



Eurobank Research Οικονομία και Αγορές

2 | ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2006

Το περιθώριο επιτοκίων χορηγήσεων – καταθέσεων στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη

- Ελληνικά & ευρωπαϊκά επιτόκια χορηγήσεων.
- Ανάλυση προδιοριστικών παραγόντων επιτοκίων χορηγήσεων.
- Επιτόκια χορηγήσεων και πληθωρισμός στην Ελλάδα.
- Προοπτικές για την εξέλιξη των περιθωρίων επιτοκίων.

www.eurobank.gr/research

Τελευταία, έχει ξεκινήσει στη χώρα μας μια μεγάλη συζήτηση για το περιθώριο επιτοκίων χορηγήσεων-καταθέσεων, που αποτελεί τη βάση της κερδοφορίας των τραπεζών. Μια απλή σύγκριση του περιθωρίου αυτού με τα αντίστοιχα περιθώρια στις υπόλοιπες χώρες της Ευρωζώνης, δείχνει ότι παρά τη μεγάλη πτώση του τα τελευταία χρόνια, συνεχίζει σήμερα να είναι περισσότερο από μια ποσοστιαία μονάδα υψηλότερο από το αντίστοιχο στην Ευρωζώνη.

Σήμερα, ο ανταγωνισμός ανάμεσα στις ελληνικές και ξένες τράπεζες στον ελλαδικό χώρο είναι έντονος. Οι τράπεζες ανταγωνίζονται για μερίδια αγοράς κυρίως μέσω της τιμολόγησης και της ποιότητας των υπηρεσιών τους, αλλά και μέσω του ύψους των επιτοκίων τους. Συνεπώς, η εξήγηση για τα υψηλότερα περιθώρια επιτοκίων χορηγήσεων-καταθέσεων πρέπει να αναζητηθεί στους παράγοντες εκείνους που διαφοροποιούν την Ελλάδα από τις υπόλοιπες χώρες της Ευρωζώνης.

Στο παρόν τεύχος του περιοδικού μας «Οικονομία και Αγορές» φιλοξενούνται δύο άρθρα οικονομολόγων της Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων της Eurobank EFG, τα οποία αναλύουν σε βάθος το ζήτημα των επιτοκίων χορηγήσεων ως προς τα επιτόκια καταθέσεων. Τα δύο άρθρα είναι συμπληρωματικά και στοιχειοθετούν, με διαφορετική μέθοδο μέτρησης το καθένα, ότι τα περιθώρια χορηγήσεων-καταθέσεων έπεσαν δραματικά τα τελευταία χρόνια.

Σύμφωνα με τον κ. **Ηλία Λεκκό**, senior economist στη Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων, το άρθρο του οποίου έχει τίτλο: «**Συγκριτική ανάλυση των επιτοκίων δανεισμού στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη**», η διαφορά ανάμεσα στα ελληνικά και ευρωπαϊκά επιτόκια χορηγήσεων έχει μειωθεί από 7 ποσοστιαίες μονάδες το 1998, σε 1,2 ποσοστιαίες μονάδες το 2004. Ο κ. Λεκκός χρησιμοποιεί συγκεντρωτικά στοιχεία από τους ισολογισμούς των τραπεζών στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη για να υπολογίσει τη διαφορά Ελλάδας-Ευρωζώνης στο μέσο σταθμικό επιτόκιο χορηγήσεων προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά. Στη συνέχεια, ταξινομεί και αναλύει τους προσδιοριστικούς παράγοντες που διαμορφώνουν το ύψος των επιτοκίων χορηγήσεων: Τα επιτόκια καταθέσεων, το ύψος των προβλέψεων, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, τα λειτουργικά έξοδα, η δομή του τραπεζικού συστήματος, κ.ά. Το άρθρο καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι υπάρχουσες ονομαστικές επιτοκιακές διαφορές μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης εξηγούνται κυρίως από τα υψηλότερα λειτουργικά έξοδα και τις υψηλότερες αποσβέσεις των ελληνικών τραπεζών σε σχέση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Αντίθετα παράγοντες όπως το κόστος κεφαλαίου και η δομή του ελληνικού τραπεζικού συστήματος δεν διαφέρουν αισθητά από τις υπόλοιπες χώρες της Ευρωζώνης.

...Συνέχεια στην επόμενη σελίδα

Ο κ. Λεκκός εξετάζει, επίσης, το βαθμό ομοιογένειας των τραπεζικών συστημάτων της Ελλάδας, της Ισπανίας και της Πορτογαλίας με τη χρήση οικονομετρικού υποδείγματος. Συμπεραίνει ότι τα τραπεζικά συστήματα των τριών χωρών παρουσιάζουν σχετική ανομοιογένεια: Με εξαίρεση την επίδραση των λειτουργικών εξόδων, η επίδραση όλων των παραγόντων που επηρεάζουν τα επιτόκια χορηγήσεων διαφέρει σημαντικά - τόσο σε μέγεθος όσο και σε διάρκεια - από χώρα σε χώρα.

Στο δεύτερο άρθρο του τεύχους, με τίτλο: «Τραπεζικά επιτόκια και πληθωρισμός: Χρεώνουν οι ελληνικές τράπεζες υπερβολικά υψηλά επιτόκια;» ο Αναπληρωτής Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς και Σύμβουλος Οικονομικών Μελετών της Eurobank EFG, κ. Δημήτριος Μαλλιαρόπουλος, επιχειρηματολογεί ότι τα υψηλότερα περιθώρια των τραπεζικών επιτοκίων στην χώρα μας οφείλονται σε μεγάλο βαθμό στον υψηλότερο πληθωρισμό και στο υψηλότερο λειτουργικό κόστος σε σχέση με την Ευρωζώνη. Το άρθρο αυτό επικεντρώνεται απευθείας στο ονομαστικό περιθώριο χορηγήσεων-καταθέσεων και χρησιμοποιεί στοιχεία, που δημοσιεύει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ώστε να είναι συγκρίσιμα ανάμεσα στις επιμέρους χώρες της Ευρωζώνης.

Τα ονομαστικά περιθώρια χορηγήσεων-καταθέσεων στο σύνολο των δανείων είναι κατά μέσο όρο 1,2 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερα από τα αντίστοιχα ευρωπαϊκά. Αν, όμως, τα περιθώρια αυτά προσαρμοσθούν με τον υψηλότερο ελληνικό πληθωρισμό σε σχέση με την Ευρωζώνη, τότε η απόκλισή τους από τον μέσο της Ευρωζώνης μειώνεται στο μισό, δηλαδή στις 60 μονάδες βάσης (Διάγραμμα 15). Αν, εναλλακτικά, τα περιθώρια προσαρμοσθούν για το υψηλότερο λειτουργικό κόστος των ελληνικών τραπεζών, τότε η Ελλάδα βρίσκεται πολύ κοντά στον μέσο της Ευρωζώνης (Διάγραμμα 16).

Σύμφωνα με τον κ. Μαλλιαρόπουλο, παρότι τα επιτόκια δανεισμού στην Ελλάδα είναι υψηλότερα, τα πραγματικά (αποπληθωρισμένα) επιτόκια δανεισμού, π.χ. στη στεγαστική πίστη είναι χαμηλότερα από τα αντίστοιχα ευρωπαϊκά (Διάγραμμα 2). Η ίδια εικόνα παρατηρείται και στα πραγματικά επιτόκια δανείων προς επιχειρήσεις, τα οποία είναι από τα χαμηλότερα στην Ευρωζώνη (Διαγράμματα 11 και 12). Τα ονομαστικά επιτόκια καταθέσεων δεν διαφέρουν σημαντικά από τα αντίστοιχα επιτόκια στην Ευρωζώνη (Διάγραμμα 4). Όμως, σε πραγματικούς όρους τα επιτόκια καταθέσεων είναι χαμηλότερα στην Ελλάδα.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι ο πληθωρισμός έχει ως επιπλέον συνέπεια την αναδιανομή πόρων από τους καταθέτες στους δανειολήπτες, καθώς μειώνει την αξία του χρέους των τελευταίων. Στις χώρες της Ευρωζώνης με υψηλό πληθωρισμό, οι τράπεζες χρηματοδοτούν τα χαμηλότερα πραγματικά επιτόκια δανείων με χαμηλότερα πραγματικά επιτόκια καταθέσεων. Για παράδειγμα, οι ελληνικές τράπεζες εισπράττουν 114 μονάδες βάσης (1,14%) χαμηλότερο πραγματικό επιτόκιο από τους δανειολήπτες στη στεγαστική πίστη, ενώ πληρώνουν 129 μονάδες βάσης (1,29%) χαμηλότερο πραγματικό επιτόκιο στους καταθέτες (Διάγραμμα 6).

Γκίκας Α. Χαρδούβελης
Chief Economist

Eurobank Research: Οικονομία και Αγορές
ISSN: 1790-6881

Eurobank EFG, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων

Ερευνητική Ομάδα:

Συντάκτης: Γκίκας Χαρδούβελης,
Chief Economist & Director of Research

Δημήτριος Μαλλιαρόπουλος: Research Advisor
Ηλίας Λεκκός: Senior Economist
Μανώλης Δαβαράκης: Research Economist

Κώστας Βορλόου: Research Economist
Θεοδόσης Σαμπανιώτης: Senior Economic Analyst
Έλενα Σιμιντζή: Economic Analyst
Όλγα Κοσμά: Economic Analyst

Eurobank EFG, Όθωνος 6, 10557 Αθήνα, τηλ (210) 333.7365, Φαξ: (210) 333.7687, <http://www.eurobank.gr/research>

Ρήτρα μη ευθύνης (disclaimer):

Άρθρα, μελέτες, σχόλια κλπ. εκφράζουν αποκλειστικά τις απόψεις του συντάκτη τους. Ανυπόγραφα σημειώματα θεωρούνται της συντάξεως. Άρθρα, μελέτες, σχόλια κλπ., που υπογράφονται από μέλη της συντακτικής επιτροπής, εκφράζουν τις προσωπικές απόψεις του γράφοντα. Απαγορεύεται χωρίς προηγούμενη άδεια η ολική ή μερική αναδημοσίευση και γενικά η αναπαραγωγή ή αναμετάδοση αυτής της έκδοσης σε οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, ηλεκτρονικό, μηχανικό, φωτοαντιγραφικό, ηχογραφικό ή άλλο.

Συγκριτική Ανάλυση των Επιτοκίων Δανεισμού στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη

- Σημαντική σύγκλιση των ελληνικών επιτοκίων χορηγήσεων με τα αντίστοιχα ευρωπαϊκά.
- Οι βασικοί καθοριστικοί παράγοντες για το ύψος των επιτοκίων χορηγήσεων είναι τα επιτόκια καταθέσεων, οι αναμενόμενες ζημιές, το κόστος ιδίων κεφαλαίων, το λειτουργικό κόστος και η δομή της αγοράς.
- Ο μέσος σταθμικός όρος των ελληνικών επιτοκίων χορηγήσεων, στο τέλος το 2004, ήταν περίπου 125 μονάδες βάσης πάνω από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Σύμφωνα με αρχικές εκτιμήσεις, η διαφορά αυτή παραμένει στα ίδια επίπεδα και για το 2005.
- Η παραπάνω διαφορά αντισταθμίζεται από τα υψηλότερα λειτουργικά έξοδα, προβλέψεις και επιτόκια νέων καταθέσεων σε σχέση με τους αντίστοιχους μέσους όρους της Ευρωζώνης.
- Σε μακροχρόνιο ορίζοντα, μεταβολές στο επίπεδο των λειτουργικών εξόδων και κατά δεύτερο λόγο μεταβολές στο κόστος καταθέσεων ασκούν τις σημαντικότερες επιδράσεις στα επιτόκια χορηγήσεων.

Ηλίας Λεκκός, Senior Economist

1. Εισαγωγή

Στην Ελλάδα αυτή τη στιγμή διεξάγεται ένας ευρύς διάλογος σχετικά με το κόστος δανεισμού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών και το βαθμό κατά τον οποίον το κόστος αυτό έχει συγκλίνει με το αντίστοιχο κόστος των υπολοίπων χωρών της Ευρωζώνης. Σε μεγάλο βαθμό η συζήτηση αυτή περιορίζεται στη σύγκριση των επιτοκίων δανεισμού των ελληνικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών με τα αντίστοιχα επιτόκια άλλων χωρών της Ευρωζώνης.¹

Η έλλειψη τυποποίησης των διαφόρων κατηγοριών δανείων την Ευρωζώνη καθιστά μια τέτοιου είδους σύγκριση επιτοκίων χορηγήσεων μεταξύ διαφορετικών κρατών εκ φύσεως προβληματική. Ακόμα και φαινομενικά παρόμοιοι τύποι δανείων, π.χ. στεγαστικά, είναι δυνατόν να παρουσιάζουν μεγάλες αποκλίσεις ως προς τα επιμέρους χαρακτηριστικά τους, π.χ. διάρκεια, τύπος επιτοκίου (σταθερό ή κυμαινόμενο), επιτόκιο αναφοράς (ΕΚΤ ή EURIBOR), βαθμός εμπράγματης εξασφάλισης (ύψος δανείου ως προς την αξία του ακινήτου), παροχή προστασίας έναντι μελλοντικών αυξήσεων στα επιτόκια αναφοράς. Τέλος, ένας ακόμα πολύ σημαντικός παράγοντας που περιπλέκει την απ' ευθείας σύγκριση των επιτοκίων μεταξύ διαφορετικών χωρών είναι και το κατά πόσον τα συγκρινόμενα επιτόκια αφορούν νέες χορηγήσεις ή σε μέσους όρους επιτοκίων, δανείων που έχουν χορηγηθεί στο παρελθόν.

Διαφορές σε όλους αυτούς τους παράγοντες θα έχουν ως αποτέλεσμα αποκλίσεις και στο ύψος των επιτοκίων των αντίστοιχων δανείων. Συνεπώς, συγκρίσεις επιτοκίων χωρίς να ληφθούν υπ' όψιν τα επιμέρους χαρα-

κτηριστικά κάθε αγοράς μπορεί να παραμορφώσουν το πραγματικό μέγεθος των επιτοκιακών διαφορών.

Για να αποφύγουμε τα παραπάνω προβλήματα, θα επικεντρώσουμε το ενδιαφέρον μας στο λόγο των εσόδων από τόκους δανείων σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά ως προς το συνολικό ποσό των υφισταμένων δανειακών υπολοίπων. Αυτός ο δείκτης μπορεί να θεωρηθεί ως μια εκτίμηση του μέσου σταθμικού επιτοκίου χορηγήσεων του συνόλου των δανείων που έχουν χορηγηθεί από τις τράπεζες μια χώρας τόσο προς τις επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά.

Στην ανάλυση που ακολουθεί δείχνουμε ότι αυτή η διαφορά μεταξύ του ελληνικού και του αντίστοιχου ευρωπαϊκού μέσου σταθμικού επιτοκίου για επιχειρήσεις και νοικοκυριά έχει μειωθεί από 700 μονάδες βάσης (7%) το 1998 σε 125 μ.β. (1.25%) στο τέλος του 2004. Σύμφωνα με την ανάλυση μας οι επιτοκιακές διαφορές καθορίζονται από διαφορές α) στα επιτόκια καταθέσεων και στο κόστος δανεισμού στη διατραπεζική αγορά, β) στο ύψος των προβλέψεων, γ) στο κόστος των ιδίων κεφαλαίων, δ) στα λειτουργικά έξοδα και ε) στο βαθμό συγκέντρωσης του τραπεζικού συστήματος.

Συγκρίνοντας τους παράγοντες αυτούς στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη, προκύπτει το συμπέρασμα ότι τα επιτοκιακά περιθώρια των ελληνικών τραπεζών μπορούν να αποδοθούν στο γεγονός ότι το ελληνικό τραπεζικό σύστημα έχει το υψηλότερο ποσοστό προβλέψεων και λειτουργικών εξόδων καθώς και υψηλότερα επιτόκια νέων καταθέσεων σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες της Ευρωζώνης.

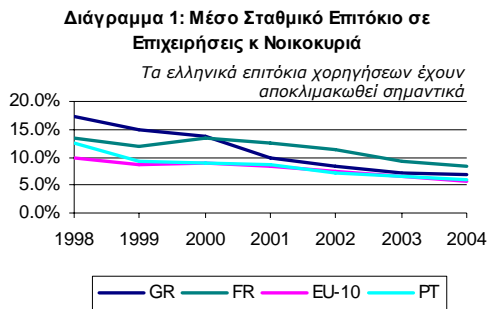
2. Ελληνικά και Ευρωπαϊκά Επιτόκια Χορηγήσεων

Όπως προαναφέραμε εκτιμούμε το μέσο σταθμικό επιτόκιο χορηγήσεων ως το λόγο των

¹ Βλέπε «Τα Επιτόκια των Τραπεζών στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη», μελέτη της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών.

εσόδων από τόκους δανείων σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά ως προς το συνολικό ποσό των υφισταμένων δανειακών υπολοίπων. Το μέσο σταθμικό αυτό επιτόκιο το έχουμε υπολογίσει για 10 από τις 12 χώρες τις Ευρωζώνης.²

Στο Διάγραμμα 1, παρουσιάζουμε τις τρεις χώρες με τα υψηλότερα μεσοσταθμικά επιτόκια καθώς και τον μέσο όρο των EU-10. Από το διάγραμμα αυτό προκύπτει ότι εξαιτίας των σημαντικά υψηλότερων επιτοκίων στην Ελλάδα κατά την περίοδο πριν την ένταξη της στην Ευρωζώνη, τα επιτόκια χορηγήσεων των ελληνικών τραπεζών ήταν σημαντικά υψηλότερα από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Η ταχεία όμως αποκλιμάκωση των ελληνικών επιτοκίων και η τελική ένταξη της Ελλάδας στην Ευρωζώνη, το 2001, είχε ως αποτέλεσμα τη σημαντική μείωση των επιτοκίων χορηγήσεων, τα οποία στο τέλος του 2004, ήταν περίπου 125 μονάδες βάσης (1.25%) υψηλότερα από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Το μέγεθος της αποκλιμάκωσης αυτής γίνεται περισσότερο σημαντικό εάν λάβουμε υπόψη ότι ο δείκτης που υπολογίσαμε συμπεριλαμβάνει και τόκους από δάνεια σταθερού επιτοκίου που είχαν χορηγηθεί με τα σημαντικά υψηλότερα επιτόκια των παρελθόντων ετών.



3. Παράγοντες που καθορίζουν τα επιτόκια χορηγήσεων

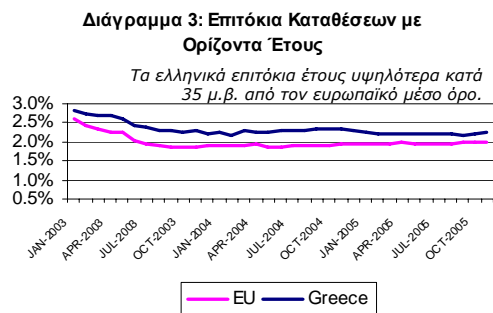
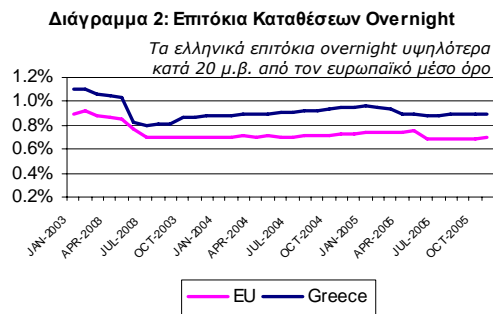
Έχοντας προσδιορίσει, σε γενικούς όρους, τις διαφορές στο κόστος χρήματος μεταξύ Ελλάδας και EU-10, το επόμενο βήμα είναι να εξετάσουμε εάν οι παράγοντες που επηρεάζουν το επίπεδο των επιτοκίων χορηγήσεων (επιτόκια καταθέσεων, αναμενόμενες ζημίες, κόστος ιδίων κεφαλαίων, λειτουργικό κόστος και δομή της αγοράς) είναι σε θέση να αιτιολογήσουν αυτές τις διαφορές.

² Από την ανάλυση μας έχουμε εξαιρέσει το Βέλγιο και το Λουξεμβούργο. Στις δυο αυτές περιπτώσεις δεν μπορέσαμε να διαχωρίσουμε τα έσοδα από τόκους δανείων σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά από τα συνολικά έσοδα από τόκους – τα οποία συμπεριλαμβάνουν και τους τόκους από τα ομολογιακά χαρτοφυλάκια των τραπεζών.

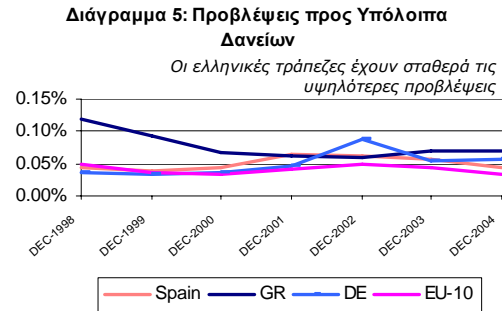
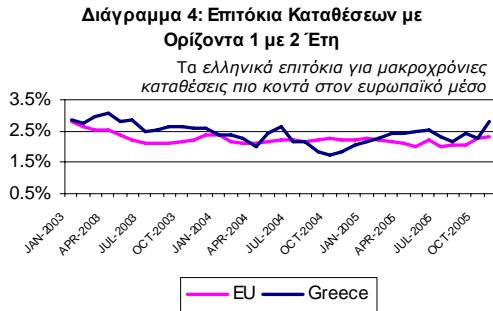
3.α) Κόστος Καταθέσεων και Κεφαλαίων Διατραπεζικής Αγοράς

Ο βασικός ρόλος των τραπεζών είναι διαμεσολαβητικός, δηλ. να συγκεντρώνουν τα χρήματα των αποταμιευτών και να χορηγούν δάνεια στους επενδυτές. Κατά συνέπεια τα επιτόκια δανεισμού θα πρέπει να καλύπτουν, κατ' ελάχιστον, τα επιτόκια καταθέσεων. Στην περίπτωση δε όπου οι τράπεζες πέραν των καταθέσεων μπορούν να συγκεντρώσουν επιπλέον κεφάλαια³ μέσω της έκδοσης ομολόγων στις χρηματαγορές και να τα χρησιμοποιήσουν για την περαιτέρω πιστωτική τους επέκταση, τότε το ύψος των επιτοκίων δανεισμού θα πρέπει να αντανακλά το μέσο σταθμικό κόστος των πόρων των τραπεζών.

Ιστορικές συγκρίσεις μεταξύ επιτοκίων καταθέσεων διαφορετικών χωρών είναι προβληματικές εξαιτίας της έλλειψης κοινά αποδεκτών κατηγοριών καταθετικών λογαριασμών μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης. Στα Διαγράμματα 2, 3 και 4 συγκρίνουμε αντίστοιχα τα ελληνικά επιτόκια νέων καταθέσεων overnight, τα επιτόκια με ορίζοντα μικρότερο του ενός έτους και με ορίζοντα μεταξύ ενός και δύο ετών, με το μέσο όρο των επιτοκίων στην Ευρωζώνη, από το 2003 και μετά όπου και εναρμονίστηκαν οι διαφορετικές κατηγορίες καταθέσεων από την ΕΚΤ. Και στις τρεις αυτές κατηγορίες και καθ' όλη την περίοδο από το 2003 μέχρι 2005 τα ελληνικά επιτόκια για νέες καταθέσεις ήταν υψηλότερα του ευρωπαϊκού μέσου όρου.



³ Τα κεφάλαια αυτά δεν πρέπει να συγχέονται με τα κεφάλαια χαμηλής εξασφάλισης (subordinated debt) που αποτελούν μέρος των ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας (Tier 2 Capital).



3.β) Κόστος Αναμενόμενων Ζημιών

Το επιτόκιο δανεισμού – όπως το έχουμε ορίσει μέχρι τώρα – καλύπτει το κόστος των πόρων των τραπεζών, υπό την προϋπόθεση ότι κανένας εκ των δανειοληπτών δεν θα αθετήσει την αποπληρωμή των δανείων του (No default assumption). Βάσει της μακροχρόνιας εμπειρίας τους οι τράπεζες είναι σε θέση να υπολογίσουν το ποσοστό των δανείων που δεν θα αποπληρωθούν σε κάθε περίοδο. Αυτές οι αναμενόμενες ζημιές (expected losses) αποτελούν ένα επιπλέον κόστος για τις τράπεζες, το οποίο θα πρέπει να αντικατοπτρίζεται στα επιτόκια δανεισμού ως ένα περιθώριο πάνω από το κόστος των καταθέσεων και των κεφαλαίων από τη διαπραγματευτική αγορά.

Σε θεωρητικό επίπεδο το ύψος των αναμενόμενων ζημιών εξαρτάται από την πιθανότητα χρεοκοπίας (Probability of Default), τη ζημία σε περίπτωση χρεοκοπίας (Loss Given Default) και το υφιστάμενο υπόλοιπο του δανείου (outstanding principal). Το ύψος των αναμενόμενων ζημιών μπορεί να υπολογιστεί είτε βάσει στατιστικών μοντέλων (credit scoring models, Credit Value at Risk) είτε - όπως κάνουμε στην παρούσα μελέτη - βάσει λογιστικών μεθόδων, π.χ. ειδικές και γενικές προβλέψεις ως ποσοστό των δανείων.

Στο Διάγραμμα 5 αναφέρουμε το λόγο προβλέψεων προς υπόλοιπα δανείων για τα χρόνια 1998 με 2004. Πέραν των στοιχείων για την Ελλάδα, αναφέρουμε τα αντίστοιχα στοιχεία για τις άλλες δυο χώρες με τον υψηλότερο δείκτη προβλέψεων προς δάνεια, καθώς και το μέσο όρο της Ευρωζώνης. Σύμφωνα με το Διάγραμμα 5 το ελληνικό τραπεζικό σύστημα είχε, για όλη την περίοδο εκτός του 2004, το μεγαλύτερο ύψος προβλέψεων και, συνεπώς, αναμενόμενων ζημιών από όλες τις χώρες της Ευρωζώνης.

Οι υψηλότερες προβλέψεις του ελληνικού τραπεζικού συστήματος δεν είναι απόρροια μόνο της ταχείας πιστωτικής επέκτασης των τελευταίων ετών αλλά και των σημαντικά πιο μακροχρόνιων διαδικασιών που πρέπει να ακολουθήσουν οι ελληνικές τράπεζες για την είσπραξη των οφειλομένων ποσών, στην περίπτωση μη εξυπηρετούμενων δανείων.

3.γ) Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

Πέραν των προβλέψεων, τις οποίες η τράπεζα μπορεί να χρησιμοποιήσει για να καλύψει μέρος των αναμενόμενων ζημιών, οι τράπεζες είναι υποχρεωμένες να κατέχουν ένα ποσό ιδίων κεφαλαίων για την κάλυψη απρόβλεπτων ζημιών πάνω και πέρα από τις αναμενόμενες. Το ύψος αυτών των κεφαλαίων καθορίζεται τόσο από το βαθμό επικινδυνότητας του χαρτοφυλακίου της τράπεζας, όσο και από το επιθυμητό βαθμό πιστοληπτικής φερεγγυότητας (credit rating) της τράπεζας. Η απόδοση που αναμένουν οι μέτοχοι για τα ίδια κεφάλαια που έχουν επενδύσει, αποτελεί και αυτή μέρος του κόστους του επιβαρύνει τα επιτόκια δανεισμού.

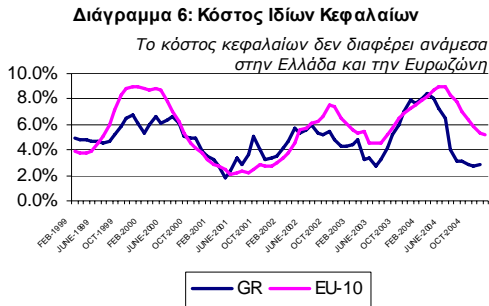
Στην περίπτωση δε που η τράπεζα έχει εκδώσει και υβριδικά κεφάλαια χαμηλής εξασφάλισης τότε το spread που επιβαρύνει τα επιτόκια χορηγήσεων καθορίζεται από το μέσο σταθμικό κόστος των ιδίων κεφαλαίων (Weighted Average cost of Capital, WACC).

Ο υπολογισμός του κόστους ιδίων κεφαλαίων, ιδιαίτερα για την περίπτωση της Ελλάδας, αποδέχτηκε ιδιαίτερα προβληματικός. Ένας από τους κοινά αποδεκτούς τρόπους μέτρησης του κόστους κεφαλαίου είναι το υπόδειγμα της προεξόφλησης μερισμάτων (Gordon Growth Model). Σύμφωνα με το υπόδειγμα αυτό το κόστος ιδίων κεφαλαίων ισούται με τη μερισματική απόδοση συν το αναμενόμενο ρυθμό αύξησης των μερισμάτων στο διηνεκές.

Χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία για τη μερισματική απόδοση και υποθέτοντας ότι ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων ισούται με τον ρυθμό αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας (σε περιόδους με αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης θέτουμε το ρυθμό αύξησης των μερισμάτων ίσο με το μηδέν) υπολογίσαμε το κόστος ιδίων κεφαλαίων για την Ευρωζώνη και την Ελλάδα (Διάγραμμα 6).

Από το Διάγραμμα 6, προκύπτει ότι το κόστος ιδίων κεφαλαίων των ελληνικών τραπεζών δεν διαφέρει σημαντικά από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, αναγνωρίζοντας παράλληλα, ότι η απλοϊκότητα του υποδείγματος και οι υποθέσεις μας ως προς τον ρυθμό αύξησης των μερισμάτων μπορούν να έχουν ως

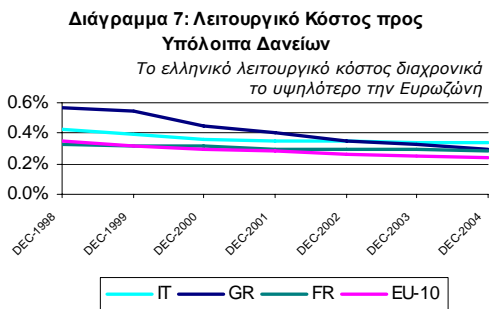
συνέπεια την απόκλιση μεταξύ του πραγματικού και υπολογισθέντος κόστους κεφαλαίων.



3.δ) Λειτουργικό Κόστος

Ένας εξίσου σημαντικός παράγοντας που διαμορφώνει το συνολικό κόστος των τραπεζών είναι και το κόστος λειτουργίας τους, το οποίο επιβαρύνει το κόστος χορηγήσεων με την μορφή ενός επιπλέον επιτοκιακού περιθωρίου.

Στο Διάγραμμα 7 παραθέτουμε τα λειτουργικά έξοδα (ως ποσοστό των υφιστάμενων δανειακών υπολοίπων σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά) της Ελλάδας, της Πορτογαλίας και της Ιταλίας καθώς και του μέσου όρου των 10 ευρωπαϊκών χωρών που αναλύουμε. Οι τρεις αυτές χώρες παρουσιάζουν τον υψηλότερο λόγο κόστους προς δάνεια, με το ελληνικό τραπεζικό σύστημα – παρά την εμφανή βελτίωση του – να παρουσιάζει το υψηλότερο κόστος λειτουργίας, μεταξύ των EU-10 χωρών, για 6 από τα 7 τελευταία χρόνια.



3.ε) Δομή της Αγοράς

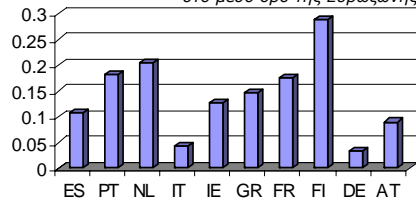
Πέραν όλων των παραπάνω -τεχνικών- παραγόντων, είναι δυνατόν και η δομή του χρηματοπιστωτικού τομέα κάθε χώρας (π.χ. περισσότερο ή λιγότερο συγκεντρωτικό ή ανταγωνιστικό) να επηρεάζει την δυνατότητα των τραπεζών να καθορίζουν το κόστος δανεισμού.

Ένα κοινά αποδεκτό στατιστικό μέτρο για την αξιολόγηση του βαθμού συγκέντρωσης ενός

κλάδου της οικονομίας είναι ο δείκτης του *Herfindahl*, ο οποίος κατ' ουσία είναι ένα μέτρο σύγκρισης του μεγέθους των επιχειρήσεων σε σχέση με το συνολικό μέγεθος του κλάδου.⁴

Στο Διάγραμμα 8 παρουσιάζεται ο δείκτης του *Herfindahl* για την συγκέντρωση των μεριδίων τραπεζικών χορηγήσεων για 10 χώρες της Ευρωζώνης για το 2004. Σύμφωνα με το γράφημα αυτό, η ελληνική τραπεζική αγορά παρουσιάζει ένα μέσο βαθμό συγκέντρωσης χωρίς να διαφέρει από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Ο χαμηλότερος βαθμός συγκέντρωσης που παρατηρείται σε χώρες όπως η Γερμανία, Ισπανία, η Αυστρία και η Ιταλία οφείλεται, σε μεγάλο βαθμό, στην ύπαρξη πολλών περιφερειακών και συνεταιριστικών τραπεζών, οι οποίες ανταγωνίζονται τις εμπορικές τράπεζες στις τοπικές κοινωνίες που δραστηριοποιούνται.

Διάγραμμα 8: Δείκτης Herfindahl Τραπεζικών Δανείων για το 2004
Η δομή του ελληνικού τραπεζικού συστήματος στο μέσο όρο της Ευρωζώνης



4. Ιεράρχηση των Προσδιοριστικών Παραγόντων

Πέραν της απλής περιγραφής των διαφορών των επιμέρους παραγόντων που επιδρούν στο ύψος των μεσοσταθμικών επιτοκίων (και κατ' επέκταση στο ύψος των επιτοκίων χορηγήσεων) των τραπεζών, ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει και η μελέτη των δυναμικών επιπτώσεων που έχουν ξαφνικές μεταβολές (unexpected shocks) των παραγόντων αυτών στα επιτόκια των τραπεζών. Η δυναμική ανάλυση έχει δυο διαστάσεις. Η πρώτη αφορά στο μέγεθος της επίπτωσης που μια μεταβολή στον κάθε προσδιοριστικό παράγοντα έχει στα μεσοσταθμικά επιτόκια. Αυτό βοηθά στην ιεράρχηση της σημασίας του κάθε παράγοντα. Η δεύτερη διάσταση είναι αυτή του χρονικού ορίζοντα στον οποίο οι μεταβολές στους

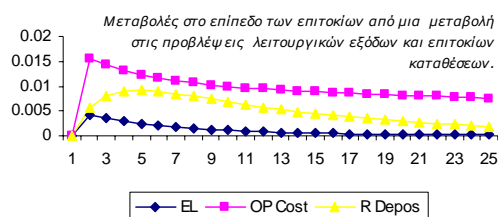
⁴ Ο δείκτης του Herfindahl ορίζεται ως:

$$H = \sum_{i=1}^n (\text{market share of Bank}_i)^2$$

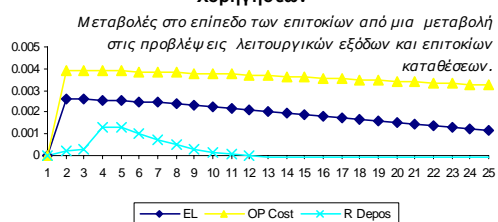
Ο δείκτης αυτός παίρνει τιμές από το 0 (περίπτωση πλήρους ανταγωνισμού με κάθε τράπεζα να κατέχει ένα απειροελάχιστο μερίδιο αγοράς) μέχρι 1 (τέλεια μονοπωλιακή δομή αγοράς με έναν και μόνο τραπεζικό οργανισμό).

υποκείμενους παράγοντες εξακολουθούν να ασκούν επίδραση στα επιτόκια των τραπεζών. Στα Διαγράμματα 9 έως 11, συγκρίνουμε την επίδραση των τριών πιο σημαντικών παραγόντων (επιτόκια καταθέσεων, ύψος αναμενόμενων ζημιών και λειτουργικό κόστος, οι δύο υπόλοιποι παράγοντες δεν ήταν στατιστικά σημαντικοί) στα μεσοσταθμικά επιτόκια στο ελληνικό, ισπανικό και πορτογαλικό τραπεζικό σύστημα.⁵

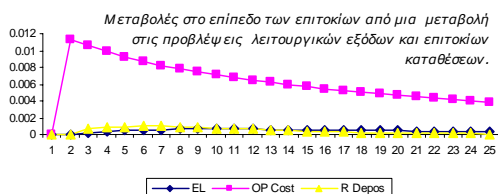
Διάγραμμα 9: Επίδραση των Προσδιοριστικών Παραγόντων στα Ελληνικά Επιτόκια Χορηγήσεων



Διάγραμμα 10: Επίδραση των Προσδιοριστικών Παραγόντων στα Ισπανικά Επιτόκια Χορηγήσεων



Διάγραμμα 11: Επίδραση των Προσδιοριστικών Παραγόντων στα Πορτογαλικά Επιτόκια Χορηγήσεων



Και στις τρεις χώρες βλέπουμε ότι οι μεταβολές στο λειτουργικό κόστος των τραπεζών έχουν τις πιο σημαντικές και μακροχρόνιες επιπτώσεις στα μεσοσταθμικά επιτόκια χορηγήσεων, καθώς οι τράπεζες μετακυλύουν το μεγαλύτερο μέρος αυτών των μεταβολών στους δανειολήπτες.

Η μεγάλη εξάρτηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος - σε αντίθεση με την Ισπανία και

την Πορτογαλία - από τις καταθέσεις, αντανακλάται στη μεγάλη επίδραση των μεταβολών των επιτοκίων καταθέσεων στα επιτόκια χορηγήσεων.

Κατά συνέπεια, η ραγδαία μείωση των επιτοκίων καταθέσεων (από 10% το 1998 στο 0.9% το 2004), είχε ως επακόλουθο την αντίστοιχη πτώση και των επιτοκίων χορηγήσεων. Αντίθετα, στην Ισπανία, ο δεύτερος πιο σημαντικός παράγοντας είναι οι μεταβολές στις προβλέψεις και τα αποθεματικά. Τέλος, στην Πορτογαλία μεταβολές είτε στο ύψος των επιτοκίων καταθέσεων είτε στις προβλέψεις και τα αποθεματικά έχουν περιορισμένη επίδραση στα επιτόκια χορηγήσεων.

5. Συμπεράσματα

Συμπερασματικά μπορούμε να αναφέρουμε ότι η μείωση, κατά τα τελευταία οκτώ χρόνια, των επιτοκίων αναφοράς και η συνεπακόλουθη μείωση των επιτοκίων καταθέσεων είχε ως αποτέλεσμα τα ελληνικά επιτόκια χορηγήσεων να έχουν συγκλίνει σε μεγάλο βαθμό με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Περαιτέρω μείωση του κόστους χρήματος στην Ελλάδα θα εξαρτηθεί όχι πλέον από την σύγκλιση των επιτοκίων μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης - η οποία έχει ολοκληρωθεί - αλλά από την εξέλιξη πιο δομικών στοιχείων του κόστους των ελληνικών τραπεζών. Περιορισμός του λειτουργικού κόστους των τραπεζών, καλύτερη αξιολόγηση του πιστοληπτικού κινδύνου των δανειοληπτών και τυχόν μείωση του κόστους καταθέσεων, θα συντείνουν ακόμα περισσότερο στη μείωση των επιτοκίων δανεισμού.

⁵ Τα αποτελέσματα αυτά βασίζονται σε ένα σύστημα οικονομετρικών εξισώσεων που περιγράφουν την επίδραση όλων των προσδιοριστικών παραγόντων στα επιτόκια χορηγήσεων. Από αυτούς, το κόστος κεφαλαίου και ο δείκτης συγκέντρωσης δεν είχαν στατιστικά σημαντική επίδραση πάνω στα επιτόκια χορηγήσεων.



Eurobank EFG

Η Eurobank Τραπεζική Επιχειρήσεων προσφέρει σας επιχειρήσεις μία νέα δέσμη λύσεων για την αποτελεσματική διαχείριση των κινδύνων που προκύπτουν από τις διακυμάνσεις των επιτοκίων. Το σύγχρονο προϊόν τα ΜΕΛΛΟΝ φέρνουν μια νέα πραγματικότητα στην κάλυψη των επιχειρηματικών σας αναγκών.

Eurobank ΜΕΛΛΟΝ
Προϊόντα Διαχείρισης Επιτοκιακών Κινδύνων

Η Eurobank Τραπεζική Επιχειρήσεων αλλάζει τα δεδομένα εγκαινιάζοντας μια νέα γενιά χρηματοοικονομικών λύσεων, για πρώτη φορά στην Ελλάδα. Μια νέα αντίληψη ευέλικτων λύσεων, που σας δίνουν τη δυνατότητα να φέρετε το μέλλον της επιχείρησής σας στα μέτρα σας. Γιατί, εμείς **παίρνουμε την επιχείρησή σας προσωπικά.**

Μπορώ
να προστατευθώ
από την άνοδο των επιτοκίων;
Στο ΜΕΛΛΟΝ, ναι!

Eurobank Τραπεζική Επιχειρήσεων

Τηλεφωνικός: www.eurobank.gr | 210 37 18 999

Τραπεζικά Επιτόκια και Πληθωρισμός: Χρεώνουν οι Ελληνικές Τράπεζες Υπερβολικά Υψηλά Επιτόκια;

- Τα υψηλότερα περιθώρια των τραπεζικών επιτοκίων στη χώρα μας οφείλονται σε μεγάλο βαθμό στον υψηλότερο πληθωρισμό σε σχέση με την Ευρωζώνη. Ο πληθωρισμός μειώνει την πραγματική αξία των αποπληρωμών ενός δανείου και κατά συνέπεια την πραγματική απόδοση για τις τράπεζες. Επιπλέον, όμως, ο πληθωρισμός αυξάνει το λειτουργικό κόστος των τραπεζικών εργασιών.
- Τα πραγματικά (αποπληθωρισμένα) επιτόκια δανείων στην Ελλάδα είναι χαμηλότερα από τα αντίστοιχα ευρωπαϊκά. Μόνη εξαίρεση αποτελούν τα επιτόκια δανείων μέσω πιστωτικών καρτών και υπεραναλήψεων, τα οποία είναι υψηλότερα λόγω μεγαλύτερων καθυστερήσεων και υψηλότερου πιστοληπτικού κινδύνου των νοικοκυριών στη χώρα μας.
- Τα υψηλότερα περιθώρια κέρδους των τραπεζών είναι συμβατά με τον υψηλότερο πληθωρισμό στην χώρα μας. Τα περιθώρια κέρδους στο σύνολο των δανείων είναι κατά μέσο όρο 1,2 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερα από τα αντίστοιχα ευρωπαϊκά. Όμως, αν προσαρμοσθούν με τον πληθωρισμό και το υψηλότερο λειτουργικό κόστος των ελληνικών τραπεζών, τότε η απόκλιση των περιθωρίων κέρδους από το μέσο της Ευρωζώνης μειώνεται σημαντικά.

Δημήτρης Μαλλιάρopoulos
Αναπλ. Καθηγητής Πανεπιστημίου Πειραιώς
Σύμβουλος Οικονομικών Μελετών Eurobank EFG

1. Εισαγωγή

Οικονομικοί παρατηρητές αλλά και μέρος της κοινής γνώμης φαίνεται να συμφωνεί στο γεγονός ότι οι ελληνικές τράπεζες χρεώνουν υπερβολικά υψηλά επιτόκια στους δανειολήπτες ενώ πληρώνουν συγκριτικά χαμηλότερα επιτόκια στους καταθέτες. Κατά την άποψη αυτή, τα κέρδη των τραπεζών δεν οφείλονται στο καλό management των τραπεζών και τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης των τραπεζικών εργασιών στα πλαίσια της απελευθέρωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος τα τελευταία χρόνια, αλλά φέρονται ως απόδειξη των «καπέλων» στη στεγαστική και καταναλωτική πίστη.

Στη μελέτη αυτή εξετάζουμε τα περιθώρια επιτοκίων στην Ελλάδα και τις χώρες της Ευρωζώνης για τους βασικούς κλάδους των τραπεζικών εργασιών (στεγαστική και καταναλωτική πίστη, δάνεια προς επιχειρήσεις και καταθέσεις). Τα στατιστικά δεδομένα είναι εναρμονισμένα επιτόκια για νέα δάνεια και εναρμονισμένα επιτόκια για υπόλοιπα καταθέσεων στις χώρες της Ευρωζώνης από τη βάση δεδομένων της Eurostat (www.eurostat.eu.int/comm/eurostat, Economy and Finance, Data, Exchange rates and interest rates, Interest rates, Retail bank interest rates, Harmonized MFI interest rates). Το Παράρτημα 1 περιγράφει τα στατιστικά δεδομένα.

Η παρούσα μελέτη είναι η πρώτη ολοκληρωμένη συγκριτική μελέτη των τραπεζικών επιτοκίων στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη. Ο πρώτος στόχος, λοιπόν, είναι η ακριβής καταγραφή της κατάστασης στην αγορά τραπεζικών δανείων και καταθέσεων. Η χρήση εναρμονισμένων επιτοκίων της Eurostat επιτρέπει τη σύγκριση των επιτοκίων μεταξύ των διαφόρων χωρών. Ο δεύτερος και κύριος στόχος της μελέτης αυτής είναι να εξηγήσουμε με οικονομικούς όρους τα περιθώρια επιτοκίων στην ελληνική αγορά. Η εξήγησή μας εστιάζει στο ρόλο του πληθωρισμού και του λειτουργικού κόστους των τραπεζών.

2. Είναι οι ευρωπαϊκές τραπεζικές αγορές ολοκληρωμένες;

Με την ίδρυση της ONE και την εισαγωγή του κοινού νομίσματος στην Ευρωζώνη, έχει παγιωθεί στην ελληνική κοινή γνώμη η άποψη ότι όλα τα επιτόκια στις χώρες της Ευρωζώνης πρέπει να συγκλίνουν πλήρως. Η άποψη που επικρατεί είναι ότι δεν δικαιολογούνται διαφορές επιτοκίων μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών στην τραπεζική λιανική όπως στα στεγαστικά, καταναλωτικά και επιχειρηματικά δάνεια αλλά και στις καταθέσεις.

Προφανώς ούτε η κοινή γνώμη αλλά ούτε και οι οικονομολόγοι έχουν καταλάβει επαρκώς την έννοια μιας ολοκληρωμένης ευρωπαϊκής αγοράς. Σ' αυτό ίσως φταίει το γεγονός ότι η εμπειρία μας από την ευρωπαϊκή ολοκλήρωση είναι ακόμη πολύ μικρή.

Πράγματι, η εισαγωγή του ευρώ και η κοινή νομισματική πολιτική στην Ευρωζώνη έχουν οδηγήσει σε πλήρη σύγκλιση των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά. Η αγορά αυτή είναι ολοκληρωμένη υπό την έννοια ότι τιμές και επιτόκια καθορίζονται από κοινούς πανευρωπαϊκούς

παράγοντες και συγκεκριμένα από τη νομισματική πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Το ίδιο συμβαίνει σε πολύ μεγάλο βαθμό και στην αγορά κρατικών ομολόγων, όπου τα επιτόκια μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης έχουν συγκλίνει σε μεγάλο βαθμό λόγω της δημιουργίας μιας πανευρωπαϊκής αγοράς ομολόγων. Οι μικρές διαφορές στα επιτόκια κρατικών ομολόγων στην Ευρωζώνη αντανακλούν τις διαφορές στον πιστοληπτικό κίνδυνο των επιμέρους χωρών.

Η σύγκλιση των επιτοκίων χρηματοδότησης των ευρωπαϊκών τραπεζών οδήγησε σε μια θεαματική μείωση των περιθωρίων κέρδους των τραπεζών σε χώρες με υψηλά επιτόκια όπως η Ελλάδα. Το μέσο σταθμικό επιτόκιο δανεισμού στην Ελλάδα για καταναλωτικά, στεγαστικά και επιχειρηματικά δάνεια μειώθηκε από 14% τον Μάρτιο του 1999 στο 5,1% τον Νοέμβριο του 2005 ενώ κατά την ίδια περίοδο το μέσο σταθμικό επιτόκιο δανεισμού στην Ευρωζώνη μειώθηκε από 5,6% στο 4%. Ανάλογα μειώθηκαν και τα περιθώρια κέρδους των τραπεζών. Οι ελληνικές τράπεζες έχουν διανύσει ήδη έναν μακρύ δρόμο στην προσπάθειά τους να μεταφέρουν τα οφέλη της νομισματικής σταθερότητας στους καταναλωτές και τις επιχειρήσεις. Η τεράστια προσαρμογή των τραπεζικών επιτοκίων τα τελευταία επτά χρόνια δείχνει ότι ο τραπεζικός κλάδος είναι από τους πλέον ανταγωνιστικούς κλάδους της ελληνικής οικονομίας.

Όμως, οι τραπεζικές αγορές στην Ευρώπη απέχουν πολύ από μια κατάσταση ολοκληρωμένης πανευρωπαϊκής αγοράς, με αποτέλεσμα τα επιτόκια δανεισμού (στεγαστικά, καταναλωτικά και επιχειρηματικά δάνεια) και σε κάποιο βαθμό τα επιτόκια καταθέσεων να διαφέρουν σημαντικά μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών.

Οι λόγοι για τους οποίους οι τραπεζικές αγορές στην Ευρωζώνη δεν έχουν συγκλίνει στον επιθυμητό βαθμό είναι πολλοί. Συχνά η συζήτηση επικεντρώνεται στην έλλειψη διασυνοριακού ανταγωνισμού, καθώς οι περισσότερες κυβερνήσεις δεν εγκρίνουν εξαγορές και συγχωνεύσεις εγχώριων τραπεζών με ξένες τράπεζες.

Πέρα από την έλλειψη διασυνοριακού ανταγωνισμού, όμως, υπάρχουν και άλλοι σημαντικοί παράγοντες που εξηγούν τις διαφορές των επιτοκίων στην τραπεζική λιανική. Οι παράγοντες αυτοί έχουν να κάνουν με το κόστος των τραπεζικών εργασιών αλλά και τις γενικότερες συνθήκες προσφοράς και ζήτησης τραπεζικών προϊόντων, τις διαφορές στον πιστοληπτικό κίνδυνο νοικοκυριών και επιχειρήσεων μεταξύ των χωρών, καθώς και τον βαθμό συγκέντρωσης του τραπεζικού συστήματος σε κάθε χώρα.

Κατά την άποψή μας, ο πληθωρισμός είναι επίσης ένας από τους βασικούς παράγοντες που οδηγεί στη διαφοροποίηση των επιτοκίων στην τραπεζική λιανική μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης. Η εξήγηση που δίνουμε στα υψηλότερα ονομαστικά περιθώρια επιτοκίων των ελληνικών τραπεζών δεν είναι ασύμβατη με εξηγήσεις που εστιάζουν στο λειτουργικό κόστος των τραπεζών. Αντίθετα, ο πληθωρισμός είναι ένας από τους καθοριστικούς παράγοντες του κόστους. Επιπλέον, όμως, ο πληθωρισμός μειώνει την πραγματική αξία των μελλοντικών εσόδων μιας τράπεζας από δάνεια και οδηγεί σε υψηλότερα ονομαστικά επιτόκια δανεισμού.¹ Τέλος, τόσο οι δανειολήπτες όσο και οι αποταμιευτές ενδιαφέρονται για το πραγματικό επιτόκιο, δηλαδή το ονομαστικό επιτόκιο προσαρμοσμένο για τον πληθωρισμό.

3. Στεγαστικά επιτόκια

Τα στεγαστικά επιτόκια στην Ελλάδα για μακροπρόθεσμα δάνεια δεν διαφέρουν σημαντικά από το μέσο επιτόκιο στην Ευρωζώνη. Στο Διάγραμμα 1 συγκρίνονται τα στεγαστικά επιτόκια για δάνεια με αρχική διάρκεια άνω των 10 ετών τον Σεπτέμβριο 2005 σε 9 χώρες της Ευρωζώνης. Πρόκειται για επιτόκια νέων δανείων. Τα επιτόκια αφορούν το σύνολο των νέων δανείων σταθερού και κυμαινόμενου επιτοκίου. Καθώς το μεγαλύτερο ποσοστό των στεγαστικών δανείων στη χώρα μας τα τελευταία χρόνια είναι κυμαινόμενου επιτοκίου (σύμφωνα με την εκτίμησή μας, περίπου 70% των δανείων που εγκρίθηκαν κατά το διάστημα 2004-2005 είναι καθαρά κυμαινόμενου επιτοκίου ή ένας συνδυασμός κυμαινόμενου και σταθερού επιτοκίου), το μέσο στεγαστικό επιτόκιο δανείων με μεγάλη διάρκεια στη λήξη μειώνεται, καθώς τα κυμαινόμενα επιτόκια είναι χαμηλότερα από τα σταθερά.

¹ Η σχέση επιτοκίων και πληθωρισμού έχει μελετηθεί διεξοδικά από τον Irving Fisher (Theory of Interest) το 1930, έναν από τους μεγαλύτερους οικονομολόγους του προηγούμενου αιώνα, και είναι γνωστή ως η «ισοδυναμία των επιτοκίων» του Irving Fisher. Σύμφωνα με την ισοδυναμία των επιτοκίων, τα ονομαστικά επιτόκια προσαρμόζονται με τον αναμενόμενο πληθωρισμό. Παρά το γεγονός ότι η προσαρμογή των ονομαστικών επιτοκίων στον πληθωρισμό δεν είναι πλήρης σε μικρά χρονικά διαστήματα, αλλά μόνο μακροπρόθεσμα (Βλέπε Dimitrios Malliaropoulos, 2000, A note on nonstationarity, structural breaks, and the Fisher effect, Journal of Banking and Finance, vol. 24, pp. 695-707), η ισοδυναμία των επιτοκίων παραμένει ακόμη και σήμερα ένα κεντρικό εργαλείο της χρηματοοικονομικής.

Διάγραμμα 1:
Τα στεγαστικά επιτόκια στην Ελλάδα για μακροχρόνια δάνεια δεν διαφέρουν σημαντικά από το μέσο επιτόκιο στην Ευρωζώνη



Τα στεγαστικά επιτόκια για δάνεια με μικρότερες διάρκειες είναι υψηλότερα από τα αντίστοιχα επιτόκια άλλων χωρών καθώς και από το μέσο επιτόκιο στην Ευρωζώνη. Συγκεκριμένα, το στεγαστικό επιτόκιο για δάνεια με διάρκεια έως 1 έτος τον Σεπτέμβριο του 2005 ήταν στην Ελλάδα 4,05% έναντι 3,31% στην Ευρωζώνη, ενώ για δάνεια με διάρκεια μεταξύ 1 και 5 έτη (5 και 10 έτη) το επιτόκιο στην Ελλάδα ήταν 4,37% (5,61%) έναντι 3,68% (3,98) στην Ευρωζώνη.

4. Τα υψηλότερα επιτόκια στεγαστικών δανείων στην Ελλάδα αντανακλούν τον υψηλότερο πληθωρισμό σε σύγκριση με την Ευρωζώνη

Παρότι τα επιτόκια χρηματοδότησης στη διατραπεζική αγορά είναι κοινά για όλες τις τράπεζες στην Ευρωζώνη, ο πληθωρισμός στις επιμέρους χώρες διαφέρει σημαντικά. Αυτό έχει σημαντικές επιπτώσεις τόσο στο λειτουργικό κόστος των τραπεζών όσο και στην πραγματική απόδοση ενός δανείου.

Πρώτον, η τράπεζα πρέπει να πληρώνει μισθούς, ενοίκια, άλλα λειτουργικά έξοδα και φόρους. Τα έξοδα αυτά τρέχουν με τον εγχώριο πληθωρισμό. Σε χώρες με υψηλό πληθωρισμό, το κόστος των τραπεζών αυξάνει δυσανάλογα.

Δεύτερον, οι τράπεζες δίνουν δάνεια τα οποία αποπληρώνονται στο μέλλον. Η πραγματική (δηλ. αποπληρωσιμότητα) αξία μιας πληρωμής που θα εισπράξει η τράπεζα στο μέλλον είναι συγκριτικά χαμηλότερη σε χώρες με υψηλό πληθωρισμό. Αυτό σημαίνει ότι η πραγματική απόδοση ενός δανείου είναι χαμηλότερη για μια ελληνική τράπεζα σε σχέση με μια μέση ευρωπαϊκή τράπεζα, καθώς ο πληθωρισμός στην Ελλάδα είναι από τους υψηλότερους στην Ευρώπη.

Για να αντιληφθούμε την σημασία αυτού του επιχειρήματος, πρέπει να απαντήσουμε στην εξής απλή ερώτηση: Πόσο αξίζουν 100 ευρώ σε N χρόνια όταν ο πληθωρισμός τρέχει με 3,5% όπως στην Ελλάδα, ή με 2%, όπως στην Ευρωζώνη;

Η πραγματική αξία μιας πληρωμής 100 ευρώ σε 1 χρόνο όταν ο πληθωρισμός τρέχει με 3,5% (2,0%) είναι 96,62 (98,04) ευρώ – Πίνακας 1. Η πραγματική αξία μιας πληρωμής 100 ευρώ σε 10 χρόνια όταν ο πληθωρισμός τρέχει με 3,5% (2,0%) είναι 74,07 (83,33) ευρώ – Πίνακας 2.

Κατά συνέπεια, ο πληθωρισμός μειώνει την αξία των αποπληρωμών ενός δανείου για την τράπεζα, άρα και την πραγματική απόδοση του δανείου. Οι τράπεζες ενδιαφέρονται για τα πραγματικά επιτόκια καθώς τα λειτουργικά τους έξοδα τρέχουν με τον εγχώριο πληθωρισμό.

Ας δούμε τώρα τι σημαίνει το παράδειγμα αυτό για μια τράπεζα. Η παρούσα αξία μιας πληρωμής 100 ευρώ σε ένα χρόνο για μια ευρωπαϊκή τράπεζα η οποία χρεώνει πραγματικό επιτόκιο 1,5% με πληθωρισμό στην Ευρωζώνη 2% είναι 96,59 ευρώ (Πίνακας 1). Το ονομαστικό επιτόκιο που χρεώνει η τράπεζα είναι 3,5% (πραγματικό επιτόκιο + πληθωρισμός).

Πίνακας 1

Η επίδραση του πληθωρισμού στα επιτόκια δανεισμού (Παρούσα αξία 100 € σε 1 έτος)							
ΕΛΛΑΔΑ				ΕΥΡΩΖΩΝΗ			
Πληθωρισμός = 3,5%				Πληθωρισμός = 2%			
Έτη	ΔΤΚ	Πραγματική αξία	Προεξοφλημένη αξία	Έτη	ΔΤΚ	Πραγματική αξία	Προεξοφλημένη αξία
1	1,035	96,62	96,59	1	1,02	98,04	96,59
Παρούσα αξία δανείου		96,59		Παρούσα αξία δανείου		96,59	
Συνεπαγόμενο πραγματικό επιτόκιο		2,9 μ.β.		Πραγματικό επιτόκιο		150 μ.β.	
Ονομαστικό επιτόκιο		352,9 μ.β.		Ονομαστικό επιτόκιο		350 μ.β.	
ΔΤΚ: Δείκτης Τιμών Καταναλωτή. Η πραγματική αξία μιας δόσης 100 ευρώ υπολογίζεται ως 100/ΔΤΚ. Η προεξοφλημένη αξία της δόσης υπολογίζεται ως πραγματική δόση / (1+r), όπου r το συνεπαγόμενο πραγματικό επιτόκιο. Το πραγματικό επιτόκιο στην Ευρωζώνη καθορίζεται εκ των προτέρων στο 1,5% (150 μ.β.). Το συνεπαγόμενο πραγματικό επιτόκιο της ελληνικής τράπεζας υπολογίζεται ως το πραγματικό επιτόκιο το οποίο εξισώνει την προεξοφλημένη αξία της μελλοντικής δόσης με την αντίστοιχη προεξοφλημένη αξία στην Ευρωζώνη.							

Ο πληθωρισμός στην Ελλάδα είναι 3,5%. Για να παράγει μια ονομαστική πληρωμή 100 ευρώ την ίδια παρούσα αξία σε μια ελληνική τράπεζα, η τράπεζα θα έπρεπε να χρεώσει ένα ονομαστικό επιτόκιο 3,529%. Το πραγματικό επιτόκιο που θα εισέπραττε η τράπεζα θα ήταν 2,9 μονάδες βάσης, δηλ. σχεδόν μηδενικό.

Για να εισπράξει μια ελληνική τράπεζα ένα πραγματικό επιτόκιο 1,5%, θα έπρεπε να χρεώσει ένα ονομαστικό επιτόκιο 5% (1,5% + 3,5% πληθωρισμός). Στην πραγματικότητα, η μέση ελληνική τράπεζα χρεώνει ένα ονομαστικό επιτόκιο 4,05% (δεδομένα Eurostat για στεγαστικά δάνεια με διάρκεια έως 1 έτος, Σεπτέμβριος 2005), δηλ. ένα πραγματικό επιτόκιο 0,55% ενώ η μέση ευρωπαϊκή τράπεζα χρεώνει ένα ονομαστικό επιτόκιο 3,3%, δηλ. (με πληθωρισμό 2,2%) ένα πραγματικό επιτόκιο 1,10%.

Κατά συνέπεια, οι ελληνικές τράπεζες χρεώνουν στα στεγαστικά δάνεια μόλις το ήμισυ του μέσου ευρωπαϊκού επιτοκίου. Κερδισμένοι βγαίνουν οι έλληνες δανειολήπτες. Αργότερα θα εξετάσουμε αν τη διαφορά αυτή την εισπράττουν οι τράπεζες από τους αποταμιευτές.

Τα πραγματικά επιτόκια στεγαστικών δανείων στην Ελλάδα είναι ακόμη χαμηλότερα σε σύγκριση με την Ευρωζώνη για μακροπρόθεσμα δάνεια σταθερού επιτοκίου.

Η παρούσα αξία μιας πληρωμής 100 ευρώ το χρόνο για 10 χρόνια για μια ευρωπαϊκή τράπεζα η οποία χρεώνει πραγματικό επιτόκιο 1,5% με πληθωρισμό στην Ευρωζώνη 2% είναι 834,91 ευρώ (Πίνακας 2). Το ονομαστικό επιτόκιο που χρεώνει η τράπεζα είναι 3,5% (πραγματικό επιτόκιο + πληθωρισμός).

Για να παράγουν οι ίδιες ονομαστικές πληρωμές την ίδια παρούσα αξία σε μια ελληνική τράπεζα, δεδομένου ότι ο πληθωρισμός στην Ελλάδα τρέχει με 3,5%, η τράπεζα θα έπρεπε να χρεώσει ένα ονομαστικό επιτόκιο 3,72%, δηλ. ένα πραγματικό επιτόκιο 0,22%, 128 μονάδες βάσης κάτω από το αντίστοιχο επιτόκιο της ευρωπαϊκής τράπεζας.

Πίνακας 2

Η επίδραση του πληθωρισμού στα επιτόκια δανεισμού (Παρούσα αξία ονομαστικής δόσης 100 € για 10 έτη)							
ΕΛΛΑΔΑ				ΕΥΡΩΖΩΝΗ			
Πληθωρισμός = 3,5%				Πληθωρισμός = 2%			
Έτη	ΔΤΚ	Πραγματική αξία	Προεξοφλημένη αξία	Έτη	ΔΤΚ	Πραγματική αξία	Προεξοφλημένη αξία
1	1,035	96,62	96,41	1	1,02	98,04	96,59
2	1,07	93,46	93,05	2	1,04	96,15	93,33
3	1,11	90,50	89,90	3	1,06	94,34	90,22
4	1,14	87,72	86,95	4	1,08	92,59	87,24
5	1,18	85,11	84,18	5	1,10	90,91	84,39
6	1,21	82,64	81,56	6	1,12	89,29	81,66
7	1,25	80,32	79,09	7	1,14	87,72	79,04
8	1,28	78,13	76,76	8	1,16	86,21	76,53
9	1,32	76,05	74,55	9	1,18	84,75	74,12
10	1,35	74,07	72,46	10	1,20	83,33	71,81
Παρούσα αξία δανείου		834,91		Παρούσα αξία δανείου		834,91	
Συνεπαγόμενο πραγματικό επιτόκιο		22,23 μ.β.		Πραγματικό επιτόκιο		150 μ.β.	
Ονομαστικό επιτόκιο		372,03 μ.β.		Ονομαστικό επιτόκιο		350 μ.β.	

ΔΤΚ: Δείκτης Τιμών Καταναλωτή. Η πραγματική αξία μιας δόσης 100 ευρώ υπολογίζεται ως $100/\Delta\text{TK}$. Η προεξοφλημένη αξία της δόσης υπολογίζεται ως πραγματική δόση / $(1+r)^n$, όπου r το συνεπαγόμενο πραγματικό επιτόκιο και n ο αριθμός των ετών από σήμερα. Η παρούσα αξία του δανείου υπολογίζεται ως το άθροισμα της προεξοφλημένης αξίας μέχρι τη λήξη του δανείου. Το πραγματικό επιτόκιο στην Ευρωζώνη καθορίζεται εκ των προτέρων στο 1,5% (150 μ.β.). Το συνεπαγόμενο πραγματικό επιτόκιο της ελληνικής τράπεζας υπολογίζεται ως το πραγματικό επιτόκιο το οποίο εξισώνει την παρούσα αξία του δανείου με την αντίστοιχη παρούσα αξία στην Ευρωζώνη.

Στην πραγματικότητα, η μέση ελληνική τράπεζα χρεώνει ένα ονομαστικό επιτόκιο 4,12% (στεγαστικά δάνεια με διάρκεια άνω των 10 ετών, Σεπτέμβριος 2005, βλέπε Διάγραμμα 1), δηλ. ένα πραγματικό επιτόκιο 0,57% ενώ η μέση ευρωπαϊκή τράπεζα χρεώνει ένα ονομαστικό επιτόκιο 3,96%, δηλ. ένα πραγματικό επιτόκιο 1,76%, 150 μονάδες βάσης πάνω από το αντίστοιχο πραγματικό επιτόκιο της ελληνικής τράπεζας. Κερδισμένοι βγαίνουν και πάλι οι έλληνες δανειολήπτες.

5. Τα πραγματικά στεγαστικά επιτόκια στην Ελλάδα είναι από τα χαμηλότερα στην Ευρώπη

Σε περιβάλλον πληθωρισμού, ο δανειολήπτης ενδιαφέρεται για το πραγματικό και όχι για το ονομαστικό επιτόκιο. Ο λόγος είναι προφανής: Ο πληθωρισμός μειώνει την αξία των μελλοντικών αποπληρωμών του δανείου και, κατά συνέπεια, την πραγματική αξία της οφειλής του. Το πραγματικό επιτόκιο είναι η διαφορά του ονομαστικού επιτοκίου από τον πληθωρισμό.

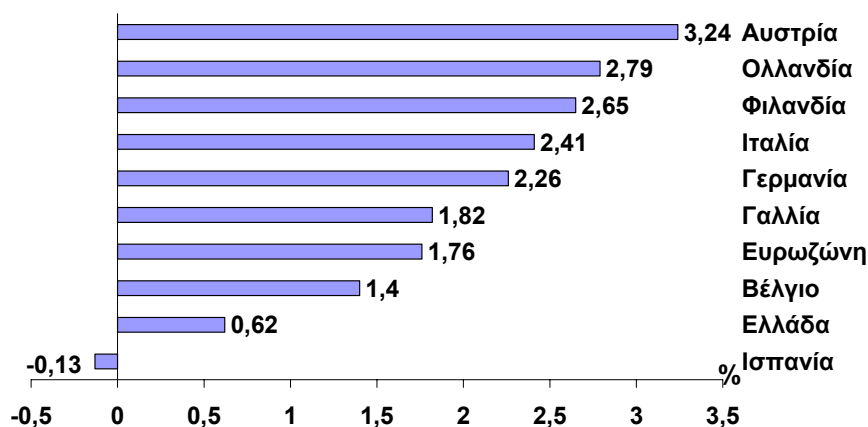
Τα πραγματικά στεγαστικά επιτόκια στην Ελλάδα είναι από τα χαμηλότερα στην Ευρώπη, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 2. Η ίδια εικόνα ισχύει και για στεγαστικά δάνεια μικρότερης διάρκειας, για τα οποία το πραγματικό επιτόκιο στην Ελλάδα κυμαίνεται μεταξύ 0,55% (διάρκεια έως 1 έτος) και 0,87% (διάρκεια από 1 έως 5 έτη), ενώ τα αντίστοιχα επιτόκια στην Ευρωζώνη κυμαίνονται μεταξύ 1,11% και 1,48%. Η αρνητική σχέση μεταξύ πραγματικών επιτοκίων και πληθωρισμού δεν είναι ελληνική πρωτοτυπία αλλά παγκόσμιο φαινόμενο. Ακόμη και αν περιοριστούμε στο

χώρο της Ευρωζώνης, παρατηρούμε ότι χώρες με υψηλό πληθωρισμό έχουν χαμηλά πραγματικά επιτόκια δανείων και αντίστροφα.

Διάγραμμα 2:

Τα πραγματικά στεγαστικά επιτόκια στην Ελλάδα είναι από τα χαμηλότερα στην Ευρώπη

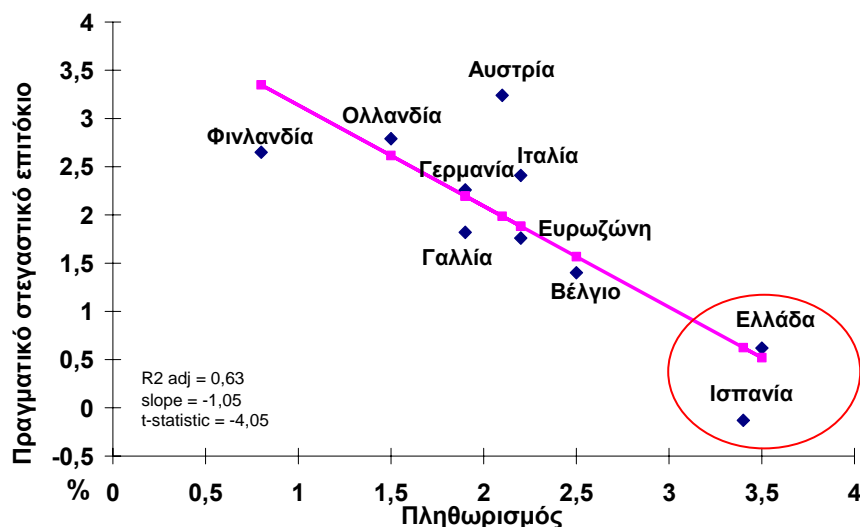
Πραγματικά στεγαστικά επιτόκια δανείων με διάρκεια άνω των 10 ετών (Σεπτ. 2005)



Στο Διάγραμμα 3 φαίνεται η αρνητική σχέση μεταξύ πραγματικών στεγαστικών επιτοκίων και πληθωρισμού στις χώρες της Ευρωζώνης. Η ευθεία γραμμή με αρνητική κλίση (ευθεία παλινδρόμησης) δείχνει το επίπεδο στο οποίο θα έπρεπε να είναι τα επιτόκια σε κάθε χώρα σύμφωνα με το επίπεδο του πληθωρισμού της, ενώ τα σημεία ρόμβοι δείχνουν το επίπεδο των πραγματικών επιτοκίων που παρατηρούνται σε κάθε χώρα. Η απόκλιση των πραγματικών επιτοκίων για κάθε χώρα από το επίπεδο που δικαιολογείται από τον πληθωρισμό τους μετράται στον κάθετο άξονα ως η απόσταση των σημείων από την ευθεία παλινδρόμησης.

Διάγραμμα 3:

Χώρες με υψηλό πληθωρισμό έχουν χαμηλά πραγματικά επιτόκια δανείων



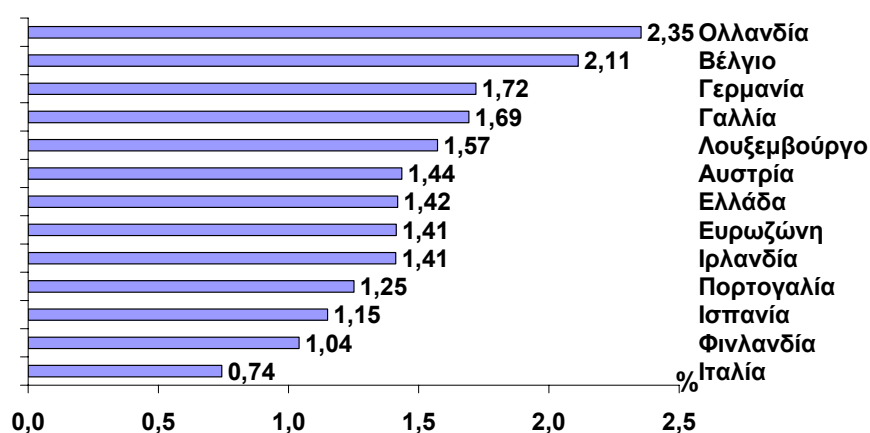
Σύμφωνα με το Διάγραμμα 3, τα πραγματικά επιτόκια στεγαστικών δανείων με διάρκεια μεγαλύτερη των 10 ετών στην Ελλάδα είναι στο επίπεδο που δικαιολογείται πλήρως από τον πληθωρισμό. Αντίθετα, τα επιτόκια είναι υψηλά σε σχέση με τον πληθωρισμό σε χώρες όπως η

Αυστρία και η Ιταλία. Η ίδια εικόνα παρατηρείται και στα στεγαστικά επιτόκια δανείων με μικρότερες διάρκειες.

6. Τα επιτόκια καταθέσεων στην Ελλάδα είναι στον ευρωπαϊκό μέσο

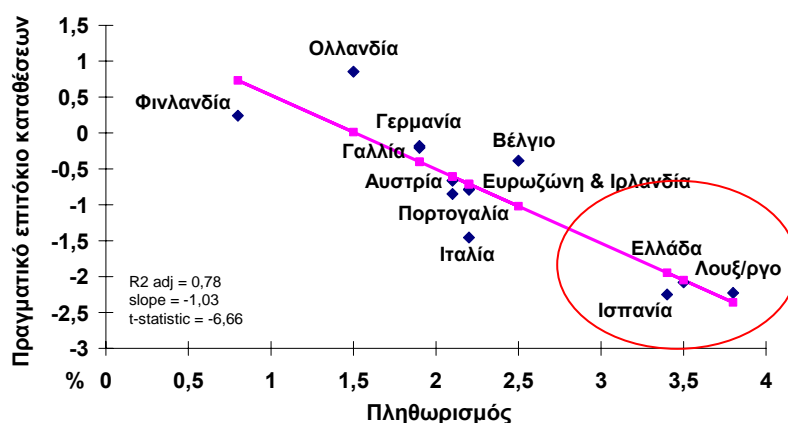
Στο Διάγραμμα 4 συγκρίνονται τα μέσα σταθμικά επιτόκια καταθέσεων των νοικοκυριών στις χώρες της Ευρωζώνης. Το επιτόκιο αυτό υπολογίζεται ως μέσος σταθμικός των επιτοκίων καταθέσεων όψεως, ταμειυτηρίου και καταθέσεων προθεσμίας με συμφωνημένη διάρκεια έως 2 χρόνια. Σύμφωνα με το Διάγραμμα 4, τα ονομαστικά επιτόκια καταθέσεων στην Ελλάδα είναι στον ευρωπαϊκό μέσο.

Διάγραμμα 4:
Τα επιτόκια καταθέσεων στην Ελλάδα είναι στον ευρωπαϊκό μέσο
Μέσα σταθμικά επιτόκια καταθέσεων



Όμως, σε αντίθεση με τους δανειολήπτες, ο πληθωρισμός είναι αρνητικός για τους αποταμιευτές, καθώς μειώνει την πραγματική απόδοση των αποταμιεύσεών τους. Σε πραγματικούς όρους, η μέση απόδοση των καταθέσεων στις περισσότερες χώρες της Ευρωζώνης είναι αρνητική, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 5.

Διάγραμμα 5:
Χώρες με υψηλό πληθωρισμό έχουν χαμηλά πραγματικά επιτόκια καταθέσεων
Μέσο σταθμικό επιτόκιο καταθέσεων & πληθωρισμός



Η Ελλάδα ανήκει στις τρεις χώρες με τα χαμηλότερα πραγματικά επιτόκια καταθέσεων (Ελλάδα, Ισπανία, Λουξεμβούργο). Στο Διάγραμμα 5 φαίνεται ότι χώρες με υψηλό πληθωρισμό έχουν χαμηλά πραγματικά επιτόκια καταθέσεων. Το γεγονός ότι το πραγματικό επιτόκιο στην Ελλάδα

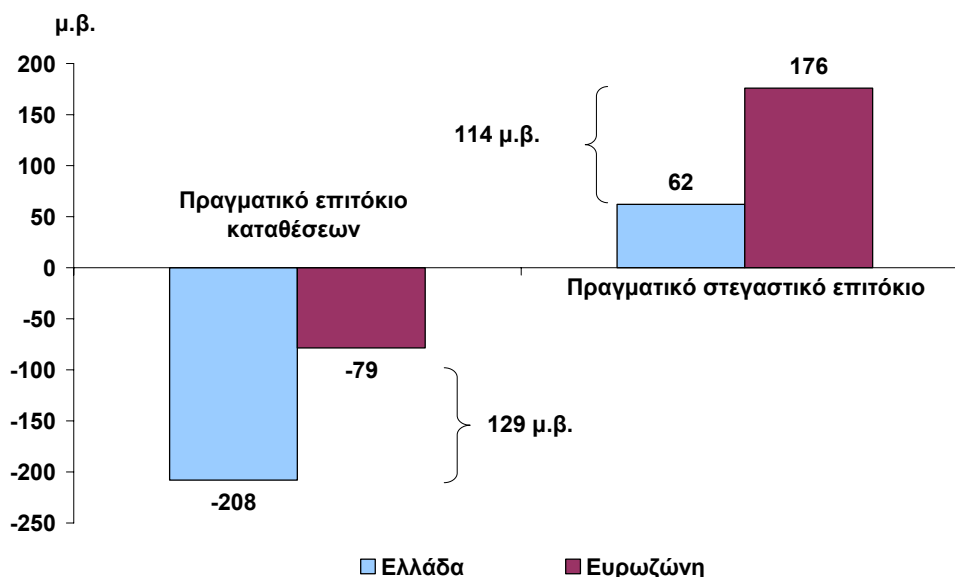
βρίσκεται πάνω στην ευθεία παλινδρόμησης, σημαίνει ότι τα πραγματικά επιτόκια καταθέσεων στην Ελλάδα είναι πλήρως συμβατά με το υψηλό επίπεδο πληθωρισμού στη χώρα μας. Αντίθετα, τα επιτόκια είναι χαμηλά σε σχέση με τον πληθωρισμό σε χώρες όπως η Ισπανία, η Ιταλία, η Πορτογαλία και η Φινλανδία.

7. Τα χαμηλότερα πραγματικά επιτόκια δανείων στην Ελλάδα χρηματοδοτούνται από τις τράπεζες με χαμηλότερα πραγματικά επιτόκια καταθέσεων

Η προηγούμενη ανάλυση δείχνει ότι ο ρόλος του πληθωρισμού είναι να αναδιανέμει πόρους από τους καταθέτες στους δανειολήπτες. Το φαινόμενο αυτό είναι ιδιαίτερα έντονο στην ελληνική αγορά καθώς ο πληθωρισμός στη χώρα μας είναι από τους υψηλότερους στην Ευρωζώνη. Αυτό όμως δεν σημαίνει απαραίτητα ότι οι τράπεζες κερδίζουν από τον πληθωρισμό εις βάρος του κοινού. Η απάντηση στο ερώτημα αυτό είναι ομολογουμένως πολύ δύσκολη καθώς προϋποθέτει την ακριβή μέτρηση του κόστους χρηματοδότησης των τραπεζών το οποίο διαφέρει τόσο μεταξύ των τραπεζών μιας χώρας όσο και μεταξύ των τραπεζικών συστημάτων διαφορετικών χωρών. Αναγνωρίζοντας τις δυσκολίες αυτές, η παρούσα μελέτη δεν αποσκοπεί στην ακριβή μέτρηση του κόστους χρηματοδότησης των τραπεζών στις χώρες της Ευρωζώνης. Παρόλα αυτά, το ερώτημα που μπορούμε να απαντήσουμε είναι ποιοι κερδίζουν και ποιοι χάνουν στην αγορά καταθέσεων και στεγαστικών δανείων. Για τον σκοπό αυτό είναι χρήσιμο να συγκρίνουμε το πραγματικό επιτόκιο καταθέσεων και στεγαστικών δανείων στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη.

Στο Διάγραμμα 6 φαίνεται ότι οι τράπεζες χρηματοδοτούν τα χαμηλότερα πραγματικά επιτόκια στεγαστικών δανείων με χαμηλότερα πραγματικά επιτόκια καταθέσεων.

Διάγραμμα 6:
Τα χαμηλότερα πραγματικά επιτόκια δανείων στην Ελλάδα χρηματοδοτούνται με χαμηλότερα πραγματικά επιτόκια καταθέσεων



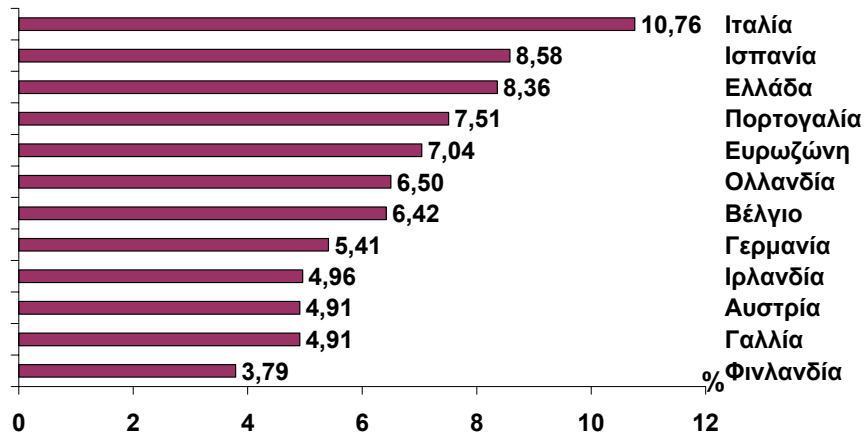
Σε σχέση με τις ευρωπαϊκές τράπεζες, οι ελληνικές τράπεζες πληρώνουν 129 μονάδες βάσης (1,29%) χαμηλότερο πραγματικό επιτόκιο στους καταθέτες και εισπράττουν 114 μονάδες βάσης (1,14%) χαμηλότερο πραγματικό επιτόκιο από τους δανειολήπτες στην στεγαστική πίστη. Όσον αφορά τη στεγαστική πίστη, οι τράπεζες λειτουργούν προς όφελος των δανειοληπτών.

8. Επιτόκια Καταναλωτικής Πίστης

Τα επιτόκια καταναλωτικής πίστης στην Ελλάδα για δάνεια με διάρκεια έως 1 έτος είναι 1,32% υψηλότερα από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης (Διάγραμμα 7). Στην Ιταλία και την Ισπανία οι τράπεζες χρεώνουν έως και 2,4% υψηλότερα καταναλωτικά επιτόκια από ότι στην Ελλάδα. Τα επιτόκια αυτά αναφέρονται σε νέα καταναλωτικά δάνεια και όχι σε προσωπικά δάνεια, δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών και υπεραναλήψεις από τρεχούμενους λογαριασμούς.

Διάγραμμα 7:
Τα επιτόκια καταναλωτικής πίστης ...

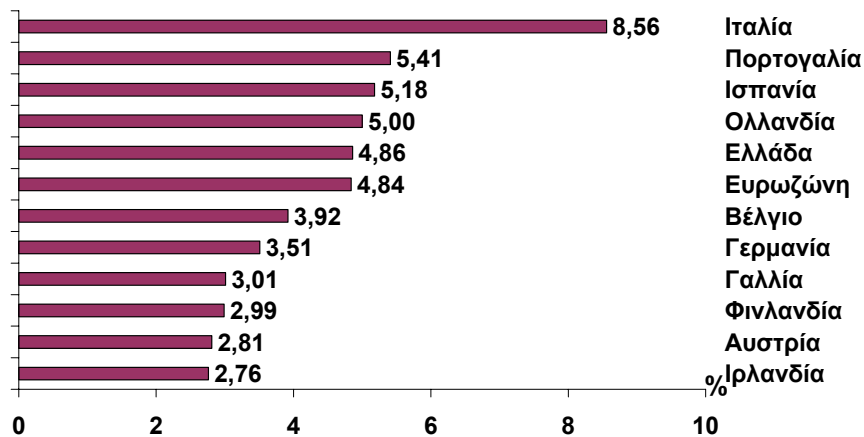
Επιτόκια καταναλωτικών δανείων με διάρκεια έως 1 έτος



Διάγραμμα 8:

... είναι πολύ κοντά στα μέσα ευρωπαϊκά αν προσαρμοσθούν με τον πληθωρισμό

Πραγματικά επιτόκια καταναλωτικών δανείων με διάρκεια έως 1 έτος

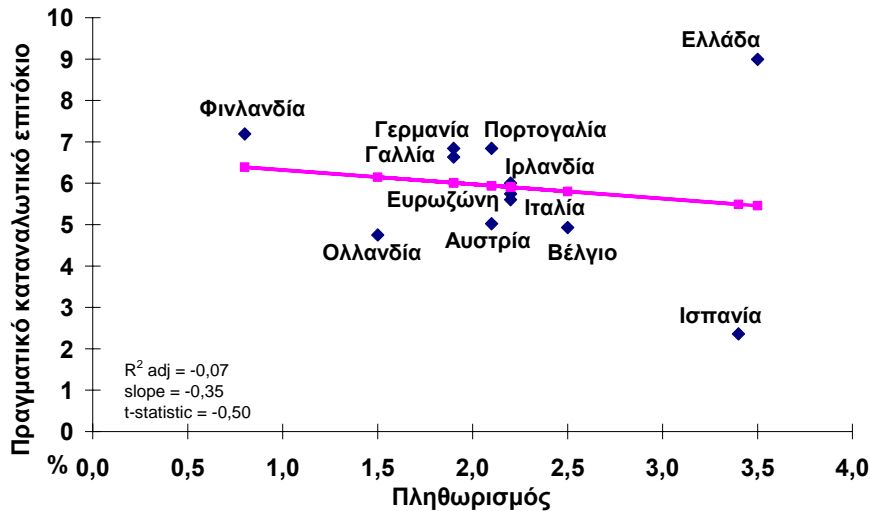


Τα επιτόκια καταναλωτικής πίστης είναι πολύ κοντά στα μέσα ευρωπαϊκά αν προσαρμοσθούν με τον πληθωρισμό (Διάγραμμα 8). Σε πραγματικούς όρους ο έλληνας καταναλωτής δεν επιβαρύνεται περισσότερο από τον μέσο ευρωπαϊό καταναλωτή. Η πραγματική επιβάρυνση του καταναλωτή είναι σημαντικά υψηλότερη σε μια σειρά ευρωπαϊκών χωρών όπως η Ιταλία, Πορτογαλία, Ισπανία και Ολλανδία.

Όμως, τα πραγματικά επιτόκια για πιστωτικές κάρτες, υπεραναλήψεις και ανοικτά δάνεια είναι σημαντικά υψηλότερα στην Ελλάδα (Διάγραμμα 9). Πρέπει να σημειωθεί, ωστόσο, ότι τα επιτόκια

αυτά αφορούν υπόλοιπα υφιστάμενων δανείων και, ως αποτέλεσμα, είναι υψηλότερα από τα αντίστοιχα επιτόκια για νέα δάνεια.

Διάγραμμα 9:
Όμως, τα πραγματικά επιτόκια για πιστωτικές κάρτες, υπεραναλήψεις και ανοικτά δάνεια είναι σημαντικά υψηλότερα στην Ελλάδα



Η υψηλή επιβάρυνση των καταναλωτών στις πιστωτικές κάρτες, υπεραναλήψεις και ανοικτά δάνεια δεν εξηγείται από τον πληθωρισμό αλλά πιθανόν από άλλους παράγοντες, όπως το υψηλό ποσοστό προβληματικών δανείων (καθυστερήσεις) και το υψηλό κόστος διαχείρισης δανείων καθώς το μέσο μέγεθος των δανείων είναι μικρότερο στην Ελλάδα σε σύγκριση με την Ευρωζώνη.

9. Επιτόκια Δανείων προς Μη Χρηματοπιστωτικές Επιχειρήσεις

Τα επιτόκια επιχειρηματικών δανείων στην Ελλάδα για δάνεια μικρότερα του 1 εκατ. ευρώ με διάρκεια έως 1 έτος είναι 1,25% υψηλότερα από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης (Διάγραμμα 10), ενώ τα επιτόκια για δάνεια μεγαλύτερα του 1 εκατ. ευρώ με αντίστοιχη διάρκεια είναι 0,57% υψηλότερα από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης (3,57% έναντι 2,90%).

Όμως, σε πραγματικούς όρους οι ελληνικές επιχειρήσεις δεν επιβαρύνονται περισσότερο από τη μέση ευρωπαϊκή επιχείρηση, καθώς τα πραγματικά επιτόκια για μικρά επιχειρηματικά δάνεια είναι χαμηλά. Η πραγματική επιβάρυνση των επιχειρήσεων είναι σημαντικά υψηλότερη στις περισσότερες χώρες της Ευρωζώνης (Διάγραμμα 11).

Τα πραγματικά επιτόκια για μεγάλα επιχειρηματικά δάνεια (άνω του 1 εκατ. ευρώ) είναι ακόμη χαμηλότερα (Διάγραμμα 12) με αποτέλεσμα, σε πραγματικούς όρους, η επιβάρυνση των ελληνικών επιχειρήσεων να είναι μηδενική. Οι συνθήκες στον τομέα επιχειρηματικής πίστης στην Ελλάδα είναι καλύτερες από κάθε άλλη χώρα της Ευρωζώνης με εξαίρεση την Ισπανία και το Λουξεμβούργο.

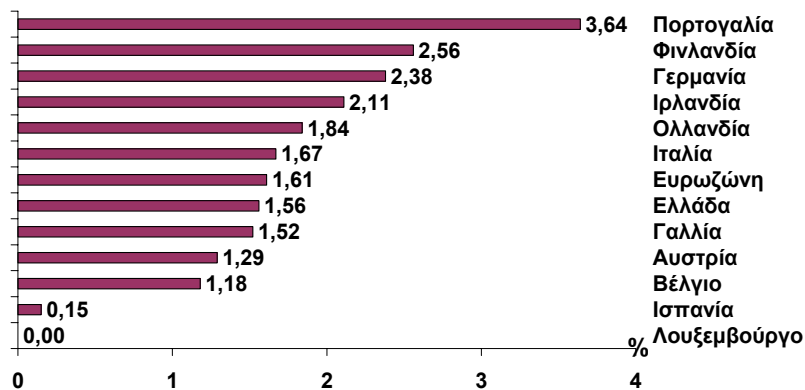
Στο σύνολο των χωρών της Ευρωζώνης, χώρες με υψηλό πληθωρισμό έχουν χαμηλά πραγματικά επιτόκια επιχειρηματικών δανείων (Διάγραμμα 13). Οι επιχειρήσεις στην Ελλάδα, την Ισπανία και το Λουξεμβούργο επιβαρύνονται με χαμηλότερα πραγματικά επιτόκια από τις επιχειρήσεις σε χώρες με χαμηλό πληθωρισμό. Αυτό ευνοεί ιδιαίτερα τις επιχειρήσεις με μη εξαγωγικό προσανατολισμό οι οποίες προσαρμόζουν τις τιμές των προϊόντων τους με τον εγχώριο πληθωρισμό ενώ η πραγματική τους επιβάρυνση από επιχειρηματικά δάνεια είναι μηδενική (Ελλάδα) ή και αρνητική (Ισπανία, Λουξεμβούργο).

Διάγραμμα 10:
Επιτόκια δανείων προς μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις έως
1 εκατ. ευρώ με διάρκεια έως 1 έτος



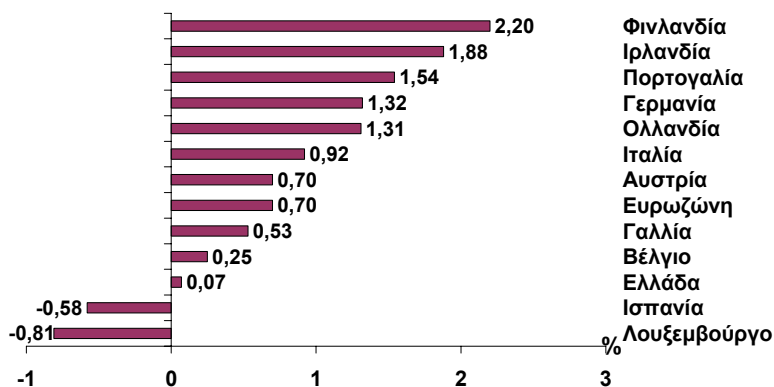
Διάγραμμα 11:
Τα πραγματικά επιτόκια μικρών επιχειρηματικών δανείων είναι χαμηλά,

Πραγματικά επιτόκια δανείων προς μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις
 έως 1 εκατ. ευρώ με διάρκεια έως 1 έτος

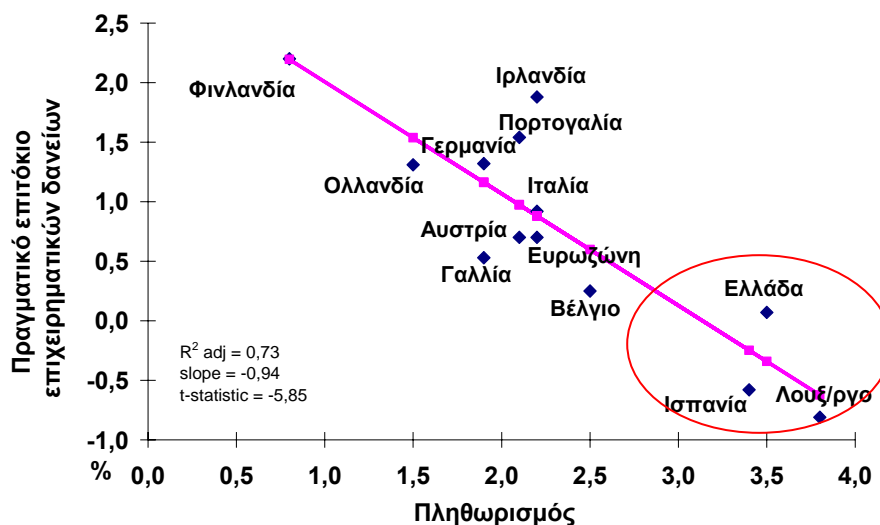


Διάγραμμα 12:
... ενώ για μεγάλα δάνεια, η Ελλάδα είναι ένας επιχειρηματικός παράδεισος

Πραγματικά επιτόκια δανείων προς μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις
 άνω του 1 εκατ. ευρώ με διάρκεια έως 1 έτος



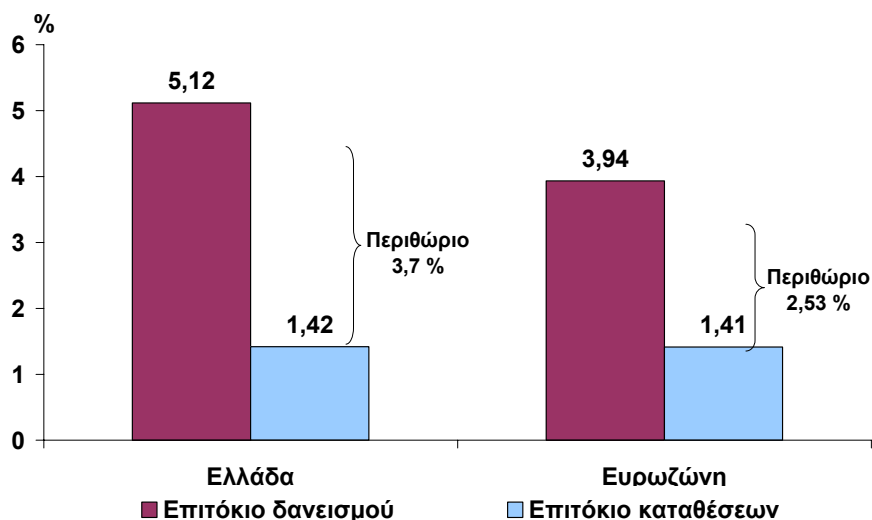
Διάγραμμα 13:
Χώρες με υψηλό πληθωρισμό έχουν χαμηλά πραγματικά επιτόκια επιχειρηματικών δανείων



10. Η συνολική Εικόνα: Τα Περιθώρια Κέρδους των Τραπεζών

Όπως αναφέραμε παραπάνω, η ακριβής μέτρηση των περιθωρίων κέρδους των τραπεζών στην τραπεζική λιανική είναι δύσκολη καθώς απαιτεί τη μέτρηση του πραγματικού κόστους χρηματοδότησης των τραπεζών καθώς και του λειτουργικού κόστους που αντιστοιχεί στις εργασίες της τραπεζικής λιανικής. Η έλλειψη συγκρίσιμων στοιχείων μεταξύ των τραπεζικών συστημάτων διαφορετικών χωρών δυσχεραίνει την ακριβή μέτρηση του περιθωρίου κέρδους. Για το σκοπό της μελέτης αυτής θα συγκρίνουμε το περιθώριο μεταξύ του μέσου επιτοκίου δανεισμού και του μέσου επιτοκίου καταθέσεων. Το περιθώριο αυτό είναι σε πρώτη προσέγγιση ένας αρκετά καλός δείκτης. Στη συνέχεια, θα εξετάσουμε αν η εξήγηση που δίνουμε στα περιθώρια κέρδους με βάση τον πληθωρισμό είναι συμβατή με μια εξήγηση που εστιάζει στο λειτουργικό κόστος των τραπεζών.

Διάγραμμα 14:
Τα περιθώρια κέρδους των τραπεζών είναι υψηλότερα στην Ελλάδα

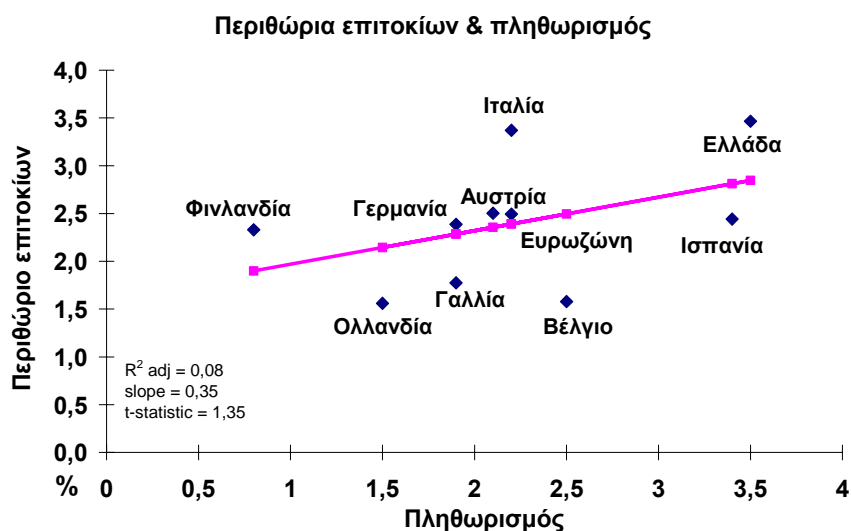


Το επιτόκιο δανεισμού είναι το μέσο σταθμικό επιτόκιο δανείων προς νοικοκυριά και επιχειρήσεις (καταναλωτική και στεγαστική πίστη, δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών και υπεραναλήψεων και δάνεια προς επιχειρήσεις). Το επιτόκιο καταθέσεων είναι το μέσο σταθμικό επιτόκιο καταθέσεων όψεως, ταμειυτηρίου και προθεσμίας με συμφωνημένη διάρκεια έως 2 χρόνια. Όλα τα επιτόκια είναι μέσα επιτόκια του Σεπτεμβρίου 2005. Οι σταθμίσεις είναι τα ποσοστά του κάθε τύπου δανείου (καταθέσεων) στο σύνολο των δανείων (καταθέσεων).

Η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων δανεισμού και των επιτοκίων καταθέσεων είναι μια προσεγγιστική μέτρηση του περιθωρίου κέρδους των τραπεζών. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 14, τα περιθώρια κέρδους των τραπεζών είναι υψηλότερα στην Ελλάδα καθώς τα επιτόκια δανεισμού στην Ελλάδα είναι υψηλότερα από τα αντίστοιχα επιτόκια στην Ευρωζώνη ενώ τα επιτόκια καταθέσεων είναι ίδια. Η διαφορά των περιθωρίων μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης υπερβαίνει την 1 ποσοστιαία μονάδα (1,17%).

Τα περιθώρια κέρδους των τραπεζών είναι συμβατά με τον υψηλότερο πληθωρισμό στην Ελλάδα. Σύμφωνα με το Διάγραμμα 15, τα περιθώρια κέρδους των ελληνικών τραπεζών είναι μόλις 63 μονάδες βάσης (0,63%) υψηλότερα από το επίπεδο που δικαιολογείται από τον υψηλότερο πληθωρισμό στην χώρα μας. Ο αυξημένος ανταγωνισμός στην τραπεζική λιανική θα οδηγήσει σε περαιτέρω μείωση των περιθωρίων στο εγγύς μέλλον. Κατά τους τελευταίους πέντε μήνες έχουν ήδη μειωθεί τα περιθώρια στην Ελλάδα κατά 20-30 μονάδες βάσης. Με σταθερό πληθωρισμό στο 3,5% ετησίως, εκτιμούμε ότι υπάρχει ακόμη περιθώριο περαιτέρω μείωσης κατά 30-40 μονάδες βάσης.

Διάγραμμα 15:
Τα περιθώρια κέρδους των τραπεζών είναι συμβατά με τον υψηλότερο πληθωρισμό στην Ελλάδα

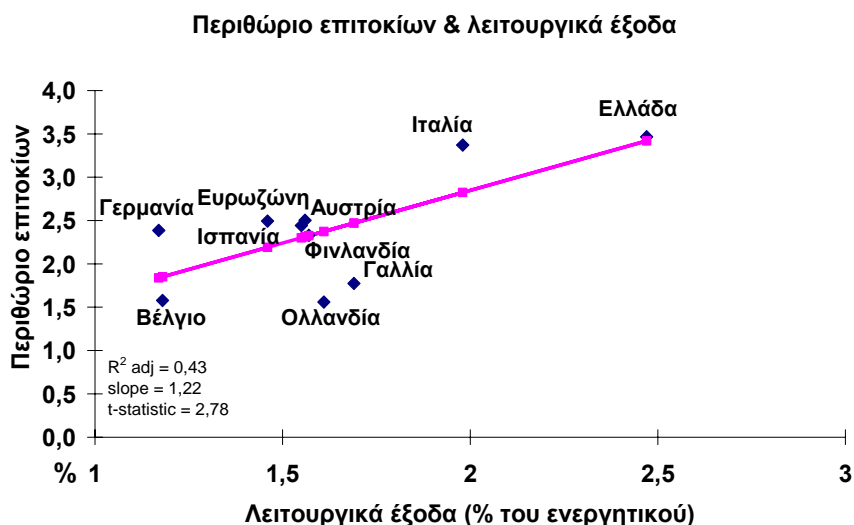


11. Περιθώρια επιτοκίων και λειτουργικό κόστος

Η εξήγηση που δώσαμε στα υψηλότερα περιθώρια επιτοκίων στην Ελλάδα με βάση τον πληθωρισμό δεν είναι ασύμβατη με μια εξήγηση που επικεντρώνεται στο λειτουργικό κόστος των τραπεζικών εργασιών. Όπως εξηγήσαμε παραπάνω, ο πληθωρισμός αυξάνει το λειτουργικό κόστος των τραπεζών καθώς τα έξοδα των τραπεζών όπως μισθοί, παροχές και κόστος διαχείρισης αλλά και φόροι στις τραπεζικές εργασίες αυξάνουν με τον ρυθμό του εγχώριου πληθωρισμού. Κατά συνέπεια, χώρες με υψηλό περιθώριο επιτοκίων έχουν και υψηλό λειτουργικό κόστος τραπεζικών εργασιών.

Διάγραμμα 16:

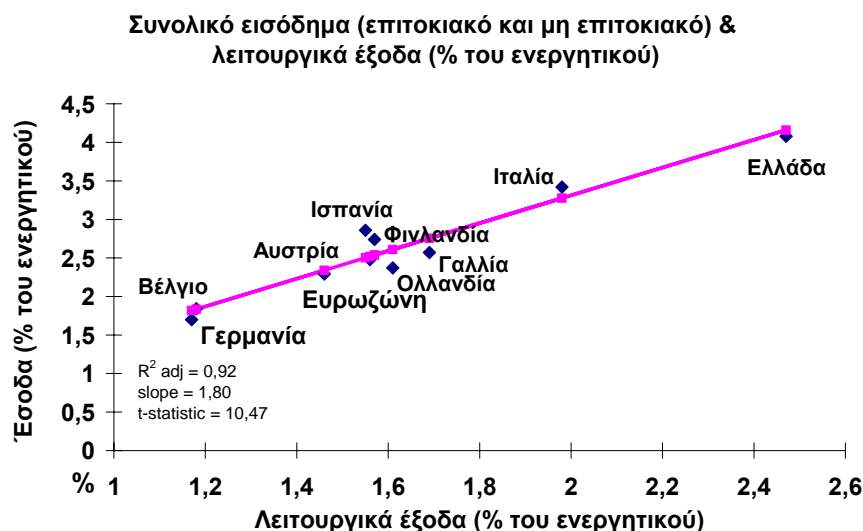
Χώρες με υψηλά περιθώρια επιτοκίων έχουν και υψηλό λειτουργικό κόστος τραπεζικών εργασιών



Στο Διάγραμμα 16 αποτυπώνεται η σχέση μεταξύ του περιθωρίου επιτοκίων και του λειτουργικού κόστους των τραπεζών (ως ποσοστό του ενεργητικού) στην Ευρωζώνη. Χώρες με υψηλά περιθώρια επιτοκίων όπως η Ελλάδα και η Ιταλία έχουν και υψηλό λειτουργικό κόστος τραπεζικών εργασιών. Αν προσαρμοσθεί το περιθώριο επιτοκίων με το λειτουργικό κόστος, τότε η Ελλάδα βρίσκεται πολύ κοντά στον μέσο της Ευρωζώνης.

Διάγραμμα 17:

Χώρες με τράπεζες που έχουν υψηλό συνολικό εισόδημα έχουν και υψηλό λειτουργικό κόστος τραπεζικών εργασιών



Το ίδιο συμπέρασμα βγαίνει και από την σύγκριση του συνολικού εισοδήματος των τραπεζών (επιτοκιακό και μη επιτοκιακό εισόδημα) ως ποσοστό του ενεργητικού και των συνολικών εξόδων ως ποσοστό του ενεργητικού (Βλ. Διάγραμμα 17). Το αποτέλεσμα αυτό σημαίνει ότι η ελληνική τραπεζική αγορά είναι αποτελεσματική καθώς ο δείκτης κόστος προς έσοδα (cost-to-income ratio) των ελληνικών τραπεζών είναι από τους χαμηλότερους στην Ευρωζώνη.

12. Συμπεράσματα

Το κεντρικό συμπέρασμα της μελέτης είναι ότι τα υψηλά περιθώρια των τραπεζικών επιτοκίων στη χώρα μας οφείλονται στον υψηλότερο πληθωρισμό σε σχέση με την Ευρωζώνη. Ο πληθωρισμός μειώνει την πραγματική αξία ενός δανείου και κατά συνέπεια την πραγματική απόδοση για τις τράπεζες. Επιπλέον, όμως, ο πληθωρισμός αυξάνει και το λειτουργικό κόστος των τραπεζικών εργασιών (μισθοί, ενοίκια, φόροι κλπ).

Παρότι τα επιτόκια δανεισμού στην Ελλάδα είναι υψηλότερα, τα πραγματικά (αποπληθωρισμένα) επιτόκια δανεισμού είναι χαμηλότερα από τα αντίστοιχα ευρωπαϊκά. Ο πληθωρισμός ωφελεί τους δανειολήπτες (νοικοκυριά, επιχειρήσεις και Δημόσιο) καθώς μειώνει την αξία του χρέους τους. Μόνη εξαίρεση αποτελούν τα επιτόκια δανείων μέσω πιστωτικών καρτών και υπεραναλήψεων, τα οποία είναι υψηλότερα λόγω μεγαλύτερων καθυστερήσεων και αυξημένου πιστοληπτικού κινδύνου των νοικοκυριών στη χώρα μας.

Τα ονομαστικά επιτόκια καταθέσεων δεν διαφέρουν από τα αντίστοιχα επιτόκια στην Ευρωζώνη. Όμως, σε πραγματικούς όρους τα επιτόκια καταθέσεων είναι χαμηλότερα στην Ελλάδα. Ο πληθωρισμός έχει ως συνέπεια την αναδιανομή πόρων από τους καταθέτες στους δανειολήπτες. Το φαινόμενο αυτό χαρακτηρίζει όλες τις ευρωπαϊκές (και όχι μόνον) αγορές και δεν είναι ελληνική πρωτοτυπία, παρά το γεγονός ότι είναι εντονότερο στη χώρα μας λόγω του υψηλού πληθωρισμού.

Η ανάλυση των στατιστικών δεδομένων για τις χώρες της Ευρωζώνης δείχνει ότι οι τράπεζες σε χώρες με υψηλό πληθωρισμό χρηματοδοτούν τα χαμηλότερα πραγματικά επιτόκια δανείων με χαμηλότερα πραγματικά επιτόκια καταθέσεων. Οι ελληνικές τράπεζες δεν αποτελούν εξαίρεση σ' αυτόν τον κανόνα. Ο ρόλος των τραπεζών έγκειται στη διαμεσολάβηση μεταξύ αποταμιευτών και δανειοληπτών. Αναγκαστικά λοιπόν συμμετέχουν στη διαδικασία αναδιανομής πόρων από τους καταθέτες στους δανειολήπτες η οποία οφείλεται στον πληθωρισμό. Οι τράπεζες δεν ευθύνονται οι ίδιες για τον πληθωρισμό.

Τα περιθώρια κέρδους των τραπεζών είναι συμβατά με τον υψηλότερο πληθωρισμό στη χώρα μας. Παρότι τα ονομαστικά περιθώρια κέρδους στο σύνολο των δανείων είναι κατά μέσο όρο 1,2 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερα από τα αντίστοιχα ευρωπαϊκά, ο υψηλότερος πληθωρισμός στη χώρα μας σε συνδυασμό με το υψηλό λειτουργικό κόστος των τραπεζών μειώνει την πραγματική απόδοση των τραπεζικών εργασιών. Αν προσαρμοσθούν με τον υψηλότερο πληθωρισμό σε σχέση με την Ευρωζώνη, τότε η απόκλιση των περιθωρίων κέρδους από το μέσο της Ευρωζώνης μειώνεται κατά το ήμισυ, στις 60 μονάδες βάσης, ενώ αν προσαρμοσθούν εναλλακτικά με το υψηλότερο λειτουργικό κόστος των ελληνικών τραπεζών, τότε η Ελλάδα βρίσκεται πολύ κοντά στο μέσο της Ευρωζώνης. Κατά συνέπεια, το περιθώριο επιτοκίων των ελληνικών τραπεζών εκτιμάται ότι είναι από 0 έως 60 μονάδες βάσης υψηλότερο από ένα επίπεδο το οποίο μπορεί να δικαιολογηθεί από τον υψηλότερο πληθωρισμό και το υψηλότερο λειτουργικό κόστος. Το περιθώριο που απομένει θα μπορούσε να εξηγηθεί από τον υψηλότερο πιστωτικό κίνδυνο στη χώρα μας, ιδιαίτερα στον κλάδο της καταναλωτικής πίστης.

Παράρτημα 1: ΒΑΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

✦ Τα στατιστικά δεδομένα είναι εναρμονισμένα μέσα επιτόκια του Σεπτεμβρίου 2005 για δάνεια και καταθέσεις στις χώρες της Ευρωζώνης από τη βάση δεδομένων της Eurostat (www.europa.eu.int/comm/eurostat/, Economy and Finance, Data, Exchange rates and interest rates, Interest rates, Retail bank interest rates, Harmonized MFI interest rates). Συγκεκριμένα:

- Το **επιτόκιο καταθέσεων** των νοικοκυριών (deposit rate) είναι το μέσο σταθμικό επιτόκιο των καταθέσεων όψεως και ταμειυτηρίου και των υφιστάμενων υπολοίπων των καταθέσεων προθεσμίας (outstanding amount) με συμφωνημένη διάρκεια έως 2 χρόνια. Τα σταθμά είναι τα ποσοστά του κάθε τύπου καταθέσεων στο σύνολο των καταθέσεων και είναι διαθέσιμα στη βάση δεδομένων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ECB) (www.ecb.int, Statistics, Money, banking and financial markets, MFI balance sheets, aggregated balance sheet of euro area monetary financial institutions, excluding the Eurosystem: 2005-12).
- Τα **στεγαστικά επιτόκια** αναφέρονται σε νέα στεγαστικά δάνεια (new business) με αρχική διάρκεια έως 1 έτος (κυμαινόμενο ή σταθερό επιτόκιο), άνω του ενός και έως 5 έτη (σταθερό επιτόκιο), άνω των 5 ετών και έως 10 έτη (σταθερό επιτόκιο) και άνω των 10 ετών (σταθερό επιτόκιο) αντίστοιχα.
- Τα **επιτόκια καταναλωτικής πίστης** αναφέρονται σε νέα καταναλωτικά δάνεια (new business) με αρχική διάρκεια έως 1 έτος. Τα επιτόκια αφορούν το σύνολο των δανείων σταθερού και κυμαινόμενου επιτοκίου.
- Τα **επιτόκια των προσωπικών δανείων μέσω πιστωτικών καρτών, ανοικτών δανείων και υπεραναλήψεων** από τρεχούμενους λογαριασμούς αναφέρονται σε υφιστάμενα υπόλοιπα δανείων (outstanding amount) με αρχική διάρκεια έως 1 έτος.
- Τα επιτόκια των δανείων προς **μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις** αναφέρονται σε νέα δάνεια (new business) έως 1 έτος μέχρι 1 εκατ. ευρώ και άνω του 1 εκατ. ευρώ. Τα επιτόκια αφορούν το σύνολο των δανείων σταθερού και κυμαινόμενου επιτοκίου.
- Το **επιτόκιο δανεισμού** (lending rate) είναι το μέσο σταθμικό επιτόκιο δανείων προς νοικοκυριά και επιχειρήσεις (καταναλωτική και στεγαστική πίστη, δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών, ανοικτών δανείων και υπεραναλήψεων και δάνεια προς επιχειρήσεις). Τα σταθμά είναι τα ποσοστά του κάθε τύπου δανείου στο σύνολο των δανείων και είναι διαθέσιμα στη βάση δεδομένων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ECB).
- Ο **πληθωρισμός** είναι η μέση ετήσια μεταβολή των εναρμονισμένων δεικτών τιμών καταναλωτή (Harmonized Indices of Consumer Prices) για το 2005.
- Το **λειτουργικό κόστος** των τραπεζικών εργασιών καθώς και το **συνολικό εισόδημα** των εγχώριων τραπεζών της κάθε χώρας παρατίθενται στο "EU banking sector stability", October 2005 της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ECB).