

**ΤΕΙ Κρήτης**



Τεχνολογικό Εκπαιδευτικό  
**Ίδρυμα Κρήτης**

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

# ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

---

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟΥ ΤΑΜΕΙΟΥ  
ΣΤΑ ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ ΣΕ ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΧΩΡΕΣ ΤΗΣ  
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ**

**ΡΟΜΠΟΚΟΥ ΑΝΑΣΤΑΣΙΑ**  
**A.M. 8416**

**ΕΠΙΒΛΕΠΟΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ**  
**ΕΥΑΓΓΕΛΟΣ ΤΣΟΥΚΑΤΟΣ**

**ΗΡΑΚΛΕΙΟ, 13/10/2015**

# Περιεχόμενα

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 Εισαγωγή στο θέμα της διπλωματικής εργασίας.....	5
1.1 Αιτιολόγηση του ερευνητικού θέματος .....	5
1.2 Σκοπός της διπλωματικής εργασίας.....	5
1.3 Στόχοι της διπλωματικής εργασίας .....	5
1.4 Θέση της διπλωματικής.....	5
1.5 Διάρθρωση της διπλωματικής εργασίας.....	6
2. Τραπεζικές και Νομισματικές Κρίσεις .....	7
2.1 Τραπεζικές κρίσεις.....	8
2.2 Νομισματικές κρίσεις .....	10
2.3 Συμπεράσματα – Τρόποι αντιμετώπισης .....	13
3. ΔΙΕΘΝΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΤΑΜΕΙΟ (International Monetary Fund).....	14
3.1 Συμφωνία Stand-by του ΔΝΤ (Stand-by Arrangement).....	16
4. Επιλογή Χωρών που θα μελετηθούν.....	19
4.1 Οι χώρες που επιλέχθηκαν .....	19
4.2 Ιστορική αναδρομή της πορείας κάθε χώρας προς το ΔΝΤ .....	19
4.2.1 ΟΥΓΓΑΡΙΑ.....	19
4.2.2 ΛΕΤΟΝΙΑ.....	20
4.2.3 ΕΛΛΑΔΑ .....	22
5. Αξιολόγηση Τραπεζών .....	24
5.1 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας.....	24
5.1.1 Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity - ROE) .....	25
5.1.2 Απόδοση Ενεργητικού (ROA – Return on Assets) .....	26
5.2 Αριθμοδείκτες Αποτελεσματικότητας και Παραγωγικότητας .....	26
5.2.1 Σύνολο Λειτουργικών Εσόδων/Σύνολο Ενεργητικού.....	26
5.2.2 Καθαρά Κέρδη/Σύνολο Απασχολουμένων .....	27
5.2.3 Χορηγήσεις/Σύνολο Απασχολουμένων .....	27
5.2.4 Καταθέσεις/Σύνολο Απασχολουμένων.....	28
5.3 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας.....	28
5.3.1 Ταμείο & Διαθέσιμα + Απαιτήσεις Κατά Π.Ι./Σύνολο Ενεργητικού.....	29
5.3.2 Ταμείο & Διαθέσιμα + Απαιτήσεις Κατά Π.Ι./Σύνολο Καταθέσεων.....	30
5.3.3 Ταμείο & Διαθέσιμα + Απαιτήσεις Κατά Π.Ι./Σύνολο Χορηγήσεων.....	30
5.3.4 Δάνεια/Καταθέσεις.....	30
5.4 Αριθμοδείκτες Πιστωτικού Κινδύνου.....	31
5.5 DuPont Analysis.....	33

5.5.1 ΟΥΓΓΑΡΙΑ.....	34
5.5.2 ΛΕΤΟΝΙΑ.....	35
5.5.3 ΡΟΥΜΑΝΙΑ.....	36
5.5.4 ΕΛΛΑΔΑ.....	37
6. Συμπεράσματα.....	39
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΠΗΓΕΣ.....	41
ΠΙΝΑΚΕΣ.....	43

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία αποπειράται να μελετήσει την επίδραση που ασκεί στα τραπεζικά ιδρύματα η παρέμβαση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Μελετήθηκαν τράπεζες από τέσσερις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οι οποίες συνεργάζονται με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ). Με χρονολογική σειρά έναρξης συνεργασίας με το ΔΝΤ, μελετήσαμε τράπεζες από την Ουγγαρία, τη Λετονία, τη Ρουμανία και την Ελλάδα. Η ανάλυση έγινε με τον υπολογισμό χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών. Υπολογίστηκαν οι Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας, οι Αριθμοδείκτες Αποτελεσματικότητας και Παραγωγικότητας, οι Αριθμοδείκτες Ρευστότητας, ο Αριθμοδείκτης Πιστωτικού Κινδύνου και οι Αριθμοδείκτες Φερεγγυότητας. Επίσης, υπολογίστηκε, όπου ήταν δυνατό με βάση δημοσιευμένα στοιχεία, ο δείκτης Texas, ένας νέος δείκτης που χρησιμοποιείται για τη μέτρηση των πιστωτικών προβλημάτων των τραπεζών και της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου τους. Τέλος, πραγματοποιήθηκε η ανάλυση DuPont, η οποία επιμερίζει τον δείκτη της Αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων (Return On Equity – ROE) σε τρία μεγέθη, τη Λειτουργική Αποτελεσματικότητα, την Αποδοτικότητα Ενεργητικού και τη Χρηματοοικονομική Μόχλευση, και ερμηνεύει την κίνησή του ανάλογα με την κίνηση αυτών των τριών επιμέρους μεταβλητών.

Η ανάλυσή μας κατέληξε σε διαφορετικά ενδιαφέροντα συμπεράσματα. Οι μεταβολές σε κάθε χώρα και σε κάθε τραπεζικό ίδρυμα διαφέρουν μεταξύ τους. Στην Ελλάδα, η Αποδοτικότητα και η Ρευστότητα των τραπεζικών ιδρυμάτων περιορίζονται μετά την παρέμβαση του ΔΝΤ, η Παραγωγικότητα μειώνεται, με εξαίρεση τις Χορηγήσεις οι οποίες αυξάνονται, ενώ η Φερεγγυότητα ενισχύεται. Στις υπόλοιπες τρεις χώρες, από τις οποίες επιλέγουμε και αναλύουμε τραπεζικά ιδρύματα, οι δείκτες και πάλι δίνουν αντικρουόμενα αποτελέσματα. 10 Επίσης, επιχειρείται μια βιβλιογραφική επισκόπηση των τραπεζικών και νομισματικών κρίσεων, καθώς η εκδήλωσή τους οδηγεί μια χώρα να ζητήσει την οικονομική βοήθεια του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν προέρχονται από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις στους ιστότοπους των μελετώμενων τραπεζών. Οι αριθμοδείκτες υπολογίστηκαν με το πρόγραμμα Microsoft Excel.

# **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Εισαγωγή στο θέμα της διπλωματικής εργασίας**

## **1.1 Αιτιολόγηση του ερευνητικού θέματος**

Οι μεταρρυθμίσεις που εφαρμόζονται στις χώρες που ξεκινούν οικονομική συνεργασία με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο επηρεάζουν άμεσα την οικονομική ζωή και, συνεπώς, τα τραπεζικά ιδρύματα. Με τη σειρά τους, οι τράπεζες, που δανείζονται και δανείζουν τα κεφάλαια που κινούν την οικονομία, διαδραματίζουν νευραλγικό ρόλο στο οικονομικό κύκλωμα. Θα έχει, εκ των πραγμάτων, πολύ ενδιαφέρον να γνωρίσουμε πώς επηρεάζονται τα τραπεζικά ιδρύματα σε μια οικονομία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όταν εφαρμόζονται τα μέτρα που εισηγείται το ΔΝΤ προκειμένου να δανείσει τη χώρα.

## **1.2 Σκοπός της διπλωματικής εργασίας**

Η πτυχιακή εργασία αυτή προσπαθεί να μελετήσει την επίδραση των οικονομικών μέτρων που εφαρμόζονται με την παρέμβαση του ΔΝΤ στους οικονομικούς δείκτες των τραπεζών στις χώρες που παρεμβαίνει το Ταμείο. Σκοπός είναι να διερευνήσουμε εάν οι παρεμβάσεις επηρεάζουν θετικά ή αρνητικά τους δείκτες των τραπεζών.

## **1.3 Στόχοι της διπλωματικής εργασίας**

Βασικός στόχος της πτυχιακής ήταν να μελετηθεί η επίδραση του ΔΝΤ στα τραπεζικά ιδρύματα, στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης στις οποίες έχει παρέμβει. Πιο συγκεκριμένα, μας απασχόλησαν οι Δείκτες Αποδοτικότητας, οι Δείκτες Αποτελεσματικότητας και Παραγωγικότητας, οι Δείκτες Φερεγγυότητας, οι Δείκτες Ρευστότητας και οι Δείκτες Πιστωτικού Κινδύνου των τραπεζών.

## **1.4 Θέση της διπλωματικής**

Το βασικό συμπέρασμα που προέκυψε από την εκπόνηση της εργασίας είναι ότι, με προϋπάρχουσες τις συνθήκες κρίσης που οδηγούν μια χώρα να δανειστεί από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, οι δείκτες των τραπεζών επιδεινώνονται και εξακολουθούν να επιδεινώνονται το άμεσο χρονικό διάστημα μετά την παραχώρηση της βοήθειας.

## **1.5 Διάρθρωση της διπλωματικής εργασίας**

Στο 2ο κεφάλαιο παρουσιάζεται μια επισκόπηση των νομισματικών και των τραπεζικών κρίσεων. Στο 3ο κεφάλαιο παρουσιάζεται το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και κάποια από τα εργαλεία που έχει στη διάθεσή του για την οικονομική

υποβοήθηση των χωρών που το έχουν ανάγκη. Στο 4ο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης που έχουν ξεκινήσει συνεργασία με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και οι συνθήκες που οδήγησαν στη συνεργασία μαζί του. Μελετώνται τραπεζικά ιδρύματα από τις χώρες αυτές, όσα δημοσιεύουν επαρκή οικονομικά δεδομένα ώστε να μπορέσουμε να πραγματοποιήσουμε την ανάλυση. Στο 5ο κεφάλαιο υπολογίζονται οι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες, παρουσιάζονται με πίνακες και διαγράμματα και αναλύονται τα αποτελέσματα. Στο 6ο κεφάλαιο συνοψίζονται τα συμπεράσματα της μελέτης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Τραπεζικές και Νομισματικές Κρίσεις

Ως κρίση ορίζεται «μια σοβαρή απειλή κατά της υφιστάμενης δομής, των θεμελιωδών αρχών και κανόνων του κοινωνικού συστήματος, η οποία επιβάλλει τη λήψη κρίσιμων αποφάσεων εντός περιορισμένου χρόνου και υπό συνθήκες αβεβαιότητας» (1989 : Rosenthal, Charles, Hart). Από τις πιο σημαντικές οικονομικές κρίσεις στην πρόσφατη ιστορία είναι εκείνη του κραχ του 1929. Την Πέμπτη 24 Οκτωβρίου 1929 η WallStreet έκλεισε με απώλειες 13% έπειτα από 10 χρόνια συνεχούς ανόδου του χρηματιστηρίου. Ο πανικός που επικράτησε, το διεθνώς ευάλωτο κλίμα λόγω του Α΄ Παγκοσμίου Πολέμου και οι ελλειπείς χειρισμοί των κυβερνήσεων των επιμέρους χωρών οδήγησαν σε αλυσιδωτές αντιδράσεις και σε παγκόσμια οικονομική ύφεση.

Η αμερικανική οικονομία χρειάστηκε περίπου μια δεκαετία για να συνέλθει. Κατόπιν, οι δύο πετρελαϊκές κρίσεις της δεκαετίας του 1970 κλόνισαν τις ενεργειακές ισορροπίες και οδήγησαν στην εμφάνιση του στασιμοπληθωρισμού αλλά και διπλωματικών πιέσεων. Η πρώτη από αυτές καταγράφεται το 1973 και η δεύτερη το 1979. Τον Οκτώβριο του 1987 σημειώθηκε ακόμα μια οικονομική κρίση η οποία επίσης εκδηλώθηκε από το χρηματιστήριο των ΗΠΑ και μεταδόθηκε σε ολόκληρο τον κόσμο. Ωστόσο η οικονομία αποδείχτηκε πιο ανθεκτική και η έγκαιρη διοχέτευση ρευστού στην αγορά περιορίσε τις συνέπειες. Το 1997 η απελευθέρωση της ισοτιμίας του δολαρίου στις αναπτυσσόμενες χώρες της Ασίας οδήγησε σε πολύ μεγάλη πτώση των χρηματιστηρίων.

Συγκεκριμένα, οι ασιατικές «τίγρεις» όπως η Ταϊλάνδη, η Μαλαισία, οι Φιλιππίνες και η Ινδονησία βίωσαν μηδαμινή ανάπτυξη τα έτη 1997 και 1998, με εμφανή σημάδια ανάπτυξης από το 1999. Το 2000 είχαμε υπερβολική ανάπτυξη των εταιρειών υψηλής τεχνολογίας στις ΗΠΑ, με τις μετοχές τους υπερτιμημένες και τη χρηματιστηριακή «φούσκα» να ενισχύεται από τις θετικές εισηγήσεις χρηματοοικονομικών αναλυτών για εταιρείες με σημαντικά οικονομικά προβλήματα. Όμως τον Οκτώβριο του 2002 ο δείκτης Nasdaq έχασε το 78% της αξίας του σε σχέση

με την ακμή του, το Μάρτιο του 2000. Το 2007 και πάλι στις ΗΠΑ εμφανίστηκε η κρίση των «sub-primes». Η κρίση αυτή είναι διαφορετική και σύμφωνα με αρκετούς μελετητές, η μεγαλύτερη του καπιταλιστικού συστήματος. Η ειδοποιός διαφορά της είναι ο προχωρημένος βαθμός παγκοσμιοποίησης στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ο οποίος διευκολύνει τη μετάδοσή της σε ολόκληρο τον πλανήτη.

Η κρίση αυτή ξεκίνησε από τη χορήγηση στεγαστικών δανείων σε δανειολήπτες υψηλού κινδύνου, τα οποία άρχισαν να μην εξοφλούνται, τα ακίνητα που είχαν προσφερθεί ως εξασφάλιση επεστράφησαν στις τράπεζες, δημιουργήθηκε υπερπροσφορά κατοικιών και μειώθηκαν οι τιμές τους. Η κρίση ξέσπασε το καλοκαίρι του 2007 και ακόμα και σήμερα, έπειτα από τέσσερα χρόνια, ακόμα ταλαιπωρεί τις οικονομίες όλου του κόσμου, άλλες περισσότερο και άλλες λιγότερο. Η ανεργία διατηρεί αυξητικούς ρυθμούς, η ψυχολογία παραμένει παγωμένη, οι επενδύσεις έχουν συρρικνωθεί και τα επιτόκια παραμένουν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα.

## 2.1 Τραπεζικές κρίσεις

Η τραπεζική κρίση είναι μια κρίση που επηρεάζει την τραπεζική δραστηριότητα. Πιθανόν να σηματοδοτηθεί από χρεοκοπία κάποιου τραπεζικού ιδρύματος, που μεταφέρεται με το φαινόμενο ντόμινο (dominoeffect) και σε άλλες τράπεζες. Επίσης, ίσως εκδηλωθεί με πανικό του αποταμιευτικού κοινού, οπότε επηρεάζονται πολλά τραπεζικά ιδρύματα συγχρόνως. Η τραπεζική κρίση μπορεί να προκύψει είτε από την πλευρά του παθητικού του τραπεζικού ιδρύματος είτε από την πλευρά του ενεργητικού<sup>1</sup>.

Στην πρώτη περίπτωση, οι τραπεζικές κρίσεις σηματοδοτούνται από τραπεζικό πανικό, όπου οι καταθέτες προσπαθούν μαζικά να αποσύρουν από την τράπεζα τις αποταμιεύσεις τους. Το τραπεζικό ίδρυμα δεν διαθέτει το ισόποσο των καταθέσεων σε μετρητά στα ταμεία του, καθώς από τα χρήματα αυτά χορηγεί δάνεια. Η έλλειψη ρευστότητας προκύπτει άμεσα και η τράπεζα δηλώνει αδυναμία να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις της. Πολλές παρόμοιες κρίσεις πανικού εκδηλώθηκαν τον 19ο αιώνα στις ΗΠΑ<sup>2</sup>. Ωστόσο, συχνά μια τραπεζική κρίση εκδηλώνεται από την πλευρά του ενεργητικού. Αυτό μπορεί να συμβεί από μια εκτεταμένη επιδείνωση της ποιότητας των στοιχείων του ενεργητικού, όπως η κατακρήμνιση της αξίας των εχεγγύων στις ΗΠΑ το 2007 ή οι συνεχόμενες χρεοκοπίες επιχειρήσεων εκτός του χρηματοοικονομικού τομέα, που έχουν δανειοδοτηθεί από τις τράπεζες.

Ακόμα και η χρεοκοπία μιας χώρας, η οποία έχει δανειστεί από τράπεζες συνήθως μέσω έκδοσης ομολόγων, μπορεί να οδηγήσει σε σημαντική τραπεζική κρίση. Οι επαναλαμβανόμενες χρεοκοπίες, η αδυναμία πληρωμών και η ραγδαία αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων οδηγούν σε κρίση των τραπεζικών ιδρυμάτων, τα οποία δεν εισπράττουν τους τόκους των δανείων που έχουν χορηγήσει, για να μπορέσουν να λειτουργήσουν.

Οι τραπεζικές κρίσεις σηματοδοτούνται με δύο είδη γεγονότων :

---

<sup>1</sup> Reinhart, Carmen and Rogoff, Kenneth, 2009

<sup>2</sup> Tilly, Richard, 2009



1) τραπεζική χρεοκοπία, που οδηγεί την προβληματική τράπεζα σε κλείσιμο, συγχώνευση ή εξαγορά από το δημόσιο ή μία ή περισσότερες τράπεζες (Βενεζουέλα 1993, Αργεντινή 2001) και

2) εάν δεν υπάρχει χρεοκοπία, το κλείσιμο, συγχώνευση, εξαγορά ή μεγάλου μεγέθους κυβερνητική βοήθεια ενός τραπεζικού ιδρύματος, που οδηγούν και σε παρόμοιες κινήσεις τα άλλα τραπεζικά ιδρύματα.

Η αλήθεια είναι ότι τα προβλήματα και τα συμπτώματα που οδηγούν σε χρεοκοπία ένα τραπεζικό ίδρυμα εμφανίζονται αρκετά πριν συμβεί το γεγονός. Επίσης, το ίδιο το γεγονός θα οδηγήσει σίγουρα σε περισσότερες αρνητικές επιπτώσεις. Οι αποταμιεύσεις του κοινού θα δεσμευτούν και οι φορείς που έχουν δανείσει το τραπεζικό ίδρυμα θα έχουν απομείωση των απαιτήσεών τους.

Σε ένα παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον, όπου η έννοια της αγοράς, μέσω και της εξέλιξης της τεχνολογίας, περιλαμβάνει όλα τα χρηματιστήρια και όλες τις τράπεζες του κόσμου, το πέταγμα μιας πεταλούδας στην Κίνα μπορεί να προκαλέσει τυφώνα στην Αμερική. Ο πανικός πριν από την κρίση, ο οποίος θα οδηγήσει στην κρίση, μπορεί να προκληθεί από ασύμμετρη πληροφόρηση και από μαζική απώλεια της εμπιστοσύνης στις τράπεζες. Εάν ορίσουμε την κρίση ως το αποτέλεσμα που δημιουργείται μετά τον πανικό του κοινού, τότε μπορούμε να έχουμε τα ακόλουθα αποτελέσματα για τις τραπεζικές κρίσεις που εκδηλώθηκαν στις ΗΠΑ, τη Μεγάλη Βρετανία και τη Γερμανία <sup>3</sup> για την περίοδο 1814-1933. Στις ΗΠΑ εκδηλώθηκαν 13 τραπεζικές κρίσεις, στη Μεγάλη Βρετανία εκδηλώθηκαν 3 και στη Γερμανία 13. Εάν ορίσουμε την κρίση ως μια ευρύτερη χρηματοοικονομική δυσκολία, κατά την οποία οι τράπεζες επηρεάζονται αρνητικά, ή ένα γεγονός με σημαντικές επιπτώσεις στην χρηματοοικονομική πολιτική των τραπεζών, τότε οι κρίσεις στις ΗΠΑ είναι 13, στη Μεγάλη Βρετανία 8 και στη Γερμανία 6. Παρατηρούμε ότι τραπεζικές κρίσεις συνέβησαν και στις τρεις αυτές χώρες, με μεγαλύτερη συχνότητα τις ΗΠΑ.

Παρατηρείται, επίσης, έντονη σχέση ανάμεσα στις ημερομηνίες ξεσπάσματος της κρίσης και τις φάσεις του οικονομικού κύκλου. Το φαινόμενο της «υπερκυκλικότητας» αναλύθηκε από τον Γκίκα Χαρδούβελη, Καθηγητή στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς και Οικονομικού Συμβούλου του ομίλου EurobankEFG, στη μελέτη του «Η υπερκυκλικότητα του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος και προτάσεις για τη μείωσή της»<sup>4</sup>.

Σύμφωνα με τη μελέτη, σε περιόδους έντονης αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας μειώνονται τα ασφάλιστρα κινδύνου και αυξάνεται η ανάληψη κινδύνων. Επίσης, οι ανεπτυγμένες οικονομικά χώρες μεταφέρουν την παραγωγή τους σε αναδυόμενες οικονομίες, όπως έκαναν οι ΗΠΑ, η Ευρώπη και η Ιαπωνία. Έτσι, παρατηρείται μεγάλη αύξηση των εξαγωγών από τις αναδυόμενες οικονομίες προς τις ανεπτυγμένες και αντίθετη έξοδος κεφαλαίων. Κατά συνέπεια, τα νοικοκυριά των αναδυόμενων αγορών αυξάνουν τον δανεισμό τους σε ξένο νόμισμα, καθώς τα επιτόκια στις ανεπτυγμένες αγορές είναι κατά κανόνα χαμηλότερα, και την έκθεση

<sup>3</sup> Tilly, Richard, 2009

<sup>4</sup>Καραμούζης, Νικόλαος και Χαρδούβελης, Γκίκας, 2011

τους σε συναλλαγματικό και πιστωτικό κίνδυνο. Τέλος, κατά την ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου αυξάνονται οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων, συνεπώς μεγαλώνει και η αγοραία αξία του ενεχύρου-ασφάλειας, με αποτέλεσμα τη χορήγηση ακόμη περισσότερων δανείων. Μια τέτοια φάση του οικονομικού κύκλου μπορεί να διακοπεί απότομα, καθώς οι φορείς είναι υπερβολικά μοχλευμένοι. Η αθέτηση υποχρεώσεων σε ένα συγκεκριμένο τομέα της οικονομίας μπορεί να εξαπλωθεί πολύ γρήγορα σε ολόκληρο το χρηματοοικονομικό σύστημα, δημιουργώντας συνάμα και έλλειψη ρευστότητας. Έτσι, είναι πιθανό να παρατηρηθεί με σχετική ταχύτητα η αντίθετη φάση του οικονομικού κύκλου, δηλαδή μια ύφεση στη δραστηριότητα των χρηματοοικονομικών αγορών, η οποία μπορεί να μεταδοθεί στον πραγματικό τομέα της οικονομίας και να οδηγήσει σε ύφεση της πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας.

Σε περιόδους ύφεσης της οικονομικής δραστηριότητας, αυξάνονται τα ασφάλιστρα κινδύνου και μειώνεται η ανάληψη κινδύνων. Παρατηρείται αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, αύξηση των προβλέψεων και μείωση των τραπεζικών χορηγήσεων. Αυξάνονται οι προκαταβολές και άλλου είδους ασφάλειες και μειώνεται ο λόγος δανείου/αξίας ενεχύρου. Η κερδοφορία των τραπεζών μειώνεται με αποτέλεσμα τη συρρίκνωση των ισολογισμών τους. Οι τράπεζες εφαρμόζουν πιο αυστηρά κριτήρια πιστοδοτήσεων. Σε συνδυασμό με τη γενικότερη επιδείνωση των οικονομικών δυνατοτήτων των επιχειρηματικών μονάδων, λόγω της ύφεσης, μειώνεται τόσο η ζήτηση όσο και η προσφορά των δανείων. Τα νοικοκυριά των αναδυόμενων αγορών που προχώρησαν σε σύναψη δανείων σε ξένο νόμισμα, επιβαρύνονται από την υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος.

## 2.2 Νομισματικές κρίσεις

Νομισματική κρίση εμφανίζεται όταν η αξία του νομίσματος μιας χώρας πέφτει απότομα για πολιτικούς λόγους, κερδοσκοπικές επιθέσεις ή άλλες αιτίες, αναγκάζοντας τις νομισματικές αρχές να παρέμβουν και να αυξήσουν τα επιτόκια για να αποτρέψουν την σημαντική έξοδο κεφαλαίων από τη χώρα<sup>5</sup>. Η δυνατότητα του τοπικού νομίσματος να λειτουργήσει ως μέσο συναλλαγής ή αποταμίευσης αποδυναμώνεται. Από τη κατάρρευση του συστήματος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, τη δεκαετία του 1970, έως σήμερα, έχει εκδηλωθεί μια σειρά νομισματικών κρίσεων στη Λατινική Αμερική, την Ευρώπη και την Ασία με σημαντικές επιπτώσεις στην παγκόσμια οικονομία. Στην Ευρώπη εκδηλώθηκαν νομισματικές κρίσεις την περίοδο 1992-1993 και στη Λατινική Αμερική τα έτη 1994-1995. Στην Ασία η κρίση ξεκίνησε από την Ταϊλάνδη τον Ιούλιο του 1997 .

Οι νομισματικές κρίσεις συνήθως επηρεάζουν την πραγματική οικονομία και δημιουργούν πραγματικές οικονομικές κρίσεις. Μπορούν να είναι πολύ επιβλαβείς για τις μικρές και ανοικτές οικονομίες, καθώς και για μεγαλύτερες και όχι πολύ σταθερές οικονομίες. Οι νομισματικές κρίσεις έχουν αποτελέσει το αντικείμενο μελέτης μιας εκτεταμένης οικονομικής βιβλιογραφίας, τόσο θεωρητικής όσο και εμπειρικής. Για την κατανόηση και ερμηνεία των νομισματικών κρίσεων έχουν αναπτυχθεί τρεις γενιές θεωριών. Η πρώτη γενιά υποδειγμάτων συνοψίζεται στο

---

<sup>5</sup>[www.lexicon.ft.com](http://www.lexicon.ft.com)

Υπόδειγμα Κανονικής Κρίσης (CanonicalCrisisModel)<sup>6</sup>. Ξεκίνησε από μια έρευνα των Salant&Henderson (1978) σχετικά με τη σταθεροποίηση των τιμών των αγαθών, ειδικότερα του χρυσού. Οι παράγοντες της αγοράς ζητούσαν σταθεροποίηση των τιμών μέσω της δημιουργίας διεθνών πρακτορείων, που θα διαπραγματεύονταν μεταξύ τους. Ωστόσο, οι Salant&Henderson υποστήριξαν, σε θεωρητικό επίπεδο, ότι η ύπαρξη αυτών των πρακτορείων θα επέτρεπε κερδοσκοπικές επιθέσεις.

Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το άρθρο τους, οι κερδοσκόποι θα μπορούσαν να διακρατούν μεγάλα αποθέματα από το υπό διαπραγμάτευση αγαθό μόνο εάν προσδοκούν ότι η τιμή του να ανέβει τόσο ώστε να τους προσφέρει μια απόδοση ισάξια με την απόδοση άλλων αγαθών. Εάν οι νομισματικές αρχές παρέμβουν και ανακοινώσουν ότι προτίθενται να αγοράσουν ή να πουλήσουν σε μια ορισμένη τιμή, τότε θα συμβεί το εξής : εφόσον η τιμή αυτή είναι υψηλότερη από εκείνη που θα επικρατούσε χωρίς την παρέμβαση των αρχών, οι κερδοσκόποι θα πουλήσουν και οι αρχές θα αποκτήσουν απόθεμα από το αγαθό.

Τελικά, η αξία που θα επικρατούσε χωρίς την παρέμβαση, η «σκιώδης τιμή», θα ανέβει πάνω από την τιμή παρέμβασης. Οι κερδοσκόποι θα θεωρήσουν αυτό το αγαθό επιθυμητό και θα ξεκινήσουν να το αγοράζουν. Εάν οι αρχές εξακολουθήσουν να προσπαθούν να κρατήσουν σταθερή την τιμή, το απόθεμά τους θα εξαντληθεί άμεσα. Κάποιοι μελετητές (PaulKrugman-1979, TheCanonicalCurrency-CrisisModel, Flood&Garber-1984) διαπίστωσαν ότι το παραπάνω υπόδειγμα θα μπορούσε να ερμηνεύσει και τις κερδοσκοπικές επιθέσεις σε νομίσματα, όταν οι κεντρικές τράπεζες προσπαθούν να κρατήσουν σταθερές τις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Σε άρθρο του (1979), ο Krugman υποστηρίζει ότι μια ξαφνική κερδοσκοπική επίθεση σε μια καθορισμένη συναλλαγματική σχέση, ακόμα και αν φαίνεται ως ανεξήγητη αλλαγή των προσδοκιών, μπορεί να απορρέει από λογική συμπεριφορά των επενδυτών. Αυτό συμβαίνει εάν οι επενδυτές προβλέπουν ότι η κυβέρνηση έχει δημιουργήσει υπερβολικό έλλειμμα, το οποίο θα οδηγήσει σε έλλειψη ρευστότητας ή σε δυνατότερο ξένο νόμισμα, το οποίο η κυβέρνηση μπορεί να πουλήσει για να υποστηρίξει το τοπικό νόμισμα στην καθορισμένη ισοτιμία.

Οι επενδυτές προτιμούν να κρατήσουν το νόμισμα για όσο εκτιμούν ότι η ισοτιμία θα παραμείνει σταθερή, αλλά πουλάνε μαζικά το νόμισμα όταν υποθέσουν ότι η ισοτιμία θα μεταβληθεί. Η δεύτερη γενιά υποδειγμάτων ξεκινά με τη μελέτη του Obstfeld (1986). Τα υποδείγματα αυτά αποτελούνται από τρεις συνιστώσες : γιατί η κυβέρνηση προτίθεται να εγκαταλείψει την σταθερότητα ισοτιμίας, γιατί η κυβέρνηση επιθυμεί να «υπερασπιστεί» την ισοτιμία και γιατί το κόστος γι' αυτό αυξάνεται όταν το κοινό προσδοκά ότι η ισοτιμία ίσως εγκαταλειφθεί. Για παράδειγμα, η ύπαρξη χρέους σε εγχώριο νόμισμα αποτελεί κίνητρο για υποτίμηση του τοπικού νομίσματος, προκειμένου να μειωθεί το μέγεθός του.

Ωστόσο, αυτό είναι αδύνατο σε καθεστώς σταθερών ισοτιμιών. Υπονοείται ότι μπορεί να εμφανιστούν αυτοεκπληρούμενες προφητείες, στις οποίες ο λόγος για τον οποίο οι ορθολογικοί επενδυτές επιτίθενται στο νόμισμα, είναι η προσδοκία τους ότι οι άλλοι επενδυτές θα επιτεθούν στο νόμισμα. Ένας μεμονωμένος επενδυτής δεν θα

---

<sup>6</sup><http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>

αποσύρει τα χρήματά του από μια χώρα εάν πιστεύει ότι η συναλλαγματική ισοτιμία δεν διατρέχει άμεσο κίνδυνο. Θα το κάνει, όμως, εάν πιστεύει ότι μια κατάρρευση του νομίσματος είναι πιθανή. Εάν αυτό το κάνουν πολλοί μεμονωμένοι επενδυτές, η κατάρρευση θα πραγματοποιηθεί. Το αποτέλεσμα είναι ότι τόσο η αισιοδοξία όσο και η απαισιοδοξία δύνανται να επιβεβαιωθούν. Όμως, στην περίπτωση της απαισιοδοξίας, η χώρα θα υποστεί μια αδικαιολόγητη κρίση.

Τόσο η πρώτη όσο και η δεύτερη γενιά θεωριών προϋποθέτουν ότι η αγορά είναι αποτελεσματική, δηλαδή ότι η κίνησή της αντικατοπτρίζει όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες. Ωστόσο, η πραγματικότητα έχει δείξει ότι η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς δεν ισχύει, τουλάχιστον στην πλειοψηφία των περιπτώσεων. Η αγελαία συμπεριφορά, όπου οι επενδυτές πωλούν ή αγοράζουν απλά επειδή το ίδιο κάνουν και οι άλλοι, συνέβαλε στο crash του 1987 στο χρηματιστήριο των ΗΠΑ<sup>7</sup>.

Τέλος, η τρίτη γενιά υποδειγμάτων ερευνά τον τρόπο με τον οποίο τα προβλήματα στο τραπεζικό και στο χρηματοπιστωτικό σύστημα αλληλεπιδρούν με τις νομισματικές κρίσεις και πώς οι κρίσεις αυτές μπορούν να επηρεάσουν την πραγματική οικονομία. Οι McKinnon&Pill (1996), Krugman (1998), Corsetti, Pesenti&Roubini (1998) υποστηρίζουν ότι ο υπερβολικός δανεισμός από τις τράπεζες για να χρηματοδοτήσουν δανεισμό με ηθικό κίνδυνο, ανάγεται σε δανεισμό από το κράτος, στο βαθμό που το τελευταίο είναι διατεθειμένο να σώσει προβληματικές τράπεζες από την χρεοκοπία.

Οι Radelet&Sachs (1998) υποστηρίζουν ότι ο αυτοεκπληρούμενος πανικός που παθαίνουν οι χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές οδηγεί σε ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων μακροπρόθεσμης διάρκειας, γεγονός που τελικά επιβεβαιώνει τον πανικό. Οι Chang&Velasco (2000) θεωρούν ότι οι νομισματικές κρίσεις μπορούν να οδηγήσουν σε τραπεζικές κρίσεις εάν οι τράπεζες έχουν δανειστεί σε ξένο νόμισμα.

Οι Burnside, Eichenbaum&Rebelo (2001 και 2004) υποστηρίζουν ότι μια κυβερνητική εγγύηση του τραπεζικού συστήματος μπορεί να δώσει στις τράπεζες κίνητρο να αναλάβουν χρέος σε ξένο νόμισμα, και με τον τρόπο αυτό να είναι τόσο το τραπεζικό σύστημα όσο και το νόμισμα ευάλωτα σε κερδοσκοπική επίθεση. Τέλος, ο Krugman (1999) προτείνει ακόμα δύο παράγοντες, σε μια προσπάθεια να ερμηνεύσει τις Ασιατικές χρηματοπιστωτικές κρίσεις :

1) οι ισολογισμοί μιας επιχείρησης επηρεάζουν τη δυνατότητά της να ξοδεύει και

2) οι κεφαλαιακές ροές επηρεάζουν την πραγματική ισοτιμία. Πρότεινε το υπόδειγμά του ως μια ακόμα προσπάθεια της τρίτης γενιάς θεωριών των νομισματικών κρίσεων. Ωστόσο, στο υπόδειγμα αυτό δεν λαμβάνεται υπόψη το τραπεζικό σύστημα.

---

<sup>7</sup> Carlson M., Board of Governors of the Federal Reserve, November 2006

## 2.3 Συμπεράσματα – Τρόποι αντιμετώπισης

Συνοψίζοντας, οι τραπεζικές και οι νομισματικές κρίσεις δημιουργούνται σε διαφορετικές αγορές, για διαφορετικές αιτίες και εκδηλώνονται με διαφορετικούς τρόπους. Ωστόσο υπάρχουν πολλά κοινά χαρακτηριστικά και συμπτώματα, τόσο πριν από την εκδήλωση μιας κρίσης, όσο και μετά από αυτήν.

Οι νομισματικές κρίσεις δημιουργούνται κυρίως μετά από ξαφνική αλλαγή της ισοτιμίας ενός νομίσματος, ενώ οι τραπεζικές κρίσεις προκύπτουν ύστερα από κάποιο γεγονός ή σειρά γεγονότων, που δημιουργούν ευρύτερο πρόβλημα σε μια οικονομία. Πολλοί αναλυτές επισημαίνουν ότι οι τραπεζικές κρίσεις εκδηλώνονται ύστερα από περιόδους οικονομικής άνθησης<sup>8</sup>. Το φαινόμενο της μετάδοσης των κρίσεων μεταξύ τραπεζικών ιδρυμάτων, αγορών και ολόκληρων χωρών, λόγω της ισχυρής αλληλοσύνδεσής τους και της παγκοσμιοποίησης, συντελεί στην διόγκωση ενός τοπικού προβλήματος. Ο ψυχολογικός παράγοντας, η αγελαία συμπεριφορά και ο αυτοεκπληρούμενος πανικός, χαρακτηριστικά του ανθρώπινου παράγοντα που κινεί τις αγορές, δεν μπορούν να ελεγχθούν από κανονισμούς και εποπτεία. Τελικά εγείρεται το μεγάλο ερώτημα : υπάρχει τρόπος να αποφευχθούν οι τραπεζικές και οι νομισματικές κρίσεις, και αν ναι, ποιος είναι αυτός ; Μια πιθανή απάντηση θα ήταν να επιστρέψουμε στην πολιτική της δεκαετίας του 1960, όπου οι εκτεταμένοι κεφαλαιακοί έλεγχοι απέτρεπαν τη μαζικές εκροές κεφαλαίων, η οποίες δημιουργούν κρίσεις. Μια άλλη πιθανότητα θα ήταν απλά η εφαρμογή ολοκληρωμένων και αυστηρών μέτρων από τις κυβερνήσεις, ώστε να μην δέχονται επιθέσεις από κερδοσκόπους<sup>9</sup>. Η υιοθέτηση ενός κοινού νομίσματος από τις χώρες της Ευρώπης, του ευρώ, εκμηδένισε το συναλλαγματικό κίνδυνο για τις μεταξύ τους συναλλαγές. Για την Ελλάδα, ωστόσο, τα συνεχόμενα ελλείμματα στον προϋπολογισμό και στο εμπορικό ισοζύγιο οδήγησαν σε επαναλαμβανόμενο δανεισμό, κυρίως από εξωτερικούς δανειστές. Οι εισαγωγές αποπληρώνονταν εν μέρει με εξαγωγές και εν μέρει με ευρώ, γεγονός το οποίο μείωνε τα αποθέματα της χώρας σε ευρώ. Όταν κάποια στιγμή το 2009 οι δανειστές της Ελλάδας αρνήθηκαν περαιτέρω δανεισμό, η χώρα αντιμετώπισε πρόβλημα έλλειψης ρευστότητας ακόμα και για να πληρώσει τις εσωτερικές υποχρεώσεις της. Επίσης, η αδυναμία υποτίμησης του τοπικού νομίσματος αποκλείει αυτό το μέσο περιορισμού του όγκου του δανεισμού. Ο δημόσιος τομέας στην Ελλάδα αντιμετωπίζει πολύ σοβαρό πρόβλημα έλλειψης ρευστότητας, αδυναμία δανεισμού και εξυπηρέτησης των άμεσων υποχρεώσεων. Η ανάγκη για μεταρρυθμίσεις καθίσταται παραπάνω από επιτακτική και βιοτική. Το πρόβλημα έχει ήδη μεταδοθεί στην πραγματική οικονομία και ο κίνδυνος διόγκωσής του και μετάδοσής του σε 24 άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι ορατός. Χρειάζεται υπομονή και ελαφρά αισιοδοξία.

---

<sup>8</sup> Reinhart, Carmen and Rogoff, Kenneth (2009) και Καραμούζης, Νικόλαος και Χαρδούβελης, Γκίκας (2011)

<sup>9</sup> Krugman (1998)

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΔΙΕΘΝΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΤΑΜΕΙΟ (International Monetary Fund)

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο είναι ένας διεθνής οργανισμός, ο οποίος επιβλέπει το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα παρακολουθώντας τις συναλλαγματικές ισοτιμίες και τα ισοζύγια πληρωμών και προσφέροντας οικονομική και τεχνική βοήθεια όταν του ζητηθεί. Δημιουργήθηκε με σκοπό να εποπτεύει το σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών που είχε θεσπιστεί με τη λήξη του Β' Παγκοσμίου Πολέμου και το οποίο είχε ως στόχο την αποφυγή της ανταγωνιστικής υποτίμησης των νομισμάτων, όπως αυτή που οδήγησε στους εμπορικούς πολέμους κατά τη διάρκεια του Μεσοπολέμου. Με την κατάρρευση του συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών τη δεκαετία του 1970, το ΔΝΤ έμεινε σχεδόν χωρίς σκοπό. Ο ρόλος του έγινε ξανά σημαντικός τη δεκαετία του 1980, όταν κατέστη ο βασικός διεθνής φορέας για την αντιμετώπιση της κρίσης του εξωτερικού χρέους. Το ΔΝΤ ιδρύθηκε επισήμως στις 27 Δεκεμβρίου του 1945 στην Ουάσινγκτον, κατόπιν συνομολόγησης 39 χωρών.

Η ίδρυσή του είχε προπαρασκευαστεί στη Διάσκεψη του Μπρέτον Γούντς το 1944. Έδρα του Οργανισμού ορίστηκε η Ουάσινγκτον ως πρωτεύουσα της χώρας με το μεγαλύτερο ποσοστό συμμετοχής. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) λειτουργεί για την ενίσχυση της διεθνούς νομισματικής συνεργασίας, τη διασφάλιση της οικονομικής σταθερότητας, τη διευκόλυνση του διεθνούς εμπορίου, την προώθηση υψηλών ποσοστών απασχόλησης και σταθερής οικονομικής ανάπτυξης και τη μείωση της φτώχειας σε ολόκληρο τον κόσμο. Το ΔΝΤ πλέον κυβερνάται και ελέγχεται από τις 186 κυβερνήσεις των κρατών-μελών, τα οποία προέρχονται σχεδόν από κάθε άκρη της γης. Ως μέλη του ΔΝΤ γίνονται δεκτά μόνο ελεύθερες και κυρίαρχες χώρες. Τελευταίο προστέθηκε το Κόσσοβο.

Οποιαδήποτε χώρα μπορεί να ζητήσει να γίνει μέλος του ΔΝΤ. Η αίτηση θα εξεταστεί πρώτα από το εκτελεστικό συμβούλιο του ΔΝΤ, το οποίο θα υποβάλλει έκθεση στο διοικητικό συμβούλιο του ΔΝΤ, με εισηγήσεις. Οι εισηγήσεις αφορούν το μερίδιο που αναλογεί (quota) στο υποψήφιο μέλος, τον τρόπο πληρωμής της συνδρομής και άλλους όρους και προϋποθέσεις για ένταξη. Το μερίδιο (quota) ενός μέλους του ΔΝΤ καθορίζει τη συνδρομή που πρέπει να πληρώνει, το βάρος της ψήφου του, την πρόσβαση σε 26 χρηματοδοτήσεις από το ΔΝΤ και το μερίδιό του σε Special Drawing Rights (Ειδικά Τραβηχτικά Δικαιώματα). Το ΔΝΤ χρηματοδοτείται από τα κράτη-μέλη του οργανισμού ανάλογα με το μερίδιο που υπολογίζεται ότι έχουν στην παγκόσμια οικονομία. Με βάση το ποσοστό χρηματοδότησης, κάθε κράτος έχει και το αντίστοιχο μερίδιο σε ψήφους. Για την Ελλάδα αντιστοιχεί το 0,38% του συνολικού προϋπολογισμού του ΔΝΤ (περίπου 1 δισ. ευρώ), για την Ευρωπαϊκή Ένωση συνολικά περίπου το 30%, για τις ΗΠΑ το 17,09% ενώ η Κίνα έχει το 3,72%. Βάσει των συμφωνιών που διέπουν το ΔΝΤ, κάθε χώρα μπορεί να δανειστεί ετησίως το 200% των ποσών που συνεισφέρει και 600% συνολικά – σε εξαιρετικές περιπτώσεις αυτό μπορεί να παραβιαστεί, όπως στην περίοδο της πρόσφατης

παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Δεδομένου ότι το βάρος της ψήφου στο εκτελεστικό συμβούλιο καθορίζεται από την οικονομική συνεισφορά κάθε χώρα-μέλους, το ΔΝΤ ελέγχεται ως επί το πλείστον από τις μεγάλες δυνάμεις της Δύσης. Βάσει άγραφου νόμου, ο διοικητής του ΔΝΤ είναι πάντοτε από την Ευρώπη και ο πρόεδρος της Παγκόσμιας Τράπεζας από τις Ηνωμένες Πολιτείες.

Οι εκτελεστικοί διευθυντές, οι οποίοι εγκρίνουν το διοικητή, ψηφίζονται από τους Υπουργούς Οικονομικών των χωρών που εκπροσωπούν. Ο δεύτερος τη τάξει στην ιεραρχία του ΔΝΤ είναι παραδοσιακά Αμερικανός. Οι ετήσιες δαπάνες λειτουργίας του Ταμείου καλύπτονται κυρίως από τη διαφορά μεταξύ της είσπραξης τόκων (επί οφειλόμενων δανείων) και της καταβολής τόκων (επί ποσοστώσεων που χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση των "αποθεματικών θέσεων" των δανείων) Μια χώρα καταφεύγει στη χρηματοδότηση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου όταν έχει πρόβλημα στο ισοζύγιο πληρωμών της, όταν δεν μπορεί να εξυπηρετήσει το χρέος της και όταν δεν μπορεί να εξασφαλίσει χρηματοδότηση από τις ιδιωτικές αγορές. Η συμφωνία δανειοδότησης περιλαμβάνει σειρά διαρθρωτικών μέτρων, τα οποία η δανειζόμενη χώρα καλείται να εφαρμόσει προκειμένου να εξασφαλιστεί η βιωσιμότητα και η βελτίωση των οικονομικών μεγεθών και η παροχή τελικά της οικονομικής βοήθειας.

Η βασική αποστολή του ΔΝΤ σήμερα, πλέον, είναι να παρέχει οικονομική βοήθεια σε χώρες που βρίσκονται σε πολύ δύσκολη οικονομική κατάσταση. Χώρες-μέλη που έχουν πρόβλημα με το ισοζύγιο πληρωμών μπορούν να ζητήσουν δάνεια ή/και διαχείριση της εθνικής τους οικονομίας. Σε ανταπόδοση, από τις χώρες αυτές απαιτείται να προωθήσουν οικονομικές μεταρρυθμίσεις, συνήθως πολιτικές, αυστηρού δημοσιονομικού ελέγχου - μέτρα που είναι γνωστά ως «συνταγές» του ΔΝΤ και τα οποία επικρίνονται από πολλούς ότι οδηγούν σε ύφεση.

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο δανείζει μέσω διαφόρων τυποποιημένων προγραμμάτων, εφόσον εκδηλωθεί το ενδιαφέρον από την υποψήφια χώρα. Το πιο διαδεδομένο πρόγραμμα είναι οι Συμφωνίες Υποστήριξης (Stand-by Arrangements). Τέτοιου είδους συμφωνίες έχουν συνήθως διάρκεια ενός ή δύο ετών, αλλά μπορεί να επεκταθούν και σε τρία χρόνια, ενώ η αποπληρωμή γίνεται σε διάστημα τριών ως πέντε ετών, με χαμηλά επιτόκια, γύρω στο 1,5% συν όποιο πριμ συμφωνηθεί, έως 2%. Το σημαντικότερο στοιχείο αυτών των συμφωνιών είναι ότι η εκταμίευση του δανείου γίνεται τμηματικά, υπό τον όρο (conditionality) ότι επιτυγχάνονται οι οικονομικοί στόχοι που έχουν συμφωνηθεί με βάση τις τακτικές εκθέσεις (τρίμηνες ή εξάμηνες) από ειδικό κλιμάκιο του ΔΝΤ, το οποίο εδρεύει στη χώρα η οποία δανείζεται. 3.1 Γιατί είναι σημαντική η ευρωστία των χρηματοοικονομικών συστημάτων και πώς βοηθά το ΔΝΤ σε αυτό Ανθεκτικά και επαρκώς ρυθμισμένα χρηματοπιστωτικά συστήματα είναι απαραίτητα για την οικονομική και χρηματοοικονομική σταθερότητα, σε έναν κόσμο με διαρκώς αυξανόμενες κεφαλαιακές ροές.

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα μιας χώρας περιλαμβάνει τις τράπεζες, τις αγορές χρεογράφων, τα ασφαλιστικά ταμεία, τις ασφαλιστικές εταιρείες, την κεντρική τράπεζα και τους εθνικούς ρυθμιστές. Αυτές οι επιχειρήσεις, τα πιστωτικά ιδρύματα και οι αγορές συνθέτουν ένα πλαίσιο μέσα στο οποίο λαμβάνουν χώρα οι οικονομικές συναλλαγές και ασκείται η νομισματική πολιτική. Επίσης, βοηθούν ώστε να μεταβιβαστούν αποτελεσματικά οι αποταμιεύσεις σε επενδύσεις. Επομένως, ένα

ισχυρό χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι αναγκαία προϋπόθεση για τη στήριξη της οικονομικής ανάπτυξης. Προβλήματα στο πιστωτικό σύστημα μπορεί να μειώσουν την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής, να εμβαθύνουν ή να παρατείνουν οικονομικές ανατροπές (economic downturns) και, εάν είναι σε μεγάλη κλίμακα, να πυροδοτήσουν φυγή κεφαλαίων ή να δημιουργήσουν μεγάλο δημοσιονομικό κόστος, προκειμένου να διασωθούν χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Επιπλέον, οι ισχυροί χρηματοοικονομικοί και εμπορικοί 28 διεθνείς δεσμοί σημαίνουν ότι πιθανές χρηματοοικονομικές αδυναμίες σε μια χώρα μπορούν άμεσα να μεταδοθούν πέρα από τα εθνικά σύνορα της χώρας αυτής. Συνεπώς, η ευρωστία του χρηματοπιστωτικού συστήματος μιας χώρας είναι σημαντική τόσο για την εγχώρια οικονομία όσο και για τις οικονομίες των χωρών με τις οποίες έχει εμπορικούς και χρηματοοικονομικούς δεσμούς. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο προωθεί τη χρηματοοικονομική σταθερότητα των κρατών-μελών του μέσω διαρκούς πολυμερούς και διμερούς εποπτείας, το σχεδιασμό δανειακών προγραμμάτων και την παροχή τεχνικής βοήθειας. Η διμερής εποπτεία συνίσταται σε τακτικό διάλογο και παροχή συμβουλευτικής πολιτικής προς τα μέλη, σχετικά με τη μακροοικονομική και χρηματοοικονομική ανάπτυξη στις χώρες τους.

Η πολυμερής εποπτεία αναφέρεται στον έλεγχο από το ΔΝΤ και από τρίτες χώρες. Καθώς η οικονομική ανάπτυξη εκτός συνόρων μιας χώρας είναι διαρκώς αυξανόμενη, τα οικονομικά προβλήματα κάθε χώρας ίσως εμπíπτουν στη δικαιοδοσία και άλλων χωρών. Συχνά προκύπτει η μετάδοση οικονομικών προβλημάτων από μια χώρα σε άλλη ή από ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα σε άλλο. Οι αλληλένδετες χρηματοοικονομικές εργασίες και οι διεθνώς δραστηριοποιούμενοι χρηματοοικονομικοί όμιλοι δημιουργούν έναν παγκόσμιο ιστό πιστωτικών ιδρυμάτων, μέσω του οποίου μια ενδεχόμενη κρίση είναι εύκολο να ξεπεράσει τα εθνικά σύνορα της χώρας στην οποία συμβαίνει.

Τα προγράμματα του ΔΝΤ συχνά περιλαμβάνουν μέτρα τα οποία ενισχύουν το χρηματοπιστωτικό σύστημα κάθε χώρας. Εκτός από την παροχή οικονομικής βοήθειας, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο βοηθά τα μέλη του στη διάγνωση τυχόν προβλημάτων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και στο σχεδιασμό στρατηγικών για οικονομικές μεταρρυθμίσεις και αναδόμηση του συστήματος. Η τεχνική βοήθεια που παρέχεται από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο βοηθά τα κράτη- μέλη να θέσουν σε εφαρμογή συγκεκριμένα μέτρα που ενισχύουν την χρηματοοικονομική υποδομή. Εκπαίδευση και συμβουλές για τη βελτίωση της διοίκησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των δημοσιονομικών της χώρας, ανάπτυξη της διαφάνειας και των κανόνων του χρηματοπιστωτικού συστήματος καθώς και μέσα διαχείρισης μιας κρίσης, είναι στοιχεία που συνθέτουν την τεχνική βοήθεια που παρέχει το ΔΝΤ.

### **3.1 Συμφωνία Stand-by του ΔΝΤ (Stand-by Arrangement)**

Κατά τη διάρκεια μιας οικονομικής κρίσης, οι χώρες συχνά χρειάζονται χρηματοδότηση ώστε να μπορέσουν να ξεπεράσουν τα προβλήματα ισοζυγίου πληρωμών που αντιμετωπίζουν. Από τη δημιουργία της τον Ιούνιο του 1952, η Συμφωνία Stand-By (SBA) του ΔΝΤ έχει χρησιμοποιηθεί επανειλημμένως από τις



χώρες μέλη, και αποτελεί το αξιόπιστο δανειοδοτικό μέσο του ΔΝΤ για τις χώρες των αναδυόμενων αγορών. Τα επιτόκια δε διέπονται από ευνοϊκούς όρους, παρόλο που σχεδόν πάντα είναι χαμηλότερα από εκείνα που θα κατέβαλλαν οι χώρες για την εξεύρεση χρηματοδότησης από ιδιωτικές αγορές.

Η SBA αναβαθμίστηκε το 2009 ώστε να καταστεί πιο ευέλικτη και να ανταποκρίνεται καλύτερα στις ανάγκες των χωρών μελών. Τα όρια δανεισμού διπλασιάστηκαν με περισσότερα κεφάλαια διαθέσιμα εκ των προτέρων, και οι όροι εξορθολογίστηκαν και απλοποιήθηκαν. Το νέο πλαίσιο επίσης καθιστά δυνατό τον ευρύτερο δανεισμό υψηλής πρόσβασης σε προληπτική βάση. Όλες οι χώρες-μέλη του ΔΝΤ οι οποίες αντιμετωπίζουν ανάγκες εξωτερικής χρηματοδότησης είναι επιλέξιμες για συμφωνία SBA. Η συμφωνία επιτρέπει ταυτόχρονη εφαρμογή των μέτρων που εισηγείται το ΔΝΤ προκειμένου να προχωρήσει στην υλοποίηση της χρηματοδότησης, με την εκταμίευση του ποσού σταδιακά.

Η διάρκεια μιας SBA είναι ευέλικτη και συνήθως καλύπτει μια περίοδο 12-24 μηνών, αλλά δεν υπερβαίνει τους 36 μήνες και είναι σύμφωνη με την αντιμετώπιση των βραχυπρόθεσμων προβλημάτων του ισοζυγίου πληρωμών. Η πρόσβαση στους χρηματοδοτικούς πόρους στο πλαίσιο των SBA κατευθύνεται από την ανάγκη μιας χώρας μέλους για χρηματοδότηση, την ικανότητα αποπληρωμής και το ιστορικό ως προς τη χρήση πόρων του ΔΝΤ. Στο πλαίσιο των εν λόγω κατευθυντήριων γραμμών, η SBA παρέχει ευελιξία όσον αφορά το ποσό και το χρονοδιάγραμμα του δανείου ώστε να παρασχεθεί βοήθεια για την ανταπόκριση στις ανάγκες των δανειζόμενων χωρών. Όταν μια χώρα προβαίνει σε δανεισμό από το ΔΝΤ, συμφωνεί να προσαρμόσει την οικονομική πολιτική της προκειμένου να ξεπεραστούν τα προβλήματα τα οποία την οδήγησαν αρχικά στην αναζήτηση χρηματοδότησης.

Οι εν λόγω δεσμεύσεις, οι οποίες περιλαμβάνουν ειδικές προϋποθέσεις, περιγράφονται στη δήλωση προθέσεων της χώρας 10 Από την επίσημη ιστοσελίδα του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου [www.imf.org](http://www.imf.org) μέλους, η οποία συχνά περιλαμβάνει ένα μνημόνιο οικονομικών και χρηματοπιστωτικών πολιτικών. Βασιζόμενο σε προγενέστερες προσπάθειες, το ΔΝΤ έχει προβεί σε περαιτέρω μεταρρύθμιση των όρων δανειοδοτήσεών του για να επικεντρωθεί σε κριτήρια τα οποία είναι μετρήσιμα και παρατηρήσιμα. Οι εν λόγω μεταβολές περιλαμβάνουν : Ποσοτικές προϋποθέσεις : Η πρόοδος των χωρών μελών παρακολουθείται με τη χρήση ποσοτικών στόχων προγραμμάτων.

Οι εκταμιεύσεις κεφαλαίων συνδέονται με την τήρηση των εν λόγω στόχων. Μεταξύ των παραδειγμάτων περιλαμβάνονται στόχοι για διεθνή αποθεματικά και δημοσιονομικά ελλείμματα και δανεισμούς, που είναι σύμφωνα με τους σκοπούς των προγραμμάτων. Διαρθρωτικά μέτρα : Το νέο πλαίσιο SBA έχει εξαλείψει τα κριτήρια διαρθρωτικής απόδοσης. Αντίθετα, η πρόοδος όσον αφορά την υλοποίηση διαρθρωτικών μέτρων τα οποία είναι σημαντικά για την επίτευξη των στόχων του προγράμματος αξιολογούνται σφαιρικά στο πλαίσιο αναθεωρήσεων προγραμμάτων.

Συχρότητα αναθεωρήσεων : Οι τακτικές αναθεωρήσεις από την Εκτελεστική Επιτροπή του ΔΝΤ διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην αξιολόγηση της απόδοσης στο πλαίσιο του προγράμματος και τη δυνατότητα προσαρμογής του προγράμματος στις οικονομικές εξελίξεις. Το πλαίσιο SBA καθιστά δυνατή την ευελιξία στη

συχνότητα των αναθεωρήσεων βάσει της ισχύος των πολιτικών της χώρας και της φύσεως των χρηματοδοτικών αναγκών.

Σε περίπτωση που η πίστωση παραμένει άνω του 300% μετά από τρία έτη, η εν λόγω πρόσθετη επιβάρυνση αυξάνεται σε 300 μονάδες βάσης, και είναι σχεδιασμένη για να αποθαρρύνει τη μεγάλη και παρατεταμένη χρήση των πόρων του ΔΝΤ. 30 31 Οι πόροι οι οποίοι δεσμεύονται στο πλαίσιο όλων των SBA υπόκεινται σε προμήθεια δέσμευσης κεφαλαίου η οποία επιβάλλεται στην αρχή κάθε δωδεκάμηνης περιόδου επί των ποσών τα οποία θα μπορούσαν να αντληθούν κατά τη διάρκεια της περιόδου. Τα ποσά των εν λόγω προμηθειών επιστρέφονται εάν ο δανεισμός των ποσών πραγματοποιείται κατά τη διάρκεια της σχετικής περιόδου. Ως εκ τούτου, εάν η χώρα δανειστεί ολόκληρο το ποσό το οποίο δεσμεύεται στο πλαίσιο μιας SBA, το ποσό προμήθειας δέσμευσης κεφαλαίου επιστρέφεται πλήρως, ενώ δεν επιστρέφεται κανένα ποσό στο πλαίσιο προληπτικής SBA σύμφωνα με την οποία οι χώρες δεν πραγματοποιούν ανάληψη κεφαλαίων. Για κάθε αναληφθέν ποσό ισχύει επιβάρυνση για παροχή υπηρεσιών ύψους 50 μονάδων βάσης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Επιλογή Χωρών που θα μελετηθούν

### 4.1 Οι χώρες που επιλέχθηκαν

Από τις χώρες που έχουν προσφύγει τα τελευταία χρόνια στη βοήθεια του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, επιλέγουμε χώρες που ανήκουν στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Κατά χρονολογική σειρά προσφυγής, ξεκινώντας από εκείνη που προσέφυγε πρώτη, έχουμε την Ουγγαρία (Νοέμβριος 2008), τη Λετονία (Δεκέμβριος 2008), τη Ρουμανία (Μάιος 2009) και την Ελλάδα (Μάιος 2010).

### 4.2 Ιστορική αναδρομή της πορείας κάθε χώρας προς το ΔΝΤ

#### 4.2.1 ΟΥΓΓΑΡΙΑ

Η διεθνής οικονομική κρίση έπληξε την Ουγγαρία από το τέταρτο τρίμηνο του 2008 και το Νοέμβριο της ίδιας χρονιάς εγκρίθηκε δάνειο ύψους 12,5 δισ. ευρώ από το ΔΝΤ, 6,5 δισ. ευρώ από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και 1 δισ. ευρώ από την Παγκόσμια Τράπεζα. Έτσι η Ουγγαρία έγινε η πρώτη χώρα της Ευρωπαϊκής Ένωσης που έτυχε της οικονομικής υποστήριξης της τρικόικας ΔΝΤ, ΕΕ και Παγκόσμιας Τράπεζας. Στους όρους του δανείου αναφερόταν ότι το ΔΝΤ θα παρακολουθεί την εκτέλεση του προϋπολογισμού με την κεντρική τράπεζα της Ουγγαρίας να αναλαμβάνει τον πλήρη έλεγχο της διοίκησης των μεγάλων ουγγρικών τραπεζών. Οι ουγγρικές κυβερνήσεις προώθησαν τα εξής μέτρα :

- Πάγωμα των μισθών του δημοσίου για την επόμενη διετία. Προβλέπεται περικοπή του 13ου μισθού των δημοσίων υπαλλήλων, μείωση των κρατικών επιχορηγήσεων προς τις τοπικές αυτοδιοικήσεις και τον αγροτικό τομέα, σταδιακή αύξηση από το 2012 της ηλικίας συνταξιοδότησης από τα 62 στα 65 έτη, αναπροσαρμογή των συντάξεων και περικοπή του δώρου Χριστουγέννων.

- Μείωση κατά 10% των επιδομάτων ασθενείας και αναπηρίας ώστε να κυμαίνονται γύρω στο 60% του βασικού μισθού.

- Τα επιδόματα τέκνων δεν θα αυξηθούν για δύο έτη και το όριο ηλικίας των παιδιών για τη λήψη τους μειώνεται από το 23ο έτος στο 20ο έτος. 33 - Αύξηση του ΦΠΑ από 20% σε 25%, όπως και της φορολογίας στη βενζίνη, στα τσιγάρα και τα ποτά κατά 6%. Στα είδη πρώτης ανάγκης, όπως ψωμί, θέρμανση και γαλακτοκομικά, ορίστηκε ΦΠΑ 18%. Αύξηση της τιμής του φυσικού αερίου κατά 30% και του ηλεκτρικού ρεύματος κατά 2%.

- Αύξηση του ετήσιου φορολογικού εισοδήματος με την κατώτατη κλίμακα 18%, από 1,9 εκατ. φιορίνια (περίπου 6.700 €) σε 5 εκατ. φιορίνια (περίπου 17.500 €), με

παράλληλη αύξηση της φορολογικής κλίμακας για τα ανώτερα εισοδηματικά κλιμάκια από 33% σε 35%.

- Μείωση των εργοδοτικών εισφορών κοινωνικής ασφάλισης από 32% σε 27%, με ελάχιστο μηνιαίο εισόδημα υπολογισμού τα 140.000 φιορίνια (περίπου 500 €), που είναι το διπλάσιο των κατώτατων μηνιαίων αποδοχών.

- Αύξηση της εταιρικής φορολόγησης από 16% σε 19%, αλλά λαμβάνοντας υπόψη την κατάργηση του Φόρου Αλληλεγγύης (4%), η καθαρή φορολογική ελάφρυνση για τις επιχειρήσεις είναι 1%.

- 15% φορολογική ελάφρυνση των τρίτεκνων οικογενειών, ενώ προβλέπεται πρόσθετη ελάφρυνση 15% για κάθε παιδί πέραν του τρίτου.

Λόγω της κρίσης και των μέτρων κατά το 2009, σε σχέση με το 2008, οι πραγματικοί μισθοί έχουν μειωθεί κατά 2,1% με τις λιανικές πωλήσεις να κάμπτονται στην την ίδια περίοδο κατά 4,7% και τη συνολική κατανάλωση των νοικοκυριών να μειώνεται κατά 7% περίπου. Επίσης, το 2009 όλοι οι τομείς παραγωγής της Ουγγαρίας παρουσίασαν κάμψη, με τη βιομηχανική παραγωγή να είναι μειωμένη κατά 17% και την αγροτική κατά 17% επίσης, κυρίως λόγω της μειωμένης κατά 23% εσοδείας των δημητριακών. Ο τομέας κατασκευών είχε συρρίκνωση το ίδιο διάστημα 2,7% και διεσώθη λόγω των δημοσίων επενδύσεων, ενώ ο τομέας υπηρεσιών συρρικνώθηκε κατά 2,5%.

Στις 11 και στις 25 Απριλίου 2010 διενεργήθηκαν εκλογές στη χώρα και εξελέγη νέα κυβέρνηση, συγκεντρώνοντας πάνω από τα δύο τρίτα των εδρών της βουλής, για δύο κυρίως λόγους : πρώτον είχε αντιταχθεί κατηγορηματικά στα παραπάνω μέτρα που εφάρμοσε η προηγούμενη κυβέρνηση και δεύτερον υποσχέθηκε ότι θα μειώσει τους φόρους και θα δημιουργήσει ένα εκατομμύριο νέες θέσεις εργασίας.

Η νέα κυβέρνηση πάγωσε τη συμφωνία με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Δεν προχώρησε σε εκταμίευση της τέταρτης δόσης. Επίσης, επέβαλε έκτακτη τριετή εισφορά στις τράπεζες ξένων συμφερόντων, στις ασφαλιστικές και στις χρηματιστηριακές εταιρείες. Συγκεκριμένα, τα μέτρα προβλέπουν εισφορά 0,45% επί των ακαθάριστων εσόδων των τραπεζών, έκτακτη φορολογία 5,2% επί των συναφθέντων συμβολαίων των ασφαλιστικών εταιρειών και έκτακτη φορολογία 6% για τις χρηματιστηριακές εταιρείες και όλες τις υπόλοιπες χρηματοπιστωτικές δραστηριότητες. Τα μέτρα αυτά προκάλεσαν έντονη κριτική τόσο από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο όσο και από την Ευρωπαϊκή Ένωση, ωστόσο υπερψηφίστηκαν στην ουγγρική βουλή, τον Ιούλιο του 2010, με ψήφους 301 υπέρ και 12 κατά<sup>10</sup>. Επίσης, μειώθηκε ο συντελεστής φορολόγησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, οι οποίες αποτελούν το 75% των ουγγρικών επιχειρήσεων, σε 10%. Ο φορολογικός συντελεστής φυσικών προσώπων διαμορφώθηκε σε 16% για όλα τα εισοδήματα.

#### **4.2.2 ΛΕΤΟΝΙΑ**

---

<sup>10</sup> [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

Η χώρα της Βαλτικής ανεξαρτητοποιήθηκε από τη Σοβιετική Ένωση το 1990 και επέλεξε να συμπορευθεί με άλλες χώρες του πρώην ανατολικού μπλοκ προς την κατεύθυνση της οικονομίας της αγοράς, υλοποιώντας πολλές μεταρρυθμίσεις. Οι μεταρρυθμίσεις βοήθησαν τη Λετονία να αυξήσει το ΑΕΠ της κατά 50% μεταξύ των ετών 2004 και 2007, με σημαντική αύξηση της κατανάλωσης. Ωστόσο, η μεγάλη διεθνής πιστωτική και οικονομική κρίση του 2008 ανέτρεψε την κατάσταση. Το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν μειώθηκε κατά 10,5% το τελευταίο τρίμηνο του 2008<sup>11</sup>, σε σύγκριση με την ίδια περίοδο του προηγούμενου έτους. Το ίδιο χρονικό διάστημα, ο κατασκευαστικός τομέας παρουσίασε σημαντική πτώση των εργασιών του κατά 11,3%, ενώ ο δείκτης λιανικού εμπορίου μειώθηκε κατά 15,6% και οι ξενοδοχειακές επιχειρήσεις και οι επιχειρήσεις εστίασης είχαν πολύ σημαντικές απώλειες της τάξεως του 24,8%. Παράλληλα, η ανεργία αυξήθηκε σε 8,3% τον Ιανουάριο του 2009, ενώ το Δεκέμβριο του 2008 βρισκόταν στο 7%.

Η Λετονία συμφώνησε στα τέλη του 2008 να δανειστεί 7,5 δισ. ευρώ από το ΔΝΤ, την ΕΕ, τη Σουηδία και άλλες χώρες, υπό τον όρο να διατηρήσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα στο 10% του ΑΕΠ το 2009 και να το μειώσει στο 8,5% του ΑΕΠ το 2010. Ο απώτερος στόχος είναι να έχει μειωθεί στο 3,5% του ΑΕΠ έως το 2012. Η συμφωνία συνοδεύτηκε από την εφαρμογή δημοσιονομικών μέτρων και την κρατικοποίηση της ParexBank, δεύτερης μεγαλύτερης τράπεζας της χώρας. Ο οίκος Standard&Poor 's υποβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας σε BB+ με πρόβλεψη για ενδεχόμενη χρεοκοπία. Στις 20 Φεβρουαρίου 2009 η κυβέρνηση συνεργασίας της χώρας κατέρρευσε. Το ΔΝΤ πρότεινε υποτίμηση του νομίσματος, όμως η ΕΕ δεν επέτρεψε να γίνει, καθώς το μεγαλύτερο μέρος του χρέους της Λετονίας ήταν εκφρασμένο σε ξένα νομίσματα. Οικονομικές εκτιμήσεις στις αρχές του 2009 προέβλεπαν μείωση του ΑΕΠ κατά 12%. Ωστόσο, οι προβλέψεις αυτές αποδείχθηκαν αισιόδοξες, καθώς το ΑΕΠ μειώθηκε κατά 18%. Συνακόλουθα, τον Δεκέμβριο του 2009 ο δείκτης ανεργίας ανέβηκε στο 22,8%, υπερτριπλάσιος από ότι την ίδια περίοδο του προηγούμενου έτους. Ήταν ο υψηλότερος δείκτης ανεργίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Σημάδια σταθεροποίησης της κατάστασης εμφανίστηκαν το 2010. Το ΑΕΠ παρέμεινε σταθερό, οι εξαγωγές αυξήθηκαν και το εμπορικό ισοζύγιο εμφάνιζε πλεόνασμα το Φεβρουάριο του ίδιου έτους. Το έλλειμμα μειώθηκε σε 5% του ΑΕΠ. Το διατραπεζικό επιτόκιο δανεισμού μειώθηκε σε 3,35%, ενώ τον προηγούμενο Ιούνιο είχε ανέλθει στα επίπεδα του 29,8%. 4.2.3 ΡΟΥΜΑΝΙΑ Η παγκόσμια πιστωτική κρίση έπληξε και τη Ρουμανία κατά το έτος 2008. Κερδοσκόποι επιτέθηκαν στο τοπικό νόμισμα, το λέι, στοιχηματίζοντας ότι θα μειωθεί η αξία του 13. Από τα νεότερα μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης (έτος εισαγωγής 2007), μετά από μια περίοδο οικονομικής άνθησης ετήσιου ρυθμού 8%, που ενισχύθηκε από την πιστωτική επέκταση και τις ξένες επενδύσεις, το ΑΕΠ άρχισε να μειώνεται και οι θέσεις εργασίας να περιορίζονται. Προς τα τέλη του 2008 το χρηματιστήριο έχανε την αξία του κατά 70%. 13 [www.washingtonpost.com](http://www.washingtonpost.com) 36 Οι οίκοι Fitch και Standard&Poor 's υποβάθμισαν την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας, το φθινόπωρο του 2008, σε junk, λόγω του υψηλού ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και της μεγάλης εξάρτησης από βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Λόγω της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης, οι ξένες επενδύσεις αποδυναμώθηκαν και το λέι έχασε την αξία του έναντι του ευρώ. Οι ξένοι επενδυτές, που τα προηγούμενα έτη έβλεπαν

<sup>11</sup>[www.bbc.co.uk/news/uk](http://www.bbc.co.uk/news/uk)

στη Ρουμανία μεγάλες επενδυτικές ευκαιρίες, είδαν τις επιλογές τους να κινδυνεύουν. Ιδιαίτερα στον κατασκευαστικό τομέα σημειώθηκε πτώση στις τιμές κατά 30%, με αποτέλεσμα πολλά επενδυτικά κεφάλαια του κλάδου να αποχωρήσουν άμεσα από τη χώρα. Το δημοσιονομικό έλλειμμα αυξανόταν διαρκώς, φτάνοντας στα επίπεδα του 8% του ΑΕΠ. Το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ξεπέρασε το 13% του ΑΕΠ. Το Μάιο του 2009 η Ρουμανία συμφώνησε σε πρόγραμμα βοήθειας από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, την Ευρωπαϊκή Ένωση και την Παγκόσμια Τράπεζα, συνολικού ύψους 20 δισ. ευρώ. Η συμφωνία αποτελείται από 12,9 δισ. ευρώ από το ΔΝΤ, 5 δισ. ευρώ από την Ευρωπαϊκή Ένωση, 1 με 1,5 δισ. ευρώ από την Παγκόσμια Τράπεζα και τα υπόλοιπα από διάφορους χρηματοδότες, όπως η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανικοδόμησης και Ανάπτυξης (BERD).

Το έλλειμμα διαμορφώθηκε σε 6,6% το 2010, ενώ ο στόχος που είχε θέσει το ΔΝΤ ήταν 6,8%. Ο αριθμός των δημοσίων υπαλλήλων μειώθηκε σε 1,27 εκατομμύρια (από 1,4 εκατ. το Δεκέμβριο του 2008), έναντι του 1,29 που απαιτούσε το Ταμείο. Οι μισθοί του δημοσίου μειώθηκαν κατά 25% και τα επιδόματα ανεργίας και οι συνταξιοδοτικές παροχές κατά 15%. Αυξήθηκε η φορολόγηση φυσικών και νομικών προσώπων αλλά και ο Φόρος Προστιθέμενης Αξίας. Παράλληλα, ο πληθωρισμός το Δεκέμβριο του 2010 παρέμενε υψηλός. Οι τρεις στόχοι του ΔΝΤ, η μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος, του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και η αποφυγή κρίσης στον χρηματοπιστωτικό κλάδο, επιτεύχθηκαν για τη Ρουμανία.

#### **4.2.4 ΕΛΛΑΔΑ**

Στη δίνη της διεθνούς κρίσης του 2008, η Ελλάδα αναδείχθηκε ως σημείο αναφοράς με την εκτόξευση, για το 2009, του δημοσιονομικού ελλείμματος στο υψηλότερο επίπεδο στην Ευρωπαϊκή Ένωση – και αυτό με ένα δημόσιο χρέος που ήδη ήταν πάνω από 100% του ΑΕΠ. Σε ένα κλίμα διεθνούς ύφεσης και με μεγάλες δανειακές ανάγκες των μεγάλων κρατών, όπως οι ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ισπανία, η Ελλάδα βρέθηκε να αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα δανεισμού.

Η οικονομία σημειώνει αρνητικούς ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ, πρώτη φορά ύστερα από 16 χρόνια. Τον Οκτώβριο του 2009 έγινε γνωστό ότι το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης είχε ξεπεράσει το 12% του ΑΕΠ και έδειχνε ότι η ελληνική οικονομία έμπαινε σε περίοδο δημοσιονομικής κρίσης, με δεδομένο και το υψηλό δημόσιο χρέος. Η κυβέρνηση ανακοίνωσε νέα μέτρα με τον προϋπολογισμό του 2010 και με το Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης τον Ιανουάριο του 2010, οι αγορές και οι διεθνείς οργανισμοί, όμως, δεν τα θεώρησαν επαρκή για την αντιμετώπιση του προβλήματος.

Η δυσκολία αναχρηματοδότησης του δημόσιου χρέους άρχισε να εκδηλώνεται με την άνοδο των περιθωρίων επιτοκίων (spreads), πράγμα που οδήγησε την κυβέρνηση να ζητήσει, στις 23 Απριλίου 2010, βοήθεια από την Ευρωπαϊκή Ένωση, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Παρά την απόφαση αυτή, τα περιθώρια επιτοκίων συνέχισαν να αυξάνονται. Το Μάιο του 2010 ανακοινώθηκε η συμφωνία της ελληνικής κυβέρνησης με το ΔΝΤ, την ΕΕ και την ΕΚΤ, συνολικούς ύψους 110 δισ. ευρώ. Από αυτό το ποσό, τα 80 δισ. ευρώ προέρχονται από τα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ, σύμφωνα με τα μερίδιά τους στο

καταβεβλημένο κεφάλαιο της ΕΚΤ<sup>12</sup>, ενώ το υπόλοιπο καταβάλλεται από το ΔΝΤ. Το πακέτο μέτρων που συμφωνήθηκε περιλαμβάνει μια σειρά από δημοσιονομικά μέτρα, που στοχεύουν τόσο στην αύξηση των εσόδων όσο και στην περιστολή των δαπανών, αλλά και πολλά επιπλέον μέτρα που αφορούν τη μεταρρύθμιση του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις.

Η Ελλάδα συμφώνησε να προχωρήσει σε δημοσιονομική προσαρμογή ύψους 30 δισ. ευρώ (12,5% του ΑΕΠ του 2009) σε βάθος τριετίας. Ο στόχος για το έλλειμμα είναι να μειωθεί σε 3% του ΑΕΠ ως το 2014. Συγκεκριμένα, αυξάνονται οι έμμεσοι φόροι, με αύξηση του ΦΠΑ σε 23%, αύξηση των φόρων καυσίμων και οινόπνεύματος κατά 10 εκατοστιαίες μονάδες, ενώ εφαρμόζονται περικοπές στους μισθούς, στις συντάξεις και στην απασχόληση στο δημόσιο τομέα. Επίσης, ψηφίζεται αλλαγή του δημόσιου συστήματος συντάξεων με την οποία η ελάχιστη ηλικία συνταξιοδότησης αυξάνεται στα 60 χρόνια.

Η Ελλάδα και η δημοσιονομική κρίση στην ΟΝΕ μεταρρύθμιση της αγοράς εργασίας, την ιδιωτικοποίηση μιας σειράς δημόσιων επιχειρήσεων και τη μεταρρύθμιση του φοροεισπρακτικού μηχανισμού. Τέλος, στο πλαίσιο της στήριξης του τραπεζικού τομέα στην Ελλάδα την επόμενη τριετία, σχηματίζεται ειδικό ταμείο ύψους 10 δις ευρώ.

---

<sup>12</sup>BuiterW., RahbariE. (2010), Η Ελλάδα και η δημοσιονομική κρίση στην ΟΝΕ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Αξιολόγηση Τραπεζών

Ένας τρόπος αξιολόγησης μια τράπεζας είναι η χρήση μιας σειράς αριθμοδεικτών. Η ανάλυση των δεικτών περιλαμβάνει δύο μεθόδους, τη διαστρωματική και τη διαχρονική ανάλυση, η καθεμία από τις οποίες παρέχει χρήσιμες πληροφορίες. Η διαστρωματική ανάλυση συγκρίνει τους δείκτες μιας επιχείρησης με τους δείκτες άλλων επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου για την ίδια χρονική περίοδο. Συνήθως, η σύγκριση γίνεται είτε με τις καλύτερες επιχειρήσεις του κλάδου είτε με το μέσο όρο του κλάδου. Η διαχρονική ανάλυση εξετάζει τους διάφορους δείκτες μια επιχείρησης για μια σειρά ετών και επιτρέπει στην επιχείρηση να προσδιορίσει κατά πόσο αναπτύσσεται ή όχι, κατά πόσο οδεύει εμπρός ή πίσω και γενικά αποκαλύπτει τις τάσεις που δημιουργούνται.

Στην ανάλυση δεικτών που ακολουθεί, θα εξετάσουμε την κερδοφορία, την αποτελεσματικότητα, τον πιστωτικό κίνδυνο, τη ρευστότητα και τη φερεγγυότητα<sup>13</sup> εμπορικών τραπεζών που δραστηριοποιούνται συνολικά σε 4 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οι οποίες έχουν προσφύγει στους μηχανισμούς οικονομικής βοήθειας του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Οι τράπεζες που θα μελετηθούν είναι οι εξής : OTPBankplc, ErsteBankHungary, MFBHungarianDevelopmentBankplc (Ουγγαρία), Swedbank, SebBanka, DnBNordBanka, RietumuBanka, MortgageandLandBankofLatvia (Λεττονία), BancaComercialaRomanaS.A., BancaRomaneasca (Ρουμανία), Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, AlphaBank, EFGEurobank – Ergasias, Τράπεζα Πειραιώς και Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο (Ελλάδα).

### 5.1 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Ως αποδοτικότητα, γενικά, εννοούμε το αποτέλεσμα που προκύπτει από μια συγκεκριμένη δραστηριότητα, εκφρασμένο ως ποσοστό των πόρων που χρησιμοποιήθηκαν γι' αυτή. Στα πλαίσια της επιχείρησης, η αποδοτικότητα συνδέεται με την αξιοποίηση του συνόλου των κεφαλαιακών πόρων της, ίδιων και δανειακών. Επομένως, οι 40 δείκτες εκφράζουν το σύνθετο αποτέλεσμα της χρήσης των πόρων αυτών σε όλες τις λειτουργίες της και παρέχουν έμμεσες ενδείξεις για την αποτελεσματικότητα των αποφάσεων σχετικά με τους επιχειρησιακούς συνδυασμούς των μέσων και λειτουργιών της μονάδας.

Η ανάλυση της αποδοτικότητας της επιχείρησης έχει ως στόχο την ανάλυση της κερδοφορίας της επιχείρησης, η οποία επιτυγχάνεται με την αξιοποίηση των πληροφοριών που είναι δημοσιευμένες τόσο στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, όσο και στον ισολογισμό της επιχείρησης. Οι αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται είτε περιλαμβάνουν αποκλειστικά λογαριασμούς αποτελεσμάτων είτε συνδυάζουν λογαριασμούς αποτελεσμάτων με λογαριασμούς του ισολογισμού.

---

<sup>13</sup> Γκλεζάκος Μιχαήλ, Αξιολόγηση Επιχειρήσεων, Αθήνα 2008



Οι αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούν αποκλειστικά λογαριασμούς της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης, εξετάζουν την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης στην επίτευξη πωλήσεων και στη διαχείριση του κόστους λειτουργίας της με βάση τα έσοδα που πραγματοποιήσε.

Για παράδειγμα, εάν συγκρίνουμε τις πωλήσεις με το κόστος πωληθέντων για μια σειρά ετών, μπορούμε να δούμε πόσο επιτυχημένα η επιχείρηση διαχειρίστηκε, μέσα στο χρόνο, το κόστος παραγωγής των προϊόντων που πώλησε και να το συγκρίνουμε με τις άλλες ανταγωνιστικές επιχειρήσεις και το μέσο όρο του κλάδου. Οι αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούν συνδυασμό λογαριασμών ισολογισμού και αποτελεσμάτων χρήσης, σχετίζουν την αποδοτικότητα της λειτουργίας της επιχείρησης με τα κεφάλαια που χρησιμοποιεί, για να παράγει το προϊόν και να δημιουργήσει έσοδα από πωλήσεις. Για παράδειγμα, εάν συγκρίνουμε τις πωλήσεις της επιχείρησης με το σύνολο των κεφαλαίων, που έχει στη διάθεσή της, για μια σειρά ετών, μπορούμε να δούμε πόσο επιτυχημένα η επιχείρηση χρησιμοποιεί τα κεφάλαια που έχει στη διάθεσή της, για να δημιουργήσει έσοδα. Οι αριθμοδείκτες που συνήθως χρησιμοποιούνται από τους αναλυτές για τη διερεύνηση της αποτελεσματικότητας της επιχείρησης είναι 1) η απόδοση ιδίων κεφαλαίων και 2) η απόδοση ενεργητικού.

### **5.1.1 Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity - ROE)**

Ο δείκτης αυτός μετρά την αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων, δηλαδή πόσο αποδοτικά χρησιμοποιούνται τα κεφάλαια που έχουν συνεισφέρει στην επιχείρηση οι μέτοχοι. Δεδομένου ότι σκοπός της επιχείρησης είναι να μεγιστοποιήσει τον πλούτο των μετόχων, ο δείκτης ROE είναι σημαντικός για τους μετόχους. Χρησιμοποιεί στοιχεία τόσο από την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, όσο και από τον ισολογισμό. Ο δείκτης της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων προκύπτει από το λόγο των καθαρών κερδών προς το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων. Στον πίνακα 5.1 υπολογίζεται η απόδοση ιδίων κεφαλαίων, όπως και οι μέσοι όροι της απόδοσης συνολικά ανά έτος αλλά και για κάθε τράπεζα μεμονωμένα διαχρονικά. Ο πίνακας παρατίθεται στο Παράρτημα. Παρατηρώντας τα αποτελέσματα που μας δίνει ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων διαχρονικά, για την Ουγγαρία διαπιστώνουμε πτωτική τάση καθώς η χώρα οδεύει προς το 2008, οπότε και ζήτησε τη συνδρομή του ΔΝΤ, η οποία συνεχίζεται και το 2009 και το 2010. Στη Λετονία εμφανίζεται επίσης πτωτική τάση από το 2005 προς το 2009, με ελαφρά διόρθωση το 2006, αλλά σημαντική πτώση το 2009, ενώ η χώρα δανείστηκε από το ΔΝΤ τον Δεκέμβριο του 2008.

Στη συνέχεια παρατηρείται διόρθωση του δείκτη. Στη Ρουμανία, οι δύο τράπεζες που εξετάζουμε εμφανίζουν ανοδική τάση στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων τους, ενώ το 2009 και το 2010, οπότε και η χώρα προσχώρησε στο ΔΝΤ, η τάση είναι πτωτική. Στην Ελλάδα, ενώ παρατηρείται μια άνοδος το 2006, από εκεί και πέρα η τάση είναι σταθερά πτωτική, με χαμηλότερο το 2010, όταν η χώρα προσέφυγε στους μηχανισμούς του ΔΝΤ. Σε όλες τις υπό εξέταση χώρες, το πακέτο μέτρων που εφαρμόστηκαν συγκράτησε την απόδοση ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών σε επίπεδα χαμηλότερα από τα προηγούμενα χρόνια, που υπήρχε άνθηση, ικανοποιητικά επίπεδα, ωστόσο. Άλλωστε, στην Ουγγαρία επιβλήθηκε και έκτακτη εισφορά στις

τράπεζες το 2010. Εξαιρέση αποτελεί η Ελλάδα, η οποία έφτασε σε αρνητικά επίπεδα και μετά την εφαρμογή των μέτρων του μνημονίου.

### **5.1.2 Απόδοση Ενεργητικού (ROA – Return on Assets)**

Ο αριθμοδείκτης της Απόδοσης Ενεργητικού μετρά πόσο κερδοφόρα είναι η επιχείρηση σε σχέση με το συνολικό ενεργητικό της. Υποδεικνύει πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί η διοίκηση της επιχείρησης τους πόρους που έχει στη διάθεσή της, για να δημιουργήσει κέρδη. Υπολογίζεται ως ο λόγος των καθαρών κερδών της επιχείρησης προς το σύνολο του ενεργητικού της. Στην Ουγγαρία παρατηρείται διαχρονική μείωση της απόδοσης ενεργητικού. Στη Λετονία διακρίνουμε αυξομειώσεις και έναρξη πτωτικής τάσης από το 2007. Το 2009, αμέσως επόμενο έτος από την προσφυγή στο ΔΝΤ, παρατηρείται η χαμηλότερη απόδοση, η οποία είναι να αρνητική. Στη Ρουμανία παρατηρούμε μικρές αυξομειώσεις και μικρή αύξηση το 2010, ενώ στην Ελλάδα έχουμε μικρές αυξομειώσεις και πτωτική τάση το 2010, με αρνητικό πρόσημο στο δείκτη. Όπως και στον προηγούμενο δείκτη αποδοτικότητας, έτσι και ο ROA δείχνει να επιδεινώνεται το άμεσο χρονικό διάστημα μετά την προσφυγή μιας χώρας στο μηχανισμό βοήθειας του ΔΝΤ.

## **5.2 Αριθμοδείκτες Αποτελεσματικότητας και Παραγωγικότητας**

Ένας βασικός παράγοντας, ο οποίος επηρεάζει τόσο την αποδοτικότητα όσο και τη βιωσιμότητα της επιχείρησης στις σκληρές συνθήκες ανταγωνισμού, είναι πόσο αποτελεσματικά αυτή λειτουργεί. Για να αξιολογηθεί η αποτελεσματική λειτουργία της επιχείρησης, πρέπει να εντοπιστούν τα δυνατά και αδύνατα σημεία και να συγκριθούν με τους στόχους της επιχείρησης. Οι παρακάτω δείκτες δείχνουν πόσο εύρωστη είναι η επιχείρηση και πόσο πετυχημένα διαχειρίζεται τα έσοδα και τα έξοδά της.

### **5.2.1 Σύνολο Λειτουργικών Εσόδων/Σύνολο Ενεργητικού**

Ο δείκτης αυτός, ο οποίος ονομάζεται και Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού, μας παρέχει πληροφόρηση για το ποσοστό στο οποίο αξιοποιούνται τα στοιχεία του ενεργητικού για να μετατραπούν σε λειτουργικά έσοδα. Υπολογίζεται διαιρώντας τα λειτουργικά έσοδα προς το σύνολο ενεργητικού. Παρατηρώντας τους μέσους όρους κάθε έτους, διακρίνουμε σταδιακή μείωση του δείκτη στην Ουγγαρία, ενώ το έτος 2008, έτος έναρξης συνεργασίας της χώρας με το ΔΝΤ, ο δείκτης ανεβαίνει, για να μειωθεί και πάλι το επόμενο έτος. Στη Λετονία διακρίνουμε αυξομειώσεις του δείκτη σε όλη την περίοδο που εξετάζουμε, ενώ στη Ρουμανία ο δείκτης πέφτει διαχρονικά ως το 2007, ενώ το 2008 ξεκινά σταθερή άνοδος. Στην Ελλάδα παρατηρούμε αυξομειώσεις του δείκτη διαχρονικά, με χαμηλότερο το 2010, έτος έναρξης συνεργασίας της χώρας με το ΔΝΤ. Οι συνθήκες ύφεσης που επικρατούν σε μια χώρα ώστε να απευθυνθεί σε δανεισμό από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο συνηγορούν ώστε να παραμένουν χαμηλά τα έσοδα και των τραπεζικών επιχειρήσεων, ακόμα και μετά την παρέμβαση του Ταμείου.

## 5.2.2 Καθαρά Κέρδη/Σύνολο Απασχολουμένων

Ο δείκτης αυτός εκφράζει την παραγωγικότητα του απασχολούμενου προσωπικού, δείχνοντας μας τι μέρος των κερδών αναλογεί σε κάθε εργαζόμενο. Υπολογίζεται ως ο λόγος των καθαρών κερδών προς το σύνολο του απασχολούμενου προσωπικού. Καθώς οι τράπεζες της Λετονίας και της Ρουμανίας δεν παρέχουν στοιχεία για τον αριθμό του απασχολούμενου προσωπικού, υπολογίσαμε τον δείκτη για τις τράπεζες της Ουγγαρίας και της Ελλάδας. Στον πίνακα 5.4 υπολογίζεται ο δείκτης των καθαρών κερδών προς το σύνολο των απασχολουμένων, όπως και οι μέσοι όροι του δείκτη συνολικά ανά έτος αλλά και για κάθε τράπεζα μεμονωμένα διαχρονικά. Ο πίνακας παρατίθεται στο Παράρτημα.

Στην Ουγγαρία παρατηρούμε πτώση του δείκτη το 2006, στη συνέχεια άνοδο αλλά μετά σταθερή πτωτική πορεία των κερδών ανά υπάλληλο. Είναι ευνόητο ότι οι τράπεζες είχαν μείωση των κερδών τα έτη της κρίσης, επομένως μειώθηκε και ο μέσος όρος των κερδών ανά απασχολούμενο. Στην Ελλάδα έχουμε αύξηση του δείκτη ως το 2007, αλλά σημαντική μείωση το 2008 και σταθερά πτωτική πορεία έκτοτε. Φυσικά αυτό οφείλεται και στην αξιοσημείωτη μείωση των κερδών που είχαν οι ελληνικές τράπεζες το 2009, με εξαίρεση την Alpha και την Πειραιώς, ενώ το 2010 έκλεισαν όλες με αρνητικά αποτελέσματα. Οι τράπεζες της Λετονίας και της Ρουμανίας δεν δημοσιεύουν στοιχεία για τον αριθμό απασχολουμένων, έτσι δεν κατέστη δυνατός ο υπολογισμός των δεικτών για αυτές τις χώρες.

## 5.2.3 Χορηγήσεις/Σύνολο Απασχολουμένων

Ο δείκτης αυτός εκφράζει την παραγωγικότητα του απασχολούμενου προσωπικού, δείχνοντας μας τι μέρος των χορηγήσεων αναλογεί σε κάθε υπάλληλο. Υπολογίζεται ως ο λόγος των χορηγήσεων προς το σύνολο του απασχολούμενου προσωπικού. Καθώς οι τράπεζες της Λετονίας και της Ρουμανίας δεν παρέχουν στοιχεία για τον αριθμό του απασχολούμενου προσωπικού, υπολογίσαμε τον δείκτη για τις τράπεζες της Ουγγαρίας και της Ελλάδας. Στον πίνακα 5.5 υπολογίζεται ο δείκτης των χορηγήσεων προς το σύνολο των απασχολουμένων, όπως και οι μέσοι όροι του δείκτη συνολικά ανά έτος αλλά και για κάθε τράπεζα μεμονωμένα διαχρονικά. Ο πίνακας παρατίθεται στο Παράρτημα. Στην Ουγγαρία έχουμε άνοδο του δείκτη το 2006, ωστόσο το 2007 έχουμε σημαντική μείωση, με διόρθωση αργότερα αλλά όχι στα επίπεδα πριν την κρίση. Η πιστωτική επέκταση των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων μειώθηκε την περίοδο έναρξης συνεργασίας με το ΔΝΤ, καθώς σε περιόδους κρίσης περιορίζεται η κατανάλωση όπως και το εισόδημα. Στην Ελλάδα έχουμε σταθερά ανοδική πορεία των αναλογούντων χορηγήσεων ανά τραπεζικό υπάλληλο, με ελαφρά διόρθωση το 2009, η οποία ακολουθείται από νέα αύξηση το 2010. Η χώρα μας είχε περιθώρια για πιστωτική επέκταση, παρά την κρίση, καθώς υπήρχαν και υπάρχον νοικοκυριά με μηδενικό δανεισμό.

Το ΔΝΤ ζήτησε απομόχλευση των τραπεζών και προστασία των δανειακών χαρτοφυλακίων τους από την κρίση. Ο σκοπός ήταν η απεμπλοκή τους από ενδεχόμενες πιστωτικές απώλειες. Οι νέες χορηγήσεις θα πρέπει να καλύπτονται από αντίστοιχη αύξηση των καταθέσεων. Στην Ελλάδα, η κυβέρνηση εξαρτάται από τη

συνεχόμενη δέσμευση των τραπεζών να διατηρούν το δανεισμό τους προς αυτήν<sup>16</sup>. Αντίστροφα, οι τράπεζες επηρεάζονται από την δυσάρεστη πρόβλεψη για πιθανή χρεοκοπία της χώρας, αλλά και εξαρτώνται από τις κυβερνητικές εγγυήσεις. Ωστόσο, το τραπεζικό σύστημα σταδιακά περιορίζει τον δανεισμό, δηλαδή προχωρά σε απομόχλευση, επανεξετάζοντας νέες και παλαιές χορηγήσεις, δυσκολεύοντας τα κριτήρια για χορήγηση νέων κεφαλαίων και δίνοντας ιδιαίτερη προσοχή στον περιορισμό των επισφαλειών, δουλεύοντας στενά με τους δανειολήπτες. Οι τράπεζες της Λετονίας και της Ρουμανίας δεν δημοσιεύουν στοιχεία για τον αριθμό απασχολουμένων, έτσι δεν κατέστη δυνατός ο υπολογισμός των δεικτών για αυτές τις χώρες.

#### **5.2.4 Καταθέσεις/Σύνολο Απασχολουμένων**

Ο δείκτης αυτός εκφράζει την παραγωγικότητα του απασχολούμενου προσωπικού, δείχνοντας μας τι μέρος των καταθέσεων των πελατών αναλογεί σε κάθε υπάλληλο. Υπολογίζεται ως ο λόγος των καταθέσεων προς το σύνολο του απασχολούμενου προσωπικού. Καθώς οι τράπεζες της Λετονίας και της Ρουμανίας δεν παρέχουν στοιχεία για τον αριθμό του απασχολούμενου προσωπικού, υπολογίσαμε τον δείκτη για τις τράπεζες της Ουγγαρίας και της Ελλάδας. Στον πίνακα 5.6 υπολογίζεται ο δείκτης των καταθέσεων προς το σύνολο των απασχολουμένων, όπως και οι μέσοι όροι του δείκτη συνολικά ανά έτος αλλά και για κάθε τράπεζα μεμονωμένα διαχρονικά. Ο πίνακας παρατίθεται στο Παράρτημα. Στην Ουγγαρία ο δείκτης βαίνει μειούμενος έως το 2007, ενώ το 2008 αποκτά ανοδική πορεία, η οποία συνεχίζεται και το 2009. Το συμπέρασμα είναι ότι, εξετάζοντας και μεμονωμένα τις καταθέσεις, στις οποίες παρατηρείται άνοδος, αυξήθηκαν οι αποταμιεύσεις κατά την υπό εξέταση περίοδο. Στην Ελλάδα, ο δείκτης καταθέσεων προς σύνολο απασχολουμένων φαίνεται διαρκώς αυξανόμενος διαχρονικά, με μείωση το 2010, η οποία προφανώς οφείλεται στην σημαντική εκροή των τραπεζικών καταθέσεων από τις ελληνικές τράπεζες. Όλες οι ελληνικές τράπεζες που εξετάζουμε είχαν μείωση των καταθέσεων πελατών το 2010. Πολλοί Έλληνες κατέφυγαν σε μεταφορά των αποταμιεύσεών τους σε τράπεζες του εξωτερικού, ανεξαρτήτως ύψους κατάθεσης. Αιτία ήταν η κινδυνολογία που επικράτησε και ο συνακόλουθος πανικός στον οποίο οδηγήθηκε το κοινό. Οι τράπεζες της Λετονίας και της Ρουμανίας δεν δημοσιεύουν στοιχεία για τον αριθμό απασχολουμένων, έτσι δεν κατέστη δυνατός ο υπολογισμός των δεικτών για αυτές τις χώρες.

### **5.3 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας**

Η ρευστότητα μιας τράπεζας, και επομένως ο βαθμός βραχυχρόνιου κινδύνου επιβίωσής της, αποτελεί μια από τις κύριες συνθήκες χρηματοοικονομικής λειτουργίας. Οι δείκτες ρευστότητας χρησιμοποιούνται στην αξιολόγηση της ικανότητας της τράπεζας να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της, τόσο βραχυπρόθεσμες όσο και μακροπρόθεσμες. Ο κίνδυνος ρευστότητας που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες είναι ο κίνδυνος αδυναμίας ανεύρεσης των επαρκών ρευστών διαθεσίμων για την κάλυψη των υποχρεώσεων της τράπεζας, όπως αναλήψεις μετρητών από καταθέτες, πληρωμή αμοιβών προσωπικού ή αποπληρωμή

υποχρεώσεων προς πιστωτές. Κίνδυνος ρευστότητας δύναται να προκύψει είτε από την πλευρά του ενεργητικού είτε από την πλευρά του παθητικού ενός τραπεζικού ιδρύματος. Από το παθητικό θα προκύψει στην περίπτωση που σημαντικός αριθμός των πιστωτών της τράπεζας, δηλαδή των καταθετών ή των επενδυτών, επιχειρήσουν να ρευστοποιήσουν τις επενδύσεις τους άμεσα. Στην περίπτωση αυτή η τράπεζα θα πρέπει είτε να δανειστεί επιπλέον κεφάλαια είτε να ρευστοποιήσει δικές της απαιτήσεις. Οι δύο αυτές εκδοχές επιφέρουν κόστος για την τράπεζα, το οποίο εξαρτάται από τους όρους με τους οποίους θα δανειστεί, από τη ληκτότητα των απαιτήσεών της και το κόστος ρευστοποίησής τους. Εάν πρόκειται για μια μεγάλη τράπεζα με σημαντικό ύψος ενεργητικού, πιθανότατα θα δανειστεί με ευνοϊκούς όρους.

Άλλωστε τα περιουσιακά στοιχεία στο ενεργητικό μιας τράπεζας λειτουργούν και ως εγγύηση προς τους δανειστές της. Επίσης, όσο περισσότερα ρευστά διαθέσιμα κρατά μια τράπεζα, τόσο λιγότερο είναι εκτεθειμένη στον κίνδυνο ρευστότητας. Εύλογο είναι ότι για τις τράπεζες με μεγάλη καταθετική βάση είναι πιο εύκολο να κρατούν επαρκές ύψος ρευστών διαθεσίμων για τις συναλλαγές τους. Από την πλευρά του ενεργητικού, κίνδυνος ρευστότητας μπορεί να προκύψει εάν οι κάτοχοι των δανείων μιας τράπεζας επιστρέψουν τα δάνειά τους.

Στην περίπτωση αυτή η αύξηση του ενεργητικού θα πρέπει να αντισταθμιστεί από μια αντίστοιχη αύξηση του παθητικού, μάλλον μέσω μια αύξησης των δανεισμένων κεφαλαίων, είτε με μείωση του ενεργητικού μέσω μείωσης των ρευστών διαθεσίμων. Είναι φανερό ότι η διαδικασία αυτή συνεπάγεται κόστος για την τράπεζα. Όσο μεγαλύτερο το μέγεθος μιας τράπεζας τόσο πιο εύκολο είναι να προχωρήσει στην παραπάνω διαδικασία. Συμπερασματικά, με τη μεγέθυνση μιας τράπεζας αυξάνεται το κυκλοφορούν ενεργητικό της, επομένως βελτιώνονται οι δείκτες ρευστότητάς της.

Επίσης, σύμφωνα με τις μελέτες του Baltensberger (1972), λόγω του νόμου των μεγάλων αριθμών, η μεγέθυνση μιας τράπεζας οδηγεί σε μείωση της διακύμανσης των συνολικών αναλήψεων σε σχέση με τις συνολικές καταθέσεις. Επομένως, η αύξηση της παραγωγής, η οποία συνεπάγεται της μεγέθυνσης της τράπεζας, έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του άριστου επιπέδου ρευστών διαθεσίμων. Έτσι, εφόσον η τράπεζα είναι υποχρεωμένη να κρατά μικρότερο ποσοστό ως ρευστά διαθέσιμα στο ταμείο της, η ρευστότητά της για τις υπόλοιπες ανάγκες της βελτιώνεται. Για τη μέτρηση της ρευστότητας των υπό μελέτη τραπεζικών ιδρυμάτων, θα χρησιμοποιήσουμε τους τρεις δείκτες που φαίνονται παρακάτω.

### **5.3.1 Ταμείο & Διαθέσιμα + Απαιτήσεις Κατά Π.Ι./Σύνολο Ενεργητικού**

Στην Ουγγαρία παρατηρούμε συνεχείς αυξομειώσεις του δείκτη και, συγκεκριμένα, μείωση κατά το έτος παρέμβασης του ΔΝΤ ενώ στη συνέχεια αύξηση. Στη Λετονία ο δείκτης αυτός παρουσιάζει το χαμηλότερο σημείο του στο έτος παρέμβασης του ΔΝΤ, ενώ στη συνέχεια ακολουθεί ανοδική πορεία. Παρατηρούμε ότι η ρευστότητα των τραπεζών αυξάνεται μετά την έναρξη συνεργασίας με το ΔΝΤ, σύμφωνα με τον εν λόγω δείκτη. Στη Ρουμανία, επίσης, ο δείκτης είναι χαμηλότερος το έτος έναρξης συνεργασίας με το ΔΝΤ. Στην Ελλάδα ο δείκτης παρουσιάζει μικρή μείωση το έτος παρέμβασης του ΔΝΤ. Η ρευστότητα είναι περιορισμένη το έτος

έναρξης συνεργασίας με το Ταμείο. Στον πίνακα 5.7 υπολογίζεται ο δείκτης Ταμείο & Διαθέσιμα + Απαιτήσεις κατά Πιστωτικών Ιδρυμάτων/Σύνολο Ενεργητικού, όπως και οι μέσοι όροι του δείκτη συνολικά ανά έτος αλλά και για κάθε τράπεζα μεμονωμένα διαχρονικά. Ο πίνακας παρατίθεται στο Παράρτημα.

### **5.3.2 Ταμείο & Διαθέσιμα + Απαιτήσεις Κατά Π.Ι./Σύνολο Καταθέσεων**

Στην Ουγγαρία ο δείκτης ανεβαίνει σημαντικά τα χρόνια πριν την έναρξη συνεργασίας με το ΔΝΤ και σημειώνει σημαντική πτώση το έτος παρέμβασης και το αμέσως επόμενο. Στη Λετονία ο δείκτης εμφανίζει σχετική σταθερότητα, ενώ μετά το έτος παρέμβασης σημειώνει μικρή πτώση. Ομοίως, στη Ρουμανία η ρευστότητα των τραπεζών σύμφωνα με τον συγκεκριμένο δείκτη εμφανίζεται περιορισμένη κατά το έτος παρέμβασης. Τέλος, και στην Ελλάδα ο δείκτης είναι μειωμένος κατά το έτος παρέμβασης του ΔΝΤ. Αντίθετα με τον προηγούμενο δείκτη μέτρησης της ρευστότητας, η παρέμβαση του ΔΝΤ ακολουθείται από περιορισμό της ρευστότητας των τραπεζών στην Ουγγαρία και τη Λετονία. Στη Ρουμανία και την Ελλάδα τα στοιχεία που είναι διαθέσιμα αναφέρονται μέχρι και το έτος παρέμβασης, οπότε η ρευστότητα είναι περιορισμένη. Στον πίνακα 5.8 υπολογίζεται ο δείκτης Ταμείο & Διαθέσιμα + Απαιτήσεις κατά Πιστωτικών Ιδρυμάτων/Σύνολο Καταθέσεων, όπως και οι μέσοι όροι του δείκτη συνολικά 49 ανά έτος αλλά και για κάθε τράπεζα μεμονωμένα διαχρονικά. Ο πίνακας παρατίθεται στο Παράρτημα.

### **5.3.3 Ταμείο & Διαθέσιμα + Απαιτήσεις Κατά Π.Ι./Σύνολο Χορηγήσεων**

Η ρευστότητα των τραπεζών στην Ουγγαρία, σύμφωνα με τον δείκτη Ταμείο & Διαθέσιμα & Απαιτήσεις κατά Πιστωτικών Ιδρυμάτων προς Σύνολο Χορηγήσεων, είναι μειωμένη κατά το έτος παρέμβασης του ΔΝΤ, ωστόσο στη συνέχεια εμφανίζει άνοδο. Ομοίως, στη Λετονία η ρευστότητα μειώνεται κατά το έτος παρέμβασης σε σχέση με τα προηγούμενα έτη και στη συνέχεια εμφανίζει αύξηση. Στη Ρουμανία, η ρευστότητα των τραπεζών είναι στο χαμηλότερο σημείο των ετών που εξετάζουμε κατά το έτος παρέμβασης. Στην Ελλάδα, η ρευστότητα σύμφωνα με τον συγκεκριμένο δείκτη είναι μειωμένη κατά το έτος παρέμβασης του ΔΝΤ. Στον πίνακα 5.9 υπολογίζεται ο δείκτης Ταμείο & Διαθέσιμα + Απαιτήσεις κατά Πιστωτικών Ιδρυμάτων/Σύνολο χορηγήσεων, όπως και οι μέσοι όροι του δείκτη συνολικά ανά έτος αλλά και για κάθε τράπεζα μεμονωμένα διαχρονικά. Ο πίνακας παρατίθεται στο Παράρτημα.

### **5.3.4 Δάνεια/Καταθέσεις**

Ένα ευρέως διαδεδομένο μέτρο για τον υπολογισμό της ρευστότητας μιας τράπεζας, καθώς και για το βαθμό στον οποίο οι καταθέσεις που κατέχει μια τράπεζα καλύπτουν ή όχι το ποσό των χορηγούμενων δανείων, είναι ο λόγος των δανείων προς τις καταθέσεις (loanstodepositsratio). Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται ως ποσοστό επί τοις εκατό. Εάν είναι πολύ υψηλός, αυτό σημαίνει ότι η τράπεζα ίσως να μην έχει αρκετή ρευστότητα για να καλύψει ενδεχόμενες απαιτήσεις κεφαλαίων. Επίσης, αποτελεί ένδειξη ότι η τράπεζα στηρίζεται σε δανειακά κεφάλαια, τα οποία είναι και από τα πιο ακριβά σε σχέση με εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης. Αντίθετα, εάν ο δείκτης είναι πολύ χαμηλός, σημαίνει ότι η τράπεζα δεν κερδίζει όσο θα μπορούσε να κερδίζει, καθώς έχει ανεκμετάλλευτα, μη επενδεδυμένα, κεφάλαια στο παθητικό της.

Εξάλλου, ο δείκτης αυτός εκφράζει το βαθμό στον οποίο αξιοποιούνται οι καταθέσεις, καθώς υπολογίζεται ως το μέρος των καταθέσεων που διατέθηκαν στους δανειολήπτες της τράπεζας. Παλαιότερα, χαμηλές τιμές του δείκτη αυτού σήμαιναν ότι η τράπεζα δεν αξιοποιεί σημαντικό μέρος των καταθέσεων, το οποίο διατηρούσε σε μορφή διαθεσίμων ή το είχε επενδύσει σε πάγια. Σήμερα, λόγω του μεγάλου φάσματος των τραπεζικών δραστηριοτήτων, είναι πιθανό τα μη χορηγηθέντα κεφάλαια που προέρχονται από καταθέσεις να είναι επενδεδυμένα σε προσοδοφόρες τοποθετήσεις, όπως π.χ. σε χρηματοοικονομικά μέσα (μετοχές, ομολογίες).

Επίσης, είναι πιθανό να παρατηρηθούν τιμές του δείκτη αυτού μεγαλύτερες της μονάδας, όταν η τράπεζα αντλεί τα χορηγούμενα κεφάλαια από έκδοση ομολογιακών δανείων ή άμεσο δανεισμό. Παρ' όλα αυτά, ο δείκτης είναι χρήσιμος διότι εκφράζει με άμεσο τρόπο τον βαθμό αξιοποίησης των καταθέσεων και ακόμη διότι η διαχρονική εξέλιξή του παρέχει σημαντικές πληροφορίες σχετικά με την πολιτική της τράπεζας στους τομείς της άντλησης και αξιοποίησης κεφαλαίων. Στον πίνακα 5.10 υπολογίζεται ο δείκτης των δανείων προς καταθέσεις, όπως και οι μέσοι όροι του δείκτη συνολικά ανά έτος αλλά και για κάθε τράπεζα μεμονωμένα διαχρονικά. Ο πίνακας παρατίθεται στο Παράρτημα. Παρατηρώντας τα αποτελέσματα στον πίνακα, βλέπουμε ότι και στις τρεις χώρες του εξωτερικού που εξετάζουμε, οι τράπεζες δανείζουν εντυπωσιακά υπερπολλαπλάσια ποσά των καταθέσεων που έχουν στον ισολογισμό τους, με τάση μείωσης διαχρονικά, ωστόσο. Μετά την έναρξη συνεργασίας με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, η ρευστότητα αυξάνεται, σύμφωνα με τον εν λόγω δείκτη.

Η εικόνα αυτή έρχεται σε πλήρη αντιδιαστολή με την Ελλάδα. Οι ελληνικές τράπεζες φαίνονται να διακρατούν περισσότερες καταθέσεις, με τάση αύξησης του δείκτη, με μια ελαφρά διόρθωση το 2009. Βέβαια, το έτος έναρξης συνεργασίας με το Ταμείο, ο δείκτης Δάνεια/Καταθέσεις στην Ελλάδα βρίσκεται στο πιο υψηλό επίπεδο. Όπως αναφέραμε και προηγουμένως, οι καταθέσεις μειώθηκαν σε όλες τις υπό εξέταση ελληνικές τράπεζες κατά το 2010, επομένως η άνοδος του δείκτη οφείλεται και σε αυτό το γεγονός.

#### **5.4 Αριθμοδείκτες Πιστωτικού Κινδύνου**

**Πιστωτικός κίνδυνος (CreditRisk)** είναι η ζημία του δανειστή, εν προκειμένω της τράπεζας, η οποία προέρχεται από την πιθανή αδυναμία του δανειζόμενου να επιστρέψει τα κεφάλαια που δανείστηκε. Ο πιστωτικός κίνδυνος χαρακτηρίζεται είτε από τις απώλειες που θα έχει ο δανειστής σε περίπτωση αθέτησης του δανειζόμενου σε ότι αφορά τις υποχρεώσεις του είτε από το γεγονός της επιδείνωσης της πιστωτικής ικανότητας του δανειζόμενου. Ο πιστωτικός κίνδυνος είναι δυνατόν να χωριστεί σε τρεις επιμέρους κατηγορίες: α) κίνδυνος αθέτησης (defaultrisk), β) κίνδυνος έκθεσης (exposurerisk), γ) κίνδυνος ανάκτησης (recoveryrisk). DefaultRisk Κίνδυνος Αθέτησης (DefaultRisk) Ο κίνδυνος αθέτησης είναι η πιθανότητα πραγματοποίησης κάποιας αθέτησης υπόσχεσης. Αρχικά η αθέτηση αυτή πρέπει να αναγνωριστεί και μετά να εξεταστούν τρόποι εκτίμησης της πιθανότητας πραγματοποίησής της. Υπάρχουν πολλές ερμηνείες της έννοιας «αθέτηση», όπως η

παράλειψη μιας υποχρέωσης πληρωμής, το «σπάσιμο» ενός συμβολαίου, η προσφυγή σε μια νομική διαδικασία ή μια οποιαδήποτε οικονομική αθέτηση. Η αθέτηση πληρωμής πραγματοποιείται όταν μια πληρωμή δεν έχει γίνει τρεις μήνες μετά την προγραμματισμένη ημερομηνία της. Μια οικονομική αθέτηση συμβαίνει όταν η οικονομική αξία ορισμένων στοιχείων του ενεργητικού πέσει κάτω από την αξία όλων των χρεών που δεν έχουν ακόμα πληρωθεί. Η οικονομική αξία των στοιχείων του ενεργητικού είναι η μελλοντική τους αξία προεξοφλούμενη στο παρόν. Αυτή η αξία συχνά μεταβάλλεται σύμφωνα με τις συνθήκες της αγοράς.

Εάν η αγοραία αξία αυτών των στοιχείων πέσει κάτω ExposureRiskCreditRiskRecoveryRisk από εκείνη των υποχρεώσεων, σημαίνει ότι οι τρέχουσες προσδοκίες για τις μελλοντικές αξίες των στοιχείων αυτών είναι τέτοιες που το χρέος δεν θα μπορέσει να αποπληρωθεί. Ο defaultrisk μετράται από την πιθανότητα η αθέτηση να πραγματοποιηθεί κατά τη διάρκεια μιας καθορισμένης χρονικής περιόδου. Ο κίνδυνος αυτός στηρίζεται στην πιστωτική ικανότητα του δανειζόμενου, η οποία με τη σειρά της εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, όπως η κατάσταση της αγοράς, το μέγεθος της επιχείρησης, οι ικανότητες της διοίκησής της, οι μέτοχοι της επιχείρησης καθώς και άλλοι ανταγωνιστικοί παράγοντες.

Η πιθανότητα αθέτησης δεν μπορεί να μετρηθεί με ακρίβεια. Ιστορικά στοιχεία είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθούν. Τα στοιχεία αυτά μπορούν να ληφθούν είτε από την ίδια την επιχείρηση είτε από οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (ratingagencies) είτε από δημόσιες υπηρεσίες. Πέρα, όμως, από τα ιστορικά στοιχεία, υπάρχουν και άλλα μέτρα εκτίμησης του κινδύνου, όπως η αποτίμηση χρεών (debtissuerratings), η αξιολόγηση του εκδότη (issuerratings) και η κλαδική αξιολόγηση (industryratings). Στις περισσότερες περιπτώσεις τα ratingagencies αποτιμούν την «ποιότητα» του κινδύνου. Ως ποιότητα του κινδύνου χαρακτηρίζεται η σοβαρότητα των απωλειών, η οποία εξαρτάται τόσο από την πιθανότητα πραγματοποίησης της αθέτησης όσο και από την πιθανότητα αντιμετώπισης αυτής.

**Κίνδυνος Έκθεσης (ExposureRisk)** Ο κίνδυνος έκθεσης δημιουργείται από την αβεβαιότητα που υπάρχει σχετικά με τα μελλοντικά χρηματικά ποσά σε κίνδυνο. Για ορισμένες παροχές δεν υπάρχει κίνδυνος έκθεσης, όπως για παράδειγμα όταν η εξόφληση της πίστωσης ορίζεται από τους όρους ενός συμβολαίου, έτσι ώστε τα μελλοντικά πιστωτικά όρια να είναι γνωστά εκ των προτέρων. Για όλες τις πιστώσεις για τις οποίες υπάρχει ένα πρόγραμμα αποπληρωμής, ο κίνδυνος έκθεσης είναι μηδαμινός. Δυστυχώς όμως δεν ισχύει αυτό για όλα τα είδη των πιστώσεων. Οι πιστώσεις εκείνες που επιτρέπουν στο δανειζόμενο να «τραβήξει» από αυτές οποιοδήποτε ποσό χρειάζεται, σύμφωνα πάντα με τις ανάγκες του και πάντα υποκείμενος σε ένα όριο που έχει καθοριστεί από την τράπεζα, ενέχουν κίνδυνο έκθεσης. Οι ανοικτοί αλληλόχρεοι λογαριασμοί (overdrafts) για παράδειγμα, που αποτελούν μια μορφή δανειακής διευκόλυνσης που παρέχεται από τις τράπεζες και σύμφωνα με την οποία επιτρέπεται στον πελάτη να κάνει 53 ανάληψη ενός προσυμφωνημένου ποσού από τον λογαριασμό του, έστω και εάν τα χρήματα δεν βρίσκονται στο λογαριασμό του, αντιμετωπίζουν τέτοιου είδους κίνδυνο. Άλλοι κίνδυνοι έκθεσης προκύπτουν από τα παράγωγα. Σε αυτή την περίπτωση η πηγή της αβεβαιότητας προέρχεται από τις κινήσεις της αγοράς και όχι από τη συμπεριφορά



του πελάτη. Η αξία της ρευστότητας των παραγώγων στηρίζεται στις κινήσεις αυτές και μεταβάλλεται συνεχώς.

Όποτε η αξία ρευστότητάς τους είναι θετική, υπάρχει ένας πιστωτικός κίνδυνος για την τράπεζα αφού θα χάσει χρήματα σε περίπτωση αθέτησης του αντισυμβαλλόμενου. Αυτός ο πιστωτικός κίνδυνος υπάρχει σε όλη τη διάρκεια ζωής των εξωχρηματιστηριακών εργαλείων (παραγώγων) και η μέτρηση της έντασής του απαιτεί συγκεκριμένη μεθοδολογία. Κίνδυνος Ανάκτησης (RecoveryRisk) Οι ανακτήσεις-επανορθώσεις σε ένα γεγονός αθέτησης (default) δεν είναι προβλέψιμες. Εξαρτώνται από το είδος της αθέτησης καθώς και από άλλους παράγοντες, όπως οι εγγυήσεις που λαμβάνονται από τον δανειζόμενο, το είδος αυτών των εγγυήσεων, που μπορεί να είναι εχέγγυα (collateral) ή παροχή εγγυήσεων από τρίτους (third-partyguarantees), καθώς και το περιεχόμενο και την αξία αυτών των εγγυήσεων τη στιγμή της αθέτησης. Κίνδυνος εχεγγύων (collateralrisk) Η ύπαρξη εχεγγύων ελαχιστοποιεί τον πιστωτικό κίνδυνο, εφόσον τα εχέγγυα μπορούν εύκολα να εξαγοραστούν και να πωληθούν σε μια σημαντική τιμή. Η χρησιμοποίησή τους αποτελεί έναν ολοένα αυξανόμενο τρόπο περιορισμού του πιστωτικού κινδύνου. Υπάρχουν πολλά είδη εχεγγύων : τα μετρητά, οι χρηματοοικονομικοί τίτλοι, οποιοδήποτε πάγιο στοιχείο όπως η ακίνητη περιουσία, πλοία ή πάγιος εξοπλισμός.

Η αξία τους εξαρτάται από την φύση τους και από τις συνθήκες της αγοράς. Για παράδειγμα, ο πάγιος εξοπλισμός έχει συνήθως μικρή τιμή μεταπώλησης. Επίσης, η αξία των ακινήτων, όπως έδειξε η πρόσφατη κρίση στις ΗΠΑ, είναι μεταβλητή. Εκτός, όμως, από την ιδιότητά τους να περιορίζουν τον πιστωτικό κίνδυνο, η χρησιμοποίησή τους δημιουργεί κινδύνους. Πρώτον, υπάρχει μια αβεβαιότητα όσον αφορά τη δυνατότητα απόκτησής τους, διάθεσής τους και εκτίμησης όλων των εξόδων που απαιτούνται για την πώλησή τους. Δεύτερον, υπάρχει μια αβεβαιότητα όσον αφορά την αξία τους, η οποία εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη δευτερογενή αγορά, από τη φύση τους καθώς και από το εάν είναι εύκολο ή δύσκολο να πωληθούν. Άλλωστε, είναι δυνατόν να παρεισφρήσουν νομικοί περιορισμοί και παρεμβολές στη διαδικασία απόκτησης και ρευστοποίησης του εχεγγύου.

## 5.5 DuPont Analysis

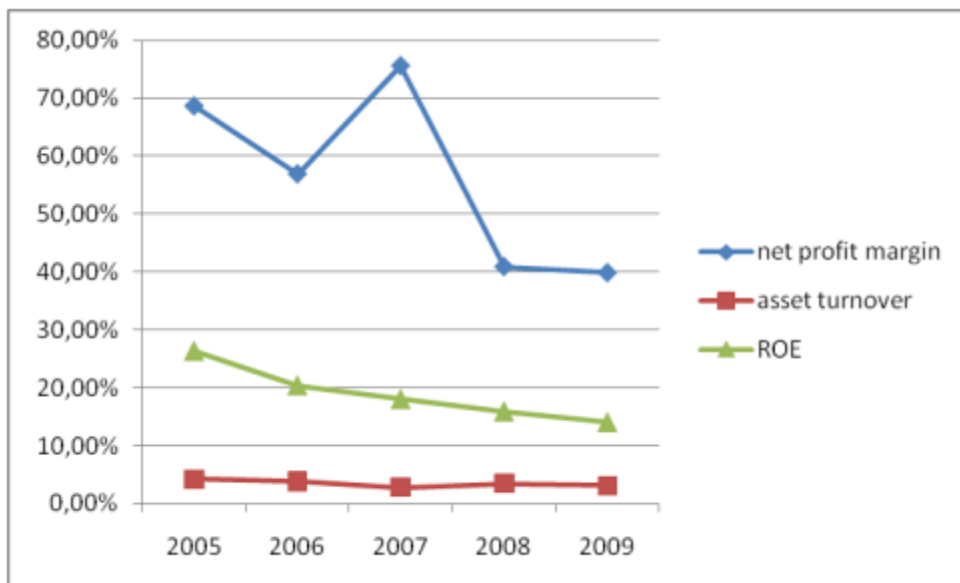
Ο Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity =  $\frac{\text{Κέρδη}}{\text{Κεφάλαια}}$ ) είναι ένας δείκτης που χρησιμοποιείται συχνά και παρακολουθείται στενά από τους επενδυτές. Είναι ένας αξιόπιστος δείκτης που μετρά πόσο καλά η διοίκηση μιας επιχείρησης δημιουργεί αξία για τους μετόχους και φανερώνει το βαθμό αποτελεσματικής χρήσης των κεφαλαίων που ανήκουν στους μετόχους. Τα ίδια κεφάλαια χρησιμοποιούνται ως βάση υπολογισμού του δείκτη αυτού, καθώς εκφράζουν το πραγματικό μέγεθος των ιδίων πόρων που έχει στη διάθεσή της η επιχείρηση. Το γεγονός, επομένως, ότι η χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης, με βάση την τρέχουσα τιμή της μετοχής της είναι διαφορετική από τα ίδια κεφάλαιά της, δεν έχει καμία σημασία για την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητάς της ως προς τη χρήση των ιδίων κεφαλαίων. Ωστόσο, ο δείκτης μπορεί να είναι παραπλανητικός, καθώς είναι ευάλωτος σε μεγέθη που μπορεί να αυξάνουν την αξία του και ταυτόχρονα μεγεθύνουν τον κίνδυνο της επιχείρησης. Για

παράδειγμα, εάν αυξηθεί ο δανεισμός της επιχείρησης, μειώνονται τα ίδια κεφάλαια, επομένως αυξάνεται ο δείκτης ROE.

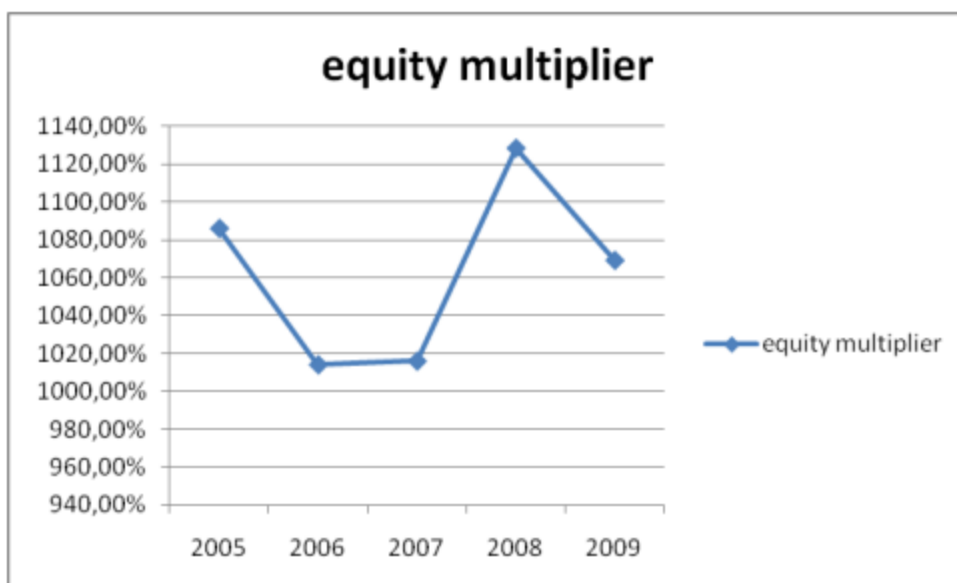
### 5.5.1 ΟΥΓΓΑΡΙΑ

Στην Ουγγαρία, ο δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων βαίνει διαχρονικά μειούμενος, από το έτος 2005 που ξεκινάμε την ανάλυσή μας ως και το 2009. Με δεδομένο ότι ο Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού παρουσιάζει σχετική σταθερότητα, όπως και ο Πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων, είναι προφανές ότι η πτωτική πορεία του δείκτη ROE οφείλεται στην κίνηση του Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους. Πράγματι, το Καθαρό Περιθώριο Κέρδους αυξάνεται μόνο το 2007, τη χρονιά εκείνη, όμως, το ROE μεταβάλλεται αρνητικά λόγω της μείωσης των άλλων δύο παραμέτρων. Το έτος 2008, έτος παρέμβασης του ΔΝΤ, ο δείκτης ROE μειώνεται, καθαρά λόγω μείωσης του Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους, καθώς οι άλλες δύο παράμετροι αυξάνονται. Το 2009 έχουμε νέα μείωση, η οποία οφείλεται σε μείωση και των τριών παραγόντων.

Διάγραμμα 5.1 – Ουγγαρία, ROE, net profit margin, asset turnover



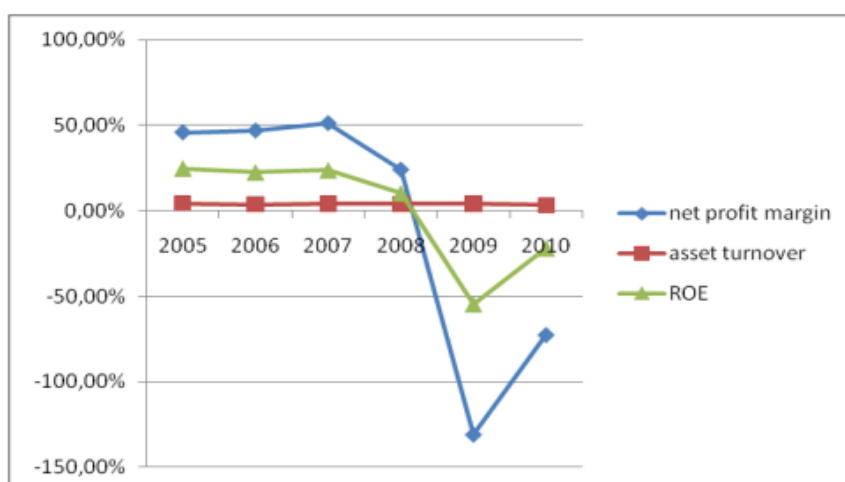
Διάγραμμα 5.2 – Ουγγαρία, Πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων



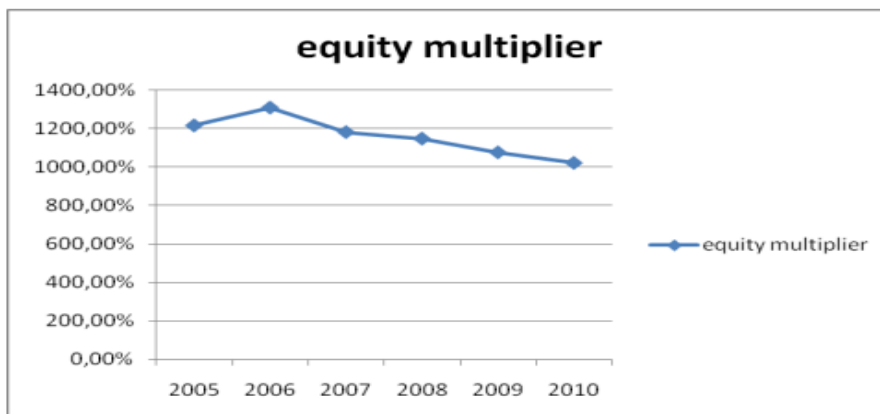
## 5.5.2 ΛΕΤΟΝΙΑ

Σύμφωνα με την ανάλυση του δείκτη ROE στις επιμέρους παραμέτρους, όπως είναι εμφανές και από τη Διαγραμματική Απεικόνιση, η κίνηση του δείκτη είναι κυρίως συνδεδεμένη με την κίνηση του Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους. Ο Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού και ο Πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων εμφανίζουν μικρές αυξομειώσεις. Αντίθετα, το Καθαρό Περιθώριο Κέρδους μειώνεται ιδιαίτερα το έτος 2009, αμέσως επόμενο έτος από την έναρξη της συνεργασίας με το ΔΝΤ, μάλιστα φτάνει σε αρνητικά επίπεδα. Συμπαράσφρει σε αρνητικά επίπεδα και την Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων. Παραμένουν σε αρνητικά επίπεδα, αλλά εμφανίζουν βελτίωση, αμψότερα τα μεγέθη, κατά το έτος 2010.

Διάγραμμα 5.3 – Λετονία, ROE, net profit margin, asset turnover

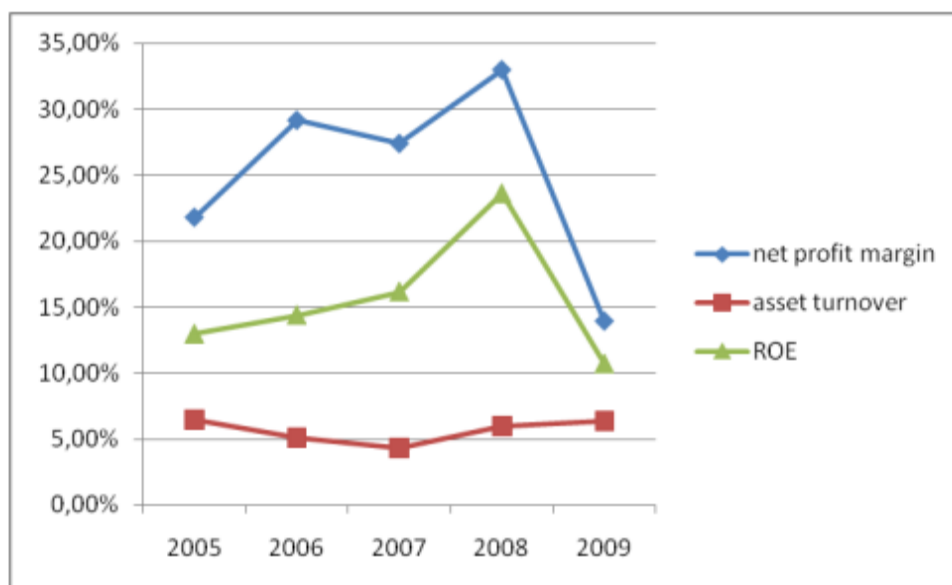


Διάγραμμα 5.4 – Λετονία, Πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων

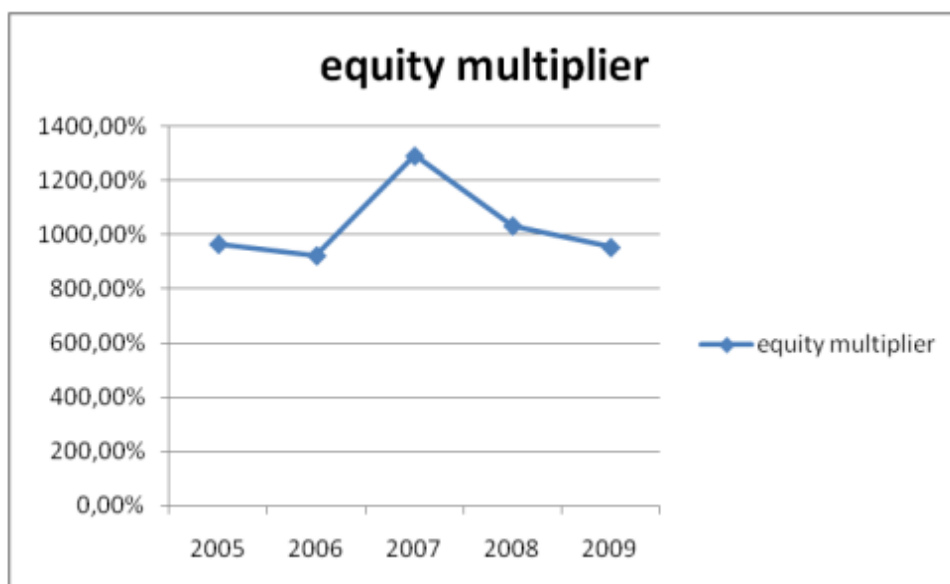


### 5.5.3 ΡΟΥΜΑΝΙΑ

Ομοίως στη Ρουμανία, η Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων και το Καθαρό Περιθώριο Κέρδους εμφανίζουν παρόμοια κίνηση. Με διαχρονικά χαμηλά το έτος 2009 για το ROE, έτος παρέμβασης του Ταμείου, η μόνη από τις τρεις υπό εξέταση παραμέτρους που εμφανίζει επίσης διαχρονικά χαμηλά είναι το Καθαρό Περιθώριο Κέρδους. Αντίθετα, ο Δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού αυξήθηκε εκείνη τη χρονιά, ενώ ο Πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων παρουσιάζει διαχρονικά μικρές αυξομειώσεις.



**Διάγραμμα 5.5 – Ρουμανία, ROE, netprofitmargin, assetturnover**



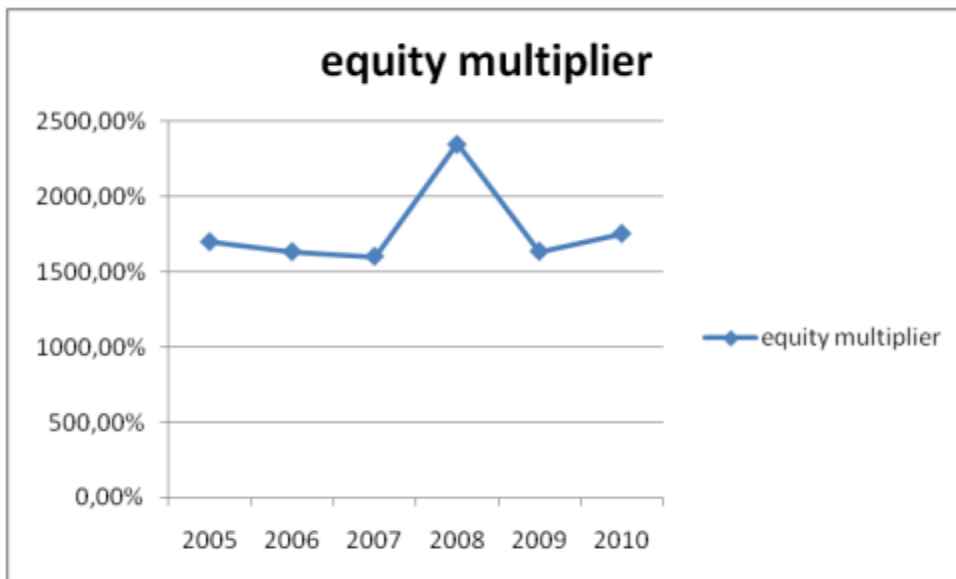
**Διάγραμμα 5.6 – Ρουμανία, Πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων 66**

#### 5.5.4 ΕΛΛΑΔΑ

Η Ελλάδα δεν διαφέρει από τις άλλες, υπό εξέταση, χώρες στο ότι ο δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων κινείται κυρίως σε αντιστοιχία με το Καθαρό Περιθώριο Κέρδους. Το έτος 2010, έτος έναρξης συνεργασίας με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, το Καθαρό Περιθώριο Κέρδους κινείται σε αρνητικά επίπεδα, ομοίως και η Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων. Αξιοσημείωτο είναι ότι το ίδιο έτος ο Πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων εμφάνισε άνοδο, ένδειξη ότι οι ελληνικές τράπεζες δανείστηκαν περισσότερο κατά το εν λόγω έτος. Τα προηγούμενα έτη, το ROE κινείται ακριβώς όπως το Καθαρό Περιθώριο Κέρδους, ακριβώς όπως η Ταχύτητα Κυκλοφορίας Ενεργητικού, με εξαίρεση μόνο το 2009, ενώ ο Πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων δεν εμφανίζει σημαντική αντιστοιχία με το ROE στις εναλλαγές του.



Διάγραμμα 5.7 – Ελλάδα, ROE, net profit margin, asset turnover



Διάγραμμα 5.8 – Ελλάδα, Πολλαπλασιαστής Ιδίων Κεφαλαίων

Συγκεκριμένα, παρατηρούμε ότι ο δείκτης ROE για την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος παρουσιάζει μια αυξομείωση από το 2005 έως το 2007 και στη συνέχεια μειώνεται σταθερά ώσπου φτάνει σε αρνητικά επίπεδα το 2010. Σύμφωνα με την ανάλυση DuPont, η κίνηση αυτή του δείκτη οφείλεται κυρίως στην πτώση του Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους, το οποίο, εκτός από μια μικρή άνοδο το 2006 και το 2007, μειώνεται συνεχώς και φτάνει σε αρνητικά επίπεδα το 2010.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Συμπεράσματα

Από την μελέτη των επιμέρους χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών, προκύπτει ότι στην πλειοψηφία τους οι δείκτες επιδεινώνονται μετά την παρέμβαση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου στην οικονομία κάθε χώρας. Οι επιδράσεις διαφέρουν από τράπεζα σε τράπεζα και από χώρα σε χώρα. Ωστόσο, το συνολικό συμπέρασμα είναι ότι, όταν μια χώρα ζητά την οικονομική βοήθεια του ΔΝΤ, οι δείκτες μέτρησης των μεγεθών των τραπεζών, τα προσεχή έτη μετά την παρέμβαση του Ταμείου, χειροτερεύουν. Ειδικότερα, οι δείκτες αποδοτικότητας μειώνονται. Ενώ τα ίδια Κεφάλαια και το Ενεργητικό μεταβάλλονται λίγο, τα Έσοδα περιορίζονται σημαντικά, με αποτέλεσμα να χειροτερεύουν οι δείκτες. Η αύξηση της φορολογίας για φυσικά πρόσωπα και επιχειρήσεις, η αύξηση του ΦΠΑ, η γενικότερη δυσμενής οικονομική κατάσταση, οι επισφάλειες των δανείων και η κακή ψυχολογία των συμμετεχόντων στην οικονομία για νέες επενδύσεις συμπιέζουν τα έσοδα των τραπεζικών ιδρυμάτων. Από τις τέσσερις υπό εξέταση χώρες, μόνο στη Λετονία παρατηρήθηκε ελαφρά άνοδος των δεικτών ROE και ROA το έτος μετά την παρέμβαση του Ταμείου.

Η παραγωγικότητα των τραπεζών, σύμφωνα με τους δείκτες που μελετήθηκαν, μειώθηκε, με εξαίρεση το δείκτη Χορηγήσεις προς Αριθμό Απασχολούμενων. Με δεδομένη την εισήγηση του ΔΝΤ για απομόχλευση και περιορισμό του Ενεργητικού, εξηγείται τόσο η μείωση των Λειτουργικών Εσόδων όσο και των Κερδών ανά υπάλληλο. Αναφορικά με το δείκτη Καταθέσεις/Αριθμός Απασχολούμενων, επισημαίνουμε ότι ο περιορισμός των χορηγήσεων οδηγεί σε συμπίεση και των καταθέσεων, καθώς οι ελλειμματικές μονάδες στρέφονται στη χρήση των αποταμιεύσεων, εφόσον δεν μπορούν να δανειστούν νέα κεφάλαια. Από την άλλη πλευρά, ο δείκτης έσοδα/ενεργητικό παρουσίασε βελτίωση στη Ρουμανία, μετά την παρέμβαση του ΔΝΤ.

Οι υπόλοιποι δείκτες παραγωγικότητας, λόγω μη διαθέσιμων στοιχείων, αναλύθηκαν μόνο για την Ελλάδα και την Ουγγαρία. Σχετικά με τη ρευστότητα των τραπεζών, τα συμπεράσματα διαφέρουν ανάλογα με τον δείκτη που χρησιμοποιείται. Σύμφωνα με το δείκτη Δάνεια/Καταθέσεις, η ρευστότητα βελτιώνεται για όλες τις χώρες πλην της Ελλάδας. Σημειώνουμε ότι, ο μηχανισμός στήριξης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για την Ελλάδα περιλαμβάνει κυβερνητικές εγγυήσεις για τα τραπεζικά ομόλογα, επομένως με αυτόν τον τρόπο ενισχύεται η ρευστότητα.

Όσον αφορά τον πιστωτικό κίνδυνο, αυτός αυξάνεται, παρά την παρέμβαση του ΔΝΤ. Σύμφωνα με το δείκτη Δάνεια/Καταθέσεις, οι τράπεζες είναι πιο εκτεθειμένες στις χώρες Ουγγαρία, Λετονία και Ρουμανία, ενώ στην Ελλάδα έχουμε το αντίθετο αποτέλεσμα. Σύμφωνα με τον δείκτη Texas, στην Ουγγαρία και στην Ελλάδα το δανειακό χαρτοφυλάκιο των τραπεζών χειροτερεύει ποιοτικά, ενώ στη Λετονία βελτιώνεται.

Ο περιορισμός του εισοδήματος δυσκολεύει την αποπληρωμή των δανειακών δόσεων από τα νοικοκυριά. Ομοίως για τις επιχειρηματικές χορηγήσεις, οι επιχειρήσεις πιέζονται από την αύξηση των φόρων και τον περιορισμό των εσόδων

τους, και στη συνέχεια αδυνατούν και οι ίδιες να αποπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους. Τέλος, οι δείκτες φερεγγυότητας βελτιώνονται. Αυτό σημαίνει ότι οι τράπεζες θωρακίζονται όταν παρεμβαίνει το ΔΝΤ στην οικονομία. Φροντίζουν να αυξήσουν τα ίδια κεφάλαιά τους για να προστατεύσουν τους ισολογισμούς τους από ενδεχόμενες απώλειες. Επίσης, περιορίζουν τις επενδύσεις τους σε δάνεια, αυξάνοντας την αυστηρότητα των κριτηρίων με τα οποία τα χορηγούν.

Η απομόχλευση που εισηγείται το ΔΝΤ και η ενίσχυση της βιωσιμότητάς τους μέσω της βελτίωσης της κεφαλαιακής επάρκειας, αυξάνουν τη φερεγγυότητα των τραπεζών. Μόνο στην Ελλάδα σημειώνεται μείωση των δύο δεικτών φερεγγυότητας κατά το έτος παρέμβασης του ΔΝΤ. Στη χώρα μας, ο δανεισμός του δημοσίου τομέα από τις τράπεζες συμπαρασύρει τα μεγέθη των ισολογισμών τους. Εφόσον το κράτος δυσκολεύεται να εξυπηρετήσει τις υποχρεώσεις του, οι τράπεζες υφίστανται τις αρνητικές συνέπειες του προβλήματος.

Βέβαια, πρέπει να ληφθούν υπόψη οι γενικότερες οικονομικές συνθήκες που επικρατούν στην κάθε χώρα, η οποία για να ζητήσει την οικονομική συνδρομή του ΔΝΤ, προφανώς έχει ήδη σημαντικά οικονομικά προβλήματα και είναι αρκετά επιβαρυνμένη. Οι συνθήκες αυτές δεν μπορούν παρά να επηρεάζουν και το τραπεζικό σύστημα, καθώς είναι νευραλγικό κομμάτι του οικονομικού κυκλώματος και της κοινωνίας. Σύμφωνα με άρθρο της Μιράντας Ξαφά, SeniorInvestmentStrategist και Μέλος Δ.Σ. της IJPartners, μετά και το ξέσπασμα της κρίσης του 2007 από τα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου στις ΗΠΑ, οι ιδιώτες επενδυτές άρχισαν να εγκαταλείπουν τις μεγάλες τράπεζες και να αναζητούν ασφαλές καταφύγιο σε εξειδικευμένες (boutique) επενδυτικές εταιρείες μικρού και μεσαίου μεγέθους, που προσφέρουν ένα φάσμα υπηρεσιών προσαρμοσμένων στις ανάγκες του πελάτη. Με την πάροδο μεγαλύτερου χρονικού διαστήματος μετά την έναρξη της συνεργασίας μιας χώρας με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τα πραγματικά αποτελέσματα από την παρέμβασή του αποτυπώνονται στα τραπεζικά ιδρύματα της χώρας αυτής. Μια πρόταση για περαιτέρω μελέτη θα ήταν η επαναπροσέγγιση των δεικτών των τραπεζικών ιδρυμάτων μετά την πάροδο πενταετίας από την παρέμβαση του ΔΝΤ.



## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΠΗΓΕΣ**

### **Ελληνική Βιβλιογραφία**

- Αγγελόπουλος Π., Ηρειώτης Ν., Συριόπουλος Κ. (2008), Στρατηγική Τραπεζών, Τόμος Γ' : Χρηματοοικονομικά Εργαλεία Στήριξης των Ειδικών Μορφών Πίστης, Εκδόσεις ΕΑΠ, 2008, Πάτρα
- Γκλεζάκος Μ. (2008), Αξιολόγηση Επιχειρήσεων, Εκδότης Μιχάλης Γκλεζάκος, 2008, Αθήνα
- Καραμούζης Ν., Χαρδούβελης Γ. (2011), Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας : Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον ; , Εκδόσεις Α.Α. Λιβάνη, 2011, Αθήνα
- Κόντος Γ. (2008), Μέσα Τραπεζικής Εργασίας, Τόμος Α' : Τραπεζική Λογιστική, Εκδόσεις ΕΑΠ, 2008, Πάτρα
- Συριόπουλος Κ. (2008), Στρατηγική Τραπεζών, Τόμος Α' : Διαχείριση Τραπεζικού Κινδύνου, Εκδόσεις ΕΑΠ, 2008, Πάτρα Αρθρογραφία (Ελληνόγλωσση)
- Καραμούζης Ν. (2011), «Από τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση στην ελληνική δημοσιονομική εκτροπή και την κρίση της Ευρωζώνης : Οι προκλήσεις για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και τη χώρα», Καραμούζης Ν., Χαρδούβελης Γ. (2011), Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας : Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον ; , Εκδόσεις Α.Α. Λιβάνη, 2011, Αθήνα
- Λιαργκόβας Π. (2008), «Ανατομία των νομισματικών κρίσεων», Εφημερίδα Το Κέρδος, 16.10.2008
- Ξαφά Μ. (2011), «Το μέλλον της διαχείρισης των αποταμιεύσεων», Καραμούζης Ν., Χαρδούβελης Γ. (2011), Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας : Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον ; , Εκδόσεις Α.Α. Λιβάνη, 2011, Αθήνα
- Χαρδούβελης Γ. (2011), «Η υπερκυκλικότητα του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος και προτάσεις για τη μείωσή της», Καραμούζης Ν., Χαρδούβελης Γ. 73 (2011), Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας : Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον ; , Εκδόσεις Α.Α. Λιβάνη, 2011, Αθήνα
- Χαρδούβελης Γ. (2011), «Το χρονικό της διεθνούς και της συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης : Αίτια, αντιδράσεις, επιπτώσεις, προοπτική», Καραμούζης Ν., Χαρδούβελης Γ. (2011), Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας : Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον ; , Εκδόσεις Α.Α. Λιβάνη, 2011, Αθήνα
- Buiter W.H., Rahbari E. (2010), «Η Ελλάδα και η δημοσιονομική κρίση στην ΟΝΕ» Καραμούζης Ν., Χαρδούβελης Γ. (2011), Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας : Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον ; , Εκδόσεις Α.Α. Λιβάνη, 2011, Αθήνα

## Αρθρογραφία (Ξενόγλωσση)

- Boone P., Johnson S. (2010), "It's not about Greece anymore", New York Times, May 6, p. 1
- Carlson M. (2006), "A Brief History of the 1987 Stock Market Crash with a Discussion of the Federal Reserve Response", Finance and Economics Discussion Series, Division of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington D.C.
- Elsinger H., Lehar A., Summer M. (2003), "Risk Assessment for Banking Systems", 14th Annual Utah Winter Finance Conference Paper; EFA 2003 Annual Conference Paper No. 437
- Krugman P. (1997), "Currency Crises", Boston, Massachusetts Institute of Technology
- Krugman P. (1998), "What Happened to Asia?", Boston, Massachusetts Institute of Technology
- Reinhart C. and Rogoff K. (2009), "This Time It's Different: Eight Centuries of Financial Folly", Princeton University Press, pp. 3-20
- Tilly R. (2009), "Banking Crises in Three Centuries, 1800-1933 : An Historical and Comparative Perspective", Lecture delivered at the Award of the Helmut Schmidt Prize in German-American Economic History, GHI, December 10, 2009
- Traa B. (2011), "Achieving Sustainable Economic Reforms in Greece in 2011 and Beyond", International Monetary Fund, Washington D.C., June 7, 2011