%CF%84%CE%B9%CE%BA%CE%AE%CF%82\\_%CE%B9%CE%BA%CE%B1%CE%BD%CF%8C%CF%84%CE%B7%CF%84%CE%B1%CF%82](https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9F%CE%AF%CE%BA%CE%BF%CF%82_%CE%B1%CE%BE%CE%B9%CE%BF%CE%BB%CF%8C%CE%B3%CE%B7%CF%83%CE%B7%CF%82_%CF%80%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%BF%CE%BB%CE%B7%CF%80%CF%84%CE%B9%CE%BA%CE%AE%CF%82_%CE%B9%CE%BA%CE%B1%CE%BD%CF%8C%CF%84%CE%B7%CF%84%CE%B1%CF%82)
- [https://el.wikipedia.org/wiki/American\\_International\\_Group](https://el.wikipedia.org/wiki/American_International_Group)
- [https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A5%CF%80%CF%8C%CE%B4%CE%B5%CE%B9%CE%B3%CE%BC%CE%B1\\_IS/LM](https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A5%CF%80%CF%8C%CE%B4%CE%B5%CE%B9%CE%B3%CE%BC%CE%B1_IS/LM)
- [https://en.wikipedia.org/wiki/Discount\\_window](https://en.wikipedia.org/wiki/Discount_window)
- [https://en.wikipedia.org/wiki/Federal\\_Open\\_Market\\_Committee](https://en.wikipedia.org/wiki/Federal_Open_Market_Committee)
- [https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%95%CE%BB%CE%BB%CE%B7%CE%BD%CE%B9%CE%BA%CE%AE\\_%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE\\_%CE%BA%CF%81%CE%AF%CF%83%CE%B7\\_\(2009-2018\)](https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%95%CE%BB%CE%BB%CE%B7%CE%BD%CE%B9%CE%BA%CE%AE_%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE_%CE%BA%CF%81%CE%AF%CF%83%CE%B7_(2009-2018))
- [https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A4%CF%81%CE%AF%CF%84%CE%BF%CF%80%CF%81%CF%8C%CE%B3%CF%81%CE%B1%CE%BC%CE%BC%CE%B1\\_%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE%CF%82\\_%CF%80%CF%81%CE%BF%CF%83%CE%B1%CF%81%CE%BC%CE%BF%CE%B3%CE%AE%CF%82\\_%CE%B3%CE%B9%CE%B1\\_%CF%84%CE%B7%CE%BD%CE%95%CE%BB%CE%BB%CE%AC%CE%B4%CE%B1](https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A4%CF%81%CE%AF%CF%84%CE%BF%CF%80%CF%81%CF%8C%CE%B3%CF%81%CE%B1%CE%BC%CE%BC%CE%B1_%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE%CF%82_%CF%80%CF%81%CE%BF%CF%83%CE%B1%CF%81%CE%BC%CE%BF%CE%B3%CE%AE%CF%82_%CE%B3%CE%B9%CE%B1_%CF%84%CE%B7%CE%BD%CE%95%CE%BB%CE%BB%CE%AC%CE%B4%CE%B1)
- [https://en.wikipedia.org/wiki/American\\_Recovery\\_and\\_Reinvestment\\_Act\\_of\\_2009](https://en.wikipedia.org/wiki/American_Recovery_and_Reinvestment_Act_of_2009)
- [https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9F%CF%81%CE%B3%CE%B1%CE%BD%CE%B9%CF%83%CE%BC%CF%8C%CF%82\\_%CE%9F%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE%CF%82\\_%CE%A3%CF%85%CE%BD%CE%B5%CF%81%CE%B3%CE%B1%CF%83%CE%AF%CE%B1%CF%82\\_%CE%BA%CE%B1%CE%B9\\_%CE%91%CE%BD%CE%AC%CF%80%CF%84%CF%85%CE%BE%CE%B7%CF%82](https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9F%CF%81%CE%B3%CE%B1%CE%BD%CE%B9%CF%83%CE%BC%CF%8C%CF%82_%CE%9F%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE%CF%82_%CE%A3%CF%85%CE%BD%CE%B5%CF%81%CE%B3%CE%B1%CF%83%CE%AF%CE%B1%CF%82_%CE%BA%CE%B1%CE%B9_%CE%91%CE%BD%CE%AC%CF%80%CF%84%CF%85%CE%BE%CE%B7%CF%82)
- [https://el.wikipedia.org/wiki/Private\\_Sector\\_Involvement](https://el.wikipedia.org/wiki/Private_Sector_Involvement)
- <https://www.euretirio.com/reustotita/>
- <https://www.euretirio.com/apodosi-idion-kefalaion-roe/>
- <https://www.euretirio.com/deiktis-logos-timis-pros-kerdi-ana-metoxi-price-to-earnings-ratio/>
- <http://socialpolicy.gr/2011/10/%CE%BF%CF%81%CE%B9%CF%83%CE%BC%CF%8C%CF%82-%CE%BF%CF%81%CE%B9%CE%BF%CE%B8%CE%AD%CF%84%CE%B7%CF%83%CE%B7-%CE%BA%CE%B1%CE%B9->

- <https://el.talkingofmoney.com/when-wholesale-funding-goes-bad>
- <https://www.macrotrends.net/1447/ted-spread-historical-chart>
- <https://www.investopedia.com/terms/f/federalfundsrate.asp>
- <https://www.investopedia.com/terms/d/discountwindow.asp>
- <https://www.investopedia.com/terms/q/quantitative-easing.asp>
- <https://www.investopedia.com/terms/t/troubled-asset-relief-program-tarp.asp>
- <https://www.investopedia.com/terms/d/debtequityratio.asp>
- <https://www.investopedia.com/terms/r/returnonassets.asp>
- <https://www.investopedia.com/terms/e/eps.asp>
- <https://www.investopedia.com/terms/l/loan-to-deposit-ratio.asp>
- <http://grinvest.gr/%CF%81%CE%AE%CF%84%CF%81%CE%B5%CF%82-%CF%83%CF%85%CE%BB%CE%BB%CE%BF%CE%B3%CE%B9%CE%BA%CE%AE%CF%82-%CE%B4%CF%81%CE%AC%CF%83%CE%B7%CF%82/>
- <https://www.consilium.europa.eu/el/council-eu/configurations/ecofin/>
- <https://www.newsbeast.gr/financial/greek-financial/arthro/1875938/ola-ta-metra-tou-tritou-mnimoniou>
- <https://www.eea.gr/arthra-eea/esee-ta-simantikotera-metra-toy-tritoy-mnimoniou/>
- <https://businesslab.gr/arthografia/ti-einai-kodikas-deontologias/123>
- [http://www.keyd.gov.gr/kysdix\\_1\\_home/](http://www.keyd.gov.gr/kysdix_1_home/)
- [http://nomoskopio.gr/n\\_4224\\_13\\_1.php?toc=0&printWindow&](http://nomoskopio.gr/n_4224_13_1.php?toc=0&printWindow&)
- <https://www.in.gr/2015/09/27/economy/systinetai-dimosia-ypiresia-pistwsis-kai-ploytoy-gia-ta-kokkina-daneia>
- <https://www.consilium.europa.eu/el/policies/financial-assistance-eurozone-members/greece-programme/>
- <https://www.tovima.gr/2015/07/09/world/ti-einai-kai-pws-leitoyrgei-o-eyrwpaikos-mixanismos-statherotitas-esm/>
- [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-supervision-and-risk-management/managing-risks-banks-and-financial-institutions/bank-recovery-and-resolution\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-supervision-and-risk-management/managing-risks-banks-and-financial-institutions/bank-recovery-and-resolution_en)
- <https://www.oecd.org/daf/competition/greece-competition-assessment-project.htm>
- <https://www.consilium.europa.eu/el/infographics/financial-assistance-to-greece-2010-2018/>
- <https://www.news247.gr/oikonomia/oi-deka-oikonomikoi-stathmoi-ton-mnimonion-kai-oi-aities-tis-krisis.6641361.html>
- <https://gr.euronews.com/2019/11/15/dnt-ellada-anagaia-dimosionomiki-isorropia-eksigiansi-trapezwn>
- <https://m.naftemporiki.gr/story/1382115/i-metabasi-apo-to-daneismo-ton-mnimonion-sto-daneismo-ton-agonon>
- [https://www.esm.europa.eu/assistance/greece#bringing\\_greece\\_back\\_to\\_growth](https://www.esm.europa.eu/assistance/greece#bringing_greece_back_to_growth)
- <https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/10/01/sp093019-The-IMF-and-the-Greek-Crisis-Myths-and-Realities>
- <https://www.insider.gr/epiheiriseis/trapezes/106072/se-thesi-na-dosoyn-daneia-oi-trapezes-ti-deihnei-o-deiktis-ldr>
- <https://www.bankofgreece.gr/kiries-leitourgies/nomismatikh-politikh/parohi-ektaktis-enisxyshs-se-reystotita>

- <https://fred.stlouisfed.org/>
- <https://tradingeconomics.com/>
- <https://ec.europa.eu/eurostat/>
- <http://www.oecd.org/>
- <https://www.nbg.gr/>
- <https://www.alpha.gr/>
- <https://www.piraeusbankgroup.com/el/>
- <https://www.eurobank.gr/el/retail>
- <https://www.atticabank.gr/el/>

### Ξένα Βιβλιογραφία:

- Macroeconomics (6<sup>th</sup> edition), Andrew B. Abel, Ben S. Bernanke, Dean Croushore, Chapter 9 (<https://docplayer.net/21067867-Chapter-9-the-is-lm-ad-as-model-a-general-framework-for-macroeconomic-analysis-2008-pearson-addison-wesley-all-rights-reserved.html>)
- Μακροοικονομική, Daron Acemoglu, David Laibson, John A. List, επιμέλεια ελληνικής έκδοσης: Μαρία Πεμπέτζογλου, Κεφάλαιο 13
- Macroeconomics (5<sup>th</sup> edition), Olivier Blanchard, επιμέλεια ελληνικής έκδοσης: Χρήστος Νίκας, Κεφάλαια: 5, 22, 28
- Macroeconomics Policy & Practice (2<sup>nd</sup> edition), Frederic S. Mishkin, επιμέλεια ελληνικής έκδοσης: Νικόλαος Απέργης, Αικατερίνη Κύρτσου, Γεώργιος Οικονομίδης, Κεφάλαια: 13, 15

### Ελληνική Βιβλιογραφία:

- Εισαγωγή στη Μακροοικονομική Θεωρία (3<sup>η</sup> έκδοση), Δημήτριος Γιαννέλης, Κεφάλαιο 6
- Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Νιάρχος Α. Νικήτας (2002)

### Άρθρα:

- Stigma in financial market: Evidence from liquidity auctions and discount window borrowing during the crisis, Olivier Armantier, Eric Ghysels, Asani Sarkar, Jeffrey Shrader
- The distributional effects of IMF programs: A gross-country analysis, World Development, Gopal Garuda (2000)
- PSI και ρήτρες συλλογικής δράσης, ανάπτυξη από το «Δίκαιο Επιχειρήσεων & Εταιρειών», τεύχος 3/έτος 2016, Σταύρος Β. Μιχαλόπουλος
- Monthly Bulletin October 2011, European Central Bank
- Υγιής ανταγωνισμός, ισχυρότερη οικονομία – Αξιοποιώντας την παρακαταθήκη της εργαλειοθήκης του ΟΟΣΑ, Σύνδεσμος Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών-ΣΕΒ, Τεύχος 51 (4 Φεβρουαρίου 2020)

- Αναπτυξιακές και κοινωνικές επιπτώσεις των πολιτικών σταθερότητας του ΔΝΤ, Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων του Ινστιτούτου Εργασίας της ΓΣΕΕ, Στέλλα Μιχοπούλου
- Νομισματική Πολιτική 2009-2010, Τράπεζα της Ελλάδος (2010)
- Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, Ιούλιος 2010, Τράπεζα της Ελλάδος (2010)
- Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2009, Τράπεζα της Ελλάδος (2010)
- Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2010, Τράπεζα της Ελλάδος (2011)
- Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2011, Τράπεζα της Ελλάδος (2012)
- Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2018, Τράπεζα της Ελλάδος (2019)
- Υποβαθμίζοντας τα δικαιώματα: Το κόστος της λιτότητας στην Ελλάδα, Ελληνική Ένωση για τα Δικαιώματα του Ανθρώπου
- Ελληνική Ένωση Τραπεζών: Στοιχεία τεκμηρίωσης σχετικά με τη λειτουργία του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, Αθήνα 2017