

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ



ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ
ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

**« ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΚΑΙ ΤΙΜΗΣ
ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΑ ΧΡΟΝΙΑ ΤΗΣ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΥΦΕΣΗΣ »**

Μυγδάλη Σοφία

Διπλωματική Εργασία υποβληθείσα στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Πειραιώς ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στην Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική

Πειραιάς, Οκτώβριος 2014

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

UNIVERSITY OF PIRAEUS
DEPARTMENT OF ECONOMICS



MASTER PROGRAM IN
ECONOMIC AND BUSINESS STRATEGY

« EMPIRICAL RESEARCH ON THE VALUE AND THE
PRICE OF BANKS AND COMPANIES IN THE YEARS OF
ECONOMIC RECESSION »

Mygdali Sofia

Master Thesis submitted to the Department of Economics of the University of Piraeus in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Arts in Economic and Business Strategy

Piraeus, Greece, October 2014

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Στη δίδυμη
αδερφή μου Ρένα..

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Ευχαριστίες

Η παρούσα διπλωματική εργασία είναι αποτέλεσμα επίμονης και συστηματικής προσπάθειας και για την ολοκλήρωσή της ήταν καθοριστική η συνεισφορά πολλών ανθρώπων, τους οποίους θα ήθελα να ευχαριστήσω.

Αρχικά, θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Αλεξιάκη Χρήστο για την καθοδήγησή του, το χρόνο που μου αφιέρωσε, καθώς και για τις χρήσιμες συμβουλές του που συντέλεσαν στην ολοκλήρωση της παρούσας έρευνας.

Ακόμη, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον φίλο μου Πέτρο για τις χρήσιμες συμβουλές του και την πολύτιμη καθοδήγησή του στην εκπόνηση της διπλωματικής μου εργασίας.

Τέλος, θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές ευχαριστίες μου στην οικογένειά μου και στους συμφοιτητές και φίλους μου για την αμέριστη ενθάρρυνση και συμπαράστασή τους καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών μου.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

« ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΚΑΙ ΤΙΜΗΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΤΑ ΧΡΟΝΙΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΥΦΕΣΗΣ »

Σημαντικοί Όροι: Οικονομική κρίση, sub prime, κρίση χρέους, κοινός μηχανισμός στήριξης, τραπεζικό σύστημα.

Περίληψη

Η χρηματοοικονομική κρίση που ξέσπασε το 2007 στις ΗΠΑ βρίσκεται ακόμα σε εξέλιξη, καθώς επηρέασε σε πρώτο στάδιο την οικονομία της χώρας αλλά εξελίχθηκε σε μεγάλη χρηματοπιστωτική κρίση που μέσω της σύνδεσης των αγορών επηρέασε την παγκόσμια οικονομία. Για την αντιμετώπισή της οι περισσότερες κυβερνήσεις πήραν πρωτοφανή μέτρα με μαζικές παρεμβάσεις, τόσο για την παροχή ρευστότητας όσο και για να διασώσουν τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες που κατέρρεαν.

Στο πρώτο κεφάλαιο πραγματοποιείται η περιγραφή της πρόσφατης οικονομικής κρίσης που ξεκίνησε από την αγορά στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης στις ΗΠΑ και παράλληλα εξετάζονται οι αιτίες που συνέτειναν στη δημιουργία της.

Κεντρικό άξονα της παρούσας εργασίας αποτελεί η δημοσιονομική κρίση ή κρίση χρέους στην Ελλάδα. Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται μία ανασκόπηση των οικονομικών δεδομένων της χώρας μέχρι την εμφάνιση της διεθνούς κρίσης, στα οποία εδράζονται οι οικονομικές αδυναμίες που προεξόφλησαν τη συμμετοχή της στον κοινό μηχανισμό στήριξης.

Η ελληνική οικονομία έχει μπει σε μία πορεία επώδυνης και για πολλούς, αναγκαίας προσαρμογής. Οντας ακόμα μέσα στη δίνη της κρίσης περιγράφονται στο τρίτο κεφάλαιο οι συνέπειες που αυτή επέφερε στο τραπεζικό σύστημα αλλά και στις ελληνικές επιχειρήσεις. Στο κεφάλαιο αυτό, θα πραγματοποιηθεί επίσης μία σύντομη περιγραφή των τραπεζών και των ελληνικών εταιρειών εκείνων, που αποτέλεσαν αντικείμενο διεξαγωγής της παρούσας έρευνας. Αναλυτικότερα, οι τράπεζες που χρησιμοποιήθηκαν στη συγκεκριμένη έρευνα είναι η «ALPHA BANK», η «ATTICA BANK», η «ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ», η «ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ» και η «EUROBANK». Εν συνεχεία, οι ελληνικές εταιρείες είναι η «ΕΛΠΕ Α.Ε.», η «ΕΛΒΑΛ Α.Ε.», η «TITAN Α.Ε.», η «ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε.» και τέλος η «ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.».

Τέλος, στο τελευταίο κεφάλαιο με τη χρήση του στατιστικού πακέτου STATA και κατόπιν διεξαγωγής παλινδρομήσεων ερευνάται η συσχέτιση της απόδοσης των μετοχών των προαναφερθεισών τραπεζών και εταιρειών με αυτή του Γενικού Δείκτη και εξετάζεται ο συστηματικός και μη συστηματικός κίνδυνος που φέρουν οι μετοχές των τραπεζών και εταιρειών στα χρόνια της ύφεσης.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

« EMPIRICAL RESEARCH ON THE VALUE OF THE PRICE OF BANKS AND COMPANIES IN THE YEARS OF ECONOMIC RECESSION »

Key Words: Financial crisis, sub prime, crisis of debt, common stability mechanism, banking system.

Abstract

The financial crisis which burst during 2007 in the United States of America is still under evolution as at a first stage it has affected the economy of the relevant country but it was also evolved into a large financial crisis which through the connections of the markets has negatively influenced the global economy. For its confrontation, the majority of the governments took outrageous measures with massive interventions, not only for the provision of the liquidity but also to secure the banks and the insurance companies which went bankrupt.

In the first chapter, the recent economic crisis is described, which has started from the market of the mortgages with low ensuring at the United States of America, and the same time the reasons which led to this crisis are examined.

The main axis of the current thesis is the financial crisis, or crisis of debt as it is described in Greece. The second chapter includes a review of the economical data of our country until the appearance of the global crisis and the economical weaknesses which led Greece to participate in the common stability mechanism.

The Greek economy is already in a course of a painful and compulsory change. Into the whirl of the crisis, in the third chapter the consequences, which this crisis brought to the banking system and to the Greek enterprises, are analytically described. During this chapter, a theoretical overview follows of the banks and of Greek companies, with which the study of the current paper is carried out. Analytically, the banks that are utilized in this specific research are «Alpha Bank», «Attica Bank», «The National Bank of Greece», «Piraeus Bank» and «Eurobank». Moreover, the companies which participated are respectively «ELPE S.A.», «ELVAL S.A.», «TITAN S.A.», «CHALKOR S.A.» and «ELLAKTOR S.A.».

Finally, the last chapter with the use of the statistical program STATA and the conduction of the necessary regressions, surveys through the correlation of the banks stocks' performance and of the companies with the performance of the General Stock Index and the systemic danger that banks' and companies' stocks carry with them during the years of recession.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Περιεχόμενα

Περίληψη	ix
Abstract	xi
Κατάλογος Διαγραμμάτων	xvi
Κατάλογος Πινάκων	xviii

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΚΑΙ ΚΡΙΣΗ

1.1 Η έννοια της οικονομικής κρίσης	1
1.2 Τα χαρακτηριστικά και οι φάσεις της οικονομικής κρίσης	3
1.3 Η χρηματοοικονομική κρίση στις ΗΠΑ	6
1.4 Τα αίτια της χρηματοοικονομικής κρίσης	10
1.5 Οι συνέπειες της χρηματοοικονομικής κρίσης	12
1.6 Ανακεφαλαίωση	14

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΚΡΙΣΗ ΧΡΕΟΥΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

2.1 Η πορεία της ελληνικής οικονομίας και η κρίση χρέους	15
2.2 Το χρονικό της ένταξης της Ελλάδας στον κοινό μηχανισμό στήριξης	19
2.3 Ανακεφαλαίωση	23

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

3.1 Τραπεζικό Σύστημα	25
3.1.1 Το προφίλ της «ALPHA BANK»	25
3.1.2 Το προφίλ της «ATTICA BANK»	26
3.1.3 Το προφίλ της «ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ»	27
3.1.4 Το προφίλ της «ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ»	28

3.1.5 Το προφίλ της «EUROBANK»	28
3.2 Οι επιπτώσεις της κρίσης στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα	29
3.2.1 Οι επιπτώσεις της κρίσης στις υπό εξέταση τράπεζες	32
3.3 Κρίση στις ελληνικές εταιρείες	33
3.3.1 Το προφίλ της «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.»	33
3.3.2 Το προφίλ της «ΕΛΒΑΛ Α.Ε.»	34
3.3.3 Το προφίλ της «ΤΙΤΑΝ Α.Ε.»	35
3.3.4 Το προφίλ της «ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε.»	35
3.3.5 Το προφίλ της «ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.»	36
3.4 Οι επιπτώσεις της κρίσης στις υπό εξέταση εταιρείες	36
3.5 Ανασκόπηση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς για τα έτη 2009-2013	37
3.6 Οι επιπτώσεις της κρίσης στο Γενικό Δείκτη	40
3.7 Ανακεφαλαίωση	42
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	
4.1 Επιλογή ερευνητικής μεθόδου	43
4.2 Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία	44
4.3 Γραμμική παλινδρόμηση	53
4.4 Ο συντελεστής a και ο συντελεστής b (beta)	55
4.5 Ανακεφαλαίωση	63
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΝΟΨΗ	65
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	67
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	87

Κατάλογος Διαγραμμάτων

[Αριθμός Σχήματος] [Τίτλος Σχήματος]	[Σελίδα]
1.1 Οι φάσεις του οικονομικού κύκλου	4
2.1 Το δημόσιο χρέος της Ελλάδας ως ποσοστό του ΑΕΠ	17
2.2 Το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών της Ελλάδας ως ποσοστό του ΑΕΠ	19
3.1 Η ποσοστιαία μεταβολή της τιμής των μετοχών των τραπεζών	32
3.2 Η ποσοστιαία μεταβολή της τιμής των μετοχών των εταιρειών	37
3.3 Η πορεία της τιμής των μετοχών του Γενικού Δείκτη	41
4.1 Απόδοση των μετοχών της Alpha Bank	45
4.2 Απόδοση των μετοχών της Attica Bank	45
4.3 Απόδοση των μετοχών της Τράπεζας Πειραιώς	46
4.4 Απόδοση των μετοχών της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος	46
4.5 Απόδοση των μετοχών της Eurobank	46
4.6 Απόδοση των μετοχών της ΕΛΠΕ Α.Ε.	48
4.7 Απόδοση των μετοχών της ΕΛΒΑΛ Α.Ε.	48
4.8 Απόδοση των μετοχών της ΤΙΤΑΝ Α.Ε.	48
4.9 Απόδοση των μετοχών της ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε.	49
4.10 Απόδοση των μετοχών της ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.	49
4.11 Απόδοση των μετοχών του Γενικού Δείκτη	49
4.12 Διαγραμματική απεικόνιση του συντελεστή b (beta) των τραπεζών	57
4.13 Διαγραμματική απεικόνιση του συντελεστή b (beta) των εταιρειών	59
4.14 Διαγραμματική απεικόνιση του συντελεστή a των τραπεζών	61
4.15 Διαγραμματική απεικόνιση του συντελεστή a των εταιρειών	63

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Κατάλογος Πινάκων

[Αριθμός Πίνακα] [Τίτλος Πίνακα]	[Σελίδα]
4.1 Μέση τιμή και τυπική απόκλιση της απόδοσης των μετοχών των τραπεζών	44
4.2 Μέση τιμή και τυπική απόκλιση της απόδοσης των μετοχών των εταιρειών	47
4.3 Μέση τιμή και τυπική απόκλιση του όγκου συναλλαγών (σε αξία) των τραπεζών	50
4.4 Μέση τιμή και τυπική απόκλιση του όγκου συναλλαγών (σε αξία) των εταιρειών	51
4.5 Μέση τιμή και τυπική απόκλιση της διαφοράς της χαμηλότερης ημερήσιας τιμής από την υψηλότερη των τραπεζών	52
4.6 Μέση τιμή και τυπική απόκλιση της διαφοράς της χαμηλότερης ημερήσιας τιμής από την υψηλότερη των εταιρειών	53
4.7 Αποτελέσματα του συντελεστή b (beta) των τραπεζών	57
4.8 Αποτελέσματα του συντελεστή b (beta) των εταιρειών	59
4.9 Αποτελέσματα του συντελεστή a των τραπεζών	61
4.10 Αποτελέσματα του συντελεστή a των εταιρειών	62

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΚΑΙ ΚΡΙΣΗ

1.1 Η έννοια της οικονομικής κρίσης

Η έννοια του όρου «οικονομική κρίση»¹ αποδίδεται ως το φαινόμενο κατά το οποίο μία οικονομία χαρακτηρίζεται από μία διαρκή και αισθητή μείωση της οικονομικής της δραστηριότητας. Με τον όρο οικονομική δραστηριότητα εννοούνται όλα τα μακροοικονομικά μεγέθη μιας οικονομίας, όπως η απασχόληση, οι τιμές, το εθνικό προϊόν, οι επενδύσεις κ.α. Ο πιο σημαντικός δείκτης της οικονομικής δραστηριότητας είναι οι επενδύσεις, οι οποίες, όταν αυξομειώνονται, παρασύρουν και όλα τα υπόλοιπα οικονομικά μεγέθη.

Κατά καιρούς έχει διατυπωθεί πλειάδα ορισμών για την περιγραφή της έννοιας της οικονομικής κρίσης, καθώς αυτή αποτελεί ένα πολυσύνθετο και πολυδιάστατο φαινόμενο. Σύμφωνα με τον Frederic S. Mishkin (1991)², η οικονομική κρίση είναι μία αναστάτωση στις χρηματοπιστωτικές αγορές, στην οποία οι δυσμενείς επιλογές και τα προβλήματα ηθικού κινδύνου γίνονται εντονότερα, έτσι ώστε οι χρηματοπιστωτικές αγορές να μην είναι σε θέση να διοχετεύσουν αποτελεσματικά τα κεφάλαια σε όσους έχουν τις πιο παραγωγικές ευκαιρίες επένδυσης. Επομένως, μία οικονομική κρίση, οδηγεί σε ανικανότητα τις χρηματοοικονομικές αγορές να λειτουργούν αποτελεσματικά, γεγονός που οδηγεί σε μία αιχμηρή συστολή στην οικονομική δραστηριότητα. Οι κυριότεροι παράγοντες στο οικονομικό περιβάλλον που μπορούν να οδηγήσουν σε οικονομική κρίση είναι η αύξηση στα επιτόκια, η αύξηση της αβεβαιότητας, οι τραπεζικοί πανικοί, η μη αναμενόμενη πτώση του συνολικού επιπέδου τιμών και η πτώση στη χρηματιστηριακή αγορά.

Επίσης, οι μονεταριστές συνδέουν τις οικονομικές κρίσεις κυρίως με τον τραπεζικό πανικό,³ ενώ ο Kindleberger (1978)⁴ περιγράφει ότι οι κρίσεις περιλαμβάνουν μεγάλες πτώσεις των τιμών των μετοχών, καταρρεύσεις τραπεζών και άλλων ιδρυμάτων, αποπληθωρισμό, διαταραχές στις ξένες αγορές ή συνδυασμό των παραπάνω.

¹ Κουφάρης, Γ. (2010), Η Παγκόσμια Οικονομική Κρίση και οι Χρηματιστηριακές Αγορές, Περιοδικό Χρήμα.

² Mishkin, S. F. (1991), Anatomy of a Financial Crisis, National Bureau of Economic Research, 3934.

³ Friedman, M. and Schwartz, J. A. (1963), A Monetary History of the United States, Princeton University Press, 1867-1960.

⁴ Kindleberger, C. P. (1978), Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises, MacMillan, London.

Η έννοια της οικονομικής κρίσης, λοιπόν, έχει αναπτυχθεί ποικιλοτρόπως από πολλούς Έλληνες και ξένους οικονομολόγους και αποτελεί κοινή διαπίστωση ότι οι κρίσεις διαχέονται, δε σβήνουν δηλαδή ποτέ εκεί που γεννιούνται αλλά μεταναστεύουν και ανακυκλώνονται διασχίζοντας όλα τα μήκη και τα πλάτη της υφηλίου.

Υπό αυτό το πρίσμα, μία οικονομική κρίση σύμφωνα με τον Lawrence H. Summers (2000)⁵ μπορεί να μεταδοθεί από χώρα σε χώρα με επτά διαφορετικούς μηχανισμούς:

- ✓ Η μετάδοση μπορεί να πραγματοποιηθεί εξ αιτίας κοινών διαταραχών, όπως διαταραχές στις τιμές των προϊόντων, που βλάπτουν συγχρόνως τις χώρες που τα εξάγουν.
- ✓ Οι εμπορικοί δεσμοί μεταξύ των χωρών επιτρέπουν τη μεταφορά των αρνητικών μεταβολών σε τιμές και εισοδήματα, από τη μία χώρα στην άλλη.
- ✓ Ο υψηλός ανταγωνισμός μεταξύ των χωρών μπορεί να οδηγήσει σε έντονες συναλλαγματικές υποτιμήσεις των νομισμάτων.
- ✓ Οι χρηματοοικονομικοί δεσμοί μεταξύ δύο ή περισσότερων χωρών μπορούν να οδηγήσουν σε υψηλές συσχετίσεις στην αγορά περιουσιακών στοιχείων. Δηλαδή, όταν μία χώρα επενδύει ή δανείζει κάποια άλλη χώρα, σε περίπτωση ύπαρξης αρνητικών εξελίξεων για μία από τις δύο χώρες, αυτό είναι ικανό να συμπαρασύρει και την άλλη και να επηρεάσει εξίσου αρνητικά την αγορά των περιουσιακών της στοιχείων.
- ✓ Η μείωση της ρευστότητας στην αγορά μίας χώρας δύναται να έχει εξαιρετικά υψηλή μετάδοση και σε άλλες χώρες. Για παράδειγμα, όταν μία επιχείρηση σε μία χώρα βιώνει σημαντικές μειώσεις ρευστότητας εξαιτίας μίας οικονομικής κρίσης στη χώρα αυτή, αυτό αυτόματα οδηγεί σε μείωση των θέσεων των επιχειρήσεων που αυτή έχει στο εξωτερικό, με αποτέλεσμα να επηρεάζεται και η ρευστότητα των άλλων χωρών.
- ✓ Ο πανικός που επικρατεί στους επενδυτές σε περιόδους απότομης και βίαιης πτώσης των τιμών των περιουσιακών στοιχείων δεν τους παρακινεί να προχωρήσουν σε επενδύσεις.
- ✓ Τέλος, η κρίση σε μία χώρα επηρεάζει τις προσδοκίες των επενδυτών για τυχόν κοινές αναπτυξιακές υποδομές μεταξύ των χωρών.

⁵ Summers, H. L. (2000), International Financial Crises: Causes, Prevention and Cures, The American Economic Review, Vol. 90, No. 2, Papers and Proceedings of the One Hundred Twelfth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 1-16.

1.2 Τα χαρακτηριστικά και οι φάσεις της οικονομικής κρίσης

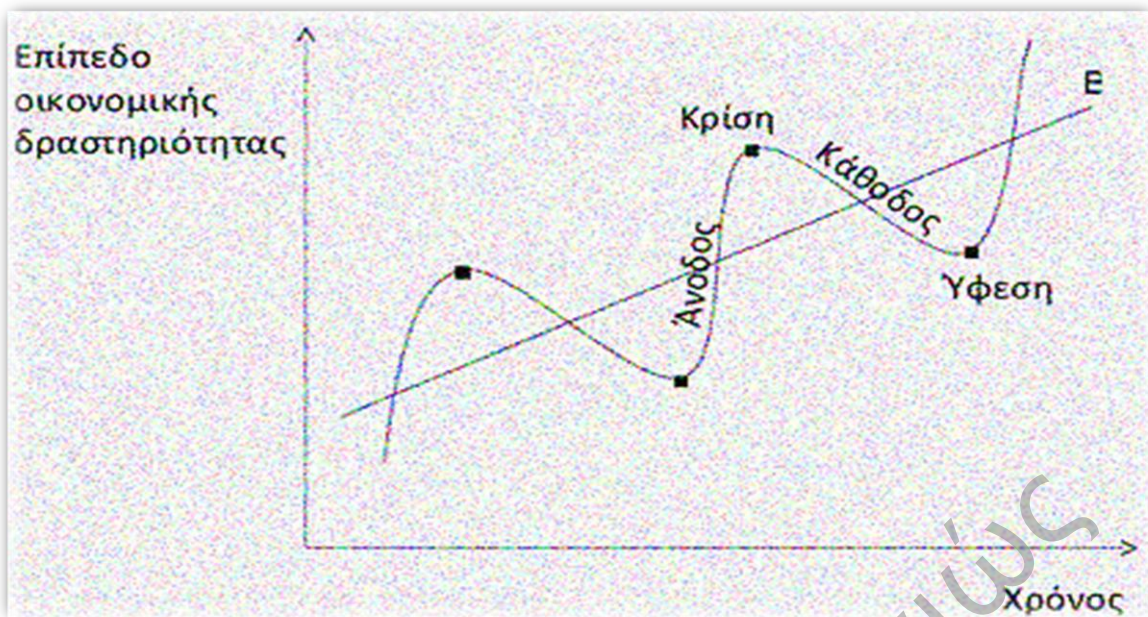
Οι κρίσεις, ως στοιχείο του καπιταλισμού, αποτελούν μία διακοπή στη λειτουργία του. Τέτοιες στιγμές, η οικονομία σε παγκόσμιο επίπεδο έχει βιώσει πολλές φορές κατά το παρελθόν. Σε γενικές γραμμές όλες οι οικονομικές κρίσεις χαρακτηρίζονται από:

- ✓ Κλίμα αβεβαιότητας, ανασφάλειας και υψηλό βαθμό κινδύνου.
- ✓ Ραγδαίες αλλαγές στις συνθήκες αγοράς.
- ✓ Διαταραχή του ρυθμού και της λειτουργίας της κοινωνίας.
- ✓ Σημαντική επιδείνωση στη δημόσια εικόνα της χώρας που βιώνει την οικονομική κρίση.

Για να οριστεί η οικονομική κρίση χρησιμοποιούνται οι έννοιες από τη θεωρία των οικονομικών διακυμάνσεων. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, οικονομικές διακυμάνσεις ή οικονομικοί κύκλοι⁶ είναι το φαινόμενο των επαναλαμβανόμενων διακυμάνσεων της γενικής οικονομικής δραστηριότητας που παρατηρούνται για μία περίοδο. Οι μεταβολές αυτές δεν είναι τυχαίες, αλλά παρουσιάζουν συστηματική κυκλικότητα και γι' αυτό το λόγο ονομάζονται οικονομικές διακυμάνσεις ή οικονομικοί κύκλοι.

Τα στάδια από τα οποία περνάει η οικονομία στη διάρκεια του κύκλου ονομάζονται φάσεις του οικονομικού κύκλου. Αναλυτικότερα, η οικονομία διέρχεται από δύο κύριες φάσεις κατά τη διάρκεια ενός οικονομικού κύκλου, τη φάση της ανόδου ή της άνθησης και τη φάση της καθόδου ή της ύφεσης. Η μετάβαση από τη μία φάση στην άλλη δεν γίνεται αμέσως ή απότομα, αλλά απαιτεί χρόνο. Επίσης, η μετάβαση από την άνοδο στην κάθοδο περνάει από τη φάση της κρίσης που είναι η κορυφή του κύκλου, ενώ αντίστοιχα, η μετάβαση από την κάθοδο στην άνοδο περνάει από τη φάση της ύφεσης. Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρακάτω διακρίνονται οι φάσεις του οικονομικού κύκλου λεπτομερώς:

⁶ Σφακιανάκης, Μ. Κ. (1998), Διοικητική Κρίσεων, Εκδόσεις Έλλην, Αθήνα.



Πηγή: Σφακιανάκης, Μ. Κ. (1998), Διοικητική Κρίσεων, Εκδόσεις Έλλην, Αθήνα

Διάγραμμα 1.1

Οι φάσεις του οικονομικού κύκλου

Παρακάτω πραγματοποιείται ανάλυση του κύκλου ζωής μίας οικονομικής κρίσης, που σύμφωνα με τον Fink (1986)⁷ αποτελείται από επίσης τέσσερις διαδοχικές φάσεις οι οποίες είναι:

1. Το στάδιο διαμόρφωσης της κατάστασης ή το στάδιο πρόδρομων συμπτωμάτων (*prodromal crisis stage*).

Οι πιο πολλές οικονομικές κρίσεις παρέχουν πρόδρομα σήματα πριν την εκδήλωσή τους. Ωστόσο, σε ορισμένες περιπτώσεις τα σήματα αυτά είναι πολύ δύσκολο να αναγνωριστούν. Όταν αυτό επιτυγχάνεται είναι πολύ σημαντικό, διότι τα προβλήματα επιλύονται πολύ ευκολότερα και είναι δυνατόν ακόμα και να αποφευχθεί μία οικονομική κρίση πριν την έντονη εκδήλωσή της. Επιπλέον, στην περίπτωση αυτή, οι πόροι και ο χρόνος που θα χρειαστεί για τη διαχείριση μίας πιθανής οικονομικής κρίσης είναι πολύ λιγότεροι.

2. Στάδιο εκδήλωσης – κορύφωσης της οικονομικής κρίσης (*acute crisis stage*).

Στην περίπτωση της εκδήλωσης της οικονομικής κρίσης η άμεση αντιμετώπιση είναι αναγκαία. Η κλίμακα της οικονομικής ζημιάς που θα προκύψει εξαρτάται από την κατάσταση στην οποία βρίσκεται η χώρα. Χώρες που κατά το παρελθόν έχουν αγνοήσει σήματα στην

⁷ Fink, S. (1986), Crisis Management: Planning for the Inevitable, American Management Association, New York.

πρόδρομη φάση της οικονομικής κρίσης, αντιμετωπίζουν περισσότερες πιθανότητες να υποφέρουν από μεγάλη ζημιά. Μόνο οι χώρες που έχουν καταρτίσει σχέδιο για την αντιμετώπιση κρίσεων μπορούν να ξεπεράσουν με επιτυχία μία οικονομική κρίση. Μία από τις πιο μεγάλες δυσκολίες στην αντιμετώπιση μιας οικονομικής κρίσης στην φάση της κορύφωσης είναι η ταχύτητα και η ένταση. Η ταχύτητα εξαρτάται από τον τύπο της κρίσης, ενώ η ένταση καθορίζεται από τη σοβαρότητα και την αξία των πιθανών αποτελεσμάτων. Επομένως, μόλις μία χώρα εισέλθει στο στάδιο της κορύφωσης της οικονομικής κρίσης, είναι σημαντικό να εκτιμηθεί η σοβαρότητα της ζημιάς και να αντιμετωπιστεί το συντομότερο δυνατό. Ο Fink (1986) αναφέρει ότι η φάση αυτή είναι η μικρότερη σε διάρκεια από τις υπόλοιπες τέσσερις, παρόλα αυτά τις περισσότερες φορές γίνεται αντιληπτή ως η μεγαλύτερη εξ αιτίας της έντασής της.

3. Στάδιο των επιπτώσεων (*chronic crisis stage*).

Μετά τη φάση της κορύφωσης της κρίσης, ακολουθεί το στάδιο των επιπτώσεων. Κατά τη διάρκεια αυτής της φάσης, οι χώρες προσπαθούν να περιορίσουν τις ζημιές που έχουν απομείνει από το στάδιο της κορύφωσης. Για ορισμένες χώρες αυτή η φάση μπορεί να είναι περίοδος αποκατάστασης, ενώ για άλλες αποτελεί στάδιο κατά το οποίο οι ζημιές συνεχίζονται. Ορισμένες χώρες ενδέχεται να αντιμετωπίσουν οικονομικές ανακατατάξεις, διαχείριση των κλυδωνισμών, επιθετική εξαγορά ή ακόμα και πτώχευση. Ικανοί ηγέτες των χωρών μπορούν να επωφεληθούν από την κρίση για να βελτιώσουν το σύστημα διαχείρισης κρίσεων – κινδύνων. Σε αυτή τη φάση της οικονομικής κρίσης, πολλοί οικονομολόγοι προβλέπουν ότι η οικονομία θα αρχίσει να ανακάμπτει. Ωστόσο, η μελλοντική ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού τομέα εξακολουθεί να είναι βραδύτερη από ότι σε άλλους τομείς. Απαιτείται αρκετός χρόνος ώστε να οικοδομηθεί ξανά η εμπιστοσύνη στον χρηματοπιστωτικό τομέα.

4. Στάδιο επίλυσης – ομαλοποίησης (*crisis resolution stage*).

Η κρίση δημιουργεί ευκαιρίες, επομένως το στάδιο αυτό μπορεί να αποτελέσει περίοδο μεγάλης ανάπτυξης για ορισμένες χώρες, ώστε να βελτιώσουν τη φήμη τους μέσα από την άριστη διαχείριση των κρίσεων. Ωστόσο, υπάρχει το ενδεχόμενο το τελικό αυτό στάδιο να αποκρύπτει ένα νέο πρόδρομο στάδιο. Στην περίπτωση αυτή, ένα νέο πρόδρομο στάδιο μπορεί να εξελιχθεί σε μία νέα οικονομική κρίση. Επομένως, είναι σημαντικό μια οικονομική κρίση να επιλυθεί εντελώς κατά τη διάρκεια των τεσσάρων αυτών σταδίων κρίσης,

διαφορετικά θα οδηγήσει σε μία νέα κρίση που θα θέσει σε υψηλότερο κίνδυνο τη χώρα από την προηγούμενη δυσμενή οικονομική της κατάσταση.

1.3 Η χρηματοοικονομική κρίση στις ΗΠΑ

Η χρηματοοικονομική κρίση εκδηλώθηκε στις ΗΠΑ το 2007, αλλά σύντομα μετατράπηκε σε παγκόσμια οικονομική κρίση της πλειονότητας των χωρών αποκτώντας διαστάσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα, όπως η οικονομική κρίση που διανύει η Ευρωζώνη και το αδιέξοδο στο οποίο βρίσκεται η ελληνική οικονομία. Η κρίση της ελληνικής οικονομίας χαρακτηρίζεται σύνθετη τόσο ως προς τις αιτίες όσο και ως προς τις διαστάσεις της. Όσον αφορά στις αιτίες, είναι αποτέλεσμα κυρίως ενδογενών αιτιών οι οποίες όμως διατέμνονται με τις αιτίες που ανάγονται στην πρόσφατη διεθνή χρηματοοικονομική κρίση.

Η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση εμφανίστηκε στις ΗΠΑ με την κατάρρευση της αγοράς στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης (sub primes) και την αλόγιστη χρήση δομημένων επενδυτικών προϊόντων που εξαρτιόνταν άμεσα από τη δυνατότητα αποπληρωμής των δανείων από τα οποία παράγονταν.

Οι ρίζες της κρίσης δύναται να εντοπιστούν την περίοδο μετά τη χρηματιστηριακή κατάρρευση του 2000 -λόγω της υπέρμετρης διόγκωσης των τιμών των μετοχών τεχνολογίας- και την τρομοκρατική επίθεση της 11^{ης} Σεπτεμβρίου του 2001 στους δίδυμους πύργους της Νέας Υόρκης, όπου η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ (Federal Reserve Bank - FED), στην προσπάθεια ενίσχυσης της οικονομίας και των επενδύσεων, καθώς και της αντιμετώπισης της κρίσης, μείωσε τα επιτόκια σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα της τάξης του 1%.

Αυτή η παρατεταμένη περίοδος χαμηλών επιτοκίων σημειώθηκε το διάστημα 2001 μέχρι και το 2004 και δεν ήταν μόνο απόρροια των επιλογών της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ (FED) αλλά συνέβαλαν και άλλοι δυο βασικοί παράγοντες. Σύμφωνα με τους Kashyap et al. (2008)⁸, τα χαμηλά επίπεδα επιτοκίων που διατηρήθηκαν αυτήν την περίοδο ήταν απόρροια της διαφοράς, σε παγκόσμιο επίπεδο, μεταξύ της επιθυμητής αποταμίευσης σε σχέση με το ύψος των διενεργούμενων πραγματικών επενδύσεων. Πράγματι, οι επενδύσεις παρουσίασαν μία καθοδική τάση σε όλο τον κόσμο για μεγάλο

⁸ Kashyap, A. et al. (2008), The Global Roots of the Current Financial Crisis and its Implications for Regulation, European Central Bank.

χρονικό διάστημα. Στην περίπτωση της Ιαπωνίας, οι επενδύσεις μειώθηκαν εξ αιτίας της αποταμίευσης των επιχειρήσεων που εκτινάχθηκε στα ύψη μετά την κατάρρευση της οικονομίας στις αρχές του 1990. Επιβαρυνμένες με επισφαλείς απαιτήσεις μετά από μία περίοδο διενέργειας μαζικών επενδύσεων, οι ιαπωνικές επιχειρήσεις έγιναν καθαροί αποταμιευτές για μία ολόκληρη δεκαετία. Επιπρόσθετα, σε πολλές ασιατικές αναδυόμενες οικονομίες οι εταιρικές επενδύσεις μειώθηκαν σημαντικά μετά την εκδήλωση της Ασιατικής κρίσης στα τέλη της δεκαετίας του 1990. Όσον αφορά στις ΗΠΑ και την Ευρώπη, μείωση των επενδύσεων σημειώθηκε μετά το σπάσιμο της χρηματιστηριακής φούσκας το 2000. Ο δεύτερος παράγοντας που συντέλεσε στη διατήρηση χαμηλών επιτοκίων ήταν τα υψηλά συναλλαγματικά αποθέματα της Κίνας που, με την επιθυμία των Κινέζικων αρχών, επενδύθηκαν σε αμερικανικά περιουσιακά στοιχεία. Τα τελευταία τριάντα περίπου χρόνια, η Κίνα πέτυχε μία εξαιρετική ανάπτυξη στηριζόμενη στις εξαγωγές των βιομηχανικών της προϊόντων προς τις ΗΠΑ. Αυτό το πλεόνασμα των εξαγωγών οδήγησε σε συσσώρευση συναλλαγματικών αποθεμάτων, τα οποία οι Κινέζοι δεν επένδυσαν στην εγχώρια ζήτηση αλλά σε αμερικανικά περιουσιακά στοιχεία, διατηρώντας έτσι το δολάριο ισχυρό και τα επιτόκια στις ΗΠΑ σε σχετικά χαμηλά επίπεδα.

Η διατήρηση λοιπόν των χαμηλών επιτοκίων στις ΗΠΑ για τους ανωτέρω λόγους οδήγησε σε πολιτική φθηνού χρήματος, η οποία με τη σειρά της προκάλεσε έκρηξη στην κατανάλωση με δανεισμό και στην εκδήλωση της «φούσκας» στην αγορά κατοικίας. «Φούσκα»⁹ στην αγορά ενός πραγματικού ή χρηματιστηριακού κεφαλαιακού αγαθού είναι η κατάσταση όπου η τιμή του αγαθού αυτού δεν μπορεί να εξηγηθεί από ορθολογικές οικονομικές δυνάμεις. Αν και οι οικονομολόγοι δεν είναι δυνατόν να προβλέψουν πότε μία φούσκα είναι πιθανό να σπάσει, είναι νομοτελειακό ότι όλες οι φούσκες κάποτε σπάνε. Από τα τέλη της δεκαετίας του '90 και μέχρι το ξέσπασμα της κρίσης, η ακίνητη περιουσία θεωρούνταν μία από τις ασφαλέστερες και πιο κερδοφόρες επενδύσεις. Εξ αιτίας λοιπόν αυτής της αντίληψης και σε συνδυασμό και με τα χαμηλά επιτόκια, άρχισε να αυξάνεται η ζήτηση των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων η οποία προκάλεσε με τη σειρά της άνοδο στις τιμές των ακινήτων, που παρά τον προβληματισμό που προκάλεσε σε αρκετούς αναλυτές, αφέθηκε ελεύθερη να εξαπλωθεί.

Προκειμένου οι τράπεζες να αυξήσουν ολοένα και περισσότερο τη ρευστότητά τους, χαλάρωσαν υπερβολικά τα κριτήρια χορήγησης των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων

⁹ Κολλίντζας, Τ. και Ψαλιδόπουλος, Μ. (2009), Οι Κρίσεις του 1929 και του 2008 και οι Πολιτικές Αντιμετώπισής τους, Eurobank Research, Οικονομία & Αγορές, Τόμος IV, Τεύχος 8.

προχωρώντας σε δανεισμό ακόμα και με αφερέγγυους δανειολήπτες, οπότε παρατηρήθηκε αύξηση των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης (sub prime loans). Τα στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης είναι δάνεια που δίνονται σε δανειολήπτες που επιδεικνύουν ένα ή περισσότερα από τα παρακάτω χαρακτηριστικά κατά τη στιγμή της δανειοδότησης όπως, αδύναμο πιστωτικό παρελθόν το οποίο περιλαμβάνει καθυστερήσεις στην αποπληρωμή των δόσεων, επιπλέον χρεώσεις με τόκους, χρεοκοπίες, περιορισμένη δυνατότητα αποπληρωμής ή ημιτελή στοιχεία σχετικά με την παρελθοντική πιστωτική συμπεριφορά του υποψηφίου για δανειοδότηση. Έτσι, λόγω του ανταγωνισμού και της ανόδου των τιμών των ακινήτων, οι αμερικανικές τράπεζες δάνειζαν ακόμη και σε πελάτες χαμηλότερης πιστοληπτικής ικανότητας το 100% της αξίας του ακινήτου χωρίς να ελέγχουν τα εισοδήματά τους.

Με αυτόν τον τρόπο, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αναλάμβαναν αυξημένο κίνδυνο προχωρώντας σε δανεισμό με αφερέγγυους δανειολήπτες. Για να μειώσουν λοιπόν τον κίνδυνο, εφάρμοσαν το επιχειρηματικό μοντέλο «originate and distribute», που αποτελούσε μια στρατηγική με την οποία δημιουργούσαν και διέθεταν τιτλοποιημένες απαιτήσεις δανείων. Σύμφωνα με αυτό το μοντέλο ο χρηματοοικονομικός τομέας συγκέντρωνε τα υποθηκευμένα δάνεια με τη μορφή δεξαμενής (pool), τα χώριζε με βάση τις διάφορες κατηγορίες κινδύνου και στη συνέχεια τα τιτλοποιούσε και τα διένειμε υπό μορφή νέων χρηματοπιστωτικών μέσων στους επενδυτές.

Η τιτλοποίηση δανείων αποτελεί μία σύνθετη χρηματοοικονομική διαδικασία, πρακτική που χρησιμοποιείται στις ΗΠΑ από το 1939 στην προσπάθεια της αμερικανικής κυβέρνησης να πρωδοτήσει την ιδιοκατοίκηση διευκολύνοντας τη χρηματοδότηση των στεγαστικών δανείων, ενώ στην Ευρώπη εμφανίστηκε το 1999. Η τιτλοποίηση άλλαξε το πλαίσιο χρηματοδότησης των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων λόγω της μετάβασης από τον παραδοσιακό δανεισμό στο νέο τρόπο χρηματοδότησης, βοηθώντας τις τράπεζες να μοιράζονται τον κίνδυνο και να αποκτούν ρευστότητα για νέα δάνεια. Οι τράπεζες παίζουν πλέον διαμεσολαβητικό ρόλο στα στεγαστικά δάνεια, ενώ με τις τιτλοποιήσεις προάγουν αυτόνομα την πιστωτική επέκταση και αυξάνουν την ποσότητα χρήματος στην οικονομία.

Κυρίαρχο ρόλο στη διαδικασία αυτή είχαν τα οχήματα ειδικού σκοπού (Special Purpose Vehicle – SPV) τα οποία διεξήγαγαν τις συναλλαγές τιτλοποίησης. Εξέδιδαν σε αντίκρισμα χρεόγραφα που βασίζονταν στα δάνεια και τα διένειμαν σε θεσμικούς επενδυτές, συνταξιοδοτικά ταμεία, hedge funds, ασφαλιστικές εταιρείες και μεγάλες επιχειρήσεις.¹⁰

¹⁰ Askenazy, P. Cohen, D. (2010), Οικονομική Κρίση: Αίτια και Προοπτικές, Εκδόσεις Πόλις.

Έτσι, αντί να κρατούν τα δάνεια που δημιουργούσαν, οι τράπεζες άρχισαν να τα διανέμουν στην δευτερογενή αγορά συσκευάζοντάς τα σε μία πλειάδα χρηματοοικονομικών προϊόντων τα οποία υπάγονται στην κατηγορία των ενυπόθηκων ομολογιακών δανείων.

Το νέο επιχειρηματικό μοντέλο που υιοθετήθηκε από τις τράπεζες, στηρίχθηκε αφενός στην αξιοποίηση της τιτλοποίησης για την άντληση ρευστότητας και την απομάκρυνση των πιστώσεων από το χαρτοφυλάκιό τους και αφετέρου στην διάχυση αυτών των τίτλων στις χρηματιστικές αγορές υπό τη μορφή ομολόγων ABS – Asset – Backed Securities από ειδικούς διαμεσολαβητικούς οργανισμούς, τις λεγόμενες εταιρείες ειδικού σκοπού. Στην περίπτωση που τα περιουσιακά στοιχεία ήταν ενυπόθηκα δάνεια, οι τίτλοι αυτοί ονομάστηκαν Mortgage – Backed Securities (MBS). Η επόμενη εξέλιξη των MBS ήταν τα Collateralized Debt Obligations (CDO). Πρόκειται για ένα «πακέτο» μίας κατηγορίας ενυπόθηκων ομολογιακών δανείων, όπου το νέο χαρτοφυλάκιο είναι δομημένο σε διάφορες κλίμακες, τα λεγόμενα tranches, με διαφορετικό βαθμό έκθεσης στον πιστωτικό κίνδυνο.

Ιδιαίτερα σημαντικός για τη συνολική διαδικασία της τιτλοποίησης είναι ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης. Οι διεθνείς αυτοί οργανισμοί έχουν τη δυνατότητα να εμπλέκονται και από τα αρχικά στάδια της τιτλοποίησης όπου διαμορφώνεται το χαρτοφυλάκιο αναφοράς. Ο βασικός τους όμως ρόλος ξεκινάει στο στάδιο πριν τη διάθεση των τίτλων στο επενδυτικό κοινό, όπου με τις αξιολογήσεις τους αναλαμβάνουν να δώσουν μία πιο σαφή εικόνα στους επενδυτές ως προς τις προοπτικές της επένδυσης σε συγκεκριμένους τίτλους, σε συγκεκριμένο δηλαδή προϊόν τιτλοποίησης.

Δεν ήταν όμως μόνο οι επενδυτές που προσδοκούσαν μεγαλύτερες αποδόσεις, αλλά επεκτάθηκαν και οι ίδιες οι τράπεζες σε αυτή τη μορφή επενδυτικών προϊόντων.

Η αντίστροφη μέτρηση για την εκδήλωση της κρίσης ξεκίνησε τον Ιούνιο του 2006 με την αύξηση των επιτοκίων από την Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ σε 5,25%, εξέλιξη που συνέβαλε στην αντιστροφή της ανοδικής πορείας των τιμών των ακινήτων από τις αρχές του 2007. Η νέα κατάσταση πυροδότησε τη μείωση της ζήτησης κατοικίας στις ΗΠΑ και την αντιστροφή της ανοδικής πορείας των τιμών των ακινήτων, που από το δεύτερο εξάμηνο του 2006 άρχισαν να μειώνονται ραγδαία μετά από πέντε χρόνια συνεχούς ανόδου. Τον Αύγουστο του 2007 η αδυναμία πλήθους δανειοληπτών να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους και η παράλληλη πτώση των τιμών των ακινήτων σε επίπεδα χαμηλότερα και από την αξία των δανείων οδήγησε σε ένα «κύμα» κατασχέσεων και πλειστηριασμών. Η προσπάθεια πώλησης των ακινήτων από τις τράπεζες συνέβαλε σε περαιτέρω αύξηση της προσφοράς ακινήτων στην αγορά, ενώ η ζήτηση είχε περιορισθεί λόγω του αυξημένου κόστους του χρήματος και της αναβολής της αγοράς ακινήτων σε μεταγενέστερο χρόνο για

χαμηλότερες τιμές. Έτσι, η πτωτική πορεία των τιμών των ακινήτων έλαβε τη μορφή φαύλου κύκλου, ενισχυόμενη και από την επιβράδυνση της ανάπτυξης της οικονομίας των ΗΠΑ (αρνητική ανάπτυξη στο 4^ο τρίμηνο του 2007 και στο 3^ο τρίμηνο του 2008).¹¹

1.4 Τα αίτια της χρηματοοικονομικής κρίσης

Το φαινόμενο της πρόσφατης παγκόσμιας οικονομικής κρίσης του 2008 είναι πολυδιάστατο και δεν μπορεί να αποδοθεί σε μία μόνο αιτία, αλλά επέδρασαν για τη δημιουργία του σωρευτικά και συνδυαστικά, πολλαπλοί ρυθμιστικοί, εποπτικοί, χρηματοοικονομικοί, ψυχολογικοί και πολιτικοί παράγοντες.

Οι περισσότεροι αναλυτές συγκλίνουν ως προς το ποια ήταν τα αίτια που συνέτειναν στη δημιουργία της χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008 και είναι τα εξής:

- ✓ Οι παγκόσμιες μακροοικονομικές ισορροπίες που δεν αντιμετωπίστηκαν και συνδέονταν, με τα πολύ χαμηλά επιτόκια που διατηρήθηκαν επί μακρόν στις ΗΠΑ, με την αυξανόμενη ανισορροπία αποταμίευσης – επένδυσης στις ΗΠΑ, με τη διατήρηση συνθηκών σημαντικής παγκόσμιας ρευστότητας και με τα πλεονάσματα στο εμπορικό ισοζύγιο ορισμένων χωρών, όπως της Κίνας και της Ιαπωνίας, τα οποία δεν τροφοδότησαν την εγχώρια ζήτηση, αλλά τοποθετήθηκαν σε ομόλογα των ΗΠΑ και σε άλλα δολαριακά αξιόγραφα.¹²
- ✓ Η φούσκα στις τιμές των ακινήτων.
- ✓ Η σταδιακή μετατόπιση των στόχων των τραπεζών από τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας, του εμπορίου και των παραγωγικών επενδύσεων, στην κερδοσκοπία και στα χρηματοοικονομικά στοιχήματα, που έγιναν σε μεγάλο βαθμό οι κύριες δραστηριότητες και ίσως ακόμα και αυτοσκοπός για ορισμένες μεγάλες διεθνείς τράπεζες.¹³

¹¹ Μασουράκης, Μ. Ε. (2009), Τα Αίτια της Χρηματοοικονομικής Κρίσεως και η Προοπτική Εξόδου της Παγκόσμιας Οικονομίας από την Ύφεση, Οικονομικό Δελτίο Alpha Bank.

¹² Κολλίντζας, Γ. και Ψαλιδόπουλος, Μ. (2009), Οι Κρίσεις του 1929 και του 2008 και οι Πολιτικές Αντιμετώπισής τους, Eurobank Research, Οικονομία & Αγορές, Τόμος IV, Τεύχος 8.

¹³ Καραμούζης, Ν. (2009), Τα Αίτια της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης και ο Ρόλος του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος, Eurobank Research, Οικονομία & Αγορές, Τόμος IV, Τεύχος 8.

- ✓ Οι νέες μορφές τιτλοποιήσεων, με πολύπλοκους δομημένους τίτλους, που βοήθησαν τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα να αναλαμβάνουν υπερβολικό κίνδυνο με αδιαφανή τρόπο, κίνδυνος ο οποίος δεν τιμολογούταν σωστά αλλά και ούτε αντισταθμιζόταν επαρκώς.¹⁴
- ✓ Η υψηλή μόχλευση των νοικοκυριών, η οποία ευθύνεται εν μέρει για τη μεγάλη άνοδο των τιμών των κατοικιών, καθώς και η υψηλή μόχλευση των επενδυτικών τραπεζών, που σημαίνει λιγοστά ίδια κεφάλαια και υψηλός δανεισμός σε σχέση με το ενεργητικό ενός χρηματοοικονομικού ιδρύματος.¹⁵
- ✓ Τα ρυθμιστικά κενά και η ελλιπής εποπτεία. Τα τελευταία χρόνια, κυρίως από τη δεκαετία του 1970 και έπειτα, παρατηρήθηκε μία σταδιακή απορρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Με τον όρο απορρύθμιση¹⁶ εννοείται η αλλαγή στο θεσμικό πλαίσιο ώστε οι κανόνες και οι ρυθμίσεις που αφορούν τη λειτουργία των τραπεζών και των κτηματικών εταιρειών είτε να καταργηθούν είτε να γίνουν πιο ελαστικοί. Μέσα στη δεκαετία του 1990, οι περιορισμοί αυτοί γίνονταν όλο και πιο ελαστικοί και παρατηρήθηκε έντονη υποχώρηση του ρυθμιστικού πλαισίου που εισήχθη μετά το Κραχ του 1929. Μία από αυτές τις ρυθμιστικές αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν ήταν η κατάργηση της Glass-Steagall Act το 1999 επί προεδρίας Clinton και με υπουργό Οικονομικών τον Larry Summers. Η πράξη αυτή, είχε ψηφιστεί το 1933 και αποτελούσε μία από τις μεγαλύτερες μεταρρυθμίσεις της κυβέρνησης Roosevelt. Αρχικά προέβλεπε την ίδρυση ενός Ομοσπονδιακού Οργανισμού Ασφάλισης Καταθέσεων (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC), με σκοπό να ασφαλίζει τις καταθέσεις των πολιτών σε περίπτωση πτώχευσης μίας τράπεζας. Η πιο βασική τομή όμως του εν λόγω νόμου ήταν ότι καθιστούσε υποχρεωτικό το διαχωρισμό ανάμεσα στις εμπορικές και στις επενδυτικές τράπεζες. Ο διαχωρισμός αυτός καταργήθηκε με το νόμο Gramm-Leach-Bliley με αποτέλεσμα να μείνει ανεξέλεγκτη η κερδοσκοπική και καιροσκοπική τακτική των τραπεζών και να αποχαλινωθεί το χρηματιστηριακό κεφάλαιο.
- ✓ Οι αξιολογικοί οίκοι, οι οποίοι κατηγορήθηκαν για ανεπάρκεια ή/και για μεροληψία που πιθανόν να πήγαζε από το γεγονός ότι οι εκδότες των τίτλων ήταν αυτοί που πλήρωναν για την αξιολόγηση.¹⁷

¹⁴ Κολλιντζας, Τ. και Ψαλιδόπουλος, Μ. (2009), Οι Κρίσεις του 1929 και του 2008 και οι Πολιτικές Αντιμετώπισής τους, Eurobank Research, Οικονομία & Αγορές, Τόμος IV, Τεύχος 8.

¹⁵ Χαρδούβελης, Α. Γ. (2009), Η Χρηματοοικονομική Κρίση και το Μέλλον της Παγκόσμιας Οικονομίας, Eurobank Research, Οικονομία & Αγορές, Τόμος IV, Τεύχος 8.

¹⁶ Βαρουφάκης, Γ. *et. al.* (2011), Η Οικονομική Κρίση στην Ελλάδα και την Ευρώπη το 2011, INE ΓΣΕΕ – Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων, Αθήνα.

¹⁷ Χαρδούβελης, Α. Γ. (2011), Το Χρονικό της Διεθνούς και της Συνακόλουθης Ελληνικής και Ευρωπαϊκής Κρίσης: Αίτια, Αντιδράσεις, Επιπτώσεις, Προοπτική.

- ✓ Η διαμόρφωση λανθασμένης δομής και ύψους κινήτρων αναφορικά με τις αμοιβές των στελεχών στο διεθνή τραπεζικό χώρο. Η πρακτική αυτή ευνοούσε τις βραχυχρόνιες κερδοσκοπικές δραστηριότητες των στελεχών εις βάρος των μετόχων και τελικά της κοινωνίας.

1.5 Οι συνέπειες της χρηματοοικονομικής κρίσης

Η χρηματοοικονομική κρίση ξεκίνησε αρχικά στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης των ΗΠΑ, μετατράπηκε σε κρίση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, επηρέασε την πραγματική οικονομία και εξαπλώθηκε λόγω της παγκοσμιοποίησης και της ελεύθερης διακίνησης κεφαλαίων με αποτέλεσμα να οδηγήσει σε παγκόσμια ύφεση.

Η κρίση αναπτύχθηκε σε διαδοχικά στάδια, καθώς αρχικά θιγόμενες εταιρείες ήταν εκείνες που εμπλέκονταν άμεσα στην κατασκευή κατοικίας και της στεγαστικής πίστης, όπως η Northern Rock και η Countrywide Financial.

Τον Ιούνιο του 2007, δυο συλλογικά κεφάλαια επένδυσης υψηλού κινδύνου (hedge funds) της επενδυτικής τράπεζας Bears Sterns, που είχαν υψηλή έκθεση σε τιτλοποιημένα στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης, κατέρρευσαν. Την ίδια περίοδο στην Ευρώπη η γαλλική τράπεζα BNP Paribas ανέστειλε προσωρινά την εξαγορά μεριδίων κεφαλαίων συλλογικής επένδυσης λόγω αδυναμίας αποτίμησης και αξιολόγησης κινδύνου των περιεχομένων στο χαρτοφυλάκιο της σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων. Παράλληλα, οι τράπεζες στεγαστικής πίστης Freddie Mac και Fannie Mae των ΗΠΑ ανακοίνωσαν αδυναμία εκπλήρωσης υποχρεώσεων, αναγκάζοντας την κυβέρνηση των ΗΠΑ να προχωρήσει σε χρηματοδοτική παρέμβαση διάσωσής τους. Στις ΗΠΑ η επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers οδηγήθηκε σε πτώχευση, η τράπεζα Merrill Lynch οδηγήθηκε σε εξαγορά της για την αποφυγή πτώχευσης και η ασφαλιστική εταιρεία AIG αντιμετώπισε κρίσιμο πρόβλημα ρευστότητας. Έκτοτε, πολλοί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί διεθνώς εμφάνισαν προβλήματα ρευστότητας και μερικοί από τους παγκόσμιους χρηματοπιστωτικούς κολοσσούς κατέρρευσαν, άλλοι εξαγοράστηκαν ή κρατικοποιήθηκαν.

Συνέπεια αυτού ήταν το πάγωμα του διατραπεζικού δανεισμού και η τεράστια έλλειψη ρευστότητας στις αγορές που ανάγκασαν τόσο την FED όσο και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα να προχωρήσουν σε συντονισμένες πλέον μειώσεις των επιτοκίων τους. Η FED στις αρχές του 2008 μείωσε το επιτόκιο στο 3% από 5,25% που ήταν το 2006. Τον Μάρτιο του

2008 και μετά τη διάσωση της επενδυτικής τράπεζας Bear Stearns, η FED μείωσε περαιτέρω το επιτόκιο στο 2,25%, ενώ τον Απρίλιο του ίδιου έτους το επιτόκιο έφτασε στο 2%. Το πρόβλημα της ρευστότητας επιδεινώθηκε περισσότερο τον Σεπτέμβριο του 2008, με την απόφαση του αμερικάνικου υπουργείου Οικονομικών και της FED να αφήσουν την Lehman Brothers να πτωχεύσει. Η απόφαση αυτή προκάλεσε μεγάλη αβεβαιότητα όσον αφορά στον πιστωτικό κίνδυνο.

Η κρίση δεν περιορίστηκε μόνο στις ΗΠΑ, καθώς τα σύνθετα αυτά ομόλογα ήταν διασκορπισμένα σε όλο το χρηματοοικονομικό σύστημα, στα hedge funds, στις ασφαλιστικές εταιρείες, στις επενδυτικές τράπεζες εντός και εκτός των ΗΠΑ. Στην Ευρώπη η κρίση μεταφέρθηκε λόγω της σύνδεσης των αγορών, κυρίως μέσω του βρετανικού χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς οι χρηματιστηριακές υπερβολές και η συσσώρευση τοξικών χρεογράφων δεν αποτελούσαν προνόμια μόνο των Αμερικάνικων επενδυτικών τραπεζών. Πολλές ευρωπαϊκές τράπεζες είχαν συμμετάσχει στη χρηματοδότηση των επισφαλών δανείων στην αγορά κατοικίας των ΗΠΑ για να εκμεταλλευτούν τις υψηλές αποδόσεις, όπως και είχαν αγοράσει μετοχές και ομόλογα των επενδυτικών τραπεζών που πτώχευαν ή κινδύνευαν να πτωχεύσουν.

Το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα αποδείχθηκε εξίσου ευάλωτο, με αποτέλεσμα να οδηγήσει τις ευρωπαϊκές κυβερνήσεις σε ριζικές παρεμβάσεις με χορήγηση τεράστιων ποσοτήτων ρευστότητας, καθώς και σε εθνικοποίηση μεγάλων τραπεζικών ιδρυμάτων, έτσι ώστε να αποφευχθεί η ολοκληρωτική κατάρρευση. Έτσι, οι κεντρικές τράπεζες κλήθηκαν να παράσχουν ρευστότητα στα τραπεζικά ιδρύματα των χωρών τους προκειμένου να αναπληρώσουν το κενό που δημιουργήθηκε όταν οι τράπεζες σταμάτησαν να διοχετεύουν βραχυπρόθεσμη ρευστότητα η μία στην άλλη, αλλά και στην πραγματική οικονομία. Η κατάρρευση της αγοράς στις ΗΠΑ οδήγησε σε απώλειες πολλών δισεκατομμυρίων ευρώ και στην Ευρώπη.

Οι οικονομίες της Ευρώπης εισήλθαν άμεσα σε ύφεση και μέσα σε ένα έτος (2008-2009) το ΑΕΠ της Γερμανίας μειώθηκε κατά 5%, της Γαλλίας κατά 2,6%, της Ολλανδίας κατά 4%, της Σουηδίας κατά 5,2%, της Ιρλανδίας κατά 7,1%, της Φιλανδίας κατά 7,8%, της Δανίας κατά 4,9% και της Ισπανίας κατά 3,5%.¹⁸ Κάθε χώρα όμως βιώνει μία οικονομική κρίση με τελείως διαφορετικό τρόπο και σε διαφορετική ένταση και έκταση. Διαφορετικά θα βιώσουν μία οικονομική κρίση οι χώρες του Νότου και διαφορετικά η Γαλλία ή η Γερμανία. Αυτό έχει

¹⁸ Βαρουφάκης, Γ. *et. al.* (2011), Η Οικονομική Κρίση στην Ελλάδα και την Ευρώπη το 2011, INE ΓΣΕΕ – Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων, Αθήνα.

να κάνει με τη δομή στην οικονομική διάρθρωση της κάθε χώρας και των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της. Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση μεταφέρθηκε σφοδρότατα στην πραγματική οικονομία με σημαντικές επιπτώσεις στο τραπεζικό σύστημα αλλά και στις επιχειρήσεις.

Όπως ήταν αναμενόμενο, σημειώθηκε σημαντική και απότομη μείωση των χρηματιστηριακών δεικτών. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) τον Απρίλιο του 2008 εκτίμησε τις συνολικές ζημιές του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε 945 δισεκατομμύρια δολάρια, μέγεθος που αναθεωρήθηκε τον Οκτώβριο του 2008 σε 1400 δισεκατομμύρια δολάρια, αφού μεσολάβησαν δραματικά γεγονότα χρεοκοπίας τραπεζικών και ασφαλιστικών κολοσσών και έντονης παρεμβατικής και διασωστικής δραστηριότητας των αρχών, στις ΗΠΑ, στην ΕΕ και αλλού.

1.6 Ανακεφαλαίωση

Στο παρόν κεφάλαιο πραγματοποιήθηκε μια σύντομη περιγραφή της οικονομικής κρίσης, σε θεωρητικό υπόβαθρο, η οποία αποτελεί μέρος του οικονομικού κύκλου μιας οικονομίας. Σε θεωρητικό πλαίσιο έχει αποδειχθεί ότι χαρακτηριστικό μιας κρίσης αποτελεί η διάχυση και η μετάδοσής της, γεγονός που σημειώθηκε και στην πρόσφατη διεθνή κρίση που εκδηλώθηκε στην αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης στις ΗΠΑ. Η παγκοσμιοποίηση, καθώς και η διασύνδεση των αγορών, συντέλεσαν στην επέκτασή της από τις ΗΠΑ στον υπόλοιπο κόσμο. Πραγματοποιήθηκε, λοιπόν, μια περιγραφή της κρίσης αυτής, των αιτιών που τη δημιούργησαν, καθώς και των επιπτώσεων που αυτή είχε τόσο στις ΗΠΑ όσο και στις χώρες της Ευρωζώνης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Η ΚΡΙΣΗ ΧΡΕΟΥΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

2.1 Η πορεία της ελληνικής οικονομίας και η κρίση χρέους

Με την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης του 2007 το διεθνές περιβάλλον άλλαξε σημαντικά. Στις νέες συνθήκες που διαμορφώθηκαν, οι χώρες με μεγάλες διαρθρωτικές ανισορροπίες ήταν αυτές που επλήγησαν περισσότερο. Στην Ελλάδα η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση μεταλλάχθηκε σύντομα σε κρίση δημόσιου χρέους, καθώς η ελληνική κρίση ξεκίνησε από την οικονομική δυσπραγία που εισήχθη στην Ελλάδα λόγω της διεθνούς ύφεσης και φανέρωσε την υπερχρέωση του ελληνικού δημοσίου και την πιθανή αδυναμία ελέγχου του διογκούμενου χρέους του. Η κρίση που αντιμετωπίζει σήμερα η ελληνική οικονομία, επομένως, δεν είναι τόσο αποτέλεσμα της διεθνούς ύφεσης, αλλά συνδέεται πρωτίστως με τα χρόνια προβλήματα και τις ανισορροπίες της χώρας που είχαν συσσωρευτεί.

Την προηγούμενη δεκαετία η Ελλάδα σημείωνε ρυθμούς ανάπτυξης συγκρίσιμους με εκείνους των υπόλοιπων χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και το γενικότερο κλίμα που επικρατούσε ήταν αυτό της αισιοδοξίας. Με την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ και την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος, τον Ιανουάριο του 2002, η ελληνική οικονομία άρχισε να λειτουργεί σε ένα σταθερό μακροοικονομικό περιβάλλον, πρωτόγνωρο για τα ελληνικά δεδομένα, που πρόσφερε τη δυνατότητα για μακροχρόνια οικονομική ανάπτυξη. Όμως, η κρίση που ξέσπασε έφερε στην επιφάνεια τις προϋπάρχουσες διαρθρωτικές αδυναμίες και τις μακροοικονομικές ανισορροπίες της ελληνικής οικονομίας και κατέστησε σαφές ότι το προϋπάρχον ελληνικό μοντέλο ανάπτυξης υπέφερε από δομικά μειονεκτήματα.

Οι μακροοικονομικές ανισορροπίες της ελληνικής οικονομίας αποτυπώνονται συνοπτικά στα διατηρούμενα και συνεχώς διογκούμενα ελλείμματα του δημοσίου και του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, στο όλο και αυξανόμενο δημόσιο και ιδιωτικό χρέος, στη χαμηλή ανταγωνιστικότητα της οικονομίας, στην πελατειακή τακτική των κυβερνώντων κομμάτων, στη διαφθορά πολιτικών και στελεχών του κράτους, στις ιδιαίτερα μεγάλες δαπάνες για στρατιωτικό εξοπλισμό και στην εκτεταμένη φοροδιαφυγή, τα οποία καθιστούν την ελληνική οικονομία πιο ευάλωτη και σαθρή στους εξωτερικούς παράγοντες της διεθνούς οικονομικής κρίσης.

Πιο συγκεκριμένα, τις δεκαετίες 1960 και 1970 η Ελλάδα ισοσκελίζε τα έσοδα και τις δαπάνες της, όμως από τη δεκαετία του 1980 και έπειτα, άρχισε να σημειώνεται αύξηση στο δημόσιο έλλειμμα, με εξαίρεση τη δεκαετία του 1990 όπου ακολούθησε καθοδική πορεία, προτού αρχίσει να αυξάνεται εκ νέου τη δεκαετία του 2000. Η μείωση του ελλείμματος τη δεκαετία του 1990 ήταν αποτέλεσμα της δημοσιονομικής προσαρμογής, η οποία ήταν αναγκαία προϋπόθεση, σύμφωνα με τη συνθήκη του Μάαστριχτ, για να μπορέσει η Ελλάδα να ενταχθεί στην ΟΝΕ.¹⁹ Ένα από τα βασικότερα κριτήρια για να μπορέσει να επιτευχθεί η ένταξη στην ΟΝΕ ήταν το δημοσιονομικό έλλειμμα να μην υπερβαίνει το 3%, καθώς και το δημόσιο χρέος να είναι μικρότερο από το 60% του ΑΕΠ, ή να βαίνει προς αυτόν τον στόχο.²⁰ Έτσι, το 1999 το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώθηκε και το έλλειμμα έπεσε κάτω από 3%, ικανοποιώντας τα κριτήρια σύγκλισης της συνθήκης του Μάαστριχτ και πετυχαίνοντας τελικά την ένταξη της Ελλάδας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση. Ωστόσο, αργότερα πραγματοποιήθηκε από την Eurostat μονομερής αναθεώρηση των στοιχείων της τριετίας 1997-1999, βάση των οποίων είχε αποφασιστεί η συμμετοχή της Ελλάδας στην ΟΝΕ, όπου αποκαλύφθηκε ότι η Ελλάδα δεν πληρούσε εντέλει τα κριτήρια, καθώς οι επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας οφείλονταν σε αποκρύψεις ελλειμμάτων και δανείων.²¹

Παρόμοιο γεγονός έλαβε χώρα και το 2004 όπου, μετά από πιέσεις της Eurostat, το υπουργείο Οικονομικών προχώρησε σε οικονομική απογραφή για τα έτη 2000-2004. Η απογραφή αποκάλυψε αποκρύψεις δαπανών, με αποτέλεσμα να αναθεωρηθούν τα ελλείμματα των ετών αυτών προς το δυσμενέστερο. Το γεγονός αυτό οδήγησε σε μείωση της αξιοπιστίας της χώρας και στην υπαγωγή της Ελλάδας στη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος με τριετή επιτήρηση από την Ε.Ε. Η Ελλάδα κλήθηκε να λάβει μέτρα διαρθρωτικού χαρακτήρα, ωστόσο η προσαρμογή που επιτεύχθηκε είχε βασιστεί σε έκτακτα μέτρα με αποτέλεσμα να μην είναι διατηρήσιμη.²² Τα στοιχεία αναθεωρούνταν συνεχώς, αμφισβητώντας την αξιοπιστία των δημοσιονομικών δεδομένων, γεγονός που έμελλε να λάβει μεγάλες διαστάσεις τα επόμενα χρόνια.

Όλα αυτά τα χρόνια, επομένως, σημειωνόταν συνεχής αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος, το οποίο οδήγησε σε ολοένα και αυξανόμενο δανεισμό με δραματική

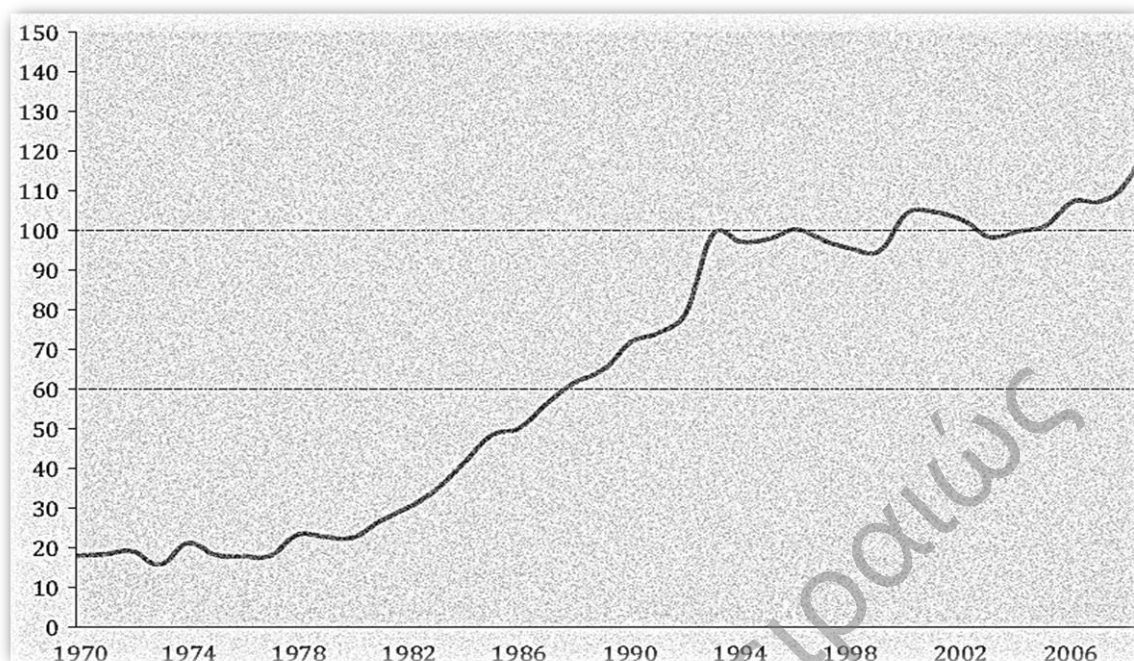
¹⁹ Αργεΐτης, Γ. *et al.* (2011), Κρίση Δημοσίου Χρέους στην Ελλάδα - Αιτίες και Προοπτικές, Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων, ΙΝΕ, Ινστιτούτο Εργασίας ΓΣΕΕ.

²⁰ Rebecca, M. *et al.* (2010), Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses and Implications, Congressional Research Service.

²¹ Eurostat, (2004), Report by Eurostat on the Revision of the Greek Government Deficit and Debt Figures.

²² Τράπεζα της Ελλάδος, Κέντρο Πολιτισμού Έρευνας και Τεκμηρίωσης, (2014), Το Χρονικό της Μεγάλης Κρίσης: Η Τράπεζα της Ελλάδος 2008-2013.

παράλληλα αύξηση του δημόσιου χρέους. Στο διάγραμμα που ακολουθεί απεικονίζεται το δημόσιο χρέος της Ελλάδας ως ποσοστό του ΑΕΠ το διάστημα 1970-2008:



Πηγή: http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm

Διάγραμμα 2.1

Το δημόσιο χρέος της Ελλάδας ως ποσοστό του ΑΕΠ

Τα αίτια της αύξησης των ελλειμμάτων του δημόσιου τομέα οφείλονται σύμφωνα με τον Τάτσο (1994)²³ σε πληθώρα παραγόντων όπως:

- ✓ Η απόκλιση που παρατηρήθηκε μεταξύ των προβλεφθέντων και πραγματοποιηθέντων φορολογικών εσόδων. Οι κυβερνήσεις δεν κατάφεραν να πετύχουν τη συγκέντρωση των προϋπολογισθέντων εσόδων.
- ✓ Αύξηση των «ανελαστικών» δαπανών για μισθούς, συντάξεις κ.α.
- ✓ Η αδυναμία των κυβερνήσεων για πάταξη της φοροδιαφυγής και της εκτεταμένη παραοικονομίας. Σύμφωνα με εκτιμήσεις²⁴, η παραοικονομία στην Ελλάδα ανέρχεται περίπου στο 30% της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας, το οποίο συνεπάγεται μία πολύ σημαντική σε έκταση φοροδιαφυγή.
- ✓ Υπέρογκα ποσά για αμυντικές δαπάνες. Η Ελλάδα ξοδεύει τεράστια ποσά για αμυντικές δαπάνες, οι οποίες δεν συνεισφέρουν στην αύξηση της εγχώριας παραγωγής.

²³ Τάτσος, Ν. (1991), Τα Δημοσιονομικά Οικονομικά στην Ελλάδα, Εκδόσεις Σμπίλια, Αθήνα.

²⁴ McKinsey & Company, Athens Office, (2011), Greece 10 Years Ahead: Defining Greece's New Growth Model and Strategy.

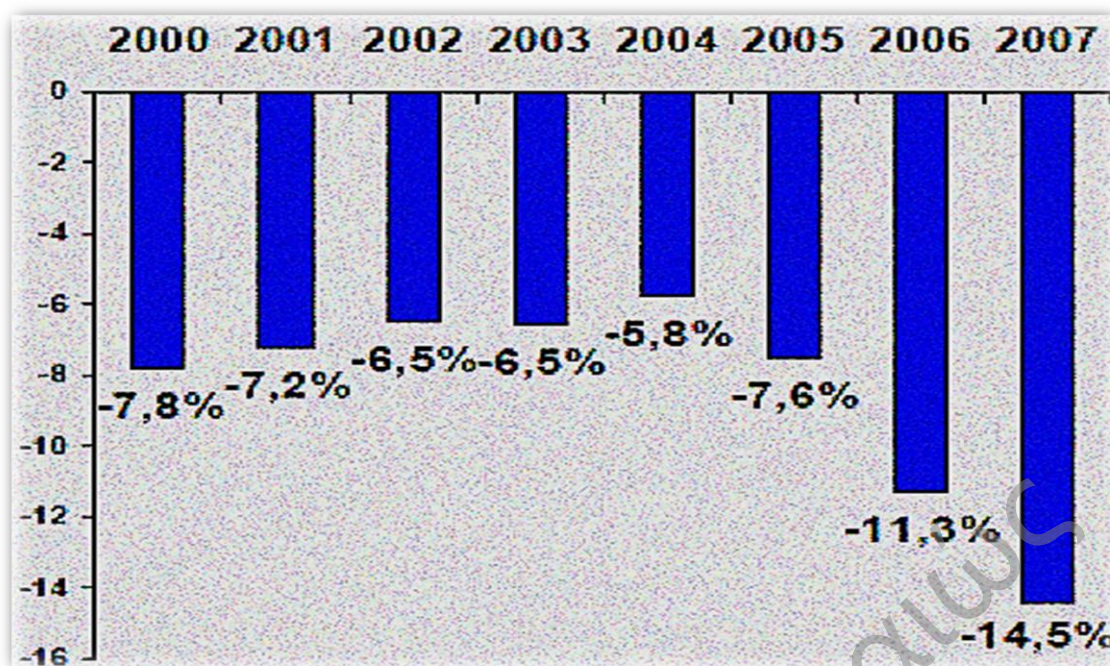
✓ Η διαφθορά στο δημόσιο τομέα που σύμφωνα με μελέτες διπλασιάζει το δημοσιονομικό έλλειμμα, επιτρέπει το 25% των φόρων να διαφεύγει, αποθαρρύνει τις επενδύσεις, αυξάνει την ανισότητα και επιβραδύνει την οικονομική ανάπτυξη.

Παράλληλα με το δημοσιονομικό έλλειμμα, συνεχής αύξηση σημειώθηκε και στο έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Πιο συγκεκριμένα, από την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ και μέχρι την εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης στις ΗΠΑ, δηλαδή το διάστημα από το 2001 έως το 2007, η ελληνική οικονομία αναπτυσσόταν με μέσο ετήσιο ρυθμό 4,2%. Η ανάπτυξη όμως αυτή, βασιζόταν στην εγχώρια ζήτηση ωθούμενη κατά κύριο λόγο από την ιδιωτική κατανάλωση, η οποία τροφοδοτούνταν από την άνοδο των εισοδημάτων και την επέκταση της καταναλωτικής πίστης. Οι επενδύσεις παγίου κεφαλαίου αυξάνονταν με υψηλό μέσο ετήσιο ρυθμό 7,9%, αλλά μεγάλο μέρος τους αφορούσε κατοικίες, οι οποίες, χάρη στα χαμηλότοκα στεγαστικά δάνεια και τις προσδοκίες ανόδου των εισοδημάτων, αυξήθηκαν την επταετία 2000-2007 με μέσο ετήσιο ρυθμό 9,7%. Είναι φανερό ότι η ιδιωτική κατανάλωση, ενισχυμένη από την άνοδο των εισοδημάτων και τη διεύρυνση του δανεισμού, καθώς και οι επενδύσεις σε κατοικίες, αποτέλεσαν ουσιαστικά την κινητήρια δύναμη για την ταχεία άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας την εν λόγω περίοδο.

Παράλληλα, ο πληθωρισμός όλα αυτά τα χρόνια παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα για τα ελληνικά δεδομένα, κοντά στο 3,3% ετησίως κατά μέσο όρο, σταθερά όμως υψηλότερος από το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ, με συνέπεια τη συνεχή απώλεια ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας.

Η εγχώρια παραγωγή δεν ήταν ικανή να ανταποκριθεί τόσο ποιοτικά όσο και ποσοτικά στην εξέλιξη της εγχώριας ζήτησης, οπότε το κενό καλύφθηκε από εισαγωγές τόσο αγαθών όσο και υπηρεσιών, οι οποίες σε σταθερές τιμές, αυξάνονταν με μέσο ετήσιο ρυθμό 4,5% την περίοδο μεταξύ 2001-2007 και οι οποίες σταδιακά διεύρυναν το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών σε μη διατηρήσιμα επίπεδα.²⁵ Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζεται η αύξηση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών, ως ποσοστό του ΑΕΠ, για τα έτη 2000-2007:

²⁵ Τράπεζα της Ελλάδος, Κέντρο Πολιτισμού Έρευνας και Τεκμηρίωσης, (2014), Το Χρονικό της Μεγάλης Κρίσης: Η Τράπεζα της Ελλάδος 2008-2013.



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, ΔΝΤ

Διάγραμμα 2.2

Το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών της Ελλάδας ως ποσοστό του ΑΕΠ

Αντίστοιχα, το πρωτογενές πλεόνασμα, το οποίο το 1999 ανερχόταν σε 4,3% του ΑΕΠ, από το 2000 άρχισε να μειώνεται σταδιακά και το 2003 μεταστράφηκε σε πρωτογενές έλλειμμα της τάξης του 0,8% του ΑΕΠ. Από το 2003 και μετά, ο τομέας της γενικής κυβέρνησης παρουσίαζε συνεχώς πρωτογενή ελλείμματα.

Με άλλα λόγια, η αύξηση του ΑΕΠ δεν ήταν επαρκής για τη βιωσιμότητα τόσο του δημόσιου όσο και του ιδιωτικού χρέους και μια τέτοια οικονομική πολιτική δεν ήταν δυνατόν να διασφαλιστεί για μεγάλο χρονικό διάστημα.

2.2 Το χρονικό της ένταξης της Ελλάδας στον κοινό μηχανισμό στήριξης

Με την εξάπλωση της χρηματοοικονομικής κρίσης προς τα τέλη του 2008, η ελληνική οικονομία βρίσκεται σε εξαιρετικά δυσμενή θέση με το έλλειμμα αλλά και το χρέος να αυξάνονται με ακόμη πιο γρήγορους ρυθμούς.

Ο υπουργός Οικονομικών ανακοινώνει τον Οκτώβριο του 2009 στο ECOFIN ότι το έλλειμμα για το 2009 θα ανέλθει στο 12,7%, από 6,7% που το υπολόγιζε η προηγούμενη

κυβέρνηση.²⁶ Δύο μέρες μετά, ο οίκος αξιολόγησης Fitch Ratings υποβάθμισε την Ελλάδα από A σε A-. Ωστόσο, αργότερα στα τέλη του 2010, η Eurostat θα προχωρήσει σε αναθεώρηση των στοιχείων που είχε ανακοινώσει ο υπουργός Οικονομικών στο ECOFIN το 2009, καθώς και όλων των ελλειμμάτων των τελευταίων ετών, όπου σύμφωνα με τα νέα στοιχεία το έλλειμμα του 2006 τοποθετείται στο 5,7% του ΑΕΠ, του 2007 στο 6,4% του ΑΕΠ, του 2008 στο 9,4% του ΑΕΠ και του 2009 στο 15,4% του ΑΕΠ. Αντίστοιχα, αναθεωρήθηκε προς τα πάνω και το χρέος, όπου το 2009 τοποθετείται στο 126,8% του ΑΕΠ, το οποίο αντιστοιχεί σε 298 δις ευρώ.

Είχε αρχίσει, λοιπόν, να διαφαίνεται η ανησυχία των διεθνών αγορών για το ελληνικό χρέος, με αποτέλεσμα οι υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας και των προοπτικών της χώρας από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης να είναι διαδοχικές. Συνέπεια αυτού ήταν η απότομη αύξηση των επιτοκίων δανεισμού του ελληνικού κράτους στις διεθνείς αγορές, με αποτέλεσμα η Ελλάδα να βρίσκεται στα τέλη του 2009 σε κατάσταση αδυναμίας χρηματοδότησης του ελλείμματος, αδυναμίας αναχρηματοδότησης του χρέους και πληρωμής των ελληνικών κρατικών ομολόγων που έληγαν σε ένα χρόνο.

Τον Δεκέμβριο του 2009, μετά την κατάθεση του προϋπολογισμού για το 2010, ο οίκος αξιολόγησης Fitch Ratings υποβάθμισε την ελληνική οικονομία στο επίπεδο BBB+. Τον ίδιο μήνα ακολούθησε ο οίκος Standard and Poor's και ο οίκος Moody's οι οποίοι υποβάθμισαν και αυτοί με τη σειρά τους το αξιόχρεο της ελληνικής οικονομίας. Επακόλουθο των υποβαθμίσεων αυτών ήταν, από τα μέσα Ιανουαρίου του 2010, να ξεκινήσει μία συνεχής άνοδος των spreads των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Πιο συγκεκριμένα, στις 21 Ιανουαρίου το spread των δεκαετών ομολόγων ξεπέρασε τις 300 μονάδες.

Για την αποφυγή του ενδεχομένου της χρεοκοπίας, η κυβέρνηση ανακοινώνει τον Φεβρουάριο του 2010 το πρώτο πακέτο μέτρων που αφορά το δημόσιο τομέα και στις αρχές Μαρτίου του 2010 το δεύτερο μεγαλύτερο πακέτο οικονομικών μέτρων. Επακόλουθο αυτών είναι οι μεγάλες απεργιακές συγκεντρώσεις στο κέντρο της Αθήνας.

Στις αρχές Απριλίου του 2010, ο οίκος αξιολόγησης Fitch Ratings υποβαθμίζει για ακόμη μια φορά την Ελλάδα και τη ρίχνει από το επίπεδο BBB+ στο BBB-. Ακολούθησε, λίγες μέρες μετά, η υποβάθμιση από τον οίκο αξιολόγησης Moody's από το επίπεδο A2 στο επίπεδο A3.

Στις 23 Απριλίου 2010, έγινε η ανακοίνωση της προσφυγής της Ελλάδας στο μηχανισμό στήριξης του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ), της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της

²⁶ Rebecca, M. *et al.* (2010), Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses and Implications, Congressional Research Service.

Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Η χρηματοδότηση από τον μηχανισμό στήριξης έγινε υπό τους όρους ότι η Ελλάδα θα λάβει μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής και συγκεκριμένα μέτρα δημοσιονομικής εξυγίανσης.

Μετά την ένταξη της Ελλάδας στο μηχανισμό στήριξης, ο οίκος αξιολόγησης Standard & Poor's υποβαθμίζει την Ελλάδα από το επίπεδο BBB+ στο BB+ και τα spread των δεκαετών ομολόγων ξεπερνούν τις 1000 μονάδες.

Στις 3 Μαΐου η Ελλάδα αιτείται 110 δις ευρώ, από τα οποία τα 80 δις προέρχονται από την Ευρωπαϊκή Ένωση με τη μορφή διμερών δανείων μεταξύ της Ελλάδας και κρατών-μελών της Ευρωζώνης και τα 30 δις ευρώ από το ΔΝΤ.²⁷ Την αίτηση συνόδευαν τρία συνημμένα μνημόνια:

1. Μνημόνιο Οικονομικής και Χρηματοπιστωτικής Πολιτικής (ΜΟΧΠ)
2. Τεχνικό Μνημόνιο Συνεννόησης (ΤΜΣ) και
3. Μνημόνιο Συνεννόησης στις Συγκεκριμένες Προϋποθέσεις Οικονομικής Πολιτικής (ΣΠΟΠ)

Στις 8 Μαΐου του 2010 εγκρίθηκε η Σύμβαση Δανειακής Διευκόλυνσης από τις χώρες του ευρώ και ο Διακανονισμός Χρηματοδότησης Αμέσου Ετοιμότητας από το ΔΝΤ. Το σύνολο αυτών των συμφωνιών ονομάζεται για συντομία Μνημόνιο.

Η συμμετοχή της Ελλάδας στο μηχανισμό στήριξης, είχε σαν προϋπόθεση τη λήψη σκληρών μέτρων λιτότητας. Έτσι, δημιουργήθηκε παράλληλα μια τριμερής επιτροπή (Τρόικα) από εκπροσώπους της ΕΕ, της ΕΚΤ και του ΔΝΤ, η οποία αξιολογεί ανά τρίμηνο την πρόοδο του προγράμματος εφαρμογής των όρων του Μνημονίου και αποφασίζει για την εκταμίευση της αντίστοιχης δόσης του δανείου.

Από τα μέσα του 2010, κιόλας, άρχισαν να φαίνονται οι συνέπειες των σκληρών μέτρων λιτότητας. Η ανεργία και ο πληθωρισμός άρχισαν να αυξάνονται και οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις άρχισαν να βλέπουν τον τζίρο τους να μειώνεται συνεχώς, με αποτέλεσμα όλο και περισσότερες να οδηγούνται στο κλείσιμο.

Από τις αρχές του 2011 ακολούθησαν περαιτέρω διαδοχικές υποβαθμίσεις της ελληνικής οικονομίας. Η δυσαρέσκεια στην κοινωνία εξαιτίας της οικονομικής ύφεσης και των μέτρων λιτότητας ήταν έντονη, με μεγάλα κινήματα διαμαρτυρίας σε όλες τις μεγάλες πόλεις σε ολόκληρη την Ελλάδα.

Η Ελλάδα δεν κατάφερε να βελτιώσει τη θέση της στις διεθνείς αγορές παρά την λήψη των μέτρων, έτσι τον Ιούλιο του 2011 πραγματοποιήθηκε σύνοδος κορυφής της Ευρωπαϊκής

²⁷ http://ec.europa.eu/index_el.htm

Ένωσης για να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα χρέους της Ελλάδας, αλλά και να εξευρεθούν τρόποι θωράκισης του ευρώ απέναντι σε κερδοσκοπικές επιθέσεις. Η σύνοδος κορυφής κατέληξε, την 21^η Ιουλίου, σε συμφωνία νέας δανειοδότησης. Η συμφωνία περιλάμβανε νέο δάνειο ύψους 158 δις ευρώ, όπου τα 109 δις θα προέρχονταν από την ΕΕ και το ΔΝΤ, τα 37 δις από τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα, ενώ τα υπόλοιπα 12 δις θα προέρχονταν από την επαναγορά ομολόγων.

Αμέσως μετά την ανακοίνωση της συμφωνίας, οι οίκοι αξιολόγησης Fitch Ratings και Moody's υποβαθμίζουν ξανά την Ελλάδα σε καθεστώς περιορισμένης χρεοκοπίας. Ο Γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών πέφτει κάτω από τις 1.000 μονάδες για πρώτη φορά από τις 7 Ιανουαρίου του 1997.

Στο τέλος του Αυγούστου ανακοινώθηκε πως η οικονομία της Ελλάδας βρισκόταν εκτός στόχων, καθώς υπήρχε μεγάλη υστέρηση εσόδων και αύξηση δαπανών. Έτσι στις αρχές του Σεπτεμβρίου του 2011 η κυβέρνηση ανακοινώνει μία σειρά έκτακτων συμπληρωματικών μέτρων. Οι ανακοινώσεις των νέων μέτρων οδήγησαν σε μία σειρά μεγάλων απεργιών, διαδηλώσεων και καταλήψεων.

Στις 23 Οκτωβρίου του 2011 συγκλήθηκε έκτακτη σύνοδος κορυφής της Ευρωπαϊκής Ένωσης με στόχο την κατάρτιση ενός οριστικού σχεδίου αντιμετώπισης της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη. Η σύνοδος κατέληξε σε συμφωνία η οποία απέβλεπε σε κούρεμα κατά 50% του ελληνικού χρέους και πρόσθετο πακέτο βοήθειας προς την Ελλάδα ύψους 130 δις ευρώ. Με βάση αυτή τη συμφωνία, οι ιδιώτες κάτοχοι ελληνικών ομολόγων του δημοσίου θα έπρεπε να αποδεχθούν, σε εθελοντική βάση, μείωση της αξίας αυτών κατά 50%. Η συμφωνία συνοδεύτηκε από πρόγραμμα μηχανισμού μόνιμης εποπτείας της Ελλάδας για τη συνεχή παρακολούθηση της εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων.

Στις 9 Μαρτίου του 2012 ολοκληρώθηκε με επιτυχία η εθελοντική επαναγορά του ελληνικού χρέους με κούρεμα 50%, το λεγόμενο PSI. Η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα έφτασε το 95,7%.

Τον Ιούνιο του 2012 ο Γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών κλείνει κάτω από τις 500 μονάδες.

Τους επόμενους μήνες πραγματοποιήθηκε η κατάρτιση του «μεσοπρόθεσμου πλαισίου δημοσιονομικής στρατηγικής 2013-2016», το οποίο προέβλεπε νέα μέτρα ύψους 18,9 δις ευρώ, από τα οποία τα 9,4 δις ευρώ αφορούν το έτος 2013.

2.3 Ανακεφαλαίωση

Στο κεφάλαιο αυτό εξετάστηκαν οι παθογένειες της ελληνικής οικονομίας, καθώς και τα δομικά μειονεκτήματα του μοντέλου ανάπτυξης της Ελλάδας που προϋπήρχαν της χρηματοπιστωτικής κρίσης που ξέσπασε στις ΗΠΑ το 2007, το πώς αυτή επηρέασε την ελληνική οικονομία, όπως και οι συνθήκες με τις οποίες όλα τα παραπάνω συνέβαλλαν στη δημιουργία κρίσης δημόσιου χρέους στην Ελλάδα. Σα δεύτερο σκέλος, πραγματοποιήθηκε αναδρομή στην πορεία της ελληνικής οικονομίας με χρονική αφετηρία την προσφυγή της Ελλάδας στον κοινό μηχανισμό στήριξης ΕΕ/ΔΝΤ/ΕΚΤ και αναφορά στις επιπτώσεις που αυτή είχε, τόσο για την οικονομία της χώρας όσο και για την ελληνική κοινωνία εν γένει.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

3.1 Τραπεζικό Σύστημα

Ο τραπεζικός τομέας αποτελεί κυρίαρχο κλάδο στο χρηματοπιστωτικό σύστημα κάθε χώρας και η ανάπτυξη μιας οικονομίας εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την ύπαρξη ενός εύρωστου τραπεζικού συστήματος. Με την εκδήλωση της κρίσης χρέους στην Ελλάδα το τραπεζικό σύστημα άρχισε να αντιμετωπίζει σοβαρά λειτουργικά προβλήματα, καθώς δέχθηκε ισχυρές πιέσεις στη ρευστότητά του και έντονο αποκλεισμό από τη διατραπεζική χρηματοδότηση, που απείλησε τη σταθερότητά του και τη βιωσιμότητα αρκετών τραπεζών.

Για τη θωράκιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και της ασφάλειας του τραπεζικού συστήματος κρίθηκε απαραίτητη η εξυγίανση των αδύναμων τραπεζών μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα παρουσιάζει τον υψηλότερο βαθμό συγκέντρωσης, μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης, μετά το κύμα απορροφήσεων εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων που σημειώθηκε όταν αυτό βρέθηκε στη δίνη της οικονομικής κρίσης. Έτσι, το τραπεζικό σύστημα διαμορφώνεται σήμερα από τις πέντε μεγαλύτερες τράπεζες, οι οποίες ελέγχουν το 95% του συνολικού ενεργητικού του τραπεζικού συστήματος διευρύνοντας κατά πολύ το μερίδιό τους.

Οι πέντε αυτές τράπεζες είναι η Alpha Bank, η Attica Bank, η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, η Τράπεζα Πειραιώς και η Eurobank, οι οποίες και θα αποτελέσουν αντικείμενο διεξαγωγής της συγκεκριμένης έρευνας.

3.1.1 Το προφίλ της «ALPHA BANK»²⁸

Η Alpha Bank ιδρύθηκε το 1879 από τον Ιωάννη Φ. Κωστόπουλο, με τη δημιουργία μίας εμπορικής επιχείρησης στην Καλαμάτα. Το τραπεζικό τμήμα του οίκου Ι. Φ. Κωστόπουλος μετονομάστηκε αργότερα σε Τράπεζα Καλαμών. Το έτος 1924 η έδρα της μεταφέρεται στην Αθήνα και η Τράπεζα ονομάζεται σε Τράπεζα Ελληνικής Εμπορικής Πίστεως. Είναι

²⁸ <http://www.alpha.gr>

εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 1925. Το 1994, και μετά από αρκετές τροποποιήσεις στην επωνυμία της, η Τράπεζα μετονομάζεται σε Alpha Τράπεζα Πίστεως. Το 1999 πραγματοποιήθηκε η εξαγορά του 51% των μετοχών της Ιονικής Τράπεζας και τον επόμενο χρόνο εγκρίθηκε η συγχώνευση της Ιονικής Τράπεζας με απορρόφηση από την Alpha Τράπεζα Πίστεως. Η νέα διευρυμένη Τράπεζα που προέκυψε ονομάστηκε Alpha Bank. Το 2013 πραγματοποιήθηκε η νομική συγχώνευση της Alpha Bank με την Εμπορική Τράπεζα, με πλήρη απορρόφηση της δεύτερης από την πρώτη.

Σήμερα η Alpha Bank και οι θυγατρικές της αποτελούν έναν από τους μεγαλύτερους και πιο σύγχρονους Ομίλους του χρηματοπιστωτικού τομέα, ο οποίος προσφέρει χρηματοοικονομικές υπηρεσίες στην Ελλάδα και στο εξωτερικό, εξυπηρετώντας περίπου 4 εκατομμύρια πελάτες. Όσον αφορά τις δραστηριότητες στο εξωτερικό, ο Όμιλος Alpha Bank δραστηριοποιείται στην Κύπρο, στη Ρουμανία, στη Βουλγαρία, στη Σερβία, στην Αλβανία, στην Π.Γ.Δ.Μ. και στη Μεγάλη Βρετανία.

3.1.2 Το προφίλ της «ATTICA BANK»²⁹

Η Attica Bank Ανώνυμη Τραπεζική Εταιρεία είναι ένας δυναμικός χρηματοοικονομικός οργανισμός όπου αποτελείται από ένα αναπτυσσόμενο δίκτυο αποτελούμενο από 70 καταστήματα σε όλη την Ελλάδα. Παρακολουθώντας τις νέες συνθήκες σε μία ταχύτατη αναπτυσσόμενη αγορά, διευρύνει τις δραστηριότητές της σε όλους του χρηματοοικονομικούς τομείς και προσφέρει όλο το φάσμα των τραπεζικών και επενδυτικών προϊόντων και υπηρεσιών σε ιδιώτες αλλά και σε μικρομεσαίες και μεγάλες επιχειρήσεις. Ιδρύθηκε το 1925 και οι μετοχές της εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών το 1964. Από εκείνη τη χρονιά η Τράπεζα ανήκει στον Όμιλο Εταιρειών της Εμπορικής.

Βασικός μέτοχος της Τράπεζας σήμερα είναι το Ταμείο Συντάξεων Μηχανικών – Εργοληπτών Δημοσίων Έργων (ΤΣΜΕΔΕ) με 50,9% των κοινών μετοχών, ενώ το υπόλοιπο 49,1% ανήκει σε ιδιώτες, κανείς από τους οποίους δεν κατέχει περισσότερο από 5% του κοινού μετοχικού της κεφαλαίου.

²⁹ <http://www.atticabank.gr>

3.1.3 Το προφίλ της «ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ»³⁰

Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος ιδρύθηκε το 1841 αποτελώντας την πρώτη τράπεζα του νεοελληνικού κράτους και εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών το 1880. Οι μετοχές της τράπεζας έχουν επίσης εισαχθεί στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης το 1999. Μέχρι το 1928, όπου ιδρύθηκε η Τράπεζα της Ελλάδος, κατείχε το εκδοτικό προνόμιο στην Ελλάδα και ήταν υπεύθυνη για την έκδοση του νομίσματος. Το 1953 προέβη σε συγχώνευση με την Τράπεζα Αθηνών και το 1998 με την Εθνική Κτηματική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε. δι' απορροφήσεως της θυγατρικής της. Παρόμοιο βήμα πραγματοποιήθηκε και στα τέλη του 2002 όπου η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος προχώρησε στη συγχώνευση δι' απορροφήσεως της θυγατρικής της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος Επενδύσεων Βιομηχανικής Αναπτύξεως Α.Ε.

Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος μαζί με τις θυγατρικές της, παρέχουν ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, το οποίο περιλαμβάνει λιανική και επιχειρηματική τραπεζική, διαχείριση περιουσιακών στοιχείων, διαχείριση και εκμετάλλευση ακινήτων, χρηματιστηριακές, επενδυτικές και ασφαλιστικές υπηρεσίες διεθνώς.

Ο Όμιλος πανελλαδικά απασχολεί 9.782 εργαζόμενους, ενώ δραστηριοποιείται και στη διεθνή αγορά με δυναμική παρουσία σε 12 χώρες κυρίως στη Νοτιανατολική Ευρώπη και στην Ανατολική Μεσόγειο. Διαθέτει 9 τράπεζες και 61 εταιρείες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, απασχολώντας 37.591 εργαζόμενους και εξυπηρετώντας μια αγορά 125 εκατομμυρίων πελατών.

Το μετοχικό κεφάλαιο της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος της Ελλάδος χαρακτηρίζεται από ευρεία διασπορά, καθώς το ΤΧΣ κατέχει το 57,6% του μετοχικού κεφαλαίου, το 35,5% το κατέχουν επενδυτές εξωτερικού, το 4,3% ιδιώτες επενδυτές εσωτερικού, το 0,5% εγχώριες ιδιωτικές και δημόσιες επιχειρήσεις, το 0,8% εγχώρια ασφαλιστικά ταμεία, το 1,0% θεσμικοί επενδυτές εσωτερικού και το 0,3% το κατέχουν λοιποί μέτοχοι, όπως η Εκκλησία της Ελλάδος, ιδρύματα, κληροδοτήματα, θυγατρικές ΕΤΕ, τράπεζες, ασφαλιστικές, νοσοκομεία, σύλλογοι κ.α.

³⁰ <https://www.nbg.gr/>

3.1.4 Το προφίλ της «ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ»³¹

Η Τράπεζα Πειραιώς με έδρα στην Αθήνα, ιδρύθηκε το 1916 και οι μετοχές της εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 1918. Για πολλές δεκαετίες λειτούργησε ως ιδιωτική τράπεζα. Το 1963 εντάσσεται στον Όμιλο της Εμπορικής Τράπεζας και ως θυγατρικής της, περνά υπό κρατικό έλεγχο το 1975, όπου και παρέμεινε μέχρι το 1991. Η σύγχρονη διαδρομή της ξεκινά με την ιδιωτικοποίησή της στα τέλη του 1991 με παράλληλη εδραίωσή της στην εγχώρια αλλά και στη διεθνή τραπεζική αγορά.

Σήμερα, ο Όμιλος δραστηριοποιείται στην Ελλάδα και σε ακόμη 9 χώρες, οι 5 από τις οποίες αποτελούν μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, παρέχοντας ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών σε περίπου 7 εκατομμύρια πελάτες. Το δίκτυο των καταστημάτων αριθμεί 1.449 καταστήματα, εκ των οποίων τα 1.037 λειτουργούν στην Ελλάδα και τα υπόλοιπα 412 στο εξωτερικό. Το ανθρώπινο δυναμικό του Ομίλου ανέρχεται σε 22.509 εργαζόμενους, όπου οι 16.558 εργάζονται στην Ελλάδα και οι 5.952 σε καταστήματα στο εξωτερικό.

Πιο συγκεκριμένα, ο Όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς δραστηριοποιείται στο εξωτερικό μέσω των καταστημάτων Piraeus Bank Romania στη Ρουμανία, Piraeus Bank Bulgaria στη Βουλγαρία, Piraeus Bank Cyprus LTD στην Κύπρο, Piraeus Bank Beograd στη Σερβία, Tirana Bank στην Αλβανία, JSC Piraeus Bank ICB στην Ουκρανία, Piraeus Bank Egypt στην Αίγυπτο, το κατάστημα της Τράπεζας Πειραιώς στο Λονδίνο και το κατάστημα της Τράπεζας Πειραιώς στη Φρανκφούρτη.

Η τράπεζα Πειραιώς έχει πολυμετοχική σύνθεση. Από το σύνολο των κοινών μετοχών της, το 67% κατέχεται από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας ενώ το υπόλοιπο 33% κατέχεται από τον ιδιωτικό τομέα και πιο συγκεκριμένα 30% από νομικά πρόσωπα και 3% από φυσικά πρόσωπα.

3.1.5 Το προφίλ της «EUROBANK»³²

Η Τράπεζα Eurobank Εργασίας Α.Ε. ιδρύθηκε το 1990 με αρχική επωνυμία Ευρωεπενδυτική Τράπεζα Α.Ε. έχοντας ως κύριο αντικείμενό της την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών. Το έτος

³¹ <http://www.piraeusbank.gr>

³² <http://www.eurobank.gr>

1999 εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Με την πάροδο των χρόνων ενίσχυσε τη θέση της στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα, μέσω οργανικής ανάπτυξης αλλά και μέσω πολυάριθμων εξαγορών και συγχωνεύσεων. Μία εξ' αυτών ήταν και η συγχώνευση που πραγματοποιήθηκε το 2000 με την Τράπεζα Εργασίας όπου και μετονομάστηκε σε EFG Eurobank Εργασίας Α.Ε. Το 2012 ο Όμιλος μετονομάζεται σε Τράπεζα Eurobank Ergasias Α.Ε. αποκτώντας την επωνυμία που έχει σήμερα. Διευρύνοντας περαιτέρω την παρουσία του στην εγχώρια αγορά, το 2013 ο Όμιλος ενέταξε στο δυναμικό του το Νέο Ταχυδρομικό Ταμειτήριο Ελλάδος Α.Τ.Ε. καθώς και τη Νέα Proton Bank Α.Ε.

Ο Όμιλος έχει αναπτύξει παράλληλα και διεθνή παρουσία, η οποία εστιάζεται σε χώρες – μέλη της Ευρωζώνης όπως είναι η Κύπρος και το Λουξεμβούργο, σε χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης όπως η Ρουμανία και η Βουλγαρία καθώς ακόμα στη Σερβία και την Ουκρανία, ενώ διατηρεί και υποκατάστημα στο Λονδίνο.

Η μετοχική σύνθεση της Eurobank αναλύεται ως εξής: το 35,41% κατέχει το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ), το 59,24% κατέχουν θεσμικοί επενδυτές και λοιπά νομικά πρόσωπα και το 5,35% κατέχουν ιδιώτες επενδυτές.

3.2 Οι επιπτώσεις της κρίσης στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα

Οι ελληνικές τράπεζες πριν το ξέσπασμα της κρίσης γνώρισαν ένα ραγδαίο ρυθμό ανάπτυξης, τόσο σε γεωγραφικό επίπεδο λόγω της εξάπλωσής τους στην νοτιανατολική Ευρώπη και ειδικότερα στα Βαλκάνια, όσο και σε επίπεδο προϊόντων λόγω της εισόδου τους σε νέες ταχύτατα αναπτυσσόμενες και εξελιγμένες αγορές χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Στα πρώτα στάδια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης οι επιπτώσεις στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα ήταν εμφανώς πιο περιορισμένες σε σχέση με εκείνες που επήλθαν στα χρηματοπιστωτικά συστήματα άλλων ευρωπαϊκών χωρών, καθώς οι ελληνικές τράπεζες βρέθηκαν με σχεδόν μηδενική έκθεση σε διεθνή τοξικά χρηματοοικονομικά προϊόντα ή άλλες επενδύσεις υψηλού ρίσκου. Τα εγχώρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, όλα αυτά τα χρόνια, είχαν επικεντρωθεί κυρίως σε παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες και στη χρηματοδότηση της ελληνικής οικονομίας, χρηματοδοτώντας έστω και με κάποιες υπερβολές τις επιχειρήσεις, τις παραγωγικές επενδύσεις και τα νοικοκυριά.³³

³³ Καραμούζης, Ν. (2009), Τα Αίτια της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης και ο Ρόλος του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος, Eurobank Research, Οικονομία & Αγορές, Τόμος IV, Τεύχος 8.

Ωστόσο, από το πρώτο εξάμηνο του 2008 οι ελληνικές τράπεζες άρχισαν να αντιμετωπίζουν δυσκολίες στη χρηματοδότησή τους από τη διατραπεζική αγορά, καθώς δημιουργήθηκε έλλειψη εμπιστοσύνης και αβεβαιότητα για το αν οι αντισυμβαλλόμενες τράπεζες είχαν υγιείς ισολογισμούς ή είχαν έκθεση σε “τοξικά” παράγωγα.

Η κρίση χρέους στην Ελλάδα κατέστησε ευάλωτη την ελληνική οικονομία στις αρνητικές συνέπειες της διεθνούς οικονομικής κρίσης, συμπαρασύροντας και το σύνολο του ελληνικού χρηματοπιστωτικού τομέα σε μία άνευ προηγουμένου ύφεση. Έτσι, οι συνθήκες πιστωτικής ασφυξίας και η έλλειψη ρευστότητας στις διεθνείς αγορές επηρέασαν σημαντικά και τη ρευστότητα των ελληνικών τραπεζών, η οποία δέχθηκε σοβαρότατο πλήγμα.

Στη δυσμενή αυτή εξέλιξη συνέβαλαν μεταξύ άλλων:³⁴

- ✓ Οι αλληπάλληλες υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου και συνεπακόλουθα των τραπεζών.
- ✓ Η απώλεια πρόσβασης των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων στις διεθνείς χρηματαγορές.
- ✓ Η σημαντική απόσυρση καταθέσεων.
- ✓ Η αποπληρωμή δανειακών υποχρεώσεων στο εξωτερικό.
- ✓ Η απομείωση της αξίας των αποδεκτών ενεχύρων.

Τα παραπάνω κατέστησαν αναγκαία την παροχή τριών πακέτων ενίσχυσης της ρευστότητας των τραπεζών. Η ενίσχυση αυτή έλαβε κυρίως τη μορφή κρατικών εγγυήσεων στα τραπεζικά ομόλογα, ώστε να γίνονται αποδεκτά από το Ευρωσύστημα. Η πρακτική αυτή εφαρμόστηκε στις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες και στις ΗΠΑ. Συνοπτικά, η συνολική ενίσχυση που έχουν λάβει οι εγχώριες τράπεζες από το Ελληνικό Δημόσιο έχει ως εξής:

- Πακέτο 28 δις ευρώ στα τέλη του 2008, τα οποία αναλύονται σε προνομιούχες μετοχές 5 δις ευρώ, ειδικά ομόλογα έναντι εξασφάλισης ενήμερων δανείων ως ενέχυρο 8 δις ευρώ και εγγυήσεις για έκδοση τραπεζικών ομολόγων 15 δις ευρώ.
- Τρία πακέτα εγγυήσεων σε εκδόσεις τραπεζικών ομολόγων, συνολικού ύψους 70 δις ευρώ.

Στα τέλη του 2009, λόγω της αποκάλυψης του πραγματικού ύψους του δημοσιονομικού ελλείμματος, δημιουργήθηκε έντονο κλίμα ανασφάλειας και δυσπιστίας στις διεθνείς αγορές απέναντι στην ελληνική οικονομία, οδηγώντας το τραπεζικό σύστημα της χώρας σε μία περίοδο αποκλεισμού από τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές και τους οίκους αξιολόγησης σε διαδοχικές υποβαθμίσεις του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

³⁴ Καραβίας, Φ. (2012), Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα, Μέτρα Ενίσχυσης της Ρευστότητας και Χρηματοδότηση της Πραγματικής Οικονομίας, Eurobank Research, Οικονομία & Αγορές, Τόμος VII, Τεύχος 1.

Όταν το δημόσιο άρχισε να αντιμετωπίζει προβλήματα χρηματοδότησης στις διεθνείς αγορές, οι ελληνικές τράπεζες αύξησαν τις τοποθετήσεις τους σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου, μία πρακτική που ακολούθησαν και άλλα τραπεζικά συστήματα στις χώρες του ευρωπαϊκού νότου.

Οι αρχηγοί των κρατών-μελών της Ευρωζώνης συμφώνησαν σε ένα ολοκληρωμένο σχέδιο παροχής οικονομικής ενίσχυσης της Ελλάδας, που περιλαμβάνει την εθελοντική συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα σε ένα πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, καθώς και σε ένα πρόγραμμα επαναγοράς χρέους. Έτσι, οι ελληνικές τράπεζες απορρόφησαν, σχεδόν πλήρως, όλες τις εκδόσεις των εντόκων γραμματίων, καθώς το ενδιαφέρον από άλλους επενδυτές ήταν μηδενικό και η έλλειψη ρευστότητας έθετε σε κίνδυνο την εύρυθμη λειτουργία του δημόσιου τομέα, της οικονομίας και τελικά και του τραπεζικού συστήματος. Τον Μάρτιο του 2012, ολοκληρώθηκε το εθελοντικό πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων (PSI+), με τις ελληνικές τράπεζες να συμμετέχουν με ποσό ομολόγων και ομολογιακών δανείων περίπου 50 δις ευρώ, μέγεθος που αποτελούσε περίπου το 25% της συνολικής περιμέτρου του προγράμματος. Η ενέργεια αυτή βοήθησε στη συμμετοχή των ιδιωτών σε ποσοστό 96,6%.³⁵

Ωστόσο, η εθελοντική αυτή συνδρομή προς το Δημόσιο είχε τεράστιο κόστος για τις ελληνικές τράπεζες, οι οποίες αναγκάστηκαν να καταγράψουν εκτιμώμενες ζημιές (προ φόρων) ύψους περίπου 38 δις ευρώ, εξαιτίας της συμμετοχής τους στο PSI+ και της μειωμένης αποτίμησης των νέων ομολόγων του Δημοσίου βάσει της τρέχουσας αξίας τους. Η συμμετοχή των ελληνικών τραπεζών σε ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου, έθεσε σε κίνδυνο τους μετόχους τους, καθώς αποδείχθηκε ασύμφορη γι' αυτούς. Πιο συγκεκριμένα, από το 2007 έως σήμερα οι μέτοχοι -μεταξύ αυτών 500.000 ιδιώτες και ασφαλιστικά ταμεία- έχασαν το 95% των επενδύσεων τους σε τραπεζικές μετοχές. Μεγάλη επίσης πτώση παρουσίασε η χρηματιστηριακή αξία του τραπεζικού κλάδου, η οποία ενώ στο τέλος του 2007 ανερχόταν σε 80 δις ευρώ περίπου, σήμερα είναι μικρότερη από 3,5 δις ευρώ.³⁶

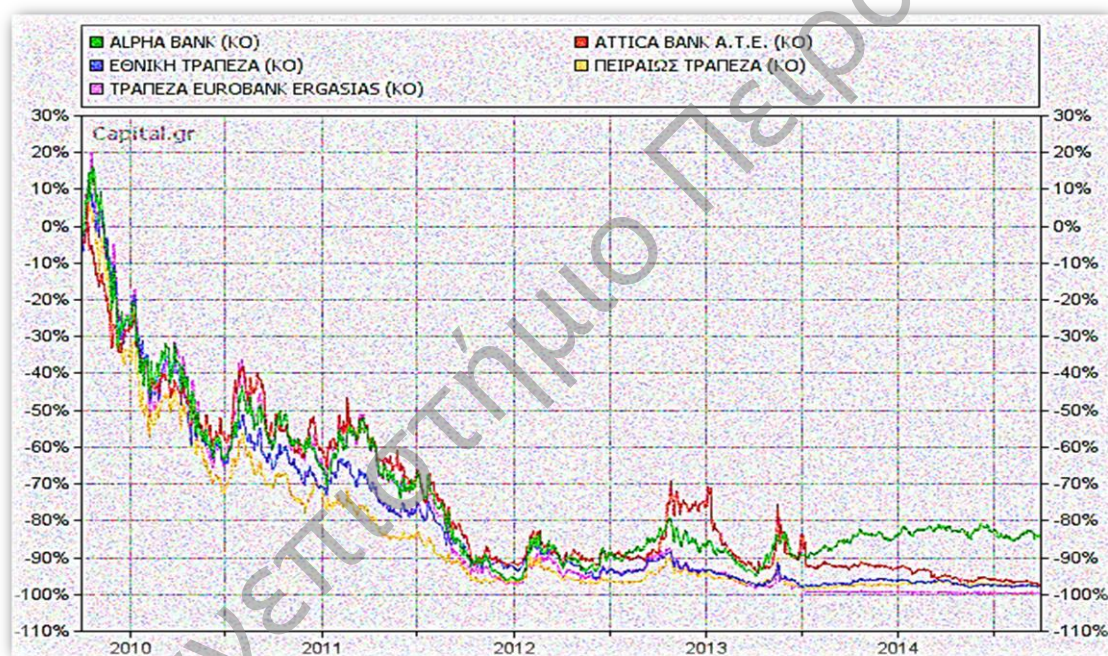
³⁵ Ελληνική Ένωση Τραπεζών (2013), Το Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα το 2011 και το 2012.

³⁶ Καραβίας, Φ. (2012), Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα, Μέτρα Ενίσχυσης της Ρευστότητας και Χρηματοδότηση της Πραγματικής Οικονομίας, Eurobank Research, Οικονομία & Αγορές, Τόμος VII, Τεύχος 1.

3.2.1 Οι επιπτώσεις της κρίσης στις υπό εξέταση τράπεζες

Οι αρνητικές εξελίξεις δε θα μπορούσαν να μην έχουν επιπτώσεις τόσο στις μετοχές του τραπεζικού κλάδου όσο και άλλων κλάδων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Κυρίως λόγω της αβεβαιότητας σχετικά με την κατάσταση της ελληνικής οικονομίας, παρατηρήθηκε έντονη πτώση των τιμών των πέντε υπό εξέταση ελληνικών τραπεζών, η οποία οδήγησε σε πτώση της χρηματιστηριακής τους αξίας. Η πτώση αυτή οφείλεται κυρίως στις πιέσεις που δέχονται οι ελληνικές τράπεζες στη ρευστότητά τους, αλλά και στην κερδοφορία τους εξαιτίας της εγχώριας οικονομικής κατάστασης.

Στο Διάγραμμα 3.1 που ακολουθεί, παρουσιάζεται αναλυτικά η ποσοστιαία μεταβολή των τιμών των πέντε υπό εξέταση τραπεζών για το διάστημα από 1/10/2009 έως 30/09/2014:



Πηγή: <http://www.capital.gr/>

Διάγραμμα 3.1

Η ποσοστιαία μεταβολή της τιμής των μετοχών των τραπεζών

Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι οι τιμές των μετοχών των συγκεκριμένων τραπεζών ακολουθούν παρόμοια πορεία καθ' όλη τη διάρκεια των ετών της οικονομικής ύφεσης. Παρατηρείται ωστόσο, έντονη πτωτική πορεία με σταθεροποίηση αυτής από τα μέσα του 2013.

3.3 Κρίση στις ελληνικές εταιρείες

Η Ελλάδα διανύει μία παρατεταμένη περίοδο ύφεσης με κύρια χαρακτηριστικά την υψηλή ανεργία, τη μείωση των επενδύσεων και την ενίσχυση του κλίματος ανασφάλειας και αβεβαιότητας. Το επιχειρηματικό περιβάλλον είναι εχθρικό και βρίσκεται συνεχώς υπό διαμόρφωση, δυσκολεύοντας ακόμα περισσότερο τους σχεδιασμούς για το μέλλον.

Η ύφεση που επικρατεί είχε άμεσο αντίκτυπο στη λειτουργία και τις επιδόσεις των επιχειρήσεων. Τα οικονομικά τους μεγέθη, με την εκδήλωση της κρίσης, έχουν χειροτερεύσει σημαντικά και μεγάλο ποσοστό των επιχειρήσεων έχουν σημειώσει μείωση των πωλήσεων λόγω της μείωσης της κατανάλωσης.

Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις αποτελούν τα πρώτα θύματα μιας παρατεταμένης οικονομικής κρίσης και επηρεάζονται δυσανάλογα σε σύγκριση με τις μεγάλες επιχειρήσεις λόγω των περιορισμένων οικονομικών πόρων και τη σημαντική εξάρτηση από τον τραπεζικό δανεισμό. Η μείωση των κερδών σε συνδυασμό με τη δυσχέρεια που αντιμετωπίζουν οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις τόσο σε πρόσβαση σε νέα κεφάλαια κίνησης από τις τράπεζες όσο και στην αποπληρωμή των δανειακών τους υποχρεώσεων οδήγησε πολλές από αυτές σε πτώχευση.

Η οικονομική κρίση έχει επηρεάσει τα οικονομικά μεγέθη και των μεγάλων εταιριών που αντιμετωπίζουν επίσης μείωση του τζίρου και της κερδοφορίας καθώς και έλλειψη ρευστότητας.

Οι ελληνικές επιχειρήσεις μικρές και μεγάλες έρχονται αντιμέτωπες με νέα δεδομένα και συνθήκες και πρέπει να προσαρμοστούν αναλόγως.

Αντικείμενο διεξαγωγής της παρούσας έρευνας θα αποτελέσουν πέντε από τις μεγαλύτερες εταιρείες στην Ελλάδα, η ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε., η ΕΛΒΑΛ Α.Ε., η ΤΙΤΑΝ Α.Ε., η ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. και η ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.

3.3.1 Το προφίλ της «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.»³⁷

Τα ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ (ΕΛ.ΠΕ.) ιδρύθηκαν το 1998 και αποτελούν έναν από τους μεγαλύτερους Ομίλους στον τομέα της ενέργειας. Ο Όμιλος Εταιρειών ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ μετεξελίχθηκε από πετρελαϊκή δύναμη σε ενεργειακή και διατηρεί

³⁷ <http://www.helpe.gr/>

πρωταγωνιστικό ρόλο στις ενεργειακές εξελίξεις στην Ελλάδα καθώς και στην ευρύτερη περιοχή της Νοτιανατολικής Ευρώπης. Χαρακτηρίζεται από διεθνείς δραστηριότητες, επεκτάσεις και συμμαχίες, ισχυροποιώντας όλο και περισσότερο την παρουσία του στο εξωτερικό. Τόσο στην Ελλάδα όσο και στη Νοτιανατολική Ευρώπη διαθέτει ένα ευρύ φάσμα δραστηριοτήτων όπως διύλιση και εμπορία πετρελαιοειδών, παραγωγή και εμπορία χημικών και πετροχημικών, παραγωγή και εμπορία ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου, παραγωγή και εμπορία ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, έρευνα και παραγωγή υδρογονανθράκων κ.α.

Μέτοχοι του Ομίλου είναι η Paneuropean Oil and Industrial Holdings S.A. με 42,6%, το Ταμείο Αξιοποίησης Ιδιωτικής Περιουσίας Δημοσίου με 35,5%, ενώ το υπόλοιπο ελεύθερα διαπραγματεύσιμο ποσοστό ανήκει σε θεσμικούς (15,3%) και ιδιώτες (6,6%) επενδυτές.

3.3.2 Το προφίλ της «ΕΛΒΑΛ Α.Ε.»³⁸

Ο Όμιλος ΕΛΒΑΛ είναι μέλος της Βιοχάλκο, του μεγαλύτερου Μεταλλουργικού Ομίλου στην Ελλάδα, στους κλάδους χάλυβα, αλουμινίου και χαλκού. Ιδρύθηκε το 1973 απορροφώντας τον κλάδο αλουμινίου από τη Βιοχάλκο. Σήμερα συγκαταλέγεται ανάμεσα στα πιο σημαντικά βιομηχανικά συγκροτήματα έλασης αλουμινίου διεθνώς, ενώ αποτελεί και το μοναδικό Όμιλο στην Ελλάδα που δραστηριοποιείται σε αυτό το αντικείμενο.

Περιλαμβάνει 12 παραγωγικές μονάδες στην Ελλάδα, τη Βουλγαρία και το Ηνωμένο Βασίλειο και εξάγει σε πάνω από 60 χώρες. Τα προϊόντα αλουμινίου που παράγει καλύπτουν τις ανάγκες της βιομηχανίας τροφίμων, της αυτοκινητοβιομηχανίας, των ναυπηγείων, του κλάδου κατασκευών και του κλάδου εκτυπώσεων.

Η ΕΛΒΑΛ Α.Ε. είναι η μητρική εταιρεία του Ομίλου και οι μετοχές της είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Η ΕΛΒΑΛ Α.Ε. παράγει μία μεγάλη ποικιλία προϊόντων έλασης αλουμινίου για τον κλάδο δόμησης και κατασκευών, για χερσαίες και θαλάσσιες μεταφορές, για συσκευασία τροφίμων και αναψυκτικών, για την αυτοκινητοβιομηχανία καθώς και για οικιακές συσκευές.

³⁸ <http://www.elval.gr/>

3.3.3 Το προφίλ της «ΤΙΤΑΝ Α.Ε.»³⁹

Η ιστορία της Εταιρείας Τσιμέντα Τιτάν Α.Ε., της ελληνικής βιομηχανίας τσιμέντων, αρχίζει το 1902 με έδρα στον Πειραιά όπου δέκα χρόνια αργότερα ξεκίνησε τη διαπραγμάτευση των κοινών μετοχών της στο Χρηματιστήριο. Στην εγχώρια αγορά κατέχει το 40% και έχει δυναμικό παραγωγής 6 εκατομμυρίων τόνων τσιμέντου.

Ο Όμιλος μεταμορφώθηκε από μια ελληνική εταιρεία παραγωγής τσιμέντου, σε έναν πολυπεριφερειακό Όμιλο, εφαρμόζοντας τη στρατηγική της επέκτασης των επιχειρηματικών του δραστηριοτήτων μέσω της εγκατάστασης νέων μονάδων σε διεθνής ελκυστικές αγορές. Σήμερα ο Όμιλος αναπτύσσει παραγωγική και εμπορική δραστηριότητα μέσω θυγατρικών εταιρειών σε συνολικά 13 χώρες, καλύπτοντας τους κλάδους της παραγωγής τσιμέντου, σκυροδέματος και αδρανών υλικών, διακίνηση – διανομή τσιμέντου, επεξεργασία και βιομηχανική αξιοποίηση ιπτάμενης τέφρας σταθμών ηλεκτροπαραγωγής, κονιάματα και τσιμεντόλιθους.

3.3.4 Το προφίλ της «ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε.»⁴⁰

Η εταιρεία ΧΑΛΚΟΡ ιδρύθηκε το 1976 και το 1990 ο παραγωγικός εξοπλισμός του κλάδου ελάσεως της ΧΑΛΚΟΡ εισφέρεται στην εταιρεία ΒΕΚΤΩΡ. Το 1997 η ΒΕΚΤΩΡ συγχωνεύεται δια απορροφήσεως με την ΧΑΛΚΟΡ και μετονομάζεται σε ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. Ο Όμιλος ΧΑΛΚΟΡ αποτελεί τον κλάδο παραγωγής και εμπορίας προϊόντων χαλκού της ΒΙΟΧΑΛΚΟ, μία από τις πιο ιστορικές και επιτυχημένες βιομηχανίες μετάλλων στον ελληνικό χώρο. Σήμερα η ΧΑΛΚΟΡ είναι ένας σύγχρονος βιομηχανικός όμιλος εταιρειών που δραστηριοποιείται στην παραγωγή και εμπορία προϊόντων έλασης και διέλασης χαλκού, κραμάτων χαλκού και καλωδίων και αποτελεί τον μοναδικό παραγωγό σωλήνων χαλκού στην Ελλάδα. Καινοτομεί στην επεξεργασία μετάλλων δημιουργώντας προϊόντα προηγμένης τεχνολογίας και υψηλής προστιθέμενης αξίας για κάθε κτιριακή, βιομηχανική και αρχιτεκτονική εφαρμογή.

Έχει ισχυρή παρουσία στη διεθνή αγορά με εταιρείες σε χώρες όπως η Βουλγαρία, η Ρουμανία, η Κύπρος, το Ηνωμένο Βασίλειο, η Γαλλία, η Γερμανία και η Ιταλία, ενώ η

³⁹ <http://www.titan.gr>

⁴⁰ <http://www.halcor.gr/>

βιομηχανική του βάση περιλαμβάνει συνολικά 8 εργοστάσια στην Ελλάδα, τη Βουλγαρία και τη Ρουμανία.

3.3.5 Το προφίλ της «ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.»⁴¹

Η ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε είναι ελληνική επιχείρηση που προέκυψε από τη συγχώνευση των ΑΚΤΩΡ ΑΤΕ και Ελληνική Τεχνοδομική Α.Ε. το 1999 και από τότε δραστηριοποιείται κυρίως στο χώρο των κατασκευών και της ενέργειας. Εισήχθηκε στο Χρηματιστήριο το 1994 και σήμερα δραστηριοποιείται σε περισσότερες από 20 χώρες έχοντας 10.000 συνεργάτες στην Ελλάδα και στο εξωτερικό.

Ο Όμιλος ΕΛΛΑΚΤΩΡ είναι ένας δυναμικός εγχώριος και διεθνής Όμιλος Συμμετοχών με μακροπρόθεσμες επενδύσεις στους τομείς, της κατασκευής μέσω της ΑΚΤΩΡ (100%), στις παραχωρήσεις μέσω της ΑΚΤΩΡ ΠΑΡΑΧΩΡΗΣΕΙΣ (100%), στη διαχείριση απορριμμάτων μέσω της ΗΛΕΚΤΩΡ (95%), στην ενέργεια μέσω της ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗΣ ΑΝΕΜΟΣ (68%), της ELPEDISON (22,74%) και της ΒΙΟΣΑΡ (100%), στην ανάπτυξη ακινήτων μέσω της REDS (55,46%) και σε άλλες συμμετοχές μέσω της HELLAS GOLD και της Ελληνικό Καζίνο Πάρνηθας (15,3%).

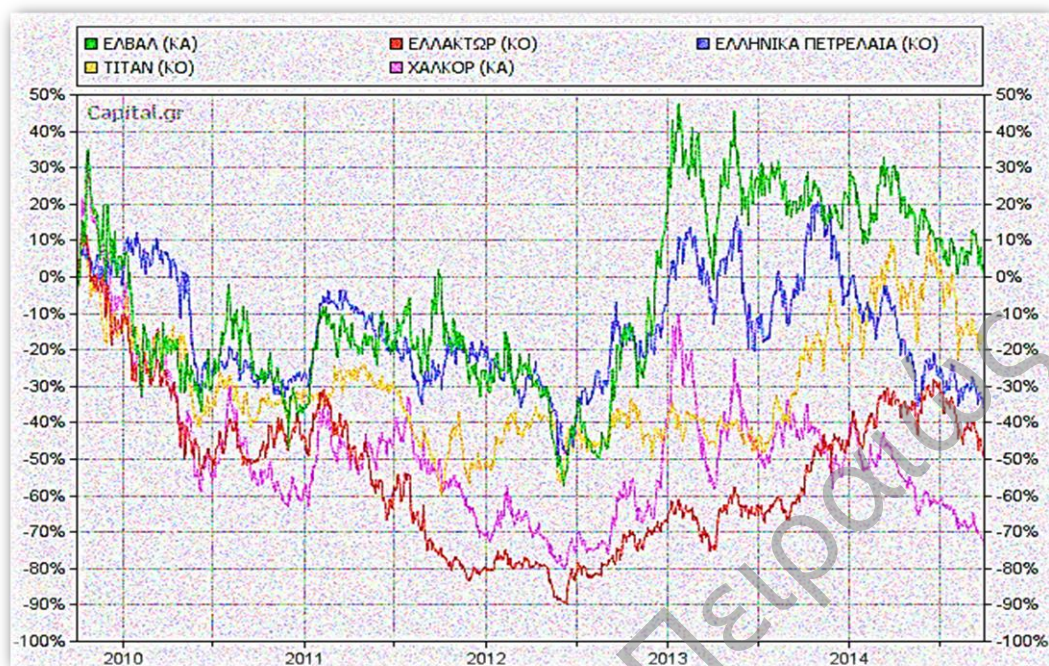
Επιγραμματικά, στα σημαντικότερα έργα που έχει αναλάβει περιλαμβάνονται, η γέφυρα Ρίου-Αντιρρίου, το Ολυμπιακό χωριό, το νέο μουσείο της Ακρόπολης, το ΟΑΚΑ, η Αττική Οδός κ.α.

3.4 Οι επιπτώσεις της κρίσης στις υπό εξέταση εταιρείες

Το μέγεθος της δημοσιονομικής κρίσης και οι επιπτώσεις της συνεχιζόμενης ύφεσης επηρέασαν και τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα. Σε σύντομο χρονικό διάστημα οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν ένα εχθρικό περιβάλλον, με τα χαρακτηριστικά των αγορών να ανατρέπονται ριζικά και την αβεβαιότητα να κυριαρχεί. Μέσα σε τόσο αντίξοες συνθήκες οι επιχειρήσεις αναζητούν στρατηγικές επιβίωσης, έτσι ώστε να καταφέρουν να αντισταθούν και να διατηρήσουν την κερδοφορία τους.

⁴¹ <http://www.ellaktor.gr/>

Στο Διάγραμμα 3.2 παρουσιάζεται αναλυτικά η ποσοστιαία μεταβολή των τιμών των πέντε υπό εξέταση εταιρειών για το διάστημα από 1/10/2009 έως 30/09/2014:



Πηγή: <http://www.capital.gr/>

Διάγραμμα 3.2

Η ποσοστιαία μεταβολή της τιμής των μετοχών των εταιρειών

Η μεταβολή των τιμών των μετοχών των εταιρειών δεν παρουσιάζει παρόμοια πορεία με αυτήν των τραπεζών που εξετάστηκε παραπάνω. Σημαντικό χαρακτηριστικό αποτελεί το γεγονός ότι οι τιμές των μετοχών των εταιρειών παρουσιάζουν μεγαλύτερες διακυμάνσεις και διαφορετική αυξομείωση η μία από την άλλη. Παρατηρείται πτωτική πορεία κυρίως στα πρώτα χρόνια της κρίσης χρέους στην Ελλάδα, ενώ από τα μέσα του 2012 διαγράφουν σχετικά ανοδική πορεία. Η πλειονότητα των εταιρειών παρουσιάζει τις χαμηλότερες τιμές στα μέσα του 2012.

3.5 Ανασκόπηση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς για τα έτη 2009-2013

2009: Η χρονιά αυτή ήταν χρονιά ανάκαμψης των διεθνών χρηματιστηρίων μετά τη μεγάλη πτώση του 2008. Ο συνδυασμός της υψηλής ρευστότητας λόγω των έκτακτων μέτρων που

έλαβαν οι κυβερνήσεις, των χαμηλών επιτοκίων και της βελτίωσης των εταιρικών αποτελεσμάτων, τροφοδότησαν την άνοδο των χρηματιστηρίων.

Η ελληνική αγορά ακολούθησε μέχρι τα μέσα Οκτωβρίου παράλληλη πορεία με τις ευρωπαϊκές αγορές. Στη συνέχεια όμως, υπό το μέγεθος της δημοσιονομικής κρίσης της χώρας, το χρηματιστήριο υποχώρησε ραγδαία ακολουθώντας αντίθετη πορεία.

Οι βελτιούμενες διεθνείς εξελίξεις επηρέασαν την πορεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, η οποία κατά το 2009 χαρακτηρίστηκε αφενός από σημαντική άνοδο των χρηματιστηριακών τιμών, αυξημένη συναλλακτική δραστηριότητα στις αγορές του Χρηματιστηρίου Αθηνών αλλά αφετέρου από οριακή δραστηριότητα αρχικών δημοσίων προσφορών, αν και η συνολική δραστηριότητα στην πρωτογενή αγορά ήταν σημαντικά αυξημένη έναντι του 2008.

2010: Το έτος αυτό χαρακτηρίστηκε διεθνώς από τις προσπάθειες ανάκαμψης και εξόδου από τη χρηματοπιστωτική κρίση, ενώ στην Ευρώπη κυριάρχησε η κρίση δημοσίου χρέους και οι παρεμβάσεις για τον έλεγχο των επιπτώσεών της.

Η κρίση εμπιστοσύνης που εκδηλώθηκε για διαφορετικούς λόγους σε κάθε χώρα και έπληξε διαδοχικά την Ελλάδα και ακολούθως την Ιρλανδία και την Πορτογαλία, οδήγησε την Ελλάδα σε συνεχείς υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου και προκάλεσε κατακόρυφη αύξηση στο κόστος δανεισμού. Οι βελτιούμενες διεθνείς εξελίξεις δεν επηρέασαν προς την ίδια κατεύθυνση την πορεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, η οποία κατά το 2010 χαρακτηρίστηκε από σημαντική υποχώρηση των χρηματιστηριακών τιμών, ακόμα μεγαλύτερη μείωση της συναλλακτικής δραστηριότητας στις αγορές του Χρηματιστηρίου Αθηνών και μηδενική δραστηριότητα στην εισαγωγή νέων εταιριών στην οργανωμένη αγορά.

2011: Το έτος 2011 αποτέλεσε δύσκολη χρονιά για την ελληνική οικονομία και κοινωνία. Χαρακτηρίστηκε όχι μόνο από σημαντικές προσπάθειες δημοσιονομικής προσαρμογής με στόχο την σταθεροποίηση και σε εύθετο χρόνο την ανόρθωση της οικονομίας, αλλά και από τις επιπτώσεις της συνεχιζόμενης ύφεσης και των εναλλασσόμενων ευρωπαϊκών και διεθνών σχεδίων δράσης απέναντι στην ελληνική, και όχι μόνο, κρίση. Οι εξελίξεις αυτές επηρέασαν την πορεία των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών και βεβαίως της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

Το 2011 ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών σημείωσε πτώση κατά 51,9% και υποχώρησε σημαντικά η συναλλακτική και εκδοτική δραστηριότητα στην αγορά. Στο τέλος του έτους, η συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο

Αθηνών εταιρειών αντιστοιχούσε στο 15% περίπου του ΑΕΠ της χώρας από 22% το 2010 και 50% το 2004.

2012: Το έτος 2012 αποτέλεσε και εκείνο με τη σειρά του άλλη μια δύσκολη χρονιά για την ελληνική οικονομία, επομένως και για την ελληνική κεφαλαιαγορά. Εμφανίστηκαν τα πρώτα σημάδια σταθεροποίησης, αλλά το παιχνίδι δεν είχε ακόμα κριθεί. Το συγκεκριμένο οικονομικό έτος σφραγίστηκε από πέντε μεγάλες εξελίξεις, τρεις στο εσωτερικό μέτωπο και δύο στο διεθνές.

Στην Ελλάδα οι εξελίξεις αυτές προσδιορίστηκαν καθοριστικά από το PSI και τις επιπτώσεις του, τόσο επί του χρέους όσο και επί της κατάστασης των αγορών, των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Επιπροσθέτως, οι εξελίξεις προσδιορίστηκαν από τις διπλές εκλογές και τη συμφωνία στο τέλος του χρόνου για την εκταμίευση της μεγαλύτερης και κρισιμότερης δόσης του δανείου, που σε μεγάλο βαθμό προδικάζει και την ολοκλήρωση του υπό στενή εποπτεία προγράμματος προσαρμογής.

Στην Ευρώπη, αντίστοιχου μεγέθους γεγονότα ήταν η πρωτοβουλία «εγγύησης» του ευρώ, και της Ευρωζώνης, άρα έμμεσα και της παραμονής της Ελλάδας σε αυτήν, εκ μέρους της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, ιδίως από την εκτόνηση των OMT (Outright Monetary Transactions), καθώς και από σειρά ρυθμιστικών κινήσεων με απόγειο το «κλείδωμα» της πορείας προς την Τραπεζική Ένωση. Οι ευρωπαϊκές εξελίξεις άλλαξαν το κλίμα στην Ευρωζώνη και δημιούργησαν ένα περιβάλλον σχετικής αλλά πάντα εύθραυστης σταθερότητας, πάνω στο οποίο «πάτησε» το ελληνικό πολιτικό και οικονομικό σύστημα για τη δική του αρχή εξόδου από την περιδίνηση.

Το 2012 ο Γενικός Δείκτης Τιμών του ΧΑ σημείωσε σημαντικές διακυμάνσεις. Κατά το πρώτο εξάμηνο επικράτησαν πτωτικές τάσεις οι οποίες οφείλονται στις αρνητικές επιπτώσεις πολιτικοοικονομικών παραγόντων που ενέτειναν την αβεβαιότητα της περιόδου, όπως η εξέλιξη της κρίσης χρέους στην ευρωζώνη, η επιδείνωση των χρηματοοικονομικών μεγεθών των τραπεζών από τη συμμετοχή τους στο πρόγραμμα ανταλλαγής κρατικών ομολόγων (PSI), η επιδείνωση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης της χώρας και των επενδυτικών προοπτικών αλλά και οι δύο διαδοχικές εκλογικές αναμετρήσεις.

2013: Το έτος αυτό ήταν ιδιαίτερα σημαντικό για την ελληνική οικονομία και την ελληνική κεφαλαιαγορά ειδικότερα. Καθ' όλη τη διάρκεια της χρονιάς, η ελληνική οικονομία παρουσίασε πρωτογενές πλεόνασμα και ο δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών αφού σημείωσε αρκετές διακυμάνσεις σταθεροποιήθηκε σε υψηλότερα μεγέθη από τέλη του 2012.

Στο χώρο της κεφαλαιαγοράς τα τρία πιο καίρια γεγονότα που ακολούθησαν ήταν η πρωτοφανής σε έκταση και μέθοδο ανακεφαλαιοποίηση όλων των ελληνικών συστημικών τραπεζών, η αντιμετώπιση και το ξεπέρασμα της κυπριακής κρίσης και η κατάταξη της αγοράς της χώρας μας σε «αναδυόμενη» από το δείκτη MSCI, με παράλληλη διατήρησή της στις «ανεπτυγμένες» σύμφωνα με το δείκτη FTSEE. Η πρώτη εξέλιξη δημιούργησε συνθήκες επιβίωσης για το τραπεζικό σύστημα, αίροντας έτσι ένα μεγάλο μέρος της αβεβαιότητας για τη μετάβαση της ελληνικής οικονομίας στην κανονικότητα, ενώ συγχρόνως δοκίμασε τα αντανakλαστικά τόσο των αγορών όσο και των εποπτικών αρχών σε σχέση με νέα, για την ελληνική τάξη, εργαλεία όπως τα warrants. Η κυπριακή δοκιμασία έδωσε στο ελληνικό χρηματιστήριο την ευκαιρία να αποδείξει πόσο ικανοποιητικά μπορεί να αντιμετωπίσει οριακά απρόβλεπτες καταστάσεις που αφορούν και μέλη του. Η δε κατάταξη της Ελλάδας στις αναδυόμενες, αλλά εντός Ευρωζώνης, αγορές δημιούργησε κλίμα για νέες επενδυτικές ευκαιρίες και μεγάλωσε το επενδυτικό ενδιαφέρον.

Οι διεθνείς εξελίξεις επηρέασαν προς την ίδια κατεύθυνση την πορεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, η οποία κατά το 2013 χαρακτηρίστηκε από σημαντική αύξηση των χρηματιστηριακών δεικτών και τόνωση της συναλλακτικής δραστηριότητας στις αγορές του Χρηματιστηρίου Αθηνών αλλά από υποτονική δραστηριότητα στην εισαγωγή νέων εταιριών στην οργανωμένη αγορά.

3.6 Οι επιπτώσεις της κρίσης στο Γενικό Δείκτη

Με σκοπό την εξαγωγή ορθότερων συμπερασμάτων της πορείας των τιμών των μετοχών τραπεζών και εταιριών, είναι χρήσιμο να πραγματοποιηθεί σύγκριση αυτών με τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Ένας Χρηματιστηριακός Δείκτης είναι ένα «καλάθι» επιλεγμένων μετοχών από το σύνολο των εταιριών που είναι εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά. Καθώς οι μετοχές που αποτελούν αυτό το «καλάθι» προοδεύουν ή όχι, οι ανοδικές ή οι καθοδικές τάσεις αντικατοπτρίζονται στο Χρηματιστηριακό Δείκτη.

Στην Ελλάδα, ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών είναι αυτός που οι επενδυτές παρακολουθούν και χρησιμοποιούν για να εκτιμήσουν τα επίπεδα των τιμών της αγοράς και τις τάσεις της. Μέσα από τις διακυμάνσεις του Γενικού Δείκτη αξιολογείται η εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού στις τιμές των μετοχών.

Στο Διάγραμμα 3.3, παρουσιάζεται η πορεία του Γενικού Δείκτη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά τη διάρκεια της οικονομικής ύφεσης το διάστημα από 1/10/2009 έως 30/09/2014:



Πηγή: <http://www.capital.gr/>

Διάγραμμα 3.3

Η πορεία της τιμής των μετοχών του Γενικού Δείκτη

Η πορεία του Γενικού Δείκτη τα χρόνια της οικονομικής ύφεσης παρουσιάζει αρκετές αυξομειώσεις, με έντονη καθοδική πορεία τα πρώτα χρόνια αυτής, φτάνοντας στο χαμηλότερο σημείο στα μέσα του 2012. Η πορεία έπειτα διαγράφεται ανοδική, με μία μικρή πτώση στα μέσα του 2014.

Αναλυτικότερα, ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΤ/ΧΑ) έκλεισε στο τέλος του 2009 στις 2.196 μονάδες, ενώ στο τέλος του 2010 έκλεισε στις 1.413,94 μονάδες, σημειώνοντας ετήσια μείωση κατά 35,6%. Στο τέλος του 2011 έκλεισε στις 680,42 μονάδες, με ετήσια μείωση 51,9%. Κατά το πρώτο εξάμηνο του 2012 επικράτησαν πτωτικές τάσεις, ενώ το δεύτερο εξάμηνο, ο Γενικός Δείκτης Τιμών επέδειξε ανοδική τάση κλείνοντας στο τέλος του έτους στις 907,90 μονάδες έναντι 680,42 μονάδων στο τέλος του 2011, σημειώνοντας ετήσια αύξηση κατά 33,43%. Στο τέλος του 2013 έκλεισε στις 928.77 μονάδες, σημειώνοντας ετήσια αύξηση κατά 23,53%.

3.7 Ανακεφαλαίωση

Στο παρόν κεφάλαιο, έγινε μια περιγραφή της διάρθρωσης του τραπεζικού συστήματος με τα σημερινά δεδομένα και αναλύθηκαν σε θεωρητικό υπόβαθρο οι επιπτώσεις που επέφερε η κρίση σε αυτό. Επιπρόσθετα, πραγματοποιήθηκε μια περιεκτική ανάλυση των προφίλ των πέντε τραπεζών που θα αποτελέσουν αντικείμενο για τη συγκεκριμένη έρευνα και αποτυπώθηκε διαγραμματικά η πορεία των τιμών των μετοχών των τραπεζών αυτών στα χρόνια της ύφεσης. Παράλληλα, πραγματοποιήθηκε μια σύντομη αναφορά στις επιπτώσεις που επέφερε η κρίση στις επιχειρήσεις και έγινε, επίσης, μια περιεκτική ανάλυση στα προφίλ πέντε εκ των μεγαλύτερων επιχειρήσεων της Ελλάδας, οι οποίες θα αποτελέσουν αντικείμενο για την παρούσα μελέτη. Ως επί το πλείστον παρουσιάστηκε διαγραμματικά η εικόνα των μετοχών των επιχειρήσεων αυτών καθώς και του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

4.1 Επιλογή ερευνητικής μεθόδου

Η έρευνα που πραγματοποιείται στο πλαίσιο της παρούσας διπλωματικής εργασίας αφορά τη διεξαγωγή ποσοτικής έρευνας για να δοθούν αποτελέσματα τα οποία θα επιβεβαιώσουν κατά πόσο ένα φαινόμενο επαναλαμβάνεται αλλά και για το τι σχέση μπορεί να έχουν μεταξύ τους δύο ή και περισσότερες μεταβλητές. Με την ποσοτική έρευνα συλλέγονται αρκετά δεδομένα έτσι ώστε να υπάρχει ένα αντιπροσωπευτικό δείγμα για την εκάστοτε έρευνα. Τα δεδομένα είναι αληθή και είναι αριθμητικά, έτσι ώστε να μπορούν να χρησιμοποιηθούν κατά τρόπο μαθηματικό αλλά και στατιστικό. Τέλος, η σύγκριση των μεταβλητών οδηγεί σε ένα αποτέλεσμα το οποίο καθορίζει τη σχέση μεταξύ τους.

Στην προκειμένη περίπτωση το πρόγραμμα που χρησιμοποιήθηκε για την συγκεκριμένη έρευνα είναι το στατιστικό πακέτο "STATA", το οποίο προσφέρει μία πληθώρα επιλογών για διάφορους τύπους στατιστικής επεξεργασίας.

Η μελέτη καλύπτει την περίοδο από τον Οκτώβριο του 2009 έως και το Σεπτέμβριο του 2014. Το διάστημα αυτό επιλέχθηκε με σκοπό να εξεταστεί πώς σε μια περίοδο τόσο έντονων εξελίξεων και μεταβολών του οικονομικού κλίματος επηρεάζεται η χρηματιστηριακή αγορά. Το δείγμα αποτελείται από τις ημερήσιες τιμές των μετοχών των τραπεζών της Alpha Bank, της Attica Bank, της Τράπεζας Πειραιώς, της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος της Ελλάδος, της Eurobank, καθώς και τις ημερήσιες τιμές των μετοχών των εταιρειών της ΕΛΠΕ Α.Ε., της ΕΛΒΑΛ Α.Ε., της ΤΙΤΑΝ Α.Ε., της ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. και της ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε., που διαπραγματεύτηκαν την εν λόγω περίοδο στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Για την παρούσα έρευνα συλλέχθηκαν, επίσης, και οι ημερήσιες τιμές του Γενικού Δείκτη. Ο Γενικός Δείκτης αποτελείται από 60 μετοχές, αυτές με τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση στην κύρια αγορά, και απεικονίζει το γενικό ρυθμό διαπραγμάτευσης και συναλλαγών του Χρηματιστηρίου.

Οι ημερήσιες τιμές των μετοχών αντλήθηκαν από την ηλεκτρονική πλατφόρμα <http://www.naftemporiki.gr/finance/athexstream> και το δείγμα έφτασε στις 1247

παρατηρήσεις. Τα δεδομένα υποβλήθηκαν σε επεξεργασία στο Microsoft Excel προκειμένου να υπολογιστούν οι ημερήσιες αποδόσεις των μετοχών.

4.2 Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται και εφαρμόζονται τα μέτρα της περιγραφικής στατιστικής για τις αποδόσεις, του όγκου συναλλαγών σε αξία και της «νευρικότητας» των μετοχών των υπό εξέταση τραπεζών και εταιρειών με σκοπό να γίνει μια πρώτη ερμηνεία των υπό εξέταση μεταβλητών.

Στον Πίνακα 4.1 που παρατίθεται παρακάτω, παρουσιάζονται, ανά έτος, η μέση τιμή και η τυπική απόκλιση της απόδοσης των μετοχών της Alpha Bank, της Attica Bank, της Τράπεζας Πειραιώς, της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, και της Eurobank καθώς και του Γενικού Δείκτη. Το έτος ορίζεται από 1^η Οκτωβρίου έως 30 Σεπτεμβρίου του επόμενου χρόνου. Η πρώτη τιμή της κάθε γραμμής του πίνακα αναφέρεται στη μέση τιμή και η δεύτερη στην τυπική απόκλιση.

Πίνακας 4.1

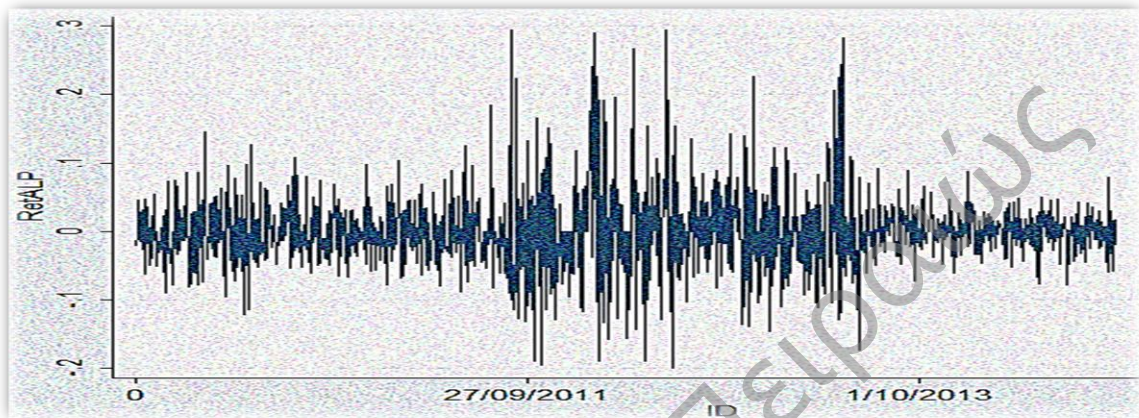
Μέση τιμή και τυπική απόκλιση της απόδοσης των μετοχών των τραπεζών

Summary statistics: mean, sd by categories of: date (Date)						
date	retalp	retatt	retpei	reteth	reteur	retgi
2009-2010	-.0026679 .0419986	-.0026985 .0353442	-.0041351 .0391507	-.0041176 .0409113	-.0024171 .0461118	-.002075 .0234627
2010-2011	-.0037286 .0503145	-.0030712 .0424724	-.0046371 .0438826	-.0029077 .0432043	-.0049153 .0506551	-.0021823 .0221317
2011-2012	.004159 .0813206	.0011581 .0701299	.0017548 .0765437	.000563 .0649293	.00404 .0849679	9.03e-06 .0253091
2012-2013	.0018853 .0648769	.0033093 .08994	-.0005458 .0793724	-.0021739 .0704254	-.0063471 .1013454	.0014977 .0208203
2013-2014	.0006343 .0253445	-.0033507 .0407871	.0008593 .0340024	-.0004887 .0331197	-.0009406 .0435347	.0003355 .0173996
Total	.0000417 .0561073	-.000942 .0594034	-.001354 .0578172	-.0018299 .0524526	-.0021171 .0692757	-.0004922 .0220048

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του Πίνακα 4.1 παρατηρείται αυξομείωση στις αποδόσεις των μετοχών των τραπεζών ανά έτος. Τη μεγαλύτερη μέση τιμή παρουσιάζει η Alpha Bank για

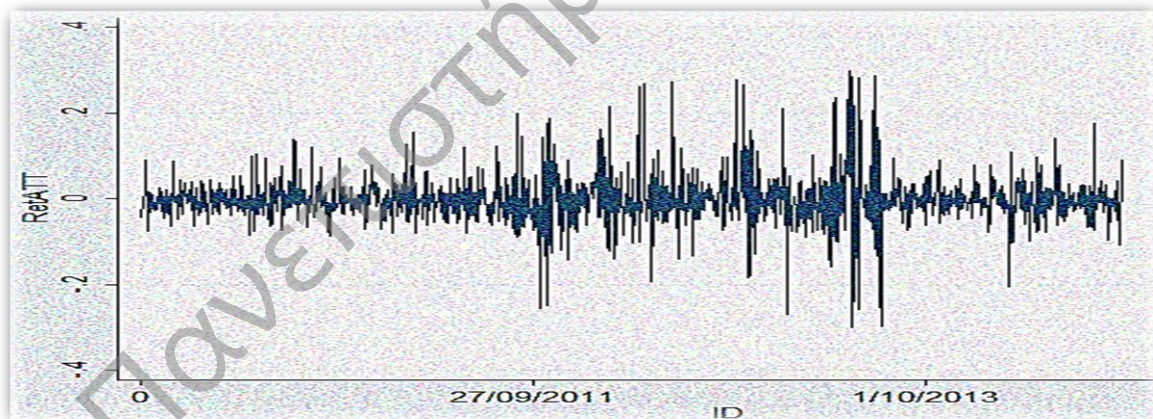
την περίοδο 2011-2012. Επίσης στο σύνολο των πέντε ετών της ύφεσης παρατηρείται ότι μόνο η μέση τιμή της απόδοσης των μετοχών της Alpha Bank ήταν θετική. Σημαντικό είναι ότι ο Γενικός Δείκτης, για το σύνολο των ετών της οικονομικής ύφεσης, παρουσίασε αρνητική μέση τιμή της απόδοσης των μετοχών του.

Για πιο αναλυτική απεικόνιση, παρακάτω παρατίθεται διαγραμματικά η πορεία της απόδοσης των μετοχών των εν λόγω τραπεζών για την περίοδο 1/10/2009 έως 30/09/2014:



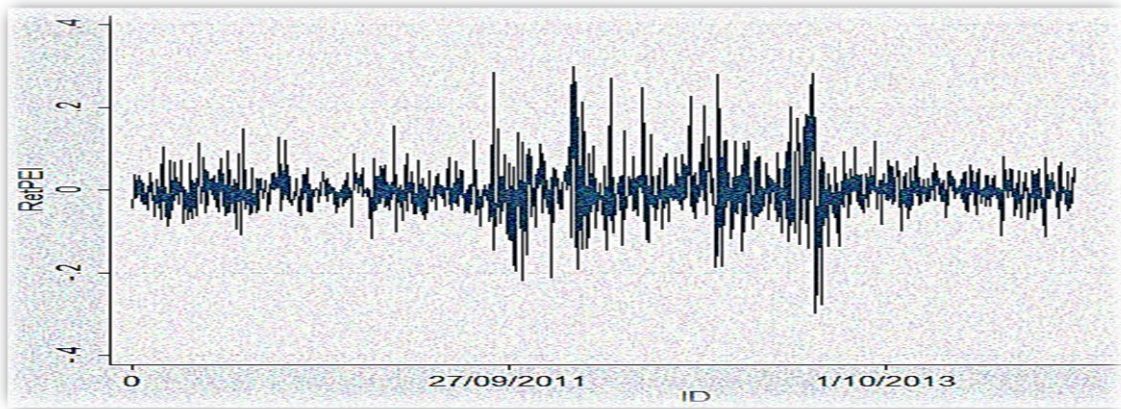
Διάγραμμα 4.1

Απόδοση των μετοχών της Alpha Bank

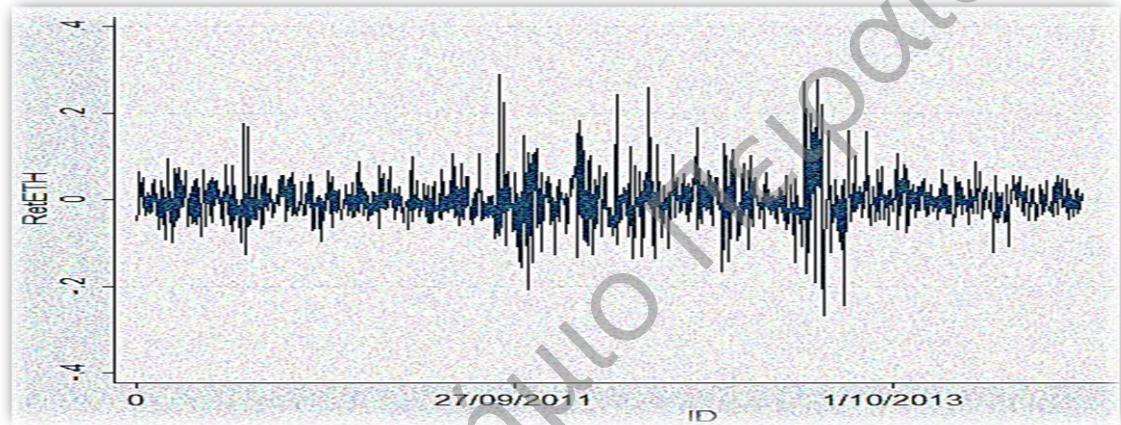


Διάγραμμα 4.2

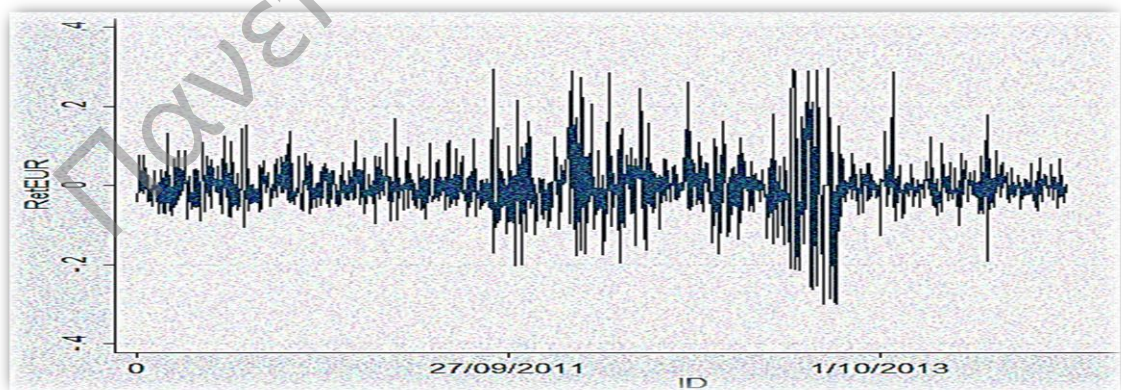
Απόδοση των μετοχών της Attica Bank



Διάγραμμα 4.3
Απόδοση των μετοχών της Τράπεζας Πειραιώς



Διάγραμμα 4.4
Απόδοση των μετοχών της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος



Διάγραμμα 4.5
Απόδοση των μετοχών της Eurobank

Από τη διαγραμματική απεικόνιση συμπεραίνουμε ότι οι αυξομειώσεις των αποδόσεων των υπό εξέταση τραπεζών ακολουθούν για όλα τα έτη της ύφεσης παρόμοια πορεία, με μεγαλύτερες αυξομειώσεις από τα μέσα του 2011 μέχρι και τα μέσα του 2013.

Στον Πίνακα 4.2 που παρατίθεται παρακάτω, παρουσιάζονται, ανά έτος, η μέση τιμή και η τυπική απόκλιση της απόδοσης των μετοχών της ΕΛΠΕ Α.Ε., της ΕΛΒΑΛ Α.Ε., της ΤΙΤΑΝ Α.Ε., της ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε., της ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε., καθώς και του Γενικού Δείκτη. Το έτος ορίζεται από 1^η Οκτωβρίου έως 30 Σεπτεμβρίου του επόμενου χρόνου. Η πρώτη τιμή της κάθε γραμμής του πίνακα, αναφέρεται στη μέση τιμή και η δεύτερη στην τυπική απόκλιση:

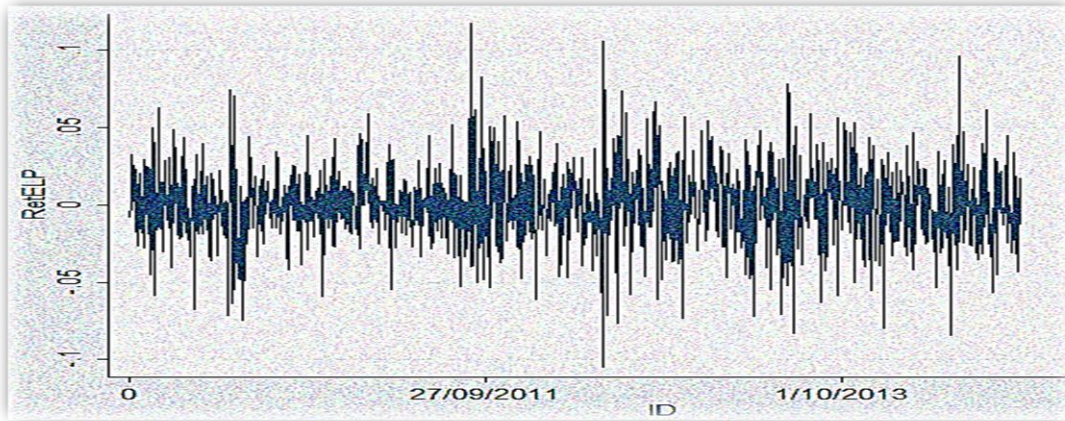
Πίνακας 4.2

Μέση τιμή και τυπική απόκλιση της απόδοσης των μετοχών των εταιρειών

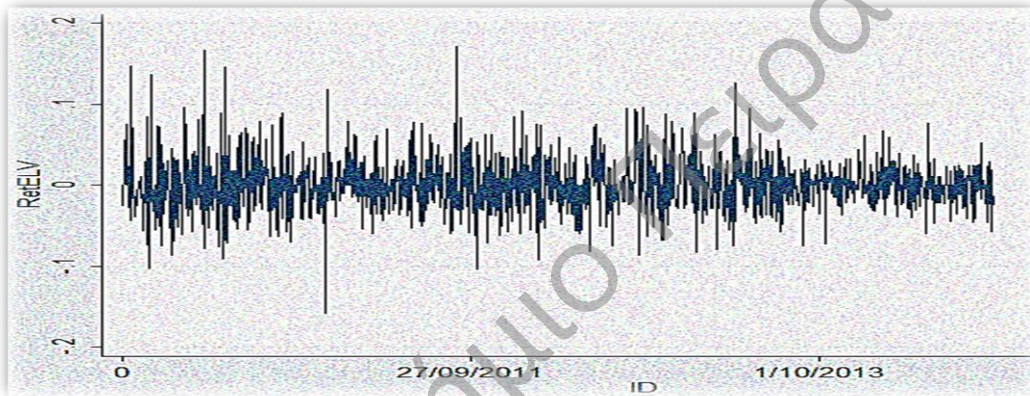
Summary statistics: mean, sd by categories of: date (Date)						
date	retelp	retelv	rettit	retcha	retell	retgi
2009-2010	-.0011935 .0229173	-.0004389 .0424488	-.0014391 .0292962	-.0026452 .0395285	-.0023261 .0315581	-.002075 .0234627
2010-2011	.0004701 .0214632	.0018866 .0333971	-.0013547 .019707	.0012547 .0369181	-.0019703 .0397769	-.0021823 .0221317
2011-2012	.0007692 .0271121	-.0004897 .0354367	.0021142 .0324453	.0000711 .0415128	.0007106 .0431366	9.03e-06 .0253091
2012-2013	.0010963 .0267341	.0022773 .0319089	.0011855 .0268338	.0021977 .0428118	.0029698 .0368284	.0014977 .0208203
2013-2014	-.0013545 .0243185	-.0004911 .0215419	.0006979 .0285174	-.0025333 .0317172	.0013176 .0295623	.0003355 .0173996
Total	-.0000429 .0245751	.0005493 .0336187	.0002337 .0276634	-.0003313 .03868	.0001278 .0365275	-.0004922 .0220048

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του Πίνακα 4.2 παρουσιάζεται και εδώ αυξομείωση στις αποδόσεις των μετοχών των εν λόγω εταιρειών. Τη μεγαλύτερη μέση τιμή παρουσιάζει η εταιρεία η ΕΛΒΑΛ Α.Ε. την περίοδο 2010-2011.

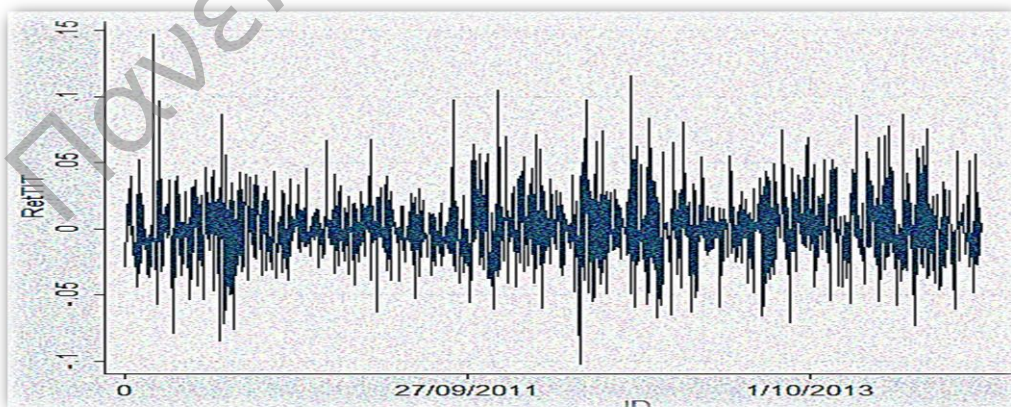
Για πιο αναλυτική απεικόνιση, η πορεία των αποδόσεων των συγκεκριμένων εταιρειών παρατίθεται παρακάτω σε μορφή διαγράμματος. Τέλος, γίνεται και μια διαγραμματική αποτύπωση της εικόνας του Γενικού Δείκτη.



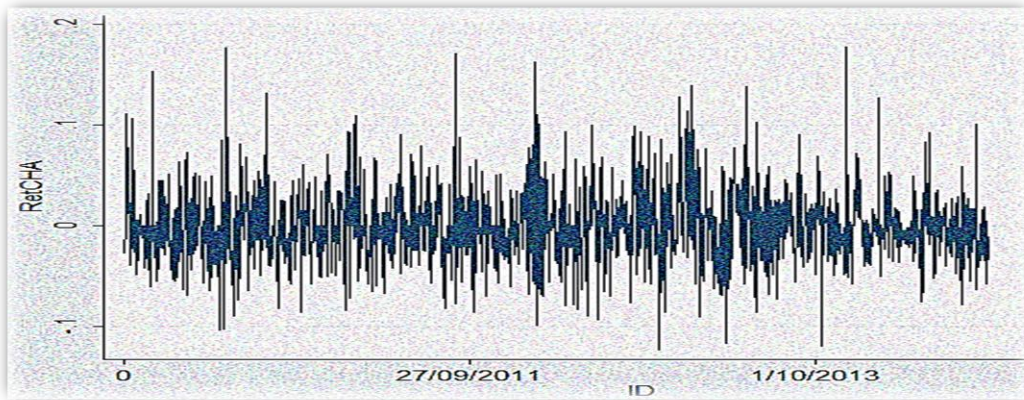
Διάγραμμα 4.6
Απόδοση των μετοχών της ΕΛΠΕ Α.Ε.



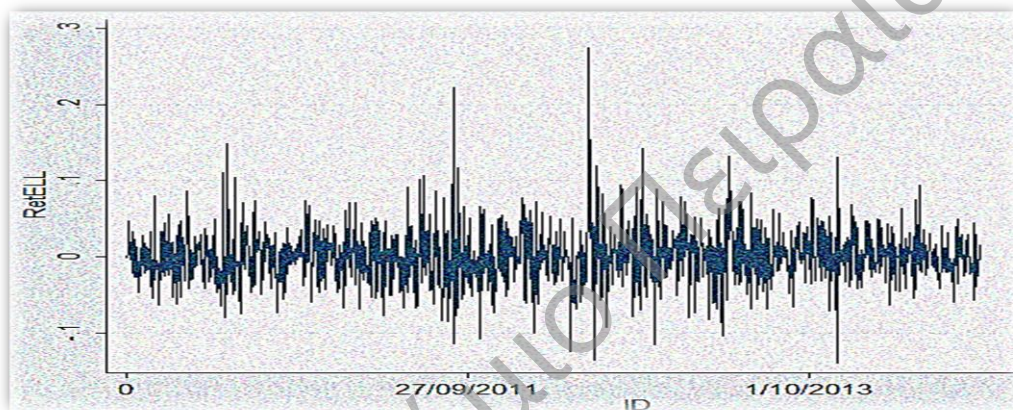
Διάγραμμα 4.7
Απόδοση των μετοχών της ΕΛΒΑΛ Α.Ε.



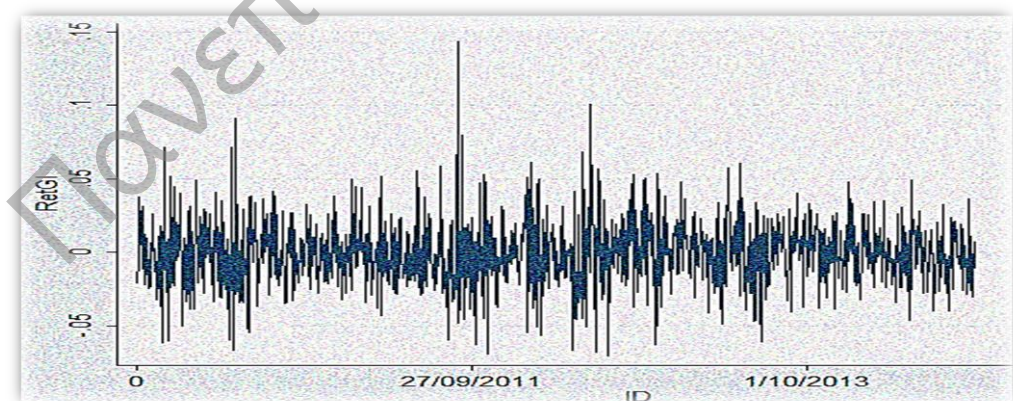
Διάγραμμα 4.8
Απόδοση των μετοχών της TITAN Α.Ε.



Διάγραμμα 4.9
Απόδοση των μετοχών της ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε.



Διάγραμμα 4.10
Απόδοση των μετοχών της ΕΛΒΑΛ Α.Ε.



Διάγραμμα 4.11
Απόδοση των μετοχών του Γενικού Δείκτη

Οι συγκεκριμένες εταιρείες, καθ' όλο το υπό εξέταση διάστημα, παρουσιάζουν ομοιόμορφες αυξομειώσεις στην απόδοση των μετοχών τους και δεν παρατηρείται κάποια περίοδος, μέσα στην ύφεση, κατά την οποία οι αυξομειώσεις να είναι πιο έντονες.

Στον Πίνακα 4.3 που παρατίθεται παρακάτω, παρουσιάζονται, ανά έτος, η μέση τιμή και η τυπική απόκλιση του όγκου συναλλαγών σε αξία των μετοχών της Alpha Bank, της Attica Bank, της Τράπεζα Πειραιώς, της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, και της Eurobank. Το έτος ορίζεται από 1^η Οκτωβρίου έως 30 Σεπτεμβρίου του επόμενου χρόνου. Η πρώτη τιμή της κάθε γραμμής του πίνακα αναφέρεται στη μέση τιμή και η δεύτερη στην τυπική απόκλιση:

Πίνακας 4.3

Μέση τιμή και τυπική απόκλιση του όγκου συναλλαγών (σε αξία) των τραπεζών

Summary statistics: mean, sd by categories of: date (Date)					
date	vo1alp	volatt	volpei	vo1eth	vo1eur
2009-2010	2655334 2069172	62554.58 113808.9	1300779 808836.1	3722238 2344476	1644712 906347.9
2010-2011	2163066 1392529	67747.2 56945.6	3183145 2827342	4205879 1871443	1613803 894856
2011-2012	4390907 3624149	73042.28 82047.78	4321341 3538677	5379249 4829768	3100602 2923979
2012-2013	6612417 6699082	612381.3 1105693	1.36e+07 1.74e+07	5725909 5871831	2220097 1892915
2013-2014	2.05e+07 2.07e+07	1607007 2231528	1.33e+07 2.16e+07	7543120 1.33e+07	2.21e+07 5.90e+07
Total	7235549 1.20e+07	481761.8 1261730	7111834 1.36e+07	5307610 7068714	6114797 2.75e+07

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του Πίνακα 4.3, είναι εμφανής η αυξητική τάση στον όγκο συναλλαγών σε αξία των τραπεζών. Αυτό υποδεικνύει ότι, παρά το γεγονός ότι η ελληνική οικονομία βρίσκεται εν μέσω ύφεσης, οι μέτοχοι δεν έχουν χάσει το ενδιαφέρον τους και συνεχίζουν να επενδύουν στις μετοχές των εταιρειών αυτών. Παρατηρείται, ωστόσο, ότι μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών σε αξία παρουσιάζουν οι τέσσερις συστημικές τράπεζες και λιγότερο η Attica Bank, επομένως αυτό δείχνει ότι υπάρχει μεγαλύτερη εμπιστοσύνη από πλευράς των μετόχων για τα πιο «δυνατά χαρτιά».

Στον Πίνακα 4.4 που παρατίθεται παρακάτω, παρουσιάζονται, ανά έτος, η μέση τιμή και η τυπική απόκλιση του όγκου συναλλαγών σε αξία των μετοχών της ΕΛΠΕ Α.Ε., της ΕΛΒΑΛ Α.Ε., της ΤΙΤΑΝ Α.Ε., της ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. και της ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε. Το έτος ορίζεται από 1^η Οκτωβρίου έως 30 Σεπτεμβρίου του επόμενου χρόνου. Η πρώτη τιμή της κάθε γραμμής του πίνακα αναφέρεται στη μέση τιμή και η δεύτερη στην τυπική απόκλιση:

Πίνακας 4.4

Μέση τιμή και τυπική απόκλιση του όγκου συναλλαγών (σε αξία) των εταιρειών

Summary statistics: mean, sd by categories of: date (Date)					
date	volelp	volelv	volcha	volell	voltit
2009-2010	212314.7 412510.7	21830.14 24146.81	39397.16 42789.89	234273.1 156924.1	120160.1 232720.2
2010-2011	83223.22 52729.45	23343.1 35927.07	41591.82 41529.23	251846.5 184768.4	72551.73 69934.26
2011-2012	71320.18 50338.62	32015.79 208115.7	35171.93 227387.5	280308.5 357349.4	45571.41 51878.06
2012-2013	106502.3 70197.34	34950.94 33274.53	92835.9 91534.78	362586.5 224141.9	59559.17 73339.77
2013-2014	277564.7 494780.3	17464.85 22434.75	64338.23 124598.9	332695.1 279272.8	103814.7 190161.9
Total	150091.5 302066.2	25900.5 96739.99	54542.09 127289.8	292006.4 254865.9	80391.06 146240.7

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του Πίνακα 4.4, παρατηρούνται μεγάλες αυξομειώσεις στον όγκο συναλλαγών σε αξία για τις εν λόγω εταιρείες καθ' όλη τη διάρκεια των ετών της οικονομικής ύφεσης. Στις περισσότερες από αυτές, αν γίνει σύγκριση του πρώτου έτους της ύφεσης με το τελευταίο, παρατηρείται αύξηση στον όγκο συναλλαγών. Το γεγονός αυτό ενδέχεται να υποδηλώνει ότι, λόγω του ότι οι εταιρείες αυτές είναι οι μεγαλύτερες στον κλάδο δραστηριοποίησής τους, το επενδυτικό κοινό δείχνει μεγάλο ενδιαφέρον για να επενδύσει σε αυτές.

Στον Πίνακα 4.5 που παρατίθεται παρακάτω, παρουσιάζονται, ανά έτος, η μέση τιμή και η τυπική απόκλιση της διαφοράς της μικρότερης ημερήσιας τιμής από τη μεγαλύτερη, των μετοχών της Alpha Bank, της Attica Bank, της Τράπεζα Πειραιώς, της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, και της Eurobank. Το έτος ορίζεται από 1^η Οκτωβρίου έως 30 Σεπτεμβρίου του επόμενου χρόνου. Η πρώτη τιμή της κάθε γραμμής του πίνακα αναφέρεται στη μέση τιμή και η δεύτερη στην τυπική απόκλιση:

Πίνακας 4.5

Μέση τιμή και τυπική απόκλιση της διαφοράς της χαμηλότερης ημερήσιας τιμής από την υψηλότερη των τραπεζών

Summary statistics: mean, sd by categories of: date (Date)						
date	h1alp	h1att	h1pei	h1eth	h1eur	h1gi
2009-2010	.1333068 .0708676	.0743426 .0442523	1.611673 1.004318	3.604701 2.051831	3.177888 1.562788	56.35916 27.90515
2010-2011	.075873 .0330584	.0524206 .0258114	.5646032 .260501	1.355317 .5265012	1.674683 .7785769	34.6075 15.36329
2011-2012	.0370683 .0253014	.023249 .015505	.2653815 .2273621	.7110843 .4506438	.5737349 .4274381	22.09305 11.438
2012-2013	.0379271 .0237335	.0349879 .0341583	.2316397 .2273211	.4231984 .3579241	.3835911 .3666781	25.50567 10.81771
2013-2014	.0236371 .0109499	.0096492 .0057837	.0752823 .0339791	.1366129 .0656069	.0243226 .0186578	25.92464 10.6789
Total	.0617803 .0555463	.0390489 .0363902	.5523456 .7382406	1.252438 1.589518	1.173464 1.411972	32.95719 20.75685

Τα αποτελέσματα του Πίνακα 4.5 δείχνουν τη «νευρική» που δύναται να υπάρχει στις μετοχές των υπό εξέταση τραπεζών. Με σκοπό τον προσδιορισμό της «νευρικότητας» έχει υπολογιστεί η διαφορά μεταξύ της υψηλότερης και της χαμηλότερης τιμής της εκάστοτε μετοχής για κάθε μέρα και για όλα τα έτη της οικονομικής ύφεσης. Συμπεραίνουμε, λοιπόν, ότι οι τιμές των μετοχών των υπό εξέταση τραπεζών δεν παρουσιάζουν μεγάλη «νευρική», παρά το δυσμενές περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιούνται με την εκδήλωση της κρίσης χρέους στην Ελλάδα. Το ίδιο υποδεικνύει και η εικόνα του Γενικού Δείκτη.

Στον Πίνακα 4.6 που παρατίθεται παρακάτω, παρουσιάζονται, ανά έτος, η μέση τιμή και η τυπική απόκλιση της διαφοράς της μικρότερης ημερήσιας τιμής από τη μεγαλύτερη των μετοχών της ΕΛΠΕ Α.Ε., της ΕΛΒΑΛ Α.Ε., της TITAN Α.Ε., της ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. και της ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε. Το έτος ορίζεται από 1^η Οκτωβρίου έως 30 Σεπτεμβρίου του επόμενου χρόνου. Η πρώτη τιμή της κάθε γραμμής του πίνακα αναφέρεται στη μέση τιμή και η δεύτερη στην τυπική απόκλιση:

Πίνακας 4.6

Μέση τιμή και τυπική απόκλιση της διαφοράς της χαμηλότερης ημερήσιας τιμής από την υψηλότερη των εταιρειών

Summary statistics: mean, sd by categories of: date (Date)						
date	hlep	helv	hltit	hlcha	hlell	hlgi
2009-2010	.2585657 .1417898	.0717928 .0413228	.8068207 .3921557	.0580876 .0333995	.1801594 .0876765	56.35916 27.90515
2010-2011	.2102778 .0933929	.0549603 .0286829	.4957262 .2113042	.040119 .0187982	.1487302 .0602251	34.6075 15.36329
2011-2012	.2249398 .1078796	.0545582 .0313338	.6250602 .3257932	.0260482 .0165409	.0730442 .0370888	22.09305 11.438
2012-2013	.2995951 .1341907	.087166 .0393864	.5687854 .2431921	.0523158 .0315605	.1042915 .0443403	25.50567 10.81771
2013-2014	.238629 .1199989	.0579435 .0280869	.8214919 .3933575	.0259798 .0158601	.1356452 .060333	25.92464 10.6789
Total	.246255 .124401	.0652406 .0364024	.6634282 .3466964	.0405301 .0277435	.1285389 .0708367	32.95719 20.75685

Τα αποτελέσματα του Πίνακα 4.6 υποδεικνύουν παρόμοια εικόνα με αυτή των τραπεζών που εξετάστηκε παραπάνω. Δεν παρουσιάζεται δηλαδή μεγάλη «νευρικήτητα» στις τιμές των μετοχών των υπό εξέταση εταιρειών.

4.3 Γραμμική παλινδρόμηση

Αρκετά συχνά σε πρακτικά προβλήματα εμφανίζεται η ανάγκη ταυτόχρονης μελέτης δύο ή περισσότερων μεταβλητών, με στόχο τον προσδιορισμό του τρόπου με τον οποίο οι μεταβλητές αυτές σχετίζονται μεταξύ τους. Η πιο απλή μορφή σχέσης μεταξύ δύο μεταβλητών X και Y είναι η γραμμική, η οποία μπορεί εύκολα να διαπιστωθεί εφαρμόζοντας ένα διάγραμμα διασποράς (scatter plot) ή υπολογίζοντας το συντελεστή γραμμικής

συσχέτισης του Pearson. Σε περιπτώσεις όπου η γραμμική σχέση των μεταβλητών είναι εμφανής κρίνεται σκόπιμο να βρεθεί και ένα απλό μαθηματικό μοντέλο που να εκφράζει τη σχέση αυτή μέσω μιας συνάρτησης, η οποία θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για την πρόβλεψη των τιμών μιας μεταβλητής από τις γνώσεις που υπάρχουν για την άλλη. Ο τομέας της Στατιστικής που εξετάζει τη σχέση μεταξύ δύο ή περισσότερων μεταβλητών με στόχο την πρόβλεψη μίας από αυτές, με χρήση των τιμών μίας ή περισσότερων άλλων, ονομάζεται ανάλυση παλινδρόμησης (regression analysis).⁴²

Έστω δυο μεταβλητές X και Y για τις οποίες έχουν καταγραφεί οι τιμές x_i της X και οι αντίστοιχες τιμές y_i της Y , όπου $i=1,2,3,\dots,n$. Από την περιγραφική στατιστική είναι γνωστό ότι ο συντελεστής συσχέτισης των μεταβλητών X και Y εκφράζει το βαθμό της γραμμικής συσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών X και Y , παίρνοντας τιμές μεταξύ του -1 και του 1 . Όσο μεγαλύτερος σε απόλυτη τιμή είναι ο συντελεστής συσχέτισης $r_{x,y}$, τόσο μεγαλύτερη και η γραμμική εξάρτηση των δύο μεταβλητών.

Σε περίπτωση που η γραμμική συσχέτιση δύο μεταβλητών φαίνεται ισχυρή, βρίσκεται ένα γραμμικό μοντέλο που να εκφράζει τη σχέση των μεταβλητών και να μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την πρόβλεψη των τιμών της μεταβλητής Y από τις γνώσεις που υπάρχουν για τη μεταβλητή X (ή και αντίστροφα). Στην περίπτωση αυτή η μεταβλητή Y καλείται εξαρτημένη μεταβλητή, ενώ η X καλείται ανεξάρτητη ή ελεγχόμενη μεταβλητή. Αν λοιπόν τα ζεύγη των παρατηρήσεων (x_i, y_i) , όπου $i = 1,2,3,\dots,n$ βρίσκονται σε μία ευθεία, το γραμμικό μοντέλο θα είναι της μορφής $y_i = a + b x_i + \varepsilon_i$, όπου $i = 1,2,3,\dots,n$, με τα ε_i να είναι τυχαίες μεταβλητές που περιγράφουν την απόκλιση των y_i από το γραμμικό όρο $a + b x_i$.

Στην παρούσα μελέτη η μεταβλητή X , που είναι η ανεξάρτητη μεταβλητή, είναι η απόδοση των μετοχών του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου, ενώ η μεταβλητή Y , που είναι η εξαρτημένη μεταβλητή, θα είναι η απόδοση των μετοχών της εκάστοτε τράπεζας ή εταιρείας. Η ανάλυση της παλινδρόμησης πραγματοποιήθηκε με το στατιστικό πακέτο STATA και παρατίθεται αναλυτικά στο παράρτημα στο τέλος της παρούσας εργασίας.

Πιο αναλυτικά, η παλινδρόμηση έγινε μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών των τραπεζών της Alpha Bank, της Attica Bank, της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, της Τράπεζας Πειραιώς, της Eurobank και των εταιρειών ΕΛΠΕ Α.Ε., ΕΛΒΑΛ Α.Ε., TITAN Α.Ε., ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. και ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε., για την κάθε μία από αυτές ξεχωριστά, με την

⁴² Κούτρας, Μ. και Ευαγγελάρας, Χ. (2010), Ανάλυση Παλινδρόμησης: Θεωρία και Εφαρμογές, Εκδόσεις Σταμούλη.

απόδοση του Γενικού Δείκτη σε ετήσια βάση, για το διάστημα από 1/10/2009 έως 30/09/2014.

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, όταν η γραμμική συσχέτιση των μεταβλητών αποδεικνύεται ισχυρή, βρίσκεται ένα γραμμικό μοντέλο. Στην παρούσα μελέτη το γραμμικό μοντέλο που συνδέει, για παράδειγμα, την απόδοση της Alpha Bank με την απόδοση του Γενικού Δείκτη θα είναι της μορφής $retal_p = a + b \cdot ret_{gen} + \varepsilon$.

Επίσης αξίζει να αναφερθεί η χρησιμότητα του συντελεστή προσδιορισμού R^2 . Ο συντελεστής προσδιορισμού δείχνει πόσο καλά η μεταβλητότητα της ανεξάρτητης μεταβλητής, εξηγεί τη μεταβλητότητα της εξαρτημένης μεταβλητής. Στην παρούσα έρευνα η μεταβλητότητα της απόδοσης του Γενικού Δείκτη, που έχει οριστεί ως ανεξάρτητη μεταβλητή, εξηγεί σε μεγάλο ποσοστό τη μεταβλητότητα της απόδοσης της εκάστοτε τράπεζας και εταιρείας σε όλες τις παλινδρομήσεις που πραγματοποιήθηκαν, γεγονός που σημαίνει ότι επιβεβαιώνεται το μοντέλο της γραμμικής παλινδρόμησης.

4.4 Ο συντελεστής a και ο συντελεστής b (beta)

Σκοπός της συγκεκριμένης έρευνας είναι, μέσω της διεξαγωγής της απλής γραμμικής παλινδρόμησης που πραγματοποιήθηκε μεταξύ των αποδόσεων των εταιρειών και των τραπεζών με την απόδοση του Γενικού Δείκτη, να διερευνήσουμε το συστηματικό και μη συστηματικό κίνδυνο των μετοχών αυτών, καθώς και τον τρόπο που η απόδοση του Γενικού Δείκτη επιδρά σε αυτές.

Ένας από τους κυριότερους παράγοντες που επηρεάζουν την επιλογή μιας μετοχής είναι ο κίνδυνος, δηλαδή το ρίσκο που περικλείεται σε αυτήν. Αυτός ο κίνδυνος μπορεί να διακριθεί σε συστηματικό και σε μη συστηματικό κίνδυνο. Συστηματικός κίνδυνος (μη διαφοροποιήσιμος κίνδυνος) είναι ο κίνδυνος ενός επενδυτικού στοιχείου που πηγάζει από τις συνολικές διακυμάνσεις της αγοράς και δεν εξαλείφεται με τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Με τη λέξη διαφοροποίηση ορίζεται ο συνδυασμός μετοχών διαφορετικού κινδύνου και προσδοκώμενης απόδοσης (δηλαδή συνήθως διαφορετικών εταιρειών και κλάδων), ώστε να επιτευχθεί ο περιορισμός του κινδύνου του συνολικού χαρτοφυλακίου μετοχών. Ο μη συστηματικός (διαφοροποιήσιμος) κίνδυνος δύναται να προέλθει από κάθε είδους μεταβολή που μπορεί να συμβεί σε μία εταιρεία και μπορεί να επηρεάσει την τιμή της μετοχής της, είτε βραχυχρόνια είτε μακροχρόνια.

Ο συντελεστής «beta» (beta coefficient) είναι ένα σύγχρονο χρηματοοικονομικό εργαλείο που βοηθά στη μέτρηση του συστηματικού (μη διαφοροποιήσιμου) κινδύνου μίας μετοχής, δηλαδή του κινδύνου του αξιόγραφου που προέρχεται από τις διακυμάνσεις της συνολικής χρηματιστηριακής αγοράς και ο οποίος δεν εξουδετερώνεται από τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Είναι ένα μέτρο δηλαδή της ευαισθησίας των μεταβολών στην απόδοση των μετοχών ως προς τις μεταβολές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Πιο συγκεκριμένα, ο συντελεστής b (beta) δείχνει πόσο επί τοις εκατό αναμένεται να μεταβληθεί η τιμή μίας μετοχής, αν ο Γενικός Δείκτης μεταβληθεί κατά 1%.

Ο συντελεστής beta ονομάζεται και «συντελεστής επιθετικότητας» καθώς η τιμή του επιτρέπει να ταξινομηθούν μετοχές ή χαρτοφυλάκια σε τρεις κατηγορίες:

- ✓ Επιθετικές μετοχές ή χαρτοφυλάκια που πολλαπλασιάζουν τις μεταβολές της αγοράς (beta μεγαλύτερο του 1).
- ✓ Αμυντικές μετοχές ή χαρτοφυλάκια υποπολλαπλασιάζουν τις μεταβολές της αγοράς (beta μικρότερο του 1).
- ✓ Ουδέτερες μετοχές ή χαρτοφυλάκια που μεταβάλλονται όπως η αγορά (beta ίσο ή πολύ κοντά στο 1).

Ο συντελεστής a δείχνει το μη συστηματικό κίνδυνο, δηλαδή δείχνει ποια είναι η απόδοση μίας μετοχής όταν η απόδοση του χαρτοφυλακίου αγοράς είναι μηδενική. Αν το a είναι θετικό και στατιστικά σημαντικό η μετοχή περιέχει ένα σημαντικό παράγοντα ανατίμησης. Αντιθέτως, αν το a είναι αρνητικό και στατιστικά σημαντικό η μετοχή περιέχει ένα σημαντικό παράγοντα υποτίμησης.

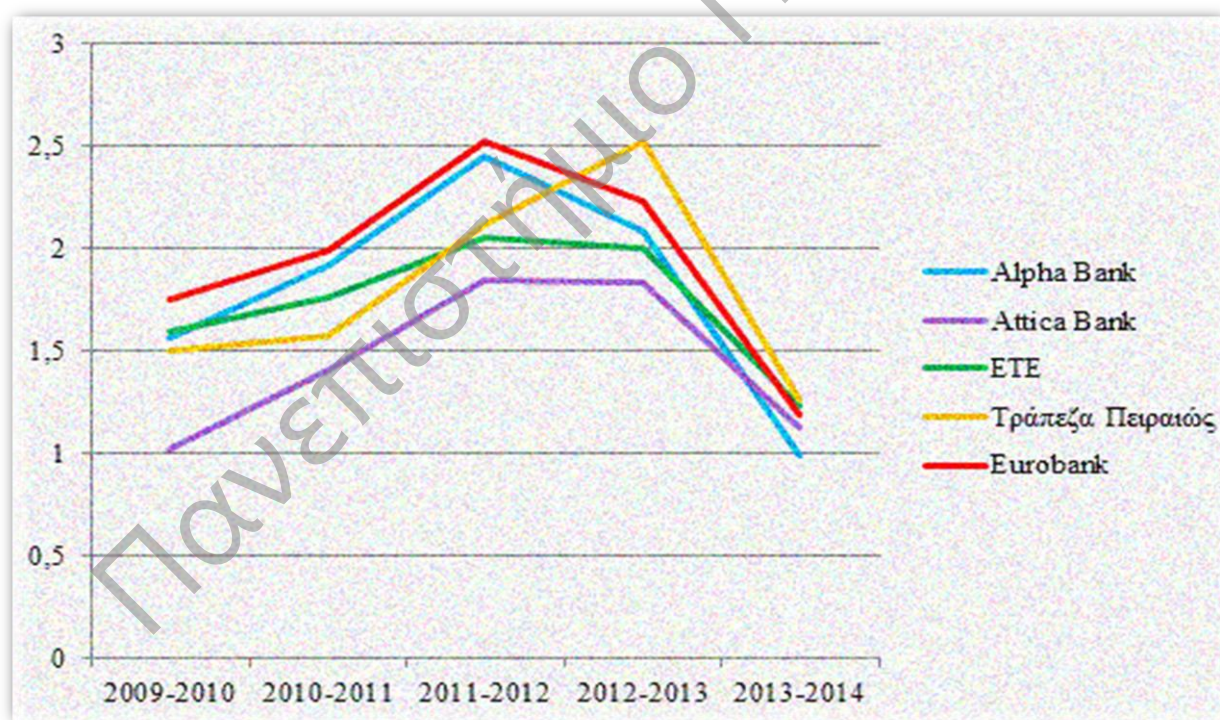
Στον Πίνακα 4.7 που ακολουθεί έχουν συγκεντρωθεί από την ανάλυση της παλινδρόμησης όλα τα αποτελέσματα που προέκυψαν για το συντελεστή b (beta) των πέντε υπό εξέταση τραπεζών για κάθε έτος ξεχωριστά:

Πίνακας 4.7

Αποτελέσματα του συντελεστή b (beta) των τραπεζών

	b(beta)				
	2009-2010	2010-2011	2011-2012	2012-2013	2013-2014
ALPHA BANK	1,560963	1,916046	2,447215	2,08765	0,9875274
ATTICA BANK	1,023703	1,404522	1,844632	1,836055	1,127402
ETE	1,591426	1,757228	2,058498	2,004117	1,229364
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1,500137	1,569734	2,112952	2,518833	1,259289
EUROBANK	1,756121	1,992967	2,527104	2,226386	1,193734

Με σκοπό την καλύτερη απεικόνιση, τα αποτελέσματα του συντελεστή b (beta) των τραπεζών που προέκυψαν από την απλή γραμμική παλινδρόμηση παρουσιάζονται παρακάτω με μορφή διαγράμματος:



Διάγραμμα 4.12

Διαγραμματική απεικόνιση του συντελεστή b (beta) των τραπεζών

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 4.12, παρατηρείται ότι οι αποδόσεις των μετοχών και των πέντε υπό εξέταση τραπεζών, για όλα τα έτη της οικονομικής

ύφεσης, παρουσιάζουν beta μεγαλύτερο της μονάδας, το οποίο τις χαρακτηρίζει ως επιθετικές μετοχές φέροντας μεγάλο συστηματικό κίνδυνο. Οι μετοχές με υψηλό beta θεωρούνται μετοχές υψηλού κινδύνου, καθώς είναι πιο ευαίσθητες στις απότομες μεταβολές της αγοράς, με αποτέλεσμα όσο εύκολα μπορούν να αποκομίσουν κέρδη τόσο εύκολα μπορούν να τα απολέσουν. Έχουν όμως μεγαλύτερη απόδοση από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς, κάτι που καθιστά σαφές ότι σε περιόδους ανόδου του Γενικού Δείκτη είναι προτιμότερη η κατοχή επιθετικών μετοχών καθώς αποφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις και σημαντικά κέρδη, ενώ προκαλούν και μεγαλύτερες απώλειες όταν η αγορά ακολουθεί πτωτική πορεία.

Στο Παράρτημα που παρατίθεται στο τέλος της παρούσας έρευνας, εκτός από τις ετήσιες παλινδρομήσεις, πραγματοποιήθηκε ως επί το πλείστον μία παλινδρόμηση για το σύνολο των ετών αυτών της εκάστοτε τράπεζας με το Γενικό Δείκτη. Τα αποτελέσματα αυτής ανέδειξαν την μετοχή της Eurobank ως την πιο επιθετική μετοχή με beta 2,014. Ακολουθούν η μετοχή της Alpha Bank με beta 1,889, η μετοχή της Τράπεζα Πειραιώς με beta 1,826, η μετοχή της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος με beta 1,773 και τέλος η μετοχή της Attica Bank με beta 1,476.

Τα πρώτα χρόνια της ύφεσης παρατηρείται αυξητική τάση του beta για το σύνολο των πέντε υπό εξέταση τραπεζών, γεγονός που αποδεικνύει αύξηση του συστηματικού κινδύνου των μετοχών αυτών. Τα χρόνια αυτά χαρακτηρίζονταν από έντονες μεταβολές του οικονομικού κλίματος και αβεβαιότητα. Σημειώθηκαν διαδοχικές υποβαθμίσεις των ελληνικών τραπεζών, γεγονός που τις απέκλεισε από τη διατραπεζική χρηματοδότηση. Επιπρόσθετα, την περίοδο αυτή οι τράπεζες κατέγραψαν σημαντικές ζημιές λόγω της συμμετοχής τους στο πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων (PSI). Η κατοχή, λοιπόν, μετοχών των πέντε αυτών τραπεζών την εν λόγω περίοδο έφερε μεγαλύτερο κίνδυνο.

Από τα μέσα του 2012 και μετά, παρουσιάζεται μείωση του συστηματικού κινδύνου. Σήμερα, οι τράπεζες έχουν ολοκληρώσει δύο κύκλους stress tests και ανακεφαλαιοποίησης και αυτή τη στιγμή διαθέτουν ισχυρή κεφαλαιακή επάρκεια. Επιπρόσθετα, το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) διαθέτει ένα κεφαλαιακό απόθεμα άνω των 11 δις ευρώ, γεγονός που διασφαλίζει τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι εξελίξεις αυτές δύνανται να έχουν επιφέρει σημάδια σταθεροποίησης στο τραπεζικό σύστημα και ένα αναδυόμενο θετικό κλίμα.

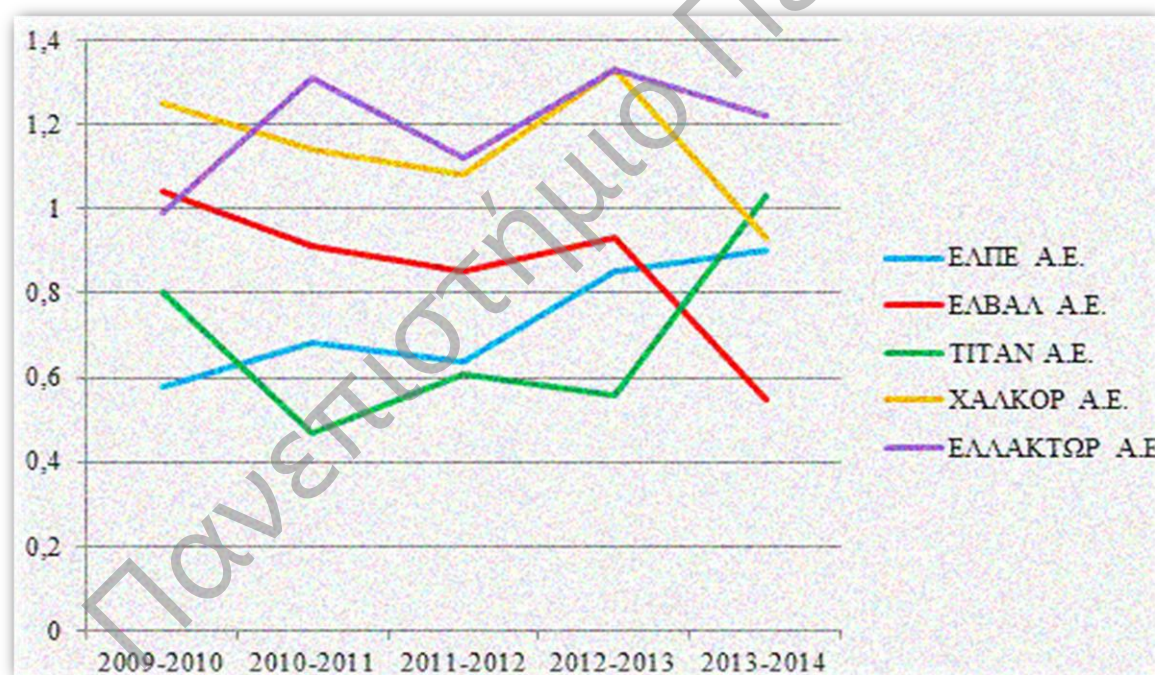
Αντίστοιχα, στον Πίνακα 4.8, παρατίθενται όλα τα αποτελέσματα του συντελεστή b (beta) που προέκυψαν από την ανάλυση της παλινδρόμησης των πέντε υπό εξέταση εταιρειών για κάθε έτος ξεχωριστά:

Πίνακας 4.8

Αποτελέσματα του συντελεστή b (beta) των εταιρειών

	b(beta)				
	2009-2010	2010-2011	2011-2012	2012-2013	2013-2014
ΕΛΠΕ Α.Ε.	0,5833117	0,6821838	0,6426718	0,8505163	0,9050699
ΕΛΒΑΛ Α.Ε.	1,035028	0,9136036	0,8452676	0,9306344	0,5456583
ΤΙΤΑΝ Α.Ε.	0,8025466	0,4719511	0,6067989	0,5625529	1,028742
ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε.	1,250803	1,139792	1,082889	1,32609	0,9313072
ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.	0,9893582	1,308633	1,121706	1,325158	1,224076

Για καλύτερη απεικόνιση, παρακάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του συντελεστή b (beta) των εταιρειών που προέκυψαν από την απλή γραμμική παλινδρόμηση με μορφή διαγράμματος:



Διάγραμμα 4.13

Διαγραμματική απεικόνιση του συντελεστή b (beta) των εταιρειών

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα που παρατηρούνται στο Διάγραμμα 4.13, ο συστηματικός κίνδυνος των συγκεκριμένων εταιρειών παρουσιάζει εντελώς διαφορετική εικόνα συγκριτικά με αυτόν των τραπεζών. Σημαντικό χαρακτηριστικό είναι ότι η πλειοψηφία των εταιρειών παρουσιάζουν beta μικρότερο ή πολύ κοντά στο 1, γεγονός που τις χαρακτηρίζει ως αμυντικές ή ουδέτερες μετοχές. Με άλλα λόγια, αυτό σημαίνει ότι επηρεάζονται ελάχιστα από τις διακυμάνσεις της αγοράς, φέροντας μικρό σχετικά κίνδυνο.

Στο Παράρτημα που παρατίθεται στο τέλος της παρούσας έρευνας, εκτός από τις ετήσιες παλινδρομήσεις, πραγματοποιήθηκε ως επί το πλείστον μία παλινδρόμηση για το σύνολο των ετών αυτών της εκάστοτε εταιρείας με το Γενικό Δείκτη. Τα αποτελέσματα αυτής ανέδειξαν την μετοχή της TITAN A.E. ως την πιο «αμυντικογενής» μετοχή με beta 0,669. Ακολουθούν η ΕΛΠΕ A.E. με beta 0,705, η μετοχή της ΕΛΒΑΛ A.E. με beta 0,877, η μετοχή της ΧΑΛΚΟΡ A.E. με beta 1,154 και τέλος η μετοχή της ΕΛΛΑΚΤΩΡ A.E. με beta 1,179.

Αυτό και μόνο αναδεικνύει ότι ο τραπεζικός τομέας αποτελεί έναν ιδιαίτερο κλάδο της οικονομίας και κατέχει έναν πολύ ξεχωριστό ρόλο μέσα σε αυτή.

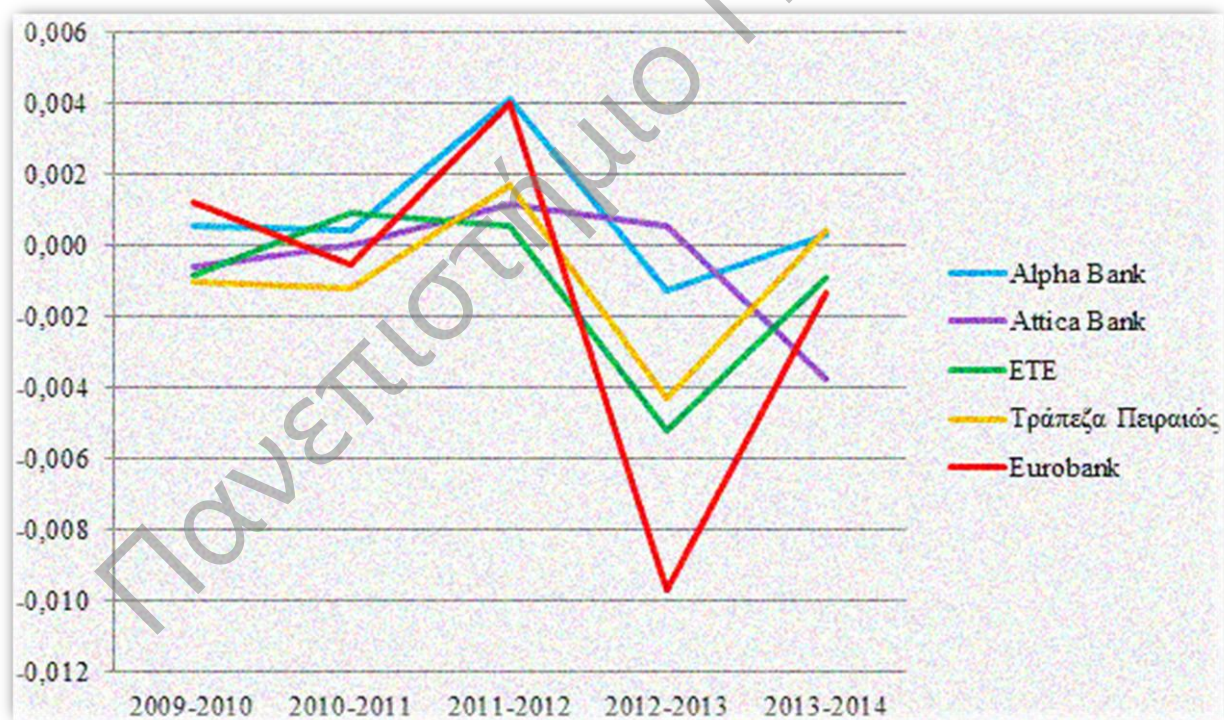
Κατά τη διάρκεια της οικονομικής ύφεσης παρατηρούνται αρκετές αυξομειώσεις στον συντελεστή beta για τις εταιρείες, γεγονός που αντικατοπτρίζει με ακρίβεια την εικόνα της ελληνικής οικονομίας, που ειδικά τα πρώτα χρόνια της ύφεσης χαρακτηριζόταν από αβεβαιότητα, αναξιπιστία και συνεχώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον. Από τα μέσα του 2012 παρατηρείται μείωση στο συντελεστή αυτό, όχι όμως για το σύνολο των εταιρειών. Η μείωση αυτή ενδέχεται να οφείλεται στο γεγονός ότι η ελληνική οικονομία μέσα στο 2013 πέτυχε πρωτογενές πλεόνασμα και μαζί με τις εξαγγελίες της κυβέρνησης ότι η Ελλάδα θα επιστρέψει στις διεθνείς χρηματαγορές αποτέλεσαν παράγοντα για σταθεροποίηση της ελληνικής οικονομίας, χωρίς όμως ξεκάθαρα σημάδια για ανάκαμψη.

Στον Πίνακα 4.9 που ακολουθεί έχουν συγκεντρωθεί από την ανάλυση της παλινδρόμησης όλα τα αποτελέσματα που προέκυψαν για το συντελεστή α των πέντε υπό εξέταση τραπεζών για κάθε έτος ξεχωριστά:

Πίνακας 4.9
Αποτελέσματα του συντελεστή α των τραπεζών

α					
	2009-2010	2010-2011	2011-2012	2012-2013	2013-2014
ALPHA BANK	.0005711	.0004528	.0041369	-.0012414	.0003029
ATTICA BANK	-.0005742	-6.08e-06	.0011414	.0005594	-.003729
ETE	-.0008153	.0009271	.0005444	-.0051755	-.0009011
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	-.0010222	-.0012115	.0017357	-.0043183	.0004368
EUROBANK	.0012269	-.000566	.0040172	-.0096816	-.0013411

Με σκοπό την καλύτερη απεικόνιση, τα αποτελέσματα του συντελεστή α των τραπεζών που προέκυψαν από την απλή γραμμική παλινδρόμηση παρουσιάζονται παρακάτω με μορφή διαγράμματος:



Διάγραμμα 4.14

Διαγραμματική απεικόνιση του συντελεστή α των τραπεζών

Ο συντελεστής α εξηγεί ποια θα είναι η απόδοση της μετοχής της εκάστοτε τράπεζας και εταιρείας αν η απόδοση του Γενικού Δείκτη είναι μηδέν. Τη μεγαλύτερη τιμή παρουσιάζει η Alpha Bank καθώς και η Eurobank για την περίοδο 2011-2012, ενώ πολλές από τις τράπεζες παρουσιάζουν αρνητική απόδοση. Στο σύνολο, παρατηρούμε ότι καμία μετοχή, όταν δεν επηρεάζεται από τον Γενικό Δείκτη, δεν παρουσιάζει μεγάλη απόδοση. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι για τις συστημικές τράπεζες η απόδοση των μετοχών τους παρουσιάζει αυξητική τάση από τα μέσα του 2012.

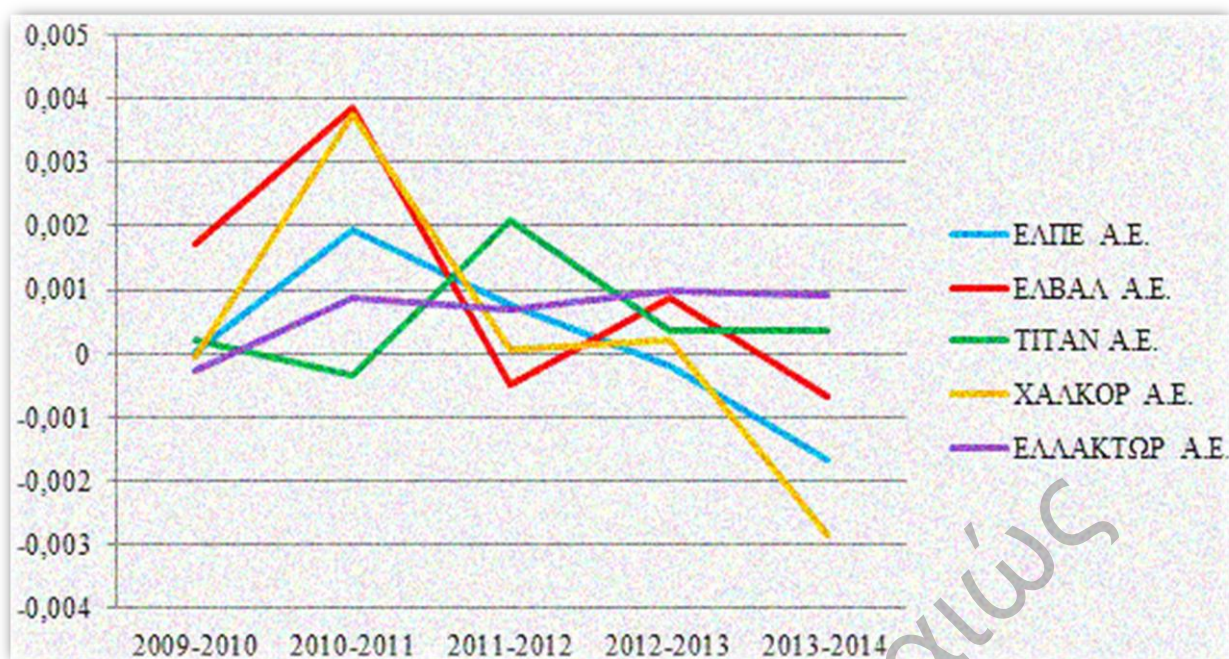
Στον Πίνακα 4.9 που ακολουθεί έχουν συγκεντρωθεί από την ανάλυση της παλινδρόμησης όλα τα αποτελέσματα που προέκυψαν για το συντελεστή α των πέντε υπό εξέταση εταιρειών για κάθε έτος ξεχωριστά:

Πίνακας 4.10

Αποτελέσματα του συντελεστή α των εταιρειών

	α				
	2009-2010	2010-2011	2011-2012	2012-2013	2013-2014
ΕΛΠΕ Α.Ε.	.0000169	.0019589	.0007643	-.0001775	-.0016581
ΕΛΒΑΛ Α.Ε.	.0017088	.0038804	-.0004973	.0008835	-.0006742
TITAN Α.Ε.	.0002262	-.0003247	.0021087	.000343	.0003527
ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε.	-.0000497	.0037421	.0000613	.0002116	-.0028458
ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.	-.0002731	.0008856	.0007005	.0009851	.0009069

Για καλύτερη απεικόνιση, παρακάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του συντελεστή α των εταιρειών που προέκυψαν από την απλή γραμμική παλινδρόμηση με μορφή διαγράμματος:



Διάγραμμα 4.15

Διαγραμματική απεικόνιση του συντελεστή α των εταιρειών

Παρατηρούμε αυξομειώσεις στις αποδόσεις των εταιρειών για όλα τα χρόνια της οικονομικής ύφεσης, με τη μεγαλύτερη απόδοση να παρουσιάζει η ΕΛΒΑΛ Α.Ε. καθώς και η ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. για την περίοδο 2010-2011. Ακόμη παρατηρείται ότι για την πλειονότητα των εταιρειών, τα τελευταία χρόνια η απόδοση των μετοχών τους είναι αρνητική και ταυτόχρονα παρουσιάζει πτωτική πορεία. Μόνο για τις εταιρείες ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε. και ΤΙΤΑΝ Α.Ε. παρουσιάζονται τα τελευταία χρόνια θετικές αλλά και σταθερές αποδόσεις.

4.5 Ανακεφαλαίωση

Στο παρόν κεφάλαιο πραγματοποιήθηκε η εμπειρική έρευνα για την οποία επιλέχθηκαν οι πέντε μεγαλύτερες ελληνικές τράπεζες, καθώς και πέντε από τις μεγαλύτερες ελληνικές εταιρείες. Μία πρώτη ανάλυση έγινε με την αποτύπωση των περιγραφικών τους στοιχείων, ενώ έπειτα ακολούθησε απλή γραμμική παλινδρόμηση μεταξύ τραπεζών και εταιρειών και του Γενικού Δείκτη. Η παλινδρόμηση ανέδειξε το συστηματικό και μη συστηματικό κίνδυνο που φέρουν οι μετοχές των τραπεζών και εταιρειών κατά τη διάρκεια της οικονομικής ύφεσης.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΣΥΝΟΨΗ

Συνοψίζοντας, τα τελευταία χρόνια έχουν προκύψει δύο σοβαρές οικονομικές κρίσεις. Η πρώτη, η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση, ξεκίνησε από το τραπεζικό σύστημα των ΗΠΑ και έπληξε τα τραπεζικά συστήματα πολλών κρατών μέσω μιας διαδικασίας διάχυσης, χωρίς όμως να επηρεάσει το ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Η Ελλάδα την περίοδο εκείνη βρισκόταν στην απαρχή της κρίσης χρέους με τα δημοσιονομικά της μεγέθη να επιδεινώνονται.

Η δεύτερη ήταν η δημοσιονομική κρίση στην Ευρωζώνη και στην Ελλάδα. Κατά τη διάρκεια της δημοσιονομικής κρίσης στην Ελλάδα υποβαθμίστηκε η πιστοληπτική ικανότητα του κράτους, γεγονός που με τη σειρά του επηρέασε και τη ρευστότητα των ελληνικών τραπεζών. Η απομείωση του δημόσιου χρέους λόγω του PSI και της επαναγοράς ομολόγων το 2012, επέφερε ζημιές στον τραπεζικό τομέα που κατείχε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου στο χαρτοφυλάκιό του, οι οποίες αποδείχθηκαν ισόποσες με το ποσό που εκχωρήθηκε αργότερα για την ανακεφαλαιοποίησή τους.

Η δημοσιονομική κρίση επηρέασε ιδιαίτερα και τους ισολογισμούς των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην ελληνική αγορά, με δραστική μείωση των πωλήσεων και έλλειψη ρευστότητας.

Με βάση την παρούσα μελέτη και έρευνα προκύπτει ότι, οι μετοχές με τα πιο επιθετικά χαρακτηριστικά είναι αυτές του τραπεζικού τομέα, με την πιο επιθετική μετοχή να είναι αυτή της Eurobank για το σύνολο των ετών της οικονομικής ύφεσης με beta 2,014. Παρατηρείται ωστόσο μείωση του συστηματικού κινδύνου τα τελευταία χρόνια για το σύνολο των τραπεζών, ενώ παράλληλα παρατηρείται για τις συστημικές τράπεζες αύξηση της απόδοσης των μετοχών τους. Σε γενικό πλαίσιο, η μείωση του συστηματικού κινδύνου των μετοχών του τραπεζικού τομέα το τελευταίο διάστημα, δείχνει ότι η ανακεφαλαιοποίηση και η ριζική αναδόμηση του εγχώριου τραπεζικού συστήματος κατά τη διάρκεια της ύφεσης ενδέχεται να έχουν δημιουργήσει τις βάσεις που απαιτούνται για τη βελτίωση της λειτουργίας των τραπεζών προς όφελος της πραγματικής οικονομίας.

Παράλληλα, οι μετοχές της TITAN A.E., της ΕΛΠΕ Α.Ε. και της ΕΛΒΑΛ Α.Ε. αναδείχθηκαν ως οι πιο «αμυντικογενείς» για το σύνολο των υπό εξέταση ετών. Από την παρούσα έρευνα προκύπτει ότι για τις υπό εξέταση εταιρείες δεν διαφαίνονται ακόμα ιδιαίτερα θετικά αποτελέσματα, παρ' όλα αυτά, ενδέχεται οι εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα να επιφέρουν κλίμα αισιοδοξίας στις επιχειρήσεις με διασφάλιση της σταθερότητας και

βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης. Οι συνθήκες της ύφεσης αποτελούν ακόμη πρόκληση για τις μεγάλες επιχειρήσεις, οι οποίες αντιμετωπίζουν πρόβλημα επιβίωσης και αναζητούν εναλλακτικές στρατηγικές ανάπτυξης με σκοπό την αντιμετώπιση των δυσμενών συνθηκών.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

-> date = 2009-2010

Source	SS	df	MS			
Model	.333995321	1	.333995321	Number of obs =	250	
Residual	.105211995	248	.000424242	F(1, 248) =	787.28	
Total	.439207316	249	.001763885	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.7605	
				Adj R-squared =	0.7595	
				Root MSE =	.0206	

retalp	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.560963	.0556326	28.06	0.000	1.45139	1.670535
_cons	.0005711	.0013078	0.44	0.663	-.0020046	.0031469

-> date = 2010-2011

Source	SS	df	MS			
Model	.45135059	1	.45135059	Number of obs =	252	
Residual	.184069025	250	.000736276	F(1, 250) =	613.02	
Total	.635419615	251	.002531552	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.7103	
				Adj R-squared =	0.7092	
				Root MSE =	.02713	

retalp	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.916046	.0773872	24.76	0.000	1.763632	2.06846
_cons	.0004528	.0017176	0.26	0.792	-.00293	.0038357

-> date = 2011-2012

Source	SS	df	MS			
Model	.951368738	1	.951368738	Number of obs =	249	
Residual	.688663353	247	.002788111	F(1, 247) =	341.22	
Total	1.64003209	248	.006613033	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.5801	
				Adj R-squared =	0.5784	
				Root MSE =	.0528	

retalp	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	2.447215	.1324807	18.47	0.000	2.186279	2.708151
_cons	.0041369	.0033462	1.24	0.218	-.0024539	.0107277

-> date = 2012-2013

Source	SS	df	MS			
Model	.464764544	1	.464764544	Number of obs =	247	
Residual	.570653826	245	.002329199	F(1, 245) =	199.54	
Total	1.03541837	246	.004209018	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.4489	
				Adj R-squared =	0.4466	
				Root MSE =	.04826	

retalp	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	2.087675	.1477916	14.13	0.000	1.796571	2.378779
_cons	-.0012414	.0030788	-0.40	0.687	-.0073057	.0048229

-> date = 2013-2014

Source	SS	df	MS	
Model	.072924295	1	.072924295	Number of obs = 248
Residual	.085734604	246	.000348515	F(1, 246) = 209.24
Total	.158658898	247	.000642344	Prob > F = 0.0000
				R-squared = 0.4596
				Adj R-squared = 0.4574
				Root MSE = .01867

retalp	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
retgi	.9875274	.068269	14.47	0.000	.8530611 1.121994
_cons	.0003029	.0011857	0.26	0.799	-.0020324 .0026383

Source	SS	df	MS	
Model	2.15190415	1	2.15190415	Number of obs = 1246
Residual	1.76739764	1244	.001420738	F(1, 1244) = 1514.64
Total	3.91930179	1245	.003148034	Prob > F = 0.0000
				R-squared = 0.5491
				Adj R-squared = 0.5487
				Root MSE = .03769

retalp	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
retgi	1.889334	.0485461	38.92	0.000	1.794093 1.984576
_cons	.0009717	.0010681	0.91	0.363	-.0011238 .0030671

-> date = 2009-2010

Source	SS	df	MS			
Model	.143649232	1	.143649232	Number of obs =	250	
Residual	.167404282	248	.000675017	F(1, 248) =	212.81	
Total	.311053514	249	.001249211	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.4618	
				Adj R-squared =	0.4596	
				Root MSE =	.02598	

retatt	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.023703	.0701746	14.59	0.000	.8854889	1.161917
_cons	-.0005742	.0016496	-0.35	0.728	-.0038233	.0026748

-> date = 2010-2011

Source	SS	df	MS			
Model	.242526358	1	.242526358	Number of obs =	252	
Residual	.210254776	250	.000841019	F(1, 250) =	288.37	
Total	.452781134	251	.001803909	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.5356	
				Adj R-squared =	0.5338	
				Root MSE =	.029	

retatt	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.404522	.0827088	16.98	0.000	1.241627	1.567417
_cons	-6.08e-06	.0018357	-0.00	0.997	-.0036216	.0036094

-> date = 2011-2012

Source	SS	df	MS			
Model	.54053527	1	.54053527	Number of obs =	249	
Residual	.679178985	247	.002749712	F(1, 247) =	196.58	
Total	1.21971425	248	.004918203	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.4432	
				Adj R-squared =	0.4409	
				Root MSE =	.05244	

retatt	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.844632	.1315653	14.02	0.000	1.585499	2.103765
_cons	.0011414	.0033231	0.34	0.732	-.0054038	.0076867

-> date = 2012-2013

Source	SS	df	MS			
Model	.359483173	1	.359483173	Number of obs =	247	
Residual	1.63046189	245	.006654946	F(1, 245) =	54.02	
Total	1.98994506	246	.008089208	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.1806	
				Adj R-squared =	0.1773	
				Root MSE =	.08158	

retatt	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.836055	.2498151	7.35	0.000	1.343996	2.328114
_cons	.0005594	.0052041	0.11	0.914	-.0096911	.01081

-> date = 2013-2014

Source	SS	df	MS			
Model	.095045421	1	.095045421	Number of obs =	248	
Residual	.315860737	246	.001283987	F(1, 246) =	74.02	
Total	.410906158	247	.001663588	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.2313	
				Adj R-squared =	0.2282	
				Root MSE =	.03583	

retatt	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.127402	.1310368	8.60	0.000	.8693044	1.385499
_cons	-.003729	.0022758	-1.64	0.103	-.0082115	.0007536

Source	SS	df	MS			
Model	1.31271281	1	1.31271281	Number of obs =	1246	
Residual	3.08060234	1244	.002476368	F(1, 1244) =	530.10	
Total	4.39331516	1245	.003528767	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.2988	
				Adj R-squared =	0.2982	
				Root MSE =	.04976	

retatt	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.475646	.0640922	23.02	0.000	1.349905	1.601387
_cons	-.0002157	.0014101	-0.15	0.878	-.0029822	.0025508

-> date = 2009-2010

Source	SS	df	MS			
Model	.347158883	1	.347158883	Number of obs =	250	
Residual	.069601705	248	.000280652	F(1, 248) =	1236.97	
Total	.416760588	249	.001673737	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.8330	
				Adj R-squared =	0.8323	
				Root MSE =	.01675	

reteth	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.591426	.0452487	35.17	0.000	1.502305	1.680547
_cons	-.0008153	.0010637	-0.77	0.444	-.0029103	.0012797

-> date = 2010-2011

Source	SS	df	MS			
Model	.379628022	1	.379628022	Number of obs =	252	
Residual	.088891839	250	.000355567	F(1, 250) =	1067.67	
Total	.468519862	251	.001866613	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.8103	
				Adj R-squared =	0.8095	
				Root MSE =	.01886	

reteth	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.757228	.0537787	32.68	0.000	1.651311	1.863145
_cons	.0009271	.0011936	0.78	0.438	-.0014237	.003278

-> date = 2011-2012

Source	SS	df	MS			
Model	.673139984	1	.673139984	Number of obs =	249	
Residual	.372380897	247	.001507615	F(1, 247) =	446.49	
Total	1.04552088	248	.00421581	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.6438	
				Adj R-squared =	0.6424	
				Root MSE =	.03883	

reteth	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	2.058498	.0974188	21.13	0.000	1.86662	2.250376
_cons	.0005444	.0024606	0.22	0.825	-.0043021	.0053909

-> date = 2012-2013

Source	SS	df	MS			
Model	.428305159	1	.428305159	Number of obs =	247	
Residual	.791790127	245	.003231796	F(1, 245) =	132.53	
Total	1.22009529	246	.004959737	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.3510	
				Adj R-squared =	0.3484	
				Root MSE =	.05685	

reteth	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	2.004117	.1740878	11.51	0.000	1.661217	2.347017
_cons	-.0051755	.0036266	-1.43	0.155	-.0123188	.0019677

-> date = 2013-2014

Source	SS	df	MS			
Model	.113014669	1	.113014669	Number of obs =	248	
Residual	.157923805	246	.000641967	F(1, 246) =	176.04	
Total	.270938474	247	.001096917	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.4171	
				Adj R-squared =	0.4148	
				Root MSE =	.02534	

reteth	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.229364	.0926551	13.27	0.000	1.046865	1.411862
_cons	-.0009011	.0016092	-0.56	0.576	-.0040707	.0022685

Source	SS	df	MS			
Model	1.89418926	1	1.89418926	Number of obs =	1246	
Residual	1.53114805	1244	.001230826	F(1, 1244) =	1538.96	
Total	3.42533731	1245	.002751275	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.5530	
				Adj R-squared =	0.5526	
				Root MSE =	.03508	

reteth	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.772593	.0451852	39.23	0.000	1.683946	1.861241
_cons	-.0009574	.0009941	-0.96	0.336	-.0029078	.000993

-> date = 2009-2010

Source	SS	df	MS			
Model	.308473033	1	.308473033	Number of obs =	250	
Residual	.073188851	248	.000295116	F(1, 248) =	1045.26	
Total	.381661884	249	.001532779	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.8082	
				Adj R-squared =	0.8075	
				Root MSE =	.01718	

retpei	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.500137	.0464001	32.33	0.000	1.408749	1.591526
_cons	-.0010222	.0010908	-0.94	0.350	-.0031705	.0011261

-> date = 2010-2011

Source	SS	df	MS			
Model	.302938152	1	.302938152	Number of obs =	252	
Residual	.180409084	250	.000721636	F(1, 250) =	419.79	
Total	.483347235	251	.001925686	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.6268	
				Adj R-squared =	0.6253	
				Root MSE =	.02686	

retpei	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.569734	.076614	20.49	0.000	1.418843	1.720625
_cons	-.0012115	.0017005	-0.71	0.477	-.0045606	.0021376

-> date = 2011-2012

Source	SS	df	MS			
Model	.709224648	1	.709224648	Number of obs =	249	
Residual	.743790578	247	.003011298	F(1, 247) =	235.52	
Total	1.45301523	248	.005858932	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.4881	
				Adj R-squared =	0.4860	
				Root MSE =	.05488	

retpei	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	2.112952	.1376812	15.35	0.000	1.841773	2.384131
_cons	.0017357	.0034776	0.50	0.618	-.0051138	.0085852

-> date = 2012-2013

Source	SS	df	MS			
Model	.676559692	1	.676559692	Number of obs =	247	
Residual	.873233799	245	.00356422	F(1, 245) =	189.82	
Total	1.54979349	246	.006299974	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.4365	
				Adj R-squared =	0.4342	
				Root MSE =	.0597	

retpei	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	2.518833	.1828221	13.78	0.000	2.15873	2.878937
_cons	-.0043183	.0038085	-1.13	0.258	-.0118199	.0031834

-> date = 2013-2014

Source	SS	df	MS	
Model	.118583636	1	.118583636	Number of obs = 248
Residual	.166989053	246	.000678817	F(1, 246) = 174.69
Total	.285572689	247	.001156165	Prob > F = 0.0000
				R-squared = 0.4152
				Adj R-squared = 0.4129
				Root MSE = .02605

retpei	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.259289	.0952773	13.22	0.000	1.071626	1.446952
_cons	.0004368	.0016547	0.26	0.792	-.0028225	.0036961

Source	SS	df	MS	
Model	2.00999375	1	2.00999375	Number of obs = 1246
Residual	2.15182936	1244	.001729766	F(1, 1244) = 1162.00
Total	4.16182311	1245	.00334283	Prob > F = 0.0000
				R-squared = 0.4830
				Adj R-squared = 0.4825
				Root MSE = .04159

retpei	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.825975	.0535662	34.09	0.000	1.720884	1.931065
_cons	-.0004552	.0011785	-0.39	0.699	-.0027673	.0018569

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

-> date = 2009-2010

Source	SS	df	MS			
Model	.422731256	1	.422731256	Number of obs =	250	
Residual	.106716002	248	.000430306	F(1, 248) =	982.40	
Total	.529447258	249	.002126294	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.7984	
				Adj R-squared =	0.7976	
				Root MSE =	.02074	

retour	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.756121	.0560288	31.34	0.000	1.645768	1.866474
_cons	.0012269	.0013171	0.93	0.352	-.0013672	.003821

-> date = 2010-2011

Source	SS	df	MS			
Model	.488317668	1	.488317668	Number of obs =	252	
Residual	.155731988	250	.000622928	F(1, 250) =	783.91	
Total	.644049656	251	.002565935	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.7582	
				Adj R-squared =	0.7572	
				Root MSE =	.02496	

retour	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.992967	.0711816	28.00	0.000	1.852775	2.13316
_cons	-.000566	.0015799	-0.36	0.720	-.0036776	.0025456

-> date = 2011-2012

Source	SS	df	MS			
Model	1.01449714	1	1.01449714	Number of obs =	249	
Residual	.775947829	247	.003141489	F(1, 247) =	322.94	
Total	1.79044497	248	.007219536	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.5666	
				Adj R-squared =	0.5649	
				Root MSE =	.05605	

retour	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	2.527104	.140626	17.97	0.000	2.250125	2.804083
_cons	.0040172	.003552	1.13	0.259	-.0029788	.0110132

-> date = 2012-2013

Source	SS	df	MS			
Model	.52857708	1	.52857708	Number of obs =	247	
Residual	1.99806337	245	.008155361	F(1, 245) =	64.81	
Total	2.52664045	246	.010270896	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.2092	
				Adj R-squared =	0.2060	
				Root MSE =	.09031	

retour	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	2.226386	.2765464	8.05	0.000	1.681675	2.771098
_cons	-.0096816	.005761	-1.68	0.094	-.021029	.0016658

-> date = 2013-2014

Source	SS	df	MS	Number of obs =	248
Model	.106558665	1	.106558665	F(1, 246) =	72.50
Residual	.361573673	246	.001469812	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.2276
				Adj R-squared =	0.2245
Total	.468132339	247	.001895273	Root MSE =	.03834

reteur	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
retgi	1.193734	.1401987	8.51	0.000	.9175907 1.469876
_cons	-.0013411	.0024349	-0.55	0.582	-.0061371 .0034549

Source	SS	df	MS	Number of obs =	1246
Model	2.44516678	1	2.44516678	F(1, 1244) =	861.76
Residual	3.52974591	1244	.002837416	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.4092
				Adj R-squared =	0.4088
Total	5.97491269	1245	.004799127	Root MSE =	.05327

reteur	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
retgi	2.013964	.0686055	29.36	0.000	1.879368 2.148559
_cons	-.0011258	.0015094	-0.75	0.456	-.0040871 .0018355

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

-> date = 2009-2010

Source	SS	df	MS			
Model	.046639793	1	.046639793	Number of obs =	250	
Residual	.084135839	248	.000339257	F(1, 248) =	137.48	
Total	.130775632	249	.000525203	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.3566	
				Adj R-squared =	0.3540	
				Root MSE =	.01842	

retelp	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	.5833117	.0497493	11.73	0.000	.4853266	.6812967
_cons	.0000169	.0011695	0.01	0.988	-.0022865	.0023203

-> date = 2010-2011

Source	SS	df	MS			
Model	.057214335	1	.057214335	Number of obs =	252	
Residual	.058413607	250	.000233654	F(1, 250) =	244.87	
Total	.115627942	251	.000460669	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.4948	
				Adj R-squared =	0.4928	
				Root MSE =	.01529	

retelp	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	.6821838	.0435949	15.65	0.000	.5963237	.768044
_cons	.0019589	.0009676	2.02	0.044	.0000532	.0038645

-> date = 2011-2012

Source	SS	df	MS			
Model	.065611968	1	.065611968	Number of obs =	249	
Residual	.116683758	247	.000472404	F(1, 247) =	138.89	
Total	.182295726	248	.000735063	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.3599	
				Adj R-squared =	0.3573	
				Root MSE =	.02173	

retelp	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	.6426718	.0545324	11.79	0.000	.5352641	.7500796
_cons	.0007634	.0013774	0.55	0.580	-.0019495	.0034763

-> date = 2012-2013

Source	SS	df	MS			
Model	.077138738	1	.077138738	Number of obs =	247	
Residual	.098679799	245	.000402775	F(1, 245) =	191.52	
Total	.175818536	246	.000714709	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.4387	
				Adj R-squared =	0.4364	
				Root MSE =	.02007	

retelp	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	.8505163	.0614579	13.84	0.000	.7294631	.9715695
_cons	-.0001775	.0012803	-0.14	0.890	-.0026993	.0023443

-> date = 2013-2014

Source	SS	df	MS	Number of obs =	248
Model	.061254528	1	.061254528	F(1, 246) =	177.66
Residual	.084818895	246	.000344792	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.4193
				Adj R-squared =	0.4170
Total	.146073423	247	.00059139	Root MSE =	.01857

retelp	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
retgi	.9050699	.0679034	13.33	0.000	.7713236 1.038816
_cons	-.0016581	.0011793	-1.41	0.161	-.003981 .0006647

Source	SS	df	MS	Number of obs =	1246
Model	.299513168	1	.299513168	F(1, 1244) =	823.62
Residual	.452386784	1244	.000363655	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.3983
				Adj R-squared =	0.3979
Total	.751899951	1245	.000603936	Root MSE =	.01907

retelp	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
retgi	.704864	.0245608	28.70	0.000	.6566789 .7530491
_cons	.000304	.0005404	0.56	0.574	-.0007561 .0013642

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

-> date = 2009-2010

Source	SS	df	MS			
Model	.146845151	1	.146845151	Number of obs =	250	
Residual	.301827308	248	.001217046	F(1, 248) =	120.66	
Total	.44867246	249	.001801897	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.3273	
				Adj R-squared =	0.3246	
				Root MSE =	.03489	

retelv	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.035028	.0942271	10.98	0.000	.8494408	1.220616
_cons	.0017088	.002215	0.77	0.441	-.0026539	.0060715

-> date = 2010-2011

Source	SS	df	MS			
Model	.1026166	1	.1026166	Number of obs =	252	
Residual	.177340581	250	.000709362	F(1, 250) =	144.66	
Total	.279957181	251	.001115367	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.3665	
				Adj R-squared =	0.3640	
				Root MSE =	.02663	

retelv	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	.9136036	.0759597	12.03	0.000	.7640012	1.063206
_cons	.0038804	.0016859	2.30	0.022	.00056	.0072009

-> date = 2011-2012

Source	SS	df	MS			
Model	.113499253	1	.113499253	Number of obs =	249	
Residual	.197929272	247	.000801333	F(1, 247) =	141.64	
Total	.311428524	248	.00125576	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.3644	
				Adj R-squared =	0.3619	
				Root MSE =	.02831	

retelv	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	.8452676	.0710239	11.90	0.000	.705378	.9851573
_cons	-.0004973	.0017939	-0.28	0.782	-.0040307	.003036

-> date = 2012-2013

Source	SS	df	MS			
Model	.092356077	1	.092356077	Number of obs =	247	
Residual	.158115544	245	.00064537	F(1, 245) =	143.11	
Total	.250471622	246	.001018177	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.3687	
				Adj R-squared =	0.3662	
				Root MSE =	.0254	

retelv	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	.9306344	.0777948	11.96	0.000	.7774025	1.083866
_cons	.0008835	.0016206	0.55	0.586	-.0023087	.0040756

-> date = 2013-2014

Source	SS	df	MS	Number of obs =	248
Model	.022264626	1	.022264626	F(1, 246) =	59.30
Residual	.092356558	246	.000375433	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.1942
				Adj R-squared =	0.1910
Total	.114621184	247	.000464053	Root MSE =	.01938

retelv	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
retgi	.5456583	.0708564	7.70	0.000	.4060956 .6852209
_cons	-.0006742	.0012306	-0.55	0.584	-.003098 .0017497

Source	SS	df	MS	Number of obs =	1246
Model	.46392556	1	.46392556	F(1, 1244) =	611.88
Residual	.943195011	1244	.000758195	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.3297
				Adj R-squared =	0.3292
Total	1.40712057	1245	.001130217	Root MSE =	.02754

retelv	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
retgi	.8772462	.035464	24.74	0.000	.8076704 .9468221
_cons	.0009811	.0007803	1.26	0.209	-.0005496 .0025119

-> date = 2009-2010

Source	SS	df	MS			
Model	.088286816	1	.088286816	Number of obs =	250	
Residual	.125421678	248	.000505733	F(1, 248) =	174.57	
Total	.213708494	249	.000858267	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.4131	
				Adj R-squared =	0.4108	
				Root MSE =	.02249	

rettit	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	.8025466	.0607411	13.21	0.000	.6829124	.9221809
_cons	.0002262	.0014279	0.16	0.874	-.0025861	.0030385

-> date = 2010-2011

Source	SS	df	MS			
Model	.02738395	1	.02738395	Number of obs =	252	
Residual	.070096121	250	.000280384	F(1, 250) =	97.67	
Total	.097480071	251	.000388367	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.2809	
				Adj R-squared =	0.2780	
				Root MSE =	.01674	

rettit	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	.4719511	.0477558	9.88	0.000	.3778962	.5660061
_cons	-.0003247	.00106	-0.31	0.760	-.0024123	.0017629

-> date = 2011-2012

Source	SS	df	MS			
Model	.05849168	1	.05849168	Number of obs =	249	
Residual	.202578101	247	.000820154	F(1, 247) =	71.32	
Total	.261069782	248	.001052701	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.2240	
				Adj R-squared =	0.2209	
				Root MSE =	.02864	

rettit	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	.6067989	.0718531	8.44	0.000	.465276	.7483218
_cons	.0021087	.0018149	1.16	0.246	-.0014659	.0056833

-> date = 2012-2013

Source	SS	df	MS			
Model	.033746909	1	.033746909	Number of obs =	247	
Residual	.143385773	245	.000585248	F(1, 245) =	57.66	
Total	.177132683	246	.000720052	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.1905	
				Adj R-squared =	0.1872	
				Root MSE =	.02419	

rettit	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	.5625529	.0740826	7.59	0.000	.4166328	.708473
_cons	.000343	.0015433	0.22	0.824	-.0026968	.0033828

-> date = 2013-2014

Source	SS	df	MS			
Model	.079138298	1	.079138298	Number of obs =	248	
Residual	.121732639	246	.000494848	F(1, 246) =	159.92	
Total	.200870937	247	.000813243	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.3940	
				Adj R-squared =	0.3915	
				Root MSE =	.02225	

rettit	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.028742	.0813484	12.65	0.000	.8685136	1.18897
_cons	.0003527	.0014128	0.25	0.803	-.0024301	.0031355

Source	SS	df	MS			
Model	.270043167	1	.270043167	Number of obs =	1246	
Residual	.682711872	1244	.000548804	F(1, 1244) =	492.06	
Total	.952755039	1245	.000765265	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.2834	
				Adj R-squared =	0.2829	
				Root MSE =	.02343	

rettit	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	.6692894	.0301721	22.18	0.000	.6100956	.7284833
_cons	.0005631	.0006638	0.85	0.396	-.0007392	.0018655

-> date = 2009-2010

Source	SS	df	MS			
Model	.214453455	1	.214453455	Number of obs =	250	
Residual	.174609029	248	.000704069	F(1, 248) =	304.59	
Total	.389062485	249	.0015625	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.5512	
				Adj R-squared =	0.5494	
				Root MSE =	.02653	

retcha	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.250803	.0716688	17.45	0.000	1.109646	1.39196
_cons	-.0000497	.0016848	-0.03	0.976	-.0033679	.0032686

-> date = 2010-2011

Source	SS	df	MS			
Model	.159717898	1	.159717898	Number of obs =	252	
Residual	.18238193	250	.000729528	F(1, 250) =	218.93	
Total	.342099828	251	.001362948	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.4669	
				Adj R-squared =	0.4647	
				Root MSE =	.02701	

retcha	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.139792	.0770318	14.80	0.000	.9880785	1.291506
_cons	.0037421	.0017097	2.19	0.030	.0003748	.0071094

-> date = 2011-2012

Source	SS	df	MS			
Model	.18628249	1	.18628249	Number of obs =	249	
Residual	.241098826	247	.000976109	F(1, 247) =	190.84	
Total	.427381316	248	.001723312	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.4359	
				Adj R-squared =	0.4336	
				Root MSE =	.03124	

retcha	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.082889	.0783875	13.81	0.000	.9284954	1.237282
_cons	.0000613	.0019799	0.03	0.975	-.0038384	.003961

-> date = 2012-2013

Source	SS	df	MS			
Model	.187522525	1	.187522525	Number of obs =	247	
Residual	.263358703	245	.001074933	F(1, 245) =	174.45	
Total	.450881228	246	.001832851	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.4159	
				Adj R-squared =	0.4135	
				Root MSE =	.03279	

retcha	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.32609	.1004008	13.21	0.000	1.128331	1.523849
_cons	.0002116	.0020915	0.10	0.919	-.0039081	.0043313

-> date = 2013-2014

Source	SS	df	MS	
Model	.064857445	1	.064857445	Number of obs = 248
Residual	.183620153	246	.000746423	F(1, 246) = 86.89
Total	.248477599	247	.001005982	Prob > F = 0.0000
				R-squared = 0.2610
				Adj R-squared = 0.2580
				Root MSE = .02732

retcha	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	.9313072	.0999092	9.32	0.000	.7345205	1.128094
_cons	-.0028458	.0017352	-1.64	0.102	-.0062635	.0005719

Source	SS	df	MS	
Model	.802945705	1	.802945705	Number of obs = 1246
Residual	1.05975179	1244	.000851891	F(1, 1244) = 942.55
Total	1.8626975	1245	.001496143	Prob > F = 0.0000
				R-squared = 0.4311
				Adj R-squared = 0.4306
				Root MSE = .02919

retcha	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.154092	.0375915	30.70	0.000	1.080342	1.227842
_cons	.0002367	.0008271	0.29	0.775	-.0013859	.0018593

-> date = 2009-2010

Source	SS	df	MS			
Model	.134172157	1	.134172157	Number of obs =	250	
Residual	.113810827	248	.000458915	F(1, 248) =	292.37	
Total	.247982983	249	.000995916	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.5411	
				Adj R-squared =	0.5392	
				Root MSE =	.02142	

retell	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	.9893582	.0578613	17.10	0.000	.875396	1.10332
_cons	-.0002731	.0013602	-0.20	0.841	-.0029521	.0024059

-> date = 2010-2011

Source	SS	df	MS			
Model	.210541464	1	.210541464	Number of obs =	252	
Residual	.1865909	250	.000746364	F(1, 250) =	282.09	
Total	.397132364	251	.001582201	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.5302	
				Adj R-squared =	0.5283	
				Root MSE =	.02732	

retell	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.308633	.0779156	16.80	0.000	1.155178	1.462087
_cons	.0008856	.0017294	0.51	0.609	-.0025204	.0042915

-> date = 2011-2012

Source	SS	df	MS			
Model	.199876771	1	.199876771	Number of obs =	249	
Residual	.261592549	247	.001059079	F(1, 247) =	188.73	
Total	.46146932	248	.001860763	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.4331	
				Adj R-squared =	0.4308	
				Root MSE =	.03254	

retell	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.121706	.0816511	13.74	0.000	.9608845	1.282527
_cons	.0007005	.0020624	0.34	0.734	-.0033616	.0047625

-> date = 2012-2013

Source	SS	df	MS			
Model	.187259033	1	.187259033	Number of obs =	247	
Residual	.146398517	245	.000597545	F(1, 245) =	313.38	
Total	.333657549	246	.001356332	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.5612	
				Adj R-squared =	0.5594	
				Root MSE =	.02444	

retell	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.325158	.0748569	17.70	0.000	1.177713	1.472603
_cons	.0009851	.0015594	0.63	0.528	-.0020865	.0040566

-> date = 2013-2014

Source	SS	df	MS	Number of obs =	248
Model	.112044492	1	.112044492	F(1, 246) =	265.50
Residual	.103815581	246	.000422015	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.5191
				Adj R-squared =	0.5171
Total	.215860073	247	.000873927	Root MSE =	.02054

retell	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.224076	.0751237	16.29	0.000	1.076108	1.372043
_cons	.0009069	.0013047	0.70	0.488	-.001663	.0034768

Source	SS	df	MS	Number of obs =	1246
Model	.838831033	1	.838831033	F(1, 1244) =	1268.98
Residual	.822316553	1244	.000661026	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.5050
				Adj R-squared =	0.5046
Total	1.66114759	1245	.001334255	Root MSE =	.02571

retell	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
retgi	1.1796	.0331136	35.62	0.000	1.114635	1.244564
_cons	.0007084	.0007285	0.97	0.331	-.0007209	.0021377

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

Αργεΐτης, Γ. *et. al.* (2011), Κρίση Δημοσίου Χρέους στην Ελλάδα - Αιτίες και Προοπτικές, Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων, ΙΝΕ, Ινστιτούτο Εργασίας ΓΣΕΕ.

Βαρουφάκης, Γ. (2011), Παγκόσμιος Μινώταυρος: Οι Πραγματικές Αιτίες Της Κρίσης, Εκδοτικός Οίκος Λιβάνη, Αθήνα.

Βαρουφάκης, Γ. *et. al.* (2011), Η Οικονομική Κρίση στην Ελλάδα και την Ευρώπη το 2011, ΙΝΕ ΓΣΕΕ – Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων, Αθήνα.

Ελληνική Ένωση Τραπεζών (2013), Το Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα το 2011 και το 2012.

Καραβίας, Φ. (2012), Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα, Μέτρα Ενίσχυσης της Ρευστότητας και Χρηματοδότηση της Πραγματικής Οικονομίας, Eurobank Research, Οικονομία & Αγορές, Τόμος VII, Τεύχος 1.

Καραμούζης, Ν. (2009), Τα Αίτια της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης και ο Ρόλος του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος, Eurobank Research, Οικονομία & Αγορές, Τόμος IV, Τεύχος 8.

Κολλίντζας, Τ. και Ψαλιδόπουλος, Μ. (2009), Οι Κρίσεις του 1929 και του 2008 και οι Πολιτικές Αντιμετώπισής τους, Eurobank Research, Οικονομία & Αγορές, Τόμος IV, Τεύχος 8.

Κούτρας, Μ. και Ευαγγελάρας, Χ. (2010), Ανάλυση Παλινδρόμησης: Θεωρία και Εφαρμογές, Εκδόσεις Σταμούλη.

Κουφάρης, Γ. (2010), Η Παγκόσμια Οικονομική Κρίση και οι Χρηματιστηριακές Αγορές, Περιοδικό Χρήμα.

Μασουράκης, Μ. Ε. (2009), Τα Αίτια της Χρηματοοικονομικής Κρίσεως και η Προοπτική Εξόδου της Παγκόσμιας Οικονομίας από την Ύφεση, Οικονομικό Δελτίο, Alpha Bank.

Σφακιανάκης, Μ. Κ. (1998), Διοικητική Κρίσεων, Εκδόσεις Έλλην, Αθήνα.

Τάτσος, Ν. (1991), Τα Δημοσιονομικά Οικονομικά στην Ελλάδα, Εκδόσεις Σμπίλια, Αθήνα.

Τομπάζος, Σ. (2010), Φυγόκεντροι Καιροί: Η Παγκόσμια Οικονομική Κρίση 2007, 2008, 2009, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.

Τράπεζα της Ελλάδος, Κέντρο Πολιτισμού Έρευνας και Τεκμηρίωσης, (2014), Το Χρονικό της Μεγάλης Κρίσης: Η Τράπεζα της Ελλάδος 2008-2013.

Χαρδούβελης, Α. Γ. (2011), Το Χρονικό της Διεθνούς και της Συνακόλουθης Ελληνικής και Ευρωπαϊκής Κρίσης: Αίτια, Αντιδράσεις, Επιπτώσεις, Προοπτική.

Χαρδούβελης, Α. Γ. (2009), Η Χρηματοοικονομική Κρίση και το Μέλλον της Παγκόσμιας Οικονομίας, Eurobank Research, Οικονομία & Αγορές, Τόμος IV, Τεύχος 8.

Ξένη

Askenazy, P. Cohen, D. (2010), Οικονομική Κρίση: Αίτια και Προοπτικές, Εκδόσεις Πόλις.

Eurostat, (2004), Report by Eurostat on the Revision of the Greek Government Deficit and Debt Figures.

Fink, S. (1986), Crisis Management: Planning for the Inevitable, American Management Association, New York.

Friedman, M. and Schwartz, J. A. (1963), A Monetary History of the United States, Princeton University Press, 1867-1960.

Kashyap, A. et al. (2008), The Global Roots of the Current Financial Crisis and its Implications for Regulation, European Central Bank.

Kindleberger, C. P. (1978), Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises, MacMillan, London.

McKinsey & Company, Athens Office, (2011), Greece 10 Years Ahead: Defining Greece's New Growth Model and Strategy.

Mishkin, S. F. (1991), Anatomy of a Financial Crisis, National Bureau of Economic Research, 3934.

Rebecca, M. *et al.* (2010), Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses and Implications, Congressional Research Service.

Summers, H. L. (2000), International Financial Crises: Causes, Prevention and Cures, The American Economic Review, Vol. 90, No. 2, Papers and Proceedings of the One Hundred Twelfth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 1-16.

Διαδικτυακοί Τόποι

<http://www.alpha.gr>

<http://www.atticabank.gr>

<http://www.capital.gr/>

http://ec.europa.eu/index_el.htm

<http://www.ellaktor.gr/>

<http://www.elval.gr/>

<http://www.eurobank.gr>

<http://www.halcor.gr/>

<http://www.helpe.gr/>

<https://www.nbg.gr/>

<http://www.piraeusbank.gr>

<http://www.titan.gr>

Πανεπιστήμιο Πειραιώς