

## Ιδιωτικοποιήσεις και η επίδρασή τους στις τράπεζες

Έλενα Σιμιντζή

- Οι ιδιωτικοποιήσεις ως πηγή εσόδων του προϋπολογισμού έχουν διπλάσιο ειδικό βάρος στην Ελλάδα σε σχέση με την Ευρωζώνη.
- Στην Ελλάδα τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις τραπεζών κατέχουν σημαντικό μερίδιο στα συνολικά έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις. Είναι τα υψηλότερα στην Ευρωζώνη ως ποσοστό του ΑΕΠ, παρά το μικρό συγκριτικά μέγεθος του ελληνικού τραπεζικού κλάδου.
- Θετική είναι η εμπειρία των τραπεζικών ιδιωτικοποιήσεων, καθώς βελτιώνουν τους οικονομικούς δείκτες.
- Η βελτίωση των οικονομικών δεικτών των ιδιωτικών τραπεζών στην Ελλάδα είναι μεγαλύτερη από αυτή των τραπεζών των υπόλοιπων ευρωπαϊκών χωρών.
- Οι προς ιδιωτικοποίηση τράπεζες πωλήθηκαν σε υψηλή τιμή σε σχέση με τη λογιστική τους αξία, 2,2 φορές, γεγονός που αντανακλά σε μεγάλο βαθμό τις καλύτερες προοπτικές ανάπτυξης σε σχέση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες.

# Ιδιωτικοποιήσεις και η επίδρασή τους στις τράπεζες

Έλενα Σιμιντζή

## 1. Εισαγωγή

Η τρέχουσα συγκυρία στην Ελλάδα έχει επαναφέρει στο προσκήνιο το ζήτημα των ιδιωτικοποιήσεων. Οι ιδιωτικοποιήσεις είναι ένας από τους πλέον αποτελεσματικούς τρόπους μείωσης του βάρους του Δημοσίου στην οικονομία και έχει απασχολήσει τις ευρωπαϊκές κυβερνήσεις ήδη από τη δεκαετία του '70. Στην Ελλάδα, οι πρώτες ιδιωτικοποιήσεις έκαναν την εμφάνισή τους αργότερα, μόλις στις αρχές της δεκαετίας του '90, για να συνεχιστούν συστηματικά μετά το δεύτερο ήμισυ της ίδιας δεκαετίας.

Οι ιδιωτικοποιήσεις είναι σημαντικές για τα ευρωπαϊκά κράτη αφού αποτελούν σημαντική πηγή εσόδων του κρατικού προϋπολογισμού. Όμως είναι σημαντικές και για την οικονομία μέσω της επίδρασής τους σε σημαντικούς οικονομικούς κλάδους. Ο τραπεζικός κλάδος είναι ένας από τους καίριους και περισσότερο ανταγωνιστικούς κλάδους των οικονομιών των χωρών της Ευρωζώνης, που έχει επηρεαστεί σημαντικά από τις ιδιωτικοποιήσεις. Ιδιαίτερα στην Ελλάδα, η επίδραση των ιδιωτικοποιήσεων στις τράπεζες επανήλθε πρόσφατα στο προσκήνιο προκαλώντας σημαντικές ανακατατάξεις στον τραπεζικό κλάδο. Είναι σημαντικό λοιπόν να εξετάσουμε τη σημασία των ιδιωτικοποιήσεων για τις τράπεζες και να τη μετρήσουμε σε όρους φερεγγυότητας, ποιότητας δανειακού χαρτοφυλακίου, κερδοφορίας, ρευστότητας και αποτελεσματικότητας, οι οποίες είναι παράμετροι που καθορίζουν την υγιή λειτουργία των τραπεζών.

Η μελέτη δείγματος ελληνικών και ευρωπαϊκών τραπεζών μας στέλνει αισιόδοξα μηνύματα. Η εικόνα των τραπεζικών ιδρυμάτων μετά την ιδιωτικοποίηση βελτιώνεται. Μάλιστα οι ελληνικές τράπεζες φαίνεται να ευνοούνται από τις ιδιωτικοποιήσεις περισσότερο σε σχέση με τις τράπεζες των υπόλοιπων ευρωπαϊκών χωρών.

## 2. Οι ιδιωτικοποιήσεις της τελευταίας δεκαετίας στην ΕΕ-12 και την Ελλάδα

Η αξία των ιδιωτικοποιήσεων και ο αριθμός των συναλλαγών ακολουθούν την ίδια δυναμική σε Ελλάδα και ΕΕ-12, με τη μεγαλύτερη άνθιση να συμπίπτει με τη χρηματιστηριακή έκρηξη του 1999. Το 2005 αποτέλεσε έτος-σταθμό για τις ιδιωτικοποιήσεις. Σε παγκόσμιο επίπεδο, τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις ξεπέρασαν τα € 80,4 δις, ενώ στην ΕΕ-12 τα έσοδα έφθασαν το μεγαλύτερο ποσό στην ιστορία τους (€ 56 δις). Η τάση αυτή έγινε αισθητή και στη χώρα μας με αποτέλεσμα η Ελλάδα να συγκεντρώνει το 3,6% των συνολικών εσόδων από ιδιωτικοποιήσεις στην ΕΕ-12 για το 2005, ακολουθώντας τη Γαλλία (53,5%), την Ιταλία (26,4%), την Ολλανδία (5,9%) και τη Γερμανία (5,1%). Μάλιστα οι ιδιωτικοποιήσεις που πραγματοποιήθηκαν το 2005 και το 2006<sup>1</sup> στην Ελλάδα, απέφεραν έσοδα ίσα με το 17,6% των συνολικών εσόδων που έχουν εισπραχθεί από ιδιωτικοποιήσεις στη χώρα μας. Αξίζει να αναφερθεί ότι οι ιδιωτικοποιήσεις για το 2006 προέρχονται όλες από τον τραπεζικό κλάδο.

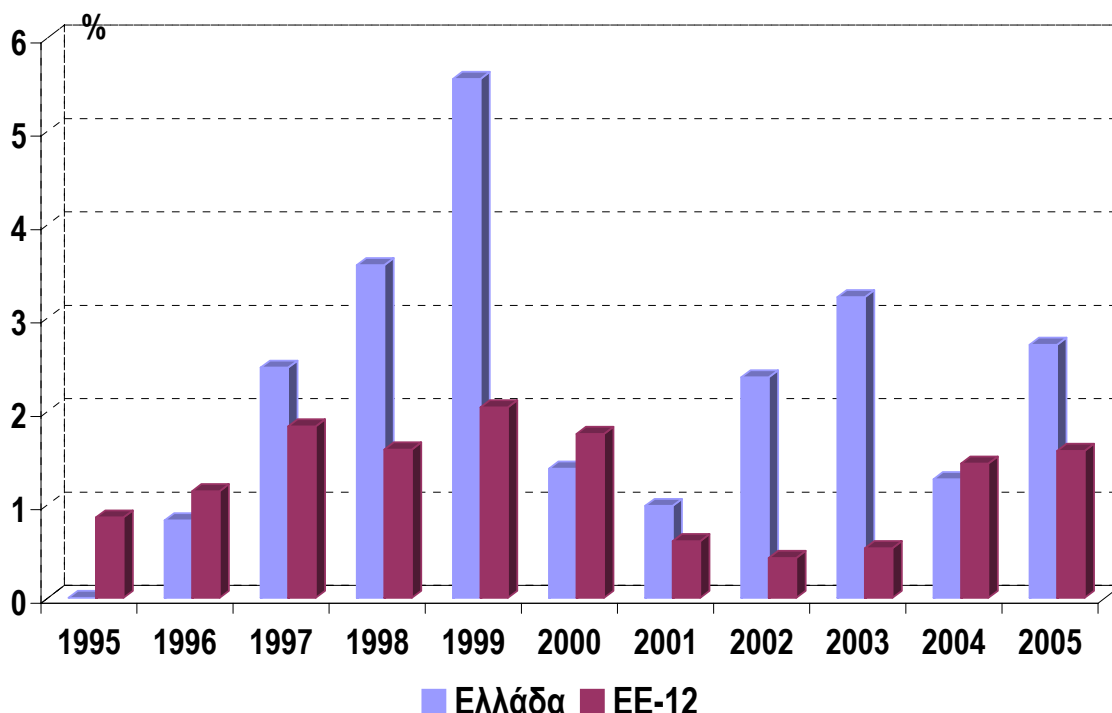
Στο Διάγραμμα 1 απεικονίζονται τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις ως ποσοστό των συνολικών εσόδων του προϋπολογισμού από τις αρχές της δεκαετίας του '90 για την Ελλάδα και την ΕΕ-12. Από το 1997, και με μόνη εξαίρεση τα έτη 2000 και 2004, τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις ως ποσοστό των εσόδων του προϋπολογισμού είναι κατά πολύ υψηλότερα για την Ελλάδα απ' ό,τι για την ΕΕ-12. Συνολικά, οι ιδιωτικοποιήσεις αποτελούν σημαντικότερη πηγή εσόδων για τον προϋπολογισμό της ελληνικής κυβέρνησης σε σχέση με την ΕΕ-12.

Η καλή εικόνα που παρουσιάζουν τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις στην Ελλάδα οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στο γεγονός ότι το μεγαλύτερο μέρος των ιδιωτικοποιήσεων πραγματοποιήθηκε στη χώρα μας μέσω του χρηματιστηρίου.

<sup>1</sup> Υποθέτουμε ότι το πρόγραμμα των ιδιωτικοποιήσεων της ελληνικής κυβέρνησης ολοκληρώθηκε για το 2006.

## Διάγραμμα 1

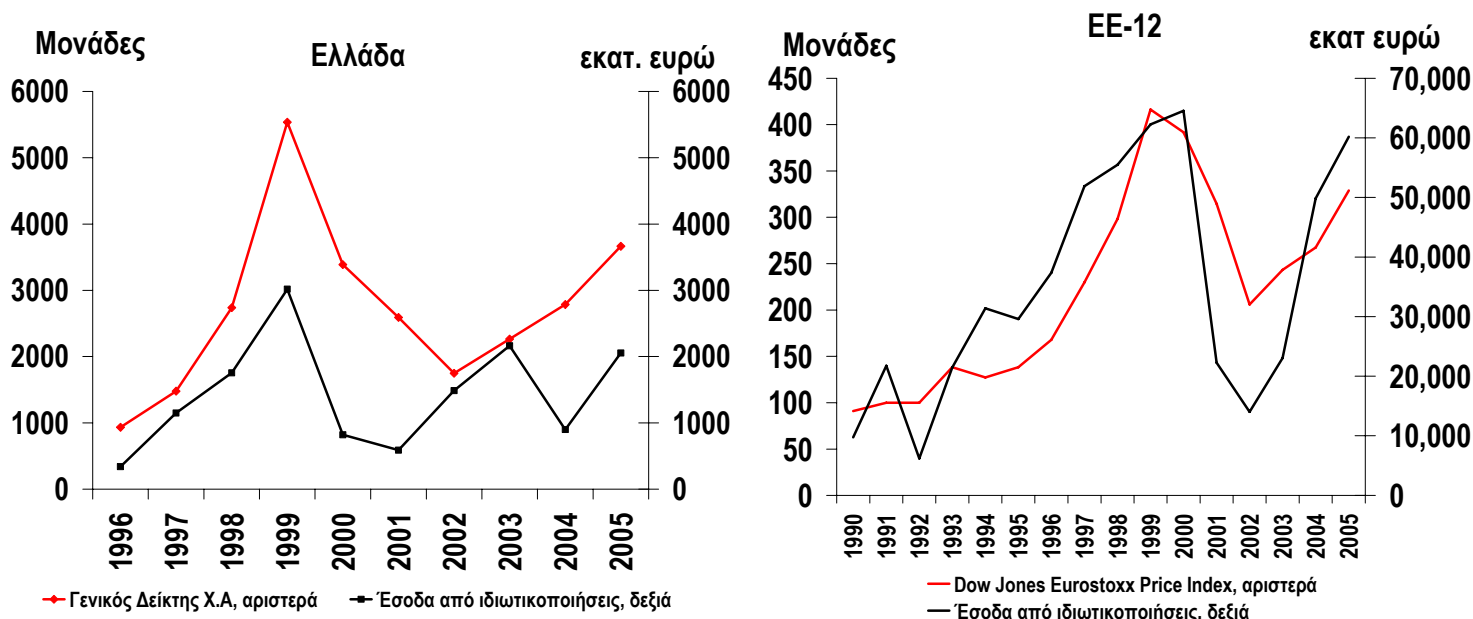
Έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις ως % των συνολικών εσόδων του προϋπολογισμού



Έτσι, το 57% των συναλλαγών πραγματοποιήθηκε στην Ελλάδα με δημόσια προσφορά στο χρηματιστήριο έναντι 37% για την ΕΕ-12. Στο διάστημα κατά το οποίο η χρηματιστηριακή συγκυρία ήταν ευνοϊκή, τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις ευνοήθηκαν.

Ακόμα όμως και στις περιπτώσεις όπου οι συνθήκες ήταν κακές, όπως για παράδειγμα το διάστημα 2000-2003, οι δημόσιες εγγραφές δημοσίων επιχειρήσεων δεν ακολούθησαν την πτωτική αγορά<sup>2</sup>. Η ισχυρή αυτή θετική συσχέτιση ανάμεσα στα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις και στη χρηματιστηριακή συγκυρία απεικονίζεται στο Διάγραμμα 2,

## Διάγραμμα 2



<sup>2</sup> Σιμντζή Έλενα, Νέες Εισαγωγές στο Χρηματιστήριο Αθηνών, Οικονομία & Αγορές, Μάρτιος 2006.

υποδεικνύοντας ότι σημαντικός παράγοντας για την απόφαση, υλοποίηση αλλά και επιτυχημένη έκβαση των ιδιωτικοποιήσεων είναι η πορεία που ακολουθούν οι αγορές.

Αξίζει να σημειωθεί επίσης ότι οι ιδιωτικοποιήσεις δεν είναι μια πρακτική που ανήκει στο παρελθόν για τα ευρωπαϊκά κράτη. Αντίθετα, σύμφωνα με τους Farinola και Megginson<sup>3</sup> οι ιδιωτικοποιήσεις έχουν ακόμα πολλά να προσφέρουν στα έσοδα του Δημοσίου. Σύμφωνα με τη μελέτη αυτή, η αξία του χαρτοφυλακίου συμμετοχών των κυβερνήσεων των κρατών της Ευρωζώνης, όπως αποτιμήθηκε στις 31/12/2005, φτάνει στα € 188,3 δις αν υπολογιστεί μόνο η απευθείας συμμετοχή του κράτους σε εισηγμένες – μερικώς ιδιωτικοποιημένες- επιχειρήσεις. Το ίδιο ποσό ανέρχεται στα € 251,1 δις, αν συνυπολογιστεί και η έμμεση συμμετοχή του δημοσίου σε ορισμένες επιχειρήσεις. Η Ελλάδα σύμφωνα με την αποτίμηση της 31/12/2005, κατείχε το σημαντικότερο σε αξία χαρτοφυλάκιο ύψους € 17,6 δις, το πέμπτο υψηλότερο στην Ευρωζώνη μετά τη Γαλλία, Ιταλία, Γερμανία και Φινλανδία (Διάγραμμα 3).

Εκτός βέβαια από τις εισηγμένες επιχειρήσεις, το Δημόσιο είναι μέτοχος και πολλών μη εισηγμένων επιχειρήσεων. Για την Ελλάδα η αξία του μετοχικού κεφαλαίου κυριότητας του ελληνικού δημοσίου ανέρχεται το 2005 σε € 11 δις<sup>4</sup>. Έτσι τα οφέλη και τα μεγέθη σε αξία είναι πολλαπλάσια. Συνεπώς, όλα σχεδόν τα κράτη-μέλη της ΕΕ-12, και ιδιαίτερα η Ελλάδα, αποδεικνύεται ότι μπορούν να αποκομίσουν πολλά οφέλη ακόμα από τη διαδικασία των ιδιωτικοποιήσεων.

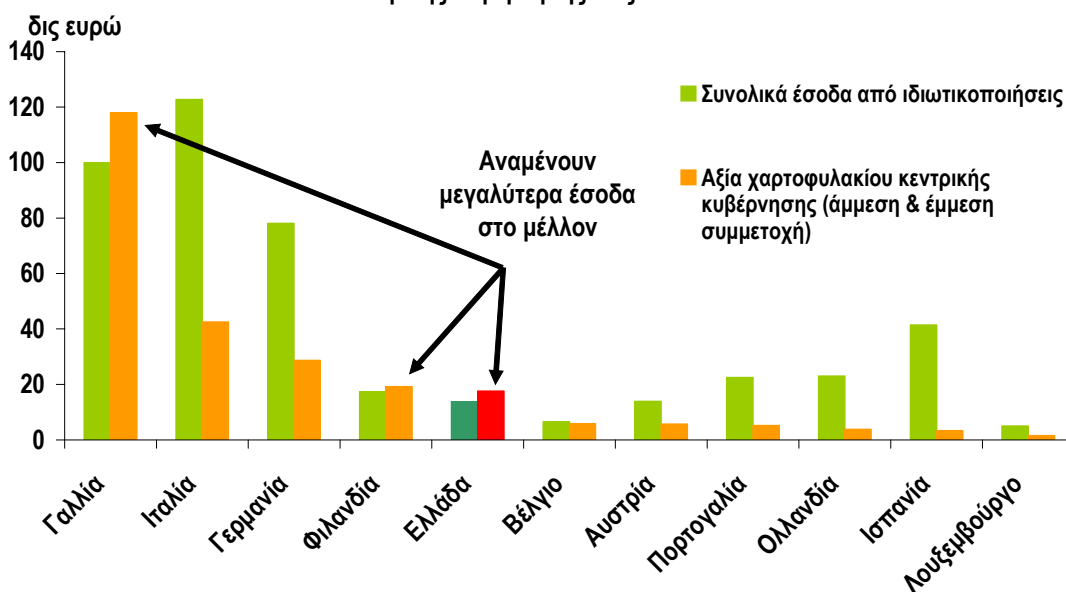
### 3. Τραπεζικός κλάδος και ιδιωτικοποιήσεις στην Ελλάδα και την ΕΕ-12

Όλοι ανεξαιρέτως οι κλάδοι έχουν εμπλακεί στη διαδικασία των ιδιωτικοποιήσεων, όχι βέβαια στον ίδιο χρόνο και ούτε με την ίδια ένταση. Παραδοσιακά πρώτοι ιδιωτικοποιούνται οι περισσότερο ανταγωνιστικοί κλάδοι, και αργότερα κλάδοι που απαιτούν αναδιάρθρωση, όπως οι τηλεπικοινωνίες, τα μονοπώλια παροχής υπηρεσιών, οι μεταφορές.

Παρακάτω παρουσιάζεται ένα συγκριτικό διάγραμμα του μεριδίου ανά κλάδο των εσόδων από ιδιωτικοποιήσεις, που έχουν πραγματοποιηθεί ιστορικά στην ΕΕ-12 και στην Ελλάδα (Διάγραμμα 4). Οι τηλεπικοινωνίες, δηλαδή η ιδιωτικοποίηση του ΟΤΕ, που εισήχθη για πρώτη φορά στο Χ.Α στις 19/04/1996, αποτελούν τον πιο προσοδοφόρο

#### Διάγραμμα 3

Έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις και αποτίμηση χαρτοφυλακίου Κεντρικής Κυβέρνησης στις 31/12/2005

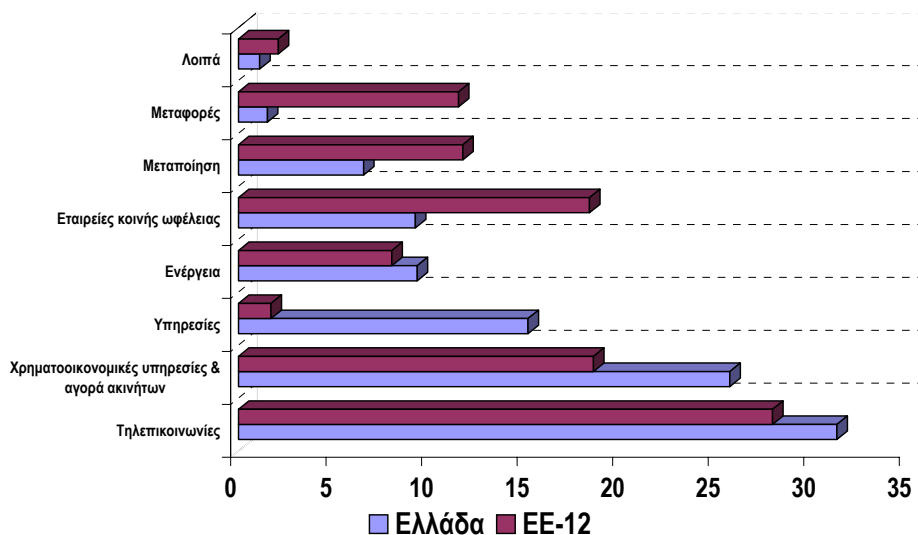


<sup>3</sup> Farinola, Luca, and William L. Megginson, January 2006, Leviathan as Shareholder: the Value of Governments' Stakes, Working Paper, FEEM University of Oklahoma.

<sup>4</sup> Εισηγητική Έκθεση Προϋπολογισμού, Νοέμβριος 2005.

## Διάγραμμα 4

Μερίδιο συνολικών εσόδων από ιδιωτικοποιήσεις ανά κλάδο  
(1985 - 2006, 2ο τρίμηνο)



κλάδο, αφού σ' αυτόν αντιστοιχεί το 31,32% των συνολικών εσόδων από ιδιωτικοποιήσεις μέχρι το 2<sup>ο</sup> τρίμηνο 2006<sup>5</sup>. Μάλιστα το μερίδιο αυτό είναι μεγαλύτερο αυτού που αντιστοιχεί στην ΕΕ-12, αφού ο ΟΤΕ αποτελεί μια από τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις που ιδιωτικοποιήθηκαν στη χώρα μας. Σήμερα το Ελληνικό Δημόσιο εξακολουθεί να κατέχει το 38,7% της επιχείρησης (άμεση και έμμεση συμμετοχή), ενώ συζητούνται σενάρια για πώληση επιπλέον ποσοστού που κατέχει το Δημόσιο, που σημαίνει ότι ο κλάδος έχει ακόμα πολλά να προσφέρει στα κρατικά ταμεία.

Αλλά επίσης να σημειωθεί ότι στην Ελλάδα ένα σημαντικό ποσοστό εσόδων από ιδιωτικοποιήσεις -το δεύτερο μεγαλύτερο- προήλθε από τους τομείς των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Μάλιστα το μερίδιο των εσόδων από χρηματοοικονομικές υπηρεσίες για την Ελλάδα είναι κατά επτά ποσοστιαίες μονάδες μεγαλύτερο απ' ότι στην Ευρωζώνη.

Οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και ιδιαίτερα οι τράπεζες αποτελούν έναν από τους πιο δυναμικούς κλάδους της οικονομίας των ευρωπαϊκών κρατών, ο οποίος από πολύ νωρίς άρχισε να ξεφεύγει από τον κρατικό έλεγχο. Οι ιδιωτικοποιήσεις τραπεζών ξεκίνησαν στις χώρες-μέλη της

Ευρωπαϊκής Ένωσης ήδη από τη δεκαετία του '80, ενώ συνεχίζονται με μεγαλύτερη ένταση τη δεκαετία του '90. Μετά το 2000, οι ιδιωτικοποιήσεις που πραγματοποιήθηκαν στις χώρες της ΕΕ-12 ήταν πολύ λιγότερες, εξ αιτίας της ολοκλήρωσης σε μεγάλο βαθμό της ιδιωτικοποίησης του τραπεζικού τομέα από πολύ νωρίς.

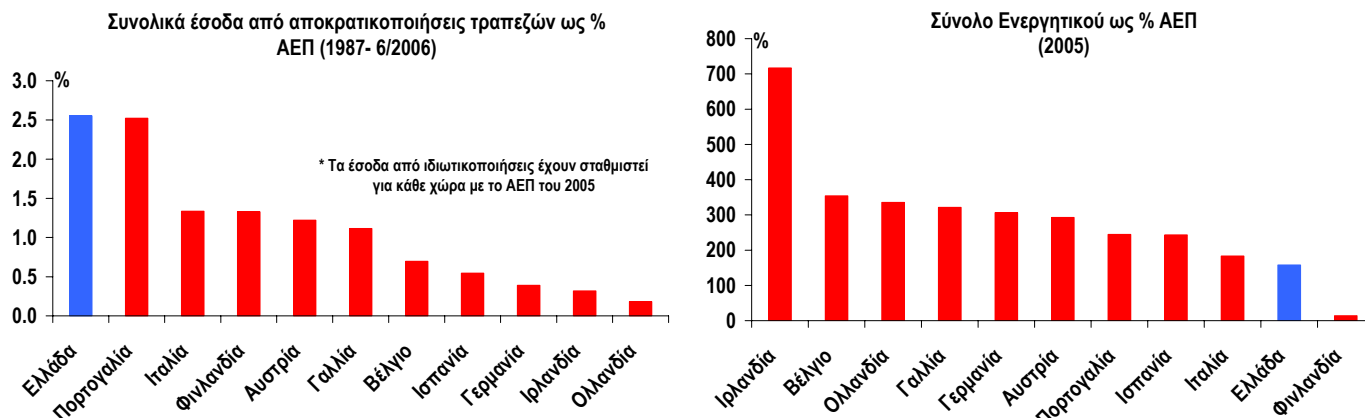
Στην Ελλάδα οι ιδιωτικοποιήσεις τραπεζών ακολουθούν με χρονική υστέρηση μιας περίπου δεκαετίας. Όμως, ο τραπεζικός κλάδος είναι και στην Ελλάδα από τους πρώτους κλάδους που ιδιωτικοποιούνται. Ήδη από το 1991 έχουμε την πλήρη ιδιωτικοποίηση της τράπεζας Χίου, που αποτέλεσε την απαρχή μιας σειράς ιδιωτικοποιήσεων τα επόμενα χρόνια. Αξίζει να τονιστεί, επίσης, ότι σε αντίθεση με τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες, αρκετές συναλλαγές πραγματοποιήθηκαν στη χώρα μας μετά το 2000, αφού το 1999 οι κρατικές τράπεζες κατέχουν ακόμα σημαντικό μερίδιο αγοράς. Στις συναλλαγές αυτές αντιστοιχεί το 56%<sup>6</sup> των συνολικών εσόδων από ιδιωτικοποιήσεις τραπεζών.

Συνολικά, ο τραπεζικός κλάδος κατέχει, όπως είδαμε, το δεύτερο μεγαλύτερο μερίδιο συνολικών εσόδων από ιδιωτικοποιήσεις στη χώρα μας. Συγκρίνοντας τα έσοδα που απέφεραν οι ιδιωτικοποιήσεις τραπεζών στις χώρες-μέλη

5 Δεν περιλαμβάνεται δηλαδή η ιδιωτικοποίηση της Εμπορικής Τράπεζας.

6 Περιλαμβάνεται το διάστημα 2000- 6/2006.

## Διάγραμμα 5



της Ευρωζώνης σταθμισμένα με το μέγεθος των οικονομιών αυτών, προκύπτει ότι αυτά είναι υψηλότερα για τη χώρα μας. Το συμπέρασμα αυτό είναι εντυπωσιακό αν λάβει κανείς υπόψη του το μικρό μέγεθος του ελληνικού τραπεζικού τομέα. Το σύνολο του ενεργητικού ως ποσοστό του ΑΕΠ για το 2005 είναι το δεύτερο μικρότερο για την Ελλάδα, μετά τη Φινλανδία. Συνεπώς, παρά το μικρό μέγεθος του τραπεζικού τομέα στην ελληνική οικονομία οι ιδιωτικοποιήσεις τραπεζών έχουν αποφέρει τα υψηλότερα έσοδα στα κρατικά ταμεία ως ποσοστό του ΑΕΠ από οποιοδήποτε άλλη χώρα της ΕΕ-12 (Διάγραμμα 5).

#### 4. Οι ιδιωτικοποιήσεις τραπεζών ξανά στο προσκήνιο σήμερα

Έντονη είναι η συζήτηση σήμερα για τις ιδιωτικοποιήσεις στον τραπεζικό κλάδο. Ο ρόλος που παίζουν και θα παίξουν είναι καίριος στην τελική διαμόρφωση του τραπεζικού σκηνικού. Όμως και στο παρελθόν οι ιδιωτικοποιήσεις είχαν καθοριστική συμβολή στην ανάπτυξη ενός ανταγωνιστικού, αποτελεσματικού και ευέλικτου τραπεζικού συστήματος και στο μετασχηματισμό του όπως το γνωρίζουμε σήμερα.

Πολλές πρόσφατες εξελίξεις συνετέλεσαν στη δυναμική επαναφορά της συζήτησης για τις ιδιωτικοποιήσεις τραπεζών. Η διάθεση μετοχών της Αγροτικής τράπεζας στις 12/5/2006, μείωσε το ποσοστό που κατέχει το Δημόσιο (άμεση και έμμεση συμμετοχή) κατά 7,179% στο 77,312%, η εισαγωγή του Ταχυδρομικού Ταμειευτηρίου στο ΧΑ στις 5/6/2006 είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση της συμμετοχής του

Δημοσίου κατά 34,84%, η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση της έμμεσης συμμετοχής των ταμείων στο μετοχικό της κεφάλαιο (από 21,4% πριν την αύξηση σε 19% μετά την αύξηση), αλλά και η πώληση του ποσοστού του Δημοσίου<sup>7</sup> στην Εμπορική (που ήταν 11,01%) με αποτέλεσμα να κατέχει πια η Credit Agricole το 71,96%, είναι σημαντικά γεγονότα που έχουν απασχολήσει και συνεχίζουν να απασχολούν την οικονομική επικαιρότητα. Ο τραπεζικός κλάδος μεταβάλλεται και κινητήριος μοχλός της αλλαγής αυτής είναι, τις περισσότερες φορές, η διάθεση του ποσοστού συμμετοχής του Δημοσίου και η μερική ή πλήρης ιδιωτικοποίηση τραπεζών. Το πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων τραπεζών δεν έχει όμως ολοκληρωθεί, αφού περαιτέρω ιδιωτικοποιήσεις που αφορούν τον τραπεζικό κλάδο αναμένεται να επιχειρηθούν στο άμεσο μέλλον.

Οι εξελίξεις αυτές θα επηρεάσουν σίγουρα τη μορφολογία του τραπεζικού συστήματος. Όμως ποιά θα είναι η επίδραση στην αποτελεσματικότητα του τραπεζικού κλάδου; Θα γίνουν οι τράπεζες πιο αποδοτικές μετά τη μείωση/ πλήρη πώληση του ποσοστού συμμετοχής του Δημοσίου; Μελετήσαμε την ευρωπαϊκή εμπειρία και βρήκαμε ότι η επίδραση των ιδιωτικοποιήσεων είναι ιδιαίτερα θετική για τις τράπεζες που υποβάλλονται στη διαδικασία αυτή. Η κερδοφορία τους, η κεφαλαιακή τους επάρκεια, η ποιότητα των χαρτοφυλακίων τους βελτιώνεται και η αποδοτικότητά τους αυξάνεται. Η διαπίστωση αυτή είναι ιδιαίτερα ενθαρρυντική όχι μόνο για τις τράπεζες που ιδιωτικοποιούνται αλλά και για τον τραπεζικό κλάδο γενικότερα, ο οποίος εξυγιαίνεται.

<sup>7</sup> Η ΔΕΚΑ κατείχε ποσοστό συμμετοχής 11,01%, ο ΟΑΕΔ 5,43% και τα ταμεία 20,12% πριν την ιδιωτικοποίηση ενώ μετά την πώλησή της τράπεζας 3,53% ανήκει στον Οργανισμό Γεωργικών Ασφαλίσεων και 5,12% στα ταμεία.



## 5. Οι τράπεζες γίνονται περισσότερο αποδοτικές όταν ιδιωτικοποιούνται:

### Η ευρωπαϊκή εμπειρία

Η μελέτη της ευρωπαϊκής εμπειρίας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι ιδιωτικοποιήσεις συμβάλλουν στην καλύτερη και αποδοτικότερη λειτουργία των τραπεζικών ιδρυμάτων. Σ' αυτό το συμπέρασμα κατέληξε η εξέταση της επίδρασης των ιδιωτικοποιήσεων που έχουν πραγματοποιηθεί σε τράπεζες των χωρών της Ευρωζώνης (συμπεριλαμβανομένων των ελληνικών).

Το δείγμα των τραπεζών που χρησιμοποιήσαμε για τη σύγκριση αυτή ήταν οι τράπεζες εκείνες που ιδιωτικοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90 και μέχρι το 2004, για τις οποίες υπήρχαν διαθέσιμα τα στοιχεία των λογιστικών τους καταστάσεων από τη βάση δεδομένων BankScore. Οι ιδιωτικοποιήσεις που περιλαμβάνονται στην ανάλυση αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων του Privatization Barometer και το άρθρο 'The economics of banks privatization' του William L. Megginson. Στον Πίνακα 1 παρουσιάζονται κάποια χαρακτηριστικά του δείγματος των τραπεζών που χρησιμοποιήσαμε. Στην ανάλυσή μας

περιλαμβάνονται 46 ιδιωτικοποιήσεις που πραγματοποιήθηκαν στις χώρες-μέλη της Ευρωζώνης, πλην του Λουξεμβούργου. Οι περισσότερες ιδιωτικοποιήσεις που περιλαμβάνονται στο δείγμα αντιστοιχούν σε ιταλικά πιστωτικά ιδρύματα και σε αυτά αντιστοιχεί και η μεγαλύτερη μέση αξία συναλλαγών. Εδώ πρέπει όμως να τονιστεί ότι οι συναλλαγές πραγματοποιούνται σε διαφορετικές χρονικές στιγμές και αυτό πρέπει να λαμβάνεται υπόψη στην οποιαδήποτε σύγκρισή τους. Επίσης, αναφορικά με τη μέθοδο που πραγματοποιήθηκαν οι ιδιωτικοποιήσεις που περιλαμβάνονται στο δείγμα, το μεγαλύτερο ποσοστό αυτών πραγματοποιήθηκαν μέσω ιδιωτικών πωλήσεων, με εξαίρεση την Ιταλία και την Ισπανία όπου το μεγαλύτερο ποσοστό των συναλλαγών υλοποιήθηκε μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς.

Η επίδοση των τραπεζών πριν και μετά την ιδιωτικοποίηση συγκρίνεται σε 5 βασικούς τομείς, την κερδοφορία, την αποτελεσματικότητα, την ποιότητα του δανειακού τους χαρτοφυλακίου, την κεφαλαιακή επάρκεια και τη ρευστότητα. Κάθε τομέας εκφράζεται από αντίστοιχους οικονομικούς δείκτες, η μεταβολή των οποίων μετά την ιδιωτικοποίηση συγκρίνεται με τη βοήθεια ενός στατιστικού ελέγχου. Η διαδικασία πραγματοποίησης του οικονομετρικού ελέγχου περιγράφεται αναλυτικά στο Παράρτημα (Πίνακας 2).

Πίνακας 1

### Περιγραφή Δείγματος Ιδιωτικοποιήσεων

|            | Αριθμός<br>Ιδιωτικοποιήσεων | Μέση Αξία Συναλλαγών<br>(εκατ €) | Ιδιωτικές Πωλήσεις ως %<br>των Συνολικών<br>Πωλήσεων |
|------------|-----------------------------|----------------------------------|--|
| Ιταλία     | 10                          | 1482                             | 36   |
| Γαλλία     | 7                           | 1077                             | 86   |
| Αυστρία    | 6                           | 831                              | 80   |
| Ελλάδα     | 6                           | 269                              | 50   |
| Πορτογαλία | 5                           | 242                              | 60   |
| Ισπανία    | 4                           | 808                              | 25   |
| Γερμανία   | 3                           | 973                              | 67   |
| Βέλγιο     | 2                           | 34                               | 100  |
| Φινλανδία  | 2                           | 1149                             | 100  |
| Ιρλανδία   | 1                           | 155                              | 100  |

## Πίνακας 2

Πίνακας 2. Οικονομικοί Δείκτες πριν και μετά την Ιδιωτικοποίηση: Συνολικό Δείγμα

| Οικονομικοί Δείκτες Τραπεζών                     | Μέση Τιμή Δείκτη πριν την Ιδιωτικοποίηση | Μέση Τιμή Δείκτη μετά την Ιδιωτικοποίηση |
|--|--|--|
| <b>Ποιότητα Δανειακού Χαρτοφυλακίου</b>          |  |  |
| Προβλέψεις Επισφαλών Δανείων/Δάνεια <sup>1</sup> | 0.93                                     | 0.50                                     |
| <b>Κεφαλαιακή Επάρκεια</b>                       |  |  |
| Ίδια Κεφάλαια/Σύνολο Ενεργητικού                 | 3.90                                     | 4.50                                     |
| <b>Κερδοφορία</b>                                |  |  |
| Καθαρά Κέρδη/Σύνολο Μέσου Ενεργητικού            | 0.07                                     | 0.50                                     |
| Καθαρά Κέρδη/Σύνολο Μέσων Ιδίων Κεφαλαίων        | 1.89                                     | 9.60                                     |
| <b>Ρευστότητα</b>                                |  |  |
| Δάνεια/Καταθέσεις                                | 75.33                                    | 80.39                                    |
| <b>Αποτελεσματικότητα</b>                        |  |  |
| Κόστος προς Έσοδα                                | 72.95                                    | 78.38                                    |

<sup>1</sup> Η μείωση του δείκτη δηλώνει βελτίωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου

Η επίδοση των τραπεζών βελτιώνεται μετά την ιδιωτικοποίηση σχεδόν σε όλους τους τομείς που εξετάζονται. Οι προβλέψεις επισφαλών δανείων προς τα δάνεια μειώνονται καταδεικνύοντας μια μείωση των προβληματικών δανείων στο δανειακό χαρτοφυλάκιο των τραπεζών που ιδιωτικοποιούνται. Επίσης, βελτιώνεται η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών καθώς παρατηρείται αύξηση των ιδίων κεφαλαίων ανά μονάδα του συνολικού ενεργητικού των τραπεζών. Η θετική επίδραση των ιδιωτικοποιήσεων αποτυπώνεται και στους δείκτες της κερδοφορίας που παρουσιάζονται, ενώ η μικρή αύξηση του δείκτη κόστος προς έσοδα είναι αναμενόμενη, λόγω του αυξημένου κόστους που απαιτεί η αναδιάρθρωση και εξυγίανση των τραπεζών που ιδιωτικοποιούνται. Το αυξημένο αυτό κόστος εμφανίζεται συνήθως τα πρώτα έτη μετά την ιδιωτικοποίηση και είναι προϊόν της διαδικασίας εκσυγχρονισμού των δομών της τράπεζας. Μάλιστα, ο στατιστικός έλεγχος υπέδειξε ότι σε όλες τις περιπτώσεις πλην του δείκτη κόστος προς έσοδα και του δείκτη ρευστότητας η βελτίωση των δεικτών ήταν στατιστικά σημαντική.

<sup>8</sup> Δεν περιλαμβάνονται δηλαδή η Ελλάδα και το Λουξεμβούργο για το οποίο δεν υπάρχουν διαθέσιμα

## 6. Οι ιδιωτικοποιήσεις επιδρούν θετικότερα στη λειτουργία των ελληνικών κρατικών τραπεζών συγκριτικά με τις ευρωπαϊκές

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα αποτελέσματα της σύγκρισης της επίδοσης των ελληνικών κρατικών τραπεζών και των ευρωπαϊκών κρατικών τραπεζών -πλην των ελληνικών- του δείγματός μας, πριν και μετά την ιδιωτικοποίησή τους. Η εικόνα που προκύπτει από τη σύγκριση είναι συνολικά καλύτερη για τις ελληνικές τράπεζες σε σχέση με το μέσο όρο των υπόλοιπων τραπεζών των χωρών -μελών της Ευρωζώνης<sup>8</sup>. Πρέπει βέβαια να τονιστεί ότι τα αποτελέσματα της σύγκρισης αυτής αφορούν τις κρατικές τράπεζες που ιδιωτικοποιήθηκαν -πλήρως ή μερικώς- και όχι το τραπεζικό σύστημα συνολικά.

Η σύγκριση αυτή δείχνει ότι οι ιδιωτικοποιήσεις είναι ευεργετικές για τις τράπεζες, καθώς βελτιώνει σημαντικά την εικόνα τους. Αυτό ισχύει τόσο για τις ελληνικές όσο και για τις ευρωπαϊκές τράπεζες. Ο μέσος όρος του δείκτη



προβλέψεις επισφαλών δανείων προς δάνεια των ελληνικών τραπεζών μειώνεται περισσότερο μετά την ιδιωτικοποίηση σε σχέση με τον αντίστοιχο δείκτη για τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές τράπεζες. Σημαντικότερη βελτίωση μετά την ιδιωτικοποίηση εμφανίζει επίσης και η κεφαλαιακή επάρκεια και η ρευστότητα των ελληνικών κρατικών τραπεζών. Οι ευρωπαϊκές τράπεζες όμως εμφανίζουν μεγάλη αύξηση στην κερδοφορία τους μετά την ιδιωτικοποίησή τους. Αντίθετα, η κερδοφορία των ελληνικών κρατικών τραπεζών αυξάνεται, αλλά παρουσιάζει χαμηλότερη μεταβολή σε σχέση με τις ευρωπαϊκές τράπεζες.

Η μόνη διαφοροποίηση εντοπίζεται στη μέση τιμή του δείκτη κόστος προς έσοδα, ο οποίος αυξάνεται στην περίπτωση των ευρωπαϊκών τραπεζών, ενώ μειώνεται για τις ελληνικές τράπεζες. Η αύξηση του δείκτη για τις ευρωπαϊκές τράπεζες οφείλεται στο κόστος αναδιάρθρωσης των τραπεζών μετά την ιδιωτικοποίηση, στο οποίο αναφερθήκαμε παραπάνω. Η αύξηση αυτή δεν κρίνεται αρνητική για τις ευρωπαϊκές

τράπεζες, αφού η αύξηση του κόστους τους βραχυπρόθεσμα συντελεί στην εξυγίανση και αναδόμησή τους και συνεπώς υπόσχεται μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα και καλύτερη λειτουργία των τραπεζών μακροπρόθεσμα (Πίνακας 3).

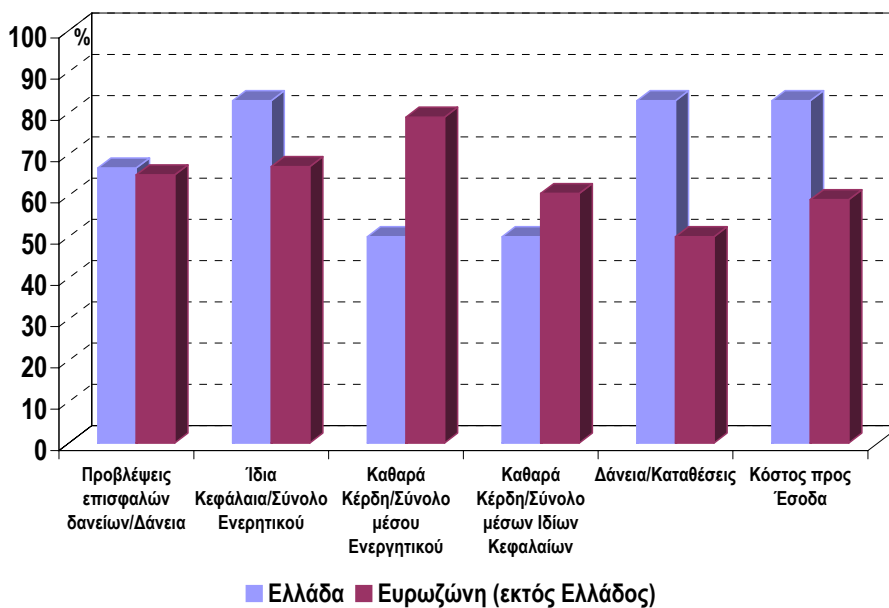
Η εικόνα όμως δεν είναι πάντα θετική. Σε κάποιες περιπτώσεις η επίδοση ενός πιστωτικού ιδρύματος δε βελτιώνεται μετά την ιδιωτικοποίησή του. Πρέπει να σημειωθεί εδώ ότι η χρονική στιγμή που λαμβάνει χώρα η ιδιωτικοποίηση καθώς και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του κάθε πιστωτικού ιδρύματος αποτελούν σημαντικούς παράγοντες που μπορούν να έχουν επίσης θετική ή αρνητική επίδραση. Στο Διάγραμμα 6 παρουσιάζεται το ποσοστό των ελληνικών και ευρωπαϊκών τραπεζών, οι οποίες χαρακτηρίζονται από βελτίωση του οικονομικού δείκτη που εξετάστηκε. Αξιοσημείωτο παραμένει όμως το γεγονός ότι για κάθε τομέα, η επίδοση των τραπεζών βελτιώθηκε για το μεγαλύτερο ποσοστό του δείγματος.

**Πίνακας 3**  
Πίνακας 3. Οικονομικοί Δείκτες πριν και μετά την Ιδιωτικοποίηση:  
Ελλάδα - Ευρωζώνη (εκτός Ελλάδος)

| Οικονομικοί Δείκτες<br>Τραπεζών              | Μέση Τιμή Δείκτη πριν την<br>Ιδιωτικοποίηση |        | Μέση Τιμή Δείκτη μετά την<br>Ιδιωτικοποίηση |        |
|--|---|--------|---|--------|
|  | Ευρωζώνη (εκτός<br>Ελλάδος)                 | Ελλάδα | Ευρωζώνη (εκτός<br>Ελλάδος)                 | Ελλάδα |
| <b>Ποιότητα Δανειακού<br/>Χαρτοφυλακίου</b>  |   |        |   |        |
| Προβλέψεις Επισφαλών<br>Δανείων/Δάνεια       | 0.90  | 1.81   | 0.49  | 0.74   |
| <b>Κεφαλαιακή Επάρκεια</b>                   |   |        |   |        |
| Ίδια Κεφάλαια/Σύνολο<br>Ενεργητικού          | 3.90  | 5.05   | 4.44  | 6.94   |
| <b>Κερδοφορία</b>                            |   |        |   |        |
| Καθαρά Κέρδη/Σύνολο Μέσου<br>Ενεργητικού     | 0.05  | 0.86   | 0.46  | 1.20   |
| Καθαρά Κέρδη/Σύνολο Μέσων<br>Ιδίων Κεφαλαίων | 1.29  | 16.85  | 9.07  | 17.07  |
| <b>Ρευστότητα</b>                            |   |        |   |        |
| Δάνεια/Καταθέσεις                            | 82.55                                       | 47.51  | 84.14                                       | 52.71  |
| <b>Αποτελεσματικότητα</b>                    |   |        |   |        |
| Κόστος προς Έσοδα                            | 72.63                                       | 75.03  | 80.20                                       | 66.57  |

## Διάγραμμα 6

Ποσοστό τράπεζων δείγματος που παρουσιάζουν βελτίωση του αντίστοιχου δείκτη μετά την ιδιωτικοποίηση

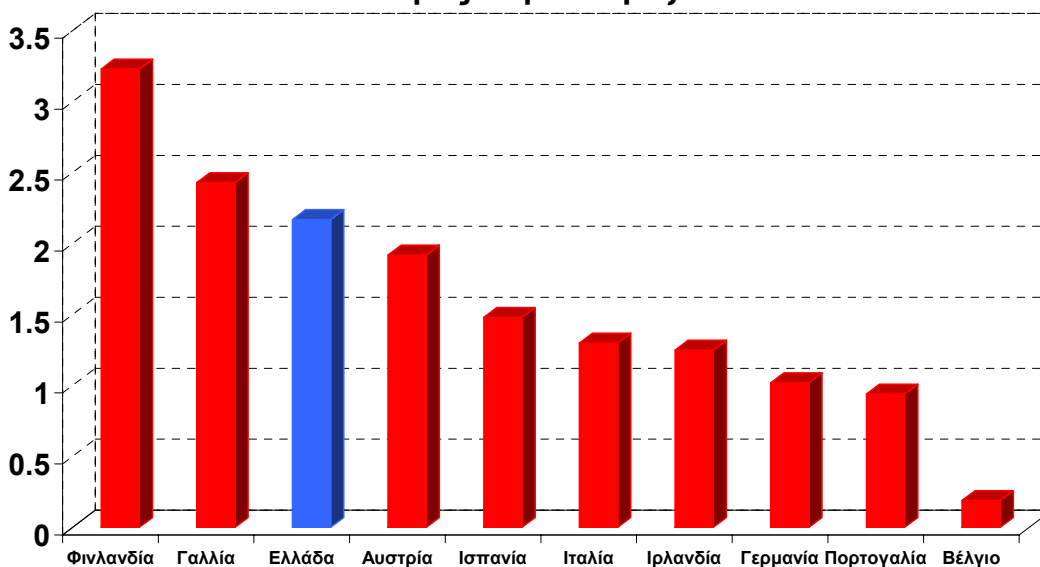


Για να αξιολογηθεί αν οι τράπεζες που ιδιωτικοποιήθηκαν στις χώρες μέλη της Ευρωζώνης είχαν υψηλό τίμημα υπολογίζεται η μέση τιμή του δείκτη τιμή προς λογιστική αξία για της τράπεζες του δείγματος που αντιστοιχούν σε κάθε χώρα. Έτσι, η Φινλανδία και η Γαλλία χαρακτηρίζονται από υψηλότερη τιμή του δείκτη, η δε Ελλάδα ακολουθεί στην τρίτη θέση. Οι ιδιωτικοποιήσεις των ελληνικών τραπεζών στοίχισαν στους επενδυτές κατά μέσο όρο 2,2 φορές τη λογιστική τους αξία, τιμή αρκετά υψηλή σε σχέση με άλλες

ευρωπαϊκές χώρες, πράγμα που αντανακλά σε μεγάλο βαθμό τις καλύτερες προοπτικές ανάπτυξης σε σχέση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες. Ένας δευτερεύον βέβαια λόγος που δικαιολογεί το υψηλότερο τίμημα είναι το γεγονός ότι η πλειοψηφία των ιδιωτικοποιήσεων ελληνικών τραπεζών πραγματοποιήθηκε πιο πρόσφατα σε σχέση με τις ευρωπαϊκές, με αποτέλεσμα η τιμή τους να είναι μεγαλύτερη καθώς η ευνοϊκή χρηματιστηριακή συγκυρία ώθησε τις τιμές των τραπεζικών μετοχών σε υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με τη λογιστική τους αξία (Διάγραμμα 7).

## Διάγραμμα 7

Μέση τιμή δείκτη αξίας συναλλαγών προς λογιστική αξία



## 7. Συμπέρασμα

Από την παραπάνω παρουσίαση και ανάλυση προκύπτουν ενδιαφέροντα συμπεράσματα, καθώς και θετικά μηνύματα για το μέλλον του ελληνικού τραπεζικού συστήματος:

- ✓ Το 2005 αποτελεί έτος-σταθμό για τις ιδιωτικοποιήσεις στην ΕΕ-12, αποφέροντας τα μεγαλύτερα έσοδα που έχουν πραγματοποιηθεί ιστορικά. Η Ελλάδα συγκέντρωσε το 3,6% των συνολικών εσόδων από ιδιωτικοποιήσεις στην Ευρωζώνη για το 2005. Τα έσοδα που έχουν αποφέρει οι ιδιωτικοποιήσεις την τελευταία διετία στην Ελλάδα αντιστοιχούν στο 17,6 % των εσόδων που έχουν εισπραχθεί συνολικά.
- ✓ Τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις ως ποσοστό του προϋπολογισμού είναι υψηλότερα -κατά μέσο όρο διπλάσια- στην Ελλάδα απ' ό,τι στην Ευρωζώνη για το μεγαλύτερο μέρος της τελευταίας δεκαετίας, αποτελώντας σημαντική πηγή εσόδων για την κυβέρνηση.
- ✓ Τα δυνητικά έσοδα από μελλοντικές ιδιωτικοποιήσεις είναι υψηλά. Η Ελλάδα μαζί με τη Φινλανδία και τη Γαλλία είναι οι χώρες-μέλη της ΕΕ-12 που μπορούν να αναμένουν μεγαλύτερα έσοδα στο μέλλον από ιδιωτικοποιήσεις – με βάση το χαρτοφυλάκιο εισηγμένων εταιρειών- σε σχέση με αυτά που έχουν ήδη εισπράξει.
- ✓ Το 25% -περίπου- των εσόδων από ιδιωτικοποιήσεις που έχουν πραγματοποιηθεί ιστορικά προέρχεται από τον τραπεζικό κλάδο. Είναι τα υψηλότερα στην Ευρωζώνη σταθμισμένα με το μέγεθος της οικονομίας, παρά το γεγονός ότι ο ελληνικός τραπεζικός κλάδος είναι ο δεύτερος μικρότερος σε μέγεθος στην Ευρωζώνη.
- ✓ Οι ιδιωτικοποιήσεις επέδρασαν ευεργετικά τις περισσότερες φορές στις τράπεζες που υποβλήθηκαν στη διαδικασία αυτή. Θετικός ήταν ο αντίκτυπος στην αποδοτικότητα, στην ποιότητα του

δανειακού τους χαρτοφυλακίου, στη ρευστότητα και στη φερεγγυότητά τους. Υπάρχει όμως και μικρή επιδείνωση του δείκτη κόστος-προς-έσοδα, που είναι συχνά προϊόν της διαδικασίας εκσυγχρονισμού των δομών της τράπεζας.

- ✓ Οι ιδιωτικοποιήσεις στις ελληνικές τράπεζες επέδρασαν περισσότερο ευεργετικά στην κεφαλαιακή επάρκεια, τη ρευστότητα, την αποτελεσματικότητα και την ποιότητα του δανειακού τους χαρτοφυλακίου, σε σχέση με τα τραπεζικά ιδρύματα των λοιπών χωρών της ΕΕ-12.
- ✓ Οι ελληνικές τράπεζες που ιδιωτικοποιήθηκαν πωλήθηκαν κατά μέσο όρο σε υψηλή τιμή (2,2 φορές) σε σχέση με τη λογιστική τους αξία, πράγμα που αντανάκλα σε μεγάλο βαθμό τις καλύτερες προοπτικές ανάπτυξης σε σχέση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες.

Τα μηνύματα που στέλνει η μελέτη της ευρωπαϊκής εμπειρίας και η σύγκριση της επίδοσης των ελληνικών κρατικών τραπεζών με αυτή των ευρωπαϊκών κρατικών τραπεζών είναι ενθαρρυντικά. Φαίνεται ότι οι ιδιωτικοποιήσεις συντελούν στη βελτίωση της λειτουργίας των πιστωτικών ιδρυμάτων και αποτελούν πηγή εξυγίανσης, αναδιάρθρωσης και εκσυγχρονισμού του τραπεζικού κλάδου. Η διαπίστωση αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική σήμερα, σε μια συγκυρία όπου οι ιδιωτικοποιήσεις τραπεζών βρίσκονται στην επικαιρότητα. Σημαίνει ότι οι τρέχουσες εξελίξεις στον τραπεζικό χώρο αλλάζουν το τοπίο προς το καλύτερο, συμβάλλουν στη διαμόρφωση ενός πιο αποτελεσματικού, αποδοτικού και ανταγωνιστικού τραπεζικού τομέα. Η Αγροτική, το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο, η Εμπορική μπορούν να καταστούν περισσότερο ανταγωνιστικές τράπεζες, να εκσυγχρονιστούν, να μετασηματιστούν σε μοντέρνα, δυναμικά τραπεζικά πιστωτικά ιδρύματα. Οι εξελίξεις αυτές θα ευνοήσουν βέβαια το τραπεζικό σύστημα, αλλά και τους δανειζόμενους και τους καταθέτες, το κράτος και την οικονομία. Δίδουν έναν τόνο αισιοδοξίας για το μέλλον του τραπεζικού συστήματος.

## Παράρτημα

Τα στοιχεία που παρουσιάζονται στην παρούσα μελέτη αφορούν 46 ιδιωτικοποιήσεις που πραγματοποιήθηκαν στις χώρες της Ευρωζώνης (πλην του Λουξεμβούργου) από τη δεκαετία του '90 και ύστερα. Για τις ιδιωτικοποιήσεις αυτές συγκρίνεται η επίδοση της τράπεζας πριν και μετά την ιδιωτικοποίηση. Ως ιδιωτικοποίηση θεωρείται η πλήρης ή μερική πώληση της τράπεζας ή διάθεση μετοχών της μέσω του χρηματιστηρίου.

Η σύγκριση της επίδοσης πραγματοποιείται μέσω του Wilcoxon matched-pairs signed-rank test, ενός μη-παραμετρικού οικονομετρικού ελέγχου. Το τεστ αυτό εξετάζει αν η μεταβολή στην επίδοση των τραπεζών πριν και μετά την ιδιωτικοποίηση (για ίσο διάστημα) είναι στατιστικά σημαντική. Τα έτος της ιδιωτικοποίησης θεωρείται ως έτος 0.

Η επίδοση των τραπεζών εξετάζεται σε 5 βασικούς τομείς μέσω οικονομικών δεικτών. Η βάση δεδομένων που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό των οικονομικών δεικτών είναι η BankScore. Για κάθε δείκτη υπολογίσαμε τη

μεταβολή του πριν και μετά την ιδιωτικοποίηση. Οι μεταβολές αυτές, ανάλογα με το πρόσημό τους, ταξινομούνται κατά τάξη μεγέθους. Οι τάξεις μεγέθους προστίθενται και το μικρότερο από τα δύο αθροίσματα μας δίνει την τιμή Wilcoxon W. Η τιμή του W χρησιμοποιείται στον υπολογισμό της στατιστικής ελέγχου Z, η οποία ακολουθεί την τυποποιημένη κανονική κατανομή. Έτσι, αν  $|Z| > 1,96$  για επίπεδο σημαντικότητας 5%, η διαφορά της επίδοσης των τραπεζών που ιδιωτικοποιήθηκαν πριν και μετά την ιδιωτικοποίηση είναι στατιστικά σημαντική.

$$Z = \frac{(W - \mu_w)}{\sigma_w}$$

όπου,

$$\mu_w = \frac{n(n+1)}{4}, \quad \sigma_w = \sqrt{\frac{n(n+1)(2n+1)}{24}}$$

Οι τιμές της στατιστικής Z παρατίθενται παρακάτω:

### Στατιστική Σημαντικότητα της Διαφοράς της Επίδοσης των Τραπεζών που Ιδιωτικοποιήθηκαν, πριν και μετά την Ιδιωτικοποίηση

| Οικονομικοί Δείκτες Τραπεζών              | Στατιστική Z |
|---|--------------|
| <b>Ποιότητα Δανειακού Χαρτοφυλακίου</b>   |              |
| Προβλέψεις Επισφαλών Δανείων/ Δάνεια      | -3,12*       |
| <b>Κεφαλαιακή Επάρκεια</b>                |              |
| Ίδια Κεφάλαια/Σύνολο Ενεργητικού          | -2,78*       |
| <b>Κερδοφορία</b>                         |              |
| Καθαρά Κέρδη/Σύνολο Μέσου Ενεργητικού     | -2,98*       |
| Καθαρά Κέρδη/Σύνολο Μέσων Ιδίων Κεφαλαίων | -2,40*       |
| <b>Ρευστότητα</b>                         |              |
| Δάνεια/Καταθέσεις                         | -0,50        |
| <b>Αποδοτικότητα</b>                      |              |
| Κόστος προς Έσοδα                         | -1,80        |

**Σημείωση:** Η Z συγκρίνεται με την κριτική τιμή της τυποποιημένης κανονικής κατανομής για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% (1,96). Ο αστερίσκος δηλώνει τις στατιστικά σημαντικές τιμές.

## Βιβλιογραφία

- Andrews Michael A., *State-owned banks, Stability. Privatization and Growth: Practical policy decisions in a world without empirical proof*, 2005, IMF Working Paper.
- Farinola, Luca, and William L. Megginson, January 2006, *Leviathan as Shareholder: the Value of Governments' Stakes*, Working Paper, FEEM University of Oklahoma.
- Financial Market Trends, Recent Privatization Trends in OECD Countries*, 2002, OECD periodical, 82, 43-55.
- The Privatization Barometer Newsletter*, 2006, A publication of privatization barometer.
- Megginson, William L., *The economics of Bank Privatization*, January 2004, SSRN Working Paper.
- Megginson, William L., *The financial economics of Privatization*, 2004, Oxford University Press.
- Megginson, William L., and Juliet D' Souza, *The financial and operating performance of privatized firms during the 1990s*, 1999, Journal of Finance, 54, 1397-1438.
- Εισηγητική Έκθεση 2006 Κρατικού Προϋπολογισμού, Νοέμβριος 2005, Υπουργεί Οικονομίας και Οικονομικών.
- Σμιντζή Έλενα, Νέες Εισαγωγές στο Χρηματιστήριο Αθηνών, Οικονομία & Αγορές, Μάρτιος 2006.

## Προηγούμενα τεύχη...

|   |   |
|---|---|
| 11 Ιουλίου 2006: <i>Οι τιμές των ακινήτων στην Ελλάδα αντανακλούν τα θεμελιώδη μεγέθη της αγοράς</i>                                | Δημήτρης Μαλλιαρόπουλος   |
| 15 Ιουνίου 2006: <i>Οι επιπτώσεις της πρόσφατης διόρθωσης του χρηματιστηρίου στην οικονομική δραστηριότητα</i>                      | Μανώλης Δαβραδάκης  |
| 28 Απριλίου 2006: <i>Η αβεβαιότητα για το πετρέλαιο, πλήγμα στις προσδοκίες για την οικονομική δραστηριότητα και τον πληθωρισμό</i> | Κώστας Βορλόου  |
| 8 Μαρτίου 2006: <i>Νέες Εισαγωγές Επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αθηνών</i>   | Έλενα Σιμιντζή  |
| 21 Φεβρουαρίου 2006: <i>Το περιθώριο επιτοκίων χορηγήσεων-καταθέσεων στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη</i>                               | 1 <sup>ο</sup> άρθρο: Ηλίας Λεγκός<br>2 <sup>ο</sup> άρθρο: Δημήτρης Μαλλιαρόπουλος |
| 6 Φεβρουαρίου 2006: <i>Είναι υπερτιμημένη η αγορά ακινήτων; Διεθνείς τάσεις και επενδυτικές ευκαιρίες.</i>                          | Μανώλης Δαβραδάκης<br>Γκίκας Χαρδούβελης  |

Διαθέσιμα ηλεκτρονικά από την ιστοσελίδα της Eurobank EFG:

<http://www.eurobank.gr/research>

Επίσης:

Κυκλοφορεί από **Εκδόσεις Κέρκυρα**:

**Γκίκας Χαρδούβελης**, «*Πηγές Ανάπτυξης: Μπορεί η Ελλάδα να Ακολουθήσει το Παράδειγμα της Ιρλανδίας;*» (ISBN: 9608386381, Ιανουάριος 2006), με τα πρακτικά του ομώνυμου συνεδρίου της Eurobank EFG (4/10/2005).

**Eurobank Research: Οικονομία και Αγορές**  
ISSN: 1790-6881

**Eurobank EFG, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων**

**Ερευνητική Ομάδα:**

Συντάκτης: Γκίκας Χαρδούβελης,  
Chief Economist & Director of Research

Δημήτρης Μαλλιαρόπουλος: Research Advisor  
Ηλίας Λεγκός: Senior Economist  
Γκιώνης Ιωάννης: Research Economist  
Μανώλης Δαβραδάκης: Research Economist

Κώστας Ε. 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>  
Email: [Research@eurobank.gr](mailto:Research@eurobank.gr)

**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.