

**ΠΑΝΤΕΙΟΝ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ**

**Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών “ΕΦΗΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ
ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ”**

Κατεύθυνση: Αστικής & Περιφερειακής Ανάπτυξης

Ειδίκευση: Οικονομικών της Αγοράς Ακινήτων

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΛΑΓΙΟΥ ΧΡΙΣΤΙΝΑ Α.Μ. 0814Μ056

ΜΕΛΗ ΤΡΙΜΕΛΟΥΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ:

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ

ΡΟΒΟΛΗΣ ΑΝΤ.

ΛΑΜΠΡΙΝΙΔΗΣ Μ.

ΚΑΡΑΓΑΝΗΣ ΑΝΑΣΤ.

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΓΟΡΕΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ: ΜΗ
ΕΞΥΠΗΡΕΤΟΥΜΕΝΑ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΑ ΔΑΝΕΙΑ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΤΗΣ
ΚΡΙΣΗΣ**

Αθήνα, 2016

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Κατάλογος Σχεδιαγραμμάτων	4
Κατάλογος Πινάκων	6
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	7
1. Χρηματοπιστωτική κρίση και αγορά ακινήτων	8
1.1 Απορρύθμιση των χρηματοπιστωτικών αγορών.....	9
1.2 Μακροοικονομικά μεγέθη	10
1.3 Αγορά κατοικίας	11
1.4 Αγορά Κεφαλαίων και Τιτλοποίηση Δανείων	12
2. Οι οικονομικές διακυμάνσεις.....	14
2.1 Κυκλικότητα αγοράς κατοικίας	14
2.1.1 Ύφεση	16
2.1.2 Ανάκαμψη.....	17
2.1.3 Επέκταση	18
2.1.4 Υπερπροσφορά	19
2.2 Είδη κύκλων	20
3. Η αγορά ακινήτων στην Ελλάδα	22
3.1 Η Ελληνική κρίση.....	22
3.2 Η εξέλιξη των τιμών των κατοικιών	25
4. Τα μη – εξυπηρετούμενα δάνεια σε σχέση με το οικονομικό και τραπεζικό σύστημα	28
4.1 Ο ρόλος των τραπεζών.....	28
4.2 Το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα	32

5. Ακαδημαϊκή έρευνα στα μη εξυπηρετούμενα δάνεια.....	35
6. Έρευνα αγοράς στα μη εξυπηρετούμενα δάνεια	42
6.1 NPLs σε ευρωπαϊκό επίπεδο και προτάσεις	42
6.2 NPLs στην Ελληνική Οικονομία	46
7. NPLs στα δάνεια ακινήτων	57
7.1 NPLs στα δάνεια ακινήτων στην περίπτωση της Ευρώπης.....	57
7.2 NPLs ακινήτων στην Ελληνική οικονομία.	61
8. Πιθανές Λύσεις στο θέμα των NPL.....	71
9. Βιβλιογραφία	75

Κατάλογος Σχεδιαγραμμάτων

Διάγραμμα 1: Σύγκριση Εξωτερικού Δανεισμού της Ελλάδας σε σχέση προς το ΑΕΠ σε σχέση με άλλες (2006 - 2014).....	24
Διάγραμμα 2: ΑΕΠ και ανεργία στην Ελληνική οικονομία, 2000 - 2014.....	24
Διάγραμμα 3: Εξέλιξη τιμών κατοικιών σε χώρες με κρίση 1997 - 2011.....	25
Διάγραμμα 4: Σύγκριση Όγκου Συναλλαγών και Δείκτη τιμών κατοικιών.....	27
Διάγραμμα 5: Διαδικασία δημιουργίας χρήματος μέσω δανεισμού.....	29
Διάγραμμα 6: Ποσοστό των NPLs σε σχέση με τον συνολικό αριθμό δανείων (2000 - 2010)	35
Διάγραμμα 7: Αύξηση των NPLs σε Ανεπτυγμένες και Αναπτυσσόμενες Οικονομίες (2000 - 2010).....	36
Διάγραμμα 8: Ποσοστό μεταβολής των NPLs στις χώρες Κεντρικής, Ανατολικής και Νοτιανατολικής Ευρώπης κατά τα έτη 2007 και 2011.....	37
Διάγραμμα 9: Ποσοστά και μέσος όρος των NPLs στις τράπεζες των χωρες Κεντρικής, Ανατολικής και Νοτιανατολικής Ευρώπης (1998 - 2011).....	39
Διάγραμμα 10: Απεικόνιση των NPLs ανά Ευρωπαϊκό κράτος.....	42
Διάγραμμα 11: NPLs ως ποσοστό των συνολικών δανείων (2008 - 2014).....	44
Διάγραμμα 12: Σχέση ποσοστών ανεργίας με καθυστερήσεων στις αποπληρωμές δανείων (2005 - 2014).....	50
Διάγραμμα 13: Ποσοστιαία μεταβολή των NPL σε διάφορες κατηγορίες δανείων (2010 - 2014).....	51
Διάγραμμα 14: Εξέλιξη Δείκτη μη Εξυπηρετούμενων Δανείων 2005 - 2015.....	53
Διάγραμμα 15: Επενδυτικές δραστηριότητες στην Ελλάδα σε διάφορους τομείς, 2008 - 2015.....	54
Διάγραμμα 16: Τιτλοποιημένα NPLστην Ευρωπαϊκή Οικονομία 2012 - 2015.....	59
Διάγραμμα 17: Σύνθεση των Ευρωπαϊκών χαρτοφυλακίων NPLs για τα έτη 2014 - 2015	60
Διάγραμμα 18: Σύνολο ληφθέντων εξασφαλίσεων και εγγυήσεων (5 εμπορικές τράπεζες, χιλ. €, 2014).....	65

Διάγραμμα 19: Ιστορικές και Αναμενόμενες αξιών ανάλογα με την χρήση του Επαγγελματικού Ακινήτου	68
Διάγραμμα 20: Αιτίες και λύσεις για το θέμα των NPL.....	73

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1: Δείκτες NPLs ανάμεσα σε διάφορους τομείς της οικονομίας (2014).....	46
Πίνακας 2: Σχέση ανεργίας με καθυστερήσεις στην αποπληρωμή δανείων	49
Πίνακας 3: Δείκτης Συγγραμικότητας ποσοστών ανεργίας με καθυστερήσεων στις αποπληρωμές δανείων (2005 - 2014)	51
Πίνακας 4: Κατάσταση εξυπηρετούμενων και μη εξυπηρετούμενων δανείων. 2014.....	63
Πίνακας 5: Τεστ προσομοίωσης τιμών για οικιστικά και εμπορικά ακίνητα.....	64

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα τελευταία χρόνια επικρατεί μια τάση αμφισβήτησης των υφιστάμενων οικονομικών συνθηκών μέσα στις οποίες λειτουργούν οι διάφορες αγορές, όσον αφορά την βιωσιμότητά τους και την αξιοπιστία τους. Η κρίση που προέκυψε λόγω της «φούσκας» των στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ, έγειρε διάφορα ζητήματα. Μέσα σε αυτά είναι η μεγάλη αύξηση των ακινήτων παγκοσμίως, η μείωση στην κατανάλωση λόγω των εθνικών χρεών, η υπερβολική εξάρτηση από την προσανατολισμένη στις εξαγωγές στρατηγική των επιχειρήσεων και οι αντίστοιχες ανισορροπίες στα εμπορικά ισοζύγια των διαφόρων χωρών. Το σύνολο αυτών των παραγόντων καταλήγει, σχεδόν νομοτελειακά, στην επιβολή αυστηρών αναπροσαρμογών στα συστήματα διανομής των εμπορευμάτων και τις παγκόσμιες αλυσίδες αξίας που υποστηρίζουν. Βάσει των παραδοσιακών οικονομικών κύκλων, έναν κύκλο ανάπτυξης τον ακολουθεί συνήθως μια περίοδος με φάσεις προσαρμογής, όπου οι όποιες ανορθολογικές κατανομές υπάρχουν, μπορούν να διορθωθούν.

Η παγκόσμια οικονομική κρίση, η οποία προκλήθηκε στα τέλη του 2008 από μια άνευ προηγουμένου χρηματοπιστωτική κρίση στις ΗΠΑ, έλαβε τεράστιες διαστάσεις. Η κρίση οδήγησε σε μια γενικευμένη ύφεση στις χώρες του ΟΟΣΑ και στις περισσότερες αναδυόμενες οικονομίες, και η οποία ουσιαστικά επηρέασε την κατεύθυνση των μελλοντικών ροών του εμπορίου παγκοσμίως καθώς και τις χρηματοοικονομικές συναλλαγές.

Οι οικονομικές διακυμάνσεις (οικονομικοί κύκλοι) της αγοράς ακινήτων αποτελούν ένα σημαντικό καθοριστικό παράγοντα για την επιτυχία ή την αποτυχία των επενδύσεων σε ακίνητα. Λόγω της παραπάνω διαπίστωσης, καθώς και λόγω της σημασίας της αγοράς ακινήτων στις εθνικές οικονομίες, οι επενδυτές και οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων ακινήτων έχουν δώσει μεγαλύτερη έμφαση στις στρατηγικές λήψης αποφάσεων που σχετίζονται με την θεωρία των οικονομικών κύκλων της αγοράς ακινήτων (Roulac, 2013). Μία αποτελεσματική διαχείριση επενδυτικών δραστηριοτήτων σε ακίνητα προϋποθέτει την κατανόηση των κύκλων της αγοράς ακινήτων, τον μετασχηματισμό των δυνάμεων και των διαρθρωτικών αλλαγών.

1. Χρηματοπιστωτική κρίση και αγορά ακινήτων

Η χρηματοπιστωτική κρίση των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής δεν χτύπησε ως «κεραυνός εν αιθρία». Μια σειρά από διαδικασίες και γεγονότα συντελέστηκαν ώστε το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα να έχει μία από τις μεγαλύτερες κρίσεις του.

Το φιλελεύθερο οικονομικό σύστημα που επικράτησε μετά την δεκαετία του '70 στις Η.Π.Α. και στην Βρετανία καθώς και σε άλλα ανεπτυγμένα κράτη της Ευρώπης, άλλαξε ριζικά το χρηματοπιστωτικό σύστημα σε όλο τον κόσμο. Η τεχνολογική πρόοδος που συντελέστηκε άλλαξε ριζικά και την λειτουργία του. Επίσης, η παγκοσμιοποίηση της οικονομίας επηρέαζε με όλο και μεγαλύτερη ένταση τις αγορές αγαθών, πρώτων υλών αλλά και την αγορά ενέργειας δημιουργώντας μια αλληλοσύνδεση μεταξύ τους αλλά και με άλλες αγορές.

Πρόσφατα, άλλα γεγονότα επηρέασαν αποφασιστικά τον χρόνο εκδήλωσης της κρίσης. Η φούσκα των ακινήτων στις Η.Π.Α., η αυξανόμενη (και αλόγιστη) χρήση των παραγώγων χρηματοπιστωτικών προϊόντων, οι εμπορικές πολιτικές των Η.Π.Α., η πιο στενή συνεργασία χρηματοπιστωτικών οργανισμών με τους οίκους αξιολόγησης και η αδυναμία των αμερικανικών αρχών (κυβέρνηση, κεντρικής τράπεζας των Η.Π.Α. (FED)) να συνειδητοποιήσουν την κατάσταση, σε συνδυασμό με την μη έγκαιρη λήψη μέτρων, οδήγησε στην μεγάλη πρόσφατη οικονομική κρίση. Παρακάτω παρατίθενται με περισσότερες λεπτομέρειες οι βασικές αιτίες για το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης.

1.1 Απορρύθμιση των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες η διαδικασία φιλελευθεροποίησης της χρηματοπιστωτικής αγοράς άρχισε σε πρώτη φάση επί την προεδρία του Jimmy Carter (1977 – 1981) και συνεχίστηκε από τον πρόεδρο Ronald Reagan την περίοδο 1981-1989 και ταυτόχρονα την ίδια περίοδο από την πρωθυπουργό Margaret Thatcher στην Μεγάλη Βρετανία. Η χρηματοοικονομική απελευθέρωση δεν άργησε να λάβει διεθνείς διαστάσεις, προκαλώντας την εκ βάθρων αλλαγή του χρηματοοικονομικού συστήματος παγκοσμίως.

Αργότερα, η κυβέρνηση Clinton συνέχισε την απορρύθμιση του κανονιστικού πλαισίου με την κατάργηση του Glass Steagell Act, ενός νόμου που ίσχυε σχετικά με το χρηματοπιστωτικό σύστημα των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής και ο οποίος θεσμοθετήθηκε το 1933 αμέσως μετά την Μεγάλη Ύφεση του '29. Ο νόμος αυτός απαγόρευε τη συνεργασία εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών προκειμένου να προστατεύονται οι επενδυτές. Υιοθετήθηκε με αυτόν τον τρόπο, το δόγμα της αυτορρύθμισης των επενδυτικών τραπεζών νομιμοποιώντας την εμφάνιση μεγάλων χρηματοπιστωτικών ομίλων χαρακτηριζόμενες από ετερογενείς δραστηριότητες (Merril Lynch, Bear Sterns, Lehman Brothers, Goldam Sachs και Morgan Stanley).

Τα επόμενα έτη απελευθερώθηκαν οι συναλλαγές παραγώγων και των Credit Default Swap (CDS) καθώς και η χρήση τιτλοποιημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων. Επιπλέον η κυβέρνηση Clinton απελευθέρωσε την αγορά παραγώγων “Over the Counter” που μέχρι εκείνη την στιγμή ήταν υπό την εποπτεία της Securities and Exchange Commission (SEC, τραπεζική εποπτική αρχή των Η.Π.Α.) με τον νόμο “Commodity Future Modernization Act”.

Το αποτέλεσμα της απορρύθμισης της χρηματοπιστωτικής αγοράς είναι η γέννηση ενός σκιώδους τραπεζικού συστήματος (Shadow Banking System). Αυτό το σύστημα εμπεριέχει το σύνολο όλων των μη τραπεζικών διαμεσολαβητών που παρέχουν υπηρεσίες παρόμοιες με τις παραδοσιακές εμπορικές τράπεζες. Οι επενδυτικές τράπεζες δραστηριοποιούνταν σε μεγάλο βαθμό σε αυτό το σύστημα εκτελώντας συναλλαγές με τέτοιο τρόπο που να μην είναι ορατές στους υπόλοιπους επενδυτές δημιουργώντας «σκοτεινά» σημεία σε όλο το τραπεζικό σύστημα.

1.2 Μακροοικονομικά μεγέθη

Δυο σημαντικοί παράγοντες που πυροδότησαν την φούσκα ακινήτων και την παγκόσμια κρίση αργότερα ήταν τα χαμηλά αμερικανικά επιτόκια και τα διαρκή ελλείμματα στο εμπορικό ισοζύγιο των Η.Π.Α.. Τα χαμηλά επιτόκια οδήγησαν τις τράπεζες να δανείζονται χρήματα με μικρότερο κόστος ενώ το εμπορικό έλλειμμα οδήγησε σε μια μεγάλη εισροή κεφαλαίων προς τις Ηνωμένες Πολιτείες. Και οι δυο αυτοί παράγοντες κατέστησαν τον δανεισμό κεφαλαίων στην αμερικανική αγορά εύκολο και με σχετικά χαμηλό κόστος.

Λόγω της απελευθέρωσης και της παγκοσμιοποίησης του εμπορίου οι αναπτυσσόμενες χώρες του κόσμου βασίζουν την αναπτυξιακή πολιτική στις εξαγωγές. Αντίθετα στις Η.Π.Α., το εμπορικό ισοζύγιο είναι ελλειμματικό και το 2004 έφθασε στο 5,8% του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος. Για να χρηματοδοτούν τα ελλείμματα αυτά οι αμερικανικές αρχές αναγκάζονταν να δανείζονται τεράστια κεφάλαια. Το ισοζύγιο πληρωμών απαιτεί όταν μια χώρα, όπως οι Η.Π.Α., έχει έλλειμμα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών, να έχει πλεονασματικό το Ισοζύγιο Χρηματοοικονομικών Συναλλαγών. Ως εκ τούτου, συνεχώς αυξανόμενα ξένα κεφάλαια κατευθύνονταν στις Η.Π.Α. για να χρηματοδοτούνται οι εισαγωγές.

Η ροή κεφαλαίων από το εξωτερικό «γέμισε» ρευστότητα τις χρηματοπιστωτικές αγορές των Η.Π.Α.. Τα αμερικάνικα νοικοκυριά χρησιμοποίησαν αυτά τα κεφάλαια ώστε να χρηματοδοτήσουν τις όλο και αυξανόμενες καταναλωτικές ανάγκες τους για διάφορα αγαθά, διαρκή και μη, αυξάνοντας παράλληλα και την ζήτηση των χρηματοοικονομικών εργαλείων.

1.3 Αγορά κατοικίας

Από το 2000 και έπειτα η αξία των κατοικιών στις Η.Π.Α. αυξανόταν περίπου 10% τον χρόνο και φυσικά, τόσο ο κατασκευαστικός τομέας, όσο και οι σχετικοί με την στέγαση κλάδοι γνώρισαν μεγάλα κέρδη και συνεισέφεραν σημαντικά στην αύξηση του εθνικού πλούτου της χώρας. Η παραπάνω κατάσταση εξυπηρετούσε την κυβέρνηση αφού προβάλλονταν ως επιτυχία της οικονομικής πολιτικής της. Επιπλέον, η αυξανόμενη αξία της ακίνητης περιουσίας των νοικοκυριών τροφοδοτούσε τον δανεισμό τους για την ικανοποίηση των νέων καταναλωτικών αναγκών τους. Ήταν φυσικό η συνεχής και σημαντική αύξηση της τιμής των κατοικιών να τροφοδοτήσει την κερδοσκοπία και τις υπερβολές σε επενδύσεις στην αγορά ακινήτων. Μέσα σε αυτό το κλίμα γενικής ευφορίας υπήρχε η διάθεση να χορηγηθούν όλο και περισσότερα δάνεια. Προκειμένου να «δελεαστούν» περισσότερο οι επενδυτές, επινοήθηκαν τα Δάνεια Κυμαινόμενου Επιτοκίου (Adjustable Rate Mortgages – ARM).

Αποτελεί παράδοξο για την οικονομική θεωρία το γεγονός ότι προτιμάται η χρήση των δανείων κυμαινόμενου επιτοκίου αφού οι δανειζόμενοι θα έπρεπε να προτιμούν την λήψη δανείων σταθερού επιτοκίου με το οποίο μεταβιβάζεται ο κίνδυνος του επιτοκίου στους δανειστές και όχι την σύναψη δανείων μεταβλητού επιτοκίου. Το γεγονός αυτό καταδεικνύει μια υπερβολική αισιοδοξία των δανειοληπτών, η οποία τους οδηγεί να προτιμούν, *ceteris paribus*, περισσότερο τα βραχυπρόθεσμα ARMs σε συγκεκριμένα επίπεδα επιτοκίων.

Τα επιτόκια ARM ήταν για ένα χρονικό διάστημα τα χαμηλότερα της αγοράς. Έτσι, όταν μετά το χρονικό αυτό διάστημα θα έπρεπε να καταβληθεί υψηλότερο επιτόκιο, θα γινόταν μια αναχρηματοδότηση των ενυπόθηκων δανείων αφού η αξία των κατοικιών που θα είχε αγοραστεί θα ήταν σημαντικά υψηλότερη. Κατ' αυτόν το τρόπο, τόσο ο αγοραστής, όσο και ο χορηγός του δανείου θα απολάμβαναν κέρδη. Για να λειτουργήσει ο μηχανισμός αυτός παροχής δανείων, έπρεπε να χαλαρώσουν τα κριτήρια παροχής των δανείων αυτών. Χορηγήθηκαν στεγαστικά δάνεια σε ανθρώπους με περιορισμένη πιστοληπτική ικανότητα, τα γνωστά *subprimes*. Χορηγήθηκαν δάνεια ακόμη και σε ανέργους χωρίς περιουσιακά στοιχεία.

1.4 Αγορά Κεφαλαίων και Τιτλοποίηση Δανείων

Η τιτλοποίηση δανείων αποτελεί μια σύνθετη χρηματοοικονομική διαδικασία. Περιλαμβάνει το πακετάρισμα (bundling) διαφορετικών κατηγοριών δανείων και την επαναδόμηση τους σε σύνθετα επενδυτικά εργαλεία. Αυτή η διαδικασία άλλαξε το πλαίσιο χρηματοδότησης των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων λόγω της μετάβασης από τον παραδοσιακό δανεισμό (χορήγηση, διακράτηση δανείων) στο νέο τρόπο χρηματοδότησης (χορήγηση, επαναδόμηση, πώληση), βοήθησε τις τράπεζες να απαλλάσσονται από το ρίσκο και δημιούργησε αυξημένη και μη ελεγχόμενη ρευστότητα, η οποία αύξησε την δυνατότητα δανειοδοτήσεων.

Η τιτλοποίηση μεταφράζεται σαν ένας μηχανισμός μετακίνησης στεγαστικών δανείων από τον ισολογισμό τραπεζών στους ισολογισμούς άλλων διαμεσολαβητών χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Τα δάνεια που μεταφέρονται στον διαμεσολαβητικό οργανισμό χρηματοδοτούνται με ίδια κεφάλαια και με έκδοση ιδίων ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης. Με αυτόν τον τρόπο, οι υποχρεώσεις προς ίδια κεφάλαια εκτινάσσονται σε επίπεδα 20 προς 1, 30 προς 1, ακόμη και 50 προς 1, σε αντίθεση με την σχέση υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια της τάξης 9 προς 1 που έχουν συνήθως οι τραπεζικοί οργανισμοί.

Ο μηχανισμός τιτλοποίησης δημιουργεί δυο προβλήματα. Πρώτον, αφαιρεί από τον παραδοσιακό τραπεζίτη το κίνητρο σωστής αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου του δανειολήπτη αφού ο κίνδυνος αυτός μεταφέρεται σε άλλους οργανισμούς. Δεύτερον, οι οργανισμοί διαμεσολαβητές που δέχονται τα τιτλοποιημένα δάνεια, τα χρηματοδοτούν με υψηλούς δείκτες υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια, εκδίδοντας Ομόλογα Ασφαλισμένων Δανείων (Collateralized Debt Obligations - CDOs). Τα CDOs είναι μια μορφή μη ρυθμισμένων νομοθετικά χρεογράφων εγγυημένων δανείων και δομημένων επενδυτικών προϊόντων που παράγονται από την τιτλοποίηση ομάδας ομοειδών στοιχείων. Αυτά τα στοιχεία (συχνά δάνεια) κατηγοριοποιούνται από τους οίκους βαθμολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, οι οποίοι οποία αποτιμούν την αξία τους σε διαφορετικά μερίδια (τίτλους).

Τα ομόλογα που δημιουργούνται βασίζονταν στις προσδοκίες απόδοσης των δανειακών οφειλών του, ότι δηλαδή, θα απέφεραν υψηλό κέρδος. Παράλληλα όμως, ενσωμάτωναν το κάθε μορφής ρίσκο που ενείχαν τα δάνεια που είχαν δοθεί, και από τα οποία προέρχονταν.

Τα εταιρικά ομόλογα αγοράζονται κυρίως από θεσμικούς επενδυτές, όπως συνταξιοδοτικά και ασφαλιστικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια, τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες και κεφάλαια υψηλού ρίσκου (hedge funds). Επιπλέον, για την διασφάλιση τους, οι θεσμικοί επενδυτές αγόρασαν συμβόλαια προστασίας έναντι του κινδύνου χρεοκοπίας των ομολόγων (Credit Default Swaps). Τα περισσότερα συμβόλαια προστασίας είχαν εκδοθεί κυρίως από μια ασφαλιστική εταιρεία, την AIG (American International Group), η οποία αργότερα δεν ήταν δυνατό να σηκώσει το βάρος μιας εκτεταμένης χρεοκοπίας των ομολόγων, οδηγούμενη και εκείνη σε πιστωτικό αδιέξοδο το Σεπτέμβρη του 2008.

2. Οι οικονομικές διακυμάνσεις

Οι οικονομικές διακυμάνσεις ορίζονται ως οι διαδοχικές αυξομειώσεις της οικονομικής δραστηριότητας. Τα αίτια των οικονομικών διακυμάνσεων περιγράφονται διαφορετικά σε κάθε μια από τις βασικές οικονομικές θεωρίες.

Οι κλασικοί οικονομολόγοι υποστηρίζουν ότι η οικονομία ισορροπεί πάντα σε κατάσταση πλήρους απασχόλησης και ότι οποιεσδήποτε ανισορροπίες, είτε ανεργίας είτε πληθωρισμού, οι οποίες παρουσιάζονται στην οικονομία, έχουν προσωρινό χαρακτήρα εξαιτίας του ότι η ελεύθερη οικονομία έχει την ιδιότητα να αυτορυθμίζεται μέσω του μηχανισμού των τιμών. Το «αόρατο χέρι» οδηγεί την οικονομία αυτόματα σε ισορροπία πλήρους απασχόλησης. Επομένως οι περιοδικές κρίσεις αφορούν την βραχυχρόνια περίοδο και προέρχονται από παρεμβάσεις που διαταράσσουν προσωρινά τον αυτορρυθμιζόμενο χαρακτήρα του συστήματος.

Ως οικονομικός κύκλος σε γενικές γραμμές θα μπορούσαμε να ορίσουμε την διακύμανση μιας μεταβλητής στην οικονομία, η οποία έχει μικρή διάρκεια, και η οποία μεταβλητή δηλώνει κάποιο οικονομικό ή εμπορικό μέγεθος (Begg et al, 2006).

Σε γενικές γραμμές, οι οικονομικοί κύκλοι θα μπορούσαν να διαχωριστούν στους κλασικούς οικονομικούς κύκλους και στους κύκλους μεγέθυνσης (Cooley, 1995). Σύμφωνα με την πρώτη κατηγοριοποίηση, οι κλασικοί οικονομικοί κύκλοι έχουν να κάνουν με τις διακυμάνσεις που εμφανίζει η συνολική οικονομική δραστηριότητα σε μία αγορά, ενώ η άλλη κατηγοριοποίηση, αυτή των οικονομικών κύκλων μεγέθυνσης κυρίως αναφέρονται στις διακυμάνσεις του ποσοστού μεγέθυνσης γύρω από μία μακροχρόνια τάση.

2.1 Κυκλικότητα αγοράς κατοικίας

Οι κύκλοι στην αγορά ακινήτων παίζουν έναν σημαντικό ρόλο στις οικονομικές επιτυχίες και αποτυχίες των επενδύσεων σε ακίνητα διαχρονικά. Οι οικονομικοί κύκλοι αποτελούν έναν σημαντικό καθοριστικό παράγοντα για την επιτυχία ή την αποτυχία των επενδύσεων επειδή είναι σημαντική η επίδραση τους στις αποδόσεις των ακινήτων, των κινδύνων και

επενδυτικών αξιών στην πάροδο του χρόνου - επίδραση η οποία δεν θα πρέπει να αγνοηθεί ή να υπεραπλουστευθεί. Λόγω αυτής της πραγματικότητας, καθώς και μιας ολοένα και αυξανόμενης έμφασης στις επενδύσεις σε ακίνητα ως μία ξεχωριστή κατηγορία περιουσιακών στοιχείων στην σύνθεση χαρτοφυλακίων, οι επενδυτές και οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων έχουν δώσει μεγαλύτερη έμφαση στις στρατηγικές και τη λήψη αποφάσεων για να αντιμετωπίσουν τις όποιες επιπτώσεις των οικονομικών κύκλων στην αγορά των ακινήτων (Roulac, 1996).

Η έννοια και η σημασία των κύκλων των ακινήτων ήταν στο επίκεντρο του έργου του Hoyt στη δεκαετία του 1930 (Hoyt, 1933), το οποίο αντιπροσωπεύει το θεμέλιο για τον κλάδο των οικονομικών των ακινήτων. Ο Wesley Mitchell δημιούργησε το θεωρητικό υπόβαθρο για την επιστημονική μελέτη της κυκλικής οικονομικής δραστηριότητας στον τομέα των ακινήτων στις Ηνωμένες Πολιτείες (Mitchell, 1927). Ωστόσο, παρά το πρώιμο ενδιαφέρον που αναπτύχθηκε για την σημασία της κυκλικότητας των οικονομικών δραστηριοτήτων, πέρασαν αρκετά χρόνια για να εμφανιστεί ξανά το ακαδημαϊκό ενδιαφέρον σε αυτόν τον τομέα. Τα τελευταία χρόνια, ένα έντονο ενδιαφέρον για το θέμα των κύκλων της αγοράς ακινήτων έχει αναπτυχθεί μεταξύ των ακαδημαϊκών ερευνητών του τομέα αυτού, και των φορέων λήψης αποφάσεων (Pyhrr et al., 1999).

Η υπάρχουσα βιβλιογραφία παρουσιάζει μια ευρεία ποικιλία των «μακρο» και «μικρο» θεωριών σχετικά με τη κυκλικότητα της αγοράς ακινήτων. Οι περισσότερες μακροοικονομικές μελέτες εστιάζουν κυρίως θέματα τα οποία άπτονται του εθνικού επιπέδου, είτε σε διεθνές ή περιφερειακό επίπεδο. Η γενική οικονομική συγκυρία, ο πληθωρισμός, το εθνικό νόμισμα, οι ρυθμοί αύξησης του πληθυσμού και της απασχόλησης, και οι κύκλοι της τεχνολογίας είναι παραδείγματα των κύκλων που γενικά κατατάσσονται στην κατηγορία των μακροοικονομικών. Σε αντίθεση, οι μικροοικονομικές μελέτες κυκλικότητας ορίζονται εκείνες οι οποίες εστιάζουν σε συγκεκριμένες περιοχές και οικονομικές δραστηριότητες, όπως κάποιες υποαγορές ή επίπεδα τιμών από τοποθεσίες ακινήτων. Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται επίσης συγκριτικές αναλύσεις για τον εντοπισμό επενδυτικών ευκαιριών μεταξύ συγκεκριμένων που βρίσκονται σε μια περιφέρεια ή σε εθνικό επίπεδο. Παραδείγματα κύκλων που ταξινομούνται γενικά στους μικροοικονομικούς είναι οι κύκλοι ακινήτων, οι κύκλοι ζωής, οι κύκλοι πληρότητας κ.α.

Ο Burns (1935) συνέταξε την πρώτη «έγκυρη» μελέτη με τη χρήση οικονομικών δεδομένων από κυβερνητικούς φορείς και ιδιώτες που αφορούν τους μεγάλους κατασκευαστικούς κύκλους. Οι Grebler και Burns (1982) οποίοι ανέλυσαν το σύνολο του κατασκευαστικού κλάδου, τις δημόσιες κατασκευές, τις ιδιωτικές κατασκευές και την κατασκευή κατοικιών κατά την περίοδο 1950 έως 1978 και κατέληξαν στο ότι υπήρξαν έξι κύκλοι στην κατασκευή κατοικιών και τέσσερις κύκλοι στις κατασκευές ακινήτων (πλην κατοικιών) στις ΗΠΑ. Επίσης διαπίστωσαν ότι οι «κορυφές» του ΑΕΠ οδηγούν και σε κορύφωση του κύκλου των κατασκευών σε περίπου έντεκα μήνες. Ο Brown (1984) αξιολόγησε τις υφιστάμενες πωλήσεις κατοικιών κατά τη διάρκεια της περιόδου από το 1968 έως το 1983. Ο σκοπός του ήταν να ερευνήσει την ύπαρξη κύκλων στην αγορά ακινήτων μετά την αφαίρεση της εποχικότητας στην δραστηριότητα αυτή. Βρέθηκε πως υπάρχει μια υψηλή συσχέτιση μεταξύ των οικονομικών κύκλων και των πωλήσεων των ακινήτων κατά τη διάρκεια της συγκεκριμένης περιόδου που μελετήθηκε.

Σύμφωνα με το Royal Institution of Chartered Surveyors (1994) οι κύκλοι στην αγορά ακινήτων μπορούν να οριστούν ως ακανόνιστες και επαναλαμβανόμενες διακυμάνσεις στις αποδόσεις των ακινήτων περιουσιών, οι οποίες όμως διακυμάνσεις είναι επίσης εμφανείς σε πολλούς άλλους δείκτες δραστηριότητας που σχετίζονται με την αγορά ακινήτων.

Η διάρκεια του κύκλου διαφέρει ανάλογα με τον τύπο των ακινήτων. Ο Wheaton (1999) υποστήριξε ότι ο κύκλος των επαγγελματικών ακινήτων είναι περίπου 10 ετών. Από την μικροοικονομική άποψη, οι διαφορές ανάμεσα στους κύκλους των ακινήτων είναι τέσσερις, και περιγράφονται από τις φάσεις στην πάροδο του χρόνου τους. Στην περίπτωση αυτή, ο κύκλος ζωής της αγοράς ακινήτων μπορεί να χωριστεί σε τέσσερα μέρη: την ύφεση, την ανάκτηση, την επέκταση και την υπερπροσφορά.

2.1.1 Ύφεση

Κατά τη διάρκεια της ύφεσης η δραστηριότητα (που ονομάζεται επίσης προσαρμογή της αγοράς) οι πωλήσεις είναι πολύ χαμηλές, ενώ οι τιμές και τα ενοίκια εξακολουθούν να μειώνονται με υψηλό ρυθμό (Rottke et al., 2006). Η κορύφωση αυτής της μείωσης διαφέρει ανάλογα με τον τύπο ιδιοκτησίας και της τοποθεσίας. Η ζήτηση για το διάστημα

αυτό είναι πολύ χαμηλή και τα κενά ακίνητα ολοένα και αυξάνονται. Η φάση της ύφεσης κατακύλισμα περιλαμβάνει (Trass, 2004):

- Αυξημένα κενά ακίνητα
- Μειωμένη ροή μετρητών για τους επενδυτές
- Η αύξηση των τιμών παύει και οι αξίες των ακινήτων πέφτουν
- Το χρονικό διάστημα για να πουληθεί ένα ακίνητο αυξάνεται σημαντικά
- Η χρηματοδότηση των ακινήτων είναι πιο δύσκολο να επιτευχθεί
- Πολλοί επενδυτές ακινήτων αποκτούν χαμηλές ταμειακές ροών και πωλούν τα χαρτοφυλάκιά τους ακίνητης περιουσίας τους με χαμηλές αποδόσεις

2.1.2 Ανάκαμψη

Η δεύτερη φάση ονομάζεται ανάκαμψη, όπου η αγορά σταθεροποιείται από την έναρξη της ανάκαμψης των τιμών, και απορροφά το όποιο υπερβάλλον κενό χώρο. Αυτό σημαίνει ότι το ποσοστό κενών ακινήτων αρχίζει να προσεγγίσει κάποια επίπεδα ισορροπίας, όπου η προσφορά ισούται με τη ζήτηση. Σύμφωνα με τους Rottke et al. (2006), η ανάκαμψη συνήθως προκαλείται από παράγοντες που περιλαμβάνουν το πέρασμα του χρόνου και άλλους εξωτερικούς παράγοντες, όπως η αναθεώρηση των φορολογικών νόμων. Σε ένα κανονικό πέρασμα του χρόνου, ο κύκλος των ακινήτων συνεχίζει την πορεία του. Μετά την ύφεση, το επίπεδο των νέων οικοδομικών αδειών και ο αριθμός των κατασκευαστικών έργων είναι χαμηλός. Τελικά, αυτή η φάση της αγοράς ακινήτων χαρακτηρίζεται συχνά από την εισαγωγή μιας νέας τεχνολογίας ή ενός προϊόντος. Σε αυτό το στάδιο, είναι δύσκολο να προβλεφθεί ποιες θα είναι οι εταιρείες και τα προϊόντα που θα προκύψουν ως ηγέτες στη βιομηχανία κατασκευής ακινήτων (Lynch et al., 2000). Ορισμένες εταιρείες θα είναι εξαιρετικά επιτυχημένες, ενώ άλλες δεν θα επιβιώσουν, αλλά η αγορά, παρ'όλα αυτά, θα αρχίσει να ανακάμπτει. Στη φάση της ανάκαμψης παρατηρείται (Trass, 2004):

- Αύξηση ενοικίων και ταμειακές ροές των επενδυτών
- Το χρονικό διάστημα για να πουληθεί ένα ακίνητο μειώνεται
- Οι τιμές των ακινήτων αρχίζουν να αυξάνουν
- Ο κύκλος συνεχίζεται

2.1.3 Επέκταση

Μετά την ανάκαμψη, οι τιμές συνεχίζουν να αυξάνονται, τα ποσοστά κενών ακινήτων μειώνονται, και, ως εκ τούτου, ο χώρος γίνεται ολοένα και πιο δύσκολα εκμεταλλεύσιμος. Αυτό προκαλεί αύξηση στις τιμές των ενοικίων με ταχείς ρυθμούς, πράγμα που γεννά νέες κατασκευές λόγω της προοπτικής υψηλών κερδών. Κατά συνέπεια, η οικοδομική δραστηριότητα αυξάνει δραματικά (Geirlele et al., 2013). Εκτός αυτού, σε κλαδικό επίπεδο, οι πωλήσεις και τα κέρδη αυξάνονται ραγδαία, καθώς η αγορά αποκτά νέα προϊόντα τα οποία δεν έχουν κορεσθεί (Bodie et al., 2002). Ένα παράδειγμα αυτής της διαδικασίας είναι από την αγορά της Βραζιλίας, όπου αναπτύχθηκαν σε κλειστές πολυκατοικίες και σπίτια, διαμερίσματα που προσφέρουν ποιότητα, ασφάλεια, αναψυχή και ελκυστικούς όρους πληρωμής. Συνήθως, οι τιμές κατά τη διάρκεια της επέκτασης αρχίζουν να αυξάνονται λόγω των δυνάμεων της αγοράς ή της κερδοσκοπίας που επικρατεί λόγω των υψηλότερων τιμών. Η αύξηση των επενδύσεων, που αναζητούν υψηλότερα κέρδη, είναι ο κοινός παρονομαστής της αύξησης των τιμών (Lynch et al., 2000). Αυτός ο παράγοντας θα μπορούσε να επιδεινώσει τις αυξήσεις των τιμών, προκαλώντας μια έκρηξη και, ενδεχομένως, μια φούσκα. Οι Agnello και Schuknecht (2011) ορίζουν τις «φούσκες», ως τις αυξήσεις των τιμών για μεγάλες χρονικές περιόδους. Οι Zhou και Sornette (2007) επισημαίνουν ότι ο όρος «φούσκα» χρησιμοποιείται ευρέως, αλλά σπάνια είναι σαφώς καθορισμένος.

Μια εξήγηση δόθηκε από τους Case και Shiller (2003) και Engstend (2006), οι οποίοι όρισαν την φούσκα ως μια κατάσταση όπου υπερβολικές προσδοκίες των μελλοντικών αυξήσεων των τιμών κατοικιών προκαλούν τιμές οι οποίες αξιολογούνται μόνο σε μια προσωρινή στιγμή. Αν οι τιμές των κατοικιών συνεχίζουν να αυξάνονται πέρα από την πραγματικότητα της αγοράς, αυτό μπορεί να σχηματίσει μια φούσκα που θα μπορούσε να καταλήξει σε μια έκρηξη. Σαφώς, μια φούσκα είναι στενά συνδεδεμένη με την κερδοσκοπία. Ωστόσο, η συμπεριφορά της αγοράς της ακίνητης περιουσίας είναι πιο περίπλοκη.

Παρακάτω αναφέρονται συνοπτικά τι παρατηρείται κατά τη διάρκεια της φάσης αυτής (Trass, 2004):

- Τα ενοίκια αυξάνονται σε επίπεδα που θέτουν σημαντικές οικονομικές πιέσεις στους ενοικιαστές
- Ο χρόνος που χρειάζεται για να πουληθεί ένα ακίνητο μειώνεται σημαντικά
- Οι τιμές των ακινήτων αυξάνονται
- Οι αποδόσεις πέφτουν καθώς οι τιμές πώλησης αυξάνονται αναλογικά περισσότερο από ότι οι τιμές των ενοικίων
- Οι χρηματοδοτήσεις των ακινήτων είναι εύκολο να επιτευχθούν και παρουσιάζονται νέες σειρές από χρηματοδοτικά προϊόντα κάνοντας ευκολότερη την ευκαιρία δανεισμού
- Οι άνθρωποι δανείζονται λόγω των αυξημένων τιμών

2.1.4 Υπερπροσφορά

Αν η αγορά κορεστεί, θα εισέλθει σε μια φάση υπερπροσφοράς. Λόγω της έλλειψης πληροφοριών, οι επενδυτές μπορεί να μην αντιλαμβάνονται ότι η αγορά είναι κορεσμένη (Phyrr et al., 2003). Μπορούν να συνεχίσουν να αντλούν κεφάλαια για την απόκτηση νέων ακινήτων στην αγορά. Σε αυτή τη φάση, οι τιμές αρχίζουν να μειώνονται και τα κενά ακίνητα αρχίζουν να αυξάνουν (Rottke et al., 2006). Ως αποτέλεσμα αυτών των αλλαγών, οι τιμές και η δραστηριότητα των πωλήσεων να αρχίζουν να επιβραδύνονται ακόμα περισσότερο. Οι νέες κατασκευές συνεχίζουν για κάποιο χρονικό διάστημα επειδή οι επενδυτές δεν έχουν ανιχνεύσει την αλλαγή που συμβαίνει στην αγορά ή κάποια σχέδια αξιοποίησης ακινήτων βρίσκονται υπό ανάπτυξη και δεν μπορούν να σταματήσουν (Heeg, 2008). Στην παρούσα φάση, η αγορά ακινήτων μπορεί να αναπτύσσεται πιο αργά από ότι η οικονομία ή, συνηθέστερα, μπορεί να μειωθεί κιόλας.

Οι διακυμάνσεις στις τιμές των ακινήτων μπορούν να έχουν σημαντικές επιπτώσεις στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και εξ' αιτίας του γεγονότος ότι τα πιστοδοτικά κριτήρια που εφαρμόζουν οι τράπεζες είναι πολλές φορές «υπερκυκλικά» και μπορεί να ενισχύουν τις διακυμάνσεις των τιμών. Όπως παρατηρούν οι Herring και Wachter (1999), οι τράπεζες τείνουν να υποεκτιμούν τους πιστωτικούς κινδύνους που ενσωματώνονται στα στεγαστικά δάνεια κατά τη διάρκεια της ανοδικής φάσης των τιμών των ακινήτων. Αυτό μπορεί να οφείλεται σε διάφορους λόγους, όπως σε ανεπάρκεια των συστημάτων αξιολόγησης των κινδύνων, στην έλλειψη αξιόπιστων στοιχείων και πληροφόρησης, αλλά σε σημαντικό

βαθμό επειδή η ίδια η αύξηση των τιμών δημιουργεί μια αίσθηση ασφάλειας και κίνητρο για περαιτέρω πιστωτική επέκταση. Η μυωπική αυτή θεώρηση των πραγμάτων μπορεί τελικά να αποδειχθεί ως ο κυριότερος παράγοντας της διατήρησης της ανοδικής τάσης των τιμών και της αύξησης του πιστωτικού κινδύνου για τις τράπεζες. Αντίθετα, μια πτώση των τιμών και μείωση της αξίας των υποθηκευμένων ακινήτων, επειδή αυξάνει τον πιστωτικό κίνδυνο και τις απαιτήσεις κεφαλαίου για τις τράπεζες, μπορεί να οδηγήσει σε περιορισμό της πιστωτικής επέκτασης, μείωση της ζήτησης για κατοικίες και συνεπώς σε ενδυνάμωση της πτωτικής πορείας των τιμών.

2.2 Είδη κύκλων

Στην υφιστάμενη βιβλιογραφία έχουν προταθεί να υπάρχουν τέσσερα διαφορετικά ήδη κύκλων. Μερικοί από αυτούς έχουν άμεση σύνδεση με την γενική οικονομική δραστηριότητα, άλλοι με την αγορά ακινήτων, ενώ άλλοι με τις αλληλεπιδράσεις της αγοράς ακινήτων και της ευρύτερης οικονομίας. Η κατηγοριοποίηση γίνεται όπως παρακάτω (Μπαλωμένος, 2008):

- Κύκλοι 4-5 ετών: Αυτοί οι κύκλοι κινούνται από τους επιχειρηματικούς κύκλους. Οι τελευταίοι επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα γενικά, και έτσι προκαλούν και επιδράσεις στον κύκλο ακινήτων, αφού για παράδειγμα μία ζήτηση εργασιακών χώρων, προκαλεί αύξηση της κατασκευαστικής δραστηριότητας στον τομέα της ανέγερσης επαγγελματικών ακινήτων κ.ο.κ.
- Κύκλοι 9-10 ετών: Αυτοί οι κύκλοι κυρίως εμφανίζονται στην αγορά ακινήτων, και όχι σε άλλες οικονομικές δραστηριότητες. Πιο συγκεκριμένα, βάσει της βιβλιογραφίας, φαίνεται να διαρκούν 10 έτη (Wheaton, 1987). Επίσης, ο Leitner (1994) βρήκε 11ετή κύκλο στην ανάπτυξη νέων γραφειακών χώρων. Ο Barras, (1994) πρότεινε πως ο κύκλος αυτός με τον προηγούμενο συσχετίζονται, αφού υπάρχει τάση προσφοράς ακινήτων για να καλυφθεί η ζήτηση του κάθε επόμενος επιχειρηματικού κύκλου.
- Κύκλοι 20-30 ετών: Αυτοί συνήθως ονομάζονται κύκλοι Kuznets. Μέχρι τα τέλη βέβαια της δεκαετίας του 60', οι κύκλοι Kuznets έπαψαν να υποστηρίζονται στη διεθνή βιβλιογραφία, κυρίως λόγω των περιορισμών στην μεταναστευτική πολιτική των ΗΠΑ. Πρόσφατα όμως, έρευνες με διεθνή προσέγγιση του θέματος,

επισημαίνουν μακρόχρονες αναταράξεις στις αγορές, υπό όρους κατασκευαστικής δραστηριότητας κατοικιών αλλά και γενικότερα κατασκευαστικών δομών. Εντοπίζουν δε, μακρόχρονους κύκλους στην αναλογία διαθέσιμου εθνικού εισοδήματος για την κατασκευή νέου προϊόντος. Αυτοί οι κύκλοι φαίνεται να συνεχίζουν να εμφανίζονται και μεταπολεμικά στις περισσότερες διεθνείς αγορές (Ball κ.α., 1996; Ball και Wood, 1998). Η διάρκεια των μεταπολεμικών κύκλων στην αγορά κατοικιών, παρ' όλα αυτά, δείχνει να είναι μικρότερη από αυτή που πρότεινε ο Kuznets. Οι Ball και Grilli (1997) για παράδειγμα, αναγνώρισαν και κατέγραψαν ένα 12-ετή κύκλο υπό όρους έντασης επένδυσης σε κατοικίες, ερευνώντας τις αγορές έντεκα Ευρωπαϊκών χωρών.

- Κύκλοι 50 ετών: Αυτοί αποτελούν την πιο αμφισβητήσιμη κατηγορία σχετικά με την ύπαρξη και τα αίτιά τους. Συνδέονται κατά γενική ομολογία με κύματα καινοτομίας και εξέλιξης, καθώς επίσης με το ρυθμό διάδοσης και αφομοίωσης της νέας τεχνολογίας (Maddison, 1991).

3. Η αγορά ακινήτων στην Ελλάδα

3.1 Η Ελληνική κρίση

Παρόλο που η περίπτωση της τρέχουσας Ελληνικής οικονομικής κρίσης συνδέεται άμεσα με την προαναφερθείσα παγκόσμια οικονομική της ίδιας περιόδου, με αρχή τη "φούσκα" στην αγορά ακινήτων των ΗΠΑ, οι ιστορικές της ρίζες μπορούν να αναζητηθούν πιο πίσω στον χρόνο. Πέρα του ότι η χώρα, και η οικονομία πέρασαν δύσκολες περιόδους μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο, με τον Εμφύλιο και την Δικτατορία, η αστάθεια αυτών των εποχών πέρασε και στην περίοδο της Μεταπολίτευσης. Ακόμη και σε μια πιο σταθερή, πολιτικά, περίοδο κατά την δεκαετία του 1990, η χώρα είχε συνεχόμενα δημοσιονομικά ελλείμματα, καθώς η οικονομία της δραστηριοποιούταν με το εθνικό νόμισμα της Δραχμής. Αυτό σε συνδυασμό με άλλες μορφές κακοδιαχείρισης της οικονομίας, είχε ως αποτέλεσμα της ένταξη της χώρας στην Ευρωζώνη κατά το 2001, αντί για το 1999, όπως με άλλα κράτη της ΕΕ.

Ύστερα όμως από την ένταξη της Ελλάδας στην ζώνη του Ευρώ, η οικονομία της χώρας απόλαυσε μια σημαντική περίοδο, μεταξύ των ετών 2001 και 2007, όπου παρουσίαζε συνεχόμενη ανάπτυξη. Αρκετοί οικονομικοί αναλυτές χαρακτήρισαν, εκ των υστέρων όμως, αυτή την οικονομική ανάπτυξη ως μη βιώσιμη. Αυτό, διότι σε πολύ μεγάλο βαθμό βασιζόταν στον δανεισμό με χαμηλά επιτόκια τα οποία είχε εξασφαλίσει η χώρα μετά την είσοδο της στην Ευρωζώνη, παρά σε μια ουσιαστική αύξηση της παραγωγής και της οικονομικής της δραστηριότητας. Με την έλευση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης του 2008, η Ελληνική οικονομία, όπως και αρκετές άλλες αναπόφευκτα επηρεάστηκαν αρνητικά και με πολύ ισχυρό τρόπο. Σε αντίθεση όμως με παλαιότερες περιόδους, η Ελλάδα δεν μπόρεσε να αντιμετωπίσει το πρόβλημα την έκδοση νέου χρήματος στην κυκλοφορία, καθώς το δικαίωμα αυτό είχε εκχωρηθεί στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (Buchanan, 2015).

Σε αυτό το σημείο πρέπει να τονιστεί πως η κρίση του 2008 ξεκίνησε ως τραπεζική. Παρόλα αυτά, λόγω του ισχυρού πλήγματος στην Ευρωπαϊκή οικονομία και για να αποφευχθεί ένα ακόμη μεγαλύτερο, λόγω πιθανού κύματος χρεωκοπιών, οι κυβερνήσεις

αρκετών ευρωπαϊκών χωρών έσπευσαν στην προστασία των τραπεζών τους. Η συνέχιση της κρίσης και το 2009 ενέτεινε αυτό το κλίμα αβεβαιότητας, καθώς οι διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές έδειξαν ανησυχία στο ενδεχόμενο του ότι αρκετά κράτη δεν θα μπορέσουν να στηρίξουν το τραπεζικό τους σύστημα. Υπό αυτό το πλαίσιο, οι οικονομίες αρκετών κρατών υποβλήθηκαν σε αυστηρούς ελέγχους προκειμένου να μελετηθεί η βιωσιμότητα τους και η δυνατότητα τους να ανταπεξέλθουν στις διεθνείς υποχρεώσεις τους. Σε ένα τέτοιο διεθνές οικονομικό περιβάλλον, υπό αυτές τις συνθήκες, η Ελληνική οικονομία υποβλήθηκε σε έναν από τους αυστηρότερους ελέγχους. Αυτό, διότι η ευκολία και ο ρυθμός του με τον οποίον δανειζόταν μετά την είσοδο της στην ευρωζώνη, την είχε οδηγήσει στο να έχει δημοσιονομικά χρέη σχεδόν διπλάσια του ΑΕΠ της οικονομίας της. Με αυτό τον τρόπο, μια παγκόσμια χρηματοοικονομική και τραπεζική κρίση, μεταβλήθηκε σε αρκετές χώρες, όπως και στην Ελλάδα σε μια κρίση δημόσιου χρέους (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2014)

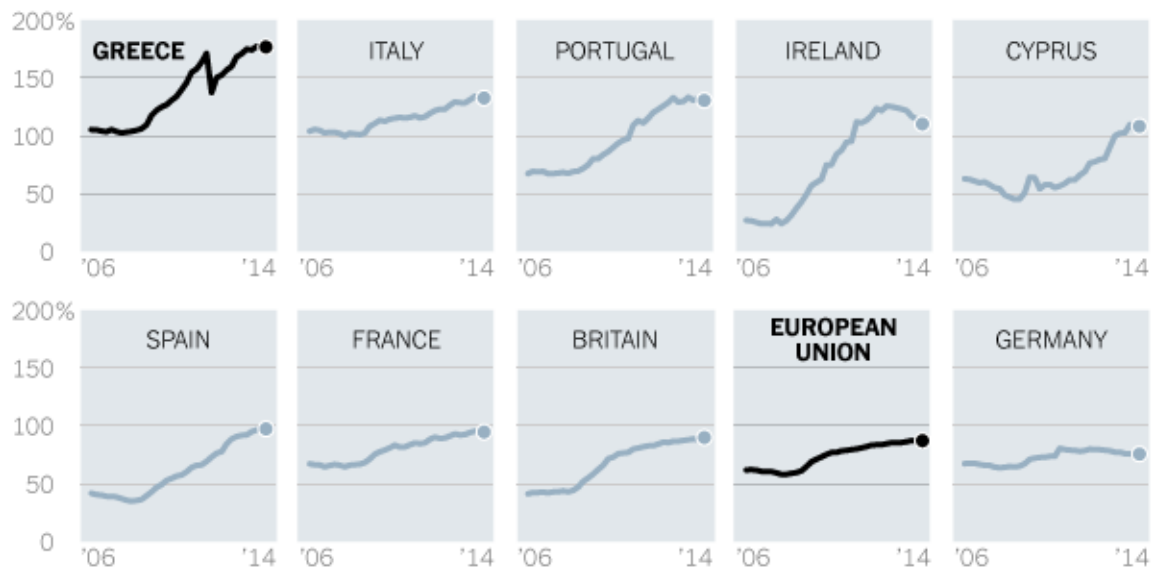
Η πορεία του εξωτερικού δανεισμού της Ελλάδας, ως ποσοστό σε σχέση με το ΑΕΠ και συγκριτικά με άλλες χώρες της ΕΕ για την περίοδο 2006 - 2014, φαίνεται στο ακόλουθο διάγραμμα (5). Είναι εμφανής η ραγδαία άνοδος του δανεισμού, η οποία παρόλο μια μικρή μείωση που εμφανίστηκε λόγω της κρίσης, ανέβηκε στα ίδια επίπεδα, λόγω του δανεισμού μέσω των συμφωνιών-μνημονίων για την αναδιαμόρφωση του χρέους.

Αντιθέτως, ακόμη και χώρες της Νότιας Ευρώπης, που επλήγησαν από την κρίση, όπως η Ισπανία, Πορτογαλία, Ιταλία και Κύπρος, εμφάνισαν με σταδιακά σημάδια σταθεροποίησης, ενώ στην περίπτωση της Ιρλανδίας επετεύχθη και μείωση του εξωτερικού χρέους της ως ποσοστό του ΑΕΠ.

Άλλα ενδιαφέροντα και ενδεικτικά στοιχεία είναι τόσο η πορεία του ΑΕΠ, όσο και το μέγεθος της ανεργίας. Όπως φαίνεται από το διάγραμμα η πορεία του ΑΕΠ είχε ραγδαία άνοδο μέχρι το 2008, γνωρίζοντας μετά, λόγω της κρίσης, απότομη πτώση. Όπως αναφέρθη πριν, η ραγδαία αυτή άνοδος του ΑΕΠ, δεν ήταν βιώσιμη, καθώς βασιζόταν κυρίως στον εξωτερικό δανεισμό, και όχι σε δημιουργία μια ισχυρής παραγωγικής οικονομίας. Αναπόφευκτο αποτέλεσμα ήταν μια τέτοια ισχυρή κρίση να οδηγήσει σε έναν

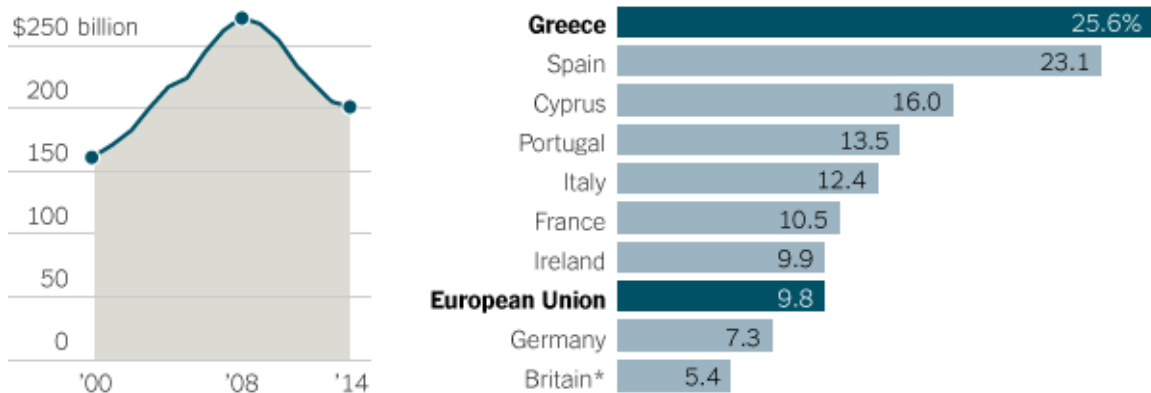
φαύλο κύκλο, όπως θα μειώνεται η αγοραστική ικανότητα των καταναλωτών, οδηγώντας εταιρίας σε μειώσεις προσωπικού, ή ακόμα και πτωχεύσεις καθώς δεν θα έχουν αρκετά έσοδα, αυξάνοντας το μέγεθος της ανεργίας και ξανά εξ' αρχής.

Διάγραμμα 1: Σύγκριση Εξωτερικού Δανεισμού της Ελλάδας σε σχέση προς το ΑΕΠ σε σχέση με άλλες (2006 - 2014)



Πηγή: Eurostat

Διάγραμμα 2: ΑΕΠ και ανεργία στην Ελληνική οικονομία, 2000 - 2014



Πηγή: Eurostat

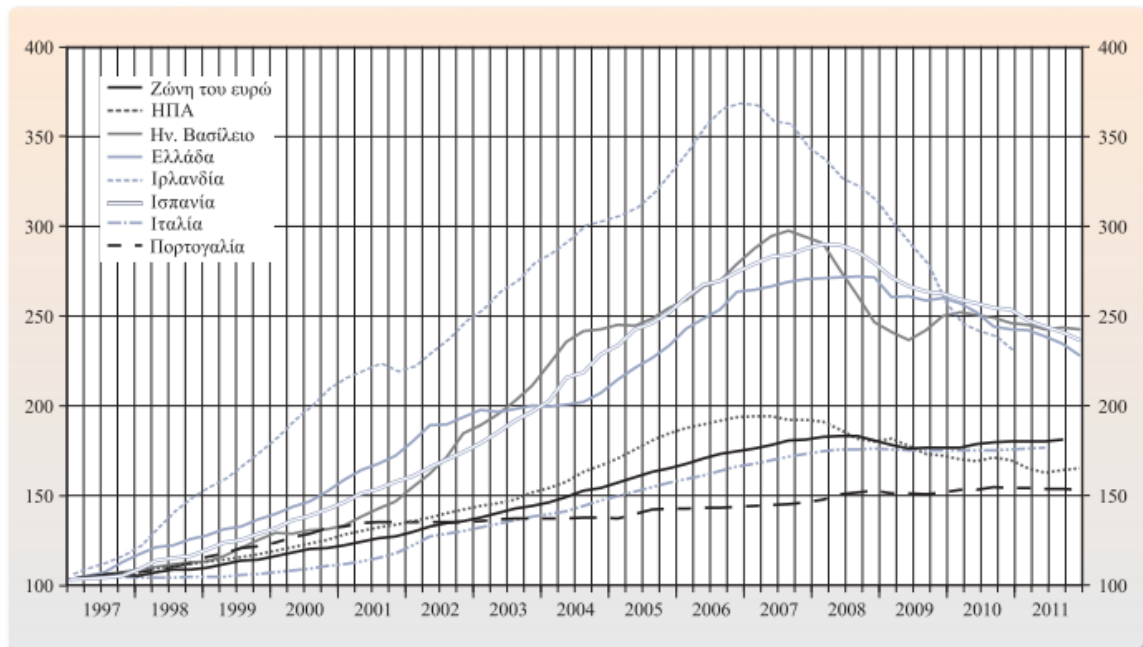
Παρόλη την στήριξη με την μορφή ειδικών συμφωνιών (μνημόνια) για την παροχή οικονομικής βοήθειας στην Ελλάδα, το μεγαλύτερο ποσοστό από αυτά χρησιμοποιείται για την αποπληρωμή προηγούμενων δανειακών συμβάσεων, παρά για την προώθηση τους στον παραγωγικό τομέα της οικονομίας. Παράλληλα οι αποτυχημένες προσπάθειες εφαρμογής των μνημονιακών υποχρεώσεων, από ένα συνεχόμενο κύμα διαφορετικών κυβερνήσεων, ωθεί περαιτέρω σε νέες ανάγκες χρηματοδότησης, και σε επιβολή νέων δυσκολότερων όρων για την αναδιαμόρφωση της οικονομίας (Alderman et al, 2016)

Έχοντας εξεταστεί την ευρύτερη πορεία της Ελληνικής οικονομίας προς την κρίση, το επόμενο βήμα είναι να εξεταστεί και η κατάσταση στις τιμές των κατοικιών και ακινήτων

3.2 Η εξέλιξη των τιμών των κατοικιών

Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζεται η εξέλιξη των τιμών των κατοικιών τα τελευταία 15 έτη στις οικονομίες που βρίσκονται στο επίκεντρο της κρίσης.

Διάγραμμα 3: Εξέλιξη τιμών κατοικιών σε χώρες με κρίση 1997 - 2011



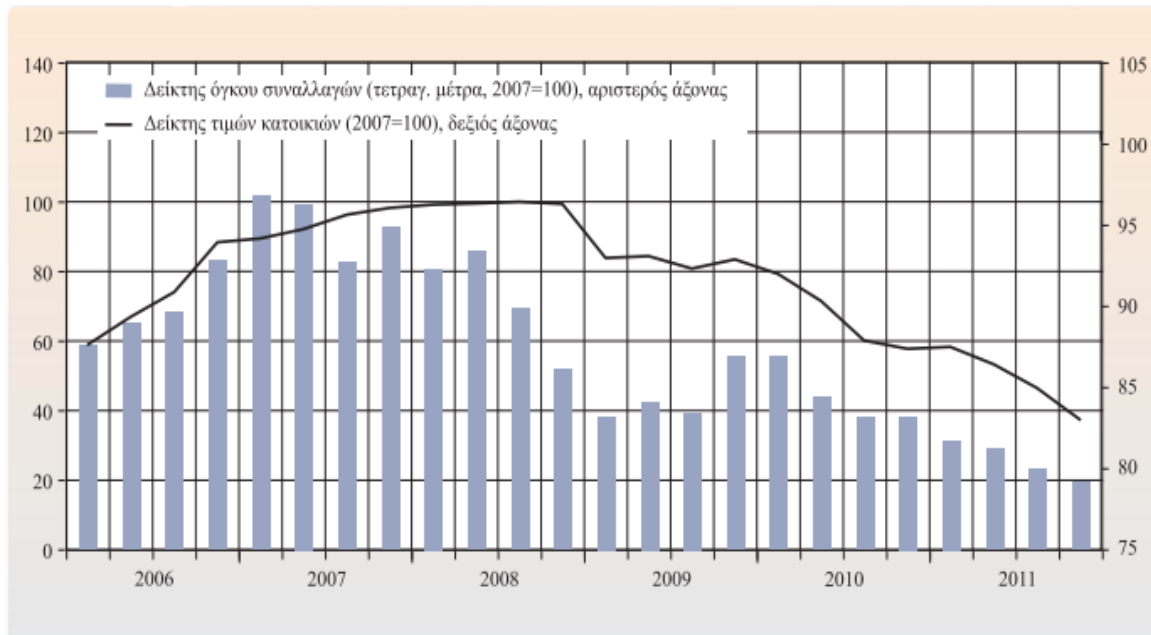
Πηγή: Σαμπανιώτης & Χαρδούβελης (2012)

Με βάση το διάγραμμα 3 που δείχνει την εξέλιξη των τιμών των οικιακών ακινήτων στις χώρες που αντιμετώπισαν της βαθύτερες κρίσεις στην Ευρώπη και την οικονομία των ΗΠΑ, είναι εμφανές πως μέχρι το 2008, οι τιμές τους είχαν διογκωθεί υπερβολικά. Πρέπει να αναφερθεί πως σε αυτό το διάγραμμα τα στοιχεία είναι τριμηνιαία και αφορούν μόνο ονομαστικές τιμές κατοικιών τα εμπορικά ακίνητα. Δεν περιλαμβάνουν δηλαδή τα εμπορικά. Οι δείκτες ξεκινούν με βάση το 100, στο 1ο τρίμηνο του 1997.

Η μεγαλύτερη τέτοια διογκωση παρατηρείται στις ΗΠΑ. Αυτό οφείλεται στους λόγους που έχουν προαναφερθεί. Επίσης φαίνεται μια μικρή χρονική υστέρηση μεταξύ του κύκλου των τιμών στις ΗΠΑ και των κύκλων στην Ευρώπη, κάτι που καταδεικνύει ότι η κρίση στις ευρωπαϊκές οικονομίες μετακλύστηκε από της ΗΠΑ μέσω των διεθνών χρηματαγορών. Στην περίπτωση της Ελλάδος, όπως και της Ισπανίας, παρουσιάζονται οι μεγαλύτερες τιμές των ακινήτων για την κρίσιμη περίοδο. Παρόλα, και ενώ και σε αυτές της δυο χώρες η πτώση της των τιμών των ακινήτων είναι απότομη, στην περίπτωση της Ελλάδος, παρουσιάζεται μια σταθεροποιητική τάση το 2008, για να συνεχίσουν ξανά την καθοδική τάση τους λόγω της ευρύτερης ύφεσης

Στο επόμενο διάγραμμα, παρουσιάζεται η εξέλιξη τόσο του όγκου των συναλλαγών (μετρούμενου σε τετραγωνικά μέτρα) όσο και των τιμών τα τελευταία έξι χρόνια στην Ελλάδα. Αυτό που αποτυπώνει είναι η αρκετά σημαντική πτώση της εν λόγω κίνησης. Σε απόλυτους όρους αυτό είναι εμφανή η πτώση των συναλλαγών κατά περίπου 81%, από 39,7 χιλιάδες το 1ο τρίμηνο του 2007 σε περίπου 7,5 χιλιάδες το 4ο τρίμηνο του 2011. Αυτό οφείλεται ίσως και στην προτίμηση του καταναλωτικού κοινού προς φθηνότερες και μικρότερες κατοικίες.

Διάγραμμα 4: Σύγκριση Όγκου Συναλλαγών και Δείκτη τιμών κατοικιών



Πηγή: Σαμπανιώτης & Χαρδούβελης (2012) 3.3 Μικρο- και μακρο- οικονομικές επιδράσεις των κατασκευών ακινήτων

Δεδομένου του ότι αυτή η κατάσταση και στην Ελλάδα υφίσταται σε από το 2008 μέχρι και το τρέχων έτους του 2016, δεν μπορεί να γίνει αναφορά ουσιαστικά σε μια κρίση, αλλά σε μια παρατεταμένη κατάσταση ύφεσης. Σε αυτό το γενικότερο πλαίσιο, η έρευνα θα εξετάσει το ζήτημα των μη εξυπηρετούμενων δανείων (Non Performing Loans - NPL), με έμφαση στα στεγαστικά δάνεια.

Πιο πριν όμως, είναι αναγκαίο σε αυτή την έρευνα να συζητηθούν και να διερευνηθούν ευρύτερες και σχετικές έννοιες. Σε αυτό το πλαίσιο, στο επόμενο κεφάλαιο μελετάται το οικονομικό και τραπεζικό σύστημα και οι αλληλεπιδράσεις του με τα NPLs.

4. Τα μη – εξυπηρετούμενα δάνεια σε σχέση με το οικονομικό και τραπεζικό σύστημα

4.1 Ο ρόλος των τραπεζών

Προσεγγίζοντας το ζήτημα των μη εξυπηρετούμενων δανείων (Nonperforming Loans, NPLs) θα είναι χρήσιμο πρώτα να γίνει μια εξέταση του ευρύτερου πλαισίου του τραπεζικού συστήματος.

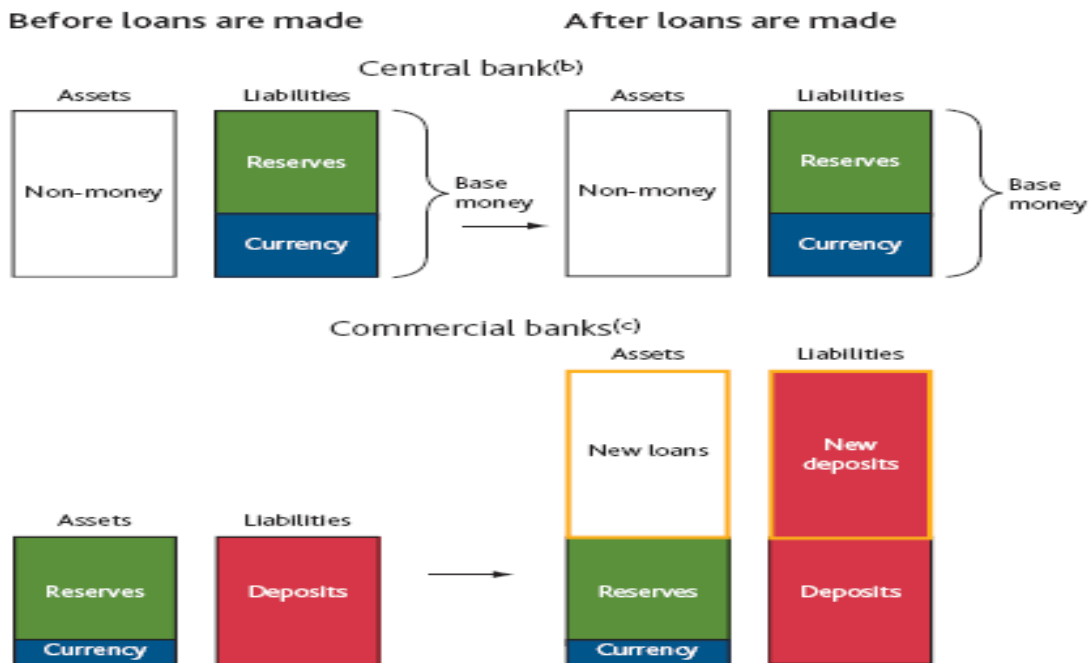
Με αυτό το σημείο ως βάση εκκίνησης, οι McLeay et al. (2014) παρουσιάζουν μια πιο σύγχρονη εξέταση του τρόπου με τον οποίον το εμπορικό τραπεζικό σύστημα συμβάλλει τόσο στην ευρύτερη οικονομία μια χώρας, όσο και στην δημιουργία νέου χρήματος μέσα σε αυτήν. Αναγνωρίζουν ότι, το μεγαλύτερο μέρος των χρημάτων που κατέχει το καταναλωτικό κοινό βρίσκεται συνήθως υπό την μορφή τραπεζικών καταθέσεων. Όμως συχνά δημιουργείται παρεξήγηση με τον τρόπο με τον οποίο της δημιουργίας αυτών των τραπεζικών καταθέσεων. Η μεγαλύτερη ίσως και πιο κοινή παρεξήγηση είναι ότι ο ρόλος που αναλαμβάνουν οι τράπεζες είναι απλώς αυτός ενός ενδιάμεσου, όπου χρησιμοποιεί αντλεί κεφάλαια για να παρέχει δανειοδοτήσεις μόνο τις καταθέσεις που τους έχουν τοποθετήσει οι πελάτες τους. Αυτή η αντίληψη μεταφράζεται στο ότι οι τραπεζικές καταθέσεις δημιουργούνται από τα χρήματα, τα όποια τα καταναλωτικά νοικοκυριά έχουν επιλέξει να μην χρησιμοποιήσουν για κατανάλωση στο παρόντα χρόνο και να τα διαφυλάξουν για κατανάλωση στο μέλλον. Με βάση αυτές τις καταθέσεις των νοικοκυριών, οι τράπεζες στην συνέχεια τις χρησιμοποιούν για να δανείσουν ποσά σε ένα μεγάλο εύρος αιτούντων χρηματοδότηση, όπως εταιρίες για την διενέργεια επενδύσεων, ή ιδιωτών καταναλωτών για την αγορά κατοικιών. Παρόλα αυτά, όταν τα νοικοκυριά επιλέγουν να δεσμεύσουν τα επιπλέον χρήματα τους σε τραπεζικές καταθέσεις, αυτά τα χρήματα, κατά μία έννοια, αφαιρούνται από την αγορά, καθώς θα μπορούσαν να είχαν πάει απευθείας στα ταμεία των εταιριών, δημιουργώντας κεφάλαια και για τις επενδύσεις τους, μέσω βεβαίως της αγοράς των αγαθών και υπηρεσιών τους. Αντιθέτως σε σχέση με την ευρεία αντίληψη, μπορεί λοιπόν να υποστηριχτεί και το ότι δεν είναι οι καταθέσεις των αποθεματικών σε μία τράπεζα που δημιουργούν την ικανότητά της να παρέχει δάνεια.

Αντιθέτως, θα μπορούσε να ειπωθεί ότι η διαδικασία του δανεισμού από την πλευρά των τραπεζών, είναι αυτή που καταλήγει και στην δημιουργία καταθέσεων στα ταμεία τους.

Ένα τρόπος με τον οποίον μπορεί να επεξηγηθεί αυτή η σχέση δημιουργίας χρήματος και τραπεζικών καταθέσεων μέσω της παροχής νέων δανείων, και είναι και σχετικός με το θέμα της έρευνας, είναι και ο ακόλουθος, όπως παρουσιάζεται από τους McLeay et al (2014). Σε αυτή την περίπτωση, μια τράπεζα που εγκρίνει δάνειο σε έναν ιδιώτη για την αγορά μίας νέας οικίας, δεν το κάνει παρέχοντας του στο χέρι ρευστά μετρητά αξίας χιλιάδων ευρώ. Αντιθέτως, το κάνει πιστώνοντας στον τραπεζικό λογαριασμό του δανειζόμενου, με χρηματικό ποσό αντίστοιχο του δανείου. Σε αυτό το σημείο, και μέσω αυτής της πράξης, υπάρχει δημιουργία νέου χρήματος στην οικονομία..

Η παρακάτω διαδικασία μπορεί να φανεί και μέσω του ακόλουθου διαγράμματος 5, όπου δείχνει την δημιουργία νέου χρήματος μέσω της παροχής δανεισμού από τις εμπορικές τράπεζες. Αυτό όπως φαίνεται μάλιστα, γίνεται και χωρίς την συμμετοχή της κεντρικής τράπεζας για την έκδοση νέων νομισμάτων στην κυκλοφορία χρήματος.

Διάγραμμα 5: Διαδικασία δημιουργίας χρήματος μέσω δανεισμού



Πηγή: McLeay et al (2014)

Ακόμη και σε πρότερες θεωρήσεις για τον ρόλο των τραπεζών, και σύμφωνα με τις προσεγγίσεις ερευνητών όπως οι Fama (1980) και Tobin (1895), τονίζεται ο ρόλος τους ως ευρύτερα ιδρύματα, τα οποία διαχειρίζονται κάποια χαρτοφυλάκια επενδυτικών και χρηματοοικονομικών προϊόντων, όπως τα τραπεζικά αποθέματα, οι εμπορεύσιμοι τίτλοι και δάνεια. Στον τομέα της παροχής τραπεζικών δανείων, οι Nitzsche και Cuthbertson (2008), ισχυρίζονται πως οι τράπεζες, στην ουσία παρέχουν ένα υποκατάστατο μια "λανθάνουσας αγοράς". Αυτό μεταφράζεται ως το ότι, τόσο οι μεγάλες και μικρότερες επιχειρήσεις, όσο και οι ιδιώτες, οι οποίοι επιθυμούν να προβούν σε επενδυτικές κινήσεις με ρίσκο, πολύ πιθανόν δεν θα επιθυμούν οι κινήσεις τους αυτές να γίνουν ευρύτερα γνωστές. Πέρα από την παροχή των αναγκαίων κεφαλαίων, είναι και ο παράγοντας της παροχής εχεμύθειας για την επενδυτική κίνηση, ο οποίος ωθεί τους δανειζόμενους στο να συμφωνήσουν σε τελικά ρήτρες όπου θα παρέχουν εγγυήσεις όπως τα στοιχεία του ενεργητικού μια επιχείρησης, ή η οικεία ενός ιδιώτη, με σκοπό την λήψη του δανείου.

Γενικά η έννοια του ρίσκου / κινδύνου, είναι υπαρκτή σε κάθε μορφή εταιριών στον επιχειρηματικό κλάδο, και με διάφορες μορφές, είτε αυτές οι κινήσεις αφορούν φυσικές επενδύσεις (πχ. κτίσιμο ενός εργοστάσιου) είτε χρηματοοικονομικές (π.χ. αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων ή χρήση παραγώγων). Μέσα σε αυτό ευρύτερη έννοια, οι Lumby και Jones (2007) διαχωρίζουν το ρίσκο σε δύο μορφές:

- **Το επιχειρηματικό ρίσκο (business risk) ή αλλιώς και συστηματικό ρίσκο (systematic risk):** Αυτή η μορφή ρίσκου έγκειται στους κινδύνους και στην αβεβαιότητα που αντιμετωπίζουν τα καθαρά ρευστά διαθέσιμα μιας επιχείρησης, που δημιουργούνται από την λειτουργία των στοιχείων του ενεργητικού της. **Το χρηματοοικονομικό ρίσκο (financial risk):** προέρχεται από την σχέση μεταξύ των ιδίων και των δανειακών κεφαλαίων με την οποία χρηματοδοτεί μια επιχείρηση της λειτουργίες και τις επενδύσεις της. Με την αυξημένη χρήση δανειακών κεφαλαίων, μια επιχείρηση μπορεί να αυξήσει τις επενδυτικές πρωτοβουλίες, με πιθανή συνέπεια την αύξηση του κύκλου εργασιών της, και της κερδοφορίας της. Παρόλα αυτά, σε μία αγορά που αντιμετωπίζει ύφεση, και μειώνονται σημαντικά τα έσοδα της επιχείρησης αυτή, ίσως να μην είναι σε θέση να ικανοποιήσει της δανειακές ρήτρες και να οδηγηθεί σε πτώχευση. Σε αυτό το

σημείο η τράπεζα βρίσκεται μπροστά στην απόφαση του να επαναδιαπραγματευθεί τους δανειακούς όρους με την εταιρία, ή να προχωρήσει σε κατασχέσεις των στοιχείων ενεργητικού που έχουν τεθεί ως εγγυήσεις, και να προχωρήσει στην δημοπράτηση τους με σκοπό την μείωση των απωλειών της.

Οι Dirk και Nitzsche (2007), αναφέρουν ορισμένες επιπλέον μορφές ρίσκου που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες. Μέσα στα πλαίσια αυτής της έρευνας, ενδιαφέρουν έχουν και οι παρακάτω:

Νομικός Κίνδυνος : Αφορά τον κίνδυνο που προκύπτει από την μη πραγματοποίηση μιας δανειακής, ή οποιασδήποτε άλλης μορφής συμβάσεως, κατά τα συμφωνηθέντα.

Κίνδυνος Ρευστότητας : Η αδυναμία από πλευράς του συμβαλλομένου μέρους στο να ανταπεξέλθει στις χρηματικές συναλλαγές, μέσα στο συμφωνημένο χρονικό πλαίσιο.

Πιστωτικός Κίνδυνος: Η έλλειψη χρηματικών κεφαλαίων από την πλευρά του συμβαλλόμενου μέρους, που συχνά οδηγεί και στην χρεωκοπία του. Πέρα από την χρεωκοπία του συμβαλλόμενου μέρους (εταιρία ή ιδιώτης) πλήττεται και η τράπεζα, καθώς χάνει μέρος των αρχικών κεφαλαίων που δάνεισε .

Κίνδυνος Αγοράς: Αυτή η μορφή κινδύνου συνίσταται στην αλλαγή των τιμών των στοιχείων ενεργητικού. Με αυτό τον τρόπο ο δανειολήπτης μπορεί να υποστεί σημαντικές ζημιές, εάν η τιμή του ενεργητικού που έχει αγοράσει με το δάνειο πέσει σημαντικά, ενώ αυτός συνεχίζει την αποπληρωμή με τους όρους της αρχικής δανειακής σύμβασης.

Κίνδυνος Κινήτρων: Η μορφή αυτή κινδύνου προκαλείται από την παροχή κινήτρων στους εργαζομένους, με βάση του όγκου των δανείων ή και άλλων χρηματοοικονομικών συμβάσεων που θα συνάψουν. Ενώ μέχρι ενός σημείου η παροχή τέτοιων κινήτρων είναι χρήσιμη για την αύξηση του κύκλου εργασιών της τράπεζας, ένας υπερβάλλον ζήλος, με σκοπό την μεγιστοποίηση μόνο των προσωπικών τους απολαβών, μπορεί να οδηγήσει τους υπαλλήλους σε σύναψη τέτοιων συμβάσεων με επισφαλή δανειζόμενα μέρη.

Κίνδυνος μοντέλου υπολογισμού: Αυτή η μορφή προκαλείται από χρήση ενός λανθασμένου μοντέλου, ή λανθασμένης τεχνικής εκτίμησης για την ποσοτικοποίηση του αναμενόμενου κινδύνου, από την εκάστοτε επενδυτική θέση. Ένα λανθασμένου / μη

κατάλληλο μοντέλο, που μπορεί να δώσει χαμηλότερη αξία του κινδύνου από την πραγματικά αναμενόμενη, πιθανότατα θα οδηγήσει και σε μεγαλύτερες ζημιές την επιχείρηση, ή την τράπεζα που το χρησιμοποιεί. Σε αυτό το σημείο εξετάστηκε ο ρόλος των τραπεζών στα ευρύτερα πλαίσια της οικονομίας. Ιδιαίτερης σημασίας είναι ο ρόλος τους στην παροχή δανείων, ενός μηχανισμού που θέτει διάφορους τομείς της οικονομίας σε κίνηση. Επίσης στο πρώτο κεφάλαιο, μελετήθηκε το προηγούμενο της αγοράς των ακινήτων στις ΗΠΑ, που προκάλεσε την μεγάλη και παγκόσμια κρίση του 2008.

Σε συνέχεια των ανωτέρω, και με δεδομένο την συνεχιζόμενη χρηματοοικονομική κρίση στην Ελλάδα, χρήζει και η κατάσταση του ευρύτερου Ελληνικού τραπεζικού.

4.2 Το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα

Κάνοντας μια ιστορική αναδρομή στην πορεία του Ελληνικών τραπεζών, αναγνωρίζεται σε πρώτη φάση ότι το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, μέχρι και τα τέλη του 1980 ήταν ρυθμιζόμενο σε υψηλό βαθμό. Οι ρυθμίσεις αυτές αφορούσαν κυρίως σε δυο τομείς. Η μία ήταν το μέγεθος και η κατεύθυνση των πιστώσεων που προσφέρονται στην αγορά. Τέτοιο παράδειγμα είναι η χρηματοδότηση συγκεκριμένων τομέων της οικονομίας και ιδιαιτέρως του δημοσίου τομέα. Ο άλλος τομέας τον οποίων αφορούσαν οι ρυθμίσεις ήταν αυτός των επιτοκίων. Ένα τέτοιο αυστηρά ελεγχόμενο καθεστώς οδηγούσε τελικά σε σημαντικές στρεβλώσεις της λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος (Voridis, 1993).

Από τις αρχές του 1990 και ύστερα όμως, παρατηρήθηκε μια σταδιακή άρση των περιορισμών στις ελληνικές χρηματοπιστωτικές αγορές. Η κινητήρια δύναμη ήταν βεβαίως η θέληση των διοικούντων για εναρμονισμό των συνθηκών λειτουργίας του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος σε σχέση με το αντίστοιχο περιβάλλον στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Γενικά κατά την δεκαετία του 1990 η απελευθέρωση αυτών των τραπεζικών, κεφαλαιακών, και χρηματοπιστωτικών αγορών προχώρησε πιο δραστικά καθώς ο απώτερος στόχος ήταν ένταξη της Ελλάδος μέσα στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης.

Η σημαντικότητα της δεκαετίας του 1990 έγκειται στο γεγονός ότι μέσα στα πλαίσια αυτής της περιόδου, από τα τέλη του 1980, έως και της αρχές του 2000, δημιουργήθηκαν 16

εμπορικές τράπεζες (Kamberoglou et al 2004). Παράλληλα, σε αυτή την περίοδο παρατηρήθηκαν σημαντικές και αυξανόμενες κινήσεις για την διενέργεια εξαγορών και συγχωνεύσεων. Τέτοιες κινήσεις έλαβαν χώρα, εξαιτίας των αναγκών αυτών των ιδρυμάτων προκειμένου να αυξήσουν το μερίδιο της αγοράς τους, ώστε να εκμεταλλευτούν τα οφέλη που προκαλούνται από τις οικονομίες κλίμακας, με τελικό σκοπό την αύξηση της αποδοτικότητας τους και της κερδοφορίας τους. Στο θέμα ειδικά της αύξησης του μεριδίου αγοράς, οι τράπεζες προέβησαν στην δημιουργία νέων υποκαταστημάτων, με σκοπό την διεύρυνση του δικτύου τους, το οποίο για εκείνη την περίοδο ήταν από τα λιγότερο ανεπτυγμένα σε σχέση με τα αντίστοιχα ευρωπαϊκά (Eichengreen and Gibson, 2001). Επιπλέον, σημειώθηκαν σημαντικές κινήσεις πάνω σε επενδύσεις υποδομών ψηφιακής τεχνολογίας, που οδήγησαν στην συνέχεια και στις δυνατότητες παροχής νέων υπηρεσιών και προϊόντων (Panoroulou, 2005).

Συνέπεια όλων αυτών των εξελίξεων ήταν η αύξηση του ανταγωνισμού στην εγχώρια αγορά, καθώς ακόμη και οι σχετικά μικρές τράπεζες παρουσίασαν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Αυτή η τάση συνεχίστηκε και την δεκαετία του 2000. Οι κινητήριες δυνάμεις αυτής της περιόδου ήταν η είσοδος της Ελλάδος στην ζώνη του Ευρώ, καθώς και οι ισχυρές επενδυτικές και αναπτυξιακές τάσεις, που δημιουργήθηκαν με σκοπό την διενέργεια των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004.

Πέρα από όλους αυτούς τους παράγοντες, την περίοδο εκείνη σημειώθηκαν και ευρύτερες αλλαγές σχετικά με τις κατευθύνσεις προς την περαιτέρω βελτίωση των θεσμικών ρυθμίσεων στον χρηματοοικονομικό τομέα. Τέτοιες ρυθμίσεις αφορούν για παράδειγμα την δημιουργία ενός εθνικού πιστωτικού διατραπεζικού οργανισμού, την επιτακτική εφαρμογή των ρυθμίσεων και κανόνων όπως αυτές θεσπίστηκαν από τις συμφωνίες της Βασιλείας, ή το νέο νομοθετικό πλαίσιο για τις πτωχεύσεις που τέθηκε σε εφαρμογή το 2007.

Το ξέσπασμα της παγκόσμιας κρίσης του 2008, που έγινε εμφανές με καθυστέρηση το 2009 στην Ελλάδα, επέφερε σημαντικές πιέσεις και στον εγχώριο τραπεζικό τομέα.

Έχοντας εξετάσει όλα τα ανωτέρω, είναι σημαντικό να τονιστεί πως αυτές οι ευρύτερες αλλαγές, προκάλεσαν και μεταβολές στους τρόπους με τους οποίους οι ελληνικές τράπεζες

αντιμετώπιζαν το ζήτημα των σχετικών χρηματοπιστωτικών κινδύνων, καθώς και των μεθόδων διαχείρισης τους.

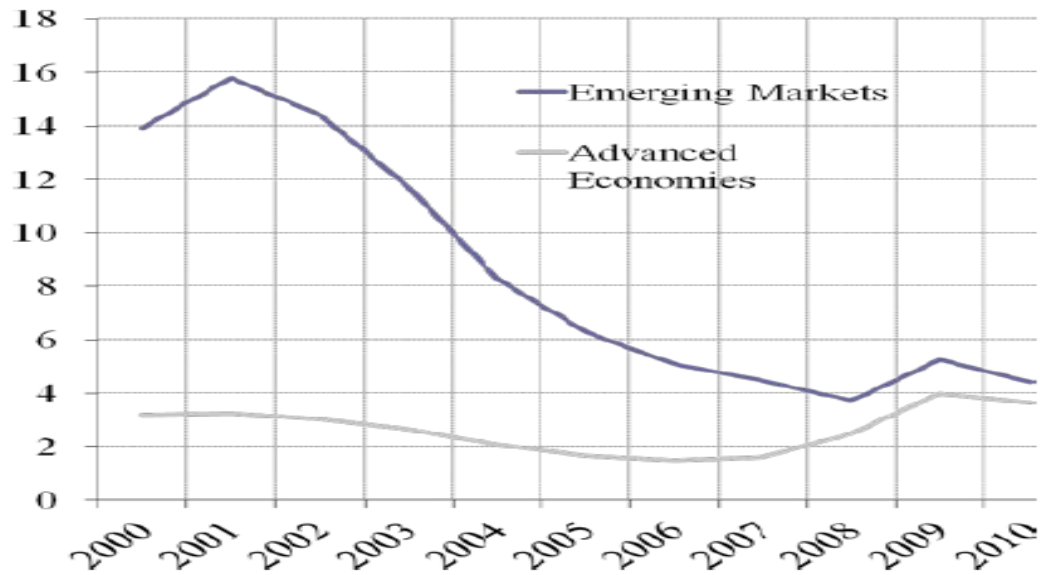
Στο παραπάνω πλαίσιο των χρηματοπιστωτικών κινδύνων, εντάσσεται προφανώς το θέμα των NPLs τόσο στο ευρύτερο πλαίσιο του, όσο και συγκεκριμένα στην αγορά ακινήτων. Πριν όμως εξετασθεί το ζήτημα αυτών των δανείων, τόσο σε ευρωπαϊκό, και εγχώριο πλαίσιο, όσο και αναφορικά με τα NPLs για την κατηγορία των ακινήτων, χρήσιμο θα είναι να διεξαχθεί μια ευρύτερη ανάλυση.

5. Ακαδημαϊκή έρευνα στα μη εξυπηρετούμενα δάνεια

Οι Beck et al (2013) εξέτασαν την πιστωτική ικανότητα των δανειακών χαρτοφυλακίων ανάμεσα σε διάφορες χώρες, σε περιόδους πριν και μετά τα έτη της παγκόσμιας κρίσης του 2007 - 2008. Ενώ βρήκαν πως στα χρόνια πριν από την κρίση, η πιστωτική ικανότητα των περισσότερων δανειακών χαρτοφυλακίων παρέμενε για αρκετό καιρό σταθερή, μετά την χρηματοοικονομική κρίση του 2008, η ποιότητα του ενεργητικού των τραπεζών έχει, κατά μέσο όρο, μειωθεί σημαντικά. Παρόλα αυτά, η επιδείνωση αυτή έχει παρουσιάσει σημαντικές ανομοιομορφίες ανάμεσα σε διάφορες οικονομίες. Σε συνέχεια αυτής της παρατήρησης, οι Beck et al (2013), διενήργησαν έρευνα ανάμεσα σε 75 χώρες κατά την περίοδο 2000 - 2010. Μέσω της χρήσης οικονομετρικής ανάλυσης κατέληξαν στο ότι η μεταβλητή με την μεγαλύτερη στατιστική σημαντικότητα, η οποία επηρεάζει και τους δείκτες των NPLs, είναι ο πραγματικός ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ. Αυτό σημαίνει ότι μια μεταβολή στον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ, τόσο σε εγχώρια, όσο και σε παγκόσμια κλίμακα, παραμένει ένας από τους πλέον σημαντικούς παράγοντες κινδύνου για τα τραπεζικά στοιχεία ενεργητικού, επηρεάζοντας ανάλογα και τις αυξητικές τάσεις των NPLs. Τα γενικότερα ευρήματα της ερευνάς τους παρουσιάζονται στα ακόλουθα σχεδιαγράμματα 8 και 9.

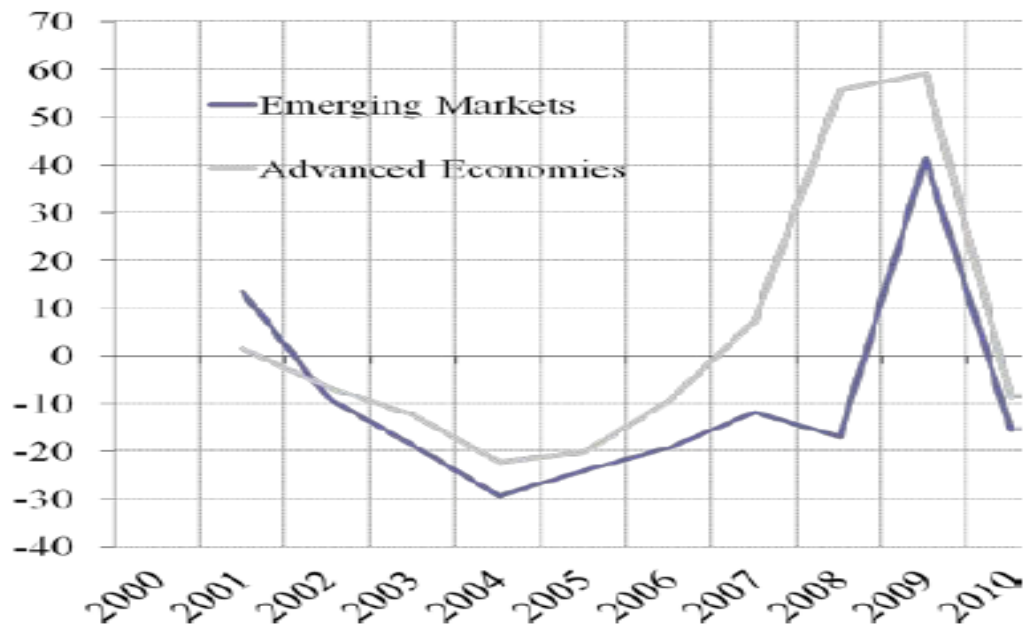
Παρόλα αυτά, οι διακυμάνσεις στην παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα δεν είναι ικανές από μόνες τους να προσφέρουν μια πλήρη εξήγηση για τις τάσεις των NPLs μεταξύ των διαφόρων χωρών και περιόδων. Σε αυτό το σημείο χρειάστηκαν περαιτέρω εμπειρικά δεδομένα, ώστε να εξετασθούν επιπλέον παράγοντες που επηρεάζουν τις μεταβολές του μεγέθους των NPLs με βάση τα πλαίσια μιας χώρας / οικονομίας.

Διάγραμμα 6: Ποσοστό των NPLs σε σχέση με τον συνολικό αριθμό δανείων (2000 - 2010)



Πηγή: Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και Παγκόσμια Τράπεζα

Διάγραμμα 7: Αύξηση των NPLs σε Ανεπτυγμένες και Αναπτυσσόμενες Οικονομίες (2000 - 2010)



Πηγή: Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και Παγκόσμια Τράπεζα

Έτσι κατέληξαν στους επιπλέον παράγοντες:

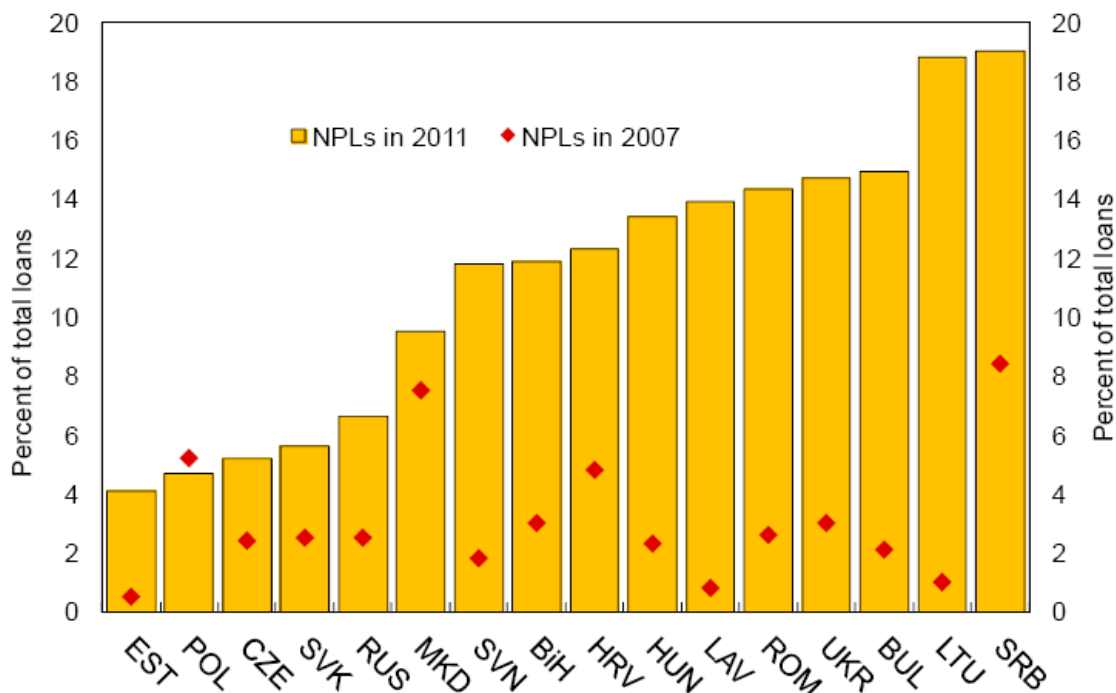
- Οι πτωτικές τάσεις των ισοτιμιών συναλλάγματος, οδηγούν σε αύξηση των NPLs, ιδιαίτερα σε χώρες που έχουν παράσχει υψηλό βαθμό δανειοδότησης προς ακάλυπτους και αφερέγγυους δανειζόμενους στο εξωτερικό.
- Οι πτωτικές τάσεις στις τιμές των χρηματιστηριακών μετοχών μπορούν επίσης να επηρεάσουν αρνητικά την ποιότητα του ενεργητικού των τραπεζών, ιδιαίτερα σε χώρες με μεγάλες αγορές κεφαλαίων σχετικά με το ΑΕΠ τους.
- Επιπλέον παρατηρείται θετική σχέση ανάμεσα στις αυξητικές τάσεις των επιτοκίων δανεισμού και των τάσεων για αύξηση του αριθμού των NPLs.

Με βάση αυτά τα στοιχεία, οι χώρες με μεγάλες οικονομίες, και πιο εξειδικευμένα χρηματοοικονομικά συστήματα, θα μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν περισσότερες ακόμη μεταβλητές για μέτρηση του ρυθμού των NPLs. Μια τέτοια ανάλυση θα μπορούσαν να γίνει στα πλαίσια της χώρας, όσο και ανά οικονομικό τομέα. Όσον αφορά τις αναπτυσσόμενες οικονομίες, αυτές χαρακτηρίζονται κυρίως από μικρά επίπεδα κεφαλαιακής ανάπτυξης, και μεγαλύτερης έκθεσης στις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Με βάση αυτό, θα μπορούσαν να θεωρηθούν ίσως οι καταλληλότεροι δείκτες για αυτές τις χώρες.

Προσεγγίζοντας το θέμα των NPLs σε οικονομίες εγγύτερες της Ελληνικής, οι Klein και Arvanitis (2013), εξέτασαν αυτό το ζήτημα σε 16 χώρες της Κεντρικής, Ανατολικής, και Νοτιοανατολικής Ευρώπης¹ για την περίοδο 1998 - 2011. Σε πρώτη προσέγγιση, και με δεδομένο την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, είναι εμφανές από το ακόλουθο διάγραμμα 10, πως στις περισσότερες χώρες τα NPLs αυξήθηκαν σε σημαντικό ποσοστιαίο βαθμό, με εξαίρεση μόνο την Πολωνία, όπου τα NPLs για το έτος 2011 μειώθηκαν, έστω και οριακά.

Διάγραμμα 8: Ποσοστό μεταβολής των NPLs στις χώρες Κεντρικής, Ανατολικής και Νοτιοανατολικής Ευρώπης κατά τα έτη 2007 και 2011

¹ Βοσνία-Ερζεγοβίνη, Βουλγαρία, Ουγγαρία, Κροατία, Τσεχία, Εσθονία, Λετονία, Λιθουανία, ΠΓΔΜ, Πολωνία, Ρουμανία, Ρωσία, Σερβία, Σλοβενία, Σλοβακία και Ουκρανία



Πηγή: Klein & Arvanitis (2013)

Πάνω σε αυτό το δείγμα των 16 χωρών οι ερευνητές εφάρμοσαν την μέθοδο της γραμμικής παλινδρόμησης, έχοντας χωρίσει τις υπό εξέταση μεταβλητές σε τρεις ευρύτερες ομάδες. Πιο συγκεκριμένα, η μία ομάδα αφορούσε μακροοικονομικές μεταβλητές, όπως ο ρυθμός μεταβολής της ανεργίας, η υποτίμηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών, σε σχέση με το Ευρώ, και ο πληθωρισμός. Η άλλη ομάδα αφορούσε μεταβλητές στο εσωτερικό επίπεδο των τραπεζών και συγκεκριμένα τον λόγο ιδίων κεφαλαίων προς ενεργητικό, επιστροφή επί των ιδίων κεφαλαίων, λόγος των δανείων προς ενεργητικό και ο βαθμός αύξησης των δανείων. Επίσης χρησιμοποίησαν και δυο μεταβλητές «γενικής» κλίμακας, και πιο συγκεκριμένα την αύξηση του ΑΕΠ της Ευρωζώνης, και τις παγκόσμιες τάσεις αποστροφής προς το επενδυτικό ρίσκο (risk aversion)².

Με βάση αυτά τα αποτελέσματα της ερευνάς τους, πρωτίστης σημασίας για τις μεταβολές των NPLs είναι οι μακροοικονομικοί παράγοντες. Συγκεκριμένα, αύξηση του ρυθμού της ανεργίας επηρεάζει αυξητικά και το επίπεδο των NPLs, ενώ το ίδιο συμβαίνει και με τους ρυθμούς πληθωρισμού. Τη ίδια επίπτωση έχουν και οι υποτιμήσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών σε σχέση με το Ευρώ. Πέρα από τους ενδογενείς παράγοντες των οικονομιών,

² Βασισμένη σε σχετικές μετρήσεις με δείκτες του Standard & Poor's

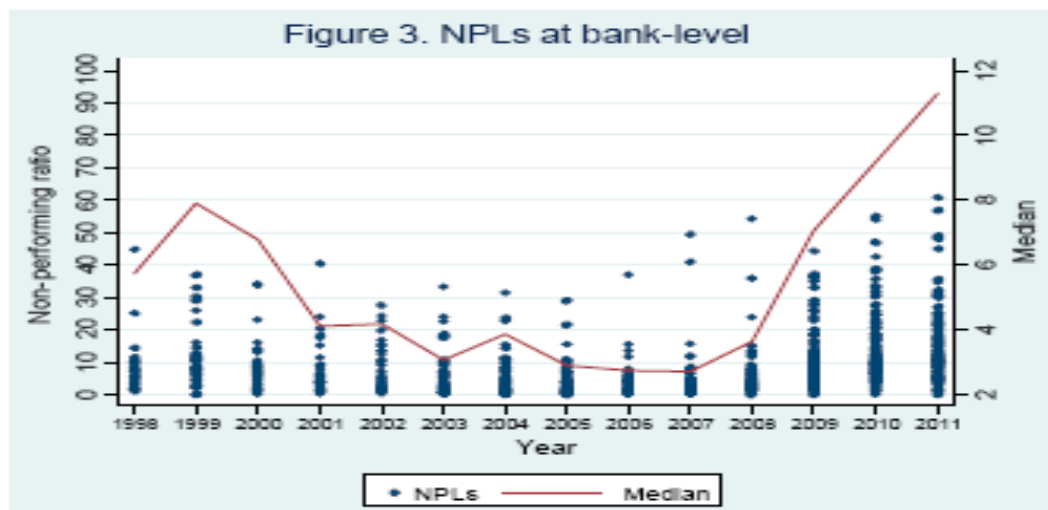
ευρύτεροι παράγοντες, όπως οι μεταβολές του ΑΕΠ της Ευρωζώνης, όσο και η αποστροφή προς τον επενδυτικό κίνδυνο, έχουν επίσης επιπτώσεις στο επίπεδο των NPLs. Πιο συγκεκριμένα, μια μείωση του ΑΕΠ της Ευρωζώνης οδηγεί σε αύξηση του επιπέδου των NPLs, και το αντίστροφο. Όσον αφορά την αποστροφή προς τον επενδυτικό κίνδυνο ίδιο αποτέλεσμα έχουν και οι υψηλές τιμές του, επί των NPLs.

Τέλος, σχετικά με τους ενδογενείς παράγοντες του τραπεζικού περιβάλλοντος, παρατήρησαν ότι η υψηλότερη ποιότητα της διοίκησης μιας τράπεζας οδηγεί σε μείωση των επιπέδων των NPLs. Το αντίθετο συμβαίνει όταν υπάρχουν χαμηλά επίπεδα ιδίων κεφαλαίων, καθώς και με την αυξημένη ανάληψη κινδύνου, παράγοντες οι οποίοι οδηγούν σε αύξηση των επιπέδων των NPLs. Το τελευταίο εύρημα δε, είναι συμβατό και με την παρατήρηση των Dirk και Nitzsche (2007), που αναφέρουν ότι η παροχή αυξημένων κινήτρων στους υπαλλήλους των τραπεζών, μπορεί να οδηγήσει και σε αύξηση του ρίσκου της τράπεζας. Οι παρατηρήσεις για τους παράγοντες του τραπεζικού συστήματος ισχύουν τόσο για την περίοδο πριν, όσο και μετά την κρίση.

Πάντως, όπως φαίνεται από το ακόλουθο διάγραμμα 11, ο μέσος όρος αυτών των δανείων ενώ για ένα σημαντικό διάστημα παρουσίαζε τάσεις σταθεροποίησης σε χαμηλά επίπεδα, μετά τις αρχές του 21ου αιώνα, με την υιοθέτηση του ευρώ σημείωσε μεγάλη άνοδο.

Δεδομένων αυτών των συνθηκών, οι ερευνητές προτείνουν πως θα ήταν χρήσιμο να προβούν οι τράπεζες σε ένα ξεκαθάρισμα των δανειακών τους χαρτοφυλακίων, προκειμένου να διευκολύνουν της δυνατότητες αποπληρωμής των δανείων. Παρόλα αυτά, κάτι τέτοιο θα απαιτούσε ίσως και ένα γενναίο κούρεμα των δανείων, μια κίνηση που είναι συζητήσιμο αν θα έβρισκε σύμφωνες τις περισσότερες τράπεζες. Εναλλακτικά ένας διακανονισμός της περιόδου αποπληρωμής ίσως θα ήταν μια καταλληλότερη λύση και για τα δυο μέρη.

Διάγραμμα 9: Ποσοστά και μέσος όρος των NPLs στις τράπεζες των χώρες Κεντρικής, Ανατολικής και Νοτιανατολικής Ευρώπης (1998 - 2011)



Πηγή: Klein & Arvanitis (2013)

Εξετάζοντας το ίδιο ζήτημα για την Ιταλία, μια οικονομία γειτονική στην Ελλάδα, αλλά και από τις σημαντικότερες στην Ευρώπη, ο Cuccineli (2015), ανέλυσε τα δεδομένα 488 τραπεζών, εισηγμένων τόσο στο χρηματιστήριο, όσο και μη, για την περίοδο 2007 - 2013. Στο σύνολο τους, αυτές οι τράπεζες, αποτελούσαν το 75% του συνόλου του Ιταλικού τραπεζικού συστήματος. Όπως και στις προηγούμενες έρευνες που παρουσιάστηκαν, χώρισε τις υπό εξέταση μεταβλητές σε δύο ομάδες. Η μία είναι οι μακροοικονομικοί παράγοντες της ευρύτερης οικονομίας και η δεύτερη είναι οι μικροοικονομικοί παράγοντες αναφορικά με το περιβάλλον της τράπεζας. Πιο συγκεκριμένα, στην πρώτη ομάδα άνηκαν: α) ο ρυθμός αύξησης της ανεργίας, β) ο ρυθμός αύξησης του πληθωρισμού και γ) ο ρυθμός αύξησης του εγχώριου ΑΕΠ. Και οι τρεις αυτοί παράγοντες χρησιμοποιήθηκαν για την μέτρηση της ζήτησης για χορήγηση δανείων. Στην δεύτερη ομάδα, σχετικά με τους παράγοντες του εσωτερικού περιβάλλοντος των τραπεζών χρησιμοποίησε: α) τον λόγο των NPLs σε σχέση με τα εξυπηρετούμενα δάνεια, β) τον λόγο απώλειας της αξίας των δανείων, ως στοιχείο μέτρησης της ποιότητας του τραπεζικού πιστωτικού χαρτοφυλακίου, γ) τον ρυθμό μεταβολής του λόγου δανείων προς καταθέσεις, δ) τον ρυθμό μεταβολής των συνολικών καταθέσεων των πελατών, και ε) τον λόγο των ιδίων κεφαλαίων προς το συνολικό ενεργητικό. Επίσης χρησιμοποιήθηκε μια ψευδομεταβλητή με την τιμή 1 αν η τράπεζα είναι εμπορική και 0 για το αν είναι τράπεζα άλλης μορφής.

Όπως αναδεικνύουν και οι προηγούμενες μελέτες, έτσι και ο Cuccineli (2015), υποστήριξε ότι υπάρχει αυξημένος πιστωτικός κίνδυνος για τις τράπεζες, ο οποίος προκύπτει τόσο από την αύξηση των NPLs όσο και από την αύξηση των προβλέψεων για δανειακές επισφάλειες. Παράλληλα τα ευρήματα δείχνουν ότι αυτή η τάση δεν διαφέρει από το αν η τράπεζα είναι εμπορική ή όχι. Γενικά η έρευνα του για εκείνη την περίοδο επιβεβαίωσε το ότι τράπεζες, ανεξαρτήτως τύπου, έχουν μειώσει την δραστηριότητα τους σε χορήγηση δανείων, με σκοπό στο να μην επιβαρυνθούν με νέες επισφάλειες, όσο και στο να έχουν περιθώριο να χειριστούν καλύτερα της ήδη υπάρχουσες στο χαρτοφυλάκιο των δανείων.

Σημαντικοί είναι παράγοντες όπως η ανεργία, ο πληθωρισμός και ο ρυθμός της αύξησης τους. Ένας σημαντικός ρυθμός αύξησης της ανεργίας πλήττει, όπως είναι εύκολα κατανοητό, την αγοραστική δυνατότητα του καταναλωτή, οπότε θα είναι εύλογο να προστρέξει για δάνειο. Παρόλα αυτά, μην έχοντας εισόδημα, μειώνονται σημαντικά οι δυνατότητες αποπληρωμής του δανείου του, με αποτέλεσμα να αποτελεί ακόμη και εξ αρχής μια επισφάλεια. Παράλληλα, από την πλευρά των επιχειρήσεων, η αύξηση του ρυθμού της ανεργίας σημαίνει ότι δεν θα υπάρχουν δυνατότητες μεγέθυνσης τους, με δεδομένες τις συγκεκριμένες συνθήκες τις αγοράς. Αντιθέτως προσπαθούν να μειώσουν τα έξοδά τους, για αυτό και προβαίνουν σε απολύσεις. Αυτό έχει ως συνέπεια ότι ούτε και αυτές πρόκειται να προβούν στην λήψη νέων δανείων για την διενέργεια νέων επενδύσεων. Τέλος ο ρυθμός πληθωρισμού αφορά τις αυξητικές τάσεις των τιμών των προϊόντων. Με αυτό υπόψη, ο ιδιώτης ή η επιχείρηση που αιτείται δάνειο, θα πρέπει να ζητήσει μεγαλύτερο ποσό, λόγω των αυξητικών τάσεων των τιμών. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, τόσο η τράπεζα, όσο και οι δανειοδοτούμενοι να επωμίζονται, ο καθένας από την πλευρά του το κόστος της επισφάλειας.

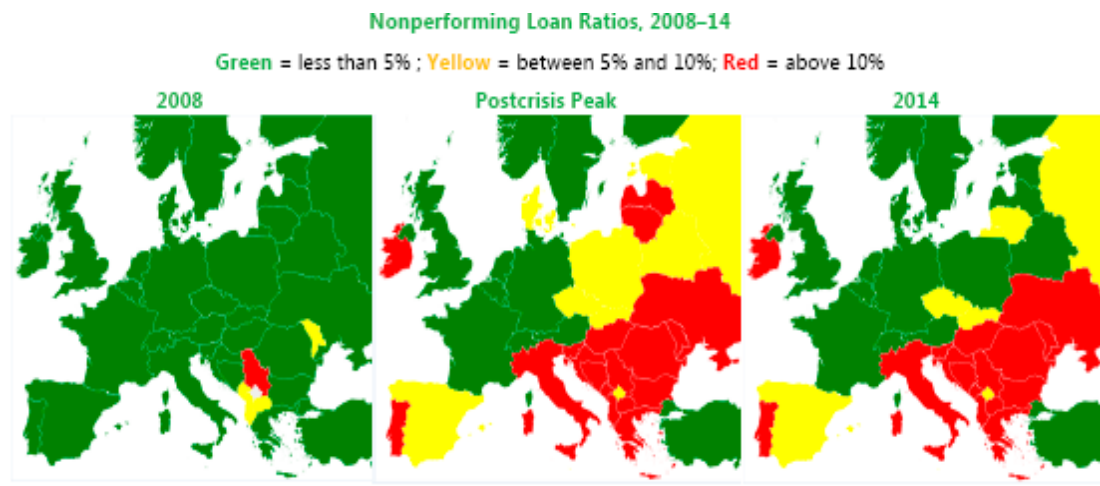
Με βάση την ύπαρξη των ανωτέρω παραγόντων σε μια εγχώρια αγορά, είναι ευνόητο πως αυτές οι συνθήκες μετακυλίνουν προς το εσωτερικό των τραπεζών. Το τελικό αποτέλεσμα είναι να καταλήξουν σε αύξηση των λόγων όπως ο όγκος των NPLs προς τον συνολικό όγκο δανείων, ο όγκος των επισφαλειών προς τον όγκο δανείων, καθώς ο ρυθμός μεταβολής των τραπεζικών καταθέσεων. Οι μη επιθυμητές μεταβολές τέτοιων δεικτών μπορεί να οδηγήσουν πρώτα σε συρρίκνωση του κύκλου εργασιών των τραπεζών, με περαιτέρω συνέπειες τις συγχωνεύσεις, κλεισίματα υποκαταστημάτων και απολύσεις.

6. Έρευνα αγοράς στα μη εξυπηρετούμενα δάνεια

6.1 NPLs σε ευρωπαϊκό επίπεδο και προτάσεις

Όπως φαίνεται και από το ακόλουθο διάγραμμα 12, το ζήτημα των NPL αφορά το μεγαλύτερο μέρος της Ευρώπης .

Διάγραμμα 10: Απεικόνιση των NPLs ανά Ευρωπαϊκό κράτος



Πηγή: Aiyar et al (2015)

Ενώ είναι εμφανές, και αναμενόμενο ότι οι περισσότερες χώρες παρουσιάζουν αύξηση των NPLs, μετά την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2008, ένα σημαντικό ποσοστό, κυρίως χωρών του ευρωπαϊκού νότου συνεχίζει να κινείται σε υψηλά επίπεδα μέχρι και το 2014. Αναφορικά, πρέπει να τονιστεί, ότι στις χώρες που παρουσιάζουν υπερβολικά υψηλά ποσοστά μέχρι και το 2014 είναι η Ελλάδα (35%), αλλά και η Κύπρος (περισσότερο από 40%). Παράλληλα, στο θέμα των τραπεζικών ομίλων, 16 τράπεζες σε 8 χώρες ανέφεραν ότι τα χαρτοφυλάκια τους περιέχουν 30% από NPLs.

Παρόμοια, αλλά πιο ξεκάθαρη πληροφόρηση παρέχει το γράφημα 13, όπου παρέχει το μέγεθος των NPLs ως ποσοστό, σε σχέση με το σύνολο των δανείων, ανά χώρα.

Μια πρώτη παρατήρηση είναι ότι στις χώρες τη Ευρωζώνης, τα NPLs παρουσιάζουν υψηλά ποσοστά κυρίως στην ομάδα χωρών γνωστή με την υποτιμητικό χαρακτηρισμό PIIGS³. Η συγκεκριμένη ομάδα, πέρα από το ζήτημα των NPLs, με την έλευση της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008, αντιμετώπισε και ευρύτερα προβλήματα, καθώς τα συγκεκριμένα κράτη είχαν υψηλά ποσά δανεισμού, και έγινε αναγκαίο να ενταχθούν σε προγράμματα αυστηρής λιτότητας με σκοπό την επανάκαμψη τους, για την ικανοποίηση των δανειακών τους υποχρεώσεων (Roubini & Mihm, 2001).

Από το συγκεκριμένο γκρουπ χωρών, μόνο η Ιρλανδία κατάφερε μέχρι το 2014 να μειώσει το ποσοστό των NPLs σε σχέση με την υψηλότερη τιμή τους αυτή την περίοδο. Στην

³ Portugal, Italy, Ireland, Greece, Spain

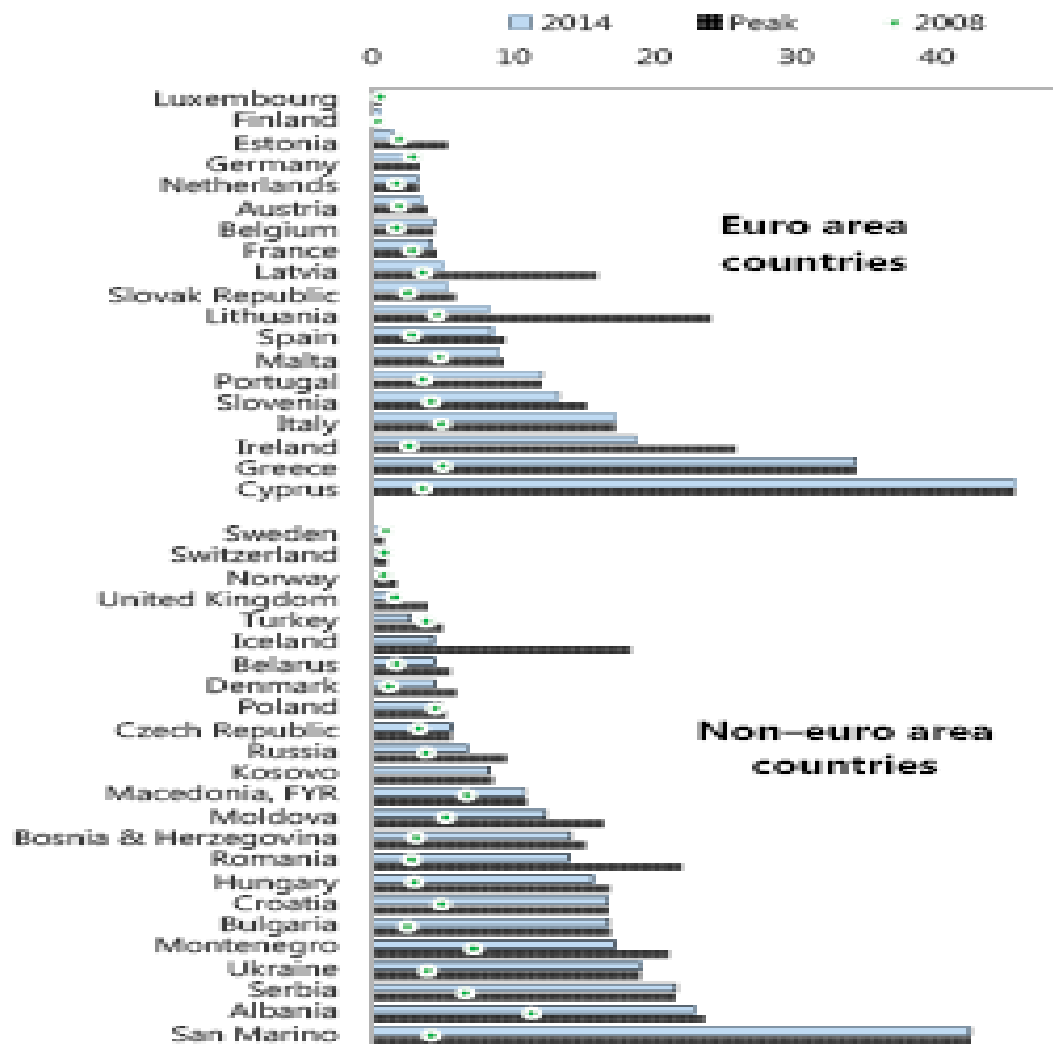
περίπτωση της Ιρλανδίας, αυτό συνέβη λόγω των πολιτικών που εφαρμόστηκαν, χρησιμοποιώντας και την υποστήριξη του δημοσίου, ώστε οι τράπεζες να μεταφέρουν τα στοιχεία NPLs εκτός των ισολογισμών τους (Aiyar et al. 2015).

Παράλληλα με την Ιρλανδία, σημαντικές μειώσεις στα ποσοστά των NPLs παρουσίασαν η Λιθουανία, και η Λετονία, που γνώρισαν επίσης ακραίες υψηλές τιμές. Γενικά, τόσο οι προαναφερθείσες τρεις χώρες, όπως και Ρουμανία και Ισλανδία, που είναι εκτός της ευρωζώνης, κατάφεραν στο να ελέγξουν το ζήτημα των NPLs, μέσω της χρήσης έγκαιρων και επιθετικών μέτρων, ώστε να αναδιαμορφώσουν τα πλαίσια που καθορίζουν το καθεστώς αφερεγγυότητας. Επίσης σε μερικές περιπτώσεις κατάφεραν να ιδρύσουν Οργανισμούς Διαχείρισης Κεφαλαίων⁴ (AMC) ώστε να αντιμετωπίσουν πιο αποδοτικά το συγκεκριμένο ζήτημα. Η επιτυχία των κινήσεών τους φαίνεται καθαρά από το σχεδιάγραμμα 13, κάτι που τις φέρνει και σε αντίθεση με την κατάσταση σε άλλες χώρες της Ευρωζώνης.

Είναι προφανές πως χώρες (ουσιαστικά της νότιας Ευρώπης) όπως η Ισπανία, η Πορτογαλία, η Ιταλία, η Ελλάδα και η Κύπρος, ακόμη και μέχρι το 2014, έξι χρόνια μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, κινούνται στα υψηλότερα επίπεδα των NPLs. Αυτό δείχνει την αδυναμία αυτών των χωρών στο να προβούν σε επαρκείς κινήσεις αναγνώρισης της απομείωσης (impairment) του ποσού των NPLs καθώς και αργοπορία στις διαδικασίες διαγραφής τους ή διάθεσής τους στην αγορά. Επίσης, ιδιαίτερα στις περιπτώσεις της Ελλάδας και της Κύπρου, παρατηρείται πολύ αργή, ή ακόμη και μηδαμινή πρόοδος προς την διόρθωση των εταιρικών, όσο και τραπεζικών ισολογισμών (Aiyar et al. 2015).

Διάγραμμα 11: NPLs ως ποσοστό των συνολικών δανείων (2008 - 2014)

⁴ Asset Management Company



Πηγή: Aiyar et al (2015)

Έχοντας αναφερθεί στο θέμα των εταιρικών ισολογισμών, είναι χρήσιμο να εξεταστεί και η έκθεση των διάφορων τομέων της οικονομίας στο ζήτημα των NPLs. Όπως φαίνεται και από τον ακόλουθο πίνακα 1.

Στις πρώτες τρεις θέσεις εμφανίζονται οι χώρες της Κύπρου, Ιρλανδίας και Ελλάδας. Όπως φαίνεται, στην περίπτωση τόσο της Κύπρου, όσο και της Ιρλανδίας, την μεγαλύτερη έκθεση στα NPLs έχει ο επιχειρηματικός τομέας, με τον τομέα του λιανεμπορίου να ακολουθεί με κάποια διαφορά. Αντίθετα στην περίπτωση της Ελλάδος, τόσο ο επιχειρηματικός τομέας, όσο και ο τομέας του λιανεμπορίου κινούνται στα ίδια περίπου

ποσοστά. Αυτό πιθανόν να οφείλεται στο ότι στην Ελλάδα ο επιχειρηματικός τομέας δεν έχει αναπτυχθεί επαρκώς στην χώρα, όπως στις υπόλοιπες.

Πίνακας 1: Δείκτες NPLs ανάμεσα σε διάφορους τομείς της οικονομίας (2014)

	Total	Corporate	Retail	Total (in percent of GDP)
Cyprus	39.4	46.3	29.6	48.0
Ireland	32.2	50.2	21.7	40.9
Greece	25.3	23.2	26.9	25.4
Slovenia	20.2	29.9	11.1	14.6
Italy	17.6	21.0	13.7	12.0
Spain	12.2	18.8	6.8	9.1
Latvia	9.7	7.3	12.1	3.7
Lithuania	8.9	9.7	8.1	3.2
Portugal	7.9	11.1	5.7	7.3
Malta	6.3	8.8	4.7	3.0
Luxembourg	5.0	5.3	3.1	7.0
Slovak Republic	5.0	6.0	4.3	4.4
Austria	4.6	5.0	4.0	2.0
Denmark	4.0	5.5	1.9	1.6
Netherlands	3.7	7.7	1.8	5.5
Belgium	3.4	5.1	2.4	2.3
France	3.2	2.9	3.4	2.7
Estonia	2.5	2.3	2.6	1.4
Finland	1.7	1.8	1.6	0.9

Πηγή: Aiyar et al, 2015

Γενικά παρατηρείται ότι ανάλογα με την ευρύτερη επιχειρηματική δραστηριότητα σε μια οικονομία τόσο αυξάνει και ο μεσοσταθμική τιμή της σχετικά με τα NPLs.

Έχοντας εξετάσει μέχρι αυτό το σημείο το θέμα των NPL στο ευρύτερο ευρωπαϊκό οικονομικό πλαίσιο, στο επόμενο κεφάλαιο θα διεξαχθεί μελέτη του φαινομένου αυτού στο πλαίσιο της Ελληνικής οικονομίας.

6.2 NPLs στην Ελληνική Οικονομία

Οι Louizis et al (2010) αγγίζουν το θέμα των NPLs καθαρά μέσα στο πλαίσιο της ελληνικής οικονομίας και των επιπτώσεων που έχει σε αυτήν. Έμφαση δίνουν ιδιαίτερα στον τραπεζικό κλάδο, καθώς ένα τέτοιο οικονομικό φαινόμενο έχει σημαντικές και αρνητικές επιπτώσεις στην λειτουργία τους. Τονίζουν δε, κάτι που έχει παρουσιαστεί και στο κομμάτι της βιβλιογραφικής ανασκόπησης. Πιο συγκεκριμένα προβάλλουν το ότι ενώ

οι τράπεζες διαθέτουν εκσυγχρονισμένα συστήματα για να ποσοτικοποιούν τέτοιες μορφές κινδύνου βασισμένες κυρίως στα χαρακτηριστικά του δανειζομένου, δεν λαμβάνουν υπόψη πλήρως και επαρκώς εξωγενείς παράγοντες, όπως οι μακροοικονομικές συνθήκες και οι επιχειρηματικοί κύκλοι. Επιπλέον στην έρευνά τους οι Louizis et al (2010), μελετώντας το κομμάτι των ενδοτραπεζικών παραγόντων, αναγνωρίζουν την σημασία μεταβλητών όπως την ποιότητα της διοίκησης, το μέγεθος και την αγοραστικό μερίδιο του οργανισμού, ευρήματα που είναι συμβατά με αργότερες έρευνες όπως των Klein & Arvanitis (2013) και Cuccinelli (2015), οι οποίες έχουν ήδη αναφερθεί.

Έχοντας λοιπόν θέσει αυτό το ερευνητικό πλαίσιο, οι Louizis et al (2010) ασχολήθηκαν με το θέμα των NPLs εξετάζοντας τόσο τους μακροοικονομικούς παράγοντες της ελληνικής οικονομίας, όσο και του εσωτερικού περιβάλλοντος των τραπεζών. Επιπλέον, έδωσαν έμφαση και στην σύγκριση μεταξύ των διάφορων μορφών των δανείων και τους ειδικούς παράγοντες που τα επηρεάζουν. Στα πλαίσια της ερευνάς τους, τα καταναλωτικά, επιχειρηματικά και στεγαστικά δάνεια εξετάζονται ξεχωριστά, με τους καθοριστικούς παράγοντες της κάθε κατηγορίας να λαμβάνονται ανάλογα υπόψη.

Το δείγμα τους αφορά στοιχεία από τις 9 μεγαλύτερες ελληνικές τράπεζες, που αναλογούν περίπου στο 90% του εγχώριου τραπεζικού τομέα, ενώ η περίοδος υπό εξέταση είναι από πρώτο τρίμηνο του 2003, έως και το τρίτο τρίμηνο του 2009. Η σημασία αυτού του χρονικού διαστήματος έγκειται στο ότι περιέχει τόσο μια περίοδο οικονομικής ανάπτυξης, που ξεκίνησε από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, όσο και την ακόλουθη περίοδο της πτώσης, ιδιαίτερα μετά την παγκόσμια κρίση του 2008. Το γεγονός της κρίσης του 2008 ήταν και αυτό που έδρασε καταλυτικά, ώστε να φέρει δυναμικά στο προσκήνιο τις εγγενείς δομικές παθογένειες της ελληνικής οικονομίας.

Όπως και σε προηγούμενες έρευνες οι Louizis et al (2010) διαχωρίζουν τις υπό εξέταση μεταβλητές, ανάμεσα σε αυτές του μακροοικονομικού πεδίου, και αυτές του ενδοτραπεζικού περιβάλλοντος, με σκοπό την διαμόρφωση μοντέλων που θα παρέχουν σχετικές προβλεπτικές ικανότητες. Στην περίπτωση των μακροοικονομικών μεταβλητών κάνουν την βασική υπόθεση του ότι το μέγεθος των NPLs σχετίζεται στενά με τους ευρύτερους οικονομικούς κύκλους της οικονομίας. Πιο συγκεκριμένα, θεωρούν πως όταν η οικονομία βρίσκεται σε διαδικασία ανάπτυξης το μέγεθος των NPLs αναμένεται σχετικά

μικρό, καθώς τόσο οι ιδιώτες, όσο και οι επιχειρήσεις έχουν αρκετά διαθέσιμα ρευστά, ώστε να ανταπεξέλθουν στις δανειακές τους υποχρεώσεις. Παρόλα αυτά, όσο συνεχίζεται η περίοδος ανάπτυξης, τόσο δίνονται δάνεια και σε λιγότερο φερέγγυους δανειολήπτες, με αποτέλεσμα να θέτουν τις βάσεις για αύξηση των NPLs σε περίπτωση ύφεσης. Επίσης πέρα από τον παράγοντα της μείωσης του ΑΕΠ, και άλλοι παράγοντες συμβάλλουν στην αδυναμία εξυπηρέτησης δανείων. Ανάμεσα σε αυτούς είναι και οι ρυθμοί μεταβολής της ανεργίας και των επιτοκίων, καθώς και η οικονομική απαξίωση των εγγύων που έχουν βάλει ιδιώτες και επιχειρήσεις για την λήψη των δανείων τους. Παράλληλα εξετάζουν και ενδοτραπεζικούς παράγοντες που αφορούν τους τρόπους με τους οποίους οι τράπεζες μετρούν τον κίνδυνο που προέρχεται από την δημιουργία και τις επιπτώσεις των NPLs. Τέτοιες μέθοδοι μέτρησης, με βάση τους Berger & DeYoung (1997), είναι μεταξύ άλλων :

- **Η περίπτωση της "κακοτυχίας" (bad luck):** Σε αυτή την περίπτωση, οι αυξήσεις στο μέγεθος των NPL από εξωγενείς παράγοντες, οδηγούν και σε αύξηση του κόστους για την διαχείρισή τους.
- **Η υπόθεση της "κακοδιαχείρισης" (bad management):** Σε αυτή την περίπτωση, η χαμηλή απόδοση από πλευράς διοίκησης του τραπεζικού οργανισμού, ιδιαίτερα στην αποτίμηση του πιστωτικού κινδύνου, οδηγεί σε αύξηση των NPLs.
- **Η υπόθεση της "φειδούς" (skimping) :** Σε αυτή την περίπτωση, οι τράπεζες που αφιερώνουν λιγότερο χρόνο, προσπάθεια και τελικά κόστος, για την αξιολόγηση και παρακολούθηση των δανείων που εγκρίνουν, θα δίνουν την εικόνα ενός αποτελεσματικού οργανισμού. Παρόλα αυτά, κάτι τέτοιο δεν θα συνάδει με την πραγματικότητα, καθώς μια τέτοια ελάσσονα προσπάθεια καταλήγει σε αύξηση των NPLs, ιδιαίτερα σε περιόδους κρίσεως.
- **Η υπόθεση του "ηθικού κινδύνου" (moral hazard):** Η υπόθεση αυτή είναι παρόμοια με τα λεγόμενα των Nietzsche και Cuthbertson (2007), στο ότι οι επικεφαλές τραπεζικών τμημάτων θα εγκρίνουν δάνεια, ακόμη και σε αφερέγγυους δανειολήπτες, με σκοπό να αποκομίσουν διάφορα "μπόνους". Κάτι

τέτοιο παρατηρείται δε, ακόμη και όταν η τράπεζα παρουσιάζει μικρή κεφαλαιοποίηση.

Με βάση αυτό το ερευνητικό υπόβαθρο, οι Louizis et al (2010), κατέληξαν στο ελληνικό περιβάλλον, και με δεδομένες τις επιπτώσεις της κρίσης του 2008, είναι οι μακροοικονομικοί παράγοντες, και ιδιαίτερα ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, καθώς και οι ρυθμοί μεταβολής της ανεργίας και των επιτοκίων δανεισμού που έχουνε σημαντικές επιπτώσεις επί του μεγέθους των NLPs. Επιπλέον από τους παράγοντες του εσωτερικού περιβάλλοντος των ελληνικών τραπεζών που επηρεάζουν την αύξηση των NLPs, κατέληξαν πως ο σημαντικότερος από αυτούς είναι αυτός της "κακοδιαχείρισης". Δηλαδή, η αντίληψη των διοικητικών μελών των τραπεζών στην αξιολόγηση και αποτίμηση του πιστωτικού κινδύνου για κάθε χορήγηση δανείου. Επιπλέον κατέληξαν και σε σημαντικές παρατηρήσεις για τα NPLs της αγοράς ακινήτων, τα οποία όμως θα παρουσιαστούν και θα σχολιαστούν στο αντίστοιχο κεφάλαιο 7.2

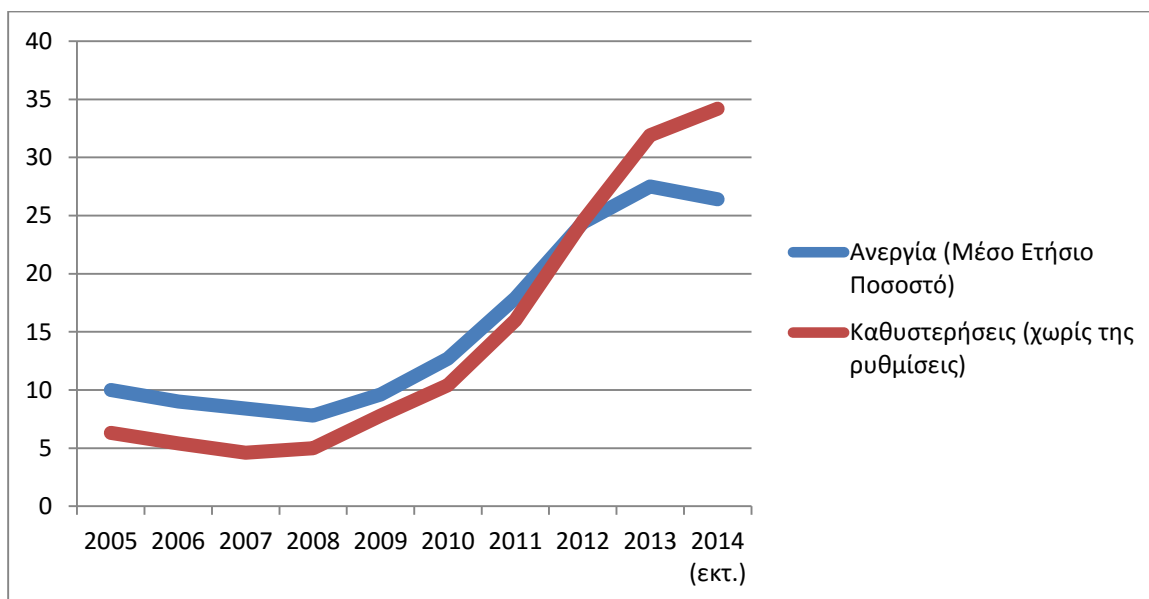
Παρόμοια ανάλυση με πιο πρόσφατα στοιχεία, έχει διεξάγει και η Raftoroulou (2015). Στα πλαίσια της ερευνάς της εξετάζει την επίδραση παραγόντων που ωθούν στην αύξηση των NLPs. Αρχίζοντας με τον παράγοντα της ανεργίας, είναι εμφανές από τον πίνακα 2 πως η σημαντική αύξηση της μετά το 2009, το έτος δηλαδή που οι επιπτώσεις της παγκόσμια κρίσης έγιναν ορατές στην Ελλάδα, συμπίπτει χρονικά με την σημαντική αύξηση των καθυστερήσεων για τις οφειλές αποπληρωμής δανείων. Κάτι τέτοιο είναι και οπτικά πιο εμφανές από το διάγραμμα 14, ενώ τέλος, η σύνδεση των μεταβλητών των ποσοστών ανεργίας και των καθυστερήσεων στις αποπληρωμές δανείων είναι πιο εμφανείς και από τον δείκτη συγγραμμικότητας τους, όπου η θετική τιμή του πλησιάζει την μονάδα ($\rho \approx 0,9862$). Αυτό σημαίνει πως οι μεταβολές των δυο αυτών μεταβλητών έχουν παράλληλα θετικές ή αρνητικές κινήσεις και σχετίζονται μεταξύ τους σε ισχυρό βαθμό.

Πίνακας 2: Σχέση ανεργίας με καθυστερήσεις στην αποπληρωμή δανείων

Έτος	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (εκτ.)
Ανεργία (Μέσο Ετήσιο Ποσοστό)	10	9	8,4	7,8	9,6	12,7	17,9	24,4	27,5	26,4
% Ετήσια Μεταβολή	-	-10,00%	-6,67%	-7,14%	23,08%	32,29%	40,94%	36,31%	12,70%	-4,00%
Καθυστερήσεις (χωρίς της ρυθμίσεις)	6,3	5,4	4,6	5	7,8	10,4	16	24,5	31,9	34,2
% Ετήσια Μεταβολή	-	-14,29%	-14,81%	8,70%	56,00%	33,33%	53,85%	53,13%	30,20%	7,21%

Πηγή : Raftopoulou, 2015

Διάγραμμα 12: Σχέση ποσοστών ανεργίας με καθυστερήσεων στις αποπληρωμές δανείων (2005 - 2014)



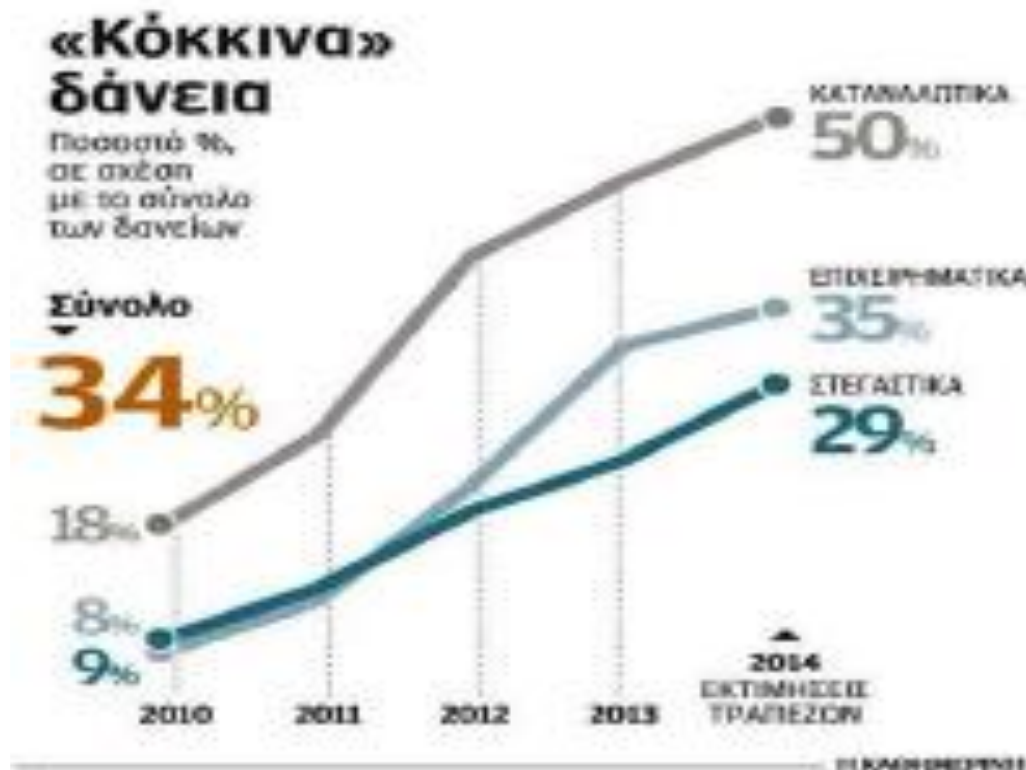
Πηγή : Raftopoulou, 2015

Πίνακας 3: Δείκτης Συγγραμικότητας ποσοστών ανεργίας με καθυστερήσεων στις αποπληρωμές δανείων (2005 - 2014)

	<i>Ανεργία (Μέσο Ετήσιο Ποσοστό)</i>	<i>Καθυστερήσεις (χωρίς τις ρυθμίσεις)</i>
Ανεργία (Μέσο Ετήσιο Ποσοστό)	1	
Καθυστερήσεις (χωρίς τις ρυθμίσεις)	0,986170595	1

Πηγή: Συγγραφέας της διατριβής με επεξεργασμένα στοιχεία από Raftopoulou, 2015

Διάγραμμα 13: Ποσοστιαία μεταβολή των NPL σε διάφορες κατηγορίες δανείων (2010 - 2014)



Πηγή : Raftopoulou, 2015

Μέσα στην περίοδο 2010 με 2014 φαίνεται, από το διάγραμμα 15 ότι το ποσοστό των NPLs στο σύνολο όλων των δανείων είναι στο 34%. Μεταξύ αυτών, η κατηγορία με το υψηλότερο ποσοστό είναι αυτή των καταναλωτικών δανείων με 50%. Ακολουθείται από 35% που αφορά τα επιχειρηματικά δάνεια. με τα στεγαστικά NPLs να φτάνουν στο ύψος του 29%.

Η Raftoroulou (2013) αναφέρεται επιπλέον στον παράγοντα του αποπληθωρισμού (deflation), ένα φαινόμενο που υφίσταται στην ελληνική οικονομία από το 2013 και ύστερα, ως έναν από τους λόγους για την επιδείνωση της κατάστασης στο θέμα της αποπληρωμής των δανείων. Μέσω του αποπληθωρισμού, αυξάνεται το πραγματικό επιτόκιο⁵, με αποτέλεσμα να αυξάνεται και η αξία του χρωστούμενου ποσού. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα όλοι οι συμμετέχοντες στην Ελληνική οικονομία να αντιμετωπίζουν αυξημένο κόστος δανεισμού, είτε πρόκειται για ιδιώτες, επιχειρήσεις, ή ακόμη και το Κράτος. Ιδιαίτερα στην περίπτωση του κράτους η αποπληρωμή του χρέους του είναι εξαιρετικά δύσκολη, παρόλο τα χαμηλά ονομαστικά επιτόκια, με τα οποία έχει συνάψει τα δάνεια, λόγω της συμμετοχής του στην Ευρωζώνη.

Επιπλέον για το έτος 2014, λόγω του υψηλού αποπληθωρισμού, και παρόλη την ανάπτυξη κατά 0,7%, το ονομαστικό ΑΕΠ μειώθηκε κατά 2% από τα € 182,2 δισεκατομμύρια στα € 178,7 δισεκατομμύρια. Αυτό είχε ως συνέπεια την συνεχιζόμενη μείωση των εισοδημάτων, επιβαρύνοντας σημαντικά την εξυπηρέτηση του ιδιωτικού χρέους. Τη ίδια στιγμή ο δείκτης του δημοσίου χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ αυξήθηκε στο 181%, αντί του αναμενόμενου 174%, διαταράσσοντας τις όποιες προοπτικές για την βιωσιμότητα του.

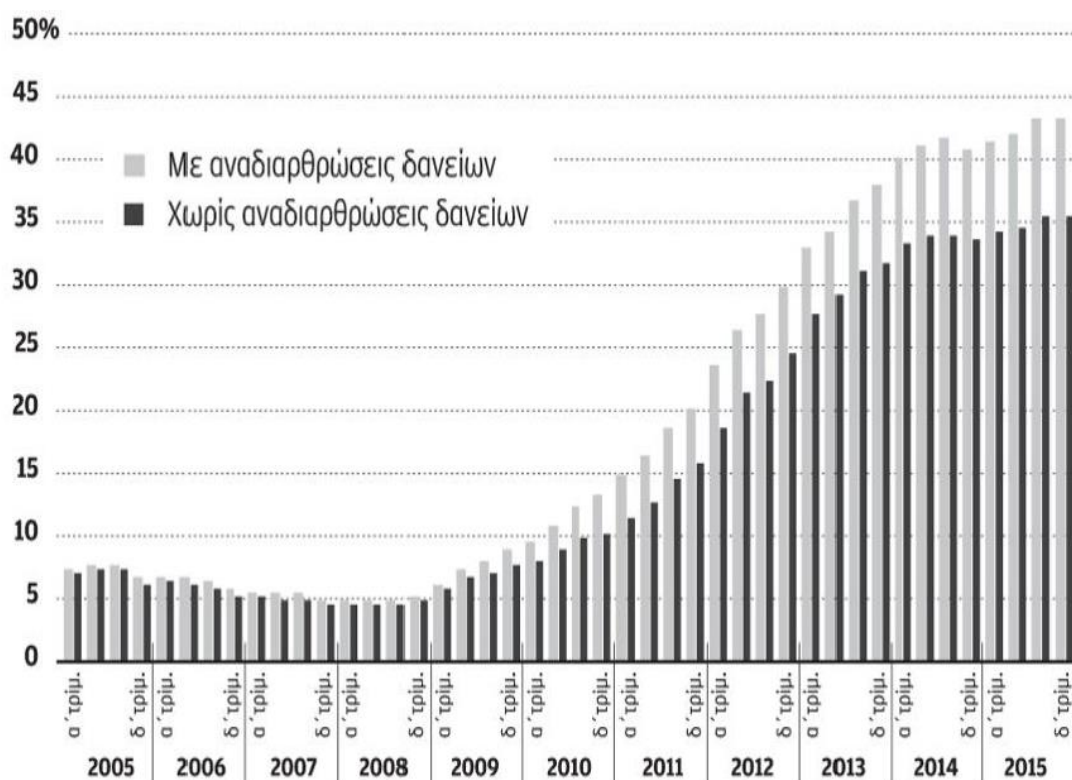
Σε συνέχεια των μελετών των Louizis et al (2010) και Raftoroulou (2013), παραμένει ακόμη αναγκαίο να εξετασθεί το φαινόμενο των NPLs την ελληνική αγορά, και σε μια πιο σύγχρονη περίοδο. Με βάση πρόσφατα στοιχεία (Papadoyiannis, 2016), στην ελληνική οικονομία αντιστοιχεί περίπου το 11% των NPLs από τις χώρες της Ευρωζώνης. Συγκεκριμένα, αυτό σημαίνει 100 δισεκατομμύρια ευρώ, από τα 900 δισεκατομμύρια ευρώ του συνόλου των χωρών. Αυτό μάλιστα, μπορεί να λογικά να εκληφθεί και ως

⁵ Δηλαδή η διαφορά μεταξύ του ονομαστικού επιτοκίου με τον δείκτη πληθωρισμού. Η αύξηση προκαλείται τελικώς, καθώς η αφαίρεση του αρνητικού πληθωριστικού δείκτη από το ονομαστικό επιτόκιο, οδηγεί στην πρόσθεση τους.

δυσανάλογο, καθώς η ελληνική οικονομία αντιστοιχεί μόνο στο 1,5% της Ευρωζώνης. Επιπλέον το ΔΝΤ ανέφερε, πως ενώ το πρόβλημα των NPLs αφορά όλες τις χώρες τις ευρωζώνης, το μεγαλύτερο πρόβλημα παρουσιάζεται στην Ελλάδα με 35% με την Κύπρο να προηγείται με 40%.

Ένα ακόμη ενδεικτικό της κατάστασης είναι το ακόλουθο γράφημα (Eurobank για τα "κόκκινα δάνεια", 2016), όπου προβάλλει την αυξητική τάση των μη εξυπηρετούμενων δανείων ανάμεσα στην δεκαετία 2005 και 2015. Η αύξηση μέσα σε αυτό το χρονικό διάστημα αφορά το ποσοστό των 650% εκατοστιαίων μονάδων, καθώς από το ποσοστό του 6% το 2005 από τα δανειακά χαρτοφυλάκια των τραπεζών, άγγιξαν το ύψος των 45% περίπου μονάδων το 2015, λαμβάνοντας υπόψη και τα NPLs που έχουν υποστεί διαδικασίες αναδιάρθρωσης.

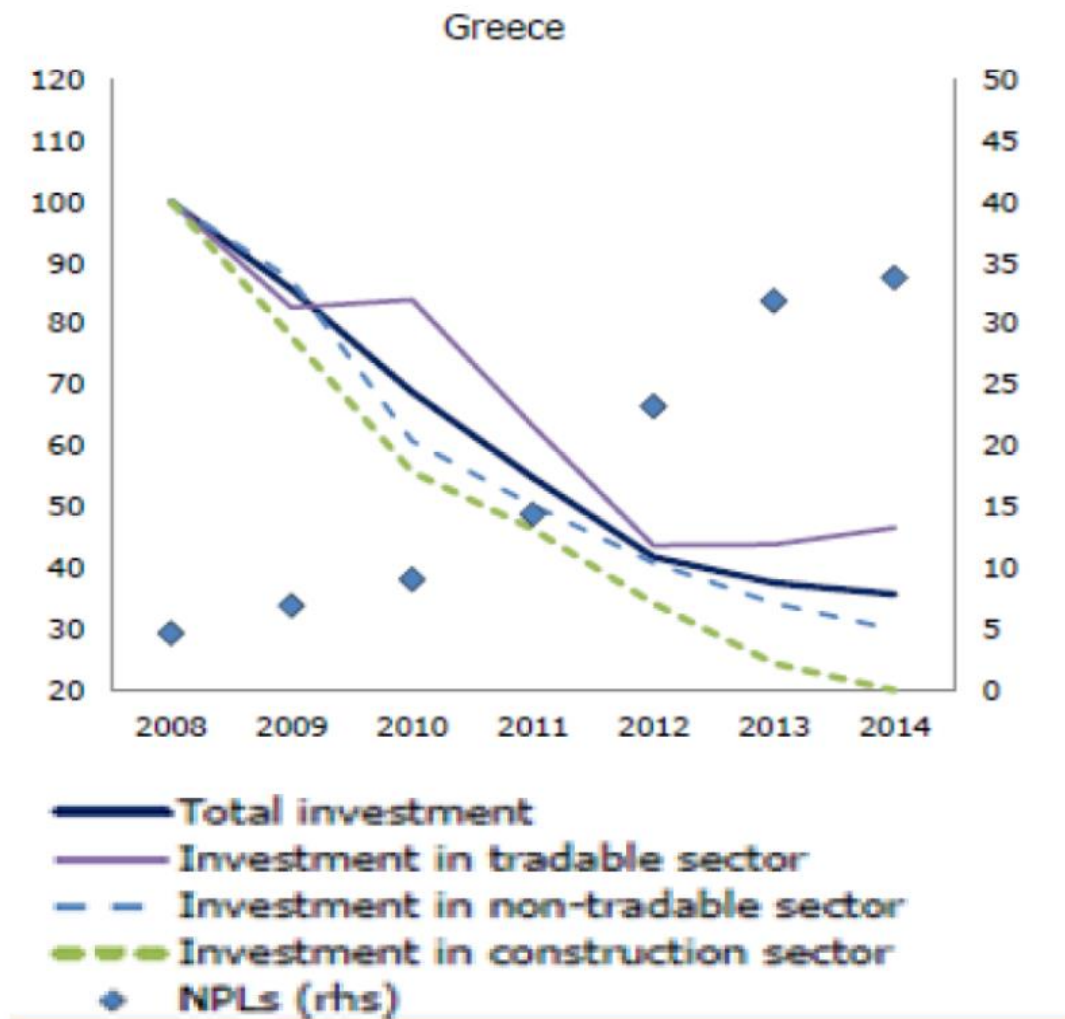
Διάγραμμα 14: Εξέλιξη Δείκτη μη Εξυπηρετούμενων Δανείων 2005 - 2015



Πηγή: Eurobank, από την ιστοσελίδα της Καθημερινής. 2016

Σε συνέχεια των ανωτέρω, και σε ανάλυση των Mesnard et al (2016) για το ευρωπαϊκό κοινοβούλιο, κατέληξαν στο συμπέρασμα πως κατά την περίοδο μεταξύ 2008 και 2015, και με δεδομένες αυτές τις σημαντικές αυξήσεις στα NPLs, οι επενδυτικές δραστηριότητες, τόσο στην Ελλάδα, όσο και στην Κύπρο, μειώθηκαν κατά 60%. Η ελληνική περίπτωση φαίνεται στον σχεδιάγραμμα, με τους περισσότερους κλάδους να ακολουθούν καθοδική πορεία, και με εξαίρεση τον κλάδο του εμπορίου, που εμφανίζει μια αύξηση μετά το 2013.

Διάγραμμα 15: Επενδυτικές δραστηριότητες στην Ελλάδα σε διάφορους τομείς, 2008 - 2015



Πηγή: Mesnard et al (2016)

Αντιθέτως ο τομέας των επενδύσεων στις κατασκευές φαίνεται ότι έχει υποστεί σημαντικότερη μείωση της δραστηριότητας του σε σχέση με τους υπόλοιπους. Οι επιπτώσεις σε αυτό τον τομέα είναι σημαντικές για τον κλάδο των ακινήτων γενικά, καθώς είναι και υπεύθυνος για την δημιουργία νέων κτισμάτων που θα εισέλθουν στην αγορά, είτε ως κατοικίες, είτε ως επαγγελματικοί χώροι. Για να μπορέσει να προβεί η ελληνική κυβέρνηση σε όποιες διορθωτικές δράσεις, πρέπει να επέλθει πρώτα μια συμφωνία με τους δανειστές της χώρας. Στο πλαίσιο αυτών των συζητήσεων, ένα από τα σημαντικότερα θέματα είναι και η διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων για τα ακίνητα. Ιδιαίτερα δε, λόγω του γεγονότος ότι i στο ευρύτερο κοινό, είναι διαμορφωμένη η αντίληψη, ότι τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια των ακινήτων θα πωληθούν σε funds του εξωτερικού, ώστε να γίνουν μετά οι οικείες τους αντικείμενο πλειστηριασμού.

Αυτή ουσιαστικά η κίνηση ονομάζεται ως τιτλοποίηση (securitization) των NPLs, όπως αναφέρθηκε και στο πρώτο κεφάλαιο. Αυτή η μέθοδος αποτελεί ένα φυσικό και αναγκαίο εργαλείο σε μια τέτοια αγορά. Η ανάγκη για αυτή την μέθοδο προκύπτει από το γεγονός του, ότι χρειάζεται αρκετή εξειδίκευση και εμπειρία στην διαδικασία επιλογής και διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων κεφαλαίων, καθώς και από το γεγονός του ότι όσοι έχουν την ικανότητα και πρόθεση να διαχειριστούν τέτοια κεφάλαια, μπορεί να μην διαθέτουν την κατάλληλη χρηματοδότηση ώστε να τα αποκτήσουν.

Η τιτλοποίηση είναι μια κατηγορία στοιχείων ενεργητικού, που χαρακτηρίζεται από ετερογενή στοιχεία. Αυτό επειδή εμπεριέχει ένα ευρύ πλήθος χρηματοοικονομικών στοιχείων που προέρχεται από διαφορετικές οντότητες και βρίσκεται στην ιδιοκτησία επενδυτών που λειτουργούν με διαφορετικές προσεγγίσεις. Με αυτό ως δεδομένο πρέπει ακόμη να τονιστεί πως παρά τις απότομες πτώσεις του ΑΕΠ σε σημαντικές χώρες της Ευρωπαϊκής οικονομίας⁶, τα τιτλοποιημένα δάνεια στην Ευρώπη παρουσίασαν ποσοστό μονό στο 2,5% σχετικά με τον βαθμό χρεωκοπίας τους, μεταξύ των ετών 2007 και 2013. Αυτό το στοιχείο έρχεται σε αντιπαράθεση με τα δεδομένα της αγοράς των ΗΠΑ. Εκεί, ενώ το ΑΕΠ μειώθηκε συνολικά κατά 4,8% την περίοδο της κρίσης, ο βαθμός χρεωκοπίας των τιτλοποιημένων δανείων ανήλθε στο 18,4%. Επανεξετάζοντας την περίπτωση της Ευρώπης φαίνεται ότι το μεγαλύτερο ποσοστό από των χρεωκοπημένων τιτλοποιήσεων

⁶ 7.2%, 4.4%, 5.0%, και 7.2% αντιστοίχως σε Ηνωμένο Βασίλειο, Γαλλία, Ισπανία και Ιταλία

από το προαναφερθέν 2,5% ανήκει στην μορφή CDOs⁷, ιδιαίτερα της τράπεζας ABS, τα οποία ήταν εκτεθειμένα στις κινήσεις της ABS των ΗΠΑ. Εάν αφαιρεθούν οι τίτλοι αυτής της τράπεζας, ο ρυθμός χρεωκοπιών των τιτλοποιημένων δανείων μειώνεται στο 1,8%. Επίσης αφαίρεση και άλλων μορφών όπως τα CMBS⁸ και CDOs άλλων τραπεζών, και πιο σύνθετων μορφών, φέρνουν το ποσοστό του βαθμού χρεωκοπίας των τιτλοποιημένων δανείων στο πολύ χαμηλό ποσοστό του 0,12%.

Παρόλα αυτά, η διαδικασία της τιτλοποίησης των δανείων αντιμετωπίζει διάφορα εμπόδια, τόσο στην πώληση των NPLs, όσο και στην χρήση της τιτλοποίησης ως ένα επενδυτικό μέσο. Τα εμπόδια αυτά είναι γνωστά εδώ και καιρό, αλλά διαφαίνεται μια τάση μείωσης τους. Πιο συγκεκριμένα αυτά τα εμπόδια είναι :

α) Από την πλευρά των τραπεζών, τα κίνητρα τους στην πώληση των στοιχείων του ενεργητικού τους αποδυναμώνονται από συγκεκριμένους λογιστικούς κανόνες, και

β) Η εύρεση επενδυτών που επιθυμούν να επενδύσουν σε αυτές τις τιτλοποιήσεις αποδυναμώνεται από τους ρυθμιστικούς κανόνες που παρουσιάστηκαν μετά την κρίση στο επενδυτικό περιβάλλον. Αυτή η κατάσταση δυσχεραίνει περισσότερο, από την εξάρτηση από τις αξιολογήσεις των οργανισμών σύμφωνα με τους κανόνες διαχείρισης των κεφαλαίων (Peraudin 2015).

Μέσα σε αυτό το πλαίσιο, θα εξεταστεί στο επόμενο κεφάλαιο, η σημασία των NPLs για τα ακίνητα καθώς και τα στατιστικά στοιχεία τους τόσο στην Ελλάδα, όσο και στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Επιπλέον θα εξετασθούν ευρύτερες πολιτικές δράσεις και αποφάσεις, με ιδιαίτερη έμφαση στην σχέση της Ελλάδας με τους δανειστές της.

⁷ Collateral Default Obligations

⁸ Commercial Backed Mortgage Securitization

7. NPLs στα δάνεια ακινήτων

7.1 NPLs στα δάνεια ακινήτων στην περίπτωση της Ευρώπης.

Στα πλαίσια της προαναφερθείσας λειτουργίας των τραπεζών είναι και η παροχή δανείων για την αγορά ακινήτων. Τα ακίνητα που θα αγοραστούν με την χρήση αυτών των δανείων μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως κατοικίες ιδιωτών, ως επιχειρηματικοί χώροι ή και γενικότερα ως επενδυτικές κινήσεις. Δεδομένης της περιόδου της κρίσης μετά το 2008 είναι αναμενόμενο πως ένα ποσοστό των NPLs θα αφορά και δάνεια αυτής της μορφής. Η συνήθης πρακτική, όταν η τράπεζα παρέχει ένα δάνειο, το στοιχείο ενεργητικού που αγοράζει ο δανειολήπτης χρησιμοποιείται ως εχέγγυο, ώστε να έχει η τράπεζα μια κάλυψη, σε περίπτωση που ο δανειολήπτης αδυνατεί να το αποπληρώσει. Υπάρχει λοιπόν ο κίνδυνος ο δανειολήπτης να βρεθεί μπροστά σε ενδεχόμενο κατάσχεσης του ακινήτου και της πώλησης του, για την κάλυψη των ζημιών της τράπεζας.

Στο γενικότερο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (European Central Bank - ECB) ολοκλήρωσε τον Οκτώβριο του 2014 μια σειρά από τεστ αντοχής για την ολοκληρωμένη αξιολόγηση και επανεξέταση της ποιότητας του ενεργητικού των τραπεζών (Asset Quality Review - AQR). Με την ολοκλήρωση τους βρέθηκε ένα επιπλέον ποσό από € 135,9 δισεκατομμύρια από NPLs στους ισολογισμούς των ευρωπαϊκών τραπεζών. Αυτό είχε ως συνέπεια στο να ανέλθει το συνολικό ποσό των NPL από τις 130 τράπεζες στις οποίες έγινε η εξέταση στο ποσό των € 879,1 δισεκατομμύρια. Είναι ευνόητο πως η εύρεση αυτών των επιπλέον NPLs έκανε ακόμη πιο επιτακτική την ανάγκη στο να δοθεί μια ευρύτερη λύση στο θέμα (BTG,2015).

Από αυτόν τον όγκο των NPLs είναι ευνόητο πως ένα σημαντικό μέρος θα αφορούσε και τα δάνεια που είχαν δοθεί για αγορές και επενδύσεις σε ακίνητα. Πιο συγκεκριμένα η πώληση των χαρτοφυλακίων από τιτλοποιημένα NPLs ακινήτων, κυριαρχεί στην Ευρωπαϊκή αγορά, μέχρι και τον παρόντα χρόνο (2016). Αυτή η κατηγορία στοιχείων ενεργητικού αποτελεί και το μεγαλύτερο μέρος των στοιχείων που συναλλάσσονται στις ανάλογες αγορές. Ιδιαίτερη έμφαση στις αγοραπωλησίες αυτών των στοιχείων ενεργητικού παρατηρείται στις οικονομίες του Ηνωμένου Βασιλείου, της Ιρλανδίας,

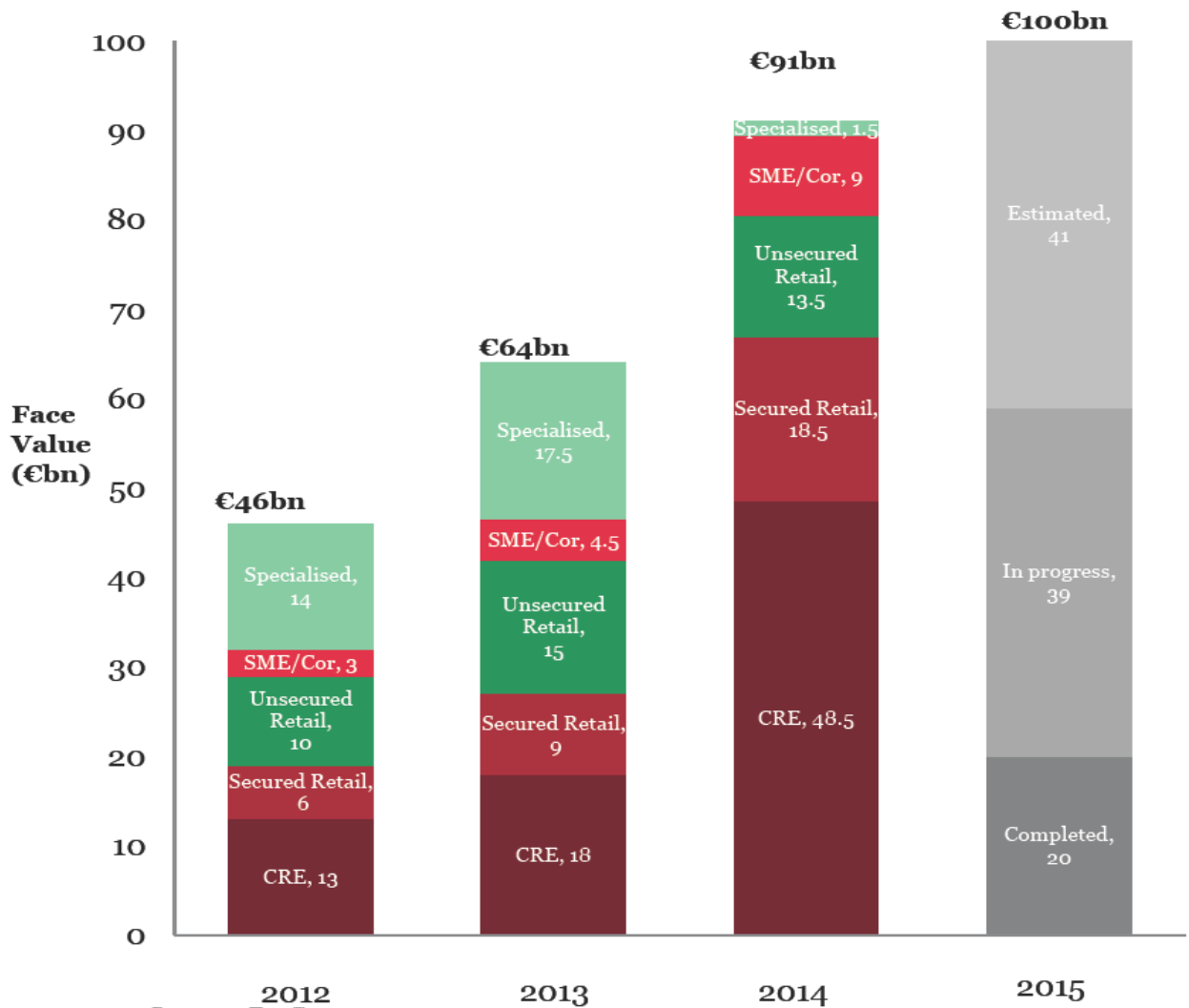
Ισπανίας και Γερμανίας. Στην περίπτωση της Ιρλανδίας αυτό φαίνεται από το γεγονός του ότι ενώ οι πωλήσεις των τιτλοποιημένων NPLs ακινήτων απαριθμούσαν € 2 δισεκατομμύρια, το 2013, αυξήθηκαν κατά 125%, στα € 27 δισεκατομμύρια. Παράλληλα, και στην περίπτωση της Ισπανίας οι πωλήσεις ενός χαρτοφυλακίου ύψους € 5 δισεκατομμύριων δείχνει μια ανάλογη αύξηση σε τέτοιες κινήσεις στην συγκεκριμένη οικονομία, με περαιτέρω πλαίσιο για μεγαλύτερη δραστηριοποίηση.

Γενικότερα, στην ευρύτερη Ευρωπαϊκή οικονομία, το μεγαλύτερο πλήθος τέτοιων τιτλοποιημένων δανείων βρίσκεται στην κατοχή οργανισμών διαχείρισης στοιχείων ενεργητικού. Τέτοιοι ευρωπαϊκοί οργανισμοί κατείχαν συνολικά € 264 δισεκατομμύρια από ανάλογα στοιχεία ενεργητικού ακινήτων το τρίτο τρίμηνο του 2014. Αυτό το σύνολο αντιστοιχούσε σε ένα καθαρό ποσό € 173 δισεκατομμύρια, έχοντας λάβει υπόψη και τις προβλέψεις για τις δανειακές επισφάλειες. Στο σύνολό τους, όλα αυτά τα στοιχεία αντιπροσωπεύουν το 45% της συνολικής έκθεσης των ακινήτων μέσα στο ευρωπαϊκό πλαίσιο (BTG 2015).

Γενικά ο όγκος των δανείων, σε όρους πραγματικής αξίας, για εμπορικά ακίνητα (CRE)⁹, σύμφωνα με το παραπάνω γράφημα, φαίνεται και ως το μεγαλύτερο μέγεθος δανείων στην ευρωπαϊκή οικονομία. Για παράδειγμα το έτος ανέρχονταν σε ύψος €48,5 δισεκατομμύρια, περίπου 53,3% του συνόλου των δανείων στη Ευρωπαϊκή αγορά για το 2014.

⁹ Commercial Real Estate

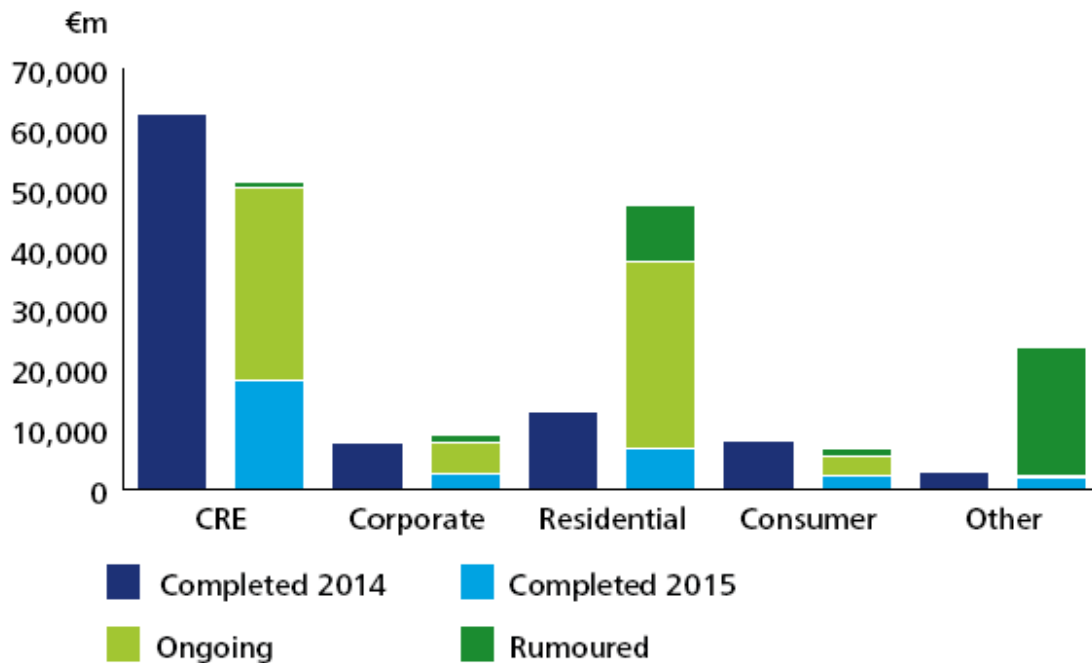
Διάγραμμα 16: Τιτλοποιημένα NPL στην Ευρωπαϊκή Οικονομία 2012 - 2015



Πηγή: BGT, 2015

Με αυτά τα στοιχεία ως δεδομένα, για το 2015 συνεχιζόταν η εμπορευσιμότητα των χαρτοφυλακίων NPLs που απαρτίζονται από εμπορικά ακίνητα σε όλη την Ευρώπη. Παράλληλα, παρουσιάζεται μια ισχυρή τάση στις πωλήσεις των χαρτοφυλακίων NPLs που βασίζονται σε οικιακά ακίνητα. Η μεγαλύτερη δραστηριότητα σε αυτές τις συναλλαγές πραγματοποιείται στις οικονομίες του Ηνωμένου Βασιλείου, Ιρλανδίας και Ισπανίας, ενώ αυξητικές τάσεις παρουσιάζει στις οικονομίες της Ιταλίας, Γερμανίας και στις χώρες τις –κεντρικής και ανατολικής Ευρώπης. Γενικά, μεταξύ των ετών 2014 και 2015 αναμένεται μια αύξηση κατά 40% στις πωλήσεις των NPLs που αφορούν οικιακά ακίνητα (Deloitte,2015).

Διάγραμμα 17: Σύθεση των Ευρωπαϊκών χαρτοφυλακίων NPLs για τα έτη 2014 - 2015



As of June 2015

Πηγή: Deloitte Report, 2015

Από το παραπάνω σχεδιάγραμμα, είναι εμφανές πως στα ευρωπαϊκά πλαίσια σημαντικό μέρος των NPLs που αφορούν εμπορικά ακίνητα, ολοκληρώθηκε το 2014, με ένα μικρότερο το 2015, αλλά και ένα σημαντικό κομμάτι να είναι υπό επεξεργασία.

Αντιθέτως στην περίπτωση των NPLs που αφορούν οικιστικά ακίνητα ένα μικρότερο ποσοστό ολοκληρώθηκε το 2014, με ένα ακόμη μικρότερο το 2015. Επίσης, σε αυτή την κατηγορία, όπως και στα εμπορικά ακίνητα, ένα σημαντικό ποσοστό παρουσιάζεται να είναι υπό επεξεργασία.

Το γεγονός πως εμφανίζεται μια σημαντική δυσχέρεια στην ολοκλήρωση των οικιακών NPLs, πιθανόν να οφείλεται και στο γεγονός πως το θέμα της προσωπικής ιδιωτικής κατοικίας είναι ιδιαίτερα ευαίσθητο, με αποτέλεσμα να παρουσιάζονται συχνά προβλήματα, εμπόδια και αντιδράσεις.

Στην παραπάνω ανάλυση δεν εμφανίστηκε η Ελλάδα. Αυτό δεν σημαίνει πως η Ελλάδα δεν αντιμετωπίζει αυτό το θέμα. Αντιθέτως σημαίνει πως δεν φαίνεται σε μεγάλο βαθμό στην Ευρωπαϊκή κλίμακα, λόγω του μικρού όγκου της Ελληνικής οικονομίας. Επίσης δεν σημαίνει και το ότι στα πλαίσια της Ελληνικής οικονομίας, το συγκεκριμένο θέμα δεν παρουσιάζει διάφορα προβλήματα και αντιδράσεις. Το πλαίσιο της εξέτασης των NPLs των ακινήτων, και της τιτλοποίησης τους, στα πλαίσια της Ελληνικής αγοράς, θα εξετασθεί στο επόμενο μέρος της ανάλυσης.

7.2 NPLs ακινήτων στην Ελληνική οικονομία.

Στο υποκεφάλαιο 6.2 έγινε ανάλυση των παραγόντων που ευθύνονται για την ύπαρξη και αυξητική τάση των NPL μέσα στο πλαίσιο της Ελληνικής Οικονομίας. Οι κυριότεροι από αυτούς του λόγους ήταν η μείωση του ΑΕΠ, η αύξηση της ανεργίας και η εμφάνιση τάσεων αποπληθωρισμού, που οδηγεί στην τελική αύξηση των πραγματικών επιτοκίων δανεισμού (Raftoroulou, 2013). Ο συνδυασμός όλων αυτών των παραγόντων δημιουργεί δυσχέρειες σε όσους έχουν λάβει κάποιο δάνειο ακινήτου, είτε για στεγαστική χρήση, είτε για επιχειρηματική, ως προς την αποπληρωμή τους.

Επιπλέον για να γίνει περισσότερο κατανοητή η κατάσταση στη εγχώρια αγορά ακινήτων, πρέπει μεταξύ άλλων να ληφθεί υπόψη και το θέμα της φορολογίας, και ιδιαίτερα η περίπτωση του ΕΝΦΙΑ. Οι φόροι επί των ακινήτων αυξήθηκαν σε αρκετά σημαντικό ποσοστό κατά 247%, από € 1 δισεκατομμύριο το 2007 σε € 3,47 δισεκατομμύρια το 2014, εκ των οποίων τα € 2,65 δισεκατομμύρια προέρχονται από τον ΕΝΦΙΑ. Όμως αυτά τα έσοδα είναι ακαθάριστες εισπράξεις, καθώς δεν λαμβάνουν υπόψη απώλειες εσόδων διαφόρων ειδών. Αυτές οι απώλειες εσόδων αφορούν κυρίως : α) το διαθέσιμο εισόδημα, β) τις αξίες των ακινήτων και τα σχετικά εισοδήματα που προκύπτουν από αυτές, και γ) τις επενδύσεις στις κατοικίες, οι οποίες έχουν επηρεαστεί αρνητικά τόσο λόγω του αυξημένου ρίσκου τους, όσο και τις αξία τους που απομειώνεται.

Παρόλη την αύξηση της φορολογίας των ακινήτων, οι επιπτώσεις αυτών των παραγόντων, με βάση μετριοπαθείς υπολογισμούς, έχουν αποτιμηθεί σε πτώση της αξίας του ΑΕΠ κατά € 6-9 δισεκατομμύρια ανά έτος. Αυτό με την σειρά του έχει υπολογιστεί πως οδηγεί σε

απώλειες θέσεων εργασίας, μεταξύ 70.000 - 100.000 ατόμων και φορολογικών εσόδων κατά € 2,2 - 2,3 δισεκατομμύρια. Αυτή η απώλεια εσόδων δεν μένει μόνο στα ανωτέρω, καθώς η αυξημένη φορολογία οδηγεί σε σημαντική αδράνεια την αγορά ακινήτων. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα του ότι οι φόροι από τις αγοραπωλησίες ακινήτων έχουν μειωθεί κατά € 1,4 δισεκατομμύρια από το 2007 μέχρι το 2013. Μια τέτοια κατάσταση αποτρέπει και τα νοικοκυριά στο να ανακτήσουν μέρος των αποταμιεύσεών τους, και να τις μετατρέψουν σε εισόδημα, αφού, σύμφωνα με μελέτες 80% των αποταμιεύσεων τους έχει επενδυθεί σε ακίνητα.

Οι δανειολήπτες φθάνουν σε μία κατάσταση, κατά την οποία δεν έχουν αρκετά διαθέσιμα ρευστά ώστε να πληρώσουν τόσο τους φόρους τους, όσο και τα δάνεια τους. Η συνεχόμενη δε απομείωση των τιμών των ακινήτων αποτελεί σημαντικό αντικίνητρο για την αποπληρωμή των δανείων, καθώς το υπόλοιπο των δανείων είναι συχνά μεγαλύτερο από την αξία των με την οποία αγοράστηκαν τα ακίνητα (Χριστέλης, 2016).

Με αυτό ως δεδομένο και την υπαγωγή αυτών των δανείων στην κατηγορία των NPLs, εγείρονται παράλληλα και ζητήματα πώλησής τους σε οργανισμούς διαχείρισης κεφαλαίων. Ο σκοπός για μια τέτοια πιθανή κίνηση είναι ο καλύτερος και αποδοτικότερος συντονισμός των εργασιών αποπληρωμής των οφειλόμενων ποσών από τους δανειολήπτες.

Σύμφωνα με στοιχεία της ΟΤΟΕ (2015), και με βάση των δεδομένων που ελήφθησαν από 5 τράπεζες¹⁰, για το τέλος του 2014, τα στεγαστικά δάνεια αποτελούσαν σχεδόν το ένα τρίτο από τα δάνεια που υπήρχαν μέσα σε όλη την ελληνική οικονομία. Επίσης το σύνολο των εξασφαλίσεων για αυτά τα δάνεια, από τους δανειολήπτες, ανερχόταν κοντά στο 50%. Αυτό το ποσοστό δεν συνυπολογίζει και τις προσωπικές εγγυήσεις των δανειοληπτών, κάτι που θα ανέβαζε το συνολικό ποσό των εξασφαλίσεων ακόμη περισσότερο. Βέβαια, ο όγκος των εξασφαλίσεων από την πλευρά της τράπεζας αποτελεί ένα τρόπο για την τράπεζα να διαμορφώσει μια σχέση εμπιστοσύνης με τον δανειολήπτη για την έγκριση και παροχή δανείου. Από την άλλη, αποτελεί έναν σημαντικό παράγοντα που πρέπει να λάβει υπόψη και ο δανειολήπτης όταν συζητά τους όρους του δανείου. Αυτό διότι στην

¹⁰ Εθνική Τράπεζα: Alpha Bank, Τράπεζα Πειραιώς: Eurobank: και Τράπεζα Αττικής

περίπτωση που βρεθεί σε κατάσταση αδυναμίας πληρωμής των δανειακών του υποχρεώσεων, είναι εκτεθειμένους σύμφωνα με τους όρους του συμβολαίου, και υπόλογος προς αυτό με τα στοιχεία που έχει τοποθετήσει ως εχέγγυα.

Πίνακας 4: Κατάσταση εξυπηρετούμενων και μη εξυπηρετούμενων δανείων. 2014

Ατομικές καταστάσεις 5 εμπορικών τραπεζών, 31/12/2014, ποσά σε χιλ€	Σύνολο Δανείων και απαιτήσεων	Σύνολο εξασφαλίσεων (χωρίς τις προσωπικές εγγυήσεις)	Εξυπηρετούμενα δάνεια και απαιτήσεις	Μη εξυπηρετούμενα δάνεια και απομειωμένα	Προβλέψεις	Δάνεια και απαιτήσεις χωρίς πρόβλεψη
ΣΥΝΟΛΑ (ιδ.τομέας)	210.697.294	122.136.217	102.838.398	86.602.686	42.977.440	43.175.773
ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΑ	116.996.502	58.650.453	56.213.959	51.907.919	27.909.123	23.998.795
ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΑ	69.617.291	60.486.201	38.082.757	21.397.349	5.626.939	15.770.410
ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ	18.644.731	2.897.176	6.093.128	10.803.486	7.442.617	3.360.869
ΛΟΙΠΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	5.438.770	102.388	2.543.054	2.493.728	35.330	2.458.398
% Στεγαστικών προς Σύνολο Δανείων	33,04%	49,52%	37,03%	24,71%	13,09%	36,53%

. Πηγή: ΟΤΟΕ 2015, με περαιτέρω επεξεργασία της συγγραφέως.

Όπως έχει αναφερθεί, στην περίπτωση των δανείων ακινήτων ως εχέγγυα τίθενται πάντοτε τα ίδια τα ακίνητα. Αυτό που εγείρει το ζήτημα της πιθανής κατάσχεσης και πώλησης τους για μειώσει η τράπεζα της ζημίες της, σε περίπτωση που ο δανειολήπτης αδυνατεί για την αποπληρωμή τους, ενώ δεν έχει βρεθεί παράλληλα και μια λύση μέσω αναδιαπραγμάτευσης των όρων.

Σε συνέχεια της ανάλυσης του ανωτέρω πίνακα φαίνεται ότι τα στεγαστικά δάνεια αποτελούν το 37,03%, δηλαδή πάνω από το ένα τρίτο από των εξυπηρετούμενων συνολικών δανείων, κάτι που σημαίνει πως μια σημαντική μερίδα των δανειοληπτών, έχει την ευχέρεια και την ρευστότητα να εξυπηρετήσει τις δανειακές της υποχρεώσεις. Παρόλα αυτά, μια ακόμη σημαντική μερίδα των δανειοληπτών στεγαστικών δανείων, που αναλογεί στο 24,71%, αποτελεί ουσιαστικά το ένα τέταρτο του συνόλου των μη εξυπηρετούμενων ή και απομειωμένων δανείων. Αυτό ουσιαστικά σημαίνει πως αυτή η κατηγορία, χωρίς

αποτελεσματική και συνετή διαχείριση, μπορεί από μόνη της να προκαλέσει σημαντικές ζημιές στις τράπεζες. Και ιδιαίτερα ζημιές, που λόγω τις ευρύτερης κατάστασης της αγοράς, καθώς και των τραπεζών, θα έχουν σημαντικές επιπτώσεις σε διάφορους τομείς της οικονομίας.

Γενικά, όπως έχει παρουσιαστεί μέχρι τώρα στην έρευνα, ο τομέας των ακινήτων μπορεί να χαρακτηριστεί και ως ο τρίτος πιο σημαντικός για την λειτουργία της εγχώριας ελληνικής οικονομίας, μετά το λιανικό εμπόριο και τις επιχειρηματικές κινήσεις. Επίσης το θέμα των NPL για τα ακίνητα, θα ήταν λάθος να εξεταστεί αυτόνομα από τις ευρύτερες συνθήκες στην αγορά. Αντιθέτως, έχει παρουσιαστεί επανειλημμένα μέσα σε αυτή την έρευνα η συσχέτιση των μακροοικονομικών στοιχείων και των οικονομικών κύκλων της οικονομίας, σε σχέση με τόσο με τις αξίες των ακινήτων, όσο και με τις την ικανότητα των δανειοληπτών να ανταποκριθούν στις δανειακές τους υποχρεώσεις. Μέσα σε αυτό πλαίσιο, πρέπει να συνυπολογιστεί και το γεγονός του ότι με βάση στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, το 2012 η συμβολή της αγοράς ακινήτων ως μέρος του ΑΕΠ, ανήλθε από το 11% κατά το 2000 στο 17% το 2012, σε μια περίοδο δηλαδή που η κρίση είχε διεισδύσει σημαντικά σε κάθε τομέα της Ελληνικής Οικονομίας. Επίσης από την ευρύτερη αγορά ακινήτων, περίπου το 50% αφορά την αγορά κατοικιών. Με βάση αυτό, σημαντικός επιπλέον παράγοντας είναι το ότι το ποσό των € 104,8 δις (δηλαδή το 49,7%) αποτελεί τα εχέγγυα που έχουν οι 5 μεγαλύτερες εμπορικές τράπεζες. σχετικά με τα δάνεια ακινήτων σε ιδιώτες και επιχειρήσεις.

Με αυτό το γεγονός ως δεδομένο, δεν είναι δυνατό να μην ληφθεί υπόψη και η απομείωση των αξιών των ακινήτων, κυρίως λόγω των οικονομικών επιπτώσεων της κρίσης. Έτσι, ένας δανειολήπτης που σύναψε δάνεια κατά την περίοδο πριν την κρίση για την αγορά ακινήτου, την παρούσα στιγμή είναι, αρκετά πιθανό, να καλείται να εξυπηρετήσει την αποπληρωμή ενός δανείου που αφορά την ονομαστική αξία ενός ακινήτου, πλέον των τοκοχρεολυσίων, ενώ την ίδια στιγμή είναι επίσης αρκετά πιθανό η πραγματική του αξία να έχει μειωθεί σημαντικά. Το τελικό αποτέλεσμα είναι πως ο δανειολήπτης καλείται να αποπληρώσει ένα δάνειο δυσανάλογο με την πραγματική αξία του ακινήτου.

Πίνακας 5: Τεστ προσομοίωσης τιμών για οικιστικά και εμπορικά ακίνητα

Μακροοικονομικές παραδοχές τιμών ακινήτων στο τεστ προσομοίωσης ΤτΕ 2013-2016				
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος,	Δυσμενές Σενάριο			
	2013	2014	2015	2016
Τιμές οικιστικών ακινήτων	-13,6	-12,1	-8,5	-4,2
Τιμές εμπορικών ακινήτων	-15,0	-11,8	-8,6	-4,8

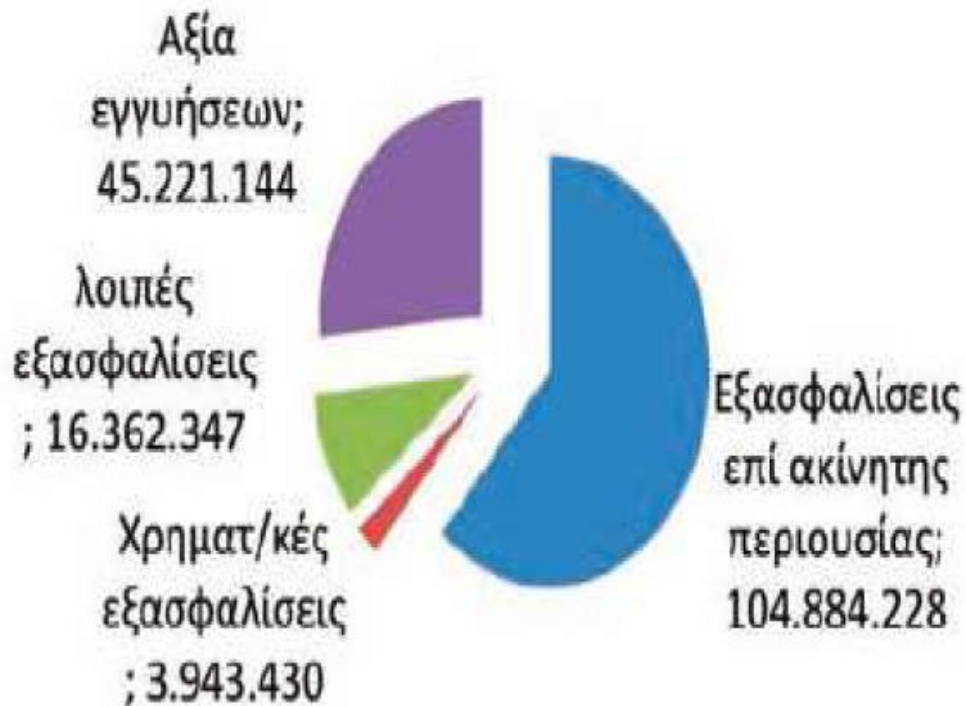
Πηγή ΟΤΟΕ, 2015

Σύμφωνα με τους υπολογισμούς της ΤτΕ, όπως τους παρουσιάζει η ΟΤΟΕ (2015) από το 2013 έχουν υπολογισθεί αναμενόμενοι ρυθμοί απομείωσης της αξίας, τόσο των εμπορικών, όσο και των οικιστικών ακινήτων, αλλά με φθίνοντα ρυθμό.

Παράλληλα για το 2014, όπως φαίνεται από το σχεδιάγραμμα 20, οι 5 μεγάλες τράπεζες κρατούσαν, στο σύνολό τους, ως εχέγγυο για την δανειακή σύμβαση, εξασφαλίσεις επί της ακίνητης περιουσίας, σε βαθμό περίπου 62%,. Αξιοσημείωτο είναι πως ως δεύτερη μορφή εχεγγίου χρησιμοποιούνταν διάφορες άλλες εξασφαλίσεις σε συνολικό ποσοστό περίπου 26%.

Η σημαντικότερη έκθεση των δανειοληπτών, με την χρήση των ακινήτων τους ως εχέγγυα, αυξάνει το ρίσκο τους για το ενδεχόμενο μιας κατάσχεσης σε περίπτωση δυσκολίας αποπληρωμής του δανείου. Ένα ρίσκο που όπως έχει αναφερθεί μέσα στην έρευνα, αυξάνεται ακόμη περισσότερο, όσο η ελληνική οικονομία παραμένει σε κατάσταση ύφεσης, με υψηλή ανεργία.

Διάγραμμα 18: Σύνολο ληφθέντων εξασφαλίσεων και εγγυήσεων (5 εμπορικές τράπεζες, χιλ. €, 2014)



Πηγή: ΟΤΟΕ (2015)

Στο βαθμό δε, που το εχέγγυο που έχει τεθεί αφορά την πρώτη κατοικία του δανειολήπτη, πέρα από ένα σημαντικό οικονομικό ζήτημα, εγείρεται και ένα ακόμη σημαντικότερο κοινωνικό. Αυτό είναι ιδιαίτερα κρίσιμο στον βαθμό που αφορά νοικοκυριά με χαμηλά και μεσαία εισοδήματα. Σε αυτή την περίπτωση θα είναι αναγκαία και χρησιμοποιηθούν και κάποια ποσοτικά κριτήρια για την διευκόλυνση των αποπληρωμών, και την αποφυγή κύματος πλειστηριασμών που πιθανώς να οδηγήσουν σε κοινωνικές εντάσεις

Σε αυτή την κατάσταση δεν βοηθούν και οι εκτιμήσεις των αναλυτών (Ekathimerini Business, 2016) , σχετικά με το οικονομικό έτος 2016. Η πλειοψηφία τους αναμένει είτε περαιτέρω συρρίκνωση της ελληνικής οικονομίας, είτε τουλάχιστον να παραμείνει στάσιμη. Αυτό οφείλεται στις προβλέψεις του ότι λόγω της ανεργίας και του μειωμένου ΑΕΠ, δεν θα γίνουν αιτήσεις για νέα δάνεια. Ένα τέτοιο γεγονός αναμένεται να επηρεάσει αρνητικά τόσο τον κύκλο εργασιών των τραπεζών, όσο και την κερδοφορία τους, με αρνητικές επιπτώσεις τελικά και στη ευρύτερη οικονομία, που θα μπορούσε να ωθήσει σε νέες επενδύσεις, μεταξύ άλλων και στον τομέα των ακινήτων. Ειδικά τώρα που οι τιμές

του είναι χαμηλές. αρκετοί θα μπορούσαν να κινηθούν κερδοσκοπικά, προβαίνοντας στην αγορά / κατασκευή ενός ακινήτου, με σκοπό την μεταπώληση του σε ευνοϊκότερες συνθήκες.

Επιπλέον οι αναλυτές, με βάση τα ανωτέρω, θεωρούν πως η αύξηση των NPL θα οδηγήσει τις τράπεζες στο να λάβουν περισσότερες περιοριστικές ρυθμίσεις στην λειτουργία τους, με αρνητικές επιπτώσεις στην κερδοφορία τους.

Σε αυτό το σημείο όμως, θα πρέπει να αναφερθεί ότι οι οποίες αρνητικές προβλέψεις για τις επιπτώσεις από τις αυξητικές τάσεις των NPL για τα δάνεια της κατοικίας, μπορεί να αποδειχτούν ως υπερβολικές. Αυτό εξαρτάται βέβαια από τον βαθμό στον οποίο οι τράπεζες κινηθούν γρήγορα ώστε να επωφεληθούν από το νέο νομικό πλαίσιο σχετικά με τις κατασχέσεις ακινήτων, και ιδιαίτερα κατοικιών.

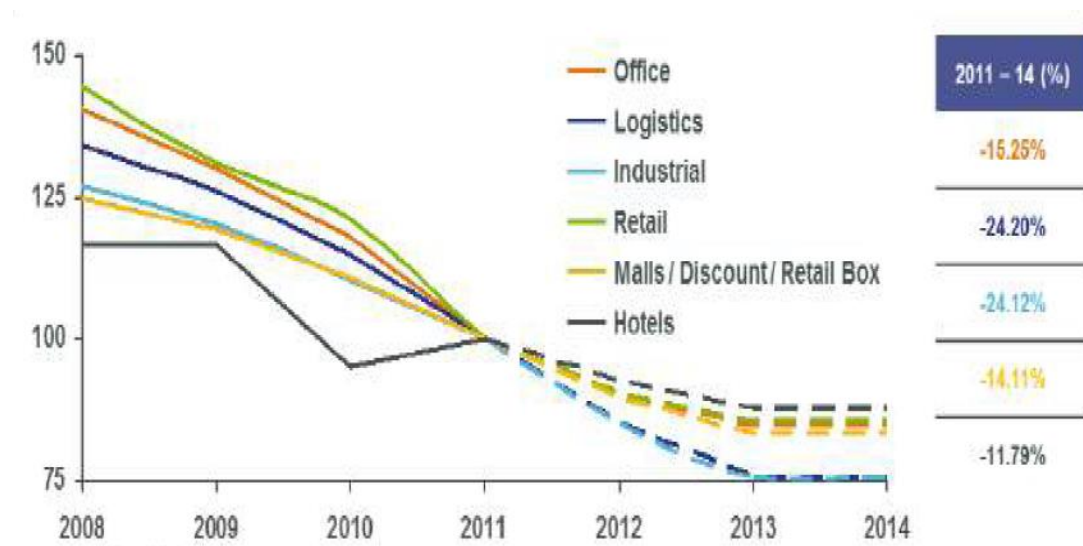
Με βάση αυτό το νομικό πλαίσιο επί των κατασχέσεων, μια μικρή μερίδα νοικοκυριών προστατεύεται πλήρως από αυτές, στον βαθμό βέβαια που καλύπτει κάποια αυστηρά κριτήρια. Παράλληλα, οι ιδιοκτήτες θα πρέπει να έχουν δηλώσει κατάλληλα την προστασία της οικίας τους, ώστε οι όποιες δανειακές πληρωμές τους να επιχορηγούνται και από τον ανάλογο κρατικό προϋπολογισμό. Επιπλέον, ένα δεύτερο και μεγαλύτερο κομμάτι ιδιοκτητών νοικοκυριών, που διέπεται από λιγότερο αυστηρά κριτήρια σχετικά με το εισόδημα και την αξία της ακίνητης περιουσίας τους, έχει την ευχέρεια να διαπραγματευτεί με τις τράπεζες σε ένα πλαίσιο αναδιοργάνωσης των χρόνου πληρωμών τους. Το όφελος είναι ότι τόσο οι ιδιοκτήτες / δανειολήπτες όσο και οι τράπεζες, θα διατηρήσουν τις χρηματικές συναλλαγές σε ένα βιώσιμο πλάνο αποπληρωμών, αποφεύγοντας επίσης τις νομικές, οικονομικές, και όποιες άλλες προστριβές μέσω των διαδικασιών της κατάσχεσης.

Για να γίνει καλύτερα κατανοητό το μέγεθος των στεγαστικών NPL το οποίο αντιμετωπίζουν οι τράπεζες, μία από τις συστημικές τράπεζες ανέφερε, σχετικά με το δανειακό της χαρτοφυλάκιο για το 2016, πως στην πρώτη κατηγορία εντάσσεται το 6% ενώ στην δεύτερη το 11%. Παρότι το συγκεκριμένο παράδειγμα είναι πολύ συγκεκριμένο,

παρόλα αυτά δείχνει πως στην περίπτωση των υαρχόντων NPL υάρχει μια πραγματική δυνατότητα ώςτε να διεξαχθούν διαπραγματεύσεις, μεταξύ των δυο μερών, ώςτε να καταστούν βιώσιμα. Γενικότερα όμως, αναμένεται πως η νέα προσέγγιση από τον νόμο σχετικά με τις καταθέσεις μπορεί να αποφέρει αύξηση τόσο των εσόδων, όσο και της καθαρής κερδοφορίας κατά 8-10% για τις τράπεζες, σε σχέση με τα οικονομικά αποτελέσματα του 2015 (ekathimerini.com,2016).

Όπως έχει γίνει κατανοητό μέχρι τώρα, στην ελληνική περίπτωση δίνεται γενικά ιδιαίτερη έμφαση στα στεγαστικά δάνεια κατοικίας και όχι τόσο στα δάνεια για τους επιχειρηματικούς χώρους. Αυτό πιθανότατα οφείλεται στο ότι το θέμα των στεγαστικών δανείων είναι πιο ευαίσθητο, λόγω και των κοινωνικών προεκτάσεων που έχει.

Διάγραμμα 19: Ιστορικές και Αναμενόμενες αξιών ανάλογα με την χρήση του Επαγγελματικού Ακινήτου



Πηγή: Μελέτης της Blackrock Solution για την Τράπεζα της Ελλάδος (2011)

Παρόλα αυτά στο και στο ζήτημα των δανείων για επιχειρηματικούς χώρους, μια καλή εικόνα μπορεί να δοθεί μέσω της μελέτης της Blackrock Solution για λογαριασμό της Τράπεζα της Ελλάδος (2011). Εκεί η μέτρηση γίνεται μέσω της αποτίμησης των αξιών

διαφόρων επιχειρηματικών ακινήτων, και της προβολής της αξίας τους στο μέλλον μέχρι το 2014. Είναι προφανές πως από την έναρξη της κρίσης το 2008, οι τιμές των επιχειρηματικών ακινήτων ακολουθούν σημαντικές πτωτικές τάσεις, μέχρι το 2011, όπου και υπήρχαν υπαρκτά στοιχεία της αγοράς. Στις εκτιμήσεις, φαίνεται πως η πτωτική τάση της αξίας των ακινήτων συνεχίζει μέχρι το 2014, όπου και βρίσκεται σε ένα σημείο σταθεροποίησης, έχοντας μετά ισχνές ανοδικές τάσεις. Οι προβλέψεις αυτές έγιναν βέβαια το 2011, και δε θα μπορούσαν να έχουν λάβει υπόψη περαιτέρω εξελίξεις στο πολιτικό τομέα, με ευρύτερες επιπτώσεις στον τομέα της οικονομίας. Αυτό είναι ορατό επίσης και από τον προηγούμενο πίνακα 5 που δείχνει προβλέψεις για καθοδική τάση της αξίας των ακινήτων και για το 2016. Το θέμα της αξίας των ακινήτων, αφορά σημαντικά τις εταιρίες που έχουν λάβει δάνεια καθώς αντιμετωπίζουν ζητήματα απομείωσης της αξίας του ακινήτου, μεταξύ αυτής που έχει στην αγορά, και της αρχικής, και υψηλότερης αξία, για την οποία είχαν λάβει το δάνειο για το αποκτήσουν. Έτσι η επιχείρηση βρίσκεται σε θέση να πληρώνει ποσά για δανειακές δόσεις και τόκους, που είναι αρκετά δυσανάλογα με την πραγματική του αξία, επιβαρύνοντας έτσι τις ταμειακές εκροές της εταιρίας. Παράλληλα, σε περίπτωση που η απομείωση της αξίας των ακινήτων υπολογιστεί στα οικονομικά αποτελέσματα της λογιστικής χρήσης, τότε θα καταγραφεί ως ζημία, επιβαρύνοντας περαιτέρω την οικονομική πορεία της επιχείρησης σε αυτή την περίοδο. Παράλληλα, οι ζημιές αυτές μπορεί να επηρεάσουν περαιτέρω δείκτες που συμφωνήθηκαν μεταξύ της τράπεζας και της εταιρίας, σχετικά με την εξυπηρέτηση του δανείου και την διατήρηση φερεγγυότητας της εταιρίας. Σε αυτό το γεγονός, πρέπει να ληφθεί υπόψη και η γενικότερη κατάσταση της ελληνικής οικονομίας, που παραμένει σε κατάσταση ύφεσης, με τα έσοδα από τον κύκλο εργασιών των εταιριών να μειώνονται. Έτσι η συνέχεια πληρωμών των δανειακών υποχρεώσεων για τα εταιρικά ακίνητα με βάση την παλαιότερη αξία τους δημιουργεί σημαντικές ταμειακές εκροές και πτώση της κερδοφορίας, δεδομένων και των συνθηκών. Από τη άλλη, τόσο μια κίνηση της επιχείρησης να εκποιήσει το ακίνητο, για να ενισχύσει τις ταμειακές της ροές, όσο και της τράπεζας, στο να προβεί στην κατάσχεση και δημοπράτηση του ακινήτου, μπορεί να προκαλέσουν περαιτέρω ζημιές για τις δυο πλευρές, τόσο οικονομικά, όσο και σε έξοδα για τις νομικές διαδικασίες. Γενικά, θα μπορούσε να επιχειρηματολογήσει κάποιος, πως θα είναι προτιμότερος, και εδώ, ένας νέος διακανονισμός του χρόνου αποπληρωμής, με ενδεχόμενη και μία απομείωση της

αξίας του δανείου, που να αντικατοπτρίζει την απομείωση της αξίας του ακινήτου, ώστε να μην διαταραχθούν πλήρως οι εμπορικές σχέσεις των μελών, και η συνέχιση της εργασίας τους. Λογική εξαίρεση, αποτελεί βέβαια η περίπτωση που η εταιρία που έχει λάβει το δάνειο έχει πτωχέψει πλήρως. Σε αυτή την περίπτωση η κατάσχεση από την τράπεζα και η πώληση σε δημοπρασία προβάλλει ως πιθανή λύση για την μείωση των ζημιών της τράπεζας, από την απώλεια εισπράξεων.

Ολοκληρώνοντας το ανωτέρω κομμάτι, συζητήθηκαν οι επιπτώσεις της παρατεταμένης ύφεσης στην Ελληνική οικονομία επί των τραπεζικών δανείων γενικότερα, και επί των στεγαστικών δανείων ειδικότερα. Παρουσιάστηκε η αλληλουχία γεγονότων, όπου η ύφεση της ελληνικής οικονομίας επιφέρει τόσο μείωση εισοδημάτων όσο και αύξηση της ανεργίας. Αυτά μεταξύ άλλων, προκαλούν αδυναμία έγκαιρης πληρωμής των δανειακών υποχρεώσεων, ενώ παράλληλα προκαλούν σημαντική απομείωση στην αξία των ακινήτων σε σχέση με την αξία για την οποία χορηγήθηκε το δάνειο. Οι επιπτώσεις αφορούν και τις επιχειρήσεις, όπου η μείωση της καταναλωτικής κίνησης, μειώνει και τον κύκλο εργασιών τους, με αποτέλεσμα να μην έχουν αρκετά ταμειακά διαθέσιμα ώστε να αποπληρώσουν από πλευράς τους τις δανειακές υποχρεώσεις. Πέρα όλων αυτών, ο παράγοντας της φορολογίας δρα αποτρεπτικά στο να προβούν οι ιδιοκτήτες σε πωλήσεις των ακινήτων τους, καθώς θα επιβαρυνθούν δυσανάλογα από τους φόρους πώλησης ακινήτων, δεδομένης και της απομείωσης των αξιών τους.

Σε αυτό το πλαίσιο τόσο οι τράπεζες, όσο και οι δανειολήπτες αντιμετωπίζουν από την πλευρά τους το ζήτημα των NPL. Πιθανές λύσεις είναι η ανάθεση τους σε Asset Management Companies για την διαχείριση της αποπληρωμής τους, ή η διαπραγμάτευση των όρων του δανείου. Ιδιαίτερα στην περίπτωση των στεγαστικών δανείων κατοικίας, η παροχή τους σε Asset Management Companies, που μπορεί να οδηγήσει σε κατασχέσεις, είναι πού πιθανόν να φέρει κοινωνικές αντιδράσεις.

Με αυτά ως δεδομένα, στο επόμενο, και καταληκτικό κεφάλαιο, θα μελετηθούν οι λύσεις για το θέμα των NPL, τόσο αναφορικά με τις ευρύτερες μορφές δανείων, όσο και για τα στεγαστικά δάνεια, στον ελληνικό χώρο.

8. Πιθανές Λύσεις στο θέμα των NPL

Στο γενικότερο ευρωπαϊκό πλαίσιο, η μελέτη για τον χειρισμό και την αντιμετώπιση των NPLs έχει παράσχει διάφορες επεξηγήσεις για την κατάστασή τους. Πιο συγκεκριμένα στις περιπτώσεις όπου παρουσιάζονται υψηλά ποσοστά NPL, αυτά σχετίζονται με την ισχνή ανάκαμψη της οικονομίας μιας χώρας. Τέτοιες περιπτώσεις όμως, οφείλονται επίσης, αλλά και επιδεινώνονται, από την ύπαρξη δομικών εμποδίων του συστήματος.

Τέτοια εμπόδια παίρνουν την μορφή ατελειών στα πλαίσια επιτήρησης και νομικής υποδομής, καθώς και στην έλλειψη ανεπτυγμένων αγορών διαχείρισης μη εξυπηρετούμενων χρεών. Η κατάσταση δυσχεραίνει, καθώς όλοι αυτοί οι παράγοντες αλληλοσυνδέονται και αλληλεπιδρούν μεταξύ τους, με αποτέλεσμα τυχόν αρνητικές κινήσεις σε έναν τομέα να διαχέονται και στους υπόλοιπους.

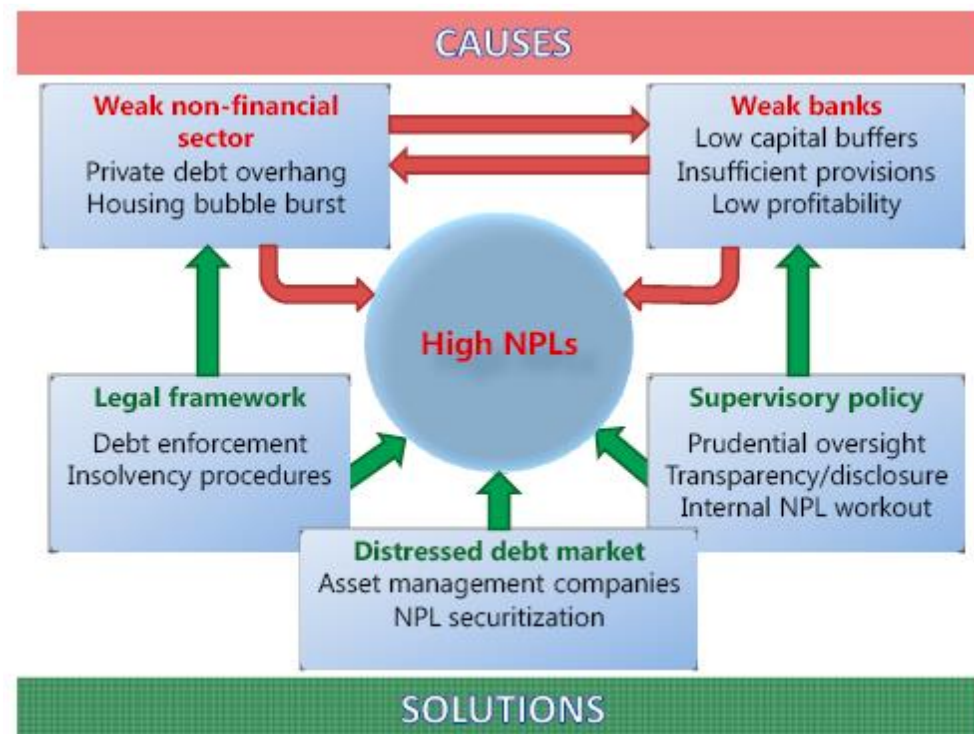
Με αφορμή αυτή την κατάσταση το ΔΝΤ διενήργησε σχετική έρευνα σε χώρες που ο συνολικός δείκτης των NPL ξεπέρασε το 10%, κατά την περίοδο 2008 - 2014. Η έρευνα διεχώρισε τα εμπόδια που προέρχονται από τις θεσμικές λειτουργίες σε 5 μεγάλες κατηγορίες:

- Πλαίσιο επίβλεψης
- Νομικό σύστημα
- Αγορές μη εξυπηρετούμενων δανείων
- Ασυμμετρίες στην πληροφόρηση, και
- Φορολογικό καθεστώς

Μεταξύ αυτών των παραγόντων, βρέθηκε ότι οι ατέλειες στο νομικό πλαίσιο, καθώς η μη ύπαρξη μιας ανεπτυγμένης αγοράς NPL, αποτελούσαν τους κυριότερους λόγους για την παρατεταμένη διάρκεια του σχετικού προβλήματος. Έχοντας αυτο υπόψη, η έρευνα κατέληξε επίσης στο ότι τα δομικά προβλήματα στην πληροφόρηση, επιτήρηση και φορολόγηση, εμφανίζονται μεν ως προβλήματα δεύτερης κατηγορίας, αλλά η απόσταση που τα χωρίζει με αυτά της πρώτης κατηγορίας είναι μικρή. Αυτό, όπως προαναφέρθηκε, οφείλεται στο ότι αυτοί οι παράγοντες, με τον έναν ή τον άλλον τρόπο, αλληλοσυνδέονται μεταξύ τους, με αποτέλεσμα οι αρνητικές επιδράσεις να διαχέονται μεταξύ τους. Επίσης, όπως είναι εύλογο και αναμενόμενο, οι χώρες με τους μεγαλύτερους δείκτες δομικών εμποδίων, είναι και αυτές που σχετίζονται με τα χειρότερα αποτελέσματα στο θέμα των NPL. Πάντως συγκρίνοντας μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης, και αυτών που δεν μετέχουν, κατά μέσο όρο παρατηρείται, ότι τα δομικά εμπόδια είναι, κατά μέσο όρο μικρότερα για την πρώτη κατηγορία (Aiyar et al, 2015).

Με βάση τα παραπάνω, αλλά και γενικότερα ότι έχει παρουσιαστεί μέχρι τώρα, μπορεί εύκολα να δημιουργηθεί μία απεικόνιση μεταξύ αιτιών, αιτιατών και πιθανών λύσεων, όπως φαίνεται στο ακόλουθο σχεδιάγραμμα 22.

Διάγραμμα 20: Αιτίες και λύσεις για το θέμα των NPL



Πηγή: Aiyar et al, (2015)

Έχοντας ως οδηγό ένα τέτοιο πλαίσιο, προτάσσεται ως αναγκαία η δημιουργία μιας ευρείας στρατηγικής στον Ευρωπαϊκό χώρο για το θέμα των NPL. Οι στόχοι της θα είναι στο να θεσπίσει μια πιο ισχυρή επιτήρηση, να οδηγήσει σε θεσμικές αλλαγές σχετικά με τις περιπτώσεις πτώχευσης και αν δημιουργήσει εξειδικευμένες αγορές για τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Αυτό το σύνολο των αλλαγών θα πρέπει να υποστηρηχθεί και από αλλαγές στην φορολογικό πλαίσιο, καθώς και από διευκολύνσεις στους τρόπους ανάκτησης πληροφοριών από την αγορά.

Ιδιαίτερα σε εθνικό επίπεδο, είναι αναγκαίο οι όποιες αλλαγές πολιτικές να συντονιστούν ανάμεσα στους διάφορους εκπροσώπους των διαφόρων συμφερόντων, και με συμμετοχή και της εκάστοτε τοπικής κυβέρνησης (Aiyar etl a, 2015) .

Πιο εξειδικευμένα, στην περίπτωση της Ελλάδος, η ανάθεση της διαχείρισης των NPL σε εταιρίες, διαχείρισης κεφαλαίων, κάτι, που έχει χρησιμοποιηθεί με επιτυχία και στο εξωτερικό, φαντάζει ως μια εφικτή λύση. Παράλληλα πρέπει να ληφθεί σε κάθε περίπτωση υπόψη ο παράγοντας κοινωνικών αντιδράσεων

Το κύριο πλεονέκτημα είναι πως τέτοιες εταιρίες θα ελαφρύνουν της τράπεζες από την κατοχή επισφαλών τίτλων, με αποτέλεσμα να είναι πιο επιτυχημένες οι ανακεφαλαιοποιήσεις τους. Αυτό διότι η κατοχή τέτοιων επισφαλών δανείων διαχέεται μέσα στον οργανισμό και επιρεάζει αρνητικά τα οικονομικά του αποτελέσματα. Κάτι τέτοιο ανακόπτει τις προσπάθειες των ελληνικών τραπεζών στο να συνεχίσουν ομαλά την λειτουργία τους με την παροχή δανείων.

Επιπλέον, σε σχέση με το θέμα των ακινήτων σύμφωνα με τον Koutras (2015), είναι αναγκαίο να γίνει διαχωρισμός μεταξύ παλαιών και νέων NPL. Αυτό χρειάζεται ώστε να μην δημιουργηθεί η εντύπωση σε μερικούς μετέχοντες σε τέτοιες εταιρίες πως μπορούν να καρπωθούν οφέλη, από τις παλιές και υψηλότερε τιμές ακινήτων. Επιπλέον ένα τέτοιο σύστημα θα παρέχει αρκετό χρόνο στις διαδικασίες διαχείρισης και αποπληρωμής των ακινήτων, χωρίς να αποσπά μέρος των εργασιών των τραπεζών. Ένα τέτοιο χρονικό διάστημα θα μπορεί να διαρκεί μεταξύ των 15 - 20 ετών, με την πιθανότητα να αφορά και μεγαλύτερη περίοδο στην περίπτωση των ακινήτων. Πρέπει να επισημανθεί, λόγω της ευρύτερης ευαισθησίας που εγείρει το θέμα της προσωπικής στέγης, ότι χειρισμός από αυτές τις εταιρίες, καλό θα είναι να γίνεται μέσα σε ένα πλαίσιο ορισμένο από το κράτος που θα εξασφαλίσει και το ζήτημα της κοινωνικής προστασίας. Ιδεατά, ένα τέτοιο σύστημα πρέπει να δομηθεί έτσι ώστε να εξασφαλίζεται η αποπληρωμή του δανείου, με την χρήση διαπραγματεύσεων, αλλά και χωρίς να εγείρονται θέματα κατασχέσεων περιουσίας που πιθανότατα θα ωθήσουν σε ζητήματα κοινωνικής δυσαρμονίας

Τέλος, όπως παρουσιάστηκε το ζήτημα των NPL στεγαστικών δανείων, σε αυτή την χρονική περίσταση, έχει δημιουργηθεί από μακροοικονομικούς παράγοντες που μετακυλίστηκαν στις μικροοικονομικές δραστηριότητες των τραπεζών, επιχειρήσεων και ιδιωτών. Έτσι μπορεί να γίνει κατανοητό είναι επιτακτικής σημασίας η εφαρμογή ενός ευρύτερου φάσματος μέτρων για την αναδιαμόρφωση της εγχώριας οικονομίας, με βάση

τις τοπικές ανάγκες, όσο και τις ευρωπαϊκές δεσμεύσεις. Διαφορετικά, επανειλημμένες αποτυχίες και διαιώνιση της κατάστασης της ύφεσης θα δυσχεράνουν την διαχείριση των θεμάτων NPL. Ιδιαίτερα στην περίπτωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων ακινήτων, μαζί τους ελλοχεύει παράλληλα και ο κίνδυνος όχι μόνο οικονομικών απωλειών, αλλά και πιθανών κοινωνικών αναταραχών.

9. Βιβλιογραφία

Agnello, L., & Schuknecht, L. (2011). Booms and busts in housing markets: determinants and implications. *Journal of Housing Economics*, 20(3), 171-190.

Alderman L., Kanter J., Yardley J., Ewing J., Kitsantonis N., Daley S., Russell K., Higgins A., Eavis P., (2016), "Greece's Debt Crisis Explained" *New York Times, International Business*, διαθέσιμο στο http://www.nytimes.com/interactive/2015/business/international/greece-debt-crisis-euro.html?_r=0

Beck R., Jacubik P., Piloiu A.,(2013), "Non-performing loans What matters in addition to the economic cycle?", European Central Bank, Working Paper Series, No 1515, διαθέσιμο στο

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1515.pdf?acd1786abd6d2bd9b992504c6d714c7b>

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). Investments.

BTG, (2015), "The NPL Market – Europe 2015", Capital Markets, BTG Global Advisory, European Insight, διαθέσιμο στο http://www.btgga.com/assets/uploads/insights/1383%20Capital%20Markets_EMAIL.pdf

Buchanan R.T., (2015)," Greece debt crisis explained: A history of just how the country landed itself in such a mess", Independent News, World, Europe, διαθέσιμο στο <http://www.independent.co.uk/news/world/europe/greece-debt-crisis-explainer-a-history-of-how-the-country-landed-itself-in-such-a-mess-10365798.html>

Cooley, T. F., & Prescott, E. C. (1995). Economic growth and business cycles. *Frontiers of business cycle research*, 39, 64.

Cuccineli D., (2015), " The Impact of Non-performing Loans on Bank Lending Behavior: Evidence from the Italian Banking Sector", Eurasian Journal of Business and Economics, 8(16), 59-71

Deloitte (2015), " Deleveraging Europe Market Update, European loan sales, soar to new heights", διαθέσιμο στο <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/corporate-finance/deloitte-uk-deleveraging-europe.pdf>

Eichengreen B. and Gibson H. D., 2001. Greek Banking at the Dawn of the New Millenium in Bryant R. C., Garganas N. C. and Tavlas G. S. (Eds.), Greece’s Economic Performance and Prospects, Bank of Greece and the Brookings Institution

Ekathimerini Business, (2016), "Banks must act fast on nonperforming loans", Kathimerini English, διαθέσιμο στο

<http://www.ekathimerini.com/205560/opinion/ekathimerini/business/banks-must-act-fast-on-nonperforming-loans>

Eurobank για τα "κόκκινα δάνεια", (2016), "Η ύφεση εκτίναξε τα «κόκκινα» δάνεια, τονίζει η Eurobank", Καθημερινή, Ελληνική Οικονομία, Εντυπη Έκδοση, διαθέσιμο στο <http://www.kathimerini.gr/858608/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/h-yfesh-ektina3e-ta-kokkina-daneia-tonizei-h-eurobank>

Fama E.F, French K.R., (1980)"Stock Returns and the Weekend Effect", Journal of Financial Economics, Vol 8, March, pp. 55-69

Geipele, I., & Kauškalē, L. (2013). The Influence of Real Estate Market Cycle on the Development in Latvia. Procedia Engineering, 57, 327-333.

Herring, R. J., & Wachter, S. M. (1999). Real estate booms and banking busts: an international perspective. The Wharton School Research Paper, (99-27).

Kamberoglou, N., Liapis, E., Simigiannis, G. and Tzamourani, P., 2004. Cost Efficiency in Greek Banking. Working Paper Bank of Greece 9.

Klein N., Arvanitis T., (2013), " Non-Performing Loans in CESEE: Determinants and Impact on Macroeconomic Performance", International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/13/72, διαθέσιμο στο <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1372.pdf>

Koutras A., (2015), "The Greek NPL issue and a possible resolution path", Greek Economists for Reform, διαθέσιμο στο http://greekeconomistsforreform.com/wp-content/uploads/The-Greek-NPL-issue-and-a-possible-resolution_v1.pdf

Louzis D.P., Vouldis A.T., Metaxas V.L., (2010) " Macroeconomic and bank-specific determinants of non-performing loans in Greece: a comparative study of mortgage, business and consumer loan portfolios", The Bank of Greece, Working Paper, διαθέσιμο στο <http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Paper2010118.pdf>

Lumby S., Jones C., (2007), "Corporate Finance: Theory and Practice", 7th Edition, Thomson, London

Lynch, P. S., Lynch, P., & Rothchild, J. (2000). One up on Wall Street: how to use what you already know to make money in the market. Simon and Schuster.

McLeay M., Radia A., Thomas R., (2014), "Money creation in the modern economy", The bank of England Quarterly Bulletin 2014 Q1, διαθέσιμο στο <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q1prereleasemoneycreation.pdf>

Mesnard B., Margerit A., Power C., Magnus M., (2016), "Non-performing loans in the Banking Union: stocktaking and challenges", European Parliament, Directorate-General for Internal Policies, Economic Governance Support Unit, διαθέσιμο στο [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/574400/IPOL_BRI\(2016\)574400_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/574400/IPOL_BRI(2016)574400_EN.pdf)

Nitzsche D., Cuthbertson K., (2008), "Financial Engineering: Derivatives and Risk Management" , 1st Edition, John Wiley & Sons, West Sussex, England

Nneji, O., Brooks, C., & Ward, C. (2013). Intrinsic and rational speculative bubbles in the US housing market: 1960-2011. Journal of Real Estate Research, 35(2), 121-151.

Panopoulou, M.,2005, Technological Change and Corporate Strategy in the Greek Banking Industry, Athens: KEPE

Papadoyiannis Y., (2016), " Greece by far the eurozone's champion in nonperforming loans", Kathimerini English, διαθέσιμο στο <http://www.ekathimerini.com/207902/article/ekathimerini/business/greece-by-far-the-eurozones-champion-in-nonperforming-loans>

Perraudin W., (2015), " NPL, Debt Restructuring and Structured Finance", Risk Control Limited, Presentation to the EBA Board of Supervisors Away Day διαθέσιμο στο http://www.riskcontrollimited.com/wp-content/uploads/2015/07/NPL_EBA.pdf

Pyhrr, S., Born, W., Manning, C., & Roulac, S. (2003). Project and portfolio management decisions: a framework and body of knowledge model for cycle research. Journal of Real Estate Portfolio Management, 9(1), 1-16.

Pyhrr, S., Roulac, S., & Born, W. (1999). Real estate cycles and their strategic implications for investors and portfolio managers in the global economy. *Journal of Real Estate Research*, 18(1), 7-68.

Raftopoulou K., (2013), "Policy proposals for management of NPLs portfolios", 3rd International Conference on the Real Estate Market: "Commercial property market indices and Strategic actions for distressed property assets in Greece", The Bank of Greece, διαθέσιμο στο <http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Statistics/realestate/ERES.aspx>

Rottke, N., Wernecke, M., & Schwartz Jr, A. (2003). Real Estate Cycles in Germany—Causes, Empirical Analysis and Recommendations for the Management Decision Process. *Journal of Real Estate Literature*, 11(3), 325-346.

Roubini N., Mihm S., (2011), "Can Europe Be Saved? Time is running out to rescue the economies of Portugal, Ireland, Italy, Greece, and Spain", *Slate*, διαθέσιμο στο http://www.slate.com/articles/business/project_syndicate/2011/05/can_europe_be_saved.html

Roulac, S. E. (Ed.). (2013). *Ethics in Real Estate* (Vol. 5). Springer Science & Business Media.

Tobin J., (1985), "Financial Innovations and Deregulation in Perspective", *Bank of Japan Monetary Economic Studies*, Vole, No.2

Trass, K. (2004). *Grow rich with the property cycle*. Penguin Books.

Voridis, H., 1993. Ceilings on Interest Rates and Investment: The Example of Greece. *Review of Economics and Statistics* 75 (2), 276-283.

Wheaton, W. C. (1999). Real estate "cycles": some fundamentals. *Real estate economics*, 27(2), 209-230.

Zhou, W. X., & Sornette, D. (2008). Analysis of the real estate market in Las Vegas: Bubble, seasonal patterns, and prediction of the CSW indices. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 387(1), 243-260.

Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2014), " Πώς προκλήθηκε η κρίση;", Οικονομικές και Χρηματοδοτικές Υποθέσεις, διαθέσιμο στο http://ec.europa.eu/economy_finance/explained/the_financial_and_economic_crisis/why_did_the_crisis_happen/index_el.htm

Μπαλωμένος Π., (2008) Αγορά κατοικιών, προσδιοριστικοί παράγοντες εξέλιξης των τιμών και νομισματική πολιτική. Διαθέσιμο στο: http://www.landsign.gr/uploads/media/paper_ersa.pdf

ΟΤΟΕ, (2015), " Το τραπεζικό σύστημα στην Ελλάδα και οι προτάσεις της ΟΤΟΕ για το ρόλο του και τη συμβολή του στην οικονομική ανάπτυξη", Ομοσπονδία Τραπεζοϋπαλληλικών Οργανώσεων Ελλάδος. διαθέσιμο στο <http://www.otoe.gr/Upl/Ekdoseis/xrimatopistotiko.pdf>

Τράπεζα της Ελλάδος. Η ελληνική αγορά ακινήτων στα χρόνια της κρίσης, Διαθέσιμο στο: http://www.bankofgreece.gr/BoGDdocuments/2012_%CE%91%CE%93%CE%9F%CE%A1%CE%91%20%CE%91%CE%9A%CE%99%CE%9D%CE%97%CE%A4%CE%A9%CE%9D_II_Sampaniotis.pdf

Χριστέλης Δ., (2016)," Οι καταστροφικές συνέπειες της υπερφορολόγησης των ακινήτων", Ναυτεμπορική, Απόψεις, Έντυπη Έκδοση, διαθέσιμο στο <http://www.naftemporiki.gr/story/1113787/oi-katastrofikes-sunepeies-tis-uperforologisis-ton-akiniton>