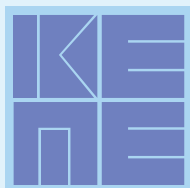


Μελέτες **79**

ΦΩΤΕΙΝΗ ΟΙΚΟΝΟΜΟΥ
ΧΡΗΣΤΟΣ ΤΡΙΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ: Ελλάδα και Νότιος Ευρώπη



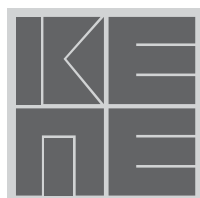
ΑΘΗΝΑ 2018

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ
ΚΑΙ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ:
ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΝΟΤΙΟΣ ΕΥΡΩΠΗ**

Μελέτες 79

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ: ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΝΟΤΙΟΣ ΕΥΡΩΠΗ

Φωτεινής Οικονόμου
Ερευνήτριας ΚΕΠΕ
Χρήστου Τριαντόπουλου
Ερευνητή ΚΕΠΕ



Αθήνα 2018

Copyright 2018
του Κέντρου Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών
Αμερικής 11, 106 72 Αθήνα
www.kepe.gr

ISBN: 978-960-341-123-9
ISSN: 1108-5789

Οι γνώμες και κρίσεις που περιέχει η εργασία αυτή
είναι των συγγραφέων και δεν αντιπροσωπεύουν αναγκαία
γνώμες ή κρίσεις του Κέντρου Προγραμματισμού
και Οικονομικών Ερευνών.

ΚΕΝΤΡΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ

Το Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών (ΚΕΠΕ) είναι το μεγαλύτερο ερευνητικό ίδρυμα για την οικονομική επιστήμη στη χώρα μας. Ιδρύθηκε το 1959 ως μία μικρή ερευνητική μονάδα με την επωνυμία «Κέντρον Οικονομικών Ερευνών», με βασικό σκοπό την επιστημονική μελέτη των οικονομικών προβλημάτων της Ελλάδος, την ενθάρρυνση των οικονομικών ερευνών και τη συνεργασία με άλλα επιστημονικά ιδρύματα.

Το 1964 το ΚΕΠΕ πήρε τη σημερινή του ονομασία. Τότε του ανατέθηκαν οι εξής πρόσθετες αρμοδιότητες: πρώτον, η κατάρτιση σχεδίων για βραχυχρόνια, μεσοχρόνια και μακροχρόνια προγράμματα ανάπτυξης, η εκπόνηση σχεδίων προγραμμάτων περιφερειακής και χωροταξικής ανάπτυξης, καθώς και προγραμμάτων δημοσίων επενδύσεων, σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές της Κυβέρνησης· δεύτερον, η παρακολούθηση και ανάλυση της βραχυπρόθεσμης και μεσοπρόθεσμης εξέλιξης της ελληνικής οικονομίας, καθώς και η διαμόρφωση προτάσεων για τη λήψη των κατάλληλων μέτρων· και τρίτον, η επιμόρφωση νέων οικονομολόγων, ιδιαίτερα σε θέματα προγραμματισμού και οικονομικής ανάπτυξης.

Σήμερα το ΚΕΠΕ επικεντρώνεται στη διεξαγωγή εφαρμοσμένων οικονομικών ερευνών που ενδιαφέρουν την ελληνική οικονομία και, με την ιδιότητα του συμβουλευτικού οργάνου της Κυβέρνησης, παρέχει τεχνικές υπηρεσίες σε θέματα οικονομικής και κοινωνικής πολιτικής.

Στο πλαίσιο των δραστηριοτήτων αυτών εντάσσεται και η δημοσίευση των σειρών: (α) Μελέτες, που είναι επιστημονικές μονογραφίες, (β) Εκθέσεις, που είναι κείμενα εφαρμοσμένης ανάλυσης με προτάσεις πολιτικής σε επίπεδο κλάδων, περιφερειών και άλλων οικονομικών θεμάτων, (γ) Εργασίες για Συζήτηση, που είναι σχέδια εργασιών σε προχωρημένο στάδιο προσκεκλημένων επιστημόνων ή μελών του ερευνητικού προσωπικού του Ιδρύματος. Οι εκδόσεις του ΚΕΠΕ από την ίδρυσή του έως σήμερα υπερβαίνουν τις 650. Το ΚΕΠΕ επίσης εκδίδει την τετραμηνιαία περιοδική έκδοση Οικονομικές Εξελίξεις, με σκοπό να συμβάλλει στη συστηματική

παρακολούθηση και ανάλυση της ελληνικής οικονομικής συγκυρίας, καθώς και στο πεδίο διαμόρφωσης της οικονομικής πολιτικής, αναλύοντας τις συνέπειες εναλλακτικών προσεγγίσεων σε επίκαιρα θέματα.

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η μελέτη «Οικονομική κρίση και καταθέσεις: Ελλάδα και Νότιος Ευρώπη» των ερευνητών του ΚΕΠΕ Φωτεινής Οικονόμου και Χρήστου Τριαντόπουλου μελετά τις καταθέσεις ως κύρια συνιστώσα των αποταμιεύσεων στα χρηματοπιστωτικά συστήματα όπου ο τραπεζικός τομέας έχει βαρύνουσα σημασία στη χρηματοδότηση των ελλειμματικών μονάδων της οικονομίας. Οι αποταμιεύσεις θεωρούνται από τη θεωρία δανειακών κεφαλαίων (*loanable funds theory*) η χρηματοδοτική βάση του δανεισμού επιχειρήσεων, νοικοκυριών αλλά και του κράτους από το τραπεζικό σύστημα. Αντίθετα, σύμφωνα με τη θεωρία της ενδογενούς προσφοράς χρήματος (*endogenous money theory*), οι καταθέσεις είναι συνέπεια και όχι προϋπόθεση της χορήγησης δανείων στην ίδια λογική κατά την οποία οι αποταμιεύσεις είναι αποτέλεσμα και όχι προϋπόθεση της επενδυτικής ζήτησης.

Η παρούσα μελέτη επιλέγει τη θεωρητική προσέγγιση της θεωρίας δανειακών κεφαλαίων για την προτεραιότητα των αποταμιεύσεων και καταθέσεων, προκειμένου να ερευνήσει την εξέλιξη των τελευταίων στην περίοδο 2003-2014, καταρχάς στην Ελλάδα και εν συνεχεία στην Ισπανία, Ιταλία και Πορτογαλία. Προσπαθεί να εντοπίσει τους παράγοντες που επέδρασαν στις αποταμιευτικές αποφάσεις των νοικοκυριών σε μια ιστορική περίοδο που σημαδεύτηκε από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και τη συνακόλουθη ελληνική κρίση χρέους. Στο πλαίσιο αυτό, είναι ενδιαφέρον να δει κανείς πώς η μεταβολή της οικονομικής συγκυρίας επηρέασε τους προσδιοριστικούς παράγοντες της αποταμιευτικής συμπεριφοράς. Επιπλέον, οι συγγραφείς εξετάζουν την εξέλιξη των καταθέσεων έχοντας κατά νου ένα σχήμα χρηματοπιστωτικής οργάνωσης, το κρατικοκεντρικό, το οποίο ξεχωρίζει από το αγορακεντρικό (*market-based*) και το τραπεζοκεντρικό (*bank-based*). Τα κύρια χαρακτηριστικά αυτού του συστήματος, όπως το ορίζουν οι συγγραφείς, είναι ο κυρίαρχος ρόλος των τραπεζών στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, ο σημαντικός παρεμβατικός ρόλος του κράτους (άμεσος ή έμμεσος) στην τραπεζική αγορά και

η βαρύνουσα σημασία των καταθέσεων ως αποταμιευτικής διεξόδου για τα νοικοκυριά. Την ύπαρξη αυτού του συστήματος εντοπίζουν στις παραπάνω χώρες της Νοτίου Ευρώπης εκ των οποίων θεωρούν την Ελλάδα ως το χαρακτηριστικότερο παράδειγμά του.

Η έρευνα διαπιστώνει για την περίπτωση της Ελλάδας την αρνητική σχέση μεταξύ των μεταβολών της ανεργίας και των καταθέσεων, ενώ στοιχειοθετεί τη θετική επίδραση του πραγματικού επιτοκίου, όπως άλλωστε αναμενόταν. Ο πληθωρισμός δεν φαίνεται να έχει στατιστικά σημαντική επίδραση στις καταθέσεις για το διάστημα 2003-2014, ενώ ενδιαφέρουσα είναι η θετική σχέση που προκύπτει από τα εμπειρικά ευρήματα μεταξύ των καταθέσεων και των μεταβολών στο οικονομικό συναίσθημα. Οι συγγραφείς προβαίνουν στην εξέταση της επίδρασης αυτών των παραγόντων και σε δύο υποπεριόδους που αφορούν το διάστημα πριν και μετά την εκδήλωση της ελληνικής κρίσης χρέους. Στη δεύτερη περίοδο φαίνεται το οικονομικό συναίσθημα ως συμπεριφορικός παράγοντας να υπερισχύει των άλλων παραγόντων. Η επανεκτίμηση του υποδείγματος περιλαμβάνοντας και το διάστημα έως τον Ιούλιο του 2016 δίνει παρόμοια αποτελέσματα, επιβεβαιώνοντας κυρίως την αρνητική σχέση μεταξύ καταθέσεων και αβεβαιότητας. Η παράλληλη εξέταση των σχέσεων μεταξύ καταθέσεων και των προσδιοριστικών τους παραγόντων για την Ισπανία, Πορτογαλία και Ιταλία επιτρέπει στους συγγραφείς να προβούν στις απαραίτητες συγκρίσεις με τις υπόλοιπες χώρες της Νότιας Ευρώπης καθώς και να συνάγουν χρήσιμα συμπεράσματα για τους διαμορφωτές πολιτικής.

Το ΚΕΠΕ ευελπιστεί, η παρούσα μελέτη να ανοίξει τη συζήτηση στην ερευνητική κοινότητα για τις βασικές συνιστώσες της χρηματοδότησης της ελληνικής οικονομίας και να αποτελέσει αντικείμενο προβληματισμού για τις αναγκαίες παρεμβάσεις των διαμορφωτών πολιτικής στον χρηματοπιστωτικό τομέα στην κρίσιμη παρούσα οικονομική συγκυρία.

ΝΙΚΟΣ ΘΕΟΧΑΡΑΚΗΣ
Πρόεδρος του Δ.Σ. και
Επιστημονικός Διευθυντής

ΚΕΝΤΡΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΥ
ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ

Οι δυσμενείς εξελίξεις στις καταθέσεις της τραπεζικής αγοράς κατά την περίοδο της παρατεταμένης κρίσης της ελληνικής οικονομίας, με αποκορύφωμα την επιβολή καθεστώτος ελέγχου στην κίνηση κεφαλαίων και στις τραπεζικές συναλλαγές, συνιστούν ένα ενδιαφέρον πεδίο για ανάλυση. Το εν λόγω ενδιαφέρον ενδυναμώνεται από τη στιγμή που λαμβάνεται υπ' όψιν η ιδιαίτερη σημασία των καταθέσεων για το εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα, η διαμεσολαβητική δραστηριότητα του οποίου εδράζεται σε πολύ μεγάλο βαθμό στην καταθετική βάση της εγχώριας τραπεζικής αγοράς, όπως συμβαίνει και στα άλλα χρηματοπιστωτικά συστήματα της Νοτίου Ευρώπης.

Η παρούσα μελέτη, λοιπόν, συνεισφέρει στη συζήτηση για τη σημασία των καταθέσεων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και αναζητά εμπειρικά τους παράγοντες που επηρέασαν την πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών στην Ελλάδα και σε επιλεγμένες χώρες της Νοτίου Ευρώπης για λόγους σύγκρισης. Πρόκειται, ειδικότερα, για μία μελέτη που έρχεται να καλύψει ένα κενό που παρατηρείται στη βιβλιογραφία και σχετίζεται με την ελληνική καταθετική πραγματικότητα σε συνθήκες κρίσης και έντονων διαταραχών. Αποτελεί ταυτόχρονα ένα χρήσιμο εργαλείο ανάλυσης για τους διαμορφωτές πολιτικής τόσο για την κατανόηση της συμπεριφοράς των νοικοκυριών αναφορικά με τις καταθέσεις, όσο και για την εξασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας και της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Η εν λόγω μελέτη, φυσικά, εμπλουτίστηκε από χρήσιμες πληροφορίες και εποικοδομητικά σχόλια συναδέλφων, τους οποίους και θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε. Πρόκειται, συγκεκριμένα, για:

(α) τους Sandra Ferrerueta (Universidad de Zaragoza, Ισπανία), Marcos González-Fernández, (University of León, Ισπανία) και Mário Pedro Leite de Almeida Ferreira (Católica Porto Business School, Πορτογαλία) για πληροφορίες που παρείχαν και αξιοποιήθηκαν για την αξιολόγηση των εμπειρικών ευρημάτων για τις χώρες της Νοτίου Ευρώπης.

- (β) τους συμμετασχόντες στα διεθνή και εθνικά συνέδρια: (i) *International Conference on Business & Economics* του Ελληνικού Ανοικτού Πανεπιστημίου (Αθήνα, 22-23/4/2016), (ii) *2nd International Conference in Applied Theory, Macro and Empirical Finance* (Θεσσαλονίκη, 6-7/5/2016), (iii) 1ο Πανελλήνιο Συνέδριο του ΙΝΟΕΚ «Ελλάδα-Ευρώπη 2020: Εκπαίδευση, Δια Βίου Μάθηση, Έρευνα, Καινοτομία και Οικονομία» (Αθήνα, 1-3/7/2016) και (iv) 7ο Εθνικό Συνέδριο της Επιστημονικής Εταιρείας Χρηματοοικονομικής Μηχανικής και Τραπεζικής (Αθήνα, 19-20/12/2016), για τα σχόλια και τις παρατηρήσεις τους αναφορικά με τα εμπειρικά αποτελέσματα της μελέτης μας, τα οποία και έχουν ληφθεί υπ' όψιν και ενσωματωθεί στο τελικό κείμενο της μελέτης και
- (γ) τον ανώνυμο κριτή για τα εποικοδομητικά σχόλια που λάβαμε κατά τη διαδικασία πρόκρισης εντός του ΚΕΠΕ, καθώς και τους δύο ανώνυμους εξωτερικούς κριτές.

Τέλος, θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε θερμά την κα Ε. Σουλτανάκη για την επιμέλεια της έκδοσης, την υπεύθυνη εκδόσεων του ΚΕΠΕ κα Σ. Δαφνιά και τη γραφίστρια κα Χ. Λουλούδα.

Την ευθύνη για τυχόν λάθη ή παραλείψεις έχουν αποκλειστικά οι συγγραφείς.

ΦΩΤΕΙΝΗ ΟΙΚΟΝΟΜΟΥ
ΧΡΗΣΤΟΣ ΤΡΙΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ

Ιούλιος 2018

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	Σελίδα
ΣΥΝΟΨΗ	21
EXECUTIVE SUMMARY	26

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

29

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ: ΝΟΤΙΟΣ ΕΥΡΩΠΗ, ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΚΡΙΣΗ

2.1. Εισαγωγή	33
2.2. Χρηματοπιστωτικά συστήματα και Νότιος Ευρώπη.....	34
2.3. Οικονομική κρίση και καταθέσεις στην Ελλάδα.....	50
2.3.1. Εγχώριο αναπτυξιακό υπόδειγμα και τραπεζικό σύστημα	51
2.3.2. Κρίση και καταθέσεις	68
2.4. Σύνοψη Κεφαλαίου	76

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΥΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΩΝ ΙΔΙΩΤΙΚΩΝ ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΕΩΝ

3.1. Εισαγωγή	79
3.2. Ανασκόπηση εμπειρικών ευρημάτων	82
3.2.1. Η ελληνική και η πρόσφατη ευρωπαϊκή εμπειρία	92
3.3. Θεωρητικό υπόβαθρο για την εξέταση των καταθέσεων των νοικοκυριών.....	96
3.4. Σύνοψη Κεφαλαίου	99

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	
ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΩΝ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ	
ΤΩΝ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ	
4.1.	Εισαγωγή 101
4.2.	Μεθοδολογία 102
4.3.	Δεδομένα 105
4.4.	Εμπειρικά αποτελέσματα για την Ελλάδα 114
4.4.1.	Προσδιορισμός και εκτίμηση του βασικού υποδείγματος..... 114
4.4.2.	Εξέταση πρόσθετων ερμηνευτικών μεταβλητών 124
4.4.3.	Επανεξέταση των υποδειγμάτων για την Ελλάδα με τη χρήση τριμηνιαίων δεδομένων 128
4.5.	Εμπειρικά αποτελέσματα για τις χώρες της Νοτίου Ευρώπης και συγκριτική παρουσίαση σε σχέση με την Ελλάδα 133
4.5.1.	Χρονική και διαστρωματική ανάλυση των δεδομένων 133
4.5.2.	Εκτίμηση του βασικού υποδείγματος για τις επιμέρους χώρες της Νοτίου Ευρώπης 134
4.6.	Σύνοψη Κεφαλαίου 142

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	
	145
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι.....	155
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ.....	163
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	167

ΠΙΝΑΚΕΣ

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1: Βασικά περιγραφικά στατιστικά μεγέθη (μηνιαίες παρατηρήσεις, Φεβ. 2003-Δεκ. 2014)	107
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2: Βασικά περιγραφικά στατιστικά μεγέθη (τριμηνιαίες παρατηρήσεις για την Ελλάδα, Μάρ. 2003 - Δεκ. 2014)	114
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3: Συντελεστές συσχέτισης των μεταβλητών (μηνιαίες παρατηρήσεις, Φεβ. 2003-Δεκ. 2014)	116
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.4: Αποτελέσματα του βασικού υποδείγματος για την Ελλάδα, για το σύνολο της περιόδου 2003-2014 (μηνιαίες παρατηρήσεις, Φεβ. 2003-Δεκ. 2014)	120
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.5: Αποτελέσματα του βασικού υποδείγματος για την Ελλάδα για δύο υποπεριόδους (μηνιαίες παρατηρήσεις, Φεβ. 2003-Δεκ. 2014)	123
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.6: Αποτελέσματα του βασικού υποδείγματος για την Ελλάδα με την προσθήκη φορολογικών μεταβλητών (πληρωμές φόρου εισοδήματος φυσικών προσώπων και φόρος στην περιουσία), για το σύνολο της περιόδου 2003-2014 (μηνιαίες παρατηρήσεις, Φεβ. 2003-Δεκ. 2014)	126
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.7: Αποτελέσματα του βασικού υποδείγματος για την Ελλάδα με την προσθήκη του φόρου στην περιουσία πριν και μετά τον Σεπτέμβριο του 2011, για το σύνολο της περιόδου 2003-2014 (μηνιαίες παρατηρήσεις, Φεβ. 2003-Δεκ. 2014)	127
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.8: Συντελεστές συσχέτισης των μεταβλητών (τριμηνιαίες παρατηρήσεις, Μάρ. 2003-Δεκ. 2014)	130
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.9: Αποτελέσματα του υποδείγματος για την Ελλάδα, για το σύνολο της περιόδου 2003-2014 (τριμηνιαίες παρατηρήσεις, Μάρ. 2003- Δεκ. 2014)	132
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.10: Διαχρονικές διαστρωματικές εκτιμήσεις (μηνιαίες παρατηρήσεις για Ελλάδα, Ισπανία, Ιταλία και Πορτογαλία, Φεβ. 2003-Δεκ. 2014)	134
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.11: Αποτελέσματα του βασικού υποδείγματος για την Ισπανία, για το σύνολο της περιόδου 2003-2014 (μηνιαίες παρατηρήσεις, Φεβ. 2003-Δεκ. 2014)	135
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.12: Αποτελέσματα του βασικού υποδείγματος για την Ιταλία, για το σύνολο της περιόδου 2003-2014 (μηνιαίες παρατηρήσεις, Φεβ. 2003-Δεκ. 2014)	137

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.13: Αποτελέσματα του βασικού υποδείγματος για την Πορτογαλία, για το σύνολο της περιόδου 2003-2014 (μηνιαίες παρατηρήσεις, Φεβ. 2003-Δεκ. 2014)	138
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.14: Συνοπτικός πίνακας αποτελεσμάτων για τις τέσσερις χώρες της Ν. Ευρώπης (βάσει μηνιαίων παρατηρήσεων για τα έτη 2003-2014)	140

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1: Ευρωζώνη (1999-2009): «Δίδυμα» ελλείμματα και πλεονάσματα.....	30
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1: Ακαθάριστο ποσοστό υποκατάστασης της σύνταξης από υποχρεωτικό δημόσιο καθεστώς (% προ-συνταξιοδοτικού εισοδήματος), (2002, 2008 και 2014).....	43
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.2: Σύνολο ενεργητικού συνταξιοδοτικών ταμείων και εταιρειών ιδιωτικής ασφάλισης (% ΑΕΠ).....	44
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.3: Σύνολο ενεργητικού χρηματοπιστωτικού συστήματος (ως % του ΑΕΠ)	47
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.4: Καταθέσεις μη πιστωτικών ιδρυμάτων σε πιστωτικά ιδρύματα [% συνόλου του ενεργητικού των χρηματοοικονομικών αγορών (κεφαλαίου και ασφάλισης)]	49
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.5: Ρυθμός ανάπτυξης, 2001-2016 (σταθερές τιμές 2010)	49
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.6: Συστατικά ΑΕΠ και επέκταση δημοσίου τομέα, 1960-2016.....	53
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.7: Δημόσια οικονομικά και ανεργία, 1975-2016	55
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.8: Αποταμίευση, επένδυση και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, 1970-2016	58
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.9: Πιστωτική επέκταση στην Ελλάδα, 1994-2016.....	61
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.10: Χρηματοδότηση Γενικής Κυβέρνησης και ιδιωτικού τομέα, 1998-2016.....	61
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.11: Ανάλυση χρηματοδότησης ιδιωτικού τομέα, 1994-2016	63
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.12: Ανάλυση δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα, 1980-2016.....	64
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.13: Διαφορικό επιτόκιο 10ετών ομολόγων του Δημοσίου κρατών-μελών της Ευρωζώνης σε σχέση με το αντίστοιχο ομόλογο της Γερμανίας, 1996-2016.....	65
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.14: Δημόσιο και ιδιωτικό χρέος, 1995-2015	66
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.15: Βασισμένη στο χρέος ανάπτυξη, 1995-2016.....	67
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.16: Σύνολο καταθέσεων και repos στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, 1998-2016 (σε εκατ. ευρώ)	71
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.17: Καταθέσεις και repos επιχειρήσεων και νοικοκυριών στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, 1998-2016 (σε εκατ. ευρώ)	72
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.18: Καταθέσεις και repos εγχώριων νοικοκυριών στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, 1998-2016 (σε εκατ. ευρώ)	73

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.19: Επιτόκιο καταθέσεων απλού ταμιευτηρίου (%), 1951-2016.....	75
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.20: Επιτόκιο προθεσμιακών καταθέσεων (%), 1960-2016	75
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1: Η πορεία του διαθέσιμου εισοδήματος και της αποταμίευσης στην Ευρωζώνη (Q2 1999-Q1 2015, εποχικά προσαρμοσμένα στοιχεία)	95
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.2: Υπόδειγμα κατανάλωσης και αποταμίευσης κατά τη διάρκεια του κύκλου ζωής ενός ατόμου.....	97
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.1: Η πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών στην Ελλάδα και του δείκτη ΚΕΡΕ GRIV (μηνιαίες παρατηρήσεις, Ιαν. 2004-Δεκ. 2014)	109
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2: Η πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών στην Ελλάδα και του δείκτη οικονομικού συναισθήματος (economic sentiment indicator - ESI) της ΕΕ (μηνιαίες παρατηρήσεις, Ιαν. 2004-Δεκ. 2014)	110
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.3: Η πορεία των πληρωμών άμεσων φόρων ανά κατηγορία σε εκατ. ευρώ (μηνιαίες παρατηρήσεις, Ιαν. 2003-Δεκ. 2014)	111
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.4: Η πορεία της σύνθεσης των πληρωμών άμεσων φόρων ανά κατηγορία επί τοις εκατό (μηνιαίες παρατηρήσεις, Ιαν. 2003-Δεκ. 2014)	112
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.5: Η πορεία των πληρωμών έμμεσων φόρων σε εκατ. ευρώ και του κινητού μέσου όρου των τελευταίων 12 μηνών (μηνιαίες παρατηρήσεις, Ιαν. 2003-Δεκ. 2014).....	113
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.6: Ποσοστό ανεργίας στις χώρες της Νοτίου Ευρώπης (2003-2014)	140

ΠΙΝΑΚΕΣ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ Π.1: Μερίδιο καταθέσεων και repos (εξαμηνιαίες παρατηρήσεις, 2003-2014)	156
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.2: Μέση εξαμηνιαία μεταβολή καταθέσεων και repos (εξαμηνιαίες παρατηρήσεις, 2003-2014)	157
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.3: Παρουσίαση των καταθέσεων και των συμφωνιών επαναγοράς (repos) των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών ανά νομό (υπόλοιπα τέλους περιόδου σε εκατ. ευρώ)	160
ΠΙΝΑΚΑΣ Π.4: Αποτελέσματα του βασικού υποδείγματος για την Ελλάδα (μηνιαίες παρατηρήσεις, Φεβρουάριος 2003-Ιούλιος 2016)	164

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΩΝ

- ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Π.1: Πορεία των καταθέσεων και των συμφωνιών επαναγοράς (repos) των εγχωρίων επιχειρήσεων και νοικοκυριών (σύνολο χώρας, εξαμηνιαία στοιχεία Δεκεμβρίου 2002-Δεκεμβρίου 2014) 158
- ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Π.2: Πορεία των καταθέσεων και των συμφωνιών επαναγοράς (repos) των εγχωρίων επιχειρήσεων και νοικοκυριών για τους πέντε νομούς με το υψηλότερο μερίδιο συμμετοχής στο σύνολο της χώρας κατά μέσο όρο (εξαμηνιαία στοιχεία Δεκεμβρίου 2002- Δεκεμβρίου 2014) 158

ΣΥΝΟΨΗ

Ο σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να εξετάσει τους παράγοντες που επηρέασαν τις καταθέσεις των νοικοκυριών την περίοδο 2003-2014 στην Ελλάδα, αλλά και σε τρεις ακόμη χώρες της Νοτίου Ευρώπης, την Ισπανία, την Ιταλία και την Πορτογαλία. Οι χώρες αυτές χαρακτηρίζονται από κρατικοκεντρικά χρηματοπιστωτικά συστήματα, όπου κυριαρχεί η παραδοσιακή χρηματοπιστωτική διαμεσολαβητική δραστηριότητα στην οικονομία και αντιμετώπισαν δημοσιονομικές ανισορροπίες και συναφή προβλήματα με την Ελλάδα.

Αν και τα εμπειρικά ευρήματα που παρέχονται στη διεθνή βιβλιογραφία διαφέρουν από χώρα σε χώρα ή ανάλογα με την ακολουθούμενη μέθοδο και το χρονικό διάστημα που εξετάζεται, είμαστε σε θέση να εντοπίσουμε παράγοντες που συστηματικά επηρεάζουν την αποταμιευτική συμπεριφορά. Οι παράγοντες αυτοί μπορούν να διαχωριστούν σε οικονομικούς και μη οικονομικούς. Μεταξύ των πρώτων που επηρεάζουν θετικά την αποταμίευση είναι το διαθέσιμο εισόδημα και οι όροι του εμπορίου. Αρνητική επίδραση έχουν ο υφιστάμενος πλούτος, η φορολόγηση και η πιστωτική επέκταση· ενώ παράγοντες όπως τα επιτόκια, ο πληθωρισμός, η ανεργία, το έλλειμμα και το χρέος, κάποιες φορές έχουν θετική και άλλες φορές αρνητική επίδραση. Οι μη οικονομικοί παράγοντες, αν και αριθμητικά λιγότεροι, είναι ιδιαίτερος σημαντικόι στον προσδιορισμό της αποταμιευτικής συμπεριφοράς και αφορούν στα δημογραφικά χαρακτηριστικά, στη χρηματοοικονομική εκπαίδευση, καθώς και στο συναίσθημα.

Η εμπειρική ανάλυση διενεργείται μέσω οικονομετρικών παλινδρομήσεων με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων και τη χρήση ανθεκτικών τυπικών σφαλμάτων, καθώς και διαχρονικής διαστρωματικής ανάλυσης (panel). Αποσκοπεί στην εξήγηση/ερμηνεία της ποσοστιαίας μεταβολής των καταθέσεων των νοικοκυριών από τις διαθέσιμες εναλλακτικές ανεξάρτητες μεταβλητές που έχουν προταθεί/αναδειχθεί από τη σχετική βιβλιογραφία ή περιγράφουν τη συγκυρία, όπως για παρά-

δειγμα την ύπαρξη πολιτικής αβεβαιότητας, οικονομικής κρίσης και τη λήψη μέτρων λιτότητας. Από τη σύγκριση των μεθόδων συνάγεται ότι η χρήση χρονικών διαστρωματικών δεδομένων προερχομένων από πολλές χώρες (σε μορφή panel), αν και επιτρέπει τη μελέτη του πρόσφατου παρελθόντος με ικανοποιητικό αριθμό παρατηρήσεων, προϋποθέτει ομοιομορφία μεταξύ των εξεταζόμενων χωρών, η οποία συνήθως δεν ισχύει, ειδικά όταν διαφέρουν οι οικονομικές συνθήκες και υπάρχουν μεγάλες μεμονωμένες διαταραχές σε οικονομικό και πολιτικό επίπεδο. Ενδέχεται, δε, να οδηγήσει σε συμπεράσματα τα οποία, αν και περιγράφουν την εξεταζόμενη ομάδα χωρών, δεν μπορούν να αξιοποιηθούν για στοχευμένη χάραξη πολιτικής στις επιμέρους χώρες. Ως αποτέλεσμα, πραγματοποιούνται εκτιμήσεις για κάθε μία χώρα ξεχωριστά. Επιπλέον, στον βαθμό που η ανάλυση βασίζεται σε καταθετικά δεδομένα μεγάλης συχνότητας (μηνιαίες παρατηρήσεις) είναι σε θέση να προσδιορίσει εποχικές καταστάσεις καθώς και χρονικές στιγμές μεταστροφής της καταθετικής συμπεριφοράς των νοικοκυριών και κατ' επέκταση να συναγάγει/εντοπίσει τα γεγονότα που υπαγόρευσαν τη μεταστροφή. Αυτό είναι ανέφικτο στις αναλύσεις που βασίζονται σε αποταμιευτικά στοιχεία που διατίθενται σε ετήσια βάση.

Η πρώτη ανάλυση διενεργείται για την Ελλάδα χρησιμοποιώντας στοιχεία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και της Ευρωκοινοτικής Στατιστικής Υπηρεσίας (Eurostat) και καλύπτει τα έτη για τα οποία υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για όλες τις εξεταζόμενες χώρες πριν την επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων στην Ελλάδα (2003-2014). Σύμφωνα με τα εμπειρικά αποτελέσματα για το σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου, διαπιστώνεται αρνητική επίδραση των μεταβολών στην ανεργία, θετική επίδραση της μεταβλητής που προσεγγίζει το πραγματικό επιτόκιο καθώς και των μεταβολών του οικονομικού συναισθήματος, ενώ η επίδραση του πληθωρισμού δεν είναι στατιστικά σημαντική. Τα ευρήματα αυτά είναι σε συμφωνία με τη διεθνή βιβλιογραφία. Επιπλέον διαπιστώνεται η στατιστικά σημαντική θετική εποχική επίδραση του Δεκεμβρίου κατά έτη 2003-2011 και του Ιουνίου κατά τα έτη 2003-2009, η οποία αποδίδεται στον 13ο μισθό και το επίδομα αδείας μέχρι τη χρονική συγκυρία της δραματικής μείωσης και της επακόλουθης κατάργησής τους για τους εργαζομένους και τους συνταξιούχους του δημοσίου τομέα. Παρατηρείται επίσης η αρνητική επίδραση του Μαΐου και του

Ιουνίου του 2012, η οποία συμπίπτει με μια εκλογική περίοδο έντονης αβεβαιότητας.

Εν συνεχεία επιχειρούνται παραλλαγές. Εξετάζοντας δύο ενδογενώς προσδιορισμένες υποπεριόδους που αφορούν στην προ και την μετά την ελληνική κρίση χρέους περίοδο, τα εμπειρικά αποτελέσματα διαφοροποιούνται αισθητά. Κατά την υποπερίοδο Φεβρουαρίου 2003-Μαρτίου 2011, προκύπτει ότι τα νοικοκυριά βασίζονταν σε ορθολογικούς παράγοντες όπως είναι η ανεργία, ο πληθωρισμός και η πραγματική απόδοση των καταθέσεων για να διαμορφώσουν την καταθετική τους συμπεριφορά. Κατά την υποπερίοδο Απριλίου 2011-Δεκεμβρίου 2014, η μόνη ερμηνευτική μεταβλητή που παρουσιάζει θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση είναι το οικονομικό συναίσθημα. Φαίνεται, λοιπόν, ότι υπήρξε μεταστροφή της συμπεριφοράς των νοικοκυριών, όσον αφορά στις καταθέσεις, από τους ορθολογικούς/αντικειμενικούς παράγοντες στους συμπεριφορικούς. Με αυτόν τον τρόπο αναδεικνύεται η επίδραση του οικονομικού συναισθήματος, ιδιαίτερος σε περιόδους κρίσης. Σημειώνεται ότι οι επιδράσεις του Δεκεμβρίου, του Ιουνίου και των εκλογικών αναμετρήσεων του 2012, εξακολουθούν να παρέχουν στατιστικά σημαντικά ευρήματα στις αντίστοιχες υποπεριόδους.

Εξετάζοντας πρόσθετες ερμηνευτικές μεταβλητές, οι οποίες δεν είναι διαθέσιμες για άλλες χώρες, διαπιστώνεται η αρνητική και στατιστικά σημαντική επίδραση του ελληνικού δείκτη συναισθήματος ΚΕΡΕ GRIV ή δείκτη «φόβου», όπως συχνά αποκαλείται, και μάλιστα με υψηλότερη ερμηνευτική ικανότητα στο εκτιμημένο υπόδειγμα. Επιπλέον, βάσει στοιχείων του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους, διερευνώντας την πιθανή επίδραση της πληρωμής άμεσων φόρων εισοδήματος των φυσικών προσώπων και φόρων στην περιουσία στις καταθέσεις των νοικοκυριών για την περίοδο 2003-2014, διαπιστώνεται η αρνητική επίδραση των πληρωμών φόρων στην περιουσία μετά το φθινόπωρο του 2011, όπως αναμενόταν, δεδομένων των αυξημένων φορολογικών βαρών σε συνδυασμό με τις αρνητικές οικονομικές συνθήκες. Αντιθέτως, ο σχετικός συντελεστής για την προηγούμενη περίοδο δεν είναι στατιστικά σημαντικός. Επαναλαμβάνοντας τη διαδικασία για το σύνολο της περιόδου με τη χρήση τριμηνιαίων δεδομένων, αναδύεται και η θετική επίδραση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος.

Για λόγους πληρότητας, επιχειρείται η επανεκτίμηση του υποδείγματος για την Ελλάδα περιλαμβάνοντας την περίοδο επιβολής των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων μέχρι και τον Ιούλιο του 2016. Τα ευρήματα παρέχονται στο Παράρτημα II. Τα αποτελέσματα είναι σε συμφωνία με τις εκτιμήσεις της περιόδου 2003-2014, με μοναδική εξαίρεση τη θετική επίδραση του πληθωρισμού η οποία είχε αρχικά βρεθεί στατιστικά ασήμαντη. Επιπλέον, επιβεβαιώνεται η σημαντική αρνητική επίδραση της αβεβαιότητας στην καταθετική συμπεριφορά των νοικοκυριών. Πιο συγκεκριμένα, παρατηρείται αρνητική επίδραση της περιόδου Φεβρουαρίου-Ιουνίου 2015, η οποία προηγήθηκε της επιβολής περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και θετική, στατιστικά σημαντική επίδραση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, όπως αναμενόταν, καθώς τα νοικοκυριά δεν μπορούσαν πλέον να προβούν σε αναλήψεις σύμφωνα με την επιθυμία ή τις ανάγκες τους.

Τέλος, τα στοιχεία του 2003-2014 για την Ελλάδα εξετάζονται από κοινού αλλά και ξεχωριστά/παράλληλα με τα αντίστοιχα των τριών άλλων κρατών της Νοτίου Ευρώπης. Από τις μεμονωμένες αναλύσεις διαπιστώνεται ότι η ανεργία επηρεάζει αρνητικά και στατιστικά σημαντικά τις καταθέσεις των νοικοκυριών στην Ελλάδα, την Ισπανία και την Πορτογαλία, ο πληθωρισμός έχει θετική στατιστικά σημαντική επίδραση μόνο στην Ισπανία και την Ιταλία και το πραγματικό επιτόκιο επηρεάζει θετικά τις καταθέσεις στην Ελλάδα, την Ισπανία και την Ιταλία. Πέρα από την επίδραση ορθολογικών/αντικειμενικών παραγόντων, το οικονομικό συναίσθημα επηρεάζει θετικά τις καταθέσεις σε Ελλάδα και Ιταλία και αρνητικά στην Πορτογαλία, ενώ οι εκλογικές και προεκλογικές περιόδους με έντονη αβεβαιότητα φαίνεται ότι επίσης επηρεάζουν τις καταθέσεις σε Ελλάδα και Ισπανία. Αναφορικά με το δώρο Χριστουγέννων, επηρεάζει θετικά τις καταθέσεις σε όλες τις εξεταζόμενες χώρες, με αντίστοιχη εικόνα και για το επίδομα αδείας, με μοναδική εξαίρεση την Ιταλία στην οποία δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική επίδραση. Τέλος, οι δαπάνες των διακοπών του Αυγούστου επηρεάζουν τις καταθέσεις στην Πορτογαλία και στην Ισπανία και την Ιταλία για αρκετά έτη, μέχρι το ξέσπασμα της κρίσης.

Τα αποτελέσματα της μελέτης μπορούν να αξιοποιηθούν από τους διαμορφωτές πολιτικής τόσο για την κατανόηση της συμπεριφοράς των νοικοκυριών αναφορικά με τις καταθέσεις, όσο και για την εξασφάλιση

της εύρυθμης λειτουργίας και της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Επίσης, στον βαθμό που ο ρόλος του συναισθήματος, κυρίως σε εποχές κρίσης, αναδύεται ως ιδιαίτερος σημαντικός, θα ήταν σκόπιμο να συσταθεί ή θεσμοθετηθεί στη χώρα μια ομάδα υπεύθυνη για την αξιοποίηση των συμπεριφορικών ευρημάτων στη χάραξη πολιτικής. Επιπλέον, είναι απαραίτητο να αρθούν οι παράγοντες που κλόνισαν την εμπιστοσύνη του κοινού προς το χρηματοπιστωτικό σύστημα και αυτή να αποκατασταθεί, προκειμένου να διαφυλαχθεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα και να επιτραπεί η πρόληψη κρίσεων ρευστότητας στο μέλλον.

EXECUTIVE SUMMARY

The purpose of the study is to probe into the factors that affected household deposits from 2003 to 2014 in Greece, as well as in three other southern European countries –namely, Italy, Spain and Portugal. These countries have state-led financial systems, i.e. based on traditional financial intermediation, and faced fiscal imbalances and similar problems.

Although the findings provided in the literature that deals with the issue differ from country to country or depending on the method followed and the period under examination, the factors that systematically affect saving behavior may be grouped into economic and non-economic. The former include disposable income, the terms of trade (both associated with positive effects on savings), existing wealth, taxation, credit expansion (all associated with negative effects), interest rates, inflation, unemployment, deficit and debt (these may feature either positive or negative effects). The non-economic factors include demographic characteristics, financial education, and economic sentiment indicators.

The empirical analysis is carried out both in a panel setting and via OLS econometric regressions with robust standard errors aiming to explain the percentage change in household deposits in terms of regressors proposed in the literature, and categorical (dummy) variables standing for the economic crisis, the implementation of austerity measures or periods of political uncertainty. However, the panel approach does not work out very well when the conditions in the cross-sectional units considered are very different, and there exist major individual economic and political disruptions. Indeed, the findings may lead to conclusions which, although appropriate to the group of countries considered, may not be very useful for targeted policy-interventions in any one country in particular. As a result, the situation in each of the four countries is examined separately through individual regressions. Moreover, the analysis relies on monthly data; hence, it is in a position to consider the impact of seasonal effects and pinpoint crucial points in time. Neither of the two would be possible if annual savings data were used instead.

The first analysis is carried out for Greece using data from the European Central Bank and Eurostat, covering the years for which there exist available data for all countries under examination before the year capital controls were imposed in Greece, i.e. from 2003 to 2014. According to the empirical results for the whole period under examination, unemployment changes have a negative effect, while the variable that proxies the real interest rate has a positive effect. Changes in economic sentiment have a positive effect, while inflation does not show statistically significant results. These findings are consistent with the international literature. Furthermore, the results indicate a positive seasonal effect in December for the period 2003-2011, and in June for the period 2003-2009, which can be attributed to the Christmas bonus and the summer-holiday allowance, respectively, until their dramatic reduction and abolition for public sector employees and pensioners. There is also a negative effect in May and June of 2012, an election period of increased uncertainty.

The Greek data are probed further in a number of ways. Looking at two endogenously defined subperiods relating to the pre- and post- Greek debt crisis period, reveals that, during February 2003-March 2011, households shaped their deposits behavior on the basis of economic factors such as unemployment, inflation and real returns. During April 2011-December 2014, the only explanatory variable that has a positive and statistically significant effect is the economic sentiment. In our view, the shift underscores the role of economic sentiment in times of crisis. Moreover, the Christmas bonus, summer-holiday allowance, and 2012 election effects reappear.

The substitution of Eurostat's economic sentiment indicator with the Greek Implied Volatility Index (KEPE GRIV), which is not available for the other three south European countries under examination, provides a better fit. The consideration of direct personal income and property tax payments for the whole period (2003-2014) reveals the adverse role of property tax payments on household deposits from September 2011 onwards, presumably on account of increased tax burdens combined with negative economic conditions. Rerunning the regression using quarterly data for the whole period (2003-2014) reveals that real disposable income has a positive effect.

The consideration of data running from January 2015 to July 2016, does not alter the findings of the 2003-2014 analysis. However, in this setting, inflation is associated with a negative effect. The five-month period that preceded the imposition of capital controls in June 2015 is associated with a negative effect, and the post June 2015 period is associated with a positive effect on deposits as depositors could not easily withdraw what had been or was being deposited in their accounts at the time.

Finally, the empirical results for Greece are compared with and commented on alongside the findings for the other south European countries under examination. The findings suggest that unemployment has a negative effect on household deposits in Greece, Portugal and Spain; inflation has a positive effect only in Spain and Italy; and the real interest rate has a positive effect in Greece, Spain and Italy. The economic sentiment has a positive effect in Greece and Italy, and a negative effect in Portugal; while specific electoral and pre-election periods associated with considerable uncertainty adversely affect household deposits in Greece and Spain (May and June of 2012, and September-November of 2011, respectively). The Christmas bonus has a positive effect on deposits in all four countries (up to 2011 in Greece and Portugal). Likewise, the summer-holiday allowance (up to 2009 in Greece, up to 2011 in Portugal), with the exception of Italy, where there is no statistically significant effect. Finally, there is a negative August effect –presumably associated with increased holiday expenditure– in Portugal, as well as in Spain and Italy up to 2007 and 2008, respectively, coinciding with the spread of the crisis.

In view of the above, it would seem that understanding household depositor behavior and the role of emotion (economic sentiment), especially in times of crisis, is useful to both banking authorities and government policy-makers aiming to ensure the orderly functioning and stability of the financial system. The creation of a specialized team contributing behavioral insights to policy making in Greece could help to this end. Moreover, it is necessary to remove the factors that have shaken public and investor confidence in the financial system so as to restore and safeguard financial stability and prevent future liquidity crises.

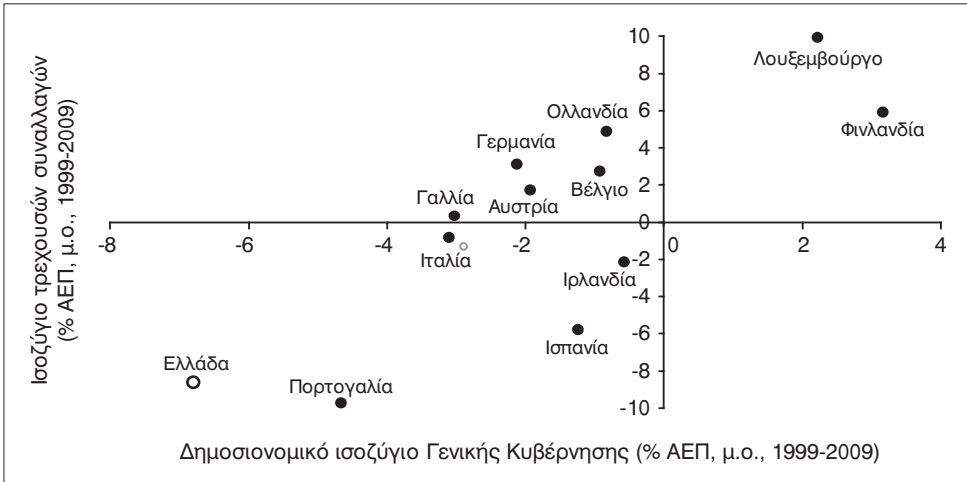
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007/2008, η οποία ξεκίνησε από την αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής (ΗΠΑ), έπληξε, όπως ήταν αναμενόμενο –λόγω και των κρίσιμων ατελειών στην οικονομική και χρηματοπιστωτική αρχιτεκτονική της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ)– και την Ευρώπη, επηρεάζοντας ιδιαίτερα τις οικονομίες της περιφέρειας, και δη του Νότου της Ευρωζώνης, οι οποίες και ήταν περισσότερο ευάλωτες σε σχέση με τις υπόλοιπες σε όρους εξωτερικής ανταγωνιστικότητας και δημοσιονομικής ευρωστίας. Επρόκειτο, επί της ουσίας, για μία σειρά από οικονομίες με δομικές αδυναμίες, όπως αυτές ευκρινώς αποτυπώνονται στα «δίδυμα ελλείμματά» τους (Διάγραμμα 1.1), τα οποία διογκώθηκαν κατά την πρώτη δεκαετία συμπόρευσης στο χαμηλού χρηματοδοτικού κόστους περιβάλλον της ΟΝΕ. Η Ελλάδα, έχοντας τις σημαντικότερες δομικές αδυναμίες και στρεβλώσεις στο εγχώριο αναπτυξιακό της καθεστώς, αποτέλεσε, ίσως, την πιο ευάλωτη περίπτωση μεταξύ των κρατών-μελών της Ευρωζώνης, και δη του ευρωπαϊκού Νότου, με αποτέλεσμα, από τη στιγμή που οι διεθνείς αγορές (ιδιωτικός τομέας) –σε συνέχεια και μιας σειράς επιλογών και παραλείψεων– δεν ήταν σε θέση να χρηματοδοτήσουν την κάλυψη των δανειακών υποχρεώσεων του δημοσίου τομέα, η χώρα να ενταχθεί σε πρόγραμμα χρηματοδοτικής αρωγής και προσαρμογής από τον (αρχικά υβριδικό) Μηχανισμό Στήριξης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (ΕΕ), της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ). Την εξέλιξη της Ελλάδας, φυσικά, είχαν και άλλα κράτη-μέλη της περιφέρειας της Ευρωζώνης, αναζητώντας αρωγή για τη χρηματοδοτική στήριξη είτε του δημοσίου τομέα, είτε του τραπεζικού τους συστήματος.

Από το 2010 και έπειτα, η ελληνική οικονομία, αλλά και κοινωνία, εισήλθαν σε μία περίοδο επώδυνης οικονομικής και δημοσιονομικής προσαρμογής στο πλαίσιο τριών προγραμμάτων οικονομικής πολιτικής του

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.1
Ευρωζώνη (1999-2009): «Δίδυμα» ελλείμματα και πλεονάσματα



Πηγή: IMF database.

Μηχανισμού Στήριξης ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ¹. Επρόκειτο, ωστόσο, για μία περίοδο ευρύτερης προσαρμογής που συνοδεύτηκε από μία πρωτοφανή ύφεση της οικονομικής και παραγωγικής δραστηριότητας, από ιστορικά υψηλά επίπεδα ανεργίας και από ένα έντονα ευμετάβλητο –με σημαντική ροπή προς την αβεβαιότητα– οικονομικό κλίμα. Όπως είναι εύλογο, λοιπόν, οι εν λόγω συνθήκες επηρέασαν όλες τις διαστάσεις της μακροοικονομικής, αλλά και μικροοικονομικής δραστηριότητας, στις οποίες –λαμβάνοντας υπ’ όψιν και τη συρρίκνωση της ευρωστίας του εγχώριου τραπεζικού συστήματος– συμπεριλαμβάνεται και η ιδιαίτερα σημαντική αποταμιευτική τάση των νοικοκυριών. Η σημασία της αποταμιευτικής τάσης των νοικοκυριών εδράζεται, κυρίως, στο ότι, αφενός, αποτυπώνει την επίπτωση των αρνητικών συνθηκών στο εισόδημα και τον πλούτο των νοικοκυριών και, αφετέρου, σκιαγραφεί τα περιθώρια ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας τόσο σε όρους εμπιστοσύνης στην εγ-

¹ Κατά το τρίτο πρόγραμμα στους εν λόγω θεσμούς προστέθηκε και ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ΕΜΣ).

χώρια οικονομία και το τραπεζικό σύστημα, όσο και, κυρίως, σε όρους διαμόρφωσης των συνθηκών για την επανέναρξη της επενδυτικής δραστηριότητας.

Η ιδιαίτερη σημασία της αποταμιευτικής τάσης των νοικοκυριών καθιστά σημαντική τη διερεύνηση των παραγόντων που επηρέασαν την πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών στην Ελλάδα και, ευρύτερα, τη συγκεκριμένη τάση τους κατά την περίοδο της κρίσης, ώστε, από τη μία πλευρά, να προκύψει μία εικόνα για το εύρος και το βάρος του κάθε παράγοντα στην πορεία της αποταμίευσης των νοικοκυριών και, από την άλλη, να αντληθούν εμπειρικά αποτελέσματα που θα μπορέσουν να οδηγήσουν σε προτάσεις πολιτικής και να συνεισφέρουν στην ευρύτερη συζήτηση για την αποτελεσματικότητα, αλλά και τις συνέπειες των ασκούμενων πολιτικών. Για να επιτραπεί, ωστόσο, η εξαγωγή περισσότερο αξιοποιήσιμων συμπερασμάτων, είναι σημαντικό η ανάλυση των παραγόντων και των εξελίξεων στις καταθέσεις των νοικοκυριών, παράλληλα με την επικέντρωση στην κατάσταση στην Ελλάδα, να διευρυνθεί και σε οικονομίες της Ευρωζώνης που βρέθηκαν σε αντίστοιχη –με την Ελλάδα– δύσκολη θέση την τελευταία περίοδο, και δη τις οικονομίες της Νοτίου Ευρώπης, που παρουσιάζουν κοινά χαρακτηριστικά τόσο ως προς την καπιταλιστική οργάνωσή τους, όσο και ως προς τη φύση του χρηματοπιστωτικού τους συστήματος. Πρόκειται, δηλαδή, για οικονομίες οι οποίες, μεταξύ άλλων, χαρακτηρίζονται από (σχετικά) έντονη εμπλοκή του κράτους και από ένα τραπεζοκεντρικό χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Προς αυτή την κατεύθυνση, η μελέτη, αφού συζητήσει τα δομικά χαρακτηριστικά των χρηματοπιστωτικών συστημάτων της Νοτίου Ευρώπης και, ειδικότερα, της Ελλάδας, προχωρά σε εμπειρική ανάλυση που ερευνά σε βάθος την περίπτωση της Ελλάδας. Στη συνέχεια εξετάζει διαχρονικά και διαστρωματικά τους παράγοντες που επηρέασαν τις καταθέσεις των νοικοκυριών στις οικονομίες της Νοτίου Ευρώπης (βλ. Ελλάδα, Ισπανία, Ιταλία και Πορτογαλία). Επιπλέον, πέρα από τη χρονική και διαστρωματική ανάλυση, εξετάζονται και μεμονωμένα οι επιμέρους οικονομίες για να διερευνηθούν πιθανές διαφοροποιήσεις μεταξύ αυτών.

Έτσι, στο Κεφάλαιο 2 και, ειδικότερα, στην πρώτη ενότητα του Κεφαλαίου αναλύονται τα χρηματοπιστωτικά συστήματα της Νοτίου Ευρώπης και, συγκεκριμένα, η σημασία που έχουν οι καταθέσεις στη διαμεσολα-

βητική λειτουργία τους, ενώ η συζήτηση επικεντρώνεται στην περίπτωση του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η δεύτερη ενότητα του Κεφαλαίου 2 εστιάζει στην κρίση της ελληνικής οικονομίας, αναλύοντας τα βασικά χαρακτηριστικά του εγχώριου αναπτυξιακού υποδείγματος, συζητώντας την εξέλιξη των καταθέσεων στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα σε εθνικό και περιφερειακό επίπεδο, σε συνδυασμό και με τη δύσκολη θέση στην οποία αυτό έχει βρεθεί τα τελευταία χρόνια. Στο Κεφάλαιο 3 παρουσιάζεται ανασκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας αναφορικά με τους προσδιοριστικούς παράγοντες των ιδιωτικών αποταμιεύσεων και αναπτύσσεται το θεωρητικό υπόβαθρο για την εξέταση των καταθέσεων των νοικοκυριών και στη συνέχεια στο Κεφάλαιο 4 πραγματοποιείται η εμπειρική διερεύνηση αναφορικά με τους παράγοντες που επηρέασαν τις καταθέσεις στην Ελλάδα και τις λοιπές χώρες της Νοτίου Ευρώπης. Αρχικά, παρουσιάζεται η υιοθετούμενη μεθοδολογική προσέγγιση, αναλύονται τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται και στη συνέχεια παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης. Τέλος, η μελέτη ολοκληρώνεται με το Κεφάλαιο 5, στο οποίο και αναπτύσσεται μία σειρά από συμπερασματικές σκέψεις και προτάσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ: ΝΟΤΙΟΣ ΕΥΡΩΠΗ, ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΚΡΙΣΗ

2.1. Εισαγωγή

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007/2008 που συγκλόνισε την παγκόσμια και, κατ' επέκταση, την ευρωπαϊκή (στο σύνολό της) οικονομία αποτέλεσε κομβικό σημείο για την πορεία της καπιταλιστικής οικονομίας, «διακόπτοντας», επί της ουσίας, τη φάση *χρηματοπιστωτικής υπερβολής* στην οποία είχε εισέλθει, όπου η μεγέθυνση και η εξέλιξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος απείχε (σημαντικά) από την ανάπτυξη και τις τάσεις της πραγματικής οικονομίας. Κατά την περίοδο, λοιπόν, που ακολούθησε τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007/2008 οι (επιμέρους) ευρωπαϊκές οικονομίες και τα χρηματοπιστωτικά συστήματα αυτών βρέθηκαν αντιμέτωπα –παράλληλα με τις πιέσεις που προέκυψαν από την ύφεση και την ευρωπαϊκή κρίση δημοσίου χρέους– με μια σειρά από δομικές δυσκολίες και διαρθρωτικά προβλήματα που επηρέασαν τόσο τη γενικότερη πορεία τους, όσο και επιμέρους συστατικά και παραμέτρους τους. Ο βαθμός και η έκταση της αρνητικής επίδρασης στα επιμέρους συστατικά του χρηματοπιστωτικού συστήματος καθορίστηκε, φυσικά, και από τη φυσιογνωμία των εν λόγω συστημάτων των ευρωπαϊκών οικονομιών που παρουσιάζει σημαντικά σημεία διαφοροποίησης, τα οποία –από τη στιγμή που εδράζονται σε συγκεκριμένα θεσμικά περιβάλλοντα και συμπληρωματικότητες– μπορούν να χαρακτηρίσουν διαφορετικές εκδοχές καπιταλιστικής οργάνωσης κατά τη φάση της *χρηματοπιστωτικής υπερβολής*.

Ένα από τα συστατικά του χρηματοπιστωτικού συστήματος, και δη της τραπεζικής αγοράς, που επηρεάστηκαν από τις συνθήκες που διαμορφώθηκαν μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007/2008, είναι οι καταθέσεις, οι οποίες συνιστούν και το βασικό συστατικό για την ανάπτυξη της παραδοσιακής διαμεσολαβητικής δραστηριότητας σε μία τραπεζική αγορά. Μεταξύ, λοιπόν, των τριών εκδοχών της χρηματοπιστωτικής οργάνωσης μιας καπιταλιστικής οικονομίας (βλ. αγορακεντρικό, τραπεζοκε-

ντρικό και κρατικοκεντρικό σύστημα), η εκδοχή που εδράζεται περισσότερο –τόσο από το σκέλος της ζήτησης, όσο και από το σκέλος της προσφοράς– στην παραδοσιακή διαμεσολαβητική δραστηριότητα της τραπεζικής αγοράς και, κατ’ επέκταση, στη σημασία των καταθέσεων είναι το *κρατικοκεντρικό* χρηματοπιστωτικό σύστημα, το οποίο και εντοπίζεται, κυρίως, στις οικονομίες της Νοτίου Ευρώπης. Πρόκειται, ειδικότερα, για το χρηματοπιστωτικό σύστημα που χαρακτηρίζεται, μεταξύ άλλων, από την κυριαρχία της τραπεζικής αγοράς στη χρηματοδότηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας, την άμεση ή έμμεση εμπλοκή του κράτους σε μέρος της τραπεζικής αγοράς, και την υψηλή σημασία των καταθέσεων ως επενδυτικού προσανατολισμού των νοικοκυριών.

Σε αυτό το πλαίσιο, το παρόν Κεφάλαιο θα αναλύσει, αφενός, τα χρηματοπιστωτικά συστήματα των οικονομιών της Νοτίου Ευρώπης και, αφετέρου, το χρηματοπιστωτικό σύστημα της Ελλάδας. Συγκεκριμένα, στη δεύτερη ενότητα του παρόντος Κεφαλαίου θα αναλυθούν η εξέλιξη και τα δομικά χαρακτηριστικά των χρηματοπιστωτικών συστημάτων των οικονομιών της Νοτίου Ευρώπης, όπως αυτά έχουν αναπτυχθεί στο πλαίσιο της ευρύτερης συζήτησης για τις διαφορετικές εκδοχές καπιταλιστικής οργάνωσης των εν λόγω οικονομιών.

Στη συνέχεια, στην τρίτη ενότητα του παρόντος Κεφαλαίου η συζήτηση επικεντρώνεται, από τη μία πλευρά, στην ανάλυση του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Ελλάδας ως δομικού συστατικού του εγχώριου αναπτυξιακού και παραγωγικού υποδείγματος που επικράτησε στην ελληνική οικονομία μέχρι και την έντονη κρίση που έπληξε τη χώρα. Από την άλλη πλευρά, η ανάλυση εστιάζει στην εξέλιξη και στο ύψος των καταθέσεων της ελληνικής τραπεζικής αγοράς, όπως προέκυψαν τόσο πριν από την εγχώρια κρίση, όσο και κατά τη διάρκεια της δημοσιονομικής και οικονομικής προσαρμογής στην οποία εισήλθε η ελληνική οικονομία τα τελευταία χρόνια. Τέλος, η τελευταία ενότητα του παρόντος Κεφαλαίου συνοψίζει τη σχετική συζήτηση.

2.2. Χρηματοπιστωτικά συστήματα και Νότιος Ευρώπη

Η παγκόσμια οικονομία, από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 και έπειτα, χαρακτηρίστηκε από μία φάση έντονης χρηματοπιστωτικής άνθησης και ανάπτυξης που δεν συμβαδίζει με αντίστοιχους ρυθμούς οικονομικής

μεγέθυνσης, παρουσιάζοντας ένα διευρυνόμενο «χάσμα» μεταξύ πραγματικής οικονομίας και χρηματοπιστωτικής οικονομίας το οποίο οδήγησε στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007/2008. Επρόκειτο για μία φάση στην οποία είχε εισέλθει και η ευρωπαϊκή οικονομία ως βασικό συστατικό της ευρύτερης παγκόσμιας καπιταλιστικής οικονομίας. Η μεγάλη επέκταση και απόκλιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος έναντι της πραγματικής οικονομίας, τόσο σε απόλυτους όρους όγκου του συστήματος, όσο και σε σχετικούς όρους (βλ. υπερχρέωση, υπερμόχλευση και μεγάλο ρυθμό χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης), αποτελεί ένδειξη πως η καπιταλιστική οικονομία είχε εισέλθει σε μία φάση *χρηματοπιστωτικής υπερβολής* (Τριαντόπουλος, 2014)². Η έναρξη αυτής της φάσης οριοθετείται στα μέσα της δεκαετίας του 1990, οπότε και πραγματοποιήθηκαν μια σειρά από θεσμικές παρεμβάσεις άρσης περιορισμών σε ένα περιβάλλον έντονης ενοποίησης των αγορών χρήματος και κεφαλαίου³, επιτρέποντας στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να επιτύχουν συνέργειες και οικονομίες κλίμακας και φάσματος. Έτσι, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα κατάφεραν να αξιοποιήσουν στο έπακρον την παράλληλη θεσμική «αδιανομία» για τους κινδύνους που προέκυπταν από τη χρηματοπιστωτική ανάπτυξη και καινοτομία⁴, ανατροφοδοτώντας την υπερβολική άνθηση της χρηματοπιστωτικής δραστηριότητας.

² Σύμφωνα με τα στοιχεία για την Ευρωπαϊκή Ένωση των 15 «παλαιών» κρατών-μελών (EE-15), το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων του χρηματοπιστωτικού συστήματος αυξήθηκε κατά 50% την περίοδο 1997-2007, φτάνοντας το 500% του ΑΕΠ της EE-15, ενώ ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, για τη συγκεκριμένη δεκαετία, πλησίασε το 9%, την ώρα που ο μέσος ρυθμός μεγέθυνσης της οικονομίας ήταν χαμηλότερα από 2,5%. Αξίζει να σημειωθεί ότι το δεύτερο υψηλότερο (μετά το 1999) επίπεδο αύξησης των περιουσιακών στοιχείων του χρηματοπιστωτικού συστήματος της EE-15 διαμορφώθηκε το 2007, οπότε και έφτασε το 14,5% (Τριαντόπουλος, 2014).

³ Κατά την εν λόγω περίοδο, μεταξύ άλλων: (α) άρθηκε –με απόφαση της FED (1996)– ο διαχωρισμός μεταξύ τραπεζικής και επενδυτικής δραστηριότητας στις ΗΠΑ, που βασιζονταν στον Glass-Steagall Act (1933), (β) διαμορφώθηκαν –με τον Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act (1994)– οι θεσμικές συνθήκες στις ΗΠΑ για την περαιτέρω ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, και (γ) διαμορφώθηκε το θεσμικό πλαίσιο στην ΕΕ, που όδευε προς τη νομισματική ενοποίηση της Ευρωζώνης, για τη διεύρυνση της δραστηριότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε όλες τις ευρωπαϊκές οικονομίες (Οδηγία για την Κεφαλαιακή Επάρκεια, Οδηγία για τις Επενδυτικές Υπηρεσίες, «ευρωπαϊκό διαβατήριο», κ.ά.).

⁴ Βλ. για περισσότερα στον Sherman (2009).

Η φάση, λοιπόν, της *χρηματοπιστωτικής υπερβολής* διακόπηκε από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση που ξέσπασε το 2007/2008. Το ίδιο, άλλωστε, συνέβη και σε προηγούμενες κρίσεις της οικονομικής ιστορίας, όπου η υπερβολική χρηματοπιστωτική άνθηση συνιστούσε σύνηθες φαινόμενο ή ένδειξη της «φούσκας» που κάποια στιγμή θα «έσκαγε» (Galbraith, 1990). Η τελευταία κρίση, όμως, φαίνεται να διαφοροποιείται από τις προηγούμενες. Η διαφοροποίηση, λοιπόν, της τελευταίας κρίσης, αλλά και της περιόδου που προϋπήρχε αυτής, σε σύγκριση με τις προηγούμενες περιπτώσεις είναι η ισχύς του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Και αυτό διότι μία σειρά από παράγοντες, όπως η οικονομική αλληλεξάρτηση της παγκοσμιοποίησης, οι εκτεταμένοι δίαυλοι μετάδοσης, η τεράστια υπερχρέωση κρατών, νοικοκυριών και επιχειρήσεων, η κινητικότητα του παγκόσμιου κεφαλαίου, η αξιοποίηση των νέων τεχνολογιών και η ικανότητα συνεχούς ανάδειξης νέων χρηματοοικονομικών αγορών και προϊόντων, έχουν καταστήσει το χρηματοπιστωτικό σύστημα το ζωτικό συστατικό για την ευρωστία και εξέλιξη της καπιταλιστικής οικονομίας, όπως καταδείχθηκε τόσο από την αδυναμία σταθεροποίησης, όσο και βιώσιμης εξόδου από την ευρύτερη οικονομική διαταραχή – κρίση για μία σειρά από οικονομίες (βλ. ευρωπαϊκή) – κατά τη δεκαετία που ακολούθησε. Διαφαίνεται, συνεπώς, ότι η φάση της παγκοσμιοποίησης της καπιταλιστικής οικονομίας διαδέχθηκε αυτή της *χρηματοπιστωτικής υπερβολής*, κατά την οποία η χρηματοπιστωτική οικονομία είναι στον πυρήνα της σύγχρονης καπιταλιστικής δραστηριότητας (Τριαντόπουλος, 2014).

Ακολουθώντας τη συζήτηση περί διαφορετικών εκδοχών της καπιταλιστικής οργάνωσης μιας οικονομίας –όπως αυτή καθιερώθηκε από το έργο των Hall και Soskice (2001) περί “varieties of capitalism”⁵, η φυσιογνωμία της χρηματοπιστωτικής οργάνωσης των σύγχρονων οι-

⁵ Η προσέγγιση των “varieties of capitalism” αποτελεί ένα πλαίσιο συγκριτικής ανάλυσης που καθιερώθηκε ευρύτερα με τη μελέτη των Hall και Soskice (2001), το οποίο από τη μία πλευρά συνδυάζει και αξιοποιεί με επαρκή τρόπο τα δομικά συστατικά των προγενέστερων προσεγγίσεων, και από την άλλη αποδίδει ιδιαίτερη έμφαση στη σημασία των θεσμών αναφορικά με τη διάρθρωση και εξέλιξη των οικονομικών συστημάτων, διαμορφώνοντας μία ολοκληρωμένη οπτική για τις σχέσεις μεταξύ των βασικών δρώντων και τα θεσμικά πεδία στα οποία αυτές αναπτύσσονται και εξελίσσονται. Η έμφαση των μοντέλων καπιταλιστικής οργάνωσης στον ρόλο των θεσμών αντλεί θεωρητικά εφόδια από δύο (εξελικτικές) προγενέστερες προσεγγίσεις: τον «νεοθεσμισμό» και τον «νεολεϊτουργισμό».

κονομικών παρουσιάζει σημαντικά σημεία διαφοροποίησης, τα οποία – από τη στιγμή που εδράζονται σε συγκεκριμένα θεσμικά περιβάλλοντα και συμπληρωματικότητες– μπορούν να χαρακτηρίσουν διαφορετικές εκδοχές καπιταλιστικής οργάνωσης κατά τη φάση της *χρηματοπιστωτικής υπερβολής*.

Σε αυτό το πλαίσιο ανάλυσης, η δομική σημασία του χρηματοπιστωτικού συστήματος έχει εντοπιστεί από τη σχετική συγκριτική βιβλιογραφία, η οποία εδράζεται πάνω στην αρχική διάκριση –περιλαμβάνεται και στη συζήτηση των “varieties of capitalism”)– των χρηματοπιστωτικών συστημάτων μεταξύ των «βασισμένων στην αγορά» (market-based) και των «βασισμένων στην πίστωση» (credit-based) συστημάτων. Ειδικότερα, η συγκεκριμένη διάκριση βασίζεται, κυρίως, στον τρόπο και στους διαύλους μέσω των οποίων χρηματοδοτείται η οικονομική και παραγωγική δραστηριότητα μίας καπιταλιστικής οικονομίας. Όσον αφορά στην πρώτη κατηγορία, πρόκειται για τις περιπτώσεις οικονομιών όπου, μεταξύ άλλων, η κεφαλαιαγορά είναι ο κύριος χρηματοδότης της οικονομικής δραστηριότητας και παρατηρείται σε περιπτώσεις που βασίζονται, κυρίως, στο αγγλοσαξονικό καπιταλιστικό μοντέλο (βλ. Ηνωμένο Βασίλειο, ΗΠΑ). Η δεύτερη κατηγορία αφορά στις περιπτώσεις οικονομιών, στις οποίες οι τράπεζες αποτελούν τον βασικό χρηματοδότη της οικονομικής δραστηριότητας και παρατηρείται, κυρίως, στο καπιταλιστικό μοντέλο της ηπειρωτικής Ευρώπης (βλ. Γερμανία, Γαλλία), αλλά και της Ιαπωνίας. Συνάμα, ο κεντρικός ρόλος των τραπεζών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα επιτρέπει τον χαρακτηρισμό της εν λόγω κατηγορίας και ως «βασισμένης στις τράπεζες» (bank-based). Η αρχική, συνεπώς, διάκριση των χρηματοπιστωτικών συστημάτων είναι μεταξύ «βασισμένων στην αγορά» και «βασισμένων στις τράπεζες» χρηματοπιστωτικών συστημάτων, ή «αγορακεντρικών» (market-centered) και «τραπεζοκεντρικών» χρηματοπιστωτικών συστημάτων (bank-centered) (Zysman, 1983· Dosi, 1990· Levine και Zervos, 1998· Allen και Gale, 2000· Vitols, 2001· Levine, 2002· Rajan και Zingales, 2003· Vitols, 2004· Von Mettenheim, 2009).

Στην προαναφερθείσα αρχική συγκριτική ανάλυση που εδράζεται, κυρίως, στους διαύλους χρηματοδότησης της οικονομικής δραστηριότητας, ο παράγοντας που πρέπει, επίσης, να συνυπολογιστεί είναι ο βαθμός παρέμβασης του κράτους στη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος (ή ακόμα και παρέμβασης και των νομισματικών αρ-

χών), καθώς ορισμένα από τα «βασισμένα στις τράπεζες» χρηματοπιστωτικά συστήματα χαρακτηρίζονται, σε σχέση με άλλα συστήματα της αντίστοιχης «ομάδας», από έντονη ρύθμιση και κρατική παρέμβαση, κυρίως στα πεδία του καθορισμού των επιτοκίων και προσανατολισμού της κατανομής της πίστωσης (π.χ. Γαλλία, Ιταλία, Ισπανία, Ελλάδα), ενώ σε άλλα χρηματοπιστωτικά συστήματα της ίδιας «ομάδας» αυτή η εξωσυστημική παρεμβατικότητα είναι περιορισμένη, και στα «αγορακεντρικά» χρηματοπιστωτικά συστήματα είναι ιδιαίτερα συρρικνωμένη (Zysman, 1983· Gabel, 1997· Bertero, 1997· Cernat, 2002· Pagoulatos, 2003β· Mugge, 2005). Ειδικότερα, ο Zysman (1983), συνυπολογίζοντας την κρατική παρέμβαση, κατηγοριοποίησε τα χρηματοπιστωτικά συστήματα μεταξύ: (α) του «βασισμένου στην κεφαλαιαγορά» (capital market-based) συστήματος, όπου οι χρηματοδοτικοί πόροι κατανέμονται σύμφωνα με τις τιμές που διαμορφώνονται στις ανταγωνιστικές αγορές, και δη στην κεφαλαιαγορά (βλ. ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο), (β) του «κρατικά καθοδηγούμενου βασισμένου στην πίστωση» (state-led credit-based) συστήματος, όπου οι τράπεζες κατέχουν σημαντικό ρόλο και οι βασικές τιμές της τραπεζικής λειτουργίας ελέγχονται από το κράτος, το οποίο είναι πιο παρεμβατικό από τις άλλες δύο κατηγορίες (βλ. Γαλλία, Ιαπωνία), και (γ) του «τραπεζικά καθοδηγούμενου βασισμένου στην πίστωση» (bank-led credit-based) συστήματος, όπου τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, και δη οι τράπεζες, κατέχουν έναν κυρίαρχο ρόλο στη χρηματοδότηση και τον έλεγχο της επιχειρηματικής δραστηριότητας (βλ. Γερμανία). Επιπρόσθετα, οι Walter (1994) και Story και Walter (1997), εστιάζοντας, παράλληλα με τον παρεμβατικό ρόλο της κυβέρνησης, και στη διάρθρωση του συστήματος διακρίνουν τις κατηγορίες των χρηματοπιστωτικών συστημάτων μεταξύ: (α) του συστήματος της «χρηματιστηριακής αγοράς» (equity-market) (βλ. ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο), (β) του «βασισμένου στις τράπεζες» συστήματος (βλ. Γερμανία), (γ) του συστήματος «αλληλοσυμμετοχής βιομηχανιών και τραπεζών» (bank-industrial cross-holding) (βλ. Ιαπωνία), και (δ) του «κρατικοκεντρικού» (state-centered) συστήματος (βλ. Γαλλία).

Με βάση, λοιπόν, την προσέγγιση των μοντέλων καπιταλιστικής οργάνωσης, όπως διαμορφώθηκε από το έργο των Hall και Soskice (2001) και εξελίχθηκε –κάνοντας ένα βήμα πίσω– με το έργο, μεταξύ άλλων, των Hancke κ.ά. (2007) και της Schmidt (2003, 2006), όπου κυριαρχούν τρεις

εκδοχές καπιταλιστικής οργάνωσης –η φιλελεύθερη οικονομία της αγοράς, η συντονισμένη οικονομία της αγοράς και η «κρατικιστική» ή μεικτή οικονομία της αγοράς– προκύπτουν και αντίστοιχες εκδοχές χρηματοπιστωτικής οργάνωσης (Τριαντόπουλος, 2014). Οι τρεις βασικές εκδοχές χρηματοπιστωτικής οργάνωσης είναι: (α) το *αγορακεντρικό* χρηματοπιστωτικό σύστημα που χαρακτηρίζεται, μεταξύ άλλων, από τη μεγάλη σημασία της κεφαλαιαγοράς στη χρηματοδότηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας, τα υψηλά επίπεδα χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης, τα ιδιωτικά καθεστώτα κοινωνικής ασφάλισης, τη χρηματοδότηση της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης από την αγορά και την περιορισμένη σημασία των καταθέσεων, με παράλληλη αυξημένη σημασία των επενδύσεων των νοικοκυριών σε επενδύσεις στην κεφαλαιαγορά και στην αγορά ιδιωτικής ασφάλισης, (β) το *τραπεζοκεντρικό* χρηματοπιστωτικό σύστημα που χαρακτηρίζεται, μεταξύ άλλων, από την κυριαρχία της τραπεζικής αγοράς στη χρηματοδότηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας, τα σχετικά υψηλά επίπεδα χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης, τα δημόσια ή με ισχυρή δημόσια παρουσία καθεστώτα κοινωνικής ασφάλισης, τη μετριασμένη εξάρτηση της τραπεζικής διαμεσολάβησης από την αγορά και τη διατήρηση της σημασίας των καταθέσεων ως επενδυτικού προσανατολισμού των νοικοκυριών, και (γ) το *κρατικοκεντρικό* χρηματοπιστωτικό σύστημα που χαρακτηρίζεται, μεταξύ άλλων, από την κυριαρχία της τραπεζικής αγοράς στη χρηματοδότηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας, τα σχετικά χαμηλά επίπεδα χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης, την άμεση ή έμμεση εμπλοκή του κράτους σε μέρος της τραπεζικής αγοράς, τα δημόσια συνταξιοδοτικά καθεστώτα, τα χαμηλά επίπεδα εξάρτησης της τραπεζικής διαμεσολάβησης από την αγορά και την υψηλή σημασία των καταθέσεων ως επενδυτικού προσανατολισμού των νοικοκυριών (Τριαντόπουλος, 2014· Triantopoulos, 2014).

Ο όρος *κρατικοκεντρικός* εμπεριέχει, παράλληλα με την έννοια της ιδιοκτησιακής και διοικητικής επέκτασης του κράτους στη χρηματοπιστωτική δραστηριότητα, και τη διάσταση της έντονης εμπλοκής της πολιτικής στην τραπεζική αγορά. Πρόκειται για μία επίδραση, παράλληλα με το ιδιοκτησιακό καθεστώς, που προκύπτει τόσο από μία σειρά κανονιστικών και μη παρεμβάσεων στις συνθήκες και στον προσανατολισμό της τραπεζικής διαμεσολάβησης, όσο και από τη διασύνδεση των τάσεων στην τραπεζική αγορά με τις εξελίξεις στο πολιτικό στερέωμα της χώρας.

Αναλυτικότερα, όσον αφορά στην *κρατικοκεντρική* εκδοχή, από την πλευρά του ενεργητικού, τα τραπεζικά ιδρύματα κατέχουν και διατηρούν έναν κυρίαρχο ρόλο στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, στην οποία εμπλέκονται ως ένα βαθμό (παλαιότερα περισσότερο) οι κρατικές επιλογές και πολιτικές. Ειδικότερα, τα τραπεζικά ιδρύματα παρέχουν χρηματοδότηση σε επιχειρήσεις που υιοθετούν ένα λατινικό ή μεικτό καθεστώς εταιρικής διακυβέρνησης, αλλά και σε επιχειρήσεις με δημόσιο ή ημι-δημόσιο χαρακτήρα (Papadopoulos και Triantopoulos, 2014), ενώ τα υψηλά ποσοστά μικρών σε μέγεθος επιχειρήσεων καθιστούν τη χρηματοδότηση από τα τραπεζικά ιδρύματα ζωτικής σημασίας για την εγχώρια οικονομική δραστηριότητα. Έτσι, μεταξύ τραπεζικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων αναπτύσσεται μία χρηματοδοτική σχέση που έχει υπομονετικά χαρακτηριστικά απόδοσης, αν και σε ορισμένες περιπτώσεις δεν βασίζεται σε όρους απόδοσης, και ανταποκρίνεται στην αδυναμία των εγχώριων επιχειρήσεων να αντλήσουν πόρους από τις εγχώριες και διεθνείς κεφαλαιαγορές.

Από την πλευρά του παθητικού, ο αποταμιευτικός προσανατολισμός των νοικοκυριών των οικονομιών των *κρατικοκεντρικών* χρηματοπιστωτικών συστημάτων συμβάλλει καθοριστικά στη διατήρηση του κυρίαρχου ρόλου των τραπεζικών ιδρυμάτων στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, διοχετεύοντας υψηλό μέρος των διαθέσιμων πόρων τους προς αυτά. Ειδικότερα, ο αποταμιευτικός προσανατολισμός των νοικοκυριών επηρεάζεται θετικά από τα συνταξιοδοτικά συστήματα, τα οποία είναι δημόσια, ιδιαίτερα γενναιόδωρα και βασίζονται στο καθεστώς των καθορισμένων παροχών αναφορικά με τον προσδιορισμό των συνταξιοδοτικών απολαβών, συρρικνώνοντας τα περιθώρια άνθησης της αγοράς ιδιωτικής ασφάλισης και ωθώντας τους ιδιώτες αποταμιευτές να επιλέγουν την τοποθέτηση των πλεοναζόντων πόρων τους σε μεγάλο βαθμό στα καταθετικά προϊόντα της τραπεζικής αγοράς (Triantopoulos, 2014). Στον αποταμιευτικό προσανατολισμό των νοικοκυριών των εν λόγω οικονομιών συμβάλλει και το χαμηλότερο –έναντι των άλλων δύο εκδοχών– επίπεδο χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης, δημιουργώντας αδυναμίες τόσο από την πλευρά της προσφοράς όσο και της ζήτησης για τα προϊόντα των αγορών όπου δραστηριοποιούνται τα επενδυτικά ιδρύματα.

Στην *κρατικοκεντρική* εκδοχή της χρηματοπιστωτικής οργάνωσης εντάσσονται και τα χρηματοπιστωτικά συστήματα της Νοτίου Ευρώπης,

και δη της Ισπανίας, της Πορτογαλίας, της Ιταλίας και –η πιο χαρακτηριστική περίπτωση– της Ελλάδας, όπου δομικά συστατικά του μείγματος αναπτυξιακής πολιτικής των εν λόγω οικονομιών αποτελούσαν η κρατική ιδιοκτησία τραπεζικών ιδρυμάτων και η κρατική παρέμβαση στις συνθήκες (ύψος επιτοκίων) και στον προσανατολισμό (συγκεκριμένες βιομηχανικές ή κοινωνικές κατευθύνσεις) της τραπεζικής διαμεσολάβησης (Pagoulatos, 2003α).

Συγκεκριμένα, όσον αφορά στην Ισπανία, το χρηματοπιστωτικό της σύστημα χαρακτηρίζεται από την κυριαρχία της τραπεζικής αγοράς, αλλά και από μία αναδυόμενη κεφαλαιαγορά. Ειδικότερα, το ισπανικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, μετά από μία περίοδο χρηματοοικονομικής αστάθειας και κρατικής παρέμβασης (Perez, 1997· Pagoulatos, 2003α) εισήλθε, κατά τη δεκαετία του 1980, σε μία φάση απορρύθμισης, ιδιωτικοποιήσεων και μεταρρυθμίσεων, η οποία και διαμόρφωσε τις προϋποθέσεις σημαντικής χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης. Το βασικό συστατικό της εν λόγω χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης ήταν η τραπεζική αγορά, η οποία και τροφοδότησε μια σημαντική πιστωτική επέκταση –στηρίζοντας, μεταξύ άλλων, και τη μεγάλη άνθηση της εγχώριας στεγαστικής αγοράς. Η ισπανική τραπεζική αγορά αποτελούνταν από (α) τις εμπορικές τράπεζες, μεταξύ των οποίων βρίσκονται λίγες με πολύ μεγάλο μέγεθος που κατείχαν το 50% του συνολικού ενεργητικού της τραπεζικής αγοράς και που παρουσιάζουν έντονη διεθνή δραστηριότητα εντός και εκτός Ευρώπης (βλ. Λατινική Αμερική), και (β) τις περιφερειακές ή τοπικές αποταμιευτικές τράπεζες (*cajas*), οι οποίες κατεύθυναν τον χρηματοδοτικό τους προσανατολισμό στη βιομηχανία, αλλά και στη στήριξη της τοπικής επιχειρηματικής και παραγωγικής δραστηριότητας (IMF, 2006α· Comin, 2007· Illueca κ.ά., 2008). Αμφότερα, ωστόσο, τα είδη πιστωτικών ιδρυμάτων επέκτειναν το ενυπόθηκο χαρτοφυλάκιο τους την περίοδο πριν από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση (IMF, 2006β). Ο σημαντικός ρόλος των *cajas* στην ισπανική τραπεζική αγορά –που παρουσίασε μεγάλη άνθηση κατά την προγενέστερη της κρίσης περίοδο⁶– αποτυπώνει την έντονη (άμεση ή έμμεση) κρατική παρέμβαση στην εγχώρια τραπεζι-

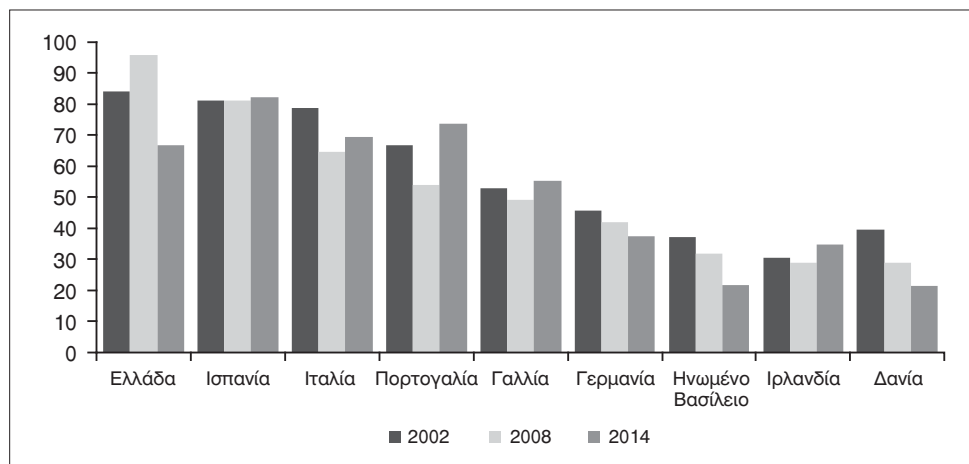
⁶ Το μερίδιο των *cajas* στο σύνολο του ενεργητικού της ισπανικής τραπεζικής αγοράς αυξήθηκε από 22% το 1976 σε 33% το 2004, ενώ το αντίστοιχο μερίδιο στη χορήγηση δανείων αυξήθηκε από 18% σε 45% και στις καταθέσεις από 33% σε 52% (IMF, 2006β).

κή αγορά, καθώς επρόκειτο για πιστωτικά ιδρύματα που κατέχονται είτε από τις περιφερειακές κυβερνήσεις είτε από διάφορους περιφερειακούς ή τοπικούς δημόσιους, κοινωνικούς και οικονομικούς φορείς (βλ. εκκλησία, κοινωνικές οργανώσεις, επιχειρηματικές ενώσεις, κ.ά.) σε ένα περιβάλλον στενής σχέσης με το πολιτικό σύστημα (La Porta κ.ά., 2002· Sapienza, 2004· Crespi κ.ά., 2004· IMF, 2006β· Illueca κ.ά., 2008), με σκοπούς την προσέλκυση των αποταμιεύσεων των μεσαίων και εργατικών τάξεων της περιοχής που δραστηριοποιούνται και τη διοχέτευση των εν λόγω αποταμιευτικών πόρων στις μικρές επιχειρήσεις και στους φτωχούς ιδιώτες της ίδιας περιοχής (Illueca κ.ά., 2008). Η διαμεσολαβητική δραστηριότητα των ισπανικών τραπεζών βασίστηκε σε σημαντικό βαθμό στις καταθέσεις και στην αποταμιευτική τάση των νοικοκυριών, η οποία καθορίστηκε σημαντικά και από τη φυσιογνωμία του συνταξιοδοτικού καθεστώτος της χώρας, το οποίο ήταν δημόσιο και χαρακτηριζόταν από (ιδιαίτερα) υψηλά επίπεδα ακαθάριστου ποσοστού δημόσιας υποχρεωτικής υποκατάστασης του εισοδήματος κατά τη συνταξιοδότηση (81% του προ-συνταξιοδοτικού εισοδήματος, πριν τη χρηματοπιστωτική κρίση⁷) (Διάγραμμα 2.1), συρρικνώνοντας την ανάγκη των νοικοκυριών για επένδυση των αποταμιευτικών τους πόρων σε τοποθετήσεις στην κεφαλαιαγορά και σε ιδιωτικά καθεστώτα ασφάλισης –το σύνολο του ενεργητικού των ιδιωτικών ασφαλιστικών ταμείων και εταιρειών διαμορφώθηκε κατά την περίοδο πριν τη χρηματοπιστωτική κρίση κοντά στο 30% του ΑΕΠ (Διάγραμμα 2.2) (Triantopoulos, 2014).

Παράλληλα, και το χρηματοπιστωτικό σύστημα της Πορτογαλίας χαρακτηρίζεται από τον καθοριστικό ρόλο της τραπεζικής αγοράς, παρουσιάζοντας κοινά στοιχεία με αυτό της Ισπανίας. Ειδικότερα, στα μέσα της δεκαετίας του 1980, η τραπεζική αγορά της Πορτογαλίας εισήλθε –σε συνέχεια μίας περιόδου έντονων κρατικοποιήσεων μετά τις πολιτικές εξελίξεις του 1974– σε μία φάση εκσυγχρονισμού και περιορισμού της κρατικής παρέμβασης κατά την οποία ιδιωτικοποιήθηκαν ιδρύματα (αρκετά το 1989), καταργήθηκαν τα διοικητικά καθορισμένα επιτόκια και συρρικνώθηκαν οι περιορισμοί της πιστωτικής δραστηριότητας (Mendes και Rebelo, 2003· Pagoulatos, 2003a). Σταδιακά, άρχισε να διαμορφώνεται

⁷ Δεν μεταβλήθηκε ιδιαίτερα την περίοδο (2012-2015) που ακολούθησε τη χρηματοπιστωτική κρίση (Διάγραμμα 2.1), και τις σχετικές μεταρρυθμίσεις που προωθήθηκαν.

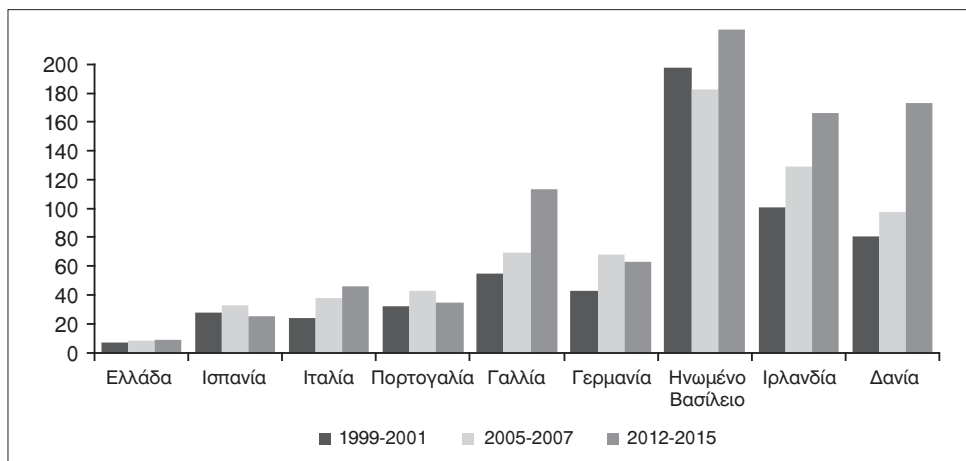
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1
Ακαθάριστο ποσοστό υποκατάστασης της σύνταξης
από υποχρεωτικό δημόσιο καθεστώς
(% προ-συνταξιοδοτικού εισοδήματος), (2002, 2008 και 2014)



Πηγή: OECD (2005, 2011, 2015β).

μία δυναμική τραπεζική αγορά που αποτέλεσε τη μεγαλύτερη πηγή χρηματοδότησης της ιδιωτικής δραστηριότητας και χαρακτηρίστηκε από ιδιαίτερη κρατική εμπλοκή μέσω των Caixa Geral de Depositos, σημαντική συμμετοχή ξένων (γειτονικών) τραπεζών και εμπλοκή της (της τραπεζικής αγοράς) σε άλλους τομείς της οικονομίας, όπως –μεταξύ άλλων– ο τομέας της ιδιωτικής ασφάλισης (Mendes και Rebelo, 2003· IMF, 2006α). Η άνθηση των καθεστώτων ιδιωτικής ασφάλισης ευνοήθηκε από τα επίπεδα του ακαθάριστου ποσοστού δημόσιας υποχρεωτικής υποκατάστασης του εισοδήματος κατά τη συνταξιοδότηση, τα οποία και περιορίστηκαν το 2008 στο 54% του προ-συνταξιοδοτικού εισοδήματος (από 67% το 2002) (Διάγραμμα 2.1), ενώ το σύνολο του ενεργητικού των ιδιωτικών συνταξιοδοτικών ταμείων και εταιρειών ιδιωτικής ασφάλισης έφτασε την περίοδο 2005-2007 το 43% του ΑΕΠ (από 22% του ΑΕΠ την περίοδο 1999-2001), με την τάση αυτή να σταματά μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση (Διάγραμμα 2.2). Αυτή η τάση των νοικοκυριών, πριν τη χρηματοπιστωτική κρίση, για διοχέτευση των αποταμιευτικών τους πόρων προς

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.2
Σύνολο ενεργητικού συνταξιοδοτικών ταμείων
και εταιρειών ιδιωτικής ασφάλισης (% ΑΕΠ)



Πηγή: ECB (2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2010, 2016) και OECD database.

Σημείωση: Τα στοιχεία για τα εκτός Ευρωζώνης κράτη-μέλη μετά το 2008, τα οποία δεν είναι διαθέσιμα από την ΕΚΤ, προέρχονται από τον ΟΟΣΑ.

επενδυτικές τοποθετήσεις της αγοράς ιδιωτικής ασφάλισης ήταν εντονότερη σε σχέση με άλλα κράτη-μέλη που είχαν υψηλότερα επίπεδα δημόσιας υποχρεωτικής υποκατάστασης του προ-συνταξιοδοτικού εισοδήματός τους, περιορίζοντας –πάντα σε σχετικούς όρους– τη μεγάλη σημασία των καταθέσεων (Triantoroulis, 2014).

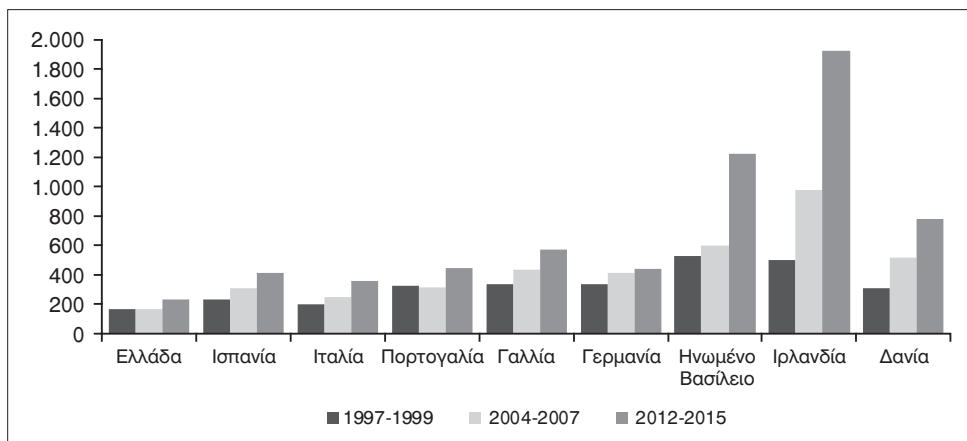
Στα κρατικοκεντρικά χρηματοπιστωτικά συστήματα εντάσσεται και αυτό της Ιταλίας, το οποίο, έως και τις αρχές της δεκαετίας του 1990, ήταν ένα βασισμένο στις τράπεζες χρηματοπιστωτικό σύστημα που χαρακτηριζόταν από εκτενή κρατικό έλεγχο στη διαμεσολαβητική δραστηριότητα των τραπεζών σε ένα ευρύτερο πλαίσιο στενής συσχέτισης με τους οικονομικά δρώντες (Allen και Gale, 2000· Bank of Italy, 2003· Pagoulatos και Quaglia, 2013). Τις επόμενες δεκαετίες, όμως, το χρηματοπιστωτικό σύστημα της Ιταλίας εισήλθε σε μία περίοδο μεταρρυθμίσεων στο κανονιστικό πλαίσιο, στο καθεστώς εταιρικής διακυβέρνησης, στις ρυθμίσεις για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, στο ιδιοκτησιακό

καθεστώς των δημοσίων πιστωτικών ιδρυμάτων, και στη νομοθεσία για τον ανταγωνισμό της εγχώριας τραπεζικής αγοράς, που είχαν ως αποτέλεσμα τη σημαντική αλλαγή του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Ιταλίας, και, κυρίως, της τραπεζικής αγοράς (Bank of Italy, 2003· Carletti κ.ά., 2005). Επρόκειτο για μία περίοδο που χαρακτηρίστηκε από τις ιδιωτικοποιήσεις μεγάλου μέρους των κρατικών τραπεζών και ταμειευτηρίων και τις συγχωνεύσεις ή εξαγορές πιστωτικών ιδρυμάτων εθνικής και τοπικής εμβέλειας, ενώ ενδυναμώθηκε ο ανταγωνισμός της τραπεζικής αγοράς και η επέκτασή της στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου (Ciocca, 1998· Carletti κ.ά., 2005· Pagoulatos και Quaglia, 2013). Το αποτέλεσμα της εν λόγω φάσης εκσυγχρονισμού και απελευθέρωσης ήταν η εγχώρια τραπεζική αγορά να αποτελείται από λίγες εθνικής εμβέλειας τράπεζες και αρκετά μικρότερου μεγέθους πιστωτικά ιδρύματα που περιορίζουν τη δραστηριότητά τους είτε σε τοπικό επίπεδο είτε σε κλαδικό (Coccorese, 2005), ενώ ενισχύθηκε σημαντικά η δραστηριότητα των εταιρειών που δραστηριοποιούνταν στην κεφαλαιαγορά, στην επενδυτική τραπεζική και στην ιδιωτική ασφάλιση. Όσον αφορά, ειδικότερα, στην αγορά της ιδιωτικής ασφάλισης αυτή ευνοήθηκε σημαντικά από τις αλλαγές στο συνταξιοδοτικό σύστημα και τη μείωση του ακαθάριστου ποσοστού δημόσιας υποχρεωτικής υποκατάστασης του εισοδήματος κατά τη συνταξιοδότηση, το οποίο και περιορίστηκε το 2008 στο 64% του προ-συνταξιοδοτικού εισοδήματος (από περίπου 80% το 2002) (Διάγραμμα 2.1). Από την άλλη πλευρά, ωστόσο, το σύνολο του ενεργητικού των ιδιωτικών συνταξιοδοτικών ταμείων και εταιρειών ιδιωτικής ασφάλισης έφτασε την περίοδο 2005-2007 το 38% του ΑΕΠ (από 24% του ΑΕΠ την περίοδο 1999-2001) (Διάγραμμα 2.2). Η άνοδος, συνεπώς, της αγοράς ιδιωτικής ασφάλισης είχε ως αποτέλεσμα να απορροφήσει μέρος των αποταμειωτικών πόρων των νοικοκυριών της χώρας και να επηρεάσει τη σημασία των καταθέσεων σε σύγκριση με τα άλλα κρατικοκεντρικά χρηματοπιστωτικά συστήματα της Νοτίου Ευρώπης (Triantopoulos, 2014). Επρόκειτο για μία τάση η οποία, ως ένα βαθμό, διατηρήθηκε –σύμφωνα με τα πρώτα στοιχεία (αλλά και τις αλλαγές στο ΑΕΠ)– και μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση (και τις σχετικές μεταρρυθμίσεις), όταν το σύνολο του ενεργητικού συνταξιοδοτικών ταμείων και εταιρειών ιδιωτικής ασφάλισης έφτασε την περίοδο 2012-2015 στο 45% του ΑΕΠ.

Παράλληλα με τη φυσιογνωμία του ασφαλιστικού συστήματος, δηλαδή την πλευρά της ζήτησης από τα νοικοκυριά για επενδυτικές τοποθετήσεις πέραν της παραδοσιακής επιλογής των καταθέσεων, η σημασία των καταθέσεων επηρεάστηκε και από την πλευρά της προσφοράς, και δη από την προσφορά επενδυτικών επιλογών. Ειδικότερα, τα χρηματοπιστωτικά συστήματα της Νοτίου Ευρώπης χαρακτηρίστηκαν από χαμηλότερα επίπεδα χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης σε σχέση με άλλες ευρωπαϊκές οικονομίες (κυρίως των παλαιών κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης), το οποίο σε σημαντικό βαθμό ήταν αποτέλεσμα της περιορισμένης ανάπτυξης –σε σύγκριση με την τραπεζική αγορά– της κεφαλαιαγοράς και της αγοράς ιδιωτικής ασφάλισης, υπογραμμίζοντας την τραπεζοκεντρική διάσταση των εν λόγω χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Συγκεκριμένα, το σύνολο του ενεργητικού του χρηματοπιστωτικού συστήματος για τις οικονομίες της Νοτίου Ευρώπης στα τέλη της δεκαετίας του 1990 είχε διαμορφωθεί στο 163% του ΑΕΠ στην Ελλάδα, στο 200% του ΑΕΠ στην Ιταλία, στο 232% του ΑΕΠ στην Ισπανία και 322% του ΑΕΠ στην Πορτογαλία. Επρόκειτο για επίπεδα χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης που διατηρήθηκαν για την Ελλάδα και την Πορτογαλία και κατά τα χρόνια πριν από τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007/2008, ενώ η Ιταλία και η Ισπανία παρουσίασαν τάσεις άνθησης, που διατηρήθηκαν και μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση (Διάγραμμα 2.3). Ωστόσο, τα εν λόγω επίπεδα ήταν χαμηλότερα από άλλα ευρωπαϊκά χρηματοπιστωτικά συστήματα –και αρκετά χαμηλότερα σε περιπτώσεις αγορακεντρικών χρηματοπιστωτικών συστημάτων (βλ. Ηνωμένο Βασίλειο και Ιρλανδία). Τα (σχετικά) επίπεδα, συνεπώς, χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης και εξέλιξης –σε όρους νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων, προϊόντων και αγορών– δεν διαμόρφωναν συνθήκες προσφοράς χρηματοοικονομικών επενδυτικών επιλογών αντίστοιχες με άλλα περισσότερο ανεπτυγμένα χρηματοπιστωτικά συστήματα.

Τα δομικά στοιχεία, λοιπόν, τόσο από την πλευρά της ζήτησης –στην οποία ένα μέρος της βιβλιογραφίας προσθέτει και τα επίπεδα εισοδηματικής ανισότητας (Vitols, 2001, 2004· Jackson και Deeg, 2006· Von Mettenheim, 2006· Triantopoulos, 2014)– που προσδιορίζεται από το εύρος της κάλυψης και τη γενναιοδωρία του εγχώριου δημόσιου ασφαλιστικού και συνταξιοδοτικού συστήματος, όσο και από την πλευρά της προσφοράς που προσδιορίζεται από το επίπεδο χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.3
Σύνολο ενεργητικού χρηματοπιστωτικού συστήματος
(ως % του ΑΕΠ)⁸



Πηγή: ECB (2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2010, 2016) και OECD database.

Σημείωση: Τα στοιχεία για τα εκτός Ευρωζώνης κράτη-μέλη μετά το 2008, τα οποία δεν είναι διαθέσιμα από την ΕΚΤ, προέρχονται από τον ΟΟΣΑ.

–και δη άνθησης της κεφαλαιαγοράς και της αγοράς ιδιωτικής ασφάλισης–διαμόρφωσαν ένα ευνοϊκό περιβάλλον για να αποτελέσουν οι καταθέσεις τη βασικότερη επενδυτική επιλογή για τα νοικοκυριά και, κατ' επέκταση, για τη διαμεσολαβητική δραστηριότητα της (κυρίαρχης) εγχώριας τραπεζικής αγοράς. Έτσι, πριν την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007/2008, η εν λόγω παραδοσιακή επενδυτική επιλογή αποτέλεσε βασική τάση για τα νοικοκυριά των κρατικοκεντρικών χρηματοπιστωτικών συστημάτων της Νοτίου Ευρώπης, καθώς τα νοικοκυριά επέλεγαν να τοποθετήσουν τους πλεονάζοντες πόρους από το διαθέσιμο εισόδημά τους σε προϊόντα αποταμίευσης (με θεωρητικά μικρότερο επενδυτικό κίνδυνο, αλλά και χαμηλότερη απόδοση) και όχι τόσο σε χρηματοοικονομικά προϊόντα των αγορών κεφαλαίου και ιδιωτικής ασφάλισης.

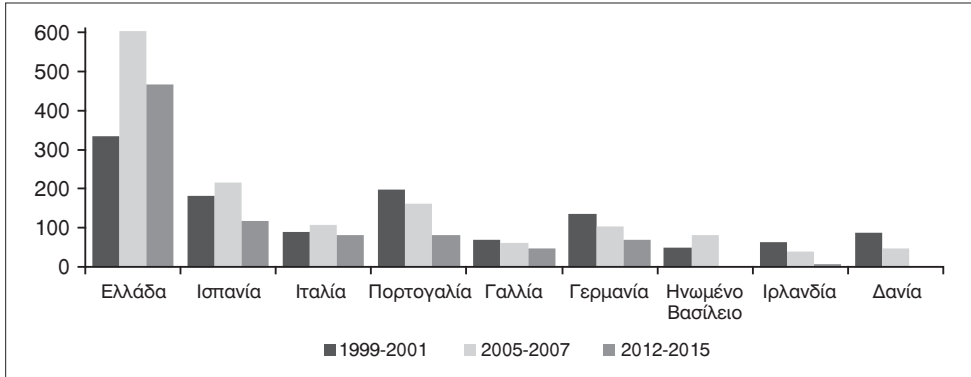
⁸ Πρόκειται για το άθροισμα του ενεργητικού των τραπεζικών ιδρυμάτων, των επενδυτικών ιδρυμάτων που δραστηριοποιούνται στην αγορά χρήματος και κεφαλαίου και των ιδρυμάτων συνταξιοδότησης και ιδιωτικής ασφάλισης.

Από τη στιγμή, φυσικά, που άλλαζαν τα δομικά δεδομένα είτε από την πλευρά της προσφοράς (βλ. προώθηση κεφαλαιαγοράς), είτε από την πλευρά της ζήτησης (βλ. αλλαγές στο συνταξιοδοτικό σύστημα και στα προσδοκώμενα οφέλη κατά τη συνταξιοδότηση), τόσο (σταδιακά) εναρμονιζόταν και ο επενδυτικός προσανατολισμός των νοικοκυριών ως προς τους πλεονάζοντες πόρους του διαθέσιμου εισοδήματός τους. Έτσι, σε συνέχεια των αλλαγών στο συνταξιοδοτικό σύστημα (βλ. Πορτογαλία και Ιταλία) και στον εκσυγχρονισμό της κεφαλαιαγοράς (βλ. Ιταλία) –πάντα σε σχέση με τις άλλες οικονομίες του ευρωπαϊκού Νότου– η σημασία των καταθέσεων ως προς το μέγεθος των χρηματοοικονομικών αγορών (κεφαλαίου και ιδιωτικής ασφάλισης) στην Ιταλία και την Πορτογαλία, κατά τη δεκαετία πριν από τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007/2008 (αλλά και μετά από αυτή), ήταν σε χαμηλότερα επίπεδα από ό,τι στην Ισπανία και στην Ελλάδα (Διάγραμμα 2.4). Ωστόσο, τα εν λόγω επίπεδα είναι τα υψηλότερα μεταξύ άλλων οικονομιών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, και δη των οικονομιών των «παλαιών» κρατών-μελών, καθώς, κατά τα έτη πριν από τη χρηματοπιστωτική κρίση, οι καταθέσεις είχαν διαμορφωθεί στην Πορτογαλία στο 161% του μεγέθους των χρηματοοικονομικών αγορών, στην Ισπανία στο 217% των χρηματοοικονομικών αγορών και στην Ελλάδα στο 600% των χρηματοοικονομικών αγορών, ενώ σε περιπτώσεις οικονομιών όπως το Ηνωμένο Βασίλειο, η Δανία και η Ιρλανδία ο εν λόγω δείκτης ήταν στο 80%, 47% και 39%, αντίστοιχα. Η συγκεκριμένη διαφοροποίηση των οικονομιών του ευρωπαϊκού Νότου σε σχέση με τις άλλες διατηρείται και μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση (2012-2015), αν και για μία σειρά από συγκυριακούς και επιμέρους παράγοντες (βλ. μείωση καταθέσεων, μεταβολή επενδύσεων, κ.ά.) ο δείκτης των καταθέσεων ως σύνολο του ενεργητικού των χρηματοοικονομικών αγορών μειώθηκε, παραμένοντας, όμως, υψηλότερος από τις άλλες (Διάγραμμα 2.4).

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007/2008, αλλά και η κρίση δημοσίου χρέους της Ευρωζώνης που ακολούθησε, επηρέασαν σημαντικά και τα κρατικοκεντρικά χρηματοπιστωτικά συστήματα της Νοτίου Ευρώπης και, όπως ήταν αναμενόμενο, τις καταθέσεις, καθώς, παράλληλα με τις διαταραχές στην τραπεζική αγορά, οι εν λόγω οικονομίες βρέθηκαν σε φάση ύφεσης και περιορισμού του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών (Διάγραμμα 2.5) και στο πλαίσιο προγραμμάτων (ιδιαίτερα αυστηρών στις περιπτώσεις της Ελλάδας και της Πορτογαλίας)

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.4

Καταθέσεις μη πιστωτικών ιδρυμάτων σε πιστωτικά ιδρύματα
[% συνόλου του ενεργητικού των χρηματοοικονομικών αγορών
(κεφαλαίου και ασφάλισης)]

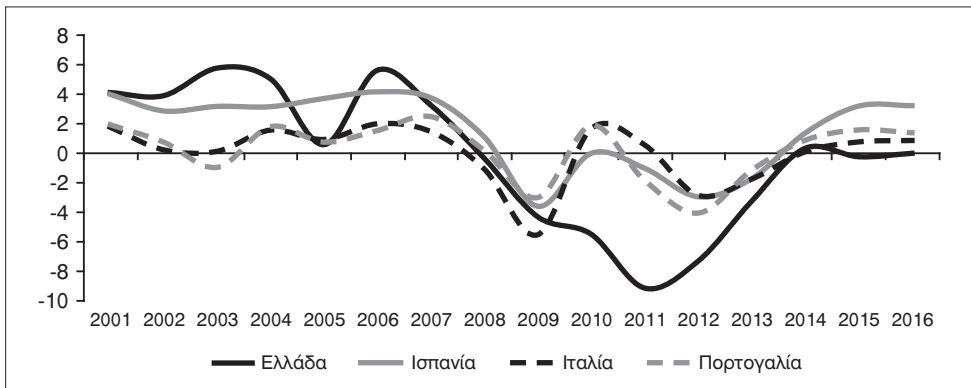


Πηγή: ECB (2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2010, 2016).

Σημείωση: Τα στοιχεία για τα εκτός Ευρωζώνης κράτη-μέλη μετά το 2008, δεν είναι διαθέσιμα από την ΕΚΤ, ενώ τα σχετικά στοιχεία από τη βάση δεδομένων του ΟΟΣΑ για τις καταθέσεις δεν είναι απόλυτα συγκρίσιμα με αυτά της ΕΚΤ, αν και δεν αποκλίνουν (ιδιαίτερα) από τις τάσεις των προηγούμενων στοιχείων. Έτσι, για την περίοδο 2012-2015 ο σχετικός δείκτης για το Ηνωμένο Βασίλειο είναι 67% και για τη Δανία 35,7%.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.5

Ρυθμός ανάπτυξης, 2001-2016 (σταθερές τιμές 2010)



Πηγή: European Commission, AMECO database.

δημοσιονομικής και οικονομικής προσαρμογής. Η πορεία, συνεπώς, των καταθέσεων των νοικοκυριών στις οικονομίες του ευρωπαϊκού Νότου επηρεάστηκε από τις εξελίξεις την τελευταία περίοδο, με αποτέλεσμα να έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον –ιδιαιτέρα από τη σκοπιά του σχεδιασμού πολιτικής– ο εντοπισμός των παραγόντων που επηρέασαν τις μεταβολές και το επίπεδο των καταθέσεων των νοικοκυριών σε μία εκδοχή χρηματοπιστωτικού συστήματος όπου οι καταθέσεις έχουν ιδιαίτερη σημασία, τόσο ως επενδυτικός και αποταμιευτικός προσανατολισμός των νοικοκυριών, όσο και ως δομικό συστατικό και κινητήριο μοχλός της διαμεσολαβητικής δραστηριότητας και, ειδικότερα, της τραπεζικής διαμεσολάβησης που αποτελεί και το κυρίαρχο στοιχείο της εν λόγω εκδοχής.

Η χαρακτηριστικότερη περίπτωση *κρατικοκεντρικού* χρηματοπιστωτικού συστήματος της Νοτίου Ευρώπης, όπου ο επενδυτικός προσανατολισμός των νοικοκυριών προς τις καταθέσεις είναι κυρίαρχος, είναι η Ελλάδα, η οποία, μετά το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007/2008, έχει εισέλθει σε μία περίοδο έντονων διαταραχών που κλόνισαν τόσο το οικονομικό υπόδειγμα, όσο και τη χρηματοπιστωτική δραστηριότητα της χώρας. Είναι σημαντικό, λοιπόν, στο ευρύτερο πλαίσιο μελέτης των παραγόντων που επηρέασαν τις καταθέσεις των νοικοκυριών σε *κρατικοκεντρικά* χρηματοπιστωτικά συστήματα της Νοτίου Ευρώπης, η ανάλυση –τόσο με συγκριτική, όσο και με περιπτώσιολογική ερευνητική διάθεση– να επικεντρωθεί στην περίπτωση της Ελλάδας.

2.3. Οικονομική κρίση και καταθέσεις στην Ελλάδα

Η Ελλάδα, μετά το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007/2008, βρέθηκε σε μία μακρά περίοδο διαταραχών που κλόνισε το εγχώριο αναπτυξιακό της πρότυπο και, κατ' επέκταση, το χρηματοπιστωτικό της σύστημα ως αναπόσπαστο τμήμα αυτού. Ειδικότερα, η τραπεζική αγορά –ως κυρίαρχο συστατικό του *κρατικοκεντρικού* χρηματοπιστωτικού συστήματος της χώρας– εισήλθε σε μία φάση έντονης αναδιάρθρωσης (καταρρεύσεις, εξαγορές και συγχωνεύσεις τραπεζών) και επιδείνωσης –σε ποσοτικούς και ποιοτικούς όρους– της διαμεσολαβητικής δραστηριότητας. Όπως ήταν αναμενόμενο, λοιπόν, οι δυσμενείς εξελίξεις στην οικονομία, αλλά και στην τραπεζική αγορά,

επηρέασαν τις τάσεις και την πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών, τόσο σε εθνικό, όσο και σε περιφερειακό επίπεδο.

2.3.1. Εγχώριο αναπτυξιακό υπόδειγμα και τραπεζικό σύστημα

Η κρίση της ελληνικής οικονομίας κατέδειξε με τον πλέον emphaticό τρόπο τις δομικές αδυναμίες του εγχώριου αναπτυξιακού υποδείγματος, όπως αυτές συνοψίζονται στα τεράστια «δίδυμα» ελλείμματα, αλλά και χρέη –βλ. Διάγραμμα 1.1– που χαρακτήρισαν την ελληνική οικονομία μέχρι και το 2009 (Pagoulatos και Triantopoulos, 2009). Πρόκειται για ένα –επί της ουσίας– «παρωχημένο» αναπτυξιακό υπόδειγμα, στον πυρήνα του οποίου εντοπίζεται η έντονη κρατική παρέμβαση, η οποία αναπτύχθηκε –στην ευρύτερη λογική του «αναπτυξιακού κράτους» (Pagoulatos, 2003β)– κατά τις μεταπολεμικές περιόδους και εδραιώθηκε κατά τη δεκαετία του 1980, αν και σταδιακά «υποχώρησε» κατά την πορεία της χώρας εντός της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης και, ειδικότερα, κατά την ευρύτερη διαδικασία ένταξης της χώρας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) και μετέπειτα.

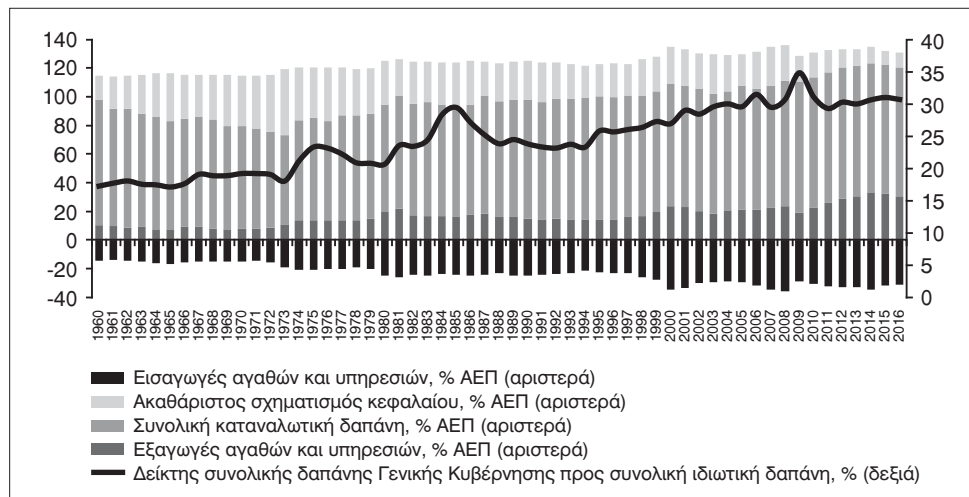
Συγκεκριμένα, η ελληνική οικονομία, κατά τη μεταπολεμική περίοδο, βασίστηκε στην έντονη κρατική εμπλοκή στην αναπτυξιακή διαδικασία. Επρόκειτο για μία περίοδο όπου η κρατικά κατευθυνόμενη οικονομική πολιτική χαρακτηρίστηκε από (σχετική) έμφαση στην πλευρά της προσφοράς, με βασικά στοιχεία τη δημοσιονομική εξισορρόπηση και σταθεροποίηση, τις δημόσιες επενδύσεις, την κανονιστική προστασία και χρηματοδοτική στήριξη της βιομηχανίας, τον αντιπληθωριστικό προσανατολισμό της νομισματικής και ευρύτερα οικονομικής πολιτικής, τη χρηματοπιστωτική παρεμβατικότητα, τη στήριξη της εξωστρέφειας (βλ. υποκατάσταση εισαγωγών), αλλά και τη συγκράτηση του μισθολογικού κόστους –την οποία και ευνοούσε, φυσικά, ένα περιβάλλον «συμπίεσμένων» κοινωνικών απαιτήσεων (Pagoulatos και Triantopoulos, 2014). Τα αποτελέσματα ήταν σημαντικά, αφού η εν λόγω περίοδος, επωφελούμενη και από τη διεθνή οικονομική συγκυρία, χαρακτηρίστηκε από υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και από χαμηλή ανεργία (Καζάκος, 2001· Pagoulatos, 2003β· Pagoulatos και Triantopoulos, 2014).

Κατά τη δεκαετία του 1980, σε συνέχεια των αρνητικών εξελίξεων στη διεθνή οικονομία κατά τη δεκαετία του 1970, οι εν λόγω κοινωνικοπολιτικές απαιτήσεις αποτυπώθηκαν στην αλλαγή του προσανατολισμού του

εγχώριου αναπτυξιακού υποδείγματος, διατηρώντας και επεκτείνοντας τον παρεμβατικό ρόλο του κράτους στην οικονομία. Έτσι, οι νέες συνθήκες που διαμορφώθηκαν μετά την ένταξη της χώρας στην Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (ΕΟΚ) επέτρεψαν τη διατήρηση και ενδυνάμωση της κρατικιστικής οικονομικής πολιτικής, η οποία, όμως, είχε στρέψει τον προσανατολισμό της έντονα προς την πλευρά της ζήτησης και χαρακτηρίζονταν, μεταξύ άλλων, από δημοσιονομική και νομισματική επέκταση, μισθολογικές αυξήσεις, εκτεταμένες προσλήψεις δημοσίων υπαλλήλων, έντονη χρηματοπιστωτική παρεμβατικότητα, υψηλό κόστος χρηματοδότησης, εθνικοποιήσεις «προβληματικών» επιχειρήσεων, αλλά και έναν ιδιότυπο «ψευδοκορπορατισμό» στην αγορά εργασίας που επέτρεψε την έντονη διάκριση μεταξύ των «εντός (insiders)» και των «εκτός (outsiders)» (βλ. ενδεικτικά Καζάκος, 1991· Alogoskoufis, 1995· Tsakalotos, 1998· Καζάκος, 2001· Pagoulatos, 2003β).

Η ενίσχυση του αναπτυξιακού προσανατολισμού κατά τη δεκαετία του 1980 προς την πλευρά της ζήτησης, με παράλληλη διεύρυνση της δραστηριότητας του δημοσίου τομέα, αποτυπώνεται ευκρινώς μέσα από την ανάλυση των συστατικών του παραγόμενου προϊόντος της ελληνικής οικονομίας. Συγκεκριμένα, η καταναλωτική δαπάνη από 75,4% του ΑΕΠ το 1980 έφτασε το 1990 στο 83,1% του ΑΕΠ, σε βάρος, κυρίως, του μεριδίου του ακαθάριστου σχηματισμού κεφαλαίου, που, κατά την ίδια περίοδο, περιορίστηκε από το 30,5% του ΑΕΠ στο 27,4% του ΑΕΠ, αλλά και της εξαγωγικής δραστηριότητας που μειώθηκε από 19,2% του ΑΕΠ στο 14,7% του ΑΕΠ. Παράλληλα, ο δημόσιος τομέας διεύρυνε σημαντικά τη δραστηριότητά του, εκτοπίζοντας τον ιδιωτικό τομέα, καθώς ο δείκτης συνολικών δαπανών της Γενικής Κυβέρνησης ως προς τις συνολικές δαπάνες του ιδιωτικού τομέα, από 17,9% κατά μέσο όρο τη δεκαετία του 1960 και 20,8% τη δεκαετία του 1970, αυξήθηκε στο 25,1% τη δεκαετία του 1980 –με υψηλότερη επίδοση το 1985, οπότε και έφτασε το 29,5%. Επρόκειτο, βέβαια, για μία τάση που διατηρήθηκε και ενδυναμώθηκε και μετά την ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ, με αποτέλεσμα το 2008 η καταναλωτική δαπάνη και οι εισαγωγές να έχουν αυξηθεί περαιτέρω, σε αντίθεση με τον ακαθάριστο σχηματισμό κεφαλαίου, ενώ ο δείκτης συνολικών δαπανών της Γενικής Κυβέρνησης ως προς τις συνολικές δαπάνες του ιδιωτικού τομέα ανέβηκε στο 30,7%, διευρύνοντας περαιτέρω τον εκτοπισμό της ιδιωτικής δραστηριότητας (Διάγραμμα 2.6).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.6
Συστατικά ΑΕΠ και επέκταση δημοσίου τομέα, 1960-2016



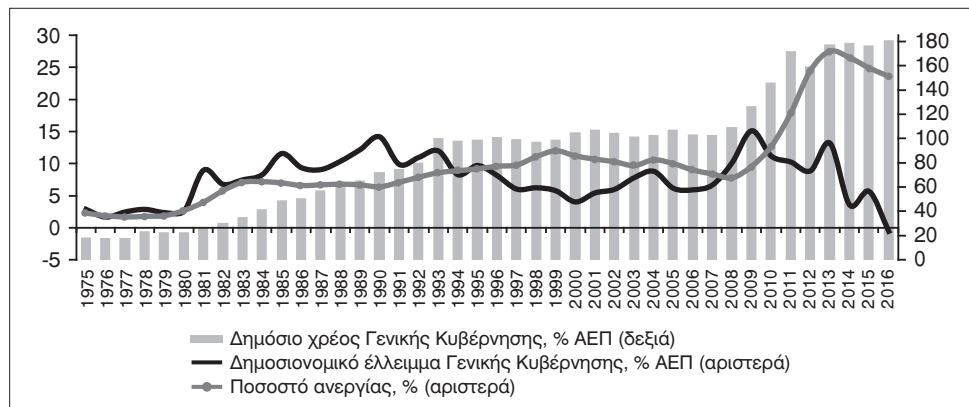
Πηγή: European Commission, AMECO database.

Στην επέκταση των δομών του δημοσίου τομέα και, ως εκ τούτου, της δημόσιας δαπάνης εντάσσονται και οι εξελίξεις στο εγχώριο ασφαλιστικό σύστημα. Ειδικότερα, το εγχώριο ασφαλιστικό σύστημα, με βασικό (πρώτο) πυλώνα το σύστημα παροχής δημόσιας και υποχρεωτικής κύριας σύνταξης, αναπτύχθηκε πάνω σε μία υποχρεωτικά αναδιανεμητική προσέγγιση τόσο μεταξύ των ασφαλισμένων της ίδιας γενιάς, όσο και μεταξύ γενεών. Σύμφωνα, λοιπόν, με την εν λόγω προσέγγιση η παροχή των συντάξεων της τρέχουσας περιόδου βασίζεται στις καταβολές των εισφορών των εργαζομένων της ίδιας περιόδου και το ύψος της σύνταξης βασίζεται στη λογική των προσδιορισμένων παροχών, καθώς η σύνταξη που θα λάβει στο μέλλον ο εργαζόμενος της τρέχουσας περιόδου είναι προσδιορισμένη από την τρέχουσα περίοδο⁹. Ο πρώτος πυλώνας του ασφαλιστικού συστήματος συμπληρώ-

⁹ Έτσι, στο εγχώριο ασφαλιστικό σύστημα, και σε αντίθεση με άλλα σύγχρονα συστήματα, το ύψος της σύνταξης δεν καθορίζεται από το ύψος των καταβληθεισών εισφορών και την επενδυτική αξιοποίηση αυτών.

νεται από το σύστημα επικουρικής σύνταξης του δημοσίου τομέα και ορισμένων κλάδων του ιδιωτικού τομέα, το οποίο, επίσης, εδράζεται στην αναδιανεμητική προσέγγιση και στη λογική των προσδιορισμένων παροχών (Triantopoulos, 2014). Κατά τη δεκαετία του 1980, παράλληλα με την ευρύτερη δημοσιονομική επέκταση, διευρύνθηκε και το δημόσιο ασφαλιστικό σύστημα στο πλαίσιο της καθολικής κάλυψης της κοινωνικής ασφάλισης, ενισχύοντας περαιτέρω τον κατακερματισμό του συστήματος, τη διαφοροποίηση ως προς τη συνταξιοδοτική παροχή, την εφάπαξ παροχή και τα επιδόματα, και την αναντιστοιχία ασφαλιστικής εισφοράς με συνταξιοδοτική παροχή, ενδυναμώνοντας περαιτέρω τις ανησυχίες για τη βιωσιμότητα του συστήματος (ΚΕΠΕ, 1988). Επρόκειτο για ένα δημόσιο ασφαλιστικό σύστημα με υψηλά ποσοστά αναπλήρωσης του προ-συνταξιοδοτικού εισοδήματος κατά τη συνταξιοδότηση και με πολλές «ταχύτητες», κατά τις οποίες απολάμβαναν προνομιακές συνθήκες αρκετές κοινωνικές και επαγγελματικές ομάδες σε σχέση με τους ασφαλισμένους εργαζομένους του ιδιωτικού τομέα, ενώ ιδιαίτερα προνομιακή μεταχείριση είχαν και διάφορες «ειδικές» περιπτώσεις συγκεκριμένων κλάδων (Matsaganis, 2002· Matsaganis, 2011). Έτσι, γενικότερα, η δημόσια υποχρεωτική αναδιανεμητική φιλοσοφία και η λογική των προσδιορισμένων παροχών του πρώτου πυλώνα, σε συνδυασμό με το ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο εισοδηματικής υποκατάστασης κατά τη συνταξιοδότηση, δημιουργούσαν ένα ισχυρό κρατικό δίκτυο ασφαλείας που διαχρονικά κάλυπτε τόσο τα συστήματα κύριας συνταξιοδότησης, όσο και αυτά της επικουρικής. Ωστόσο, η «γενναιοδωρία» και η καθολικότητα του πρώτου πυλώνα, σε συνδυασμό και με την «αδιαφορία» των κοινωνικών εταίρων να προωθήσουν το εν λόγω εγχείρημα πέρα από την πάντα ελκυστική ασφάλεια της εγγύησης του κράτους, συρρίκνωσε τα περιθώρια ανάπτυξης της επαγγελματικής ασφάλισης, αλλά και της ευρύτερης ιδιωτικής ασφαλιστικής και συνταξιοδοτικής δραστηριότητας, και δη των άλλων δύο πυλώνων του συστήματος. Έτσι, πριν από τη χρηματοπιστωτική κρίση, το επίπεδο του ακαθάριστου ποσοστού δημόσιας υποχρεωτικής υποκατάστασης του εισοδήματος κατά τη συνταξιοδότηση αυξήθηκε το 2008 στο 95% του προ-συνταξιοδοτικού εισοδήματος (Διάγραμμα 2.1), ενώ το ενεργητικό των ιδιωτικών συνταξιοδοτικών ταμείων και εταιρειών ιδιωτικής ασφάλισης παρέμεινε την περίοδο 2005-2007 στο

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.7
 Δημόσια οικονομικά και ανεργία, 1975-2016



Πηγή: European Commission, AMECO database.

8,3% του ΑΕΠ (Διάγραμμα 2.2). Φυσικά, μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση και στο πλαίσιο της δημοσιονομικής προσαρμογής που ακολούθησε η χώρα, το επίπεδο του ακαθάριστου ποσοστού δημόσιας υποχρεωτικής υποκατάστασης του εισοδήματος κατά τη συνταξιοδότηση μειώθηκε σημαντικά, φτάνοντας το 66,7% το 2014 (Διάγραμμα 2.1).

Η (προ κρίσης) επέκταση, ωστόσο, της δραστηριότητας και των δομών του δημοσίου τομέα και, ως εκ τούτου, η δημόσια δαπάνη για την εν λόγω επέκταση δεν καλύφθηκε από αντίστοιχη αύξηση των δημοσίων εσόδων –λόγω αδυναμιών του φορολογικού καθεστώτος και μηχανισμού, με αποτέλεσμα να δημιουργηθούν υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα. Συγκεκριμένα, το μέσο έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης κατά τη δεκαετία του 1980 διαμορφώθηκε σε επίπεδα άνω του 9% του ΑΕΠ, αυξάνοντας το δημόσιο χρέος από 22,7% το 1980 στο 72,5% το 1990 και 100,3% το 1993 (Διάγραμμα 2.7). Η μεγάλη δημοσιονομική επέκταση, ωστόσο, δεν συνοδεύτηκε από υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, αφού ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης της δεκαετίας του 1980 ήταν χαμηλότερος του 1%, ενώ και η ανεργία δεν περιορίστηκε, αλλά διατηρήθηκε σε επίπεδα υπερδιπλάσια της προηγούμενης δεκαετίας, και το χρέος διατηρούσε την αυξητική του πορεία (Διάγραμμα 2.7) (Καζάκος, 2001).

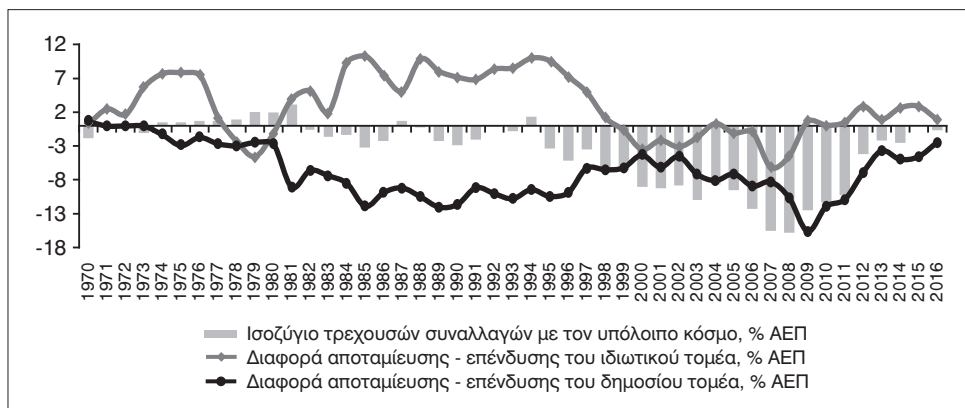
Η υπερχρέωση του δημοσίου τομέα συνοδεύτηκε, επίσης, από τη σταδιακή αύξηση της χρέωσης του ιδιωτικού τομέα, σε συνέχεια της φάσης χρηματοπιστωτικής απελευθέρωσης στην οποία εισήλθε η Ελλάδα από τα τέλη της δεκαετίας του 1980 και έπειτα. Συγκεκριμένα, κατά τις δεκαετίες προ της απελευθέρωσης το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα χαρακτηρίστηκε από την κυριαρχία της τραπεζικής αγοράς και την έντονη κρατική παρέμβαση στη διαμεσολαβητική δραστηριότητα, η οποία δρούσε ως μία διαδικασία «φορολόγησης» της τραπεζικής αγοράς για την εκπλήρωση μίας σειράς στόχων της ακολουθούμενης οικονομικής πολιτικής. Κατά την προγενέστερη του 1980 περίοδο η κρατική παρέμβαση στο τραπεζικό σύστημα αφορούσε στην ανακατανομή χρηματοδοτικών πόρων μεταξύ των κλάδων της οικονομίας, την εναρμόνιση της πιστωτικής επέκτασης με την ανάγκη της νομισματικής σταθερότητας, τη στήριξη παραγωγικών κλάδων με σημαντική προστιθέμενη αξία και δυνατότητα υποκατάστασης εισαγωγών, την ενίσχυση της εξαγωγικής δραστηριότητας και της εξωστρέφειας και τη στήριξη του προγράμματος δημοσίων επενδύσεων και έργων (Pagoulatos, 2014). Η εν λόγω παρέμβαση πραγματοποιούνταν μέσω του ιδιοκτησιακού καθεστώτος των τραπεζών, του ορισμού γενικών και ειδικών επιτοκίων, του ελέγχου και της κατεύθυνσης της χρηματοδότησης, της θέσπισης επενδυτικών ποσοστώσεων και περιορισμών, και των δεσμεύσεων για τη χρηματοδότηση των κρατικών χρεογράφων. Επρόκειτο, βέβαια, για μία πολιτική κρατικής παρέμβασης στην τραπεζική διαμεσολάβηση που, αφενός, ήταν ιδιαίτερα ευάλωτη σε πολιτικούς χειρισμούς και, αφετέρου, ήταν εφικτή λόγω των ευρύτερων συναλλαγματικών και πληθωριστικών συνθηκών στο διεθνές στερέωμα πριν τις διαταραχές στις τιμές του πετρελαίου και στις συναλλαγματικές ισοτιμίες στις αρχές της δεκαετίας του 1970. Έτσι, μέσω της κρατικής παρέμβασης στη διαμεσολαβητική δραστηριότητα διαμορφώθηκαν οι θεσμικές διαδικασίες που ωθούσαν την αποταμίευση των νοικοκυριών, αλλά και των ασφαλιστικών ταμείων (Τριαντόπουλος, 2016), στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα και, κατ' επέκταση, τη μετατροπή των καταθέσεων αυτών σε χαμηλού κόστους χρηματοδότηση προς επιλεγμένους παραγωγικούς φορείς, τη βιομηχανία και τη λειτουργία του κράτους (Deeg και Perez, 2000). Συγκεκριμένα, μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1980, τα 3/4 των χρηματοδοτικών πόρων των τραπεζών ήταν δεσμευμένα για την παροχή χορηγήσεων σε συγκεκριμένους τομείς, καθώς το 50% των

πόρων αυτών κατευθυνόταν προς τον δημόσιο –και ευρύτερο δημόσιο– τομέα, το 15% προς τη βιομηχανία και το 10% προς τις λεγόμενες μικρομεσαίες επιχειρήσεις (Κόλλιας, 1997).

Ωστόσο, η αστάθεια και οι πληθωριστικές πιέσεις που ακολούθησαν την αλλαγή του διεθνούς καθεστώτος συναλλαγματικών ισοτιμιών και τις κρίσεις στην αγορά του πετρελαίου συρρίκνωσαν την αποτελεσματικότητα της κρατικής παρέμβασης στη χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση, ενώ ενδυναμώθηκε καθοριστικά η συνεισφορά της στη χρηματοδότηση της λειτουργίας του κράτους μετά, κυρίως, τη δεκαετία του 1980. Έτσι, σταδιακά η κρατική παρέμβαση κατέστη ένα εργαλείο φθηνής χρηματοδότησης της δημοσιονομικής επέκτασης και βραχυπρόθεσμης αντιμετώπισης των προβλημάτων βιωσιμότητας παραγωγικών κλάδων και επιχειρήσεων, επιβαρύνοντας τις κρατικές τράπεζες με μη εξυπηρετούμενα δάνεια και «προβληματικές» επιχειρήσεις (Pagoulatos, 2014). Επρόκειτο, όμως, για ένα εργαλείο πολιτικής που συνέβαλλε καθοριστικά στην αδυναμία της ελληνικής οικονομίας να απεγκλωβιστεί από τις ανατροφοδοτούμενες υψηλές πληθωριστικές πιέσεις και την αδυναμία να επιτύχει συνθήκες μακροοικονομικής σταθερότητας (Pagoulatos, 2003β). Σε αυτό το πλαίσιο, η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική του δημοσίου τομέα χρηματοδοτούνταν μέσω του εγχώριου τραπεζικού συστήματος από την πλεονασματική θέση του ιδιωτικού τομέα, ο οποίος, κατά τη συγκεκριμένη περίοδο σχετικού εκτοπισμού του (βλ. Διάγραμμα 2.6) και υψηλού πληθωρισμού και κόστους δανεισμού, βρίσκονταν σε μία φάση όπου η αποταμίευσή του υπερείχε της αντίστοιχης επένδυσης (Διάγραμμα 2.8).

Από τα τέλη της δεκαετίας του 1980 και έπειτα, στο πλαίσιο της προώθησης της Ενιαίας Αγοράς και υπό τις πρωτοβουλίες της Τράπεζας της Ελλάδος για μακροοικονομική σταθεροποίηση της ελληνικής οικονομίας, ξεκίνησε η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση στην Ελλάδα (Pagoulatos, 2003α· 2003β). Επρόκειτο για μία βασική δομική αλλαγή ώστε, μεταξύ άλλων: (α) να «απεγκλωβιστεί» η διαμεσολαβητική δραστηριότητα από την κρατική παρέμβαση, (β) να καταστεί πιο αποτελεσματική η κατανομή πόρων κατά την εγχώρια παραγωγική και επιχειρηματική δραστηριότητα, (γ) να λειτουργήσουν τα κανάλια και οι μηχανισμοί μετάδοσης των εργαλείων της νομισματικής πολιτικής για να περιοριστεί ο υψηλός και διψήφιος πληθωρισμός, (δ) να μειωθεί το ιδιαίτερα υψηλό

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.8
Αποταμίευση, επένδυση και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών,
1970-2016



Πηγή: European Commission, AMECO database.

κόστος χρηματοδότησης του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα και (ε) να «ανοίξει» η χρηματοπιστωτική δραστηριότητα και η χρηματοδότηση της ελληνικής οικονομίας σε εγχώριους και ξένους ιδιώτες επενδυτές. Παράλληλα, η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση συνέβαλλε στη διασφάλιση και ενδυνάμωση της αποταμιευτικής βάσης στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, καθώς η αδυναμία μετακίνησης των πραγματικών επιτοκίων, αρχικά, σε θετικά επίπεδα και, εν συνεχεία, σε επίπεδα εγγύτερα αυτών της αγοράς, θα οδηγούσε, στο πλαίσιο της παγκοσμιοποίησης των χρηματοοικονομικών αγορών και της Ενιαίας Αγοράς, στην εκροή αποταμιευτικών πόρων σε άλλες αγορές (Pagoulatos, 2014). Φυσικά, το εγχείρημα της μακροοικονομικής σταθεροποίησης μέσω της χρηματοπιστωτικής απελευθέρωσης ενδυναμώθηκε περαιτέρω με την ένταξη της χώρας σε τροχιά εισόδου στην ΟΝΕ.

Έτσι, προωθήθηκε μία σειρά από δομικές αλλαγές, όπως η άρση των περιορισμών στον βραχυπρόθεσμο δανεισμό, η κατάργηση των ορισμένων και σταθερών επιτοκίων, η άρση των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων, η κατάργηση των συγκεκριμένων επενδυτικών ποσοστώσεων, η άρση των υποχρεώσεων για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων χρημα-

τοδοτικών αναγκών του κράτους, ο εκσυγχρονισμός του κανονιστικού και εποπτικού πλαισίου του τραπεζικού συστήματος με την ενδυνάμωση και ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας και, φυσικά, το πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων και μετοχοποιήσεων των κρατικών τραπεζών. Ειδικότερα, το πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων τραπεζών είχε ως αποτέλεσμα την τετραετία 1995-1999 το μερίδιο αγοράς στις χορηγήσεις των ιδιωτικών τραπεζών να αυξηθεί κατά 22 ποσοστιαίες μονάδες (σε 42%) (Προβόπουλος και Καπόπουλος, 2001).

Η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση και ο σταδιακός εκσυγχρονισμός του τραπεζικού συστήματος, σε συνδυασμό με τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, τα πρώτα σημάδια δημοσιονομικής σταθερότητας, την ταχεία τεχνολογική πρόοδο και τις μεταβολές των αναγκών για τραπεζικά προϊόντα και υπηρεσίες, συνέβαλαν καθοριστικά στη μεγέθυνση της εγχώριας τραπεζικής αγοράς και στην προσαρμογή της στις ανταγωνιστικές συνθήκες της ευρωπαϊκής αγοράς (Κουτσομανώλη κ.ά., 2010). Η περαιτέρω ανάπτυξη, φυσικά, του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος και δη της τραπεζικής αγοράς –μιας και παρά την άνθηση της κεφαλαιαγοράς το σύστημα παρέμενε σε πολύ μεγάλο βαθμό *τραπεζοκεντρικό*– επηρεάστηκε από την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ, η οποία δημιούργησε, στο πλαίσιο της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης, τις προϋποθέσεις για την επέκταση και την ανταγωνιστική δραστηριοποίηση σε άλλες αγορές και τις νομικές συνθήκες για τον εκσυγχρονισμό του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου (Σταϊκούρας και Τριαντόπουλος, 2009).

Οι νέες χρηματοπιστωτικές, αλλά και μακροοικονομικές συνθήκες της ελληνικής οικονομίας ενδυνάμωσαν την κερδοφορία και την ανταγωνιστικότητα των εγχώριων τραπεζών (Κοσμιδου, 2008). Έτσι, η ελληνική τραπεζική αγορά αναπτύχθηκε την περίοδο 1990-2006 με μέσο ρυθμό μεγέθυνσης 6,6%, που ήταν διπλάσιος του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας, και χαρακτηρίστηκε από υψηλά επίπεδα κερδοφορίας, καθώς την επταετία πριν την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση τα προ φόρων κέρδη των ελληνικών τραπεζικών ομίλων παρουσίασαν μέση ετήσια άνοδο 15,7% (Athanasoglou κ.ά., 2006· Τράπεζα της Ελλάδος, 2008)¹⁰. Η περίοδος, λοιπόν, που ακολούθησε την έναρξη της χρηματοπιστωτικής απελευθέρω-

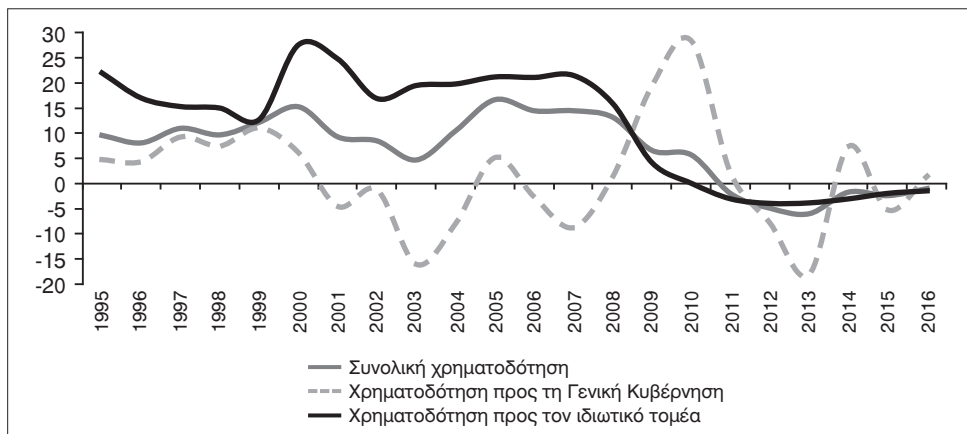
¹⁰ Για περισσότερη τεχνική ανάλυση βλ. Κοσμιδου και Ζορουνιδis (2005), Κοσμιδου (2008) και Κοσμιδου και Ζορουνιδis (2008).

σης – ενός, επί της ουσίας, «νηπιακού» χρηματοπιστωτικού συστήματος – χαρακτηρίστηκε από υψηλή μεγέθυνση και κερδοφορία της τραπεζικής αγοράς η οποία βασίστηκε, μεταξύ άλλων, στην επίτευξη οικονομικών κλίμακας και φάσματος, στη διεύρυνση των προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών, στη μεταβολή της δομής και της μορφολογίας των λειτουργικών εσόδων, στην πιστωτική διεύρυνση στις αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, αλλά, κυρίως, στην ταχεία πιστωτική επέκταση και αύξηση του ιδιωτικού χρέους στην ελληνική οικονομία (Κουτσομανώλη κ.ά., 2010).

Η πιστωτική επέκταση κινήθηκε σε υψηλά επίπεδα πριν το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Ειδικότερα, κατά το δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1990 ο ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης προς το σύνολο της οικονομίας διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο περίπου στο 10%, ενώ την περίοδο 2000-2007 ο μέσος ρυθμός επέκτασης της χρηματοδότησης προς το σύνολο της οικονομίας πλησίασε το 12% (Διάγραμμα 2.9). Μέχρι και πριν από την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ η πιστωτική επέκταση εδράζονταν τόσο στη χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα όσο και του Δημοσίου, με τον πρώτο, φυσικά, να απορροφά όλο και περισσότερο μερίδιο της εγχώριας χρηματοδότησης. Αντίθετα, μετά την ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ, οπότε και διευρύνθηκε η ευχέρεια δανεισμού του Δημοσίου από τις αγορές και σε χαμηλότερο κόστος λόγω του κοινού ευρωπαϊκού νομίσματος, η πιστωτική επέκταση του τραπεζικού συστήματος προς το Δημόσιο συρρικνώθηκε σημαντικά, παρουσιάζοντας συχνά αρνητικό πρόσημο. Έτσι, την περίοδο 2000-2007 η χρηματοδότηση προς τη Γενική Κυβέρνηση παρουσίασε έναν μέσο ρυθμό πιστωτικής συρρίκνωσης λίγο υψηλότερο του 3%, ενώ την ίδια περίοδο ο μέσος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα ξεπερνούσε το 20% (Διάγραμμα 2.9).

Η υποχώρηση του δημοσίου τομέα από την απορρόφηση της εγχώριας χρηματοδότησης αποτυπώνεται και στην εικόνα της χρηματοδότησης σε πραγματικούς όρους. Έτσι, ενώ η Γενική Κυβέρνηση απορροφούσε το 1998 περίπου το 58% της συνολικής χρηματοδότησης, το εν λόγω μερίδιο άρχισε να συρρικνώνεται σημαντικά, με αποτέλεσμα να περιοριστεί το 2008 στο 16% της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας (Διάγραμμα 2.10). Από την άλλη πλευρά, βέβαια, το μεγαλύτερο μέρος της εγχώριας χρηματοδότησης άρχισε να απορροφάται από τη δραστηριότητα του ιδιωτικού τομέα (Διάγραμμα 2.10).

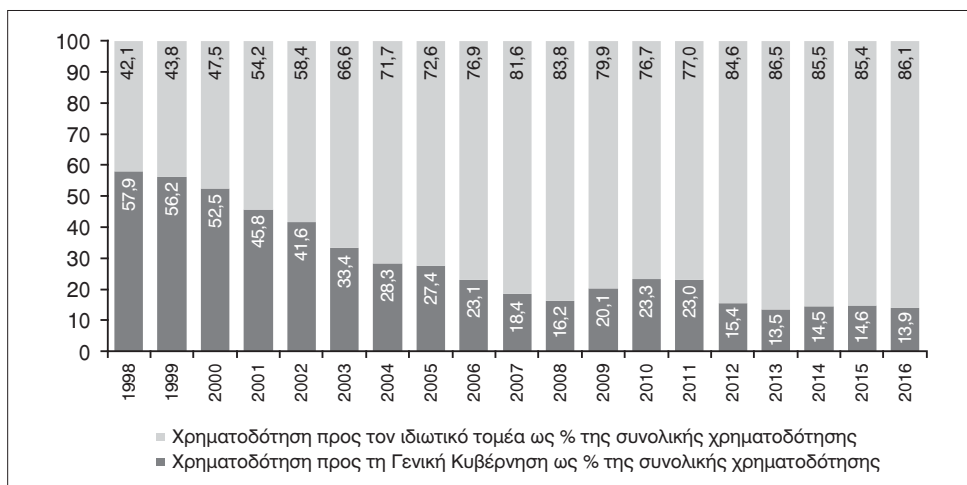
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.9
Πιστωτική επέκταση στην Ελλάδα, 1994-2016



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, βάση στατιστικών δεδομένων.

Σημείωση: Κατά τα έτη 1999 και 2003 πραγματοποιήθηκαν κάποιες αλλαγές στον τρόπο υπολογισμού.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.10
Χρηματοδότηση Γενικής Κυβέρνησης και ιδιωτικού τομέα, 1998-2016



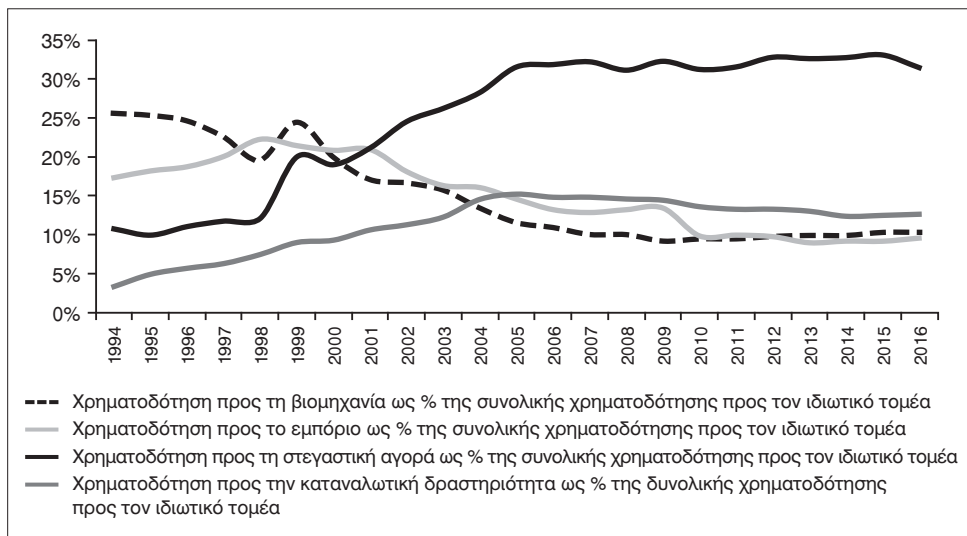
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, βάση στατιστικών δεδομένων.

Αυτή η τάση «απόσυρσης» του κράτους από την απορρόφηση της εγχώριας χρηματοδότησης άλλαξε με το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και, κατ' επέκταση, τη συρρίκνωση της διεθνούς ρευστότητας και της διάθεσης χρηματοδότησης του ελληνικού δημοσίου τομέα από τις διεθνείς αγορές. Έτσι, η αύξηση της χρηματοδότησης προς τη Γενική Κυβέρνηση διαμορφώθηκε το 2009 στο 19,4% και το 2010 στο 28,3%. Αντίθετα, η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα βρέθηκε για την περίοδο που ακολούθησε την κρίση σε αρνητικό πρόσημο (-2,9% κατά μέσο όρο την περίοδο 2011-2016). Στο πλαίσιο, ωστόσο, της χρηματοδότησης του Δημοσίου από τον Μηχανισμό Στήριξης ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ περιορίστηκε το μερίδιο της χρηματοδότησής του από την εγχώρια τραπεζική αγορά, με αποτέλεσμα να κατέχει τα τελευταία χρόνια περίπου το 14% της συνολικής χρηματοδότησης προς την οικονομία. Έτσι, η σημαντική πιστωτική επέκταση που σημειώθηκε στην ελληνική οικονομία από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 άρχισε σταδιακά να απομακρύνεται από μία κατάσταση που ήθελε το Δημόσιο να είναι ο βασικός προορισμός της χρηματοδότησης και να διοχετεύεται όλο και περισσότερο προς τον ιδιωτικό τομέα, με αποτέλεσμα να διογκώνεται η έκθεση σε χρέος της εγχώριας ιδιωτικής δραστηριότητας.

Το κρίσιμο, ωστόσο, για την ανάλυση του εγχώριου αναπτυξιακού υποδείγματος είναι να εντοπιστούν οι τομείς της οικονομίας στους οποίους διοχετεύθηκε η προαναφερθείσα αύξηση της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα. Σύμφωνα με την κατανομή της χρηματοδότησης, προκύπτει ότι η πιστωτική επέκταση διοχετεύθηκε, κυρίως, σε μη εμπορεύσιμες και βασισμένες στην κατανάλωση διαστάσεις της οικονομίας, αναπαράγοντας τη φυσιογνωμία του εγχώριου αναπτυξιακού προτύπου όπως είχε διαμορφωθεί από τη δεκαετία του 1980. Συγκεκριμένα, η χρηματοδότηση προς τη στεγαστική αγορά υπερπολλαπλασιάστηκε τις τελευταίες δεκαετίες, καθώς από περίπου 10% της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα το 1994, έφτασε να κατέχει το 32% το 2007 (Διάγραμμα 2.11).

Επιπρόσθετα, αυξήθηκε και η χρηματοδότηση για την καταναλωτική δραστηριότητα, καθώς η καταναλωτική πίστη αυξήθηκε από 3,3% της συνολικής χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα το 1994 σε 14,8% το 2007. Η τάση, ωστόσο, είναι διαφορετική σε άλλους κλάδους της οικονο-

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.11
Ανάλυση χρηματοδότησης ιδιωτικού τομέα, 1994-2016

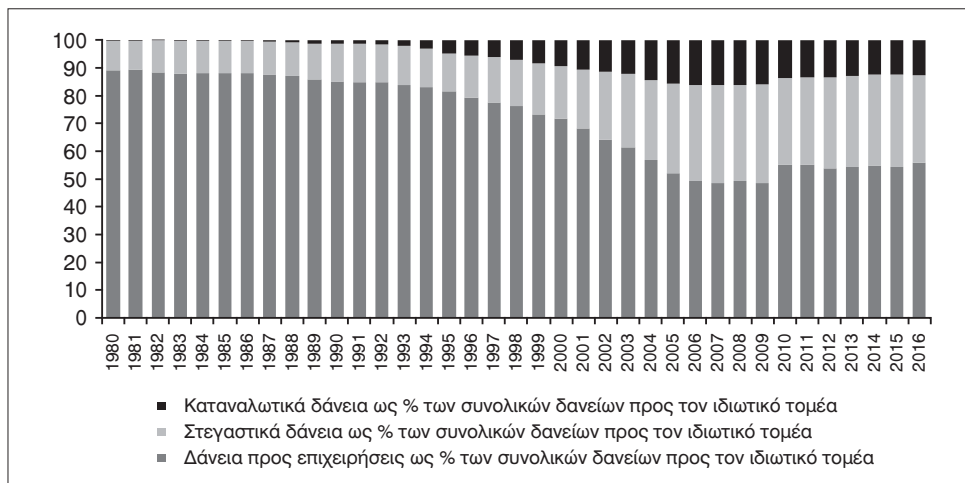


Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, βάση στατιστικών δεδομένων.

μίας. Ειδικότερα, η χρηματοδότηση προς τη βιομηχανία συρρικνώθηκε σημαντικά, αφού από το 25% της συνολικής χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα το 1994 περιορίστηκε στο 10% το 2007. Επίσης, μείωση σημειώθηκε και στην περίπτωση της χρηματοδότησης προς την εμπορική δραστηριότητα, καθώς η εν λόγω χρηματοδότηση ως ποσοστό της συνολικής χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα από 17% το 1994 περιορίστηκε στο 13% το 2007 (Διάγραμμα 2.11).

Γενικότερα, λοιπόν, η πιστωτική επέκταση που ακολούθησε τη χρηματοπιστωτική απελευθέρωση και την ανάπτυξη της τραπεζικής αγοράς εναρμονίστηκε με τον προσανατολισμό του εγχώριου αναπτυξιακού υποδείγματος, το οποίο –παράλληλα με τον εκτοπισμό της ιδιωτικής δραστηριότητας από την επέκταση του Δημοσίου– έδινε έμφαση στην πλευρά της ζήτησης, και δη της κατανάλωσης, «παραμελώντας» το σκέλος της προσφοράς και των εμπορεύσιμων κλάδων που θα μπορούσαν να ενδυναμώσουν την εξωστρέφεια και την ανταγωνιστικότητα της εγχώριας οικονομίας. Έτσι, τα δάνεια προς τις επιχειρήσεις επί του συνόλου

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.12
Ανάλυση δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα, 1980-2016



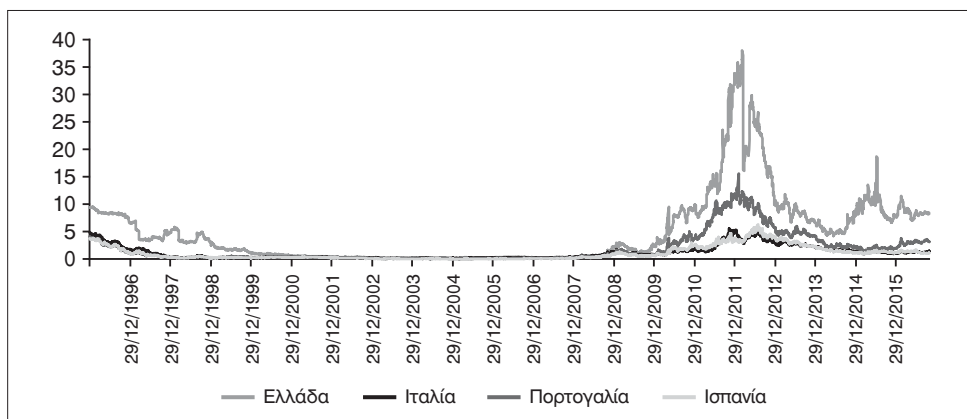
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, βάση στατιστικών δεδομένων.

των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα, από 89% το 1980 περιορίστηκαν το 2007 στο 48% (Διάγραμμα 2.12). Η υποχώρηση αυτή της χρηματοδότησης προς τις ιδιωτικές επιχειρήσεις καλύφθηκε από την αύξηση της χρηματοδότησης προς τη στεγαστική και καταναλωτική δραστηριότητα. Συγκεκριμένα, τα στεγαστικά δάνεια από 10% του συνόλου των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα το 1980 αυξήθηκαν το 2007 στο 35%. Αντίστοιχα, τα καταναλωτικά δάνεια από σχεδόν μηδενικό μερίδιο κατά τη δεκαετία του 1980 αυξήθηκαν στο 16% του συνόλου των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα το 2007.

Η μεγάλη πιστωτική επέκταση, συνεπώς, οδήγησε σε μία μεγάλη αύξηση του χρέους του ιδιωτικού τομέα, το οποίο πριν τη φάση της χρηματοπιστωτικής απελευθέρωσης ήταν σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα. Επρόκειτο για μία εξέλιξη που, μεταξύ άλλων, βασίστηκε και προωθήθηκε, παράλληλα με τη μεγάλη άνθηση της τραπεζικής αγοράς, στη μακροοικονομική σταθεροποίηση, στα αυξημένα κεφάλαια από την ΕΕ και στο ιδιαίτερα χαμηλό κόστος δανεισμού (Διάγραμμα 2.13). Σε αυτό το περβάλλον συρρίκνωσης του κόστους δανεισμού, το χρέος του ιδιωτικού

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.13

Διαφορικό επιτόκιο 10ετών ομολόγων του Δημοσίου κρατών-μελών της Ευρωζώνης σε σχέση με το αντίστοιχο ομόλογο της Γερμανίας, 1996-2016

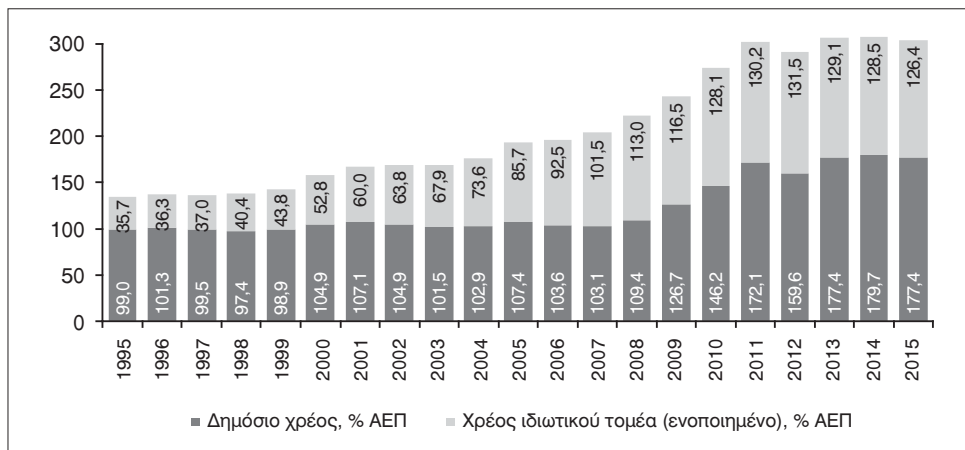


Πηγή: Thomson Reuters Datastream.

τομέα αυξήθηκε από 35,6% του ΑΕΠ στα μέσα της δεκαετίας του 1990 στο 113,5% του ΑΕΠ το 2008, ξεπερνώντας τα επίπεδα του δημοσίου χρέους, το οποίο από το 99% του ΑΕΠ στα μέσα της δεκαετίας του 1990 αυξήθηκε σε 107% του ΑΕΠ στα μέσα της πρώτης δεκαετίας του 2000, ενώ πριν το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης ήταν κοντά στο 109% του ΑΕΠ (Διάγραμμα 2.14). Έτσι, μετά τη χρηματοπιστωτική απελευθέρωση, η οικονομία εισήλθε σε μία πορεία σημαντικής χρέωσης τόσο του ιδιωτικού, όσο και του δημοσίου χρέους. Σε σχέση, φυσικά, με τη δεκαετία του 1980, η αυξητική δυναμική από τη δεκαετία του 1990 και έπειτα εντοπίζεται στο σκέλος του ιδιωτικού χρέους, αφού στο σκέλος του δημοσίου χρέους παρατηρήθηκε μία σχετική συγκράτηση στα ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα του 100% του ΑΕΠ. Το ξέσπασμα, λοιπόν, της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007/2008 συνέπεσε με μία περίοδο όπου το άθροισμα ιδιωτικού και δημοσίου χρέους ξεπερνούσε το 220% του ΑΕΠ.

Η εναρμόνιση, συνεπώς, προς τους σχεδιασμούς της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης, από τα τέλη της δεκαετίας του 1980 και έπειτα, χαρα-

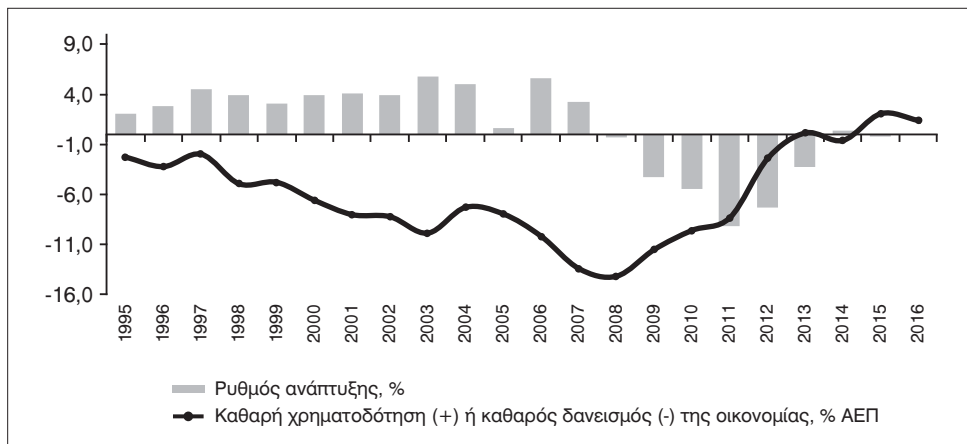
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.14
Δημόσιο και ιδιωτικό χρέος, 1995-2015



Πηγές: European Commission, AMECO database και Eurostat.

κτηρίστηκε από αλλαγές στην οικονομία, όπως η δημοσιονομική και νομισματική σταθεροποίηση, η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση, το σταδιακό «άνοιγμα» προς τις διεθνείς αγορές κεφαλαίου τόσο για το κράτος, όσο και για τον ιδιωτικό τομέα, και η ευρύτερη μείωση του κόστους χρηματοδότησης (Pagoulatos, 2003β· Pagoulatos, 2014). Από τη στιγμή, συνεπώς, που η χρηματοδότηση της ελλειμματικής δραστηριότητας του κράτους δεν αντλούνταν από τις εγχώριες αποταμιεύσεις, οι πόροι του ιδιωτικού τομέα, αλλά και η πιστωτική επέκταση αυτού, τροφοδότησαν περαιτέρω την καταναλωτική ζήτηση, με αποτέλεσμα, λόγω και του παραγωγικού προσανατολισμού σε μη εμπορεύσιμους και με χαμηλή διεθνή ανταγωνιστικότητα κλάδους, να διαμορφωθούν τάσεις διεύρυνσης του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών (Διάγραμμα 2.8) (Βασαρδάνη κ.ά., 2010· Pagoulatos και Triantoroulos, 2014). Αυτή η πορεία συνέχισης και επέκτασης του προσανατολισμένου στην κατανάλωση εγχώριου παραγωγικού υποδείγματος ενισχύθηκε από τη δημοσιονομική επέκταση που ακολούθησε την ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ, καθώς, πλέον, ο δημόσιος τομέας ήταν σε θέση να χρηματοδοτεί την ελλειμματική του δραστηριότητα με χαμηλότερο κόστος από τις διεθνείς αγορές κεφαλαίου.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.15
Βασισμένη στο χρέος ανάπτυξη, 1995-2016



Πηγή: European Commission, AMECO database.

Έτσι, λοιπόν, η ελληνική οικονομία πορευόταν σε τροχιά υψηλών ρυθμών ανάπτυξης, η οποία, όμως, βασιζόταν στην (σχετικά) υψηλή χρέωση του δημοσίου και ιδιωτικού τομέα και στους υψηλούς κοινοτικούς πόρους. Επρόκειτο, επί της ουσίας, για μία αναπτυξιακή πορεία που ήταν αποτέλεσμα, αλλά και εξαρτημένη από την υπερχρέωση της εγχώριας οικονομίας προς το εξωτερικό (Διάγραμμα 2.15). Αυτή η βασισμένη στο χρέος πορεία ανάπτυξης συνεχίστηκε και ενδυναμώθηκε εντός της ΟΝΕ, καθώς διευρυνόταν τόσο το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, όσο, όμως, και η επέκταση των δημοσίων οικονομικών, με αποτέλεσμα η ελληνική οικονομία, όταν οι διεθνείς αγορές κεφαλαίου κλονίστηκαν από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007/2008, να είναι ιδιαίτερα ευάλωτη, αφού σε σχέση με τις οικονομίες των άλλων κρατών-μελών της Ευρωζώνης είχε το μεγαλύτερο πρόβλημα σε όρους «δίδυμων» ελλειμμάτων (Διάγραμμα 1.1).

Η Ελλάδα, επομένως, συνιστά τη χαρακτηριστικότερη περίπτωση ενός κρατικοκεντρικού χρηματοπιστωτικού συστήματος –με αρκετά κοινά χαρακτηριστικά με αυτά των άλλων χωρών της Νοτίου Ευρώπης– το οποίο, αρχικά, αποτέλεσε βασικό συστατικό του εγχώριου αναπτυξιακού

υποδείγματος και, στη συνέχεια, μετά τη χρηματοπιστωτική απελευθέρωση, παράγοντα ανατροφοδότησης και διόγκωσης του εγχώριου υποδείγματος, σε ένα ευρύτερο, ευνοϊκό ευρωπαϊκό και διεθνές περιβάλλον. Πρόκειται, συνεπώς, για ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα το οποίο, λόγω των συστατικών του εγχώριου υποδείγματος, του εκτεταμένου και γενναιόδωρου δημόσιου συστήματος κοινωνικής ασφάλισης, της κυριαρχίας της τραπεζικής αγοράς στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και των σχετικά χαμηλών επιπέδων χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης, χαρακτηρίστηκε από τον κυρίαρχο επενδυτικό προσανατολισμό των νοικοκυριών προς τις καταθέσεις, ο οποίος επηρεάστηκε, φυσικά, από την τελευταία περίοδο έντονων διαταραχών και βαθιάς ύφεσης της ελληνικής οικονομίας.

2.3.2. Κρίση και καταθέσεις

Η Ελλάδα, σε συνέχεια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007/2008, βρέθηκε αντιμέτωπη με την έλλειψη διάθεσης από την πλευρά των διεθνών αγορών –σε ένα περιβάλλον συρρίκνωσης της διεθνούς ρευστότητας– να συνεχίσουν να χρηματοδοτούν το εγχώριο –βασισμένο στο χρέος– αναπτυξιακό υπόδειγμα, και δη το δημόσιο σκέλος αυτού, με αποτέλεσμα, και σε συνέχεια, φυσικά, πολιτικών επιλογών και παραλείψεων, να αναζητηθεί η αναγκαία χρηματοδότηση από τον «επίσημο» τομέα. Έτσι, το 2010 η Ελλάδα εντάχθηκε στον Μηχανισμό Στήριξης ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ και ακολούθησε ένα πρόγραμμα οικονομικής και δημοσιονομικής προσαρμογής, βασιζόμενο στη λογική της «εσωτερικής υποτίμησης» και της εμπροσθοβαρούς προσαρμογής, το οποίο, με τεράστιο κόστος σε όρους ύφεσης και βιοτικού επιπέδου (Giannitsis και Zografakis, 2015), οδήγησε, από το 2014, στη μερική «διόρθωση» του προβλήματος των «δίδυμων» ελλειμμάτων. Συγκεκριμένα, παρ' όλο που το πρόγραμμα οικονομικής πολιτικής, στο πλαίσιο του Μηχανισμού Στήριξης ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ, εμπειριείχε διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και πολιτικές για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, το μεγαλύτερο βάρος έπεσε στο σκέλος της δημοσιονομικής προσαρμογής, καθώς η χώρα έπρεπε σε σύντομο χρονικό διάστημα να μειώσει το δημοσιονομικό έλλειμμα και να πετύχει πρωτογενή πλεονάσματα, ώστε σταδιακά να συρρικνωθεί η εξάρτησή της από τη διεθνή χρηματοδότηση. Προς αυτή την κατεύθυνση, η ελληνική κοινωνία επωμίστηκε την περίοδο που ακολούθησε το

2010 ένα μεγάλο εγχείρημα δημοσιονομικής προσαρμογής, επιτυγχάνοντας τον περιορισμό του δημοσιονομικού ελλείμματος κατά περίπου 13 ποσοστιαίες μονάδες την περίοδο 2009-2014.

Όπως ήταν εύλογο, η εγχώρια τραπεζική αγορά επηρεάστηκε καταλυτικά από τις εξελίξεις, δημιουργώντας την ανάγκη στήριξής της, καθώς η ευρωστία της σε όρους ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας, αν και δεν ήταν –ως αγορά– εκτεθειμένη στα «τοξικά» χαρακτηριστικά της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007/2008, επηρεάστηκε καθοριστικά από την οικονομική και δημοσιονομική προσαρμογή (Pagoulatos και Triantopoulos, 2009· Pagoulatos 2014). Επί της ουσίας, η ύφεση και η κρίση χρέους επηρέασαν καθοριστικά το εγχώριο τραπεζικό σύστημα, αντιστρέφοντας τη ροή διάχυσης της κρίσης σε σύγκριση με ό,τι συνέβη στις άλλες ανεπτυγμένες χώρες. Έτσι, δεν ήταν η «τοξικότητα» από το χρηματοπιστωτικό σύστημα που επηρέασε δυσμενώς τα δημόσια οικονομικά, λόγω της ανάγκης διάσωσης χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, και την πραγματική οικονομία, όπως συνέβη σε άλλες χώρες, αλλά η κρίση δημοσίου χρέους και η ύφεση που επηρέασαν δυσμενώς την ευρωστία και τη βιωσιμότητα της εγχώριας τραπεζικής αγοράς (Τριαντόπουλος, 2015). Ωστόσο, όντας δομικό συστατικό διαμόρφωσης και ανάπτυξης του εγχώριου αναπτυξιακού υποδείγματος, το τραπεζικό σύστημα ήταν άρρηκτα συνδεδεμένο και εκτεθειμένο τόσο σε μη-ανταγωνιστικούς και μη-εμπορεύσιμους κλάδους της οικονομίας (καταναλωτική πίστη, αγορά κατοικίας, μέσα ενημέρωσης, κατασκευές, υπηρεσίες, κ.ά.), όσο και στη χρηματοδότηση της λειτουργίας και της δραστηριότητας του κράτους (ομόλογα, έντοκα γραμμάτια Δημοσίου, δάνεια προς φορείς της Γενικής Κυβέρνησης, χρηματοδότηση κλάδων από τις κρατικές τράπεζες, κ.ά.), με αποτέλεσμα να υπολείπεται αντιστάσεων απέναντι στην εκδήλωση και εμβάθυνση της κρίσης της ελληνικής οικονομίας (Pagoulatos, 2014).

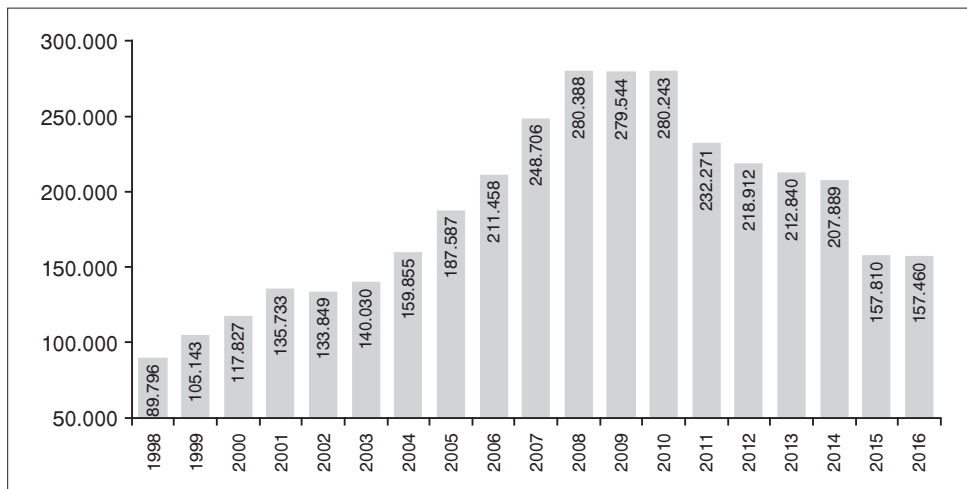
Συνεπώς, από το 2008, και έπειτα, δημιουργήθηκε η ανάγκη σημαντικής στήριξης του εγχώριου τραπεζικού συστήματος από το κράτος, ώστε να αντιμετωπιστούν, αρχικά, οι επιπτώσεις από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση 2007/2008 και, εν συνεχεία, οι δομικές δυσκολίες κατά την περίοδο 2010-2015. Πρόκειται για σημαντικές δυσκολίες όπως: (α) ο περιορισμός και εν συνεχεία αποκλεισμός της χρηματοδότησης των εγχώριων τραπεζών από τις διεθνείς αγορές και τη διατραπεζική αγορά, (β) οι διαδοχικές υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της χώ-

ρας από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης, (γ) η μείωση της αξίας των περιουσιακών τους στοιχείων και ο περιορισμός της οργανικής τους κερδοφορίας, (δ) η μη βιωσιμότητα αρκετών πιστωτικών ιδρυμάτων, (ε) η ραγδαία επιδείνωση της ποιότητας χαρτοφυλακίου δανείων λόγω της ύφεσης, (ζ) οι μεγάλες ζημιές που προέκυψαν από την αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους της Ελλάδας και (η) η μεγάλη εκροή καταθέσεων (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014). Η συρρίκνωση των καταθέσεων στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα αποτέλεσε ένα από τα πιο κρίσιμα ζητήματα κατά τη διαχείριση της κρίσης της ελληνικής οικονομίας, καθώς, αφενός, συνιστά έναν δομικό παράγοντα για τη σταθερότητα και τη βιωσιμότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και, αφετέρου, αποτελεί ένα πεδίο της οικονομικής δραστηριότητας που επηρεάζεται από μία σειρά σημαντικούς παράγοντες, όπως –πέρα από τα ορθολογικά στοιχεία μιας επενδυτικής επιλογής– η ύφεση, η ψυχολογία, η πολιτική σταθερότητα, κ.ά.

Γενικότερα, όπως προαναφέρθηκε, οι καταθέσεις αποτελούσαν κυρίαρχη επενδυτική επιλογή των νοικοκυριών και άλλων ιδιωτών στην Ελλάδα, αλλά και θεμέλιο της τραπεζικής ανάπτυξης, επέκτασης και σταθερότητας. Συγκεκριμένα, από τη δεκαετία του 1990 και έπειτα η καταθετική βάση ακολουθούσε μια σταθερή και αυξητική πορεία, ενώ έδειξε μία ενδιαφέρουσα ανθεκτικότητα στις πιέσεις της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Έτσι, την περίοδο 1998-2008 το σύνολο των καταθέσεων και *repos* στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα αυξήθηκε από 89,8 δισ. ευρώ σε 280,4 δισ. ευρώ, παρουσιάζοντας αύξηση 212% (Διάγραμμα 2.16).

Το εν λόγω υψηλό –για τα ελληνικά δεδομένα– επίπεδο καταθέσεων στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα διατηρήθηκε μέχρι και το 2010. Ωστόσο, την επόμενη χρονιά σημειώθηκε μία μεγάλη πτώση των καταθέσεων, καθώς το σύνολο των καταθέσεων και των *repos* του εγχώριου τραπεζικού συστήματος περιορίστηκε στα 232,7 δισ. ευρώ το 2011 (από 280,2 δισ. ευρώ το 2010), καταγράφοντας μείωση 17%. Η πτωτική πορεία των καταθέσεων συνεχίστηκε και τα επόμενα χρόνια, με τη μεγάλη πτώση να σημειώνεται το 2015 οπότε και την περίοδο Ιουλίου 2014-Ιουλίου 2015 το σύνολο των καταθέσεων και των *repos* των εγχώριου τραπεζικού συστήματος μειώθηκε κατά περίπου 27%, πέφτοντας στα 157,8 δισ. ευρώ, ενώ πλέον –για να σταματήσει η τεράστια εκροή καταθέσεων– το εγχώριο

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.16
Σύνολο καταθέσεων και γeros στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα,
1998-2016 (σε εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, βάση στατιστικών δεδομένων.

Σημείωση: Τα στοιχεία αφορούν στον μήνα Δεκέμβριο κάθε έτους.

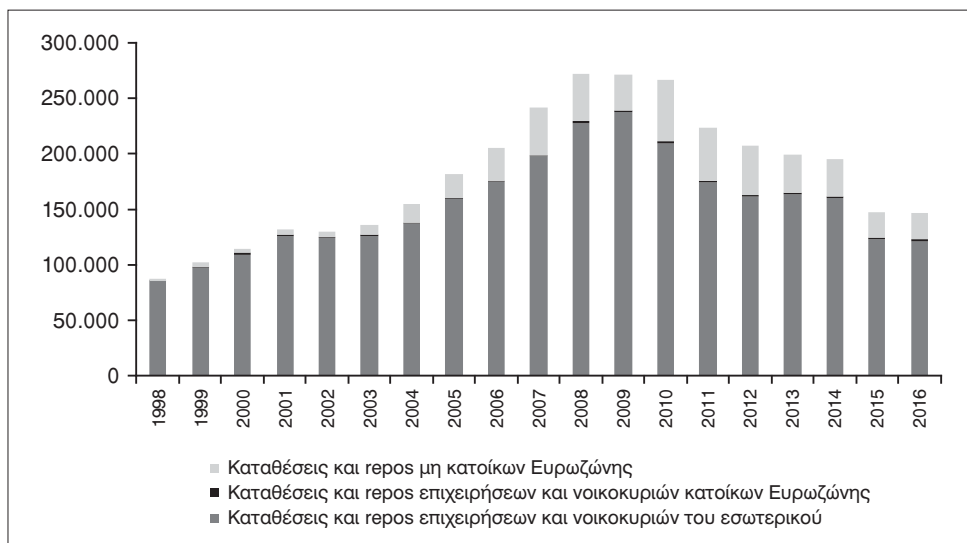
τραπεζικό σύστημα βρέθηκε σε καθεστώς ελέγχου στην κίνηση κεφαλαίων και τραπεζικών συναλλαγών (Διάγραμμα 2.16)¹¹.

Η καταθετική βάση του εγχώριου τραπεζικού συστήματος βασίστηκε στις καταθέσεις (και τα γeros) των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών, το σύνολο των οποίων το 1998 ήταν 85,1 δισ. ευρώ και αυξήθηκε στα 227,6 δισ. ευρώ το 2008, σημειώνοντας αύξηση 170% (Διάγραμμα 2.17). Αντίστοιχη, φυσικά, ήταν και η μεγάλη πτώση που σημειώθηκε μετά το 2010, με αποτέλεσμα τον Δεκέμβριο του 2016 οι καταθέσεις και τα γeros των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών να περιοριστούν στα 121,4 δισ. ευρώ. Παράλληλα, η συνεισφορά των καταθέσεων και

¹¹ Έχοντας παρουσιάσει την πορεία των καταθέσεων σε εθνικό επίπεδο, ενδιαφέρον παρουσιάζει και η ανάλυση των καταθέσεων και των συμφωνιών επαναγοράς (γeros) των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών ανά νομό με σκοπό τον εντοπισμό πιθανών διαφοροποιήσεων μεταξύ των επιμέρους νομών. Για λόγους πληρότητας, παρατίθεται στο Παράρτημα Ι της παρούσας μελέτης η ανάλυση των σχετικών δεδομένων ανά νομό.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.17

Καταθέσεις και γeros επιχειρήσεων και νοικοκυριών στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, 1998-2016 (σε εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, βάση στατιστικών δεδομένων.

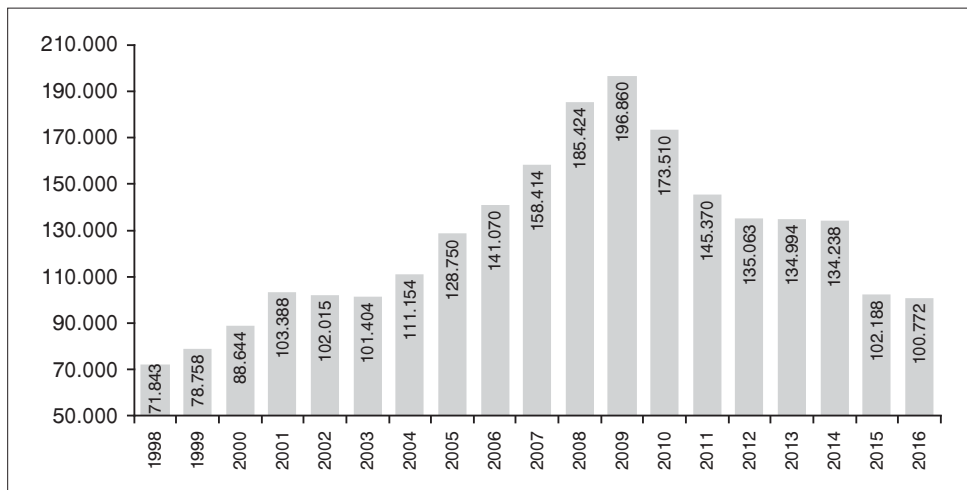
Σημείωση: Τα στοιχεία αφορούν στον μήνα Δεκέμβριο κάθε έτους.

γeros επιχειρήσεων και νοικοκυριών λοιπών κατοίκων της Ευρωζώνης κυμάνθηκε σε σχετικά χαμηλά επίπεδα. Αντίθετα, ιδιαίτερα σημαντική ήταν η συνεισφορά καταθέσεων και γeros επιχειρήσεων και νοικοκυριών εκτός Ευρωζώνης. Συγκεκριμένα, οι εν λόγω καταθέσεις αυξήθηκαν από 1,5 δισ. ευρώ το 1998 σε 55,6 δισ. ευρώ το 2010, σημειώνοντας μια τεράστια αύξηση (κυρίως από το 2004 και έπειτα) κοντά στο 3.500% (Διάγραμμα 2.17). Έτσι, το 2010 οι καταθέσεις και τα γeros των κατοίκων εκτός της Ευρωζώνης αποτελούσαν περίπου το 20% του συνόλου των καταθέσεων και των γeros του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, υπογραμμίζοντας τη θετική επίδραση για την εγχώρια καταθετική βάση της ένταξης της χώρας στην ΟΝΕ.

Εστιάζοντας, ειδικότερα, στις καταθέσεις των εγχώριων νοικοκυριών, εντοπίζονται, ως ένα βαθμό, οι προαναφερθείσες τάσεις. Έτσι, το 1998 οι καταθέσεις και τα γeros των εγχώριων νοικοκυριών είχαν διαμορφωθεί

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.18

Καταθέσεις και γeros εγχώριων νοικοκυριών στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, 1998-2016 (σε εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, βάση στατιστικών δεδομένων.

Σημείωση: Τα στοιχεία αφορούν στον μήνα Δεκέμβριο κάθε έτους.

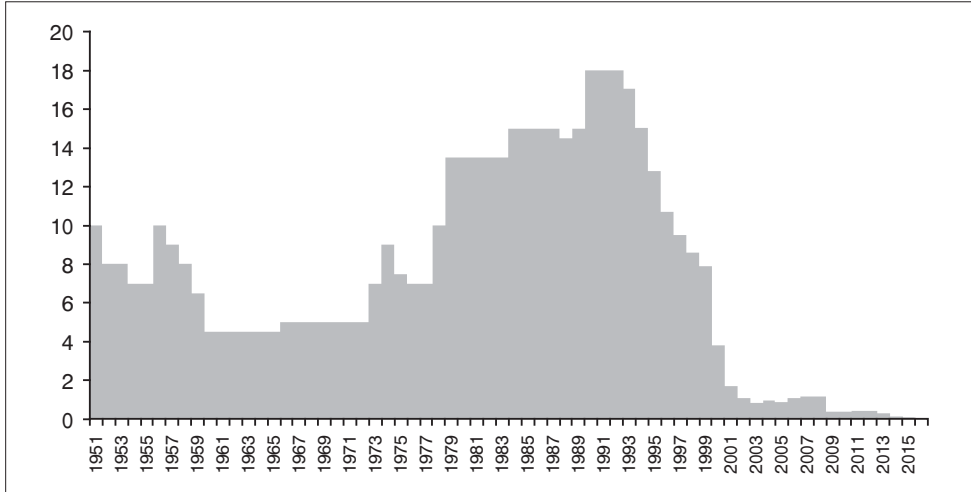
στα 71,8 δισ. ευρώ, ενώ το 2009 είχαν φτάσει στα 196,9 δισ. ευρώ, σημειώνοντας αύξηση 174% (Διάγραμμα 2.18). Το ενδιαφέρον, ωστόσο, είναι ότι η εκροή καταθέσεων στα εγχώρια νοικοκυριά άρχισε να παρατηρείται το 2010 και όχι το 2011, όπως στις ευρύτερες κατηγορίες. Συγκεκριμένα, το 2010 οι καταθέσεις και τα γeros των εγχώριων νοικοκυριών περιορίστηκαν στα 173,5 δισ. ευρώ από 196,9 δισ. ευρώ την προηγούμενη χρονιά, παρουσιάζοντας μία πτώση κοντά στο 12%, ενώ η πτωτική πορεία συνεχίστηκε και την επόμενη χρονιά, όταν οι εν λόγω καταθέσεις μειώθηκαν κατά 16%. Η εν λόγω πτωτική τάση σταθεροποιήθηκε το 2014, αλλά συνεχίστηκε την επόμενη χρονιά, με αποτέλεσμα τον Δεκέμβριο του 2016 οι καταθέσεις και τα γeros των εγχώριων νοικοκυριών να περιοριστούν στα 100,8 δισ. ευρώ (Διάγραμμα 2.18).

Τα επιτόκια των καταθέσεων στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα ακολούθησαν την ευρύτερη τάση χρηματοπιστωτικής απελευθέρωσης των προηγούμενων δεκαετιών, παρουσιάζοντας έντονη αποκλιμάκωση από

τη δεκαετία του 1990 και έπειτα. Συγκεκριμένα, το επιτόκιο απλών καταθέσεων ταμειυτηρίου από τα επίπεδα του 18% που είχε φτάσει στις αρχές της δεκαετίας του 1990 μειώθηκε σε 3,8% το 2000 και σε 1,1% το 2008, ενώ τα τελευταία χρόνια είναι χαμηλότερα του 0,20% (Διάγραμμα 2.19). Αντίστοιχη τάση αποκλιμάκωσης παρατηρείται και στο επιτόκιο των προθεσμιακών καταθέσεων, με τα μέσα επίπεδα να μειώνονται από 20% στις αρχές της δεκαετίας του 1990 σε 4,8% το 2000 και 5,3% το 2008. Αξίζει να σημειωθεί ότι, κατά την περίοδο του ξεσπάσματος της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007/2008, τα επιτόκια των προθεσμιακών καταθέσεων αυξήθηκαν σε μία προσπάθεια συγκράτησης και προσέλκυσης κεφαλαίων στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, ενώ κάτι αντίστοιχο έγινε και την περίοδο 2011-2012 (Διάγραμμα 2.20).

Η αντιμετώπιση της διαχείρισης και συγκράτησης της καταθετικής βάσης του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, με γνώμονα την ευρύτερη χρηματοπιστωτική βιωσιμότητα και σταθερότητα, αποτέλεσε ένα από τα βασικά συστατικά του πλαισίου στήριξης του τραπεζικού συστήματος που ξεκίνησε να διαμορφώνεται από το 2008. Πρόκειται για ένα πλαίσιο που, αφενός, κάλυπτε τα θεσμικά κενά που υπήρχαν και, αφετέρου, ανταποκρινόταν στις ανάγκες που προέκυπταν από την κρίση, αλλά και την ένταξη της Ελλάδας στον Μηχανισμό Στήριξης ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ, και εναρμονιζόταν με τις θεσμικές εξελίξεις σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Επί της ουσίας, το εν λόγω πλαίσιο βασίστηκε σε δύο πυλώνες: (α) τη θεσμική θωράκιση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος, και (β) τη διασφάλιση της αναγκαίας χρηματοδότησης προς το τραπεζικό σύστημα, ώστε να αποτραπεί μία ευρύτερη συστημική κρίση (Τριαντόπουλος, 2015). Ως προς τον δεύτερο πυλώνα, η ανάγκη διασφάλισης τόσο της τραπεζικής όσο, όμως, και της ευρύτερης συστημικής σταθερότητας κατέστησε απαραίτητη τη χρηματοδοτική στήριξη των εγχώριων τραπεζών μέσα από πολιτικές και εργαλεία τόνωσης της ρευστότητας και ενδυνάμωσης της κεφαλαιακής τους επάρκειας. Οι βασικοί άξονες παροχής των αναγκαίων κεφαλαίων προς το τραπεζικό σύστημα ήταν: (α) το πακέτο ενίσχυσης της ρευστότητας της οικονομίας για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης –όπως τιτλοφορήθηκε– το οποίο θεσπίστηκε το 2008, με τον Ν. 3723/2008, περιλαμβάνοντας μέτρα για τη στήριξη της ρευστότητας και της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων, (β) η διαδικασία

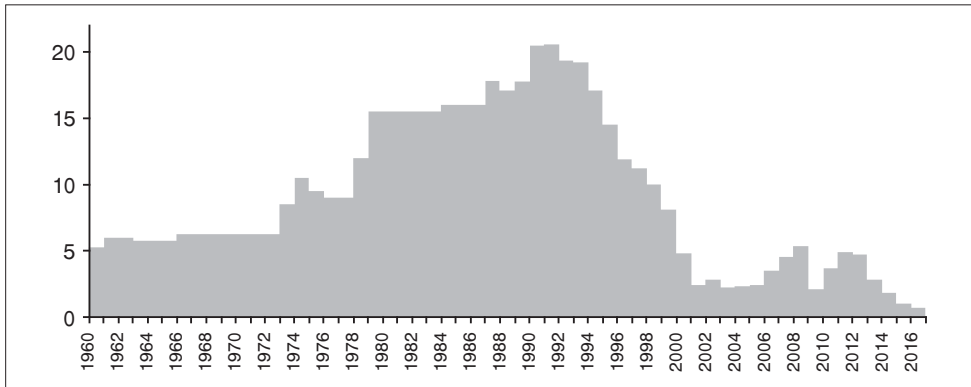
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.19
Επιτόκιο καταθέσεων απλού ταμειυτηρίου (%), 1951-2016



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, βάση στατιστικών δεδομένων.

Σημείωση: Τα στοιχεία αφορούν στον μήνα Δεκέμβριο κάθε έτους.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.20
Επιτόκιο προθεσμιακών καταθέσεων (%), 1960-2016



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, βάση στατιστικών δεδομένων.

Σημείωση: Τα στοιχεία αφορούν στον μήνα Δεκέμβριο κάθε έτους. Επιτόκιο προθεσμιακών καταθέσεων 6-12 μηνών (1960-1987), 3-12 μηνών (1987-2002), έως 12 μηνών (2002-2016).

ευρείας ανακεφαλαιοποίησης του τραπεζικού συστήματος, στο πλαίσιο του Μηχανισμού Στήριξης ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ, και (γ) ο Μηχανισμός Παροχής Έκτακτης Ενίσχυσης σε ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος (Emergency Liquidity Assistance - ELA) που ενεργοποιήθηκε το 2011 από την Τράπεζα της Ελλάδος, για να παράσχει έκτακτη χρηματοδότηση σε φερέγγυα πιστωτικά ιδρύματα που αντιμετωπίζουν έντονα προβλήματα ρευστότητας.

Παράλληλα, λοιπόν, με την πλήρη αξιοποίηση του πακέτου χρηματοδοτικής στήριξης του 2008 και τις ανακεφαλαιοποιήσεις των τραπεζών στο πλαίσιο του Μηχανισμού Στήριξης ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ, ευρεία ήταν η χρήση του ELA σε στιγμές κρίσιμες για τη σταθερότητα της αγοράς, όπως τα μέσα του 2012, αλλά και το 2015, οπότε και οι καταθέσεις συρρικνώθηκαν στα χαμηλότερα επίπεδα των τελευταίων ετών. Ειδικότερα, το 2015 οι εν λόγω συνθήκες μεγάλης συρρίκνωσης της ρευστότητας οδήγησαν σε ευρεία αξιοποίηση της χρηματοδοτικής στήριξης από το Ευρωσύστημα μέσω χρηματοδότησης από την ΕΚΤ και, κυρίως, μέσω του ELA, με αποτέλεσμα τον Ιούλιο το σύνολο της στήριξης από το Ευρωσύστημα να διαμορφωθεί στα 126 δισ. ευρώ, ξεπερνώντας, επί της ουσίας, το σύνολο των καταθέσεων και repos των εγχώριων νοικοκυριών και επιχειρήσεων στις ελληνικές τράπεζες (Τσακλόγλου, κ.ά., 2016). Ωστόσο, η θεσμική παρέμβαση που απέτρεψε την ευρύτερη αποσταθεροποίηση της τραπεζικής αγοράς, σε συνέχεια της μη ολοκλήρωσης του δεύτερου προγράμματος του Μηχανισμού Στήριξης ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ ήταν η επιβολή καθεστώτος περιορισμών και ελέγχων στις αναλήψεις μετρητών, στην κίνηση κεφαλαίων και στις τραπεζικές συναλλαγές, ώστε να αποτραπεί η μεγάλη εκροή καταθέσεων από τα τραπεζικά ιδρύματα.

2.4. Σύνοψη Κεφαλαίου

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007/2008 –συνοψίζοντας την ανάλυση του παρόντος Κεφαλαίου– επηρέασε σημαντικά τόσο τα χρηματοπιστωτικά συστήματα της Νοτίου Ευρώπης, όσο και τα επιμέρους συστατικά αυτών, όπως είναι οι καταθέσεις που, πριν από την κρίση, συνιστούσαν βασικό πυλώνα της παραδοσιακής διαδικασίας χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης των εν λόγω κρατικοκεντρικών

συστημάτων. Ειδικότερα, τα δομικά στοιχεία, τόσο από την πλευρά της ζήτησης –στην οποία ένα μέρος της βιβλιογραφίας προσθέτει και τα επίπεδα εισοδηματικής ανισότητας– που προσδιορίζεται από το εύρος της κάλυψης και τη γενναιοδωρία του εγχώριου δημόσιου ασφαλιστικού και συνταξιοδοτικού συστήματος, όσο και από την πλευρά της προσφοράς που προσδιορίζεται από το επίπεδο χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης –και δη άνθησης της κεφαλαιαγοράς και της αγοράς ιδιωτικής ασφάλισης– διαμόρφωσαν ένα ευνοϊκό περιβάλλον για να αποτελέσουν οι καταθέσεις τη βασικότερη επενδυτική επιλογή για τα νοικοκυριά και, κατ’ επέκταση, για τη διαμεσολαβητική δραστηριότητα της (κυρίαρχης) εγχώριας τραπεζικής αγοράς. Έτσι, πριν την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007/2008, η εν λόγω παραδοσιακή επενδυτική επιλογή αποτέλεσε βασική τάση για τα νοικοκυριά των *κρατικοκεντρικών* χρηματοπιστωτικών συστημάτων της Νοτίου Ευρώπης, καθώς τα νοικοκυριά επέλεγαν να τοποθετήσουν τους πλεονάζοντες πόρους από το διαθέσιμο εισόδημά τους σε προϊόντα αποταμίευσης (με θεωρητικά μικρότερο επενδυτικό κίνδυνο, αλλά και χαμηλότερη απόδοση) και όχι τόσο σε χρηματοοικονομικά προϊόντα των αγορών κεφαλαίου και ιδιωτικής ασφάλισης.

Η πορεία, φυσικά, των καταθέσεων στις οικονομίες του Ευρωπαϊκού Νότου, και δη οι καταθέσεις των νοικοκυριών, επηρεάστηκε από τις εξελίξεις και τις συνθήκες που διαμορφώθηκαν μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007/2008. Προκύπτει, συνεπώς, ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τον εντοπισμό των παραγόντων που προσδιόρισαν τις μεταβολές και το επίπεδο των καταθέσεων των νοικοκυριών σε μία εκδοχή χρηματοπιστωτικού συστήματος όπου οι καταθέσεις έχουν ιδιαίτερη σημασία τόσο ως επενδυτικός και αποταμιευτικός προσανατολισμός των νοικοκυριών, όσο και ως δομικό συστατικό και κινητήριο μοχλός της διαμεσολαβητικής δραστηριότητας και, ειδικότερα, της τραπεζικής διαμεσολάβησης που αποτελεί και το κυρίαρχο στοιχείο της εν λόγω εκδοχής.

Η Ελλάδα συνιστά τη χαρακτηριστικότερη περίπτωση *κρατικοκεντρικού* χρηματοπιστωτικού συστήματος –μεταξύ των άλλων της Νοτίου Ευρώπης, όπου ο επενδυτικός προσανατολισμός των ιδιωτών και, ειδικότερα των νοικοκυριών προς τις καταθέσεις είναι κυρίαρχος. Και αυτό διότι το *κρατικοκεντρικό* χρηματοπιστωτικό σύστημα της Ελλάδας χαρακτηρίστηκε, παράλληλα με τα συστατικά του εγχώριου υπο-

δείγματος, από ένα εκτεταμένο και γενναιόδωρο δημόσιο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης, την κυριαρχία της τραπεζικής αγοράς στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και τα (σχετικά) χαμηλά επίπεδα χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης.

Η Ελλάδα, βέβαια, μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007/2008 εισήλθε σε μία μακρά περίοδο διαταραχών που κλόνισε τόσο το (παρωχημένο) εγχώριο αναπτυξιακό υπόδειγμα, όσο και το άρρηκτα συνδεδεμένο (με το εγχώριο υπόδειγμα) χρηματοπιστωτικό σύστημα. Συγκεκριμένα, η τραπεζική αγορά, ως ο κυρίαρχος πυλώνας του *κρατικοκεντρικού* συστήματος της χώρας, βρέθηκε σε μία φάση έντονης αναδιάρθρωσης και επιδείνωσης (ποσοτικής και ποιοτικής) της χρηματοπιστωτικής διαμεσολαβητικής δραστηριότητας. Σε αυτό το δυσμενές οικονομικό και χρηματοπιστωτικό περιβάλλον η πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών, τόσο σε εθνικό όσο και σε περιφερειακό επίπεδο, επηρεάστηκε σημαντικά.

Καθίσταται, συνεπώς, ιδιαίτερα ενδιαφέρων ο εντοπισμός των προσδιοριστικών παραγόντων που επηρέασαν, σε συνθήκες κρίσης ή έντονων διαταραχών, τις βραχυχρόνιες εξελίξεις και τα επίπεδα των καταθέσεων στις οικονομίες και στα χρηματοπιστωτικά συστήματα όπου (αυτές) συνιστούν δομικό συστατικό της διαμεσολαβητικής δραστηριότητας. Προς αυτή την κατεύθυνση, λοιπόν, η ανάλυση δύναται να επικεντρωθεί, αφενός, στις εξελίξεις στις καταθέσεις των νοικοκυριών στην Ελλάδα, εστιάζοντας, κυρίως, στο περιβάλλον και τις συνθήκες που διαμορφώθηκαν κατά την κρίση στην ελληνική οικονομία και, αφετέρου, στην πορεία των καταθέσεων σε επιλεγμένες χώρες της Νοτίου Ευρώπης (Ισπανία, Ιταλία και Πορτογαλία) με (αντίστοιχα) *κρατικοκεντρικά* χρηματοπιστωτικά συστήματα για λόγους σύγκρισης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΥΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΩΝ ΙΔΙΩΤΙΚΩΝ ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΕΩΝ

3.1. Εισαγωγή

Η υπάρχουσα βιβλιογραφία έχει διερευνήσει σε βάθος τους παράγοντες που επηρεάζουν και καθορίζουν την αποταμιευτική συμπεριφορά. Τα εμπειρικά ευρήματα προσφέρουν χρήσιμη πληροφόρηση για την κατανόηση της αποταμιευτικής συμπεριφοράς, την εξαγωγή συμπερασμάτων και τη διαμόρφωση των κατάλληλων πολιτικών ενίσχυσης των αποταμιεύσεων και προσέλκυσης καταθέσεων, ιδιαίτερα σε μια περίοδο έντονων εκροών, όπως αυτή που διανύει το ελληνικό τραπεζικό σύστημα από το 2010 και κυρίως το 2015.

Στη διεθνή βιβλιογραφία διακρίνονται τρία βασικά κίνητρα για την αποταμίευση των νοικοκυριών, το κάθε ένα από τα οποία συνεπάγεται διαφορετικούς στόχους (Bouyon, 2016):

- (α) Η αποταμίευση για κάποιο συγκεκριμένο στόχο (target saving), συνήθως σε βραχυπρόθεσμο και μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Τα νοικοκυριά αποταμιεύουν για την επίτευξη του στόχου και, όταν συγκεντρώσουν το απαιτούμενο ποσό, το χρησιμοποιούν για την αντίστοιχη αγορά.
- (β) Η αποταμίευση για τη συνταξιοδότηση (retirement saving) σε μακροχρόνιο ορίζοντα. Βασίζεται στην υπόθεση του κύκλου ζωής, σύμφωνα με την οποία τα νοικοκυριά προγραμματίζουν την κατανάλωση και την αποταμίευσή τους μακροπρόθεσμα, για να διασφαλίσουν έναν αξιοπρεπή τρόπο διαβίωσης στο μέλλον.
- (γ) Η αποταμίευση για προληπτικούς λόγους (precautionary saving), για την αντιμετώπιση της αβεβαιότητας που υπάρχει σχετικά με το μελλοντικό εισόδημα των νοικοκυριών και το ύψος των επιτοκίων. Η υψηλή ανεργία και οι άσχημες οικονομικές συνθήκες αυξάνουν περαιτέρω την αβεβαιότητα για το ύψος του μελλοντικού εισοδή-

ματος. Αν και είναι δύσκολο να προσδιοριστεί η αντίληψη των νοικοκυριών για την αβεβαιότητα, η βιβλιογραφία προτείνει ότι αυτή προκύπτει από έναν συνδυασμό αντικειμενικών και υποκειμενικών παραγόντων.

Πέραν των ανωτέρω, θα πρέπει να σημειωθεί και το κίνητρο του κληροδοτήματος, το οποίο αφορά στην αποταμίευση για τη μεταφορά πλούτου/περιουσίας στις επόμενες γενιές.

Σύμφωνα με τα πρόσφατα δεδομένα του 2008-2011 από την Eurosystem Household Finance and Consumption Survey (2013), η αποταμίευση για προληπτικούς λόγους είναι το πιο συχνά αναφερόμενο κίνητρο από όλα τα νοικοκυριά σε 15 κράτη-μέλη της Ευρωζώνης και ακολουθεί η αποταμίευση για την αντιστάθμιση του μειωμένου εισοδήματος την περίοδο της συνταξιοδότησης, ενώ τα αποτελέσματα για τα λοιπά κίνητρα διαφοροποιούνται σε μεγάλο βαθμό μεταξύ των κρατών-μελών (Le Blanc κ.ά., 2016· Bover κ.ά., 2016).

Μεγάλο μέρος της υπάρχουσας βιβλιογραφίας για τις αποταμιεύσεις των νοικοκυριών βασίζεται σε τρεις βασικές υποθέσεις/θεωρίες:

- (α) Στην υπόθεση μόνιμου εισοδήματος του Friedman (1957). Βασίζεται στο έργο του Keynes (1936), όπου οι αποταμιεύσεις ορίζονται ως μια γραμμική συνάρτηση του εισοδήματος και διακρίνει το μόνιμο και το έκτακτο εισόδημα ως προσδιοριστικούς παράγοντες των αποταμιεύσεων. Το μόνιμο εισόδημα ορίζεται βάσει των μακροπρόθεσμων προσδοκιών για το εισόδημα για ένα χρονικό διάστημα προγραμματισμού και ενός σταθερού ρυθμού κατανάλωσης κατά τη διάρκεια της ζωής του ατόμου με δεδομένο το τρέχον επίπεδο πλούτου, ενώ το έκτακτο εισόδημα προκύπτει από τη διαφορά μεταξύ του πραγματικού και μόνιμου εισοδήματος. Τα άτομα δεν αναμένεται να καταναλώσουν από αυτή την κατηγορία εισοδήματος, συνεπώς τα εισοδήματα αυτά αναμένεται να αποταμιευθούν.
- (β) Στην υπόθεση του κύκλου ζωής (Life-Cycle Hypothesis), των Modigliani και Brumberg (1954) και Ando και Modigliani (1963) βάσει της οποίας τα άτομα καταναλώνουν ομοιόμορφα στη διάρκεια της ζωής τους, αποταμιεύουν κατά τη διάρκεια των ετών που έχουν εισοδήματα και διατηρούν το επίπεδο κατανάλωσής τους σταθερό την περίοδο της συνταξιοδότησης. Η κατανάλωση εξαρτάται από

τις προσδοκίες για το μελλοντικό εισόδημα και τα άτομα αποταμιεύουν για να μπορέσουν να διατηρήσουν το σταθερό επίπεδο κατανάλωσης που επιθυμούν.

- (γ) Στη θεωρία ρυθμιστικού αποθέματος σχετικά με την αποταμιευτική συμπεριφορά (Zeldes, 1989· Deaton, 1991· Carroll, 1992). Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία οι καταναλωτές διακρατούν περιουσιακά στοιχεία για να διασφαλίσουν τη μελλοντική τους κατανάλωση από μεταβολές του εισοδήματός τους. Οι προσδοκίες τους σχετικά με την ανεργία επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό, καθώς είναι ο πιο σημαντικός λόγος μεταβολής του εισοδήματος ενός νοικοκυριού. Όταν οι καταναλωτές αντιμετωπίζουν σημαντική αβεβαιότητα σχετικά με το εισόδημά τους λειτουργεί είτε η ανυπομονησία, δηλαδή χρηματοδοτούν την τρέχουσα κατανάλωση με δανεισμό βάσει του μελλοντικού εισοδήματος, είτε η σύνεση, δηλαδή αποταμιεύουν για προληπτικούς λόγους. Υπάρχει λοιπόν ένα απόθεμα πλούτου-στόχος και σε κάθε περίπτωση θετικής ή αρνητικής απόκλισης από αυτόν ο καταναλωτής προσπαθεί να τον επιτύχει.

Θα πρέπει, τέλος, να σημειωθεί μια ενδιαφέρουσα συμπεριφορική προσέγγιση των Shefrin και Thaler (1988) για την υπόθεση του κύκλου ζωής (Behavioral Life-Cycle Hypothesis). Σύμφωνα με τους συγγραφείς προτείνεται μια εναλλακτική, περισσότερο ρεαλιστική, προσέγγιση ενσωματώνοντας τρία βασικά συμπεριφορικά χαρακτηριστικά:

- (α) την έννοια του αυτοελέγχου (self-control) σχετικά με τη δυσκολία που συνεπάγεται η αναβολή της κατανάλωσης για το μέλλον.
- (β) τη νοητική λογιστική (mental accounting), η οποία αφορά στην ύπαρξη νοητικών λογαριασμών που γίνονται αντιληπτοί και διαχειρίζονται ανεξάρτητα, π.χ., πλούτος και εισόδημα. Τα άτομα φαίνεται ότι διατηρούν τρεις ανεξάρτητους νοητικούς λογαριασμούς για το τρέχον εισόδημα, τα τρέχοντα περιουσιακά στοιχεία και το μελλοντικό εισόδημα και η πρόθεση να ξοδέψουν είναι μεγαλύτερη για το τρέχον εισόδημα και λιγότερη για το μελλοντικό. Επιπλέον, η πρόθεση να ξοδέψουν είναι μεγαλύτερη για το τρέχον εισόδημα σε σχέση με τα υφιστάμενα περιουσιακά στοιχεία.
- (γ) Τη σημασία της διατύπωσης (framing), καθώς οι αποφάσεις επηρεάζονται σημαντικά από τον τρόπο διατύπωσης/παρουσίασης

των δεδομένων και των εναλλακτικών επιλογών. Για παράδειγμα, τα άτομα μπορεί να διαχειρίζονται το εισόδημα που εισπράττεται με τη μορφή πρόσθετης πληρωμής (bonus) με διαφορετικό τρόπο (π.χ. ως περιουσιακό στοιχείο) σε σχέση με τον μισθό τους (τρέχον εισόδημα), ακόμη και αν αυτή η πρόσθετη πληρωμή ήταν πλήρως αναμενόμενη.

Η συμπεριφορική προσέγγιση παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον καθώς αναγνωρίζει τους υφιστάμενους ανθρώπινους περιορισμούς και περιγράφει μια περισσότερο ρεαλιστική συμπεριφορά των ατόμων αναφορικά με την αποταμίευση. Παράλληλα, αναδεικνύεται ο ρόλος των συμπεριφορικών/ψυχολογικών παραγόντων, οι οποίοι συχνά παραβλέπονται στην οικονομική ανάλυση, παρά το γεγονός ότι έχουν σημαντική επίδραση στη συμπεριφορά των ατόμων.

3.2. Ανασκόπηση εμπειρικών ευρημάτων

Τα εμπειρικά ευρήματα σχετικά με τους προσδιοριστικούς παράγοντες των αποταμιεύσεων διαφέρουν ανάλογα με το εξεταζόμενο δείγμα χωρών, τη χρονική περίοδο ανάλυσης και τη μέτρηση που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό των αποταμιεύσεων. Η διαπίστωση αυτή δεν επιτρέπει τις γενικεύσεις για την εξαγωγή συμπερασμάτων και τη διαμόρφωση πολιτικών που θα μπορούσαν να είναι εξίσου αποτελεσματικές σε όλες τις χώρες, αλλά απαιτεί διεξοδική ανάλυση κατά περίπτωση και περίοδο ανάλυσης. Θα πρέπει, επίσης, να σημειωθεί ότι τα κίνητρα για αποταμίευση (προληπτικοί λόγοι, συνταξιοδότηση, αγορά κατοικίας, σπουδές παιδιών, κ.λπ.) διαφέρουν από χώρα σε χώρα ανάλογα με την κουλτούρα και το οικονομικό περιβάλλον (Yao κ.ά., 2011), με αποτέλεσμα τα εμπειρικά ευρήματα να μην μπορούν να γενικευθούν και να απαιτούν εξειδικευμένη μελέτη λαμβάνοντας υπ' όψιν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των νοικοκυριών κάθε χώρας.

Ανάμεσα στις σημαντικότερες μεταβλητές που εντοπίζει η διεθνής βιβλιογραφία ως σημαντικούς προσδιοριστικούς παράγοντες των αποταμιεύσεων είναι αυτές οι οποίες σχετίζονται με το **εισόδημα** (Schmidt-Hebbel κ.ά., 1992· Masson κ.ά., 1998· Loayza κ.ά., 2000· Athukorala και Tsai, 2003· Ozcan κ.ά., 2003, κ.λπ.), με το υψηλότερο εισόδημα να συνεπά-

γεται και μεγαλύτερη αποταμίευση. Το μέγεθος του θετικού αυτού αποτελέσματος είναι πιθανόν να μειώνεται καθώς αυξάνεται το εισόδημα, ή ακόμη και να γίνεται αρνητικό για τις χώρες με υψηλό κατά κεφαλήν ΑΕΠ, με λιγότερες επενδυτικές ευκαιρίες και μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης (Masson κ.ά., 1998). Η αναμενόμενη θετική σχέση του εισοδήματος με την αποταμίευση επιβεβαιώνει την υπόθεση μόνιμου εισοδήματος, με τα εμπειρικά ευρήματα να αποτυπώνουν τη θετική επίδραση του έκτακτου εισοδήματος (Gupta, 1987). Ιδιαίτερως σημαντικός είναι και ο ρυθμός μεταβολής του εισοδήματος. Όταν το εισόδημα αναμένεται να αυξάνεται στο μέλλον με γρήγορο ρυθμό, οι πιθανές επιπτώσεις του στην αποταμίευση είναι δύο: οδηγεί είτε σε χαμηλότερη αποταμίευση σήμερα, εάν τα νοικοκυριά αναμένουν υψηλότερο εισόδημα στο μέλλον που θα μπορέσει να τους εξασφαλίσει κατανάλωση και αποταμίευση στο μέλλον, είτε σε υψηλότερη αποταμίευση σήμερα λόγω του υψηλότερου διαθέσιμου εισοδήματος, γεγονός που μπορεί, επίσης, να αποδοθεί και στον αργό ρυθμό μεταβολής των καταναλωτικών συνηθειών των νοικοκυριών. Μάλιστα, η Collins (1991) εντόπισε θετική επίπτωση του πραγματικού ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ και οι Athukorala και Tsai (2003) του ρυθμού αύξησης του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών.

Από την άλλη πλευρά, ο **υφιστάμενος πλούτος** φαίνεται να επιδρά αρνητικά στην αποταμίευση των νοικοκυριών (Muradoglu και Taskin, 1996· Salotti, 2010). Μάλιστα τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία μπορούν να χρησιμοποιηθούν εύκολα για να καλύψουν τρέχουσες ανάγκες κατανάλωσης και, συνεπώς, μειώνουν την ανάγκη των νοικοκυριών για αποταμίευση (Schmidt-Hebbel κ.ά., 1992). Όταν αυξάνεται η συνολική αξία του πλούτου των νοικοκυριών (ακόμη και εάν προέρχεται από υπερβολικές αποτιμήσεις της αγοράς –φούσκες), το αποτέλεσμα πλούτου («wealth effect») αναμένεται να επιδράσει αρνητικά στην αποταμίευση. Για παράδειγμα, οι Logeay κ.ά. (2009) εντόπισαν μια αρνητική στατιστικά σημαντική επίδραση των μεταβολών του γερμανικού χρηματιστηριακού δείκτη στον βαθμό αποταμίευσης των νοικοκυριών, ενώ οι Hüfner και Koske (2010) επιβεβαιώνουν το αποτέλεσμα πλούτου μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς και της αγοράς ακινήτων. Παρ' όλα αυτά, σύμφωνα με την Salotti (2010), αν και εντοπίζεται η αρνητική σχέση για ένα δείγμα ανεπτυγμένων χωρών, στην περίπτωση των ΗΠΑ ο πλούτος δεν φαίνεται να επηρεάζει τις αποταμιεύσεις των νοικοκυριών και, σύμ-

φωνα με αυτό το εύρημα, η μείωσή τους τις τελευταίες δύο δεκαετίες δεν μπορεί να αποδοθεί στις εκρηκτικές ανόδους της χρηματιστηριακής αγοράς και της αγοράς ακινήτων. Επιπλέον, ο δείκτης τιμών κατοικιών χρησιμοποιείται συχνά για να προσεγγίσει τον πλούτο των νοικοκυριών και μπορεί να επηρεάσει την αποταμίευση με διάφορους τρόπους. Για παράδειγμα, μια αύξηση του δείκτη δημιουργεί την αίσθηση αύξησης του πλούτου των νοικοκυριών και μείωση της αποταμίευσης. Παράλληλα, τα ακίνητα αποκτούν μεγαλύτερη αξία ως ενέχυρα για νέο δανεισμό, γεγονός που αποτελεί αντικίνητρο αποταμίευσης. Την ίδια στιγμή, όμως, τα νοικοκυριά που επιθυμούν να αγοράσουν ακίνητο θα αυξήσουν την αποταμίευση για τον σκοπό αυτό. Συνεπώς, το αναμενόμενο αποτέλεσμα είναι αμφίβολο. Τα εμπειρικά ευρήματα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (European Commission, 2011) για την Ευρωζώνη δείχνουν ότι η αύξηση στις τιμές των ακινήτων οδηγεί σε αύξηση του ρυθμού αποταμίευσης των νοικοκυριών. Στη συγκεκριμένη περίπτωση το αρνητικό αποτέλεσμα πλούτου από την αύξηση της αξίας των ακινήτων υπερκαλύπτεται από την ανάγκη των νοικοκυριών να αποταμιεύσουν περισσότερο, για να μπορούν να καλύψουν υψηλότερες προκαταβολές για την αγορά των ακινήτων. Από την άλλη πλευρά, σύμφωνα με τα εμπειρικά αποτελέσματα του Βουγον (2016) για την ΕΕ15¹², παρατηρείται αρνητική σχέση μεταξύ του δείκτη ονομαστικών τιμών των κατοικιών και του ρυθμού αποταμίευσης για την περίοδο 2007-2013.

Η επίδραση των **επιτοκίων** δεν είναι ξεκάθαρη από τα υφιστάμενα εμπειρικά αποτελέσματα και προέρχεται από τρία διαφορετικά αποτελέσματα (Elmendorf, 1996). Μια αύξηση των επιτοκίων μπορεί να αυξήσει τη μελλοντική κατανάλωση που θα προκύψει από τη σημερινή αποταμίευση με το υψηλότερο επιτόκιο. Σε αυτή την περίπτωση η σημερινή κατανάλωση γίνεται πιο δαπανηρή σε σχέση με τη μελλοντική και τα νοικοκυριά καταναλώνουν λιγότερο/αποταμιεύουν περισσότερο σήμερα (αποτέλεσμα υποκατάστασης). Η δεύτερη επίδραση της αύξησης του επιτοκίου αφορά στη μείωση της παρούσας προεξοφλημένης αξίας της προγραμματισμένης μελλοντικής κατανάλωσης, καθώς με υψηλότερα επιτόκια απαιτείται μικρότερη παρούσα αξία για τη χρηματοδότηση συ-

¹² Η Ελλάδα και το Λουξεμβούργο εξαιρέθηκαν από το δείγμα λόγω μη διαθεσιμότητας δεδομένων.

γκεκριμένου ποσού μελλοντικής κατανάλωσης. Συνεπώς, η μελλοντική κατανάλωση γίνεται λιγότερο δαπανηρή σε όρους παρούσας αξίας και τα νοικοκυριά καταναλώνουν περισσότερο/αποταμιεύουν λιγότερο σήμερα (αποτέλεσμα εισοδήματος). Η τρίτη επίδραση μιας αύξησης του επιτοκίου αφορά στη μείωση της παρούσας προεξοφλημένης αξίας των αναμενόμενων μελλοντικών εισοδημάτων των νοικοκυριών από την εργασία τους ή από άλλα περιουσιακά στοιχεία. Η επανεκτίμηση του χρηματοοικονομικού πλούτου των νοικοκυριών προς τα κάτω αναμένεται να οδηγήσει σε μικρότερη κατανάλωση/μεγαλύτερη αποταμίευση σήμερα (αποτέλεσμα πλούτου). Τα εμπειρικά ευρήματα δεν είναι σε συμφωνία μεταξύ τους. Αρκετοί ερευνητές έχουν εντοπίσει μια θετική σχέση πραγματικών επιτοκίων και αποταμιεύσεων για ευρωπαϊκές χώρες (Hondroyiannis, 2006), για αναπτυσσόμενες χώρες (Balassa, 1992), την Κίνα (Horioka και Wan, 2007) και για χώρες του ΟΟΣΑ (Koskela και Viren, 1982). Θετικό πρόσημο εντοπίζει και ο Gupta (1987) για τα ονομαστικά επιτόκια στις αναπτυσσόμενες χώρες. Ανάμεικτα αποτελέσματα για τις χώρες G7 παρουσιάζουν οι Hüfner και Koske (2010) με θετική επίδραση των πραγματικών επιτοκίων σε Ιαπωνία, Ιταλία και Καναδά, αλλά με αρνητική επίδραση σε Γερμανία και Γαλλία και στατιστικά ασήμαντη σχέση για ΗΠΑ και Ην. Βασίλειο. Αρνητική επίδραση του πραγματικού επιτοκίου εντοπίζεται και στην Ινδία (Samantaraya και Patra, 2014). Οι Schmidt-Hebbel κ.ά. (1992) και οι Bandiera κ.ά. (2000), μεταξύ άλλων, δεν εντοπίζουν ξεκάθαρη επίπτωση των επιτοκίων, γεγονός που σημαίνει ότι το αρνητικό αποτέλεσμα εισοδήματος των υψηλότερων επιτοκίων τείνει να αντισταθμίζει το θετικό αποτέλεσμα υποκατάστασης και πλούτου.

Η μεταβλητή του **πληθωρισμού** χρησιμοποιείται συχνά ως μια προσέγγιση της μακροοικονομικής σταθερότητας/αστάθειας και η επίδρασή του στην αποταμίευση μπορεί να είναι διπλή (Muradoglu και Taskin, 1996· Masson κ.ά., 1998). Υψηλότερος πληθωρισμός τείνει να οδηγεί σε υψηλότερα ονομαστικά επιτόκια και αποταμίευση. Παράλληλα, ο υψηλός πληθωρισμός μειώνει την πραγματική αξία των περιουσιακών στοιχείων οδηγώντας σε αύξηση της αποταμίευσης για τη διατήρηση της σχέσης πλούτου-εισοδήματος. Από την άλλη πλευρά, αν υψηλός πληθωρισμός σημαίνει ουσιαστικά αυξημένη αβεβαιότητα, η αποταμίευση μειώνεται. Επιπλέον, προσδοκίες για υψηλό πληθωρισμό μπορούν να ενθαρρύνουν τις δαπάνες για διαρκή αγαθά σε βάρος της αποταμίευ-

σης. Δεν θα πρέπει να παραβλέπεται και η έμμεση επίδραση της ψευδαίσθησης του χρήματος (money illusion) όταν αυξάνονται οι ονομαστικές αμοιβές λόγω πληθωρισμού, με αποτέλεσμα την αύξηση της κατανάλωσης σε βάρος της αποταμίευσης (Βουγιον, 2016). Οι Loayza κ.ά. (2000) εντόπισαν θετική σχέση μεταξύ του πληθωρισμού και της αποταμίευσης. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τα ευρήματά τους, η αύξηση του πληθωρισμού αυξάνει την αποταμίευση των ατόμων για προληπτικούς λόγους (και όχι λόγω των υψηλότερων ονομαστικών επιτοκίων). Αν και δεν εντοπίζεται στατιστικά σημαντική σχέση με τον πληθωρισμό σε όλες τις μελέτες, σε αντίστοιχη θετική σχέση έχουν καταλήξει, μεταξύ άλλων, και οι Hondroyiannis (2004), Jongwanich (2010), Precious και Asrat (2014). Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν εμπειρικά ευρήματα που αποτυπώνουν και αρνητική στατιστικά σημαντική σχέση με την αποταμίευση των νοικοκυριών, όπως είναι για παράδειγμα η περίπτωση της Ινδίας (Samantaraya και Patra, 2014).

Όπως η επίπτωση του πληθωρισμού, έτσι και η επίπτωση της **ανεργίας** στις αποταμιεύσεις των νοικοκυριών ενδέχεται να είναι διπλή. Μια αύξηση της ανεργίας θα μπορούσε να διαμορφώσει την αίσθηση (εργασιακής) αβεβαιότητας και θα οδηγούσε σε υψηλότερη αποταμίευση για προληπτικούς λόγους. Από την άλλη πλευρά, είναι εύλογο μια αύξηση της ανεργίας να οδηγήσει προσωρινά σε μείωση της αποταμίευσης για την κάλυψη της τρέχουσας κατανάλωσης. Τα ευρήματα των Athukorala και Tsai (2003) συνηγορούν υπέρ της αύξησης των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών στην Ταϊβάν σε μια αύξηση της ανεργίας, για προληπτικούς λόγους, ενώ σε αντίστοιχα ευρήματα καταλήγει και η διαστρωματική-διαχρονική ανάλυση των Mody κ.ά. (2012) για ένα μεγάλο δείγμα ανεπτυγμένων οικονομιών. Αντιθέτως, οι Callen και Thimann (1997) εντοπίζουν αρνητική επίπτωση της ανεργίας, επισημαίνοντας ότι η αρνητική επίδραση του χαμηλότερου εισοδήματος υπερκαλύπτει τη θετική επίδραση της ανάγκης αποταμίευσης για προληπτικούς λόγους.

Επιπλέον, μια αύξηση στο **έλλειμμα** και στο **χρέος** της Κυβέρνησης θα μπορούσε να δημιουργήσει στα νοικοκυριά την προσδοκία υψηλότερων φόρων στο άμεσο μέλλον, οδηγώντας τελικά σε αύξηση της αποταμίευσης (Ferrucci και Miralles, 2007· Mody κ.ά., 2012· Gatt, 2014). Από την άλλη πλευρά, η συνδυασμένη επίδραση παραγόντων, όπως είναι η υψηλή ανεργία, η μείωση των εισοδημάτων και η υψηλή αβεβαιότητα

που επικρατεί σε περιόδους κρίσης μπορεί να ανατρέψει αυτό το αποτέλεσμα και να παρατηρηθεί μείωση της αποταμίευσης. Οι Ozcan κ.ά. (2003) εντοπίζουν την αρνητική επίπτωση των ετών οικονομικής κρίσης στην Τουρκία στην ιδιωτική αποταμίευση. Παράλληλα, η άμεση **φορολόγηση** και οι μεταβιβαστικές πληρωμές του Δημοσίου επηρεάζουν αρνητικά τις αποταμιεύσεις, ενώ η έμμεση φορολόγηση δεν φαίνεται να έχει στατιστικά σημαντική επίδραση, σύμφωνα με τα εμπειρικά αποτελέσματα των Callen και Thimann (1997) για 21 χώρες του ΟΟΣΑ την περίοδο 1975-1995. Σε αντίστοιχα συμπεράσματα σχετικά με τη φορολογία εισοδήματος καταλήγουν και οι Tanzi και Zee (2000) για 19 χώρες του ΟΟΣΑ την περίοδο 1971-1995, ενώ οι φόροι κατανάλωσης έχουν μεν αρνητική, αλλά μικρότερη επίδραση.

Επιπλέον, θετική επίδραση των **όρων εμπορίου** (terms of trade) εντοπίζουν, μεταξύ άλλων, οι Kolasa και Liberda (2014) χρησιμοποιώντας σχετικό δείκτη που αποτυπώνει την αγοραστική δύναμη των εξαγωγών μιας χώρας σε όρους των εισαγωγών της. Αντιστρόφως, η χειροτέρευση των όρων εμπορίου αναμένεται να προκαλέσει μείωση στις αποταμιεύσεις λόγω της μείωσης του πραγματικού εισοδήματος. Αντίστοιχη θετική σχέση εντόπισαν οι Ozcan κ.ά. (2003), οι οποίοι χρησιμοποιούν για την προσέγγιση αυτής της μεταβλητής τον λόγο ονομαστικών εξαγωγών/εισαγωγών προς τον λόγο πραγματικών εξαγωγών/εισαγωγών για την εξέταση των ιδιωτικών αποταμιεύσεων στην Τουρκία.

Η **πιστωτική επέκταση** εντοπίζεται ως ένας πρόσθετος σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας των καταθέσεων των νοικοκυριών. Σύμφωνα με τα εμπειρικά ευρήματα, η πιστωτική επέκταση της οικονομίας και η εύκολη πρόσβαση των νοικοκυριών σε δανεισμό (μείωση/χαλάρωση περιορισμών) μπορεί να μειώσει την αποταμίευσή τους (Callen και Thimann, 1997· Bandiera κ.ά., 2000· Loayza κ.ά., 2000· Athukorala και Tsai, 2003· Ozcan κ.ά., 2003· Hondroyiannis, 2006· Slacalek και Sommer, 2011· Jongwanich, 2010· Mody κ.ά., 2012). Αξίζει να σημειωθεί ότι τα εντυπωσιακά υψηλά επίπεδα αποταμίευσης στην Κίνα, σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη των Cristadoro και Marconi (2012), αποδίδονται σε προληπτικούς λόγους και σε περιορισμούς ρευστότητας, τονίζοντας ότι η βελτίωση της παροχής κοινωνικών υπηρεσιών και η διευκόλυνση της πρόσβασης των νοικοκυριών σε δανεισμό θα μπορούσε να μειώσει την αποταμίευση. Παρ' όλα αυτά, η επιβολή σοβαρών μέτρων λιτότητας,

όπως την περίοδο που διανύουμε στην Ελλάδα, επέφερε ταυτόχρονη μείωση της πιστωτικής επέκτασης και των καταθέσεων λόγω του συνεχώς μειούμενου διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών (μείωση μισθών και ταυτόχρονη αύξηση φορολογίας).

Σημαντική αποδεικνύεται και η επίδραση **δημογραφικών παραγόντων** βάσει της υπόθεσης του κύκλου ζωής. Ο δείκτης εξάρτησης χρησιμοποιείται συχνά για την προσέγγιση της επίδρασης των δημογραφικών παραγόντων στην αποταμίευση και ορίζεται συνήθως ως το ποσοστό του πληθυσμού κάτω των 15 και άνω των 64 ετών, δηλαδή το ποσοστό των νέων και των ηλικιωμένων που καταναλώνουν από τις υφιστάμενες αποταμιεύσεις των προηγούμενων ετών. Συνεπώς, μια υψηλή αναλογία ατόμων που βρίσκονται σε ηλικία εργασίας οδηγεί σε υψηλότερες αποταμιεύσεις. Η υπόθεση αυτή επιβεβαιώνεται και από τα εμπειρικά ευρήματα. Η Collins (1991) εκτιμά ότι μια αύξηση των δεικτών εξάρτησης μειώνει την αποταμίευση, ενώ στα ίδια συμπεράσματα καταλήγουν οι Muradoglu και Taskin (1996) για τις αναπτυσσόμενες χώρες (χωρίς να εντοπίζεται στατιστικά σημαντική σχέση για τις βιομηχανικές χώρες). Εναλλακτικά, χρησιμοποιούνται και οι επιμέρους δείκτες εξάρτησης των νέων ή των ηλικιωμένων, με τα εμπειρικά ευρήματα να επιβεβαιώνουν την αρνητική σχέση και στις δύο περιπτώσεις, με σημαντικότερη επίδραση του δείκτη εξάρτησης ηλικιωμένων για τις αποταμιεύσεις των νοικοκυριών στην Ταϊβάν (Athukorala και Tsai, 2003) και στην Ταϊλάνδη (Jongwanich, 2010).

Θα πρέπει επίσης να σημειωθεί ο ρόλος της **χρηματοοικονομικής εκπαίδευσης**. Το πρόβλημα του χρηματοοικονομικού αναλφαριθμητισμού, δηλαδή της ελλιπούς γνώσης (ή παντελούς έλλειψης γνώσης) ακόμη και των πλέον στοιχειωδών χρηματοοικονομικών εννοιών, όπως είναι η έννοια της αποταμίευσης, του πληθωρισμού, του επιτοκίου ή του ανατοκισμού, λαμβάνει μεγάλες διαστάσεις, ακόμη και σε ανεπτυγμένες οικονομίες. Το άμεσο αποτέλεσμα είναι η έλλειψη γνώσης και πληροφόρησης να επηρεάζει τις αποφάσεις των νοικοκυριών για αποταμίευση με προφανείς επιπτώσεις για τον πλούτο και την εξασφάλιση εισοδήματος την περίοδο της συνταξιοδότησής τους (Lusardi, 2008). Σύμφωνα με τους Beckmann κ.ά. (2013), το επίπεδο εκπαίδευσης είναι σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών στις χώρες της Κεντρικής, Ανατολικής και Νοτιοανατολικής Ευρώπης,

με τους ερωτηθέντες σε σχετική έρευνα οι οποίοι διαθέτουν πανεπιστημιακή ή δευτεροβάθμια εκπαίδευση να είναι πιθανότερο να αποταμιεύουν. Θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση της χρηματοοικονομικής εκπαίδευσης στην αποταμίευση και την επένδυση εντόπισε η Beckmann (2013) για τη Ρουμανία. Πιο συγκεκριμένα, φαίνεται ότι τα άτομα που έχουν καλύτερη χρηματοοικονομική γνώση, ειδικά όσον αφορά στον πληθωρισμό, είναι πιθανότερο να αποταμιεύουν χρησιμοποιώντας πάνω από ένα αποταμιευτικό προϊόν που προσφέρει τόκους και είναι πιθανότερο να επενδύουν σε συνταξιοδοτικά προγράμματα με τη μορφή pension funds.

Συμπληρωματικά με τους ανωτέρω παράγοντες θα πρέπει να αναφερθεί και η **επίδραση του συναισθήματος** στις χρηματοοικονομικές αποφάσεις και στην αποταμιευτική συμπεριφορά των νοικοκυριών. Πρόσφατα οι Burdekin και Redfern (2009α, 2009β) εξέτασαν την επίπτωση του συναισθήματος της χρηματιστηριακής αγοράς στις καταθέσεις στην Κίνα και εντόπισαν αρνητική επίπτωση του ανοδικού συναισθήματος στη χρηματιστηριακή αγορά στον ρυθμό μεταβολής των προθεσμιακών καταθέσεων. Οι συγγραφείς αποδίδουν το εύρημα αυτό στη στροφή των επενδυτών στην ανοδική χρηματιστηριακή αγορά σε βάρος των αποταμιεύσεων σε προθεσμιακές καταθέσεις, κατ' αναλογία με τη συμπεριφορά των επενδυτών στην αγορά των ΗΠΑ στα τέλη της δεκαετίας του 1990.

Επιπλέον, οι Dvorsky κ.ά. (2009) εξέτασαν την αποταμιευτική συμπεριφορά των νοικοκυριών σε σχέση με τη χρηματοοικονομική κρίση πραγματοποιώντας μια έρευνα του οικονομικού συναισθήματος στην Κεντρική, Ανατολική και Νοτιοανατολική Ευρώπη. Οι συγγραφείς εντόπισαν σημαντικές προσαρμογές των αποταμιεύσεων και των επενδυτικών επιλογών των νοικοκυριών προκειμένου να αντισταθμίσουν το μειωμένο τους εισόδημα. Ασφαλώς, αυτή η προσαρμογή αποδίδεται και στη σημαντική μείωση της εμπιστοσύνης των νοικοκυριών απέναντι στις τράπεζες και το αρνητικό οικονομικό συναίσθημα που επικρατούσε. Είναι σαφές ότι το αρνητικό οικονομικό συναίσθημα επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό τις αποταμιεύσεις των νοικοκυριών, κυρίως όταν επικρατεί απαισιοδοξία, φόβος και πανικός στην αγορά, ενώ η έλλειψη εμπιστοσύνης στις τράπεζες και το χρηματοοικονομικό σύστημα γενικότερα μπορεί να οδηγήσει σε φυγή καταθέσεων και σημαντικά προβλήματα ρευστότητας. Σύμφωνα με τους Buiter κ.ά. (2011) υπήρξε σημαντική

φυγή κεφαλαίων από τις ιρλανδικές τράπεζες την περίοδο 2009-2010, αλλά και από την Πορτογαλία, την Ελλάδα και την Ισπανία (σε μικρότερο βαθμό). Μια τέτοια γενικευμένη συμπεριφορά στην ακραία της μορφή θα μπορούσε να οδηγήσει ακόμα και σε κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού συστήματος λόγω μαζικών αναλήψεων (bank run). Στην περίπτωση της Ελλάδας το γενικευμένο «bank run» απειράπη με την επιβολή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων και τραπεζικών συναλλαγών τον Ιούνιο του 2015. Είναι σαφές, λοιπόν, ότι το αρνητικό οικονομικό κλίμα έχει ως αποτέλεσμα και την αυξημένη αβεβαιότητα των νοικοκυριών, παράλληλα με την ανάγκη των καταθετών (επιχειρήσεων και νοικοκυριών) να καλύψουν τις τρέχουσες υποχρεώσεις τους. Αναδεικνύεται, συνεπώς, σε αυτό το σημείο και ο ρόλος της ψυχολογίας και της συμπεριφοράς των ατόμων σε περιόδους αρνητικής οικονομικής συγκυρίας, όπου επικρατεί φόβος και έντονη αβεβαιότητα για τις μελλοντικές εξελίξεις. Ο πανικός είναι, μεταξύ άλλων, μία από τις βασικές αιτίες των κρίσεων στο τραπεζικό σύστημα. Η εγγύηση των καταθέσεων συνέβαλε στο να περιοριστούν οι περιπτώσεις κρίσεων, όμως ακόμη και αυτή προστατεύει τους μικροκαταθέτες μέχρι ενός συγκεκριμένου ποσού και σύμφωνα με τους Carletti κ.ά. (2011) δεν είναι επαρκής λύση για την αποφυγή του πανικού. Η έρευνα στον τομέα της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής (behavioral finance) αναδεικνύει και τις συμπεριφορικές διαστάσεις της αντίδρασης των νοικοκυριών την περίοδο της κρίσης (Shefrin, 2009· Kaplan κ.ά., 2009). Για παράδειγμα, μια συχνά παρατηρούμενη συμπεριφορά είναι η αγελαία συμπεριφορά (herding). Σύμφωνα με τους Christie και Huang (1995), η συγκεκριμένη συμπεριφορά είναι πιθανότερο να εμφανιστεί σε περιόδους κρίσεων, όπου επικρατεί σύγχυση και πανικός στην αγορά. Υπό αυτές τις συνθήκες και τα νοικοκυριά είναι πιθανότερο να ακολουθήσουν την κοινή γνώμη, η οποία δεν τους οδηγεί απαραίτητα προς τη σωστή κατεύθυνση. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα της μαζικής εκροής κεφαλαίων που έχει παρατηρηθεί ιστορικά σε περιόδους νομισματικών κρίσεων (Komulainen, 2001· Lam, 2002). Παράλληλα, πρόσφατες μελέτες έχουν αναδείξει την επίδραση του συναισθήματος στις καταθέσεις των νοικοκυριών δίνοντας έμφαση και στην έλλειψη εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω (Dvorsky κ.ά., 2009). Η ύπαρξη ενός τέτοιου γενικευμένου συναισθήματος είναι σαφές ότι επηρεάζει και τη

σταθερότητα του ίδιου του χρηματοπιστωτικού συστήματος (Guiso, 2010). Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει το παράδειγμα πελατών τοπικής τράπεζας στη Σιγκαπούρη, οι οποίοι ξεκίνησαν τις αναλήψεις των χρημάτων τους από την τράπεζα σε κατάσταση παροξυσμού χωρίς να υφίσταται ουσιαστικός/αντικειμενικός λόγος. Σύμφωνα με τους Kenrick κ.ά. (2007) η παράλογη αυτή συμπεριφορά προέκυψε από το γεγονός ότι μια μη αναμενόμενη απεργία των λεωφορείων δημιούργησε υπερβολικά μεγάλο πλήθος ατόμων σε αναμονή στη στάση του λεωφορείου που έτυχε να βρίσκεται μπροστά από την τράπεζα. Όταν οι διερχόμενοι περαστικοί παρατήρησαν το πλήθος ατόμων μπροστά από την τράπεζα θεώρησαν ότι περίμεναν με σκοπό να αποσύρουν τις καταθέσεις τους. Η παρεξήγηση αυτή δημιούργησε πανικό και σύντομα έσπευσαν να αποσύρουν τις δικές τους καταθέσεις, δημιουργώντας με αυτόν τον τρόπο μια αυτοεκπληρούμενη προφητεία (self-fulfilling prophecy). Πράγματι, πολύ σύντομα, αυτή η υποτιθέμενη κατάσταση μετατράπηκε σε πραγματικότητα και η τράπεζα αναγκάστηκε να κλείσει για να μην καταρρεύσει.

Επιπλέον, οι Aizenman και Noy (2015), εξετάζοντας την αντίδραση του ποσοστού αποταμίευσης των νοικοκυριών σε προηγούμενες διαταραχές στο εισόδημα, τεκμηριώνουν ότι σε χώρες που έχουν βιώσει περισσότερες κρίσεις στο παρελθόν (ακόμη και στο μακρινό παρελθόν) τα νοικοκυριά τείνουν να έχουν μακροπρόθεσμα μεγαλύτερο ποσοστό αποταμίευσης¹³. Το εύρημα αυτό είναι σε συμφωνία με τη γενικότερη προσέγγιση της επίδρασης των χρηματοοικονομικών τραυμάτων (financial traumas) στην επενδυτική συμπεριφορά. Για παράδειγμα, σύμφωνα με τους Peterson και Murtha (2010), οι σημαντικές οικονομικές αλλαγές που βίωσαν πολλοί άνθρωποι κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης ήταν τόσο ξαφνικές και συγκλονιστικές που άλλαξαν τον τρόπο με τον οποίο τα άτομα αντιμετώπιζαν τις καταστάσεις στο μέλλον, έχοντας αποκτήσει συνήθειες ακραίας λιτότητας, αντίστοιχες με αυτές που παρατηρούνται στους επιζήσαντες πολέμου ή στους πρόσφυγες. Τέτοιες

¹³ Σύμφωνα με τους Aizenman και Noy (2015), στην περίπτωση της Ελλάδας, παρά τη δραματική μείωση του εισοδήματος μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 (περίοδος που συμπίπτει με την ελληνική κρίση χρέους), η αποταμίευση δεν αυξήθηκε, αλλά μειώθηκε σημαντικά.

τραυματικές οικονομικές εμπειρίες προκαλούν άγχος και αμυντική συμπεριφορά σε παρόμοια ερεθίσματα ή γεγονότα που τις υπενθυμίζουν και επηρεάζουν τη διαδικασία λήψης χρηματοοικονομικών αποφάσεων.

Ολοκληρώνοντας την ανασκόπηση της υφιστάμενης βιβλιογραφίας εντοπίζεται το κενό που υπάρχει σε αυτήν στην εξέταση των προσδιοριστικών παραγόντων των καταθέσεων, καθώς οι παρελθούσες εργασίες εξετάζουν κυρίως την αποταμίευση των νοικοκυριών ή ακόμη γενικότερα την ιδιωτική αποταμίευση. Παρ' όλα αυτά, αν και τα κίνητρα και οι παράγοντες που επηρεάζουν τις καταθέσεις συμπίπτουν σε ένα βαθμό με αυτά της αποταμίευσης των νοικοκυριών, απαιτείται διεξοδική ανάλυση, ιδιαίτερα στην πρόσφατη περίοδο κρίσης του τραπεζικού συστήματος με την εκτεταμένη φυγή κεφαλαίων. Η πρόσφατη μελέτη των Arnold και van Ewijk (2014α) εξετάζει την επίπτωση της ευρωπαϊκής κρίσης στη σχέση μεταξύ επιτοκίων και καταθέσεων στην Ευρωζώνη. Σύμφωνα με τα εμπειρικά ευρήματα, δεν εντοπίζεται στατιστικά σημαντική σχέση την περίοδο πριν από την κρίση. Αντιθέτως, μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers εντοπίζεται στατιστικά σημαντική σχέση, αναδεικνύοντας τη μειωμένη εμπιστοσύνη των καταθετών λόγω της αυξημένης οικονομικής αβεβαιότητας. Το εύρημα αυτό συνδέεται και με σχετική μελέτη των Arnold and van Ewijk (2014β) η οποία συνδέει την αύξηση του κινδύνου χώρας με την αύξηση των επιτοκίων καταθέσεων. Αναμένεται, λοιπόν, μια αρνητική σχέση των επιτοκίων (τα οποία αυξάνονται για να περιοριστούν οι εκροές) με τις καταθέσεις, λόγω αυξημένης αβεβαιότητας και έλλειψης εμπιστοσύνης. Πράγματι, η φυγή κεφαλαίων από τις τράπεζες της περιφέρειας της Ευρωζώνης (κυρίως στην Ελλάδα, αλλά και σε άλλα κράτη-μέλη, όπως στην Ιρλανδία και την Ισπανία) τονίζεται και από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF, 2012) και αποδίδεται σε έναν συνδυασμό οικονομικής συρρίκνωσης και μειωμένης εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα από την πλευρά των καταθετών.

3.2.1. Η ελληνική και η πρόσφατη ευρωπαϊκή εμπειρία

Τα εμπειρικά ευρήματα για την Ελλάδα είναι περιορισμένα. Ο Κουτσουβέλης (1985) πραγματοποίησε στο ΚΕΠΕ μια μελέτη που αφορούσε στους παράγοντες αποταμιευτικής συμπεριφοράς των ιδιωτών στην Ελλάδα την περίοδο 1951-1981. Ο συγγραφέας εντόπισε παράγοντες

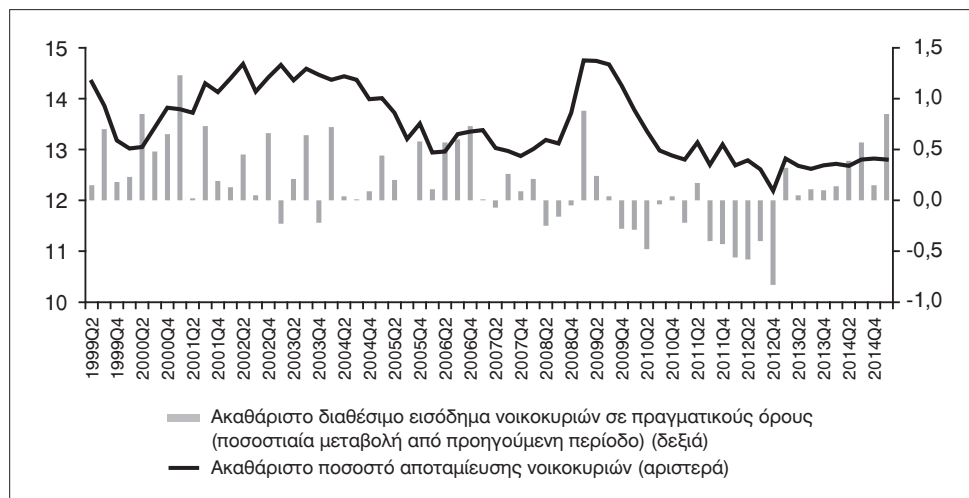
που συνδέονται με το εισόδημα και σε μικρότερο βαθμό παράγοντες όπως είναι ο πλούτος, οι τιμές και το επιτόκιο. Σημαντική αρνητική επίδραση παρατηρήθηκε για παράγοντες όπως η μεταβολή των σχετικών εισοδημάτων μεταξύ ομάδων με διαφορετική αποταμιευτική ροπή, η μεταβολή στην ηλικιακή διάρθρωση και στο μέγεθος της οικογένειας. Ο Hondroyiannis (2004) μελέτησε την ιδιωτική αποταμίευση στην Ελλάδα την περίοδο 1961-2000. Από τα εμπειρικά αποτελέσματα προκύπτει η αρνητική επίδραση των πιστωτικών περιορισμών και του ελλείμματος του Προϋπολογισμού στην ιδιωτική αποταμιευτική συμπεριφορά. Επιπλέον, οι δημογραφικοί παράγοντες (γονιμότητα και δείκτης εξάρτησης) έχουν θετική και σημαντική επίδραση στην ιδιωτική αποταμιευτική συμπεριφορά, αναδεικνύοντας την αποταμίευση για προληπτικούς λόγους. Θετική επίδραση στην ιδιωτική αποταμίευση εντοπίζεται, επίσης, για τον πληθωρισμό, το πραγματικό κατά κεφαλήν εισόδημα και τα επιτόκια. Οι Monokrousos και Thomakos (2011) εξέτασαν τους προσδιοριστικούς παράγοντες των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα από το 2001 έως το 2010, χρησιμοποιώντας τριμηνιαίες παρατηρήσεις. Οι συγγραφείς εντοπίζουν θετική σχέση των καταθέσεων με το ΑΕΠ και το έλλειμμα και αρνητική σχέση με τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή (οριακά στατιστικά σημαντική), ενώ αρνητικά φαίνεται ότι επέδρασε και η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση. Αξίζει να σημειωθεί η στατιστικά σημαντική θετική σχέση που εντοπίζεται με τη χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα, εύρημα που έρχεται σε αντίθεση με την αρνητική σχέση που προβλέπει η υπάρχουσα βιβλιογραφία. Τέλος, ο Kostakis (2013) επιχειρεί να εξετάσει τη σχέση μεταξύ κοινωνικοοικονομικών παραγόντων και της αποταμίευσης των νοικοκυριών στην Ελλάδα μέσω έρευνας πεδίου σε δείγμα 800 συμμετεχόντων από την Αθήνα και την Κρήτη το 2011. Σύμφωνα με την ανάλυση του συγγραφέα, ο σημαντικότερος προσδιοριστικός παράγοντας είναι το εισόδημα. Άλλες στατιστικά σημαντικές μεταβλητές είναι η οικογενειακή κατάσταση, το μορφωτικό επίπεδο, το είδος απασχόλησης, η ύπαρξη ανέργων στο νοικοκυριό και η οικονομική κατάσταση. Εντοπίζεται, επίσης, η επίδραση ψυχολογικών παραγόντων, όπως είναι η πεσιμιστική στάση για το μέλλον και η αίσθηση των νοικοκυριών ότι δεν μπορούν να καλύψουν τα έξοδά τους. Ασφαλώς, η μελέτη περιορίζεται γεωγραφικά στην εξέταση της Αθήνας και της

Κρήτης ως αντιπροσωπευτικό δείγμα της Ελλάδας και αποτυπώνει τη στάση των νοικοκυριών τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή εκπόνησης της μελέτης.

Ολοκληρώνοντας την ανασκόπηση των σημαντικότερων προσδιοριστικών παραγόντων των αποταμιεύσεων, συνοψίζονται οι παράγοντες που επηρέασαν την αποταμιευτική συμπεριφορά των νοικοκυριών στην Ευρωζώνη την πρόσφατη περίοδο. Τα τελευταία χρόνια, το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών στην Ευρωζώνη έχει σταθεροποιηθεί σε σχετικά χαμηλά επίπεδα σε σύγκριση με τον ιστορικό μέσο όρο του. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) (ECB, 2015), μπορούν να διακριθούν διαφορετικές περιόδους κατά τη διάρκεια των οποίων επέδρασαν και διαφορετικοί προσδιοριστικοί παράγοντες στην απόφαση των νοικοκυριών να αποταμιεύσουν. Πριν από τη χρηματοπιστωτική κρίση, το ποσοστό αποταμίευσης κυμάνθηκε μεταξύ 13% και 15% και παρέμεινε σταθερό κατά τα δύο έτη που προηγήθηκαν της κρίσης. Στην πρώτη φάση της ύφεσης (2008-2009), το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών αυξήθηκε προσωρινά, κυρίως λόγω της κλονισμένης εμπιστοσύνης των καταναλωτών (αποταμίευση για λόγους προφύλαξης/πρόληψης) και της αβεβαιότητας που επικρατούσε εκείνη την περίοδο. Η αύξηση αυτή θα μπορούσε, σύμφωνα με την ΕΚΤ (ECB, 2015), να έχει προκληθεί και από την εφαρμογή επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής την αντίστοιχη χρονική περίοδο, η οποία επέφερε αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος (α΄ έως γ΄ τρίμηνο 2009) και αύξηση της τάσης των νοικοκυριών για αποταμίευση, ένας μηχανισμός που αναφέρεται ως ρικαρδιανό αποτέλεσμα. Στη συνέχεια, το ποσοστό αποταμίευσης υποχώρησε παράλληλα με τη βελτίωση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών το 2010, ενώ από το 2011 παρέμεινε σε γενικές γραμμές σταθερό σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, αντανακλώντας την επίδραση διαφόρων παραγόντων που επηρεάζουν τις αποφάσεις των νοικοκυριών είτε υπέρ της αποταμίευσης (αυξημένη αβεβαιότητα και υψηλές πιέσεις απομόχλευσης των νοικοκυριών σε πολλά κράτη-μέλη της Ευρωζώνης), είτε σε βάρος αυτής (αδύναμη εξέλιξη του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, σχετικά χαμηλά επιτόκια και υψηλό ποσοστό ανεργίας). Το αποτέλεσμα των αντίθετων αυτών επιπτώσεων ήταν το ποσοστό αποταμίευσης να παραμείνει σχετικά σταθερό κοντά στο 13% (Διάγραμμα 3.1).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1

Η πορεία του διαθέσιμου εισοδήματος και της αποταμίευσης στην Ευρωζώνη (Q2 1999-Q1 2015, εποχικά προσαρμοσμένα στοιχεία)



Πηγή: Eurostat.

Τέλος, οι Rocher και Stierle (2015) εξέτασαν τους παράγοντες που μπορούν να ερμηνεύσουν τις διαφοροποιήσεις που παρατηρούνται διαχρονικά στην αποταμίευση στα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι συγγραφείς τονίζουν ότι απαιτείται προσοχή σε τέτοιου είδους διεθνικές συγκριτικές αναλύσεις λόγω των παρατηρούμενων θεσμικών διαφοροποιήσεων και της περιορισμένης συγκρισιμότητας των δεδομένων. Τα εμπειρικά ευρήματά τους αποδίδουν πάνω από το 50% της διαστρωματικής διακύμανσης του ρυθμού αποταμίευσης σε παράγοντες όπως είναι το επίπεδο εισοδήματος, η ηλικιακή εξάρτηση και η αβεβαιότητα για το μέλλον (όπως προσεγγίζεται από τις μεταβολές του πληθωρισμού και της ανεργίας). Επιπλέον, οι συγγραφείς εξετάζοντας την προ και μετά κρίσης περίοδο, τονίζουν ότι, αν και πριν το 2008 ο πληθωρισμός και τα επιτόκια συνδέονταν με υψηλότερη αποταμίευση, δεν φαίνεται να επηρεάζουν τις αποταμιεύσεις στη μετά την κρίση περίοδο, καθώς τα χαμηλά επίπεδα πληθωρισμού και επιτοκίων δεν αποτυπώνουν την υφιστάμενη αβεβαιότητα.

3.3. Θεωρητικό υπόβαθρο για την εξέταση των καταθέσεων των νοικοκυριών

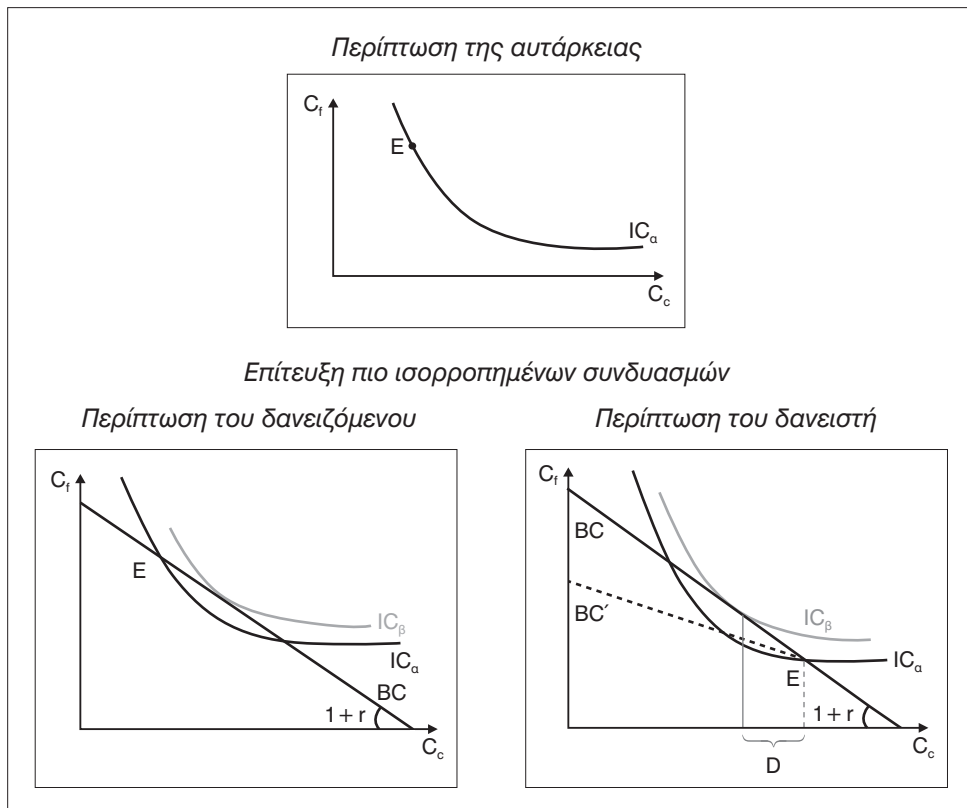
Έχοντας εντοπίσει το κενό που υπάρχει στην υφιστάμενη βιβλιογραφία (υποενότητα 3.2) αναφορικά με την εξέταση των καταθέσεων των νοικοκυριών, στην παρούσα υποενότητα θέτουμε το θεωρητικό υπόβαθρο για την εξέταση των καταθέσεων των νοικοκυριών, η οποία θα ακολουθήσει στο επόμενο κεφάλαιο.

Στον πυρήνα της ανάλυσης βρίσκεται το θεωρητικό υπόδειγμα της επιλογής του ατόμου μεταξύ της παρούσας και της μελλοντικής κατανάλωσης (*current and future consumption*, C_c και C_f , αντίστοιχα), το οποίο διατύπωσαν οι Modigliani και Brumberg (1954). Χάριν απλουστεύσεως δεχόμαστε ότι στις δύο φάσεις της ζωής του, παρούσα και μελλοντική, το άτομο έχει πρόσβαση σε διαφορετικού μεγέθους εισοδήματα, τα οποία και γνωρίζει. Ο συνδυασμός των δύο εισοδημάτων αποδίδεται γραφικά στο Διάγραμμα 3.2 με τον συνδυασμό «E». Προφανώς οι συνδυασμοί ποικίλλουν από άτομο σε άτομο. Για παράδειγμα, στην τυπική περίπτωση φοιτητή το εισόδημα μπορεί να είναι χαμηλό κατά την πρώτη φάση και βελτιωμένο κατά τη δεύτερη φάση. Στην περίπτωση ενός δημοφιλούς τραγουδιστή είναι πιθανό να συμβαίνει το αντίστροφο. Βάσει των ανωτέρω, οι καταναλωτικές επιλογές του ατόμου είναι πολύ περιορισμένες και ο εισοδηματικός του περιορισμός απαρτίζεται από ένα μόνο σημείο, το «E». Υποθέτουμε ότι το άτομο ισορροπεί επί της καμπύλης αδιαφορίας (*indifference curve*) IC_{α} .

Εάν υπάρχει η δυνατότητα δανεισμού με ονομαστικό επιτόκιο (*nominal interest rate*), r , τότε οι επιλογές του ατόμου διευρύνονται. Μπορεί να κινηθεί επί των σημείων του νέου εισοδηματικού περιορισμού (*budget constraint*) BC που διαπερνά το σημείο «E» με κλίση $1 + r$. Με αυτό τον τρόπο επιτυγχάνει πιο ισορροπημένους συνδυασμούς C_c και C_f και ανέρχεται σε υψηλότερη καμπύλη αδιαφορίας C_{β} . Εάν αυτή εφάπτεται του BC δεξιά (αριστερά) του σημείου «E», τότε δανείζεται (δανείζει) σήμερα και ξεχρεώνει (εισπράττει) στο μέλλον.

Εάν η κυβέρνηση φορολογήσει τα εισοδήματα που προέρχονται από τον δανεισμό τρίτων, περιλαμβανομένων των καταθέσεων (*deposits*), D , τότε ο εισοδηματικός περιορισμός είναι τεθλασμένος. Το τμήμα του BC που βρίσκεται αριστερά του σημείου «E» θα έχει μικρότερη κλίση, $1 + r'$

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.2
Υπόδειγμα κατανάλωσης και αποταμίευσης κατά τη διάρκεια του κύκλου ζωής ενός ατόμου



Πηγή: Προδρομίδης (2014).

(βλ. διακεκομμένο ευθύγραμμο τμήμα BC'), εφόσον θα αποφέρει αντί του κεφαλαίου και τόκου $(1 + r)$, το κεφάλαιο και μειωμένα έσοδα από τον τόκο, ο οποίος φορολογείται. Το νέο σημείο ισορροπίας θα εξαρτηθεί από τα αποτελέσματα εισοδήματος και υποκατάστασης. Ενδέχεται το άτομο να αποφασίσει: (α) να μειώσει περαιτέρω την C_c και να δανείσει περισσότερο, (β) να αυξήσει την C_c και να δανείσει λιγότερο ή καθόλου ή (γ) να μην μεταβάλει το μέγεθος της C_c και να δανείσει όσο δάνειζε. (Βλ. Προδρομίδης, 2014, σ. 34).

Συμπεραίνουμε ότι το μέγεθος των καταθέσεων του ατόμου στο τραπεζικό σύστημα επηρεάζεται από τις προτιμήσεις του, όπως αυτές εκφράζονται με κάποια συνάρτηση χρησιμότητας (*utility function*), U , ανάλογα με τα δημογραφικά χαρακτηριστικά του ατόμου (ενδεχομένως και τη δημογραφική σύνθεση της οικογένειάς του), de , τα συναισθήματα (*sentiments*) s , από τα οποία διακατέχεται όσον αφορά στην αβεβαιότητα που δημιουργείται από κυβερνητικές ή προεκλογικές εξαγγελίες και ειδήσεις, φήμες για την τρέχουσα και μελλοντική οικονομική κατάσταση της χώρας ή τον κλάδο στον οποίο εργάζεται ή έχει επενδύσει ή άλλα συμβάντα, για το ύψος:

- του επιτοκίου, r , και του φόρου, t , σε αυτό.
- του λοιπού παροντικού και μελλοντικού επιπέδου εισοδήματος, Y_c και Y_f , αντιστοίχως, και τους (αμέσους) φόρους αυτών T_{Yc} και T_{Yf} , ή του καθαρού/πραγματικού σημερινού και μελλοντικού διαθέσιμου εισοδήματός του από εργασία και άλλες πηγές.
- των εμμέσων φόρων, T_i , επί των αγαθών που συνήθως αγοράζει ή προτίθεται να αγοράσει.

Συγκεντρωτικά θα μπορούσαμε να αποδώσουμε τα ανωτέρω ως εξής:

$$D = f(Y_c, Y_f, T_{Yc}, T_{Yf}, r, t, T_i, de, s). \quad (1)$$

Σε επίπεδο κοινωνίας, η συνάρτηση μετασχηματίζεται ως εξής:

$$\sum D = f(\sum Y_c, \sum Y_f, \sum T_{Yc}, \sum T_{Yf}, r, t, \sum T_i, \sum de, \sum s). \quad (2)$$

Σε όρους πρώτων διαφορών, Δ , προκειμένου οι μεταβλητές να καταστούν στάσιμες:

$$\Delta \sum D = h(\Delta \sum Y_c, \Delta \sum Y_f, \Delta \sum T_{Yc}, \Delta \sum T_{Yf}, \Delta r, \Delta t, \Delta \sum T_i, \Delta \sum de, \Delta \sum s), \quad (3)$$

και σε όρους ποσοστιαίων μεταβολών:

$$\begin{aligned} \Delta \sum D / \sum D = i & \left(\Delta \sum Y_c / \sum Y_c, \Delta \sum Y_f / \sum Y_f, \Delta \sum T_{Yc} / \sum T_{Yc}, \right. \\ & \left. \Delta \sum T_{Yf} / \sum T_{Yf}, \Delta r / r, \Delta t / t, \Delta \sum T_i / \sum T_i, \Delta \sum de / \sum de, \Delta \sum s / \sum s \right). \end{aligned} \quad (4)$$

Ιδανικά οι μεταβολές είναι σκόπιμο να εξεταστούν σε μηνιαία βάση προκειμένου αφενός να προσδιοριστούν ακριβέστερα η όποια εποχικότητα και οι μεσοχρόνιες μεταβολές, και αφετέρου να διευρυνθεί ο αριθμός των παρατηρήσεων. Ωστόσο, κάποια μεγέθη, όπως αυτά που αφορούν στο διαθέσιμο εισόδημα παρακολουθούνται μόνο σε τριμηνιαία ή ετήσια βάση και κάποια, όπως οι δημογραφικές εξελίξεις, μόνο σε ετήσια βάση. Αναγκαστικά θα διενεργήσουμε την ανάλυση χωρίς αυτά και, ακολουθώντας τη συνήθη πρακτική εναλλακτικής απεικόνισης της κατάστασης της μακροοικονομίας προσεγγιστικά προσφεύγουμε, αντί των μεγεθών εισοδήματος/προϊόντος και της ποσοστιαίας μεταβολής αυτού, στο ποσοστό ανεργίας (*unemployment rate*), u και τη μεταβολή αυτού, Δu . Η πλέον γνωστή εμπειρική έκφραση της προαναφερομένης παραδοχής είναι ο λεγόμενος νόμος του *Okun* (1962). Επίσης, προκειμένου να απομονώσουμε την επίδραση των τιμών, στη λογική της εξίσωσης του Fisher (1930), εκφράζουμε το ονομαστικό επιτόκιο σε όρους των παραγόντων του, δηλαδή του πραγματικού επιτοκίου, \hat{r} , και πληθωρισμού, π . Στον βαθμό που $1 + \hat{r} = (1 + r)/(1 + \pi)$, συνάγεται ότι $\hat{r} = r - \pi - \hat{r}\pi$. Προσεγγιστικά το \hat{r} μπορεί να εκτιμηθεί και εμπειρικά από τις χρονοσειρές των π και r , ώστε να καταστεί ορθογώνιο αυτών και να μην συσχετίζεται (επικαλύπτεται) αισθητά, πράγμα ιδιαίτερα χρήσιμο στην οικονομετρική ανάλυση. Το θέμα αυτό θα συζητηθεί διεξοδικότερα στο επόμενο κεφάλαιο της μελέτης. Τελικά εκτιμούμε:

$$\begin{aligned} \Delta \sum D / \sum D = i \left(\Delta u, \Delta \sum T_{yc} / \sum T_{yc}, \pi, \hat{r}, \Delta \sum T_i / \sum T_i, \right. \\ \left. \Delta \sum s / \sum s, \text{λοιποί όροι} \right). \end{aligned} \quad (5)$$

Υπό αυτές τις συνθήκες η επίτευξη ενός R^2 , της τάξεως του 60% και άνω, σημαίνει ότι το υπόδειγμα εξηγεί το μεγαλύτερο μέρος της συνολικής μεταβλητότητας των παρατηρήσεων, το οποίο με τη σειρά του υπό τους υφιστάμενους περιορισμούς κρίνεται ικανοποιητικό.

3.4. Σύνοψη Κεφαλαίου

Στο συγκεκριμένο Κεφάλαιο πραγματοποιήθηκε η βιβλιογραφική ανασκόπηση των εμπειρικών ευρημάτων αναφορικά με τους προσδιο-

ριστικούς παράγοντες των ιδιωτικών αποταμιεύσεων. Αν και τα αποτελέσματα διαφέρουν από χώρα σε χώρα ανάλογα με την υιοθετούμενη μέθοδο και την εξεταζόμενη περίοδο και δεν μπορούν να γενικευθούν, εντοπίζονται κάποιοι παράγοντες οι οποίοι συστηματικά επηρεάζουν την αποταμιευτική συμπεριφορά.

Οι παράγοντες αυτοί μπορούν να διαχωριστούν σε οικονομικούς και μη οικονομικούς. Ανάμεσα στους οικονομικούς παράγοντες που επηρεάζουν θετικά την αποταμίευση εντοπίζονται το διαθέσιμο εισόδημα και οι όροι του εμπορίου. Αρνητική επίδραση επιφέρουν ο υφιστάμενος πλούτος, η φορολόγηση και η πιστωτική επέκταση, ενώ παράγοντες όπως τα επιτόκια, ο πληθωρισμός, η ανεργία, το έλλειμμα και το χρέος, μπορεί να έχουν είτε θετική είτε αρνητική επίδραση. Οι μη οικονομικοί παράγοντες, αν και λιγότεροι σε αριθμό, είναι ιδιαίτερος σημαντικοί για τον προσδιορισμό της αποταμιευτικής συμπεριφοράς και αφορούν στα δημογραφικά χαρακτηριστικά, τη χρηματοοικονομική εκπαίδευση και την επίδραση του συναισθήματος και των κρίσεων σε μια οικονομία.

Τα εμπειρικά ευρήματα για την Ελλάδα είναι περιορισμένα. Η πλέον σχετική εργασία που εντοπίστηκε αφορά στην εξέταση των προσδιοριστικών παραγόντων των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα (επιχειρήσεων και νοικοκυριών) στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα από το 2001 έως το 2010 με τη χρήση τριμηνιαίων παρατηρήσεων (Μονοκrousos και Thomakos, 2011). Συνεπώς, από την ανασκόπηση της βιβλιογραφίας αναδείχθηκε το κενό που υπάρχει στην εξέταση των προσδιοριστικών παραγόντων των καταθέσεων των νοικοκυριών, η οποία παρουσιάζει αυξημένο ενδιαφέρον, ιδιαίτερα σε περιόδους οικονομικής κρίσης. Στο τέλος του κεφαλαίου τέθηκε το θεωρητικό υπόβαθρο για τη διεξοδική ανάλυσή τους στο επόμενο Κεφάλαιο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΩΝ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ ΤΩΝ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

4.1. Εισαγωγή

Στη συγκεκριμένη ενότητα επιχειρείται η διερεύνηση των προσδιοριστικών παραγόντων των καταθέσεων των νοικοκυριών, αλλά και της πιθανής επίδρασης της κρίσης και των συνεπαγόμενων μέτρων λιτότητας (π.χ. αύξηση φορολογίας) σε αυτές. Η εμπειρική ανάλυση που ακολουθεί εμπλουτίζει την υφιστάμενη σχετική βιβλιογραφία και καλύπτει ένα κενό σχετικά με την ανάλυση των καταθέσεων με τη χρήση δεδομένων μεγάλης συχνότητας (μηνιαία και τριμηνιαία δεδομένα), σε αντίθεση με τις υφιστάμενες μελέτες για την αποταμιευτική συμπεριφορά, οι οποίες χρησιμοποιούν στην πλειονότητά τους ετήσια στοιχεία για μακρές χρονικές περιόδους (π.χ. 30 έτη για να εξασφαλιστεί ο αναγκαίος αριθμός παρατηρήσεων για τις οικονομετρικές εκτιμήσεις). Η χρήση μηνιαίων παρατηρήσεων επιτρέπει την εξέταση των πρόσφατων ετών για την κατανόηση της υφιστάμενης κατάστασης και τη χάραξη πολιτικής, καθώς και υποπεριόδων για τον εντοπισμό πιθανών μεταστροφών στη συμπεριφορά των νοικοκυριών. Η μελέτη χρονικών διαστρωματικών δεδομένων πολλών χωρών επιτρέπει μεν τη μελέτη του πρόσφατου παρελθόντος με ικανοποιητικό αριθμό παρατηρήσεων, προϋποθέτει όμως ομοιομορφία μεταξύ των εξεταζόμενων χωρών, μια προϋπόθεση η οποία, όπως θα αναδειχθεί και στην παρούσα μελέτη, δεν προκύπτει σε όλες τις περιπτώσεις –ειδικά όταν η ανάλυση επικεντρώνεται σε περίοδο με μεγάλες, αλλά και (σε ορισμένες περιπτώσεις) μεμονωμένες διαταραχές σε οικονομικό και πολιτικό επίπεδο. Οδηγεί δε σε συμπεράσματα τα οποία, αν και χαρακτηρίζουν την εξεταζόμενη ομάδα χωρών, δεν μπορούν να αξιοποιηθούν για στοχευμένη χάραξη πολιτικής στις επιμέρους χώρες.

Ο σκοπός της παρούσας εμπειρικής ανάλυσης είναι ο προσδιορισμός των παραγόντων που επιδρούν στις καταθέσεις των νοικοκυριών

για τη διαμόρφωση προτάσεων που θα ενισχύσουν τις καταθέσεις και θα συμβάλουν στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς και ο εντοπισμός πιθανής μεταβολής στη συμπεριφορά των νοικοκυριών πριν και κατά τη διάρκεια της ελληνικής κρίσης. Επιπλέον, παρουσιάζονται πρωτότυπα ευρήματα εξετάζοντας μεταβλητές που αφορούν στο οικονομικό συναίσθημα, για την εξαγωγή συμπερασμάτων που αφορούν στη συμπεριφορική διάσταση των εξεταζόμενων σχέσεων, η οποία συχνά παραβλέπεται στην υφιστάμενη βιβλιογραφία. Τέλος, τα εμπειρικά αποτελέσματα για την Ελλάδα συγκρίνονται και σχολιάζονται παράλληλα με τα ευρήματα για άλλα κράτη-μέλη της Νοτίου Ευρώπης που αντιμετώπισαν δημοσιονομικές ανισορροπίες και συναφή προβλήματα.

4.2. Μεθοδολογία

Για τον προσδιορισμό των παραγόντων που επιδρούν στις καταθέσεις των νοικοκυριών πραγματοποιείται ανάλυση παλινδρόμησης με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων και τη χρήση ανθεκτικών τυπικών σφαλμάτων (robust standard errors) για κάθε μία εξεταζόμενη χώρα.

Ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιείται η ποσοστιαία μεταβολή των καταθέσεων των νοικοκυριών, την οποία προσπαθούμε να ερμηνεύσουμε με τις διαθέσιμες εναλλακτικές ανεξάρτητες μεταβλητές, οι οποίες έχουν αναδειχθεί από τη σχετική βιβλιογραφία (βλ. προηγούμενο κεφάλαιο). Το βασικό γραμμικό υπόδειγμα που εκτιμήθηκε (αρχικά) με τη χρήση μηνιαίων παρατηρήσεων είναι το ακόλουθο:

$$\% \Delta Deposits_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \Delta UN_{i,t} + \gamma_i INFL_{i,t} + \delta_i IR_{i,t} + \varepsilon_i \% \Delta ESI_{i,t} + u_{i,t} \quad (6)$$

όπου, $\% \Delta Deposits_{i,t}$ είναι η ποσοστιαία μεταβολή των καταθέσεων των νοικοκυριών της χώρας i τον μήνα t , $\Delta UN_{i,t}$ είναι η μεταβολή του ποσοστού ανεργίας της χώρας i τον μήνα t , $INFL_{i,t}$ είναι το ποσοστό πληθωρισμού της χώρας i τον μήνα t , $IR_{i,t}$ είναι το overnight (ετησιοποιημένο) επιτόκιο καταθέσεων της χώρας i τον μήνα t , $\% \Delta ESI_{i,t}$ είναι η ποσοστιαία μεταβολή του δείκτη οικονομικού συναισθήματος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (EE) για τη χώρα i τον μήνα t και $u_{i,t}$ είναι το τυχαίο σφάλμα.

Κατά τη διαδικασία προσδιορισμού του υποδείγματος ελέγχθηκαν και εναλλακτικές ερμηνευτικές μεταβλητές, οι οποίες τελικά απορρίφθηκαν καθώς σε αυτές τις περιπτώσεις δεν προέκυψαν στατιστικά σημαντικοί συντελεστές και το υπόδειγμα είχε συνολικά χαμηλότερη ερμηνευτική ικανότητα. Πιο συγκεκριμένα, για το οικονομικό συναίσθημα εξετάστηκε και ο δείκτης καταναλωτικής εμπιστοσύνης της ΕΕ, χωρίς να οδηγεί σε στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα. Επιπλέον, διερευνήθηκε η πιθανότητα να πρέπει να συμπεριληφθεί ως ανεξάρτητη μεταβλητή η μεταβλητή των καταθέσεων με μια χρονική υστέρηση (βλ. Horioka και Wan, 2007), όμως ούτε σε αυτή την περίπτωση προέκυψε στατιστικά σημαντικό αποτέλεσμα ή/και υψηλότερη ερμηνευτική ικανότητα στο υπόδειγμα.

Για την περίπτωση της Ελλάδας, η διαθεσιμότητα δεδομένων επιτρέπει τη διερεύνηση πρόσθετων παραγόντων που είναι πιθανόν να επηρεάζουν τις καταθέσεις των νοικοκυριών. Αρχικά, χρησιμοποιείται μια εναλλακτική προσέγγιση του συναισθήματος και πιο συγκεκριμένα του επενδυτικού συναισθήματος, μέσω του δείκτη τεκμαρτής μεταβλητότητας της ελληνικής αγοράς, του KEPE GRIV. Το βασικό υπόδειγμα (6) σε αυτή την περίπτωση τροποποιείται ως εξής:

$$\% \Delta Deposits_t = \alpha + \beta \Delta UN_t + \gamma INFL_t + \delta IR_t + \varepsilon \% \Delta KEPE GRIV_t + u_t \quad (7)$$

όπου $\% \Delta KEPE GRIV_t$ είναι η ποσοστιαία μεταβολή του δείκτη τον μήνα t και όλες οι άλλες μεταβλητές έχουν ήδη οριστεί. Ο δείκτης $KEPE GRIV_t$ υπολογίζεται σε ημερήσια βάση από τις 2/1/2004, όμως για τις ανάγκες του υποδείγματος υπολογίζουμε τις μηνιαίες μεταβολές του από την ημερομηνία έναρξης υπολογισμού του μέχρι και τον Δεκέμβριο του 2014, αν και θα πρέπει να σημειωθεί ότι η βραχυπρόθεσμη φύση του συναισθήματος έχει ως αποτέλεσμα οι ημερήσιες τιμές του δείκτη να αποτυπώνουν με μεγαλύτερη ακρίβεια την υφιστάμενη κατάσταση αναφορικά με το συναίσθημα των επενδυτών.

Η διαθεσιμότητα των δεδομένων για την Ελλάδα επιτρέπει, επίσης, τη διερεύνηση της επίπτωσης της πληρωμής άμεσων φόρων φυσικών προσώπων και άλλων άμεσων φόρων στις μεταβολές των καταθέσεων των νοικοκυριών. Για τον σκοπό αυτό εξετάστηκαν οι μεταβολές των

πληρωμών φόρων των επιμέρους κατηγοριών ως πρόσθετες ερμηνευτικές μεταβλητές στο βασικό υπόδειγμα (6), ως εξής:

$$\begin{aligned} \% \Delta Deposits_t = & \alpha + \beta \Delta UN_t + \gamma INFL_t + \delta IR_t + \varepsilon \% \Delta ESI_t + \\ & + \zeta \% \Delta Tax_t + u_t \end{aligned} \quad (8)$$

όπου $\% \Delta Tax_t$ είναι η ποσοστιαία μεταβολή των φορολογικών εσόδων από τον φόρο εισοδήματος των νοικοκυριών (και άλλες κατηγορίες άμεσων φόρων) τον μήνα t και όλες οι άλλες μεταβλητές έχουν ήδη οριστεί.

Επιπλέον, για τη διερεύνηση των επιπτώσεων της κρίσης στις καταθέσεις των νοικοκυριών εντοπίστηκε το χρονικό σημείο που παρατηρείται μια δομική μεταβολή (structural break) της εκτίμησης και επανεκτιμήθηκε το υπόδειγμα για δύο υποπεριόδους. Ο συγκεκριμένος μήνας που χρησιμοποιήθηκε για τον διαχωρισμό των δύο υποπεριοδών έχει προκύψει ενδογενώς με τη χρήση του Quandt-Andrews Breakpoint Test (στο οικονομετρικό πρόγραμμα EViews 8) με σκοπό να αποφευχθεί η αυθαίρετη επιλογή των υποπεριοδών.

Η ανάλυση με τη χρήση τριμηνιαίων δεδομένων επιτρέπει τη συμπερίληψη ερμηνευτικών μεταβλητών που προσεγγίζουν το εισόδημα. Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιούνται εναλλακτικά το πραγματικό προσωπικό διαθέσιμο εισόδημα και ο δείκτης που αφορά στα ημερομίσθια και τους μισθούς ως προσέγγιση του εισοδήματος. Σε αυτή την περίπτωση το υπόδειγμα διαμορφώνεται ως εξής:

$$\begin{aligned} \% \Delta Deposits_{i,t} = & \alpha_i + \beta_i \Delta UN_{i,t} + \gamma_i INFL_{i,t} + \delta_i IR_{i,t} + \varepsilon_i \% \Delta ESI_{i,t} + \\ & + \zeta_i \% \Delta Inc_{i,t} + u_{i,t} \end{aligned} \quad (9)$$

όπου $\% \Delta Inc_{i,t}$ είναι είτε η ποσοστιαία μεταβολή του πραγματικού προσωπικού διαθέσιμου εισοδήματος, είτε η ποσοστιαία μεταβολή του δείκτη ημερομισθίων και μισθών της χώρας i το τρίμηνο t και όλες οι άλλες μεταβλητές έχουν ήδη οριστεί.

Επιπλέον, συμπληρωματικά επιχειρείται η ανάλυση των δεδομένων των τεσσάρων εξεταζόμενων χωρών της Νοτίου Ευρώπης με δύο διαστάσεις, τη χρονική και τη διαστρωματική διάσταση (δεδομένα πάνελ). Για τον σκοπό αυτό χρησιμοποιείται το υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων

(fixed effects model) και το υπόδειγμα τυχαίων επιδράσεων (random effects model) για την εκτίμηση του βασικού υποδείγματος (6)¹⁴. Για την επιλογή του καλύτερου υποδείγματος μεταξύ των δύο χρησιμοποιείται ο στατιστικός έλεγχος του Hausman (1978). Για λόγους πληρότητας, η ανάλυση ολοκληρώνεται με τις εκτιμήσεις των επιμέρους εξεταζόμενων χωρών για την εξέταση πιθανών διαφοροποιήσεων μεταξύ αυτών, οι οποίες οφείλονται είτε στα διαφορετικά χαρακτηριστικά των επιμέρους οικονομιών είτε στις διαφορετικές οικονομικές συνθήκες.

Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι για τις εκτιμήσεις που παρουσιάζονται στο παρόν κεφάλαιο χρησιμοποιήθηκαν τα οικονομετρικά προγράμματα STATA 14 και EViews 8.

4.3. Δεδομένα

Η διεθνής βιβλιογραφία έχει αναδείξει την ανομοιογένεια που υπάρχει στα στοιχεία που αφορούν στην αποταμίευση των νοικοκυριών, είτε λόγω θεσμικών διαφορών, είτε λόγω της ποιότητας των δεδομένων των εθνικών λογαριασμών ιδιαίτερα σε χώρες με μεγάλο βαθμό παραοικονομίας (Rocher και Stierle, 2015). Για τον λόγο αυτό, στην παρούσα ανάλυση χρησιμοποιούμε δεδομένα για τις καταθέσεις των νοικοκυριών, οι οποίες αποτελούν σημαντικό μέρος της αποταμίευσης (ιδιαίτερα στην Ελλάδα) και τα σχετικά δεδομένα που διαθέτουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αποτυπώνουν με αντικειμενικό τρόπο την υφιστάμενη κατάσταση και είναι απολύτως συγκρίσιμα μεταξύ των εξεταζόμενων οικονομιών. Επιπλέον, τα διαθέσιμα στοιχεία και οι καταθέσεις των ελληνικών νοικοκυριών αποτελούν διαχρονικά υψηλό ποσοστό των χρηματοοικονομικών περιουσιακών τους στοιχείων (άνω του 60% κατά μέσο όρο για την περίοδο 2003-2014 σύμφωνα με τα στοιχεία του ΟΟΣΑ για τα νοικοκυριά)¹⁵.

Για την εμπειρική διερεύνηση των προσδιοριστικών παραγόντων των καταθέσεων των νοικοκυριών χρησιμοποιήθηκαν μηνιαία στοιχεία

¹⁴ Δεδομένου ότι η χρήση της εξαρτημένης μεταβλητής (της μεταβολής των καταθέσεων) με μια χρονική υστέρηση δεν προσφέρει κάποιο στατιστικά σημαντικό εύρημα ή υψηλότερη ερμηνευτική ικανότητα στο υπόδειγμα, δεν προχωρήσαμε στην εκτίμηση ενός δυναμικού υποδείγματος πάνελ.

¹⁵ Βλ. OECD, *National Accounts at a Glance* 2015.

καταθέσεων των νοικοκυριών και μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων που εξυπηρετούν νοικοκυριά, τα οποία αντλήθηκαν από την ΕΚΤ (ECB Statistical Data Warehouse) για τέσσερα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης: την Ελλάδα, την Ιταλία, την Ισπανία και την Πορτογαλία. Η μεταβλητή των καταθέσεων για κάθε χώρα περιλαμβάνει το σύνολο των καταθέσεων μίας ημέρας, προθεσμιακών καταθέσεων (έως ένα έτος, μεταξύ ενός και δύο ετών και πάνω από δύο έτη), καταθέσεων υπό προειδοποίηση (έως τρεις μήνες, πάνω από τρεις μήνες) και συμφωνιών επαναγοράς (repos). Από την ΕΚΤ αντλήθηκαν, επίσης, τα επιτόκια καταθέσεων (Overnight deposits, New business σε ετησιοποιημένη βάση) σε μηνιαία συχνότητα. Πρόσθετοι προσδιοριστικοί παράγοντες που εξετάστηκαν είναι ο πληθωρισμός, η εποχικά διορθωμένη ανεργία και οι δείκτες συναισθήματος της ΕΕ που αφορούν στο οικονομικό συναίσθημα και την καταναλωτική εμπιστοσύνη. Τα στοιχεία αυτά αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων της Eurostat. Οι χρησιμοποιούμενες πηγές δεδομένων εξασφαλίζουν τη συγκρισιμότητα των δεδομένων για την πραγματοποίηση συγκριτικών αναλύσεων μεταξύ των εξεταζόμενων χωρών και την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων.

Η περίοδος ανάλυσης καλύπτει τα έτη 2003 έως και 2014. Το έτος έναρξης (2003) είναι το πρώτο έτος για το οποίο έχουμε διαθέσιμα στοιχεία για το σύνολο των εξεταζόμενων χωρών. Η περίοδος ανάλυσης σκόπιμα φτάνει μέχρι το 2014, με σκοπό να αποφύγουμε πιθανή αλλοίωση των εμπειρικών ευρημάτων για την περίπτωση της Ελλάδας λόγω των ακραίων παρατηρήσεων και των περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων (capital controls) του 2015¹⁶.

Ο Πίνακας 4.1 παρουσιάζει τα βασικά περιγραφικά στατιστικά μεγέθη για τις εξεταζόμενες μεταβλητές των τεσσάρων χωρών του δείγματος σε μηνιαία βάση για την περίοδο Φεβρουαρίου 2003 - Δεκεμβρίου 2014. Η Ελλάδα παρουσιάζει τον υψηλότερο μέσο όρο στις μηνιαίες μεταβολές

¹⁶ Για λόγους πληρότητας προχωρήσαμε στην επανεκτίμηση του βασικού υποδείγματος για την Ελλάδα για την περίοδο Φεβρουαρίου 2003-Ιουλίου 2016, με σκοπό να εξετάσουμε την ανθεκτικότητα των εκτιμημένων συντελεστών στη διευρυμένη περίοδο ανάλυσης, αλλά και την επίδραση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, οι οποίοι αποσκοπούσαν στον περιορισμό των εκροών καταθέσεων. Τα εμπειρικά αποτελέσματα αυτής της συμπληρωματικής ανάλυσης παρουσιάζονται στο Παράρτημα II της παρούσας μελέτης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1
 Βασικά περιγραφικά στατιστικά μεγέθη (μηνιαίες παρατηρήσεις,
 Φεβρουάριος 2003-Δεκέμβριος 2014)

Τιμές (%)	Καταθέσεις (i)	Ανεργία (ii)	Πληθωρισμός (iii)	Επιτόκιο (iv)	Δείκτης οικονομικού συναισθήματος (v)
Α. Ελλάδα					
Μέσος όρος	0,21	0,11	2,36	0,75	0,01
Διάμεσος	0,25	0,00	3,00	0,81	-0,09
Μέγιστο	4,00	1,20	5,70	1,28	7,58
Ελάχιστο	-5,06	-0,60	-2,90	0,21	-7,04
Τυπική απόκλιση	1,47	0,30	1,96	0,33	2,34
Β. Ιταλία					
Μέσος όρος	0,52	0,03	2,09	0,59	0,00
Διάμεσος	0,14	0,00	2,10	0,58	0,10
Μέγιστο	25,96	0,70	4,20	1,48	6,27
Ελάχιστο	-2,14	-0,50	-0,20	0,20	-6,48
Τυπική απόκλιση	2,41	0,21	1,03	0,35	2,27
Γ. Πορτογαλία					
Μέσος όρος	0,30	0,04	1,91	0,14	0,12
Διάμεσος	0,28	0,00	2,40	0,14	0,20
Μέγιστο	2,71	0,60	4,10	0,31	5,71
Ελάχιστο	-1,39	-0,60	-1,80	0,04	-6,92
Τυπική απόκλιση	0,85	0,20	1,46	0,07	2,72
Δ. Ισπανία					
Μέσος όρος	0,46	0,08	2,38	0,45	0,04
Διάμεσος	0,36	0,00	2,70	0,41	0,09
Μέγιστο	3,79	0,90	5,30	0,91	6,24
Ελάχιστο	-1,45	-0,30	-1,30	0,17	-6,87
Τυπική απόκλιση	0,88	0,25	1,50	0,20	2,02

Σημείωση: Οι μεταβλητές αφορούν: (i) στην ποσοστιαία μεταβολή των καταθέσεων των νοικοκυριών, (ii) στη μεταβολή του ποσοστού ανεργίας, (iii) στο ποσοστό πληθωρισμού, (iv) στο overnight (ετησιοποιημένο) επιτόκιο καταθέσεων και (v) στην ποσοστιαία μεταβολή του δείκτη οικονομικού συναισθήματος.

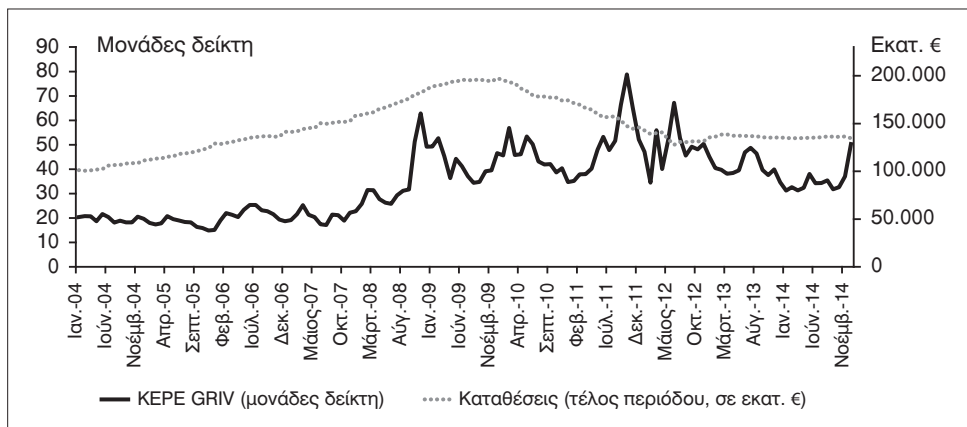
της ανεργίας για την εξεταζόμενη περίοδο, καθώς και το υψηλότερο μέσο ονομαστικό επιτόκιο. Το επίπεδο του πληθωρισμού είναι πολύ κοντά σε αυτό της Ισπανίας με υψηλότερη, όμως, τυπική απόκλιση. Επιπλέον, παρουσιάζει τη χαμηλότερη μέση ποσοστιαία αύξηση στις καταθέσεις συγκριτικά με τις υπόλοιπες τρεις εξεταζόμενες χώρες και τη δεύτερη υψηλότερη τυπική απόκλιση των μεταβολών των καταθέσεων. Τέλος, οι μηνιαίες μεταβολές του δείκτη οικονομικού συναισθήματος κυμαίνονται σε σχετικά χαμηλά επίπεδα για όλες τις εξεταζόμενες χώρες. Μόνο για την Ελλάδα παρατηρείται αρνητική διάμεσος παρατήρηση. Εξετάζοντας περαιτέρω τα στοιχεία, στο 50% των περιπτώσεων η μηνιαία μεταβολή του δείκτη οικονομικού συναισθήματος είναι αρνητική για την εξεταζόμενη περίοδο.

Ειδικά για την περίπτωση της Ελλάδας, χρησιμοποιήθηκαν και πρόσθετα στοιχεία που αφορούν στον δείκτη συναισθήματος για την ελληνική αγορά ΚΕΠΕ GRIV (από το 2004 λόγω διαθεσιμότητας δεδομένων), ο οποίος υπολογίζεται από το ΚΕΠΕ¹⁷. Ο δείκτης υπολογίζεται στη βάση των τιμών των δικαιωμάτων προαίρεσης του δείκτη FTSE/X.A. Large Cap, με τη χρήση της επίσημης νέας μεθοδολογίας που χρησιμοποιείται από το Chicago Board Options Exchange (CBOE) για τον υπολογισμό του γνωστού δείκτη CBOE VIX. Η πορεία του δείκτη αποτυπώνει το συναίσθημα των συμμετεχόντων στην ελληνική αγορά παραγώγων για τη βραχυπρόθεσμη πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς στις επόμενες 30 ημέρες. Θετικές μεταβολές του δείκτη ΚΕΠΕ GRIV υποδηλώνουν αύξηση της αβεβαιότητας και του φόβου σχετικά με τη βραχυπρόθεσμη πορεία της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς και κατ' επέκταση της οικονομίας.

Στο Διάγραμμα 4.1 παρουσιάζεται η πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών στην Ελλάδα και του δείκτη ΚΕΠΕ GRIV. Από το γράφημα διαφαίνεται μια αρνητική σχέση μεταξύ των μεταβλητών, όπως αναμενόταν. Αυτό σημαίνει ότι, όταν αυξάνεται ο φόβος και η αβεβαιότητα των συμμετεχόντων στην αγορά, αναμένουμε πτώση των καταθέσεων. Πράγματι, ο συντελεστής συσχέτισης των μεταβολών των δύο μεταβλητών είναι -0,26 και συνδέονται με αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση, όπως

¹⁷ Ο δείκτης κατασκευάστηκε από το ΚΕΠΕ σε συνεργασία με το Πανεπιστήμιο Πατρών και τον Καθηγητή Κ. Συριόπουλο. Η πορεία του δείκτη δημοσιεύεται στον ιστότοπο του ΚΕΠΕ <www.kepe.gr>.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.1
Η πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών στην Ελλάδα
και του δείκτη ΚΕΠΕ GRIV (μηνιαίες παρατηρήσεις,
Ιανουάριος 2004-Δεκέμβριος 2014)



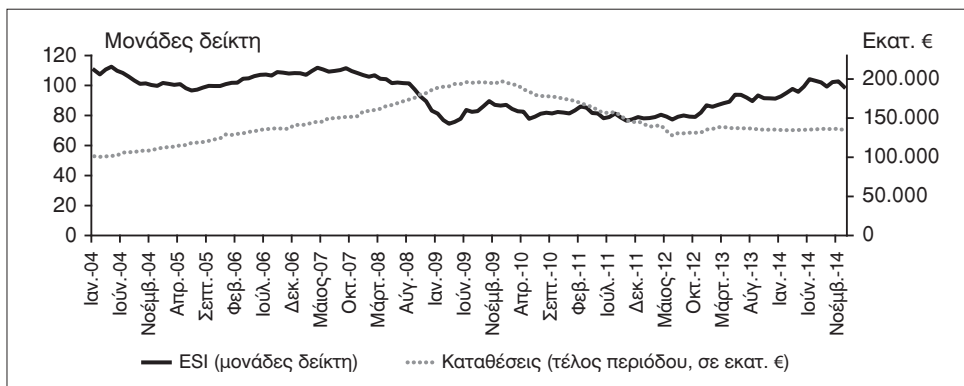
Πηγή: ΕΚΤ και ΚΕΠΕ.

προκύπτει αν παλινδρομήσουμε τις μεταβολές του ΚΕΠΕ GRIV με τις μεταβολές των καταθέσεων.

Αντίστοιχα, στο Διάγραμμα 4.2 παρουσιάζεται η πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών στην Ελλάδα και του δείκτη οικονομικού συναισθήματος της ΕΕ (economic sentiment indicator - ESI). Πρόκειται για έναν σύνθετο δείκτη που αποτελείται από πέντε επιμέρους δείκτες εμπιστοσύνης με διαφορετικές σταθμίσεις: βιομηχανίας (40%), υπηρεσιών (30%), καταναλωτών (20%), κατασκευών (5%) και λιανικού εμπορίου (5%). Οι δείκτες εμπιστοσύνης βασίζονται σε ερωτηματολόγια και είναι διαθέσιμοι σε μηνιαία συχνότητα. Από το γράφημα διαφαίνεται μια θετική σχέση μεταξύ των μεταβλητών, όπως αναμενόταν, καθώς υψηλότερες τιμές του δείκτη αποτυπώνουν θετική εξέλιξη του οικονομικού συναισθήματος. Ο συντελεστής συσχέτισης των μεταβολών των δύο μεταβλητών είναι +0,10 και συνδέονται με θετική και στατιστικά μη σημαντική σχέση, όπως προκύπτει αν παλινδρομήσουμε τις μεταβολές του δείκτη οικονομικού συναισθήματος στις μεταβολές των καταθέσεων για την περίοδο 2004-2014. Ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ των δύο δεικτών συναισθήματος

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2

Η πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών στην Ελλάδα και του δείκτη οικονομικού συναισθήματος (economic sentiment indicator - ESI) της ΕΕ (μηνιαίες παρατηρήσεις, Ιανουάριος 2004-Δεκέμβριος 2014)



Πηγή: EKT και Eurostat.

είναι -0,11. Από τα ανωτέρω προκύπτει η σκοπιμότητα της εξέτασης και του δείκτη KEPE GRIV ως εναλλακτικού μέτρου του συναισθήματος, το οποίο μπορεί να επηρεάσει τις μεταβολές των καταθέσεων στην Ελλάδα.

Επιπλέον, υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για την Ελλάδα που αφορούν στους άμεσους φόρους εισοδήματος φυσικών προσώπων (νοικοκυριών)¹⁸, αλλά και άλλους άμεσους¹⁹ και έμμεσους φόρους²⁰, σε μηνιαία συχνότητα,

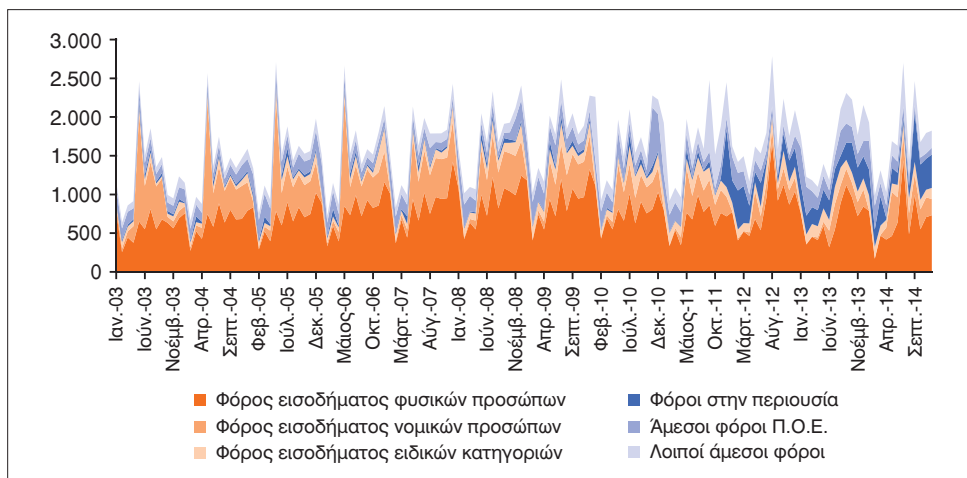
¹⁸ Η κατηγορία αυτή περιλαμβάνει τις εξής υποκατηγορίες: φόρος στο εισόδημα, φόρος στο εισόδημα εισπραττόμενος με μορφή προκαταβολής, φόρος στο εισόδημα από μισθούς και συντάξεις εισπραττόμενος με μορφή παρακράτησης, φόρος στο εισόδημα που αναλογεί σε εισοδήματα που φορολογούνται αυτοτελώς (άρθ. 13, ν.2238/94), φόρος στο εισόδημα (πλην μισθών και συντάξεων) εισπραττόμενος με μορφή παρακράτησης και φόρος στο εισόδημα από μερίσματα και κέρδη αλλοδαπών εταιρειών (Α.Ε., Ε.Π.Ε.) (αρθ.54, παρ.3, παρ.1, αρθ.55, παρ.1, περ.ή του ν. 2238/94, όπως ισχύει).

¹⁹ Φόρος εισοδήματος νομικών προσώπων, ειδικές κατηγορίες φόρων εισοδήματος και άλλων προσόδων, φόροι στην περιουσία, άμεσοι φόροι από παρελθόντα οικονομικά έτη (Π.Ο.Ε.) και λοιποί άμεσοι φόροι.

²⁰ Η κατηγορία αυτή περιλαμβάνει τις εξής υποκατηγορίες: φόροι συναλλαγών, φόροι κατανάλωσης, έμμεσοι φόροι Π.Ο.Ε. και λοιποί έμμεσοι φόροι. Αναλυτικά στοιχεία και για τις επιμέρους υποκατηγορίες είναι διαθέσιμα για την περίοδο 2003-2011 και χρησιμοποιούνται στις εκτιμήσεις του επόμενου κεφαλαίου.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.3

Η πορεία των πληρωμών άμεσων φόρων ανά κατηγορία σε εκατ. ευρώ (μηνιαίες παρατηρήσεις, Ιανουάριος 2003-Δεκέμβριος 2014)



Πηγή: Γενικό Λογιστήριο του Κράτους.

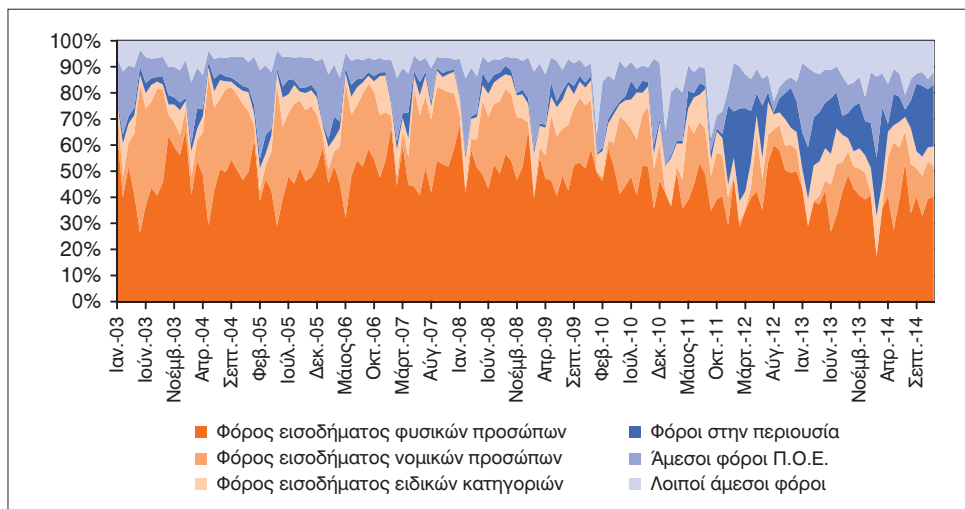
τα οποία αντλήθηκαν από το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους. Στο Διάγραμμα 4.3 παρουσιάζεται η πορεία των πληρωμών άμεσων φόρων ανά κατηγορία για την περίοδο 2003-2014, ενώ στο Διάγραμμα 4.4 η πορεία της σύνθεσης των άμεσων φόρων.

Παρατηρούμε ότι το σημαντικότερο μέρος των πληρωμών αφορά στον φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων. Επιπλέον, θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι φόροι στην περιουσία²¹ αυξάνονται σημαντικά από το 2011, τόσο σε απόλυτα μεγέθη όσο και ως ποσοστό των συνολικών άμεσων φόρων. Πράγματι, από το φθινόπωρο του 2011 θεσμοθετήθηκε το Έκτακτο Ειδικό Τέλος Ηλεκτροδοτούμενων Επιφανειών (ΕΕΤΗΔΕ), το οποίο επιβλήθηκε μέσα από τους λογαριασμούς του ηλεκτρικού ρεύματος με τον ν. 4021/2011, το οποίο μετονομάστηκε σε Έκτακτο Ειδικό Τέλος Ακινήτων (ΕΕΤΑ) με τον ν. 4152/2013 και σε Ενιαίο Φόρο Ιδιοκτησίας

²¹ Η κατηγορία αυτή περιλαμβάνει τους φόρους και τέλη κληρονομιών, δωρεών, γονικών παροχών κ.λπ. και τον φόρο ακίνητης περιουσίας.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.4

Η πορεία της σύνθεσης των πληρωμών άμεσων φόρων ανά κατηγορία επί τοις εκατό (μηνιαίες παρατηρήσεις, Ιανουάριος 2003-Δεκέμβριος 2014)



Πηγή: Γενικό Λογιστήριο του Κράτους.

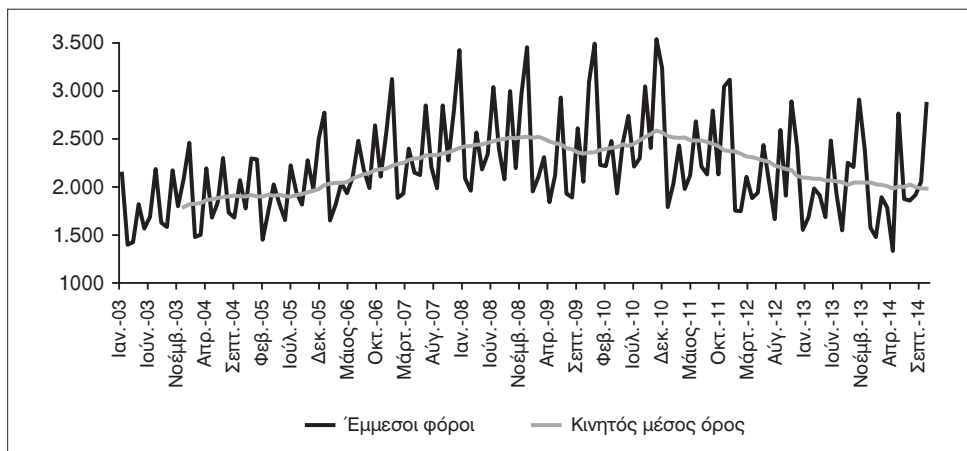
Ακινήτων (ΕΝΦΙΑ) με τον ν. 4223/2013. Αναφορικά με την εποχικότητα των δεδομένων, παρατηρείται ότι κατά μέσο όρο οι μήνες Δεκέμβριος, Ιούλιος και Σεπτέμβριος παρουσιάζουν τα υψηλότερα φορολογικά έσοδα αναφορικά με τον φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων. Αναφορικά με τους άμεσους φόρους στην περιουσία, υψηλότερες εισπράξεις παρατηρούνται κατά μέσο όρο τους μήνες Δεκέμβριο, Μάρτιο και Σεπτέμβριο.

Στο Διάγραμμα 4.5 παρουσιάζεται η διαχρονική πορεία του συνόλου των έμμεσων φόρων για την περίοδο 2003-2014. Σε αυτή την περίπτωση υψηλότερες εισπράξεις παρατηρούνται κατά μέσο όρο τους μήνες Ιανουάριο και Δεκέμβριο, ενώ οι χαμηλότερες τους μήνες Φεβρουάριο και Μάρτιο. Από την πορεία του κινητού μέσου όρου (12 μηνών) παρατηρείται η διαχρονική μείωση των εσόδων από το 2011.

Τα δεδομένα που αφορούν στις επιμέρους κατηγορίες φορολογικών εσόδων αξιοποιούνται στην επόμενη ενότητα για τη διερεύνηση

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.5

Η πορεία των πληρωμών έμμεσων φόρων σε εκατ. ευρώ και του κινητού μέσου όρου των τελευταίων 12 μηνών (μηνιαίες παρατηρήσεις, Ιανουάριος 2003-Δεκέμβριος 2014)



Πηγή: Γενικό Λογιστήριο του Κράτους.

της πιθανής τους επίδρασης στις μεταβολές των καταθέσεων των νοικοκυριών.

Τέλος, αναφορικά με τη μεταβλητή του εισοδήματος, αυτή μπορεί να εξεταστεί μόνο σε τριμηνιαία βάση. Γι' αυτό τον λόγο προχωρούμε στην εκτίμηση των υποδειγμάτων για την Ελλάδα με τη χρήση τριμηνιαίων δεδομένων και δύο πρόσθετες ερμηνευτικές μεταβλητές που εξετάζονται εναλλακτικά: (α) το πραγματικό προσωπικό διαθέσιμο εισόδημα, το οποίο αντλήθηκε από την Oxford Economics μέσω της Thomson Reuters Datastream και (β) τον εποχικά διορθωμένο δείκτη μισθών και ημερομισθίων, ο οποίος αντλήθηκε από την Eurostat.

Στον Πίνακα 4.2 παρουσιάζονται τα βασικά περιγραφικά στατιστικά μεγέθη σε τριμηνιαία βάση για την περίοδο Μαρτίου 2003-Δεκεμβρίου 2014. Τα συμπεράσματα που προκύπτουν δεν διαφέρουν ουσιαστικά από αυτά που προέκυψαν με τη χρήση μηνιαίων παρατηρήσεων. Παρουσιάζονται, επίσης, τα δεδομένα για τον δείκτη ημερομισθίων και μισθών καθώς και το πραγματικό προσωπικό διαθέσιμο εισόδημα, τα οποία είναι

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2

Βασικά περιγραφικά στατιστικά μεγέθη (τριμηνιαίες παρατηρήσεις για την Ελλάδα, Μάρτιος 2003-Δεκέμβριος 2014)

Τιμές (%)	Καταθέσεις (i)	Ανεργία (ii)	Πληθωρισμός (iii)	Επιτόκιο (iv)	Δείκτης οικονομικού συναισθήματος (v)	Δείκτης ημερομισθίων και μισθών (vi)	Πραγματικό προσωπικό διαθέσιμο εισόδημα (vii)
Μέσος όρος	0,69	0,34	2,46	0,76	0,10	0,04	-0,33
Διάμεσος	1,14	0,10	3,07	0,87	0,59	0,11	-0,46
Μέγιστο	5,22	2,37	5,60	1,27	6,05	12,13	21,94
Ελάχιστο	-6,35	-0,67	-2,20	0,28	-12,32	-12,12	-16,89
Τυπική απόκλιση	2,94	0,73	1,87	0,32	3,96	3,74	5,25

Σημείωση: Οι μεταβλητές αφορούν: (i) στην ποσοστιαία μεταβολή των καταθέσεων των νοικοκυριών, (ii) στη μεταβολή του ποσοστού ανεργίας, (iii) στο ποσοστό πληθωρισμού, (iv) στο overnight (ετησιοποιημένο) επιτόκιο καταθέσεων, (v) στην ποσοστιαία μεταβολή του δείκτη οικονομικού συναισθήματος, (vi) στην ποσοστιαία μεταβολή του δείκτη ημερομισθίων και μισθών και (vii) στην ποσοστιαία μεταβολή του πραγματικού προσωπικού διαθέσιμου εισοδήματος.

διαθέσιμα μόνο σε τριμηνιαία βάση. Αξίζει να σημειωθεί ο αρνητικός μέσος όρος των παρατηρήσεων του πραγματικού εισοδήματος την εξεταζόμενη περίοδο.

4.4. Εμπειρικά αποτελέσματα για την Ελλάδα

4.4.1. Προσδιορισμός και εκτίμηση του βασικού υποδείγματος

Αρχικά θα πρέπει να εξετάσουμε τις συσχετίσεις των ανεξάρτητων μεταβλητών με σκοπό να αντιμετωπίσουμε πιθανό πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας, δηλαδή τη συνύπαρξη ανεξάρτητων ερμηνευτικών μεταβλητών που παρουσιάζουν υψηλή ή μέτρια συσχέτιση. Το πρόβλημα

αυτό είναι σύνηθες σε υποδείγματα πολλαπλής παλινδρόμησης και πρέπει να αντιμετωπίζεται για την εξαγωγή αξιόπιστων συμπερασμάτων. Ο πιο απλός τρόπος αντιμετώπισής του είναι η αφαίρεση της ερμηνευτικής μεταβλητής που εμφανίζει υψηλή συσχέτιση με την/τις υπόλοιπες στο υπόδειγμα. Η λύση αυτή σε αρκετές περιπτώσεις μπορεί να αποδειχθεί χειρότερη από το ίδιο το πρόβλημα, οδηγώντας σε λανθασμένο προσδιορισμό του υποδείγματος (model misspecification) και στην απώλεια σημαντικών εμπειρικών ευρημάτων.

Η ιδανική προσέγγιση αφορά στην απομόνωση της επίδρασης κάθε ερμηνευτικής μεταβλητής (Gujarati, 1995). Συνεπώς, επιθυμούμε οι μεταβλητές αυτές να είναι, αν είναι δυνατόν, ορθογώνιες μεταξύ τους, δηλαδή επιθυμούμε η μεταξύ τους συσχέτιση να είναι μηδενική. Για τον σκοπό αυτό στην παρούσα μελέτη απομονώνουμε την επίδραση των μεταβλητών που εμφανίζουν υψηλή ή μέτρια συσχέτιση μεταξύ τους (άνω του $\pm 0,4$) χρησιμοποιώντας τα κατάλοιπα των εκτιμημένων σχέσεων που τις συνδέουν, τα οποία αποδίδουν την καθαρή επίδραση της εκάστοτε μεταβλητής, έστω X_1 , στις καταθέσεις των νοικοκυριών απαλλαγμένη από την επίδραση της ισχυρά συσχετισμένης μεταβλητής, έστω X_2 , σε αυτήν. Η διαδικασία χρησιμοποίησης των καταλοίπων είναι αρκετά συνήθης στη διεθνή βιβλιογραφία και έχει ως αποτέλεσμα οι μεταβλητές που υφίστανται αυτή τη διαδικασία να καθίστανται στατιστικά ανεξάρτητες μεταξύ τους (Zeller, 1974) (δηλ. έχουν μηδενικό συντελεστή συσχέτισης) και να μπορούν να χρησιμοποιηθούν ταυτόχρονα στο υπό εξέταση υπόδειγμα ως ερμηνευτικές μεταβλητές. Σημειώνεται ότι η στατιστική αυτή διαδικασία χρησιμοποιείται σε ποικίλα ερευνητικά πεδία από τη γλωσσολογία (βλ. ενδεικτικά Jaeger, 2010· Cohen-Goldberg, 2012) έως την κοινωνιολογία (Cutright κ.ά., 2006, 2007· Bradford και Stoner, 2014) και τα οικονομικά (βλ. ενδεικτικά Kentor, 2001· Riley, 2012), για να ελαχιστοποιήσουν οι ερευνητές την υψηλή ή μέτρια συσχέτιση μεταξύ ερμηνευτικών μεταβλητών.

Σε αυτό το πλαίσιο, στον Πίνακα 4.3 παρουσιάζονται οι συντελεστές συσχέτισης των εξεταζόμενων μεταβλητών για την Ελλάδα. Από τα αποτελέσματα αυτά φαίνεται ότι παρουσιάζεται υψηλή θετική συσχέτιση (+0,56) μεταξύ του ονομαστικού επιτοκίου και του πληθωρισμού. Το εύρημα αυτό είναι απολύτως εύλογο δεδομένου ότι τα ονομαστικά επιτόκια προσδιορίζονται από τα πραγματικά επιτόκια και από το επίπεδο του

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3
Συντελεστές συσχέτισης των μεταβλητών (μηνιαίες παρατηρήσεις,
Φεβρουάριος 2003-Δεκέμβριος 2014)

A.	Καταθέσεις (i)	Ανεργία (ii)	Πληθωρισμός (iii)	Επιτόκιο (iv)	Δείκτης οικονομικού συναισθήματος (v)
Καταθέσεις	1,00				
Ανεργία	-0,39	1,00			
Πληθωρισμός	0,06	0,08	1,00		
Επιτόκιο	0,46	-0,34	0,56	1,00	
Δείκτης οικονομικού συναισθήματος	0,11	-0,03	-0,18	-0,21	1,00
B.	Καταθέσεις	Ανεργία	Πληθωρισμός	Πραγματικό επιτόκιο (vi)	Δείκτης οικονομικού συναισθήματος
Καταθέσεις	1,00				
Ανεργία	-0,39	1,00			
Πληθωρισμός	0,06	0,08	1,00		
Πραγματικό επιτόκιο	0,51	-0,46	0,00	1,00	
Δείκτης οικονομικού συναισθήματος	0,11	-0,03	-0,18	-0,13	1,00

Γ.	Καταθέσεις	Ανεργία (προσαρμοσμένη στο πραγματικό επιτόκιο) (vii)	Πληθωρισμός	Πραγματικό επιτόκιο	Δείκτης οικονομικού συναισθήματος
Καταθέσεις	1,00				
Ανεργία (προσαρμοσμένη στο πραγματικό επιτόκιο)	-0,17	1,00			
Πληθωρισμός	0,06	0,09	1,00		
Πραγματικό επιτόκιο	0,51	0,00	0,00	1,00	
Δείκτης οικονομικού συναισθήματος	0,11	-0,10	-0,18	-0,13	1,00

Σημείωση: Οι μεταβλητές αφορούν: (i) στην ποσοστιαία μεταβολή των καταθέσεων των νοικοκυριών, (ii) στη μεταβολή του ποσοστού ανεργίας, (iii) στο ποσοστό πληθωρισμού, (iv) στο overnight (ετησιοποιημένο) επιτόκιο καταθέσεων, (v) στην ποσοστιαία μεταβολή του δείκτη οικονομικού συναισθήματος, (vi) στο επιτόκιο απαλλαγμένο από την επίδραση του πληθωρισμού και (vii) στη μεταβολή του ποσοστού ανεργίας απαλλαγμένου από την επίδραση του πραγματικού επιτοκίου.

πληθωρισμού. Για να αντιμετωπίσουμε αυτό το πρόβλημα υψηλής συσχέτισης μεταξύ δύο ανεξάρτητων μεταβλητών στην οικονομετρική εκτίμηση των υποδειγμάτων που παρουσιάστηκαν στην προηγούμενη ενότητα, θα κάνουμε τις μεταβλητές ορθογώνιες ως εξής: θα παλινδρομήσουμε τη μεταβλητή του ονομαστικού επιτοκίου (εξαρτημένη μεταβλητή) με τον πληθωρισμό (ανεξάρτητη μεταβλητή) και θα χρησιμοποιήσουμε τα κατάλοιπα της παλινδρόμησης αυτής ως προσέγγιση της μεταβλητής του πραγματικού επιτοκίου, απαλλαγμένη από την επίδραση του πληθωρισμού. Με αυτό τον τρόπο καταλήγουμε σε ξεκάθαρα αποτελέσματα σχετικά με την επίδραση της κάθε μεταβλητής. Η χρονοσειρά των καταλοίπων ($\tilde{IR}_{i,t}$) που δημιουργήσαμε ακολουθώντας την ανωτέρω διαδικασία δεν συσχετίζεται πλέον με τον πληθωρισμό και αποτελεί μια καλή προσέγγιση του πραγματικού επιτοκίου.

Στη συνέχεια ελέγχουμε την πιθανή συσχέτιση της νέας μεταβλητής που κατασκευάσαμε με τις υπόλοιπες ερμηνευτικές μεταβλητές. Τα αποτελέσματα του Πίνακα 4.3.B αποτυπώνουν την υψηλή αρνητική συσχέτιση της νέας μεταβλητής για το πραγματικό επιτόκιο με τη μεταβολή της ανεργίας (-0,46). Ως εκ τούτου θα πρέπει να επαναλάβουμε τη διαδικασία δημιουργώντας μια νέα μεταβλητή για την ανεργία, η οποία θα είναι απαλλαγμένη από την επίδραση του πραγματικού επιτοκίου. Συνεπώς, θα παλινδρομήσουμε τη μεταβλητή της ανεργίας (εξαρτημένη μεταβλητή) με το πραγματικό επιτόκιο (ανεξάρτητη μεταβλητή) και θα χρησιμοποιήσουμε τα κατάλοιπα της παλινδρόμησης αυτής ως προσέγγιση της νέας μεταβλητής για την ανεργία, απαλλαγμένη από την επίδραση του πραγματικού επιτοκίου. Η χρονοσειρά των καταλοίπων ($\tilde{UN}_{i,t}$) που δημιουργήσαμε δεν συσχετίζεται πλέον με τις υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές, όπως φαίνεται στον Πίνακα 4.3.Γ. Στο εξής όπου αναφέρεται η μεταβλητή $\tilde{UN}_{i,t}$ αποτυπώνει την ανεργία απαλλαγμένη από την επίδραση του πραγματικού επιτοκίου. Μετά από αυτό το βήμα μπορούμε να προχωρήσουμε στην οικονομετρική εκτίμηση χωρίς να αντιμετωπίζουμε πλέον πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της εκτίμησης του βασικού υποδείγματος (6) για την Ελλάδα με τη χρήση ανθεκτικών εκτιμητών και ψευδομεταβλητών, για να προσεγγίσουμε συγκεκριμέ-

νες περιόδους ή γεγονότα με σημαντική επίδραση στην πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών. Πιο συγκεκριμένα, εκτιμάται το ακόλουθο υπόδειγμα:

$$\% \Delta Deposits_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \widetilde{UN}_{i,t} + \gamma_i INFL_{i,t} + \delta_i \widetilde{IR}_{i,t} + \varepsilon_i \% \Delta ESI_{i,t} + \zeta \sum D_{i,t} + u_{i,t} \quad (10)$$

όπου, $\widetilde{IR}_{i,t}$ είναι τα κατάλοιπα της εκτίμησης της σχέσης

$$IR_{i,t} = \alpha_i + \beta_i INFL_{i,t} + u_{i,t}, \quad (11)$$

$\widetilde{UN}_{i,t}$ είναι τα κατάλοιπα της εκτίμησης της σχέσης

$$\Delta UN_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \widetilde{IR}_{i,t} + u_{i,t} \quad (12)$$

και $\sum D_{i,t}$ είναι ένας αριθμός ψευδομεταβλητών για τον προσδιορισμό συγκεκριμένων κρίσιμων περιόδων και γεγονότων. Όλες οι υπόλοιπες μεταβλητές έχουν ήδη οριστεί.

Από τα αποτελέσματα της εκτίμησης για το σύνολο της περιόδου 2003-2014 (Πίνακας 4.4) φαίνεται ότι οι μεταβολές των καταθέσεων των νοικοκυριών στην Ελλάδα επηρεάζονται αρνητικά και στατιστικά σημαντικά από μια αύξηση στην ανεργία, η οποία ουσιαστικά σηματοδοτεί και τη μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Επιπλέον, θετική και στατιστικά σημαντική είναι η επίδραση της μεταβλητής που προσεγγίζει το πραγματικό επιτόκιο, με τον συντελεστή να είναι σημαντικά υψηλότερος των υπολοίπων εκτιμηθέντων συντελεστών. Θετική σημειώνεται, επίσης, η επίδραση του δείκτη οικονομικού συναισθήματος, ενώ ο πληθωρισμός δεν παρουσιάζει στατιστικά σημαντική επίδραση. Τα ευρήματα αυτά είναι εύλογα και συμφωνούν με τα εμπειρικά ευρήματα της υφιστάμενης βιβλιογραφίας. Η θετική επίδραση του οικονομικού συναισθήματος αναδεικνύει τη σημαντικότητα συμπεριφορικών/ψυχολογικών παραγόντων στις μεταβολές των καταθέσεων και στον προσδιορισμό της αποταμιευτικής συμπεριφοράς των νοικοκυριών γενικότερα, ως αποτέλεσμα και της εμπιστοσύνης που επιδεικνύουν στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Πέρα από τους καθαρά ορθολογικούς παράγοντες, το συναίσθημα μπορεί να έχει σημαντική επίδραση στις αποφάσεις των νοικοκυριών σχετικά με τις καταθέσεις τους, με προφανείς επιπτώσεις για

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.4

Αποτελέσματα του βασικού υποδείγματος για την Ελλάδα, για το σύνολο της περιόδου 2003-2014 (μηνιαίες παρατηρήσεις, Φεβρουάριος 2003-Δεκέμβριος 2014)

	Συντελεστής	Ανθεκτικό τυπικό σφάλμα	t-statistic	P-value
α	0,010	0,106	0,090	0,925
\widetilde{UN}	-0,821***	0,280	-2,930	0,004
$INFL$	0,007	0,034	0,200	0,840
\widetilde{IR}	2,542***	0,303	8,390	0,000
$\% \Delta ESI$	0,083**	0,035	2,370	0,019
$D_{Dec.03-11}$	2,622***	0,252	10,410	0,000
$D_{Jun.03-09}$	1,453***	0,383	3,790	0,000
$D_{May-Jun.12}$	-3,743***	0,408	-9,180	0,000
F(7, 135) = 64,13		R-squared = 0,6406		
Prob > F = 0,00		Root MSE = 0,9015		
Αριθμός παρατηρήσεων: 143				

Σημείωση: Τα *** και ** αντιπροσωπεύουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1% και 5%, αντίστοιχα.

τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στατιστικά σημαντική είναι και η επίδραση των τριών ψευδομεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν και αφορούν στον μήνα Δεκέμβριο για την περίοδο 2003-2011 (θετική επίδραση), στον μήνα Ιούνιο για την περίοδο 2003-2009 (θετική επίδραση), και στους μήνες Μάιο και Ιούνιο του 2012 (έντονη αρνητική επίδραση). Στις πρώτες δύο περιπτώσεις η θετική επίδραση θα μπορούσε να αποδοθεί στο υψηλότερο εισόδημα των συγκεκριμένων μηνών λόγω του 13ου μισθού και του επιδόματος αδείας. Από το 2010 αυτές οι πρόσθετες αποδοχές περιορίστηκαν σημαντικά για τον δημόσιο τομέα (χορήγηση μικρότερου επιδόματος υπό εισοδηματικές προϋποθέσεις) και καταργήθηκαν πλήρως το 2012. Επιπλέον, η τρίτη ψευδομεταβλητή αφορά σε μια εκλογική περίοδο (εκλογές Μαΐου 2012 και εκλογές Ιου-

νίου 2012) έντονης αβεβαιότητας με σημαντική αρνητική επίδραση στις καταθέσεις των νοικοκυριών. Το εύρημα αυτό επιβεβαιώνει τη σημαντική επίδραση συμπεριφορικών/ψυχολογικών παραγόντων και την αναγκαιότητα της διασφάλισης κλίματος εμπιστοσύνης τόσο σε οικονομικό όσο και σε πολιτικό επίπεδο.

Τα εξεταζόμενα έτη καλύπτουν μια χρονικά μεγάλη περίοδο με σημαντικές οικονομικές διακυμάνσεις. Δεδομένου ότι η χρήση μηνιαίων παρατηρήσεων επιτρέπει οικονομικά την εκτίμηση του υποδείγματος για υποπεριόδους (ικανοποιητικός αριθμός παρατηρήσεων), εντοπίζεται το χρονικό σημείο που καθιστά σημείο δομικής μεταβολής της εξεταζόμενης σχέσης (structural break) και χωρίζει το σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου σε δύο υποπεριόδους. Το χρονικό αυτό σημείο προσδιορίζεται ενδογενώς με τη χρήση του Quandt-Andrews Breakpoint Test και για την Ελλάδα είναι ο Μάρτιος του 2011. Ο προσδιορισμός του συγκεκριμένου χρονικού σημείου δεν προκαλεί έκπληξη, αφού αποτελεί τη χρονική στιγμή κατά την οποία, παράλληλα με τα προβλήματα στην υλοποίηση του προγράμματος οικονομικής πολιτικής, (α) άρχισε να διευρύνεται η δημόσια συζήτηση για τη μη βιωσιμότητα του δημοσίου χρέους της Ελλάδας –που οδήγησε στην απόφαση των Ευρωπαίων εταίρων του Ιουλίου του 2011 για την αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους στο πλαίσιο του δεύτερου προγράμματος οικονομικής πολιτικής²²– και (β) ξεκίνησε μία ευρύτερη ανησυχία στις αγορές για τη φερεγγυότητα των ελληνικών χρεογράφων που αποτυπώθηκε στη μεγάλη τροχιά απόδοσης των επιτοκίων των ελληνικών ομολόγων, με αποτέλεσμα το διαφορικό επιτόκιο των 10ετών ελληνικών ομολόγων σε σχέση με των αντίστοιχων γερμανικών να αυξηθεί από 9% τον Μάρτιο του 2011 κοντά στο 32% τον Νοέμβριο του ίδιου έτους (βλ. Διάγραμμα 2.13)²³.

Πράγματι ο διαχωρισμός αυτός αντανακλά την προ και την μετά την ελληνική κρίση χρέους περίοδο και τα εμπειρικά αποτελέσματα διαφοροποιούνται αισθητά. Εξετάζοντας την υποπερίοδο Φεβρουαρίου 2003-

²² Βλ. περισσότερα στο <http://ec.europa.eu/economy_finance/crisis/2011-07_en.htm>.

²³ Επρόκειτο, φυσικά, για μία περίοδο με έντονες πολιτικές εξελίξεις, ιδιαίτερα κατά το δεύτερο μισό του 2011, οπότε και έγιναν κινήσεις για κυβέρνηση συνεργασίας, πραγματοποιήθηκε ανασχηματισμός στο κυβερνητικό σχήμα και παραιτήθηκε (εν τέλει) η κυβέρνηση και ο πρωθυπουργός.

Μαρτίου 2011 (Πίνακας 4.5), η μόνη μεταβλητή που παρουσιάζει θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση σε επίπεδο 1% στατιστικής σημαντικότητας είναι αυτή του (πραγματικού) επιτοκίου. Επιπλέον, η ανεργία παρουσιάζει αρνητική επίδραση σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%, ενώ δεν εντοπίζεται επίδραση του πληθωρισμού και του δείκτη οικονομικού συναισθήματος. Φαίνεται, λοιπόν, ότι τα νοικοκυριά βασίζονταν σε ορθολογικούς παράγοντες όπως είναι η πραγματική απόδοση που τους προσέφεραν οι καταθέσεις τους και η ανεργία. Οι ψευδομεταβλητές που αφορούν στον μήνα Δεκέμβριο για την περίοδο 2003-2010 (θετική επίδραση) και στον μήνα Ιούνιο για την περίοδο 2003-2009 (θετική επίδραση) εξακολουθούν να παρουσιάζουν στατιστικά σημαντικά ευρήματα, όπως παρατηρήθηκε και για το σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου. Επιπλέον, ο σταθερός όρος είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός.

Η εικόνα αλλάζει αισθητά εξετάζοντας την υποπερίοδο Απριλίου 2011-Δεκεμβρίου 2014. Σε αυτή την περίπτωση η μόνη ερμηνευτική μεταβλητή που παρουσιάζει θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση είναι το οικονομικό συναίσθημα. Αυτό το εύρημα πρακτικά σημαίνει ότι οι καταθέσεις αυξάνονται όταν βελτιώνεται το οικονομικό συναίσθημα ή, αντίστροφα, μειώνονται όταν το οικονομικό συναίσθημα επιδεινώνεται. Πράγματι, την περίοδο αυτή η σημαντική επιδείνωση του οικονομικού συναισθήματος και της εμπιστοσύνης των νοικοκυριών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα στο σύνολό του φαίνεται ότι επέδρασαν σημαντικά (αρνητικά) στις μεταβολές των καταθέσεων. Επιπλέον, ο σταθερός όρος είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός και η ψευδομεταβλητή που αφορά στους μήνες Μάιο-Ιούνιο του 2012 (αρνητική επίδραση) εξακολουθεί να παρουσιάζει στατιστικά σημαντικά ευρήματα, όπως παρατηρήθηκε και για το σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου. Η ψευδομεταβλητή αυτή επίσης σχετίζεται με την αβεβαιότητα της σχετικής εκλογικής περιόδου του 2012 και κατ' επέκταση με το οικονομικό συναίσθημα της περιόδου. Ερμηνεύοντας τα ευρήματα από μια άλλη σκοπιά, θα μπορούσαμε να τονίσουμε την αυξημένη σημαντικότητα του οικονομικού συναισθήματος την περίοδο της κρίσης. Αντιθέτως, στην περίοδο πριν το 2011 φαίνεται ότι τα νοικοκυριά λάμβαναν υπ' όψιν κυρίως την πραγματική απόδοση που τους προσέφεραν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Εντοπίζεται, λοιπόν, η αυξημένη επίδραση του συναισθήματος στην Ελλάδα σε περιόδους κρίσης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.5
Αποτελέσματα του βασικού υποδείγματος για την Ελλάδα για
δύο υποπεριόδους (μηνιαίες παρατηρήσεις, Φεβρουάριος
2003-Δεκέμβριος 2014)

1η υποπερίοδος Φεβρουαρίου 2003-Μαρτίου 2011				
	Συντελεστής	Ανθεκτικό τυπικό σφάλμα	t-statistic	P-value
α	0,715***	0,231	3,100	0,003
\widetilde{UN}	-0,714**	0,306	-2,330	0,022
<i>INFL</i>	-0,158**	0,071	-2,210	0,029
\widetilde{IR}	2,224***	0,294	7,560	0,000
% <i>ΔESI</i>	0,012	0,034	0,370	0,715
$D_{Dec.03-10}$	2,666***	0,289	9,230	0,000
$D_{Jun.03-09}$	1,555***	0,347	4,480	0,000

F(6, 91) = 38,23	R-squared = 0,6492
Prob > F = 0,00	Root MSE = 0,8027
Αριθμός παρατηρήσεων: 98	

2η υποπερίοδος Απριλίου 2011-Δεκεμβρίου 2014				
	Συντελεστής	Ανθεκτικό τυπικό σφάλμα	t-statistic	P-value
α	-0,358**	0,159	-2,250	0,030
\widetilde{UN}	-0,961	0,736	-1,310	0,199
<i>INFL</i>	-0,084	0,145	-0,580	0,565
\widetilde{IR}	2,792	2,264	1,230	0,225
% <i>ΔESI</i>	0,210***	0,068	3,090	0,004
$D_{May-Jun.12}$	-3,489***	0,597	-5,840	0,000

F(5, 39) = 26,96	R-squared = 0,5920
Prob > F = 0,00	Root MSE = 1,0684
Αριθμός παρατηρήσεων: 45	

Σημείωση: Τα *** και ** αντιπροσωπεύουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1% και 5%, αντίστοιχα.

4.4.2. Εξέταση πρόσθετων ερμηνευτικών μεταβλητών

Η διαθεσιμότητα πρόσθετων μεταβλητών για την Ελλάδα επιτρέπει την περαιτέρω ανάλυση και εκτίμηση πρόσθετων παραγόντων που είναι πιθανόν να επηρέασαν την πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών για την εξεταζόμενη περίοδο. Πιο συγκεκριμένα, εξετάζουμε έναν εναλλακτικό δείκτη συναισθήματος, ο οποίος αποτυπώνει τη βραχυπρόθεσμη αβεβαιότητα των επενδυτών για την ελληνική αγορά. Διερευνάται, λοιπόν, η επίδραση του δείκτη τεκμαρτής μεταβλητότητας της ελληνικής αγοράς, του KEPE GRIV. Η πορεία του δείκτη αποτυπώνει το συναίσθημα των συμμετεχόντων στην ελληνική αγορά παραγώγων για τη βραχυπρόθεσμη πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς. Επανεκτιμάται, επομένως, το υπόδειγμα (10) για την Ελλάδα χρησιμοποιώντας τις μηνιαίες ποσοστιαίες μεταβολές του δείκτη KEPE GRIV αντί του δείκτη οικονομικού συναισθήματος της ΕΕ. Σε αυτή την περίπτωση, το εκτιμημένο υπόδειγμα (χωρίς τη χρήση ψευδομεταβλητών) διαμορφώνεται για την περίοδο 2004-2014 ως εξής:

$$\begin{aligned} \% \Delta Deposits_t = & 0,116 - 1,010 \widetilde{UN}_t + 0,071 INFL_t + 2,895 \widetilde{IR}_t - \\ & (0,91) \quad (-2,30)^{**} \quad (1,82)^* \quad (8,05)^{***} \\ & - 0,020 \% \Delta KEPE GRIV_t + u_t \\ & \quad \quad \quad (-3,13)^{***} \end{aligned} \quad (13)$$

$$R^2 = 41,11\%, F(4,127) = 19,36$$

Η αντίστοιχη εκτίμηση με τη χρήση του δείκτη οικονομικού συναισθήματος της ΕΕ για την ίδια περίοδο (2004-2014) είναι η ακόλουθη:

$$\begin{aligned} \% \Delta Deposits_t = & 0,002 - 0,949 \widetilde{UN}_t + 0,100 INFL_t + 2,975 \widetilde{IR}_t + \\ & (0,10) \quad (-2,07)^{**} \quad (2,45)^{**} \quad (7,70)^{***} \\ & + 0,118 \% \Delta ESI_t + u_t \\ & \quad \quad \quad (2,91)^{***} \end{aligned} \quad (14)$$

$$R^2 = 37,09\%, F(4,127) = 16,49$$

Εντός των παρενθέσεων δίνονται τα t-statistics των εκτιμητών και ακολουθείται ο συνήθης συμβολισμός στατιστικής σημαντικότητας. Σύμφωνα με τα εμπειρικά αποτελέσματα της σχέσης (13), επιβεβαιώνεται η

στατιστικά σημαντική αρνητική επίδραση της ανεργίας και η θετική επίδραση του πραγματικού επιτοκίου στις μεταβολές των καταθέσεων των νοικοκυριών. Η επίδραση του πληθωρισμού είναι θετική και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%. Παράλληλα, εντοπίζεται αρνητικός και στατιστικά σημαντικός συντελεστής του ελληνικού δείκτη συναισθήματος ή δείκτη «φόβου», όπως συχνά αποκαλείται. Το πρόσημο του συντελεστή είναι αναμενόμενο, καθώς αυξημένος φόβος και αβεβαιότητα στην αγορά συνεπάγονται αρνητικές μεταβολές στις καταθέσεις των νοικοκυριών. Τα αποτελέσματα αυτά δεν διαφέρουν ποιοτικά από αυτά που αποτυπώνονται στη σχέση (14) με τη χρήση του δείκτη οικονομικού συναισθήματος της ΕΕ. Παρατηρούμε, όμως, υψηλότερη ερμηνευτική ικανότητα στο εκτιμημένο υπόδειγμα (13). Φαίνεται, λοιπόν, η καταλληλότητα του δείκτη ΚΕΡΕ GRIV για την αποτύπωση του συναισθήματος στην Ελλάδα. Παρ' όλα αυτά στις εκτιμήσεις μας εξακολουθούμε να χρησιμοποιούμε τον δείκτη οικονομικού συναισθήματος (α) για λόγους σύγκρισης των ευρημάτων με αυτά άλλων χωρών της ΕΕ και (β) επειδή διαθέτουμε δεδομένα για περισσότερους μήνες (143 έναντι 132 μηνών για τον ΚΕΡΕ GRIV από τον Ιανουάριο του 2004).

Επιπλέον, διερευνάται η πιθανή επίδραση της πληρωμής άμεσων φόρων εισοδήματος των φυσικών προσώπων και φόρων στην περιουσία στις καταθέσεις των νοικοκυριών για την περίοδο 2003-2014. Τα αποτελέσματα της εκτίμησης του βασικού υποδείγματος με τις ψευδομεταβλητές του χρόνου, όπως αποτυπώθηκε στον Πίνακα 4.4, εμπλουτισμένου με τις δύο μεταβλητές των άμεσων φόρων (εισοδήματος και περιουσίας) παρουσιάζονται στον Πίνακα 4.6. Σύμφωνα με τα εμπειρικά αποτελέσματα, αν και ο συντελεστής των άμεσων φόρων εισοδήματος σηματοδοτεί μια αρνητική σχέση μεταξύ των πληρωμών φόρων και της πορείας των καταθέσεων, δεν είναι στατιστικά σημαντικός. Αντιθέτως, ο συντελεστής των πληρωμών φόρων στην περιουσία είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός, αν και μικρός σε μέγεθος συγκριτικά με τους υπόλοιπους συντελεστές του υποδείγματος. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι η αύξηση στις πληρωμές φόρου στην περιουσία οδηγεί σε (μικρή) μείωση των καταθέσεων των νοικοκυριών²⁴.

²⁴ Παράλληλα, εξετάστηκε και η επίδραση των πληρωμών του συνόλου των έμμεσων φόρων, δεν προέκυψε όμως κάποιο στατιστικά σημαντικό εύρημα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.6

Αποτελέσματα του βασικού υποδείγματος για την Ελλάδα με την προσθήκη φορολογικών μεταβλητών (πληρωμές φόρου εισοδήματος φυσικών προσώπων και φόρος στην περιουσία), για το σύνολο της περιόδου 2003-2014 (μηνιαίες παρατηρήσεις, Φεβρουάριος 2003-Δεκέμβριος 2014)

	Συντελεστής	Ανθεκτικό τυπικό σφάλμα	t-statistic	P-value
α	0,045	0,112	0,400	0,689
\widetilde{UN}	-0,795***	0,280	-2,840	0,005
<i>INFL</i>	0,005	0,034	0,160	0,874
\widetilde{IR}	2,477***	0,310	8,000	0,000
% Δ ESI	0,089**	0,036	2,500	0,014
$D_{Dec.03-11}$	2,764***	0,253	10,930	0,000
$D_{Jun.03-09}$	1,425***	0,399	3,570	0,000
$D_{May-Jun.12}$	-3,760***	0,427	-8,800	0,000
% Δ Φόρος εισοδήματος	-0,0004	0,001	-0,300	0,764
% Δ Φόρος στην περιουσία	-0,001**	0,000	-2,500	0,013

F(9, 133) = 50,39	R-squared = 0,6496
Prob > F = 0,00	Root MSE = 0,8967
Αριθμός παρατηρήσεων: 143	

Σημείωση: Τα *** και ** αντιπροσωπεύουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1% και 5%, αντίστοιχα.

Δεδομένης της αρνητικής επίδρασης των πληρωμών φόρου στην περιουσία, ενδιαφέρον παρουσιάζει η περαιτέρω διερεύνηση αυτής της επίδρασης πριν και μετά το φθινόπωρο του 2011, χρονικό σημείο που σηματοδοτεί τη σημαντική επιβάρυνση των νοικοκυριών με τη θεσμοθέτηση του ΕΕΤΗΔΕ και στη συνέχεια του ΕΕΤΑ και του ΕΝΦΙΑ. Για τον σκοπό αυτό ορίζουμε μια ψευδομεταβλητή ($D_{Sep.11-Dec.14}$), η οποία λαμβάνει την τιμή 1 την περίοδο Σεπτέμβριος 2011 έως και Δεκέμβριος 2014 και επανεκτιμούμε

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.7

Αποτελέσματα του βασικού υποδείγματος για την Ελλάδα με την προσθήκη του φόρου στην περιουσία πριν και μετά τον Σεπτέμβριο του 2011, για το σύνολο της περιόδου 2003-2014 (μηνιαίες παρατηρήσεις, Φεβρουάριος 2003-Δεκέμβριος 2014)

	Συντελεστής	Ανθεκτικό τυπικό σφάλμα	t-statistic	P-value
α	0,039	0,109	0,360	0,720
\widetilde{UN}	-0,803***	0,283	-2,840	0,005
$INFL$	0,009	0,035	0,250	0,801
\bar{IR}	2,473***	0,312	7,930	0,000
$\% \Delta ESI$	0,089**	0,035	2,510	0,013
$D_{Dec.03-11}$	2,730***	0,255	10,690	0,000
$D_{Jun.03-09}$	1,433***	0,401	3,570	0,000
$D_{May-Jun.12}$	-3,762***	0,433	-8,680	0,000
$D_{Sep.11-Dec.14} \times \% \Delta \text{Φόρ. στην περιουσία}$	-0,0005***	0,000	-2,630	0,009
$(1 - D_{Sep.11-Dec.14}) \times \% \Delta \text{Φόρ. στην περιουσία}$	-0,001	0,000	-1,560	0,121

F(9,133) = 49,4	R-squared = 0,6499
Prob > F = 0,00	Root MSE = 0,8963
Αριθμός παρατηρήσεων: 143	

Σημείωση: Τα *** και ** αντιπροσωπεύουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1% και 5%, αντίστοιχα.

την επίδραση των πληρωμών φόρου στην περιουσία στις καταθέσεις των νοικοκυριών, όπως αποτυπώνεται στον Πίνακα 4.7²⁵. Σύμφωνα με τα εμπειρικά αποτελέσματα, η αρνητική επίδραση των φόρων στην περιουσία είναι στατιστικά σημαντική μετά το φθινόπωρο του 2011, όπως αναμενόταν δεδομένων των αυξημένων φορολογικών βαρών σε συνδυασμό με τις αρνητικές οικονομικές συνθήκες. Αντιθέτως, ο σχετικός συντελεστής για την

²⁵ Η χρήση ψευδομεταβλητής έναντι της επανεκτίμησης δύο υποπεριόδων ενδείκνυται για τη συγκεκριμένη περίπτωση δεδομένου του πλήθους των παρατηρήσεων σε συνδυασμό με το πλήθος των εκτιμηθέντων συντελεστών.

προηγούμενη περίοδο δεν είναι στατιστικά σημαντικός. Οι εκτιμηθέντες συντελεστές των υπολοίπων ερμηνευτικών μεταβλητών δεν παρουσιάζουν ουσιαστική διαφοροποίηση σε σχέση με τις προηγούμενες εκτιμήσεις.

4.4.3. Επανεξέταση των υποδειγμάτων για την Ελλάδα με τη χρήση τριμηνιαίων δεδομένων

Η προηγούμενη ανάλυση επαναλαμβάνεται με τη χρήση τριμηνιαίων δεδομένων για λόγους σύγκρισης και πληρότητας, αλλά και λόγω της δυνατότητας εξέτασης μιας πρόσθετης ερμηνευτικής μεταβλητής, η οποία προσεγγίζει το εισόδημα: του δείκτη ημερομισθίων και μισθών και, εναλλακτικά, του πραγματικού προσωπικού διαθέσιμου εισοδήματος. Σε αυτή την περίπτωση έχουμε τη δυνατότητα να εξετάσουμε και την ταυτόχρονη επίδραση της φορολογίας, αφού μετατρέψουμε τα μηνιαία δεδομένα σε τριμηνιαία (μεταβολή συνολικών φορολογικών εσόδων τριμήνου). Εκτός από τις μεταβλητές που δίνονται ήδη σε τριμηνιαία συχνότητα, για τις λοιπές μεταβλητές υπολογίσαμε τον μέσο όρο των μηνιαίων παρατηρήσεων και στη συνέχεια υπολογίστηκαν οι μεταβολές αυτού όπου ήταν απαραίτητο²⁶.

Στον Πίνακα 4.8 παρουσιάζονται οι συντελεστές συσχέτισης των εξεταζόμενων μεταβλητών σε τριμηνιαία βάση. Και σε αυτή την περίπτωση παρουσιάζεται υψηλή θετική συσχέτιση (+0,53) μεταξύ του ονομαστικού επιτοκίου και του πληθωρισμού. Για τον λόγο αυτό επαναλαμβάνουμε τη διαδικασία υπολογισμού των καταλοίπων ($\bar{IR}_{i,t}$) της παλινδρόμησης μεταξύ της μεταβλητής του ονομαστικού επιτοκίου (εξαρτημένη) και του πληθωρισμού (ανεξάρτητη) ως μία προσέγγιση της μεταβλητής του επιτοκίου, απαλλαγμένη από την επίδραση του πληθωρισμού. Όλες οι εκτιμήσεις που ακολουθούν χρησιμοποιούν τη νέα αυτή χρονοσειρά που κατασκευάσαμε.

Στη συνέχεια ελέγχουμε την πιθανή συσχέτιση της νέας μεταβλητής που κατασκευάσαμε με τις υπόλοιπες ερμηνευτικές μεταβλητές. Τα αποτελέσματα του Πίνακα 4.8.B αποτυπώνουν την υψηλή αρνητική συσχέτιση

²⁶ Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι εκτιμήσεις πραγματοποιήθηκαν και με τη χρήση απλών μεταβολών των μεταβλητών μεταξύ των τελευταίων μηνών κάθε τριμήνου, όμως τα εμπειρικά ευρήματα δεν διαφέρουν ουσιαστικά.

της νέας μεταβλητής για το πραγματικό επιτόκιο με τη μεταβολή της ανεργίας (-0,62). Ως εκ τούτου θα πρέπει να επαναλάβουμε τη διαδικασία δημιουργώντας μια νέα μεταβλητή για την ανεργία, η οποία θα είναι απαλλαγμένη από την επίδραση του πραγματικού επιτοκίου. Συνεπώς, θα παλινδρομήσουμε τη μεταβλητή της ανεργίας (εξαρτημένη μεταβλητή) με το πραγματικό επιτόκιο (ανεξάρτητη μεταβλητή) και θα χρησιμοποιήσουμε τα κατάλοιπα της παλινδρόμησης αυτής ως προσέγγιση της νέας μεταβλητής για την ανεργία, απαλλαγμένη από την επίδραση του πραγματικού επιτοκίου. Η χρονοσειρά των καταλοίπων ($\widetilde{UN}_{i,t}$) που δημιουργήσαμε δεν συσχετίζεται πλέον με τις υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές, όπως φαίνεται στον Πίνακα 4.8.Γ. Μετά από αυτό το βήμα μπορούμε να προχωρήσουμε στην οικονομετρική εκτίμηση χωρίς πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας, με προσοχή στην ταυτόχρονη χρήση μεταβλητών που εμφανίζουν συσχέτιση άνω του 0,3 (δείκτης οικονομικού συναισθήματος και πληθωρισμός, δείκτης οικονομικού συναισθήματος και ανεργία).

Στην περίπτωση των τριμηνιαίων δεδομένων ο περιορισμένος αριθμός παρατηρήσεων δεν επιτρέπει την εκτίμηση υποδείγματος με μεγάλο αριθμό ανεξάρτητων μεταβλητών και ψευδομεταβλητών. Μετά από αλληλόκληρες εκτιμήσεις για την αναζήτηση του πλέον αντιπροσωπευτικού υποδείγματος, καταλήξαμε στο υπόδειγμα που παρουσιάζεται στον Πίνακα 4.9. Από το σύνολο των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν οι μόνες που έχουν στατιστικά σημαντική επίδραση στις καταθέσεις είναι το πραγματικό επιτόκιο (θετική επίδραση), καθώς και το πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα (θετική επίδραση) και το τετράγωνο αυτού. Το εύρημα αυτό είναι συνεπές με τη διεθνή βιβλιογραφία (βλ. μεταξύ άλλων Masson κ.ά., 1998· Athukorala και Tsai, 2003). Εντοπίζεται, λοιπόν, θετική επίδραση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος με φθίνοντα ρυθμό. Εφαρμόζοντας τη συνθήκη πρώτης τάξεως στο εκτιμημένο υπόδειγμα ως προς την ποσοστιαία μεταβολή του εισοδήματος, προκύπτει ότι για μεταβολές του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, έως και 7,2% οι καταθέσεις των νοικοκυριών θα αυξάνονται και από εκείνο το σημείο και έπειτα θα φθίνουν.

Επιπλέον, αρνητικός και στατιστικά σημαντικός είναι ο συντελεστής της ψευδομεταβλητής που χρησιμοποιήσαμε για να προσεγγίσουμε δύο τρίμηνα που χαρακτηρίστηκαν από έντονη αβεβαιότητα: το τέταρτο τρίμηνο

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.8

Συντελεστές συσχέτισης των μεταβλητών (τριμηνιαίες παρατηρήσεις, Μάρτιος 2003-Δεκέμβριος 2014)

	Καταθέσεις (i)	Ανεργία (ii)	Πληθωρισμός (iii)	Επιτόκιο (iv)	Δείκτης οικονομικού συναισθήματος (v)	Δείκτης ημερομισθίων/ μισθών (vi)	Πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα (vii)
A.							
Καταθέσεις	1,00						
Ανεργία	-0,68	1,00					
Πληθωρισμός	0,12	0,17	1,00				
Επιτόκιο	0,72	-0,43	0,53	1,00			
Δείκτης οικονομικού συναισθήματος	-0,09	-0,13	-0,38	-0,38	1,00		
Δείκτης ημερομισθίων και μισθών	0,10	-0,17	-0,04	0,15	0,16	1,00	
Πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα	0,29	-0,32	0,02	0,19	0,17	0,16	1,00
B.							
Καταθέσεις	Καταθέσεις 1,00	Ανεργία	Πληθωρισμός	Πραγματικό επιτόκιο (viii)	Δείκτης οικονομικού συναισθήματος	Δείκτης ημερομισθίων και μισθών	Πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα
Ανεργία	-0,68	1,00					
Πληθωρισμός	0,12	0,17	1,00				
Πραγματικό επιτόκιο	0,77	-0,62	0,00	1,00			
Δείκτης οικονομικού συναισθήματος	-0,09	-0,13	-0,38	-0,21	1,00		
Δείκτης ημερομισθίων και μισθών	0,10	-0,17	-0,04	0,20	0,16	1,00	
Πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα	0,29	-0,32	0,02	0,21	0,17	0,16	1,00

Γ.	Καταθέσεις	Ανεργία (προσαρμοσμένη στο πραγματικό επιτόκιο) (ix)	Πληθωρισμός	Πραγματικό επιτόκιο	Δείκτης οικονομικού συναισθήματος	Δείκτης ημερομισθίων και μισθών	Πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα
	Καταθέσεις	1,00					
	Ανεργία (προσαρμοσμένη στο πραγματικό επιτόκιο)	-0,26					
	Πληθωρισμός	0,12	1,00				
	Πραγματικό επιτόκιο	0,77	0,00	1,00			
	Δείκτης οικονομικού συναισθήματος	-0,09	-0,38	-0,21	1,00		
	Δείκτης ημερομισθίων και μισθών	0,10	-0,04	0,20	0,16	1,00	
	Πραγματικό διαθέσιμο εισόδημα	0,29	0,02	0,21	0,17	0,16	1,00

Σημείωση: Οι μεταβλητές αφορούν: (i) στην ποσοστιαία μεταβολή των καταθέσεων των νοικοκυριών, (ii) στη μεταβολή του ποσοστού ανεργίας, (iii) στο ποσοστό πληθωρισμού, (iv) στο overnight (ετησιοποιημένο) επιτόκιο καταθέσεων, (v) στην ποσοστιαία μεταβολή του δείκτη οικονομικού συναισθήματος, (vi) στην ποσοστιαία μεταβολή του δείκτη ημερομισθίων και μισθών, (vii) στην ποσοστιαία μεταβολή του πραγματικού προσαυτικού διαθέσιμου εισοδήματος, (viii) στο επιτόκιο απαλλαγμένο από την επίδραση του πληθωρισμού και (ix) στη μεταβολή του ποσοστού ανεργίας απαλλαγμένου από την επίδραση του πραγματικού επιτοκίου.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.9

Αποτελέσματα του υποδείγματος για την Ελλάδα, για το σύνολο της περιόδου 2003-2014 (τριμηνιαίες παρατηρήσεις, Μάρτιος 2003-Δεκέμβριος 2014)

	Συντελεστής	Ανθεκτικό τυπικό σφάλμα	t-statistic	P-value
α	1,041***	0,263	3,960	0,000
\bar{R}	7,812***	0,954	8,190	0,000
%ΔΠραγμ. προσ. διαθέσιμο εισόδημα	0,076**	0,037	2,030	0,048
%ΔΠραγμ. προσ. διαθέσιμο εισόδημα ²	-0,005***	0,002	-2,930	0,005
$D_{Q4\ 11 \ \& \ Q2\ 12}$	-4,304***	0,545	-7,890	0,000
F(4, 42) = 85,07		R-squared = 0,7226		
Prob > F = 0,00		Root MSE = 1,6214		
Αριθμός παρατηρήσεων: 47				

Σημείωση: Τα *** και ** αντιπροσωπεύουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1% και 5%, αντίστοιχα.

του 2011 και το δεύτερο τρίμηνο του 2012. Τον Νοέμβριο του 2011 προτάθηκε από τον Έλληνα πρωθυπουργό Γεώργιο Παπανδρέου να διεξαχθεί δημοψήφισμα, πρόταση η οποία προκάλεσε έντονες αντιδράσεις τόσο στην Ελλάδα όσο και σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες. Το δημοψήφισμα δεν πραγματοποιήθηκε και ακολούθησε η παραίτηση του πρωθυπουργού και ο σχηματισμός κυβέρνησης συνεργασίας με πρωθυπουργό τον Λουκά Παπαδήμο τον Νοέμβριο του 2011. Επιπλέον το δεύτερο τρίμηνο του 2012 υπήρξε αυξημένη αβεβαιότητα κατά την προεκλογική και εκλογική περίοδο (εκλογές Μαΐου και Ιουνίου 2012).

Το γεγονός ότι ο δείκτης οικονομικού συναισθήματος δεν δίνει στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα με τη χρήση τριμηνιαίων παρατηρήσεων δεν προκαλεί έκπληξη, δεδομένης της βραχυπρόθεσμης φύσης του συναισθήματος και του ευμετάβλητου χαρακτήρα του, χαρακτηριστικά τα οποία αποτυπώνονται καλύτερα με τη χρήση μηνιαίων δεδομένων. Θετικές ή αρνητικές μεταβολές για το σύνολο του τριμήνου δεν αποτυπώνουν το μηνιαίο ή το καθημερινό συναίσθημα, το οποίο με τη σειρά του

διαμορφώνει την πορεία των καταθέσεων. Εντοπίζονται, όμως, περίοδοι έντονης αβεβαιότητας με στατιστικά σημαντική αρνητική επίδραση στις καταθέσεις αναδεικνύοντας την επίδραση ψυχολογικών παραγόντων στην πορεία των καταθέσεων.

4.5. Εμπειρικά αποτελέσματα για τις χώρες της Νοτίου Ευρώπης και συγκριτική παρουσίαση σε σχέση με την Ελλάδα

4.5.1. Χρονική και διαστρωματική ανάλυση των δεδομένων

Στην παρούσα ενότητα επιχειρείται η ανάλυση των δεδομένων των τεσσάρων χωρών της Νοτίου Ευρώπης (Ελλάδα, Ισπανία, Ιταλία και Πορτογαλία) σε δύο διαστάσεις: τη χρονική και τη διαστρωματική διάσταση (δεδομένα πάνελ). Στον Πίνακα 4.10 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της διαχρονικής διαστρωματικής εκτίμησης του βασικού γραμμικού υποδείγματος σταθερών επιδράσεων (fixed effects model) και τυχαίων επιδράσεων (random effects model), όπως προσδιορίζεται στη σχέση (6). Θα πρέπει να σημειωθεί ότι, για λόγους συνέπειας με τα δεδομένα για τα ελληνικά νοικοκυριά, έχουμε υπολογίσει το πραγματικό επιτόκιο και τη μεταβλητή της ανεργίας απαλλαγμένη από την επίδραση του πραγματικού επιτοκίου για όλες τις εξεταζόμενες χώρες. Κατόπιν αυτών των προσαρμογών δεν παρουσιάζονται υψηλές συσχετίσεις μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών.

Από τα αποτελέσματα της εκτίμησης προκύπτει η θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση του πληθωρισμού και της προσεγγιστικής μεταβλητής του πραγματικού επιτοκίου στις καταθέσεις των νοικοκυριών. Η μεταβλητή που προσεγγίζει την ανεργία είναι αρνητική, αλλά οριακά δεν είναι στατιστικά σημαντική. Αντίστοιχα και ο δείκτης συναισθήματος δεν φαίνεται να έχει στατιστικά σημαντική επίδραση. Σύμφωνα με τον στατιστικό έλεγχο του Hausman, το υπόδειγμα τυχαίων επιδράσεων είναι το καταλληλότερο μεταξύ των δύο.

Θα πρέπει να σημειωθεί το γεγονός ότι, αν και η ανάλυση ομάδων χωρών παρατηρείται συχνά στη διεθνή αρθρογραφία (βλ. για παράδειγμα μεταξύ άλλων τους Callen και Thimann, 1997· Tanzi και Zee, 2000), τα ευρήματα ενδέχεται να διαφοροποιούνται αισθητά ανά χώρα, όπως διαπιστώθηκε

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.10
 Διαχρονικές διαστρωματικές εκτιμήσεις (μηνιαίες παρατηρήσεις
 για Ελλάδα, Ισπανία, Ιταλία και Πορτογαλία,
 Φεβρουάριος 2003-Δεκέμβριος 2014)

Μεταβλητές	Fixed effects	Random effects
α	0,147 (0,185)	0,152 (0,167)
\bar{UN}	-0,441 (0,106)	-0,440 (0,107)
$INFL$	0,103** (0,014)	0,101** (0,015)
\bar{IR}	1,887*** (0,000)	1,887*** (0,000)
$\% \Delta ESI$	0,016 (0,549)	0,016 (0,562)
Αριθμός παρατηρήσεων	572	572
	F(4, 564) = 13,70 Prob > F = 0,00	Wald chi2(4) = 54,49 Prob > chi2 = 0,00

Σημείωση: Εντός των παρενθέσεων δίνονται οι τιμές του p-value. Τα *** και ** αντιπροσωπεύουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1% και 5%, αντίστοιχα.

και στην περίπτωση της Ελλάδας. Συνεπώς, τέτοιου είδους αναλύσεις, αν και είναι σκόπιμο να διενεργούνται για λόγους πληρότητας, δεν μπορούν να καταλήξουν σε στοχευμένες προτάσεις πολιτικής ανά χώρα, παρά μόνο να οδηγήσουν σε γενικά συμπεράσματα. Γι' αυτό τον λόγο στην επόμενη υποενότητα επιχειρείται εξειδικευμένη ανάλυση των τριών επιμέρους χωρών της Νοτίου Ευρώπης και η συγκριτική παρουσίαση των ευρημάτων σε σχέση και με την Ελλάδα.

4.5.2. Εκτίμηση του βασικού υποδείγματος για τις επιμέρους χώρες της Νοτίου Ευρώπης

Στη συνέχεια εξετάζουμε την πιθανότητα τα ευρήματα της διαχρονικής διαστρωματικής ανάλυσης να διαφοροποιούνται κατά χώρα. Για τον σκοπό αυτό εκτιμούμε το βασικό υπόδειγμα της σχέσης (6) με τη χρήση ανθεκτικών εκτιμητών και ψευδομεταβλητών, για να προσεγγίσουμε

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.11

Αποτελέσματα του βασικού υποδείγματος για την Ισπανία, για το σύνολο της περιόδου 2003-2014 (μηνιαίες παρατηρήσεις, Φεβρουάριος 2003-Δεκέμβριος 2014)

	Συντελεστής	Ανθεκτικό τυπικό σφάλμα	t-statistic	P-value
α	-0,182**	0,081	-2,240	0,027
\bar{UN}	-0,428*	0,246	-1,740	0,084
$INFL$	0,195***	0,027	7,100	0,000
\tilde{IR}	0,810***	0,290	2,790	0,006
% ΔESI	0,031	0,024	1,260	0,211
$D_{Dec.}$	1,197***	0,237	5,040	0,000
$D_{Jun.}$	1,709***	0,164	10,400	0,000
$D_{Aug, 03-07}$	-1,120***	0,142	-7,910	0,000
$D_{Sep. - Nov.11}$	-0,700***	0,186	-3,770	0,000

F(8, 134) = 33,24	R-squared = 0,5945
Prob > F = 0,00	Root MSE = 0,5747
Αριθμός παρατηρήσεων: 143	

Σημείωση: Τα ***, ** και * αντιπροσωπεύουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%, 5% και 10%, αντίστοιχα.

συγκεκριμένες περιόδους ή γεγονότα με σημαντική επίδραση στην πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών σε κάθε εξεταζόμενη χώρα.

Τα αποτελέσματα της εκτίμησης για την Ισπανία για την περίοδο 2003-2014 δίνονται στον Πίνακα 4.11. Σύμφωνα με τα εμπειρικά ευρήματα, το πραγματικό επιτόκιο και ο πληθωρισμός παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη θετική επίδραση στις καταθέσεις, ενώ η ανεργία παρουσιάζει αρνητική επίδραση σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%. Η μεταβλητή του οικονομικού συναισθήματος δεν σημειώνει στατιστικά σημαντική επίδραση για την εξεταζόμενη περίοδο. Επιπλέον, εντοπίζεται στατιστικά σημαντική επίδραση τεσσάρων ψευδομεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν και αφορούν στον μήνα Δεκέμβριο (θετική επίδραση), στον μήνα Ιούνιο (θετική επίδραση), στον μήνα Αύγουστο για τα έτη 2003-2007 (αρ-

νητική επίδραση) και στους μήνες Αύγουστο-Νοέμβριο 2011 (αρνητική επίδραση). Στις πρώτες δύο περιπτώσεις η θετική επίδραση θα μπορούσε να αποδοθεί στο υψηλότερο εισόδημα των νοικοκυριών κατά τους συγκεκριμένους μήνες λόγω του 13ου και 14ου μισθού που χορηγείται και στην Ισπανία. Ο 13ος μισθός χορηγείται τον μήνα Ιούνιο ή Ιούλιο (εξαρτάται από την επιχείρηση) και στον δημόσιο τομέα τον Ιούνιο, ενώ ο 14ος μισθός χορηγείται τον μήνα Δεκέμβριο. Μόνο ο 14ος μισθός του Δεκεμβρίου 2012 δεν δόθηκε σε όλους τους δημοσίους υπαλλήλους λόγω κρίσης, αλλά δεν υπήρξε κάποια μόνιμη αλλαγή. Υπήρξαν δε δικαστικές αποφάσεις ενάντια στην κατάργησή του και μέρος του χαμένου μισθού έχει ήδη πληρωθεί (σε διαφορετική χρονική στιγμή κατά οργανισμό). Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι στην Ισπανία αρκετές εταιρείες πληρώνουν τους πρόσθετους αυτούς μισθούς αναλογικά σε μηνιαία βάση, για να κάνουν τους μισθούς να φαίνονται υψηλότεροι απ' ό,τι είναι στην πραγματικότητα. Επιπλέον, η αρνητική επίδραση του μήνα Αυγούστου θα μπορούσε να αποδοθεί στις δαπάνες διακοπών (έως και το 2007, καθώς από το 2008 ξεκινά η ύφεση στην Ισπανία). Τέλος, η τέταρτη ψευδομεταβλητή αφορά σε μια εκλογική περίοδο που χαρακτηρίστηκε από έντονη αβεβαιότητα. Το εύρημα αυτό είναι σε συμφωνία με αντίστοιχο εύρημα αρνητικής επίδρασης προεκλογικής περιόδου στην Ελλάδα και αναδεικνύει την επίδραση της αβεβαιότητας στην πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών.

Τα αποτελέσματα της εκτίμησης για την Ιταλία δίνονται στον Πίνακα 4.12. Σύμφωνα με τα εμπειρικά ευρήματα, το πραγματικό επιτόκιο, ο πληθωρισμός και ο δείκτης οικονομικού συναισθήματος παρουσιάζουν θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση στις καταθέσεις. Επιπλέον, εντοπίζεται στατιστικά σημαντική επίδραση δύο ψευδομεταβλητών που αφορούν στον μήνα Δεκέμβριο (θετική επίδραση) και στον μήνα Αύγουστο για τα έτη 2003-2008 (αρνητική επίδραση). Στην πρώτη περίπτωση η θετική επίδραση θα μπορούσε να αποδοθεί στο υψηλότερο εισόδημα του Δεκεμβρίου λόγω του δώρου Χριστουγέννων, ενώ η αρνητική επίδραση του μήνα Αυγούστου θα μπορούσε να αποδοθεί στις δαπάνες διακοπών (από το 2003 έως και το 2008). Τέλος, εξετάζεται και μια πρόσθετη ψευδομεταβλητή που αφορά στην έντονη θετική μεταβολή των καταθέσεων την περίοδο Σεπτεμβρίου-Οκτωβρίου 2007. Η επίδραση αυτή πρέπει να απομονωθεί καθώς αφορά στο αποτέλεσμα ειδοποίησης

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.12

Αποτελέσματα του βασικού υποδείγματος για την Ιταλία, για το σύνολο της περιόδου 2003-2014 (μηνιαίες παρατηρήσεις, Φεβρουάριος 2003-Δεκέμβριος 2014)

	Συντελεστής	Ανθεκτικό τυπικό σφάλμα	t-statistic	P-value
α	-0,129	0,127	-1,020	0,311
\bar{UN}	0,162	0,307	0,530	0,600
$INFL$	0,143**	0,057	2,520	0,013
\bar{IR}	0,593***	0,190	3,120	0,002
% ΔESI	0,045*	0,025	1,820	0,070
$D_{Oct.07}$	25,445***	0,137	186,290	0,000
$D_{Dec.}$	2,956***	0,282	10,500	0,000
$D_{Aug.03-08}$	-1,770***	0,169	-10,470	0,000

F(7, 135) = 272,27	R-squared = 0,9339
Prob > F = 0,00	Root MSE = 0,6364
Αριθμός παρατηρήσεων: 143	

Σημείωση: Τα ***, ** και * αντιπροσωπεύουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%, 5% και 10%, αντίστοιχα.

που έλαβαν οι κάτοχοι αδρανών λογαριασμών για πάνω από 10 έτη (όπως ορίζονται από σχετικό ιταλικό προεδρικό Διάταγμα αρ. 116 της 22/6/2007) σύμφωνα με την οποία θα έπρεπε, εντός 180 ημερών, να μεταβούν στην τράπεζα για να προβούν στις απαραίτητες ενέργειες ώστε να επανενεργοποιήσουν τους λογαριασμούς τους. Σε διαφορετική περίπτωση, οι λογαριασμοί θα έκλειναν και τα χρήματα θα δίνονταν σε ταμείο για την αποζημίωση θυμάτων οικονομικής απάτης, το οποίο ιδρύθηκε βάσει του ν. 266/2005. Το αποτέλεσμα ήταν η σημαντική θετική μεταβολή των καταθέσεων για την εν λόγω περίοδο. Σημειώνεται, επίσης, ότι η περίοδος αυτή συμπίπτει χρονικά με την εκλογική διαδικασία για την ανάδειξη αρχηγού του Δημοκρατικού Κόμματος στην Ιταλία. Ο σχετικός συντελεστής είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.13

Αποτελέσματα του βασικού υποδείγματος για την Πορτογαλία, για το σύνολο της περιόδου 2003-2014 (μηνιαίες παρατηρήσεις, Φεβρουάριος 2003-Δεκέμβριος 2014)

	Συντελεστής	Ανθεκτικό τυπικό σφάλμα	t-statistic	P-value
α	-0,041	0,083	-0,490	0,624
\widetilde{UN}	-0,432**	0,213	-2,030	0,044
$INFL$	0,042	0,035	1,190	0,235
\widetilde{IR}	0,616	0,951	0,650	0,518
$\% \Delta ESI$	-0,040**	0,020	-1,990	0,049
$D_{Nov. 03-11}$	1,600***	0,164	9,770	0,000
$D_{Dec. 03-11}$	0,529***	0,146	3,620	0,000
$D_{Jun. - July 03-11}$	1,332***	0,153	8,720	0,000
$D_{Aug.}$	-0,440**	0,174	-2,530	0,013

F(8, 134) = 25,34	R-squared = 0,5244
Prob > F = 0,00	Root MSE = 0,6061
Αριθμός παρατηρήσεων: 143	

Σημείωση: Τα *** και ** αντιπροσωπεύουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1% και 5%, αντίστοιχα.

Τα αποτελέσματα της εκτίμησης για την Πορτογαλία δίνονται στον Πίνακα 4.13. Σύμφωνα με τα εμπειρικά ευρήματα, η ανεργία και το οικονομικό συναίσθημα παρουσιάζουν αρνητική επίδραση στις καταθέσεις των νοικοκυριών, ενώ δεν φαίνεται να επιδρούν το πραγματικό επιτόκιο και ο πληθωρισμός. Ενδιαφέρον παρουσιάζει το οικονομικό συναίσθημα, καθώς η αρνητική επίδραση πρακτικά σημαίνει ότι τα νοικοκυριά μειώνουν τις καταθέσεις τους σε θετικές οικονομικές περιόδους, ή αντίστροφα αυξάνουν τις καταθέσεις τους όταν επιδεινώνεται το οικονομικό συναίσθημα, πιθανότατα για προληπτικούς λόγους.

Επιπλέον, εντοπίζεται στατιστικά σημαντική επίδραση τεσσάρων ψευδομεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν και αφορούν στον μήνα Νοέμβριο

και Δεκέμβριο από το 2003 έως το 2011 (θετική επίδραση), στους μήνες Ιούνιο-Ιούλιο από το 2003 έως το 2011 (θετική επίδραση) και στον μήνα Αύγουστο. Στις πρώτες τρεις περιπτώσεις η θετική επίδραση θα μπορούσε να αποδοθεί στο υψηλότερο εισόδημα των συγκεκριμένων μηνών λόγω του 13ου και 14ου μισθού που χορηγείται και στην Πορτογαλία. Πιο συγκεκριμένα, στην Πορτογαλία πληρώνονται 14 μισθοί, ο 13ος στο τέλος Ιουνίου και ο 14ος στο τέλος Νοεμβρίου. Στον δημόσιο τομέα ο 13ος και ο 14ος μισθός υπέστησαν σοβαρές περικοπές στις αρχές του 2012, οι οποίες ήταν προσωρινές και αποκαθίστανται σταδιακά από το τέλος του 2015. Επιπλέον, υπήρξε μια κρίσιμη δομική μεταβολή από το 2013 στον τρόπο καταβολής του 13ου/14ου μισθού δημοσίων και ιδιωτικών υπαλλήλων. Το 2013, οι εργαζόμενοι είχαν τη δυνατότητα να διαμοιράσουν το μισό του συνολικού ποσού του 13ου και 14ου μισθού σε 12 μήνες (σε ίση αναλογία), μια εναλλακτική που υιοθετείται από πολλούς. Τέλος, η αρνητική επίδραση του μήνα Αυγούστου θα μπορούσε να αποδοθεί στις δαπάνες διακοπών, όπως και στην περίπτωση της Ισπανίας και της Ιταλίας.

Έχοντας ολοκληρώσει την παρουσίαση των αποτελεσμάτων των επιμέρους χωρών που εξετάστηκαν, μπορούμε να συνοψίσουμε τα αποτελέσματα που επιτρέπουν συγκρίσεις μεταξύ των χωρών στον Πίνακα 4.14, δηλαδή των αποτελεσμάτων που προέκυψαν με τη χρήση μηνιαίων δεδομένων από την ΕΚΤ και την Eurostat για την περίοδο 2003-2014.

Η ανεργία, λοιπόν, φαίνεται ότι επηρεάζει αρνητικά τις καταθέσεις των νοικοκυριών στην Ελλάδα, την Ισπανία και την Πορτογαλία, οι οποίες είναι και οι οικονομίες με τα σημαντικότερα (σε σχέση με την Ιταλία) προβλήματα στην αγορά εργασίας από τα μέσα της πρώτης δεκαετίας του 2000 και έπειτα, και τα οποία ενδυναμώθηκαν κατά την περίοδο της κρίσης, όπως αποτυπώνεται στα υψηλά επίπεδα ανεργίας (Διάγραμμα 4.6). Η επίδραση αυτή θα μπορούσε να αποδοθεί στην αρνητική επίδραση του χαμηλότερου εισοδήματος, η οποία στις περιπτώσεις αυτές υπερκαλύπτει τη θετική επίδραση της ανάγκης αποταμίευσης για προληπτικούς λόγους λόγω εργασιακής αβεβαιότητας (σε συνθήκες αυξημένης ανεργίας) (Callen και Thimann, 1997).

Ο πληθωρισμός έχει θετική στατιστικά σημαντική επίδραση μόνο στην Ισπανία και την Ιταλία. Η θετική αυτή επίδραση θα μπορούσε να αποδοθεί στο γεγονός ότι υψηλότερος πληθωρισμός τείνει να οδηγεί σε

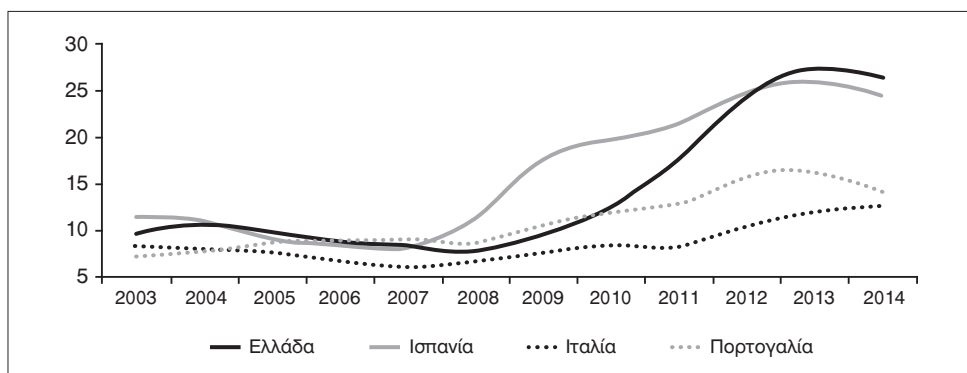
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.14

Συνοπτικός πίνακας αποτελεσμάτων για τις τέσσερις χώρες της Ν. Ευρώπης (βάσει μηνιαίων παρατηρήσεων για τα έτη 2003-2014)

	Ελλάδα	Ισπανία	Ιταλία	Πορτογαλία
Ανεργία (ορθογώνια ως προς το πραγματικό επιτόκιο)	-	-		-
Πληθωρισμός		+	+	
Πραγματικό επιτόκιο (ονομαστικό επιτόκιο ορθογώνιο ως προς τον πληθωρισμό)	+	+	+	
Οικονομικό συναίσθημα	+		+	-
Προεκλογικές και εκλογικές περιόδους	-	-		
Δώρο Χριστουγέννων	+ (2003-2011)	+	+	+ (2003-2011)
Επίδομα αδείας	+ (2003-2009)	+		+ (2003-2011)
Δαπάνες διακοπών		- (2003-2007)	- (2003-2008)	-

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.6

Ποσοστό ανεργίας στις χώρες της Νοτίου Ευρώπης (2003-2014)



Πηγή: European Commission, AMECO database.

υψηλότερα ονομαστικά επιτόκια και αποταμίευση, μειώνοντας παράλληλα την πραγματική αξία των περιουσιακών στοιχείων και οδηγώντας σε αύξηση της αποταμίευσης (και των καταθέσεων) για τη διατήρηση της σχέσης πλούτου-εισοδήματος για προληπτικούς λόγους (Loayza κ.ά., 2000).

Το πραγματικό επιτόκιο επηρεάζει θετικά τις καταθέσεις στην Ελλάδα, την Ισπανία και την Ιταλία. Τα νοικοκυριά φαίνεται ότι συνυπολογίζουν την πραγματική απόδοση για να καταθέσουν τα χρήματά τους, σκεπτόμενα ορθολογικά. Συνολικά, το αρνητικό αποτέλεσμα εισοδήματος των υψηλότερων επιτοκίων αντισταθμίζεται και υπερκαλύπτεται από το θετικό αποτέλεσμα υποκατάστασης και πλούτου (Elmendorf, 1996).

Πέρα από την επίδραση ορθολογικών/αντικειμενικών παραγόντων, το οικονομικό συναίσθημα επηρεάζει θετικά τις καταθέσεις σε Ελλάδα και Ιταλία και αρνητικά στην Πορτογαλία. Συνεπώς, στην πρώτη περίπτωση η επιδείνωση του οικονομικού συναισθήματος δημιουργεί ανασφάλεια και αβεβαιότητα που μεταφράζονται σε μειωμένες καταθέσεις, ενώ στη δεύτερη περίπτωση η επιδείνωση του οικονομικού συναισθήματος αναμένεται να αυξήσει τις καταθέσεις, πιθανότατα για προληπτικούς λόγους.

Εκλογικές και προεκλογικές περίοδοι με έντονη αβεβαιότητα φαίνεται ότι επίσης επηρεάζουν τις καταθέσεις σε Ελλάδα και Ισπανία. Παράλληλα, το δώρο Χριστουγέννων επηρεάζει θετικά τις καταθέσεις σε όλες τις εξεταζόμενες χώρες. Στις χώρες που αυτό υπέστη μείωση ή κατάργηση, η θετική επίδραση περιορίζεται χρονολογικά μέχρι την πραγματοποίηση των σχετικών περικοπών. Αντίστοιχη είναι η εικόνα και για το επίδομα αδείας, με μοναδική εξαίρεση την Ιταλία στην οποία δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική επίδραση. Τέλος, οι δαπάνες των διακοπών του Αυγούστου φαίνεται ότι επηρεάζουν τις καταθέσεις σε Ισπανία και Ιταλία για αρκετά έτη, μέχρι το ξέσπασμα της κρίσης.

Η ανωτέρω ανάλυση παρέχει στοιχεία τόσο διαφοροποίησης μεταξύ των χωρών της Νοτίου Ευρώπης αναφορικά με τους παράγοντες που επηρεάζουν τις καταθέσεις των νοικοκυριών, όσο και σύγκλισης σε κοινούς προσδιοριστικούς παράγοντες που επηρεάζουν την πλειονότητα αυτών, σε μία περίοδο, βέβαια, έντονων οικονομικών διαταραχών, αλλά και πολιτικών εξελίξεων που επηρέασαν σε διαφορετικούς χρόνους και με διαφορετικό τρόπο την κάθε χώρα. Υπό αυτές τις συνθήκες η χρησι-

μποίηση αναλύσεων πάνελ (διαχρονικών διαστρωματικών δεδομένων) δεν παρέχει αποτελέσματα άμεσα αξιοποιήσιμα από τους διαμορφωτές πολιτικής, ακόμη και όταν μελετάμε ομάδες χωρών με πολλά κοινά χαρακτηριστικά, όπως είναι οι χώρες της Νοτίου Ευρώπης.

4.6. Σύνοψη Κεφαλαίου

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο εξετάστηκε εμπειρικά η επίδραση μιας σειράς παραγόντων στις καταθέσεις των ελληνικών νοικοκυριών με τη χρήση μηνιαίων παρατηρήσεων για την περίοδο 2003-2014. Σύμφωνα με τα εμπειρικά αποτελέσματα για το σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου, αρνητική είναι η επίδραση των μεταβολών στην ανεργία, ενώ θετική είναι η επίδραση της μεταβλητής που προσεγγίζει το πραγματικό επιτόκιο. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η εξέταση των μεταβολών του οικονομικού συναισθήματος, οι οποίες έχουν θετική επίδραση, ενώ ο πληθωρισμός δεν παρουσιάζει στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα. Τα ευρήματα αυτά είναι σε συμφωνία με τη διεθνή βιβλιογραφία.

Επιπλέον εξετάζεται ένας αριθμός ψευδομεταβλητών για τον προσδιορισμό συγκεκριμένων κρίσιμων περιόδων και γεγονότων. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, στατιστικά σημαντική είναι η επίδραση των τριών ψευδομεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν και αφορούν στη θετική επίδραση του Δεκεμβρίου για την περίοδο 2003-2011 και του Ιουνίου για την περίοδο 2003-2009, καθώς και στην έντονη αρνητική επίδραση του Μαΐου και του Ιουνίου του έτους 2012. Στις πρώτες δύο περιπτώσεις η θετική επίδραση αποδίδεται στο υψηλότερο εισόδημα των νοικοκυριών κατά τους συγκεκριμένους μήνες λόγω του 13ου μισθού και του επιδόματος αδείας μέχρι τη δραματική μείωση και την κατάργησή τους για τους εργαζόμενους και τους συνταξιούχους του δημοσίου τομέα, ενώ η τρίτη ψευδομεταβλητή αφορά σε μια εκλογική περίοδο έντονης αβεβαιότητας.

Εξετάζοντας δύο ενδογενώς προσδιορισμένες υποπεριόδους που αφορούν στην προ και την μετά την ελληνική κρίση χρέους περίοδο, τα εμπειρικά αποτελέσματα διαφοροποιούνται αισθητά. Κατά την υποπερίοδο Φεβρουαρίου 2003-Μαρτίου 2011, φαίνεται ότι τα νοικοκυριά βασίζονταν σε ορθολογικούς οικονομικούς παράγοντες, όπως είναι η

ανεργία, ο πληθωρισμός και η πραγματική απόδοση των καταθέσεων για να διαμορφώσουν την καταθετική τους συμπεριφορά. Κατά την υποπερίοδο Απριλίου 2011-Δεκεμβρίου 2014, η μόνη ερμηνευτική μεταβλητή που παρουσιάζει θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση είναι το οικονομικό συναίσθημα. Αναδεικνύεται, λοιπόν, η επίδραση του οικονομικού συναισθήματος, ιδιαίτερα σε περιόδους κρίσης. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι ψευδομεταβλητές του Δεκεμβρίου, του Ιουνίου και των εκλογικών αναμετρήσεων του 2012, όπως αυτές ορίστηκαν ανωτέρω, εξακολουθούν να παρέχουν στατιστικά σημαντικά ευρήματα στις αντίστοιχες υποπεριόδους.

Εξετάζοντας πρόσθετες ερμηνευτικές μεταβλητές, εντοπίζεται αρνητικός και στατιστικά σημαντικός συντελεστής του ελληνικού δείκτη συναισθήματος ΚΕΡΕ GRIV ή δείκτη «φόβου», όπως καλείται, και μάλιστα με υψηλότερη ερμηνευτική ικανότητα στο εκτιμημένο υπόδειγμα. Επιπλέον, διερευνώντας την πιθανή επίδραση της πληρωμής άμεσων φόρων εισοδήματος των φυσικών προσώπων και φόρων στην περιουσία στις καταθέσεις των νοικοκυριών για την περίοδο 2003-2014, εντοπίζεται αρνητική επίδραση του συντελεστή των πληρωμών φόρων στην περιουσία μετά τον Σεπτέμβριο του 2011, όπως αναμενόταν, δεδομένων των αυξημένων φορολογικών βαρών σε συνδυασμό με τις αρνητικές οικονομικές συνθήκες. Αντιθέτως, ο σχετικός συντελεστής για την προηγούμενη περίοδο δεν είναι στατιστικά σημαντικός. Επαναλαμβάνοντας τις εκτιμήσεις με τη χρήση τριμηνιαίων δεδομένων, εντοπίζεται και η θετική επίδραση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος, με φθίνοντα όμως ρυθμό.

Τέλος, τα εμπειρικά αποτελέσματα για την Ελλάδα συγκρίνονται και σχολιάζονται παράλληλα με τα ευρήματα για άλλα κράτη-μέλη της Νοτίου Ευρώπης που αντιμετώπισαν δημοσιονομικές ανισορροπίες και συναφή προβλήματα. Η ανεργία φαίνεται ότι επηρεάζει αρνητικά τις καταθέσεις των νοικοκυριών στην Ελλάδα, την Ισπανία και την Πορτογαλία, ο πληθωρισμός έχει θετική στατιστικά σημαντική επίδραση μόνο στην Ισπανία και την Ιταλία και το πραγματικό επιτόκιο επηρεάζει θετικά τις καταθέσεις στην Ελλάδα, την Ισπανία και την Ιταλία. Πέρα από την επίδραση ορθολογικών/αντικειμενικών παραγόντων, το οικονομικό συναίσθημα επηρεάζει θετικά τις καταθέσεις σε Ελλάδα και Ιταλία και αρνητικά στην Πορτογαλία, ενώ οι εκλογικές και προεκλογικές περίοδοι με

έντονη αβεβαιότητα φαίνεται ότι επίσης επηρεάζουν τις καταθέσεις σε Ελλάδα και Ισπανία. Αναφορικά με το δώρο Χριστουγέννων, επηρεάζει θετικά τις καταθέσεις σε όλες τις εξεταζόμενες χώρες, με αντίστοιχη εικόνα και για το επίδομα αδείας, με μοναδική εξαίρεση την Ιταλία στην οποία δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική επίδραση. Τέλος, οι δαπάνες των διακοπών του Αυγούστου επηρεάζουν τις καταθέσεις στην Πορτογαλία, καθώς και στην Ισπανία και την Ιταλία για αρκετά έτη, μέχρι το ξέσπασμα της κρίσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007/2008 αποτέλεσε έναν επώδυνο «τοίχο» πάνω στον οποίο σταμάτησε μία φάση έντονης χρηματοπιστωτικής άνθησης και ανάπτυξης, η οποία, όμως, δεν συμβάδιζε με αντίστοιχους ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης, παρουσιάζοντας ένα διευρυνόμενο «χάσμα» μεταξύ πραγματικής και χρηματοπιστωτικής οικονομίας. Επρόκειτο, επί της ουσίας, για μία διευρυνόμενη απόκλιση της χρηματοπιστωτικής δραστηριότητας έναντι της πραγματικής οικονομίας, που αποτελούσε ένδειξη πως η καπιταλιστική οικονομία είχε εισέλθει σε μία φάση χρηματοπιστωτικής υπερβολής. Σε αυτή τη φάση, φυσικά, εντοπίζονται και οι ευρωπαϊκές οικονομίες, των οποίων, ωστόσο, η οργάνωση των χρηματοπιστωτικών τους συστημάτων παρουσίαζε ενδιαφέρουσα διαρθρωτική διαφοροποίηση. Συγκεκριμένα, οι τρεις βασικές εκδοχές χρηματοπιστωτικής οργάνωσης είναι το αγορακεντρικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, το τραπεζοκεντρικό χρηματοπιστωτικό σύστημα και το κρατικοκεντρικό χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Όσον αφορά ειδικότερα στο τελευταίο, πρόκειται για μία εκδοχή που εντοπίζεται στις οικονομίες της Νοτίου Ευρώπης –Ελλάδα, Ιταλία, Ισπανία και Πορτογαλία– και χαρακτηρίζεται (σε σχέση με τα άλλα ευρωπαϊκά συστήματα), μεταξύ άλλων, από την κυριαρχία της τραπεζικής αγοράς στη χρηματοδότηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας, τα σχετικά χαμηλά επίπεδα χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης, την άμεση ή έμμεση εμπλοκή του κράτους σε μέρος της τραπεζικής αγοράς, τα δημόσια συνταξιοδοτικά καθεστώτα, τα χαμηλά επίπεδα εξάρτησης της τραπεζικής διαμεσολάβησης από την αγορά και την υψηλή σημασία των καταθέσεων ως επενδυτικού προσανατολισμού των νοικοκυριών. Παράλληλα με το σκέλος του ενεργητικού, και η πλευρά του παθητικού των εν λόγω χρηματοπιστωτικών συστημάτων, ο αποταμιευτικός προσανατολισμός των νοικοκυριών συνέβαλλε κα-

θοριστικά στη διατήρηση του κυριάρχου ρόλου των τραπεζικών ιδρυμάτων στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Ειδικότερα, μακροπρόθεσμα, ο αποταμιευτικός προσανατολισμός των νοικοκυριών επηρεάστηκε, μεταξύ άλλων, τόσο από τα χαρακτηριστικά των δημόσιων και γενναιόδωρων συνταξιοδοτικών καθεστώτων, όσο και από σχετικά χαμηλά επίπεδα χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης μιας κρατικοκεντρικής τραπεζικής αγοράς.

Η χαρακτηριστικότερη περίπτωση κρατικοκεντρικού χρηματοπιστωτικού συστήματος της Νοτίου Ευρώπης, όπου ο επενδυτικός προσανατολισμός των νοικοκυριών προς τις καταθέσεις είναι κυριάρχος, είναι η Ελλάδα, η οποία μετά το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007/2008 έχει εισέλθει σε μία περίοδο έντονων διαταραχών που κλόνισε το οικονομικό υπόδειγμα της χώρας. Πρόκειται για ένα – επί της ουσίας– «παρωχημένο» αναπτυξιακό υπόδειγμα, στον πυρήνα του οποίου εντοπίζεται η έντονη κρατική παρέμβαση, η οποία αναπτύχθηκε –στην ευρύτερη λογική του «αναπτυξιακού κράτους»– κατά τις μεταπολεμικές περιόδους και εδραιώθηκε κατά τη δεκαετία του 1980, αν και σταδιακά «υποχώρησε» κατά την πορεία της χώρας εντός της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης. Ειδικότερα, η εναρμόνιση με τους σχεδιασμούς της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης, από τα τέλη της δεκαετίας του 1980 και έπειτα, χαρακτηρίστηκε από αλλαγές στην οικονομία, όπως η δημοσιονομική και νομισματική σταθεροποίηση, η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση, το σταδιακό «άνοιγμα» προς τις διεθνείς αγορές κεφαλαίου τόσο για το κράτος, όσο και για τον ιδιωτικό τομέα, και η ευρύτερη μείωση του κόστους χρηματοδότησης. Από τη στιγμή, συνεπώς, που η χρηματοδότηση της ελλειμματικής δραστηριότητας τους κράτους –που περιορίστηκε κατά τη φάση της σύγκλισης– δεν αντλούνταν από τις εγχώριες αποταμιεύσεις (όπως έγινε κατά τη δεκαετία του 1980 μέσω της έντονης χρηματοπιστωτικής παρεμβατικότητας), οι πόροι του ιδιωτικού τομέα, αλλά και η πιστωτική επέκτασή του, τροφοδότησαν περαιτέρω την καταναλωτική ζήτηση, με αποτέλεσμα, λόγω και του παραγωγικού προσανατολισμού σε μη εμπορεύσιμους και με χαμηλή διεθνή ανταγωνιστικότητα κλάδους, να διαμορφωθούν τάσεις διεύρυνσης του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών. Αυτή η πορεία συνέχισης και επέκτασης του προσανατολισμένου στην κατανάλωση εγχώριου παραγωγικού υποδείγματος ενισχύθηκε από τη δημοσιονομική επέκταση που ακολούθη-

σε την ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ, καθώς, πλέον, ο δημόσιος τομέας ήταν σε θέση να χρηματοδοτεί την ελλειμματική του δραστηριότητα με χαμηλότερο κόστος από τις διεθνείς αγορές κεφαλαίου. Έτσι, λοιπόν, η ελληνική οικονομία πορευόταν σε τροχιά υψηλών ρυθμών ανάπτυξης, η οποία, όμως, βασιζόταν στην (σχετικά) υψηλή χρέωση του δημοσίου και ιδιωτικού τομέα –με χρηματοδοτική βάση την εγχώρια αποταμίευση και, κυρίως τις διεθνείς αγορές– και στους υψηλούς κοινοτικούς πόρους και χαρακτηριζόταν από συνθήκες «εκτοπισμού» (crowding out effect) τόσο των ιδιωτικών επενδύσεων, όσο και της ανταγωνιστικότητας²⁷. Επρόκειτο, επί της ουσίας, για μία αναπτυξιακή πορεία που ήταν αποτέλεσμα, αλλά και εξαρτημένη από την υπερχρέωση της εγχώριας οικονομίας προς το εξωτερικό.

Συνεπώς, το χρηματοπιστωτικό σύστημα της Ελλάδας και, ειδικότερα, η τραπεζική αγορά, αποτέλεσε παράγοντα ανατροφοδότησης και διόγκωσης του εγχώριου υποδείγματος, σε ένα ευρύτερο ευνοϊκό ευρωπαϊκό και διεθνές περιβάλλον. Συγκεκριμένα, επρόκειτο για ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα, το οποίο –σε μία μακροχρόνια διαρθρωτική βάση και σε σχέση με άλλα συστήματα– χαρακτηρίστηκε, λόγω των συστατικών του εγχώριου υποδείγματος, του εκτεταμένου και γενναιόδωρου δημόσιου συστήματος κοινωνικής ασφάλισης, της κυριαρχίας της τραπεζικής αγοράς στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και των σχετικά χαμηλών επιπέδων χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης, από τον κυρίαρχο επενδυτικό προσανατολισμό των νοικοκυριών προς τις καταθέσεις. Οι έντονες διαταραχές και η ύφεση της ελληνικής οικονομίας, σε συνέχεια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007/2008, επηρέασαν, όπως ήταν εύλογο, τόσο την αποταμιευτική συμπεριφορά και τάση των νοικοκυριών, όσο και το επίπεδο της καταθετικής βάσης της εγχώριας τραπεζικής αγοράς. Το ζητούμενο, λοιπόν, που προκύπτει είναι ο εντοπισμός των προσδιοριστικών παραγόντων που συνέβαλλαν στις (βραχυπρόθεσμες) εξελίξεις στις καταθέσεις των νοικοκυριών στην Ελλάδα, εστιάζοντας, κυρίως, στο περιβάλλον και τις συνθήκες που διαμορφώθηκαν κατά την κρίση στην ελληνική οικονομία.

²⁷ Ευχαριστούμε τον ανώνυμο κριτή για την παρούσα επισήμανση.

Αν και η βιβλιογραφία είναι ιδιαίτερος πλούσια αναφορικά με την αποταμίευση, παρατηρείται ένα κενό σχετικά με την ελληνική καταθετική πραγματικότητα, ιδιαίτερα σε συνθήκες κρίσης. Στην παρούσα μελέτη διερευνώνται εμπειρικά οι παράγοντες που επηρέασαν την πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών στην Ελλάδα και σε επιλεγμένες χώρες της Νοτίου Ευρώπης (Ισπανία, Ιταλία και Πορτογαλία) για λόγους σύγκρισης. Τα χρησιμοποιούμενα δεδομένα καταθέσεων προσφέρουν πλεονεκτήματα αντικειμενικότητας και συγκρισιμότητας σε σχέση με τις μεταβλητές της αποταμίευσης που συνηθίζεται να χρησιμοποιούνται σε αντίστοιχες εργασίες. Επιπλέον, επιτρέπουν τη χρήση μηνιαίων παρατηρήσεων για μια αρκετά μεγάλη χρονική περίοδο, από το 2003 έως και το 2014. Το 2015 σκόπιμα παραλείπεται από την ανάλυσή μας, καθώς θα μπορούσε να αλλοιώσει τα αποτελέσματα λόγω των επιβεβλημένων περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων.

Η παρούσα μελέτη εστιάζει στην περίπτωση της Ελλάδας και αναδεικνύει τις συγκλίσεις, αλλά και αποκλίσεις σε σχέση με τους προσδιοριστικούς παράγοντες στις άλλες οικονομίες της Νοτίου Ευρώπης. Πιο συγκεκριμένα, φαίνεται ότι στην Ελλάδα η ανεργία επηρεάζει αρνητικά και το πραγματικό επιτόκιο θετικά τις καταθέσεις των νοικοκυριών. Τα ευρήματα αυτά είναι σε συμφωνία με τη διεθνή βιβλιογραφία, όπως παρουσιάστηκε στο Κεφάλαιο 3. Ακόμη ένα ενδιαφέρον εύρημα αφορά στη θετική επίδραση του οικονομικού συναισθήματος (με τη χρήση του δείκτη οικονομικού συναισθήματος της ΕΕ). Τα αποτελέσματα είναι ανθεκτικά αξιοποιώντας και μια εναλλακτική προσέγγιση του επενδυτικού συναισθήματος με τη χρήση του δείκτη επενδυτικού συναισθήματος ΚΕΡΕ GRIV. Το γεγονός αυτό δεν πρέπει να προκαλεί έκπληξη, δεδομένης της αναγνώρισης που έχει λάβει η συμπεριφορική οικονομική/χρηματοοικονομική τις τελευταίες δεκαετίες και της ανάδειξης της επίδρασης του συναισθήματος στη διαδικασία λήψης οικονομικών/χρηματοοικονομικών αποφάσεων. Επιπλέον, εντοπίζεται η θετική επίδραση συγκεκριμένων μηνών που σχετίζονται με υψηλότερο εισόδημα για τα νοικοκυριά λόγω του δώρου Χριστουγέννων (Δεκέμβριος) και του εισοδήματος αδείας (Ιούνιος) μέχρι το χρονικό σημείο της δραματικής μείωσης και της επακόλουθης κατάργησής τους για τους εργαζομένους και τους συνταξιούχους του δημοσίου τομέα. Ταυτόχρονα, όμως, εντοπίζε-

ται η αρνητική επίδραση στις καταθέσεις η οποία υπάρχει σε περιόδους έντονης αβεβαιότητας, όπως εντοπίστηκε στην εκλογική περίοδο του 2012 στην Ελλάδα.

Αυτό, ωστόσο, που πρέπει να σημειωθεί είναι η παρατηρούμενη μεταστροφή των προσδιοριστικών παραγόντων πριν και μετά το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης. Συγκεκριμένα, εξετάζοντας τις ενδογενώς προσδιορισμένες υποπεριόδους του δείγματος, προκύπτει ότι μέχρι και τον Μάρτιο του 2011 η συμπεριφορά των νοικοκυριών αναφορικά με τις καταθέσεις προσδιοριζόταν από ορθολογικούς παράγοντες: ανεργία (αρνητική επίδραση), πληθωρισμό (αρνητική επίδραση) και πραγματικό επιτόκιο (ισχυρή θετική επίδραση). Αυτή η προσέγγιση είναι πράγματι απολύτως ορθολογική. Από την άλλη πλευρά, μετά τον Μάρτιο του 2011 –οπότε και, μεταξύ άλλων, διευρύνθηκε η δημόσια συζήτηση και ενδυναμώθηκε η ανησυχία για τη βιωσιμότητα του δημοσίου χρέους– ο μόνος παράγοντας που φαίνεται να επηρεάζει την πορεία των καταθέσεων, εξετάζοντας τα μηνιαία δεδομένα, είναι το οικονομικό συναίσθημα, με την επιδείνωση του οικονομικού συναισθήματος να επιδρά αρνητικά (ευθεία - θετική σχέση). Τα εμπειρικά ευρήματα για την Ελλάδα είναι σύμφωνα με αυτά των Rocher και Stierle (2015) για την ΕΕ, οι οποίοι τονίζουν ότι, αν και πριν το 2008 ο πληθωρισμός και τα επιτόκια συνδέονταν με υψηλότερη αποταμίευση, στη μετά την κρίση περίοδο δεν την επηρεάζουν, καθώς τα χαμηλά επίπεδα πληθωρισμού και επιτοκίων δεν αποτυπώνουν τις υφιστάμενες συνθήκες αβεβαιότητας στην αγορά.

Ακόμη ένα ενδιαφέρον εύρημα αφορά στην επίδραση των φόρων στα νοικοκυριά. Η διαθεσιμότητα φορολογικών δεδομένων για την Ελλάδα σε μηνιαία συχνότητα επιτρέπει την εκτίμηση της επίδρασης των άμεσων φόρων (εισοδήματος) των νοικοκυριών και των φόρων στην περιουσία. Σύμφωνα με τα εμπειρικά αποτελέσματα, οι φόροι στην περιουσία έχουν αρνητική επίδραση στις καταθέσεις, κυρίως από τον Σεπτέμβριο του 2011 και ύστερα με τη σημαντική επιβάρυνση των νοικοκυριών με τους φόρους στα ακίνητα. Η αύξηση στην πληρωμή άμεσων φόρων εισοδήματος δεν έχει στατιστικά σημαντική επίδραση στις καταθέσεις, δεδομένου ότι το μεγαλύτερο μέρος αυτών παρακρατείται από τον μισθό. Επιπλέον, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η επανεκτίμηση

των υποδειγμάτων για την Ελλάδα με τη χρήση τριμηνιαίων παρατηρήσεων αναδεικνύει τη θετική επίδραση του πραγματικού επιτοκίου και του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος στις καταθέσεις, σύμφωνα με την υφιστάμενη βιβλιογραφία.

Η συγκριτική παρουσίαση με τις υπόλοιπες χώρες της Νοτίου Ευρώπης (Ισπανία, Ιταλία και Πορτογαλία) αναδεικνύει τη διαφορετικότητα των παραγόντων που επιδρούν στις καταθέσεις εντοπίζοντας, παράλληλα, και τις ομοιότητες μεταξύ χωρών κατά τη συγκεκριμένη περίοδο έντονων, αλλά και διαφοροποιημένων, διαταραχών. Στην Ισπανία εντοπίζεται αρνητική επίδραση της ανεργίας και θετική επίδραση του πληθωρισμού και του πραγματικού επιτοκίου. Επιπλέον, εντοπίζεται η θετική επίδραση του 13ου/14ου μισθού, αλλά και η αρνητική επίδραση του μήνα Αυγούστου ως μήνα με σημαντικές δαπάνες διακοπών (για τα έτη 2003-2007). Τέλος, εντοπίζεται αρνητική επίδραση σε συγκεκριμένα εκλογική περίοδο που χαρακτηρίστηκε από έντονη αβεβαιότητα. Στην Ιταλία εντοπίζεται θετική επίδραση του πληθωρισμού, του πραγματικού επιτοκίου και του οικονομικού συναισθήματος, αλλά και του δώρου Χριστουγέννων. Και σε αυτή την περίπτωση παρατηρείται αρνητική επίδραση του μήνα Αυγούστου ως μήνα με σημαντικές δαπάνες διακοπών (για τα έτη 2003-2008). Τέλος, στην Πορτογαλία εντοπίζεται αρνητική επίδραση της ανεργίας και του οικονομικού συναισθήματος. Και σε αυτή την περίπτωση οι ψευδομεταβλητές που συνδέονται με τον 13ο/14ο μισθό (τα έτη 2003-2011) και τον Αύγουστο παρουσιάζουν στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα αντίστοιχα με αυτά των υπολοίπων χωρών της Νοτίου Ευρώπης. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι, αν και εκτιμήθηκε ένα διαχρονικό διαστρωματικό υπόδειγμα για τις εξεταζόμενες χώρες, τα ευρήματα των επιμέρους χωρών παρουσιάζουν μεγαλύτερο ενδιαφέρον για λόγους σύγκρισης και στοχευμένης χάραξης πολιτικής.

Τα ανωτέρω αποτελέσματα μπορούν να αξιοποιηθούν από τους διαμορφωτές πολιτικής τόσο για την κατανόηση της συμπεριφοράς των νοικοκυριών αναφορικά με τις καταθέσεις, όσο και για την εξασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας και της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Πιο συγκεκριμένα, αναδεικνύεται η σημαντικότητα της επίδρασης του συναισθήματος, ιδιαίτερα σε περιόδους κρίσης.

Στην περίπτωση της Ελλάδας παρατηρήθηκε μια μεταστροφή της συμπεριφοράς των νοικοκυριών αναφορικά με τις καταθέσεις από τους ορθολογικούς/αντικειμενικούς παράγοντες (πραγματικό επιτόκιο, ανεργία και πληθωρισμός), στους συμπεριφορικούς (οικονομικό/επενδυτικό συναίσθημα). Αυτό το εύρημα συνεπάγεται ότι η προσέλκυση των καταθέσεων των νοικοκυριών προϋποθέτει τη διασφάλιση της σταθερότητας, την αποκατάσταση του επενδυτικού συναισθήματος και του οικονομικού κλίματος. Το θέμα της ψυχολογίας είναι ιδιαίτερος κρίσιμος και κρίνεται σκόπιμο οι διαμορφωτές πολιτικής να λαμβάνουν σοβαρά υπ' όψιν τις επιπτώσεις που μπορεί να έχουν οι αποφάσεις και οι ενέργειές τους στην ψυχολογία των νοικοκυριών, αλλά και να καταφέρουν να αποκαταστήσουν την επενδυτική εμπιστοσύνη το συντομότερο δυνατόν για τη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Ενδεικτικά αναφέρεται ότι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει διαμορφώσει ένα ειδικό ερευνητικό τμήμα (DG Joint Research Centre, Foresight and Behavioural Insights Unit), το οποίο μελετά τη χρήση των αρχών των συμπεριφορικών επιστημών στη διαμόρφωση πολιτικών στην ΕΕ. Οι συμπεριφορικές επιστήμες συνδυάζουν γνώσεις από διαφορετικούς επιστημονικούς κλάδους, όπως η ψυχολογία, τα οικονομικά και οι νευροεπιστήμες και παρέχουν χρήσιμα εμπειρικά ευρήματα σχετικά με τη διαδικασία λήψης αποφάσεων στην καθημερινή ζωή. Μάλιστα, σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις χώρες της Ευρώπης (Lourenço κ.ά., 2016), τα ευρήματα αυτά χρησιμοποιούνται όλο και περισσότερο για τη χάραξη πολιτικής, λαμβάνοντας υπ' όψιν τον τρόπο με τον οποίο οι άνθρωποι αντιλαμβάνονται, ερμηνεύουν και αντιδρούν σε διάφορους τομείς πολιτικής, όπως είναι η φορολογία, η υγεία, το περιβάλλον, η προστασία των καταναλωτών κ.ά. Η συμπεριφορική προσέγγιση στη χάραξη πολιτικής επεκτείνεται σε όλη την Ευρώπη. Για παράδειγμα, στη Γερμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο έχουν συσταθεί κεντρικές ομάδες στις εθνικές κυβερνήσεις, ενώ σε άλλες περιπτώσεις, τα υπουργεία έχουν λάβει δράση (π.χ., στη Δανία και στη Γαλλία). Αξίζει δε να σημειωθεί ότι, σε διεθνές επίπεδο, η Παγκόσμια Τράπεζα και ο ΟΟΣΑ έχουν δημοσιεύσει πλήθος εκθέσεων, οι οποίες τονίζουν τη σημασία της

αναγνώρισης και της αντιμετώπισης της ανθρώπινης συμπεριφοράς στη χάραξη πολιτικής²⁸.

Η εμπειρική έρευνα έχει αναδείξει το γεγονός ότι τα άτομα δεν δρουν πάντα ορθολογικά. Αντιθέτως, φαίνεται ότι σε αρκετές περιπτώσεις είναι προβλέψιμα μη ορθολογικά (predictably irrational) (Ariely, 2008). Η χάραξη πολιτικής που βασίζεται σε μη ρεαλιστικές υποθέσεις για τη συμπεριφορά των ατόμων μπορεί να οδηγήσει σε αναποτελεσματικές πολιτικές, οι οποίες σε πολλές περιπτώσεις ενδέχεται να έχουν και τα αντίθετα από τα επιθυμητά αποτελέσματα. Τα ευρήματα από τη συμπεριφορική έρευνα μπορούν να βοηθήσουν στη χάραξη αποτελεσματικότερων πολιτικών. Για παράδειγμα, στο Ηνωμένο Βασίλειο εισήχθη από τον Οκτώβριο του 2012 αυτόματη συμμετοχή στα συνταξιοδοτικά προγράμματα, παρέχοντας τη δυνατότητα στους εργαζομένους να αποχωρήσουν από αυτά εφόσον το επιθυμούν (βλ. Hardcastle, 2012· UK Department for Work and Pensions, 2013, 2015). Συνεπώς, τα άτομα, αντί να λάβουν την απόφαση να αποταμιεύσουν, λαμβάνουν την απόφαση να μην αποταμιεύσουν, αν δεν το επιθυμούν. Το αυτοματοποιημένο αυτό σύστημα βοηθά να αντιμετωπιστεί η αναβλητικότητα και η αδράνεια των ατόμων σχετικά με τις αποφάσεις για την αποταμίευση. Για παράδειγμα, εάν το άτομο στο παρελθόν δεν αποφάσιζε να αποταμιεύσει λόγω αδράνειας, υποθέτουμε ότι και σε αυτή την περίπτωση δεν θα αποφασίσει να διακόψει την αποταμίευση λόγω αδράνειας.

Ακόμη ένα παράδειγμα από το Ηνωμένο Βασίλειο αποτυπώνεται σε μελέτη της ανεξάρτητης αρχής χρηματοπιστωτικής συμπεριφοράς (Financial Conduct Authority) (Adams κ.ά., 2015). Έχοντας διαπιστώσει το γεγονός ότι οι καταθέτες που είχαν λάβει αρχικά υψηλά επιτόκια δεν αλλάζουν τράπεζα ή λογαριασμό όταν αυτά στη συνέχεια μειώνονται, απέστειλαν επιστολές υπενθύμισης πριν και μετά την αλλαγή των επιτοκίων. Τα αποτελέσματα ανέδειξαν ότι όσοι καταθέτες έλαβαν την επιστολή πριν αλλάξει το επιτόκιο ήταν πιθανότερο να αλλάξουν τράπεζα ή λογαριασμό, σε σχέση με όσους δεν έλαβαν υπενθύμιση ή την έλαβαν μετά τη μείωση των επιτοκίων. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε χαμηλότερες αποδόσεις σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, ή τουλάχιστον για

²⁸ Βλ. για παράδειγμα World Bank (2015) και Lunn (2014).

κάποιο χρονικό διάστημα πριν οι καταθέτες ενεργήσουν κατάλληλα. Αν και ενδέχεται να υπάρχουν και ορθολογικά κίνητρα για την επιλογή παραμονής (π.χ. απουσία επικερδέστερων εναλλακτικών), η συμπεριφορά αυτή συχνά αποδίδεται σε συμπεριφορικούς παράγοντες, όπως στην υποτίμηση του μακροπρόθεσμου οφέλους σε σχέση με το βραχυπρόθεσμο κόστος αλλαγής (present bias), στην αδράνεια (status quo bias) ή στην ανεπαρκή προσοχή στις αποφάσεις αποταμίευσης (limited attention).

Συγκεντρωτικά, κρίνεται σκόπιμο να υπάρξει σύμπραξη και συνεργασία μεταξύ των ερευνητών στον τομέα της συμπεριφορικής έρευνας και των διαμορφωτών πολιτικής στην Ελλάδα με σκοπό τη δημιουργία προστιθέμενης αξίας τόσο για την κοινωνία, όσο και για την επιστημονική έρευνα. Σε αυτό το πλαίσιο, θα μπορούσε να συσταθεί/θεσμοθετηθεί στην Ελλάδα μια ομάδα υπεύθυνη για την αξιοποίηση των συμπεριφορικών ευρημάτων στη χάραξη πολιτικής.

Ολοκληρώνοντας την παρούσα εργασία, εντοπίζονται ζητήματα στα οποία θα μπορούσε να εστιάσει η μελλοντική έρευνα. Αρχικά, η μελλοντική έρευνα θα μπορούσε να εστιάσει στην εξέταση των προσδιοριστικών παραγόντων των καταθέσεων των επιχειρήσεων στην Ελλάδα και σε άλλες χώρες της Νοτίου Ευρώπης για να διαπιστωθούν πιθανές διαφορές, οι οποίες θα μπορούσαν να αξιοποιηθούν για τη χάραξη πολιτικής. Η εξέταση του συνόλου των ιδιωτικών καταθέσεων (επιχειρήσεων και νοικοκυριών), όπως έχει γίνει στο παρελθόν, δεν μπορεί να εντοπίσει τέτοιου είδους διαφοροποιήσεις. Επιπλέον, κρίνεται σκόπιμη η περαιτέρω διερεύνηση των επιπτώσεων του συναισθήματος για την καλύτερη κατανόηση της καταθετικής συμπεριφοράς των νοικοκυριών, καθώς αυτό συνδέεται τόσο με τις μαζικές εκροές καταθέσεων σε περιόδους αβεβαιότητας και κρίσης, όσο και με τα κίνητρα που θα πρέπει να δοθούν για την επιστροφή των καταθέσεων και την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα εν γένει. Η επιβολή των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων έχει διαμορφώσει ένα νέο ιδιαίτερο πεδίο ανάλυσης και η Ελλάδα αποτελεί μια μοναδική μελέτη περίπτωσης, καθώς θα πρέπει να μελετηθούν οι ζημιές στην οικονομία από την επιβολή τους και ο κατάλληλος χρόνος κατάργησής τους σε συνδυασμό με την παροχή κινήτρων για την επιστροφή των καταθέσεων στην

Ελλάδα. Μετά την κατάργηση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων θα πρέπει να επανεξεταστεί η καταθετική συμπεριφορά των νοικοκυριών, ώστε να εντοπιστούν πιθανές αλλαγές. Τέλος, κρίσιμη είναι η μελέτη των καταθέσεων ως μοχλού ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας δεδομένων και των δυσκολιών προσέλκυσης νέων επενδύσεων στην Ελλάδα.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

Η πορεία των καταθέσεων και repos ανά νομό

Έχοντας παρουσιάσει την πορεία των καταθέσεων σε εθνικό επίπεδο, ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει και η ανάλυση των καταθέσεων και των συμφωνιών επαναγοράς (repos) των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών ανά νομό, με σκοπό τον εντοπισμό πιθανών διαφοροποιήσεων μεταξύ των επιμέρους νομών²⁹. Τα πλήρη δεδομένα αντλήθηκαν από την Τράπεζα της Ελλάδος, καλύπτουν την περίοδο Δεκεμβρίου 2002-Δεκεμβρίου 2014 σε εξαμηνιαία συχνότητα και παρουσιάζονται αναλυτικά στον Πίνακα Π.3 του Παραρτήματος.

Η πορεία των καταθέσεων και repos ήταν σωρευτικά ανοδική για το σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου. Οι νομοί οι οποίοι σημείωσαν τη μεγαλύτερη άνοδο (άνω του 55%) ήταν οι νομοί Άρτας (+62,32%), Ηρακλείου (+58,62%), Λασιθίου (+57,22%), Καρδίτσας (+56,29%), Χίου (+55,98%) και Κορινθίας (+55,92%). Η συνολική άνοδος για το σύνολο της χώρας ήταν +29,01%. Εστιάζοντας στην υποπερίοδο Δεκεμβρίου 2009-Δεκεμβρίου 2014, παρατηρείται σημαντική πτώση της τάξης του -32,52% για το σύνολο της χώρας. Οι νομοί Αττικής, Κερκύρας και Ευβοίας σημείωσαν τις μεγαλύτερες απώλειες με ποσοστά -36,79%, -34,71% και -32,89%, αντίστοιχα. Αντιθέτως, οι νομοί που σημείωσαν τις μικρότερες απώλειες τη συγκεκριμένη υποπερίοδο ήταν οι νομοί Φλώρινας (-17,44%), Πρέβεζας (-19,04%) και Ροδόπης (-19,96%).

Στον Πίνακα Π.1 παρουσιάζονται οι νομοί που σημείωσαν κατά μέσο όρο μερίδιο τουλάχιστον 1% στο σύνολο των καταθέσεων και των repos των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών. Στην πρώτη θέση βρίσκεται ο νομός Αττικής με μέσο μερίδιο 55,29% για τα εξεταζόμενα έτη. Ακολουθεί ο νομός Θεσσαλονίκης με υψηλό ποσοστό (8,97%) και στη συνέχεια με χαμηλότερα ποσοστά οι νομοί Αχαΐας, Ηρακλείου και Λάρισας.

²⁹ Στην παρουσίαση των στοιχείων ανά νομό δεν υπάρχει η δυνατότητα διαχωρισμού των δεδομένων που παρέχει η Τράπεζα της Ελλάδος και αφορούν σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις.

ΠΙΝΑΚΑΣ Π.1
Μερίδιο καταθέσεων και ρεπο (εξαμηνιαίες παρατηρήσεις,
2003-2014)

	Νομός	Μέσο μερίδιο	Τυπική απόκλιση
1	Αττικής	55,29%	1,53%
2	Θεσσαλονίκης	8,97%	0,21%
3	Αχαΐας	1,95%	0,04%
4	Ηρακλείου	1,91%	0,10%
5	Λάρισας	1,60%	0,12%
6	Δωδεκανήσου	1,43%	0,08%
7	Ευβοίας	1,24%	0,04%
8	Ιωαννίνων	1,22%	0,08%
9	Μαγνησίας	1,14%	0,07%
10	Μεσσηνίας	1,08%	0,05%
11	Κυκλάδων	1,04%	0,08%
12	Σερρών	1,03%	0,05%
13	Χανίων	1,00%	0,05%

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, επεξεργασία δεδομένων από τους συγγραφείς.

Θα πρέπει δε να σημειωθεί ότι τα μερίδια παρουσιάζουν σχετική σταθερότητα, καθώς παρουσιάζουν μικρές τυπικές αποκλίσεις (η μεγαλύτερη τυπική απόκλιση είναι μόνο στην περίπτωση της Αττικής, η οποία όμως έχει το συντριπτικά υψηλότερο ποσοστό σε σχέση με τους υπόλοιπους νομούς).

Στη συνέχεια παρουσιάζονται στον Πίνακα Π.2 οι νομοί με τις υψηλότερες μέσες εξαμηνιαίες μεταβολές (άνω του 2%). Στην πρώτη θέση βρίσκεται ο νομός Ευρυτανίας με εντυπωσιακά υψηλή τυπική απόκλιση. Το αποτέλεσμα αυτό μπορεί να αποδοθεί στην εντυπωσιακή αύξηση των καταθέσεων το πρώτο και δεύτερο εξάμηνο του 2005 και το δεύτερο εξάμηνο του 2007, καθώς και στα έντονα πτωτικά εξάμηνα του 2008, καθώς και το δεύτερο εξάμηνο του 2010 και του 2012, τα οποία ήταν

ΠΙΝΑΚΑΣ Π.2
Μέση εξαμηνιαία μεταβολή καταθέσεων και repos (εξαμηνιαίες παρατηρήσεις, 2003-2014)

	Νομός	Μέση εξαμηνιαία μεταβολή	Τυπική απόκλιση
1	Ευρυτανίας	2,78%	22,04%
2	Άρτας	2,24%	6,56%
3	Ηρακλείου	2,14%	6,34%
4	Λασιθίου	2,07%	5,89%
5	Καρδίτσας	2,06%	6,24%
6	Κορινθίας	2,06%	6,42%
7	Χίου	2,04%	6,03%
8	Φλώρινας	2,03%	6,87%
9	Λάρισας	2,02%	6,46%
10	Ρεθύμνου	2,01%	6,80%
	Σύνολο χώρας	1,26%	6,19%

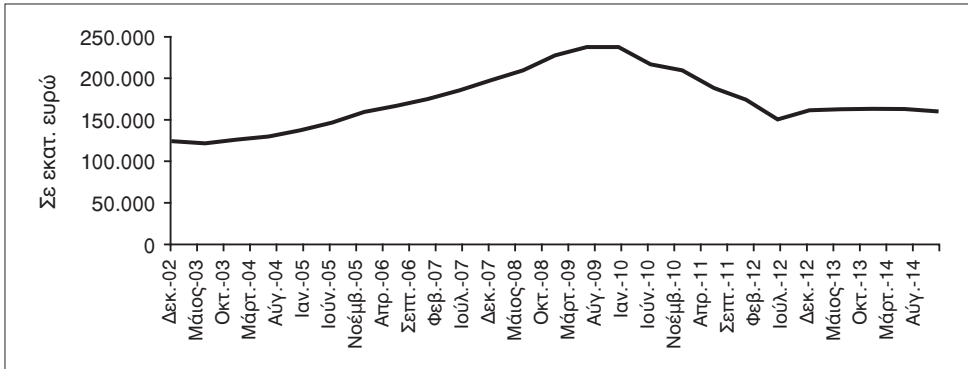
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, επεξεργασία δεδομένων από τους συγγραφείς.

έντονα πτωτικά για το σύνολο των ελληνικών νομών. Ακολουθούν οι νομοί Άρτας, Ηρακλείου και Λασιθίου με σαφώς μικρότερη τυπική απόκλιση. Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι η μέση εξαμηνιαία μεταβολή στον νομό Αττικής, ο οποίος σημειώνει το μεγαλύτερο μερίδιο, είναι 1,09% με τυπική απόκλιση 6,78% και στον νομό Θεσσαλονίκης, ο οποίος έχει το δεύτερο μεγαλύτερο μερίδιο, είναι 1,25% με τυπική απόκλιση 6,22%. Και στις δύο περιπτώσεις, η μέση μεταβολή είναι χαμηλότερη σε σχέση με το σύνολο της χώρας.

Τέλος, στο Διάγραμμα Π.1 παρουσιάζονται τα διαθέσιμα στοιχεία για το σύνολο της χώρας, ενώ στο Διάγραμμα Π.2 παρουσιάζονται τα δεδομένα για τους πέντε νομούς οι οποίοι κατά μέσο όρο παρουσίασαν υψηλότερο μερίδιο συμμετοχής στο σύνολο της χώρας. Σημαντική μείωση παρατηρήθηκε τον Ιούνιο του 2012, τόσο στο σύνολο της χώρας, όσο και στα επιμέρους στοιχεία των νομών. Πιο συγκεκριμένα, η μείωση για το σύνολο της χώρας ήταν 13,57% και οι νομοί με τις υψηλότερες

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Π.1

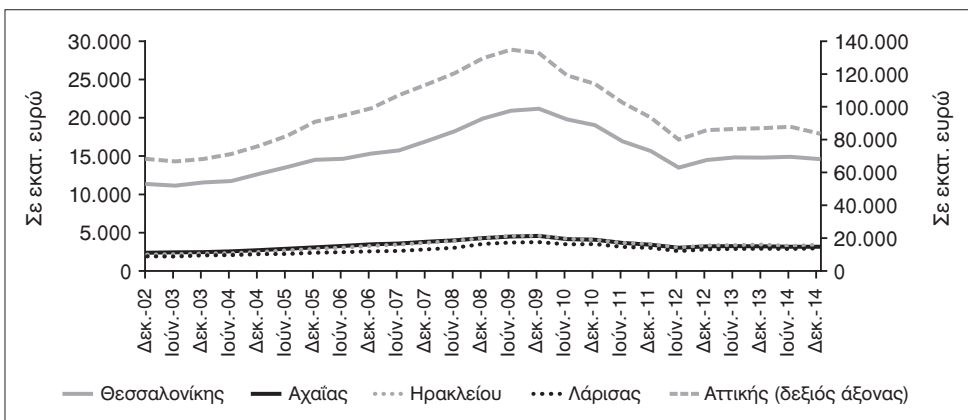
Πορεία των καταθέσεων και των συμφωνιών επαναγοράς (repos) των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών (σύνολο χώρας, εξαμηνιαία στοιχεία Δεκεμβρίου 2002-Δεκεμβρίου 2014)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Π.2

Πορεία των καταθέσεων και των συμφωνιών επαναγοράς (repos) των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών για τους πέντε νομούς με το υψηλότερο μερίδιο συμμετοχής στο σύνολο της χώρας κατά μέσο όρο (εξαμηνιαία στοιχεία Δεκεμβρίου 2002- Δεκεμβρίου 2014)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

μεταβολές ήταν οι νομοί Πέλλας (-17,25%), Χαλκιδικής (-16,70%), Δωδεκανήσου (-16,38%), Καστοριάς (-15,85%), Κερκύρας (-15,51%), Κιλκίς (-14,71%), Αττικής (-14,45%), Δράμας (-14,40%), Ζακύνθου (-14,23%), Θεσσαλονίκης (-13,90%), Λάρισας (-13,86%) και Κυκλάδων (-13,77%). Από την άλλη πλευρά, οι νομοί που σημείωσαν τη μικρότερη πτώση τον Ιούνιο του 2012 (κάτω του 10%) ήταν οι νομοί Λασιθίου (-7,96%), Πρέβεζας (-8,49%), Αρκαδίας (-8,93%), Άρτας (-9,01%), Ιωννίνων (-9,81%).

ΠΙΝΑΚΑΣ Π.3

Παρουσίαση των καταθέσεων και των συμφωνιών επαναγοράς (repos) των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών ανά νομό (υπόλοιπα τέλους περιόδου σε εκατ. ευρώ)

Νομός	Δεκ.-02	Δεκ.-03	Δεκ.-04	Δεκ.-05	Δεκ.-06	Δεκ.-07	Δεκ.-08	Δεκ.-09	Δεκ.-10	Δεκ.-11	Δεκ.-12	Δεκ.-13	Δεκ.-14
Σύνολο Χώρας	124.240	126.152	137.532	159.581	174.937	197.929	227.620	237.531	209.604	174.227	161.451	163.251	160.285
Αττικής	68.265	68.236	76.233	90.868	99.100	113.680	129.592	132.712	113.980	93.526	85.776	87.024	83.886
Θεσσαλονίκης	11.345	11.547	12.683	14.508	15.311	16.963	19.891	21.166	19.047	15.676	14.495	14.810	14.619
Ηρακλείου	2.160	2.291	2.494	2.881	3.272	3.680	4.305	4.608	4.088	3.508	3.360	3.455	3.427
Αχαΐας	2.385	2.471	2.712	3.094	3.469	3.816	4.288	4.572	4.077	3.420	3.225	3.218	3.172
Λάρισας	1.921	2.040	2.189	2.383	2.567	2.818	3.523	3.782	3.512	3.017	2.824	2.903	2.963
Δωδεκανήσου	2.006	2.035	2.050	2.241	2.512	2.646	3.117	3.271	2.907	2.496	2.277	2.289	2.347
Ιωαννίνων	1.481	1.529	1.624	1.776	2.004	2.223	2.583	2.833	2.622	2.277	2.163	2.183	2.182
Μαγνησίας	1.430	1.399	1.528	1.724	1.882	2.039	2.503	2.744	2.556	2.113	1.978	1.990	2.009
Ευβοίας	1.624	1.645	1.728	1.901	2.142	2.414	2.793	2.899	2.597	2.166	1.998	1.970	1.945
Κυκλάδων	1.281	1.310	1.307	1.476	1.720	1.921	2.357	2.580	2.388	1.987	1.846	1.865	1.933
Μεσσηνίας	1.370	1.377	1.445	1.642	1.791	1.995	2.437	2.501	2.313	1.972	1.844	1.833	1.815
Σερρών	1.387	1.407	1.479	1.614	1.749	1.882	2.175	2.344	2.123	1.808	1.709	1.723	1.748
Αιτωλοακαρνανίας	1.196	1.230	1.288	1.654	1.601	1.777	2.040	2.209	2.154	1.849	1.734	1.729	1.742
Χανίων	1.168	1.412	1.332	1.470	1.692	1.906	2.139	2.311	2.157	1.814	1.722	1.698	1.734
Κοζάνης	1.161	1.217	1.227	1.374	1.577	1.772	2.044	2.216	2.005	1.687	1.605	1.647	1.673
Κορινθίας	1.026	1.204	1.219	1.370	1.555	1.637	1.949	2.040	1.978	1.690	1.637	1.638	1.599

Έβρου	1.212	1.232	1.254	1.343	1.490	1.689	1.966	2.205	1.959	1.644	1.546	1.565	1.597
Φθιώτιδος	1.058	1.145	1.187	1.341	1.510	1.658	1.951	1.992	1.966	1.717	1.596	1.581	1.580
Καβάλας	1.205	1.194	1.312	1.423	1.586	1.788	2.105	2.228	1.966	1.641	1.529	1.523	1.559
Τρικάλων	899	949	1.000	1.106	1.239	1.395	1.659	1.801	1.689	1.428	1.348	1.371	1.377
Αρκαδίας	927	970	1.000	1.107	1.229	1.388	1.626	1.711	1.626	1.412	1.334	1.328	1.306
Λέσβου	1.040	1.071	1.087	1.237	1.369	1.491	1.597	1.759	1.616	1.347	1.315	1.311	1.296
Ηλείας	803	891	933	1.045	1.145	1.383	1.653	1.726	1.570	1.341	1.259	1.240	1.228
Ημαθίας	868	924	985	1.048	1.160	1.312	1.513	1.671	1.517	1.267	1.229	1.186	1.187
Πέλλας	870	875	916	983	1.107	1.289	1.455	1.611	1.446	1.230	1.118	1.176	1.186
Δράμας	899	913	931	1.015	1.124	1.259	1.400	1.546	1.428	1.215	1.150	1.127	1.146
Λακωνίας	918	902	946	1.044	1.169	1.311	1.505	1.511	1.399	1.243	1.157	1.137	1.126
Πιερίας	780	812	864	923	1.076	1.229	1.384	1.516	1.418	1.184	1.105	1.120	1.118
Αργολίδος	814	846	892	990	1.146	1.284	1.531	1.639	1.477	1.237	1.135	1.126	1.109
Βοιωτίας	795	853	924	1.033	1.137	1.224	1.467	1.566	1.350	1.150	1.076	1.083	1.071
Κερκύρας	995	1.011	1.054	1.181	1.307	1.390	1.543	1.628	1.451	1.172	1.094	1.056	1.063
Χίου	626	656	693	781	895	941	1.178	1.279	1.200	1.065	1.009	984	976
Καρδίτσας	622	660	705	774	864	981	1.152	1.248	1.172	1.000	961	969	972
Λασιθίου	591	645	709	751	862	1.015	1.158	1.165	1.056	924	905	905	929
Ξάνθης	598	647	677	755	841	925	1.112	1.234	1.050	885	851	884	906
Ροδόπης	552	584	636	683	762	841	939	1.058	1.025	899	828	849	847
Χαλκιδικής	623	653	640	720	822	918	1.093	1.160	1.044	845	762	783	829

ΠΙΝΑΚΑΣ Π.3 (συνέχεια)

Νομός	Δεκ.-02	Δεκ.-03	Δεκ.-04	Δεκ.-05	Δεκ.-06	Δεκ.-07	Δεκ.-08	Δεκ.-09	Δεκ.-10	Δεκ.-11	Δεκ.-12	Δεκ.-13	Δεκ.-14
Ρεθύμου	530	543	591	681	776	916	1.017	1.053	949	810	769	776	810
Άρτας	423	449	484	518	637	727	836	933	818	717	682	700	687
Πρέβεζας	432	431	451	507	572	638	802	815	804	681	658	649	660
Θεσπρωτίας	514	493	527	540	649	715	781	834	745	628	596	607	629
Καστοριάς	549	545	535	582	665	726	828	881	781	667	608	627	604
Κεφαλληνίας	507	503	514	570	628	687	725	782	738	621	562	556	582
Κιλκίς	485	501	514	562	605	665	774	814	733	612	558	559	566
Φλώρινας	322	328	339	356	419	499	550	599	581	482	494	460	495
Σάμου	404	407	399	453	508	558	622	661	593	494	457	459	453
Ζακύνθου	323	345	377	418	451	507	548	583	521	448	420	417	427
Γρεβενών	245	247	258	281	352	381	436	470	444	388	368	374	375
Λευκάδος	227	228	247	273	288	314	391	437	391	336	314	322	328
Φωκίδος	251	227	278	245	278	308	379	408	388	330	311	307	312
Ευρυτανίας	126	124	133	335	323	408	207	220	191	171	158	162	158

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ

Εξέταση της επίδρασης των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων στις καταθέσεις των νοικοκυριών

Στην παρούσα μελέτη διερευνήθηκαν οι προσδιοριστικοί παράγοντες των καταθέσεων των νοικοκυριών στην Ελλάδα την περίοδο 2003-2014. Η περίοδος ανάλυσης επιλέχθηκε σκόπιμα έως το έτος 2014, για να αποφύγουμε την πιθανή αλλοίωση των εμπειρικών αποτελεσμάτων από τις ακραίες παρατηρήσεις του 2015 και την επακόλουθη επιβολή των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων (capital controls).

Εντούτοις, για λόγους πληρότητας, προχωρήσαμε στην επανεκτίμηση του βασικού υποδείγματος για την Ελλάδα για την περίοδο Φεβρουαρίου 2003 - Ιουλίου 2016³⁰, με σκοπό να εξετάσουμε την ανθεκτικότητα των εκτιμημένων συντελεστών στη διευρυμένη περίοδο ανάλυσης, αλλά και την επίδραση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και στις τραπεζικές συναλλαγές, οι οποίοι ασφαλώς αποσκοπούσαν στον περιορισμό των εκρών καταθέσεων για να αποτραπεί η κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος.

Για τον σκοπό αυτό ακολουθήθηκε η ίδια μεθοδολογική προσέγγιση με αυτήν του Κεφαλαίου 4. Αρχικά εξετάστηκαν οι συσχετίσεις των επιμέρους μεταβλητών και προσαρμόστηκαν κατάλληλα οι ανεξάρτητες μεταβλητές που παρουσίασαν υψηλή συσχέτιση, δηλαδή η μεταβλητή του ονομαστικού επιτοκίου σε σχέση με τον πληθωρισμό και η μεταβλητή της ανεργίας σε σχέση με την προσέγγιση του πραγματικού επιτοκίου, όπως παρουσιάζονται (βλ. ενότητα 4.4.1., σελ. 114 για την παρουσίαση της οικονομετρικής προσέγγισης).

Στον Πίνακα Π.4. παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της εκτίμησης του βασικού υποδείγματος (6) για την Ελλάδα με τη χρήση ανθεκτικών εκτιμητών και ψευδομεταβλητών για να προσεγγίσουμε συγκεκριμένες

³⁰ Για την παρούσα ανάλυση επικαιροποιήθηκαν τα δεδομένα από την ΕΚΤ και την Eurostat, όπως περιγράφονται στην ενότητα 4.3 της παρούσας μελέτης.

ΠΙΝΑΚΑΣ Π.4
Αποτελέσματα του βασικού υποδείγματος για την Ελλάδα
(μηνιαίες παρατηρήσεις, Φεβρουάριος 2003-Ιούλιος 2016)

	Συντελεστής	Ανθεκτικό τυπικό σφάλμα	t-statistic	P-value
α	-0,208*	0,115	-1,80	0,073
\widetilde{UN}	-0,722**	0,327	-2,21	0,029
$INFL$	0,076**	0,037	2,06	0,041
\widetilde{IR}	2,532***	0,302	8,40	0,000
$\% \Delta ESI$	0,122***	0,035	3,47	0,001
$D_{Dec. 03-11}$	2,558***	0,252	10,13	0,000
$D_{Jun. 03-09}$	1,417***	0,401	3,54	0,001
$D_{May-Jun. 12}$	-3,711***	0,444	-8,36	0,000
$D_{Jan., Sep. 15}$	-3,695**	1,625	-2,27	0,024
$D_{Feb.-Jun. 15}$	-3,164***	0,820	-3,86	0,000
$D_{Jul. 15-Jul. 16}$	0,832***	0,315	2,64	0,009

F(10, 151) = 43,10	R-squared = 0,6834
Prob > F = 0,00	Root MSE = 0,9611
Αριθμός παρατηρήσεων: 162	

Σημείωση: Τα ***, ** και * αντιπροσωπεύουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%, 5% και 10%, αντίστοιχα.

περιόδους ή γεγονότα με σημαντική επίδραση στην πορεία των καταθέσεων των νοικοκυριών. Πιο συγκεκριμένα, εκτιμάται το ακόλουθο υπόδειγμα:

$$\% \Delta Deposits_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \widetilde{UN}_{i,t} + \gamma_i INFL_{i,t} + \delta_i \widetilde{IR}_{i,t} + \varepsilon_i \% \Delta ESI_{i,t} + \zeta \sum D_{i,t} + u_{i,t} \quad (10)$$

όπου, $\widetilde{IR}_{i,t}$ είναι τα κατάλοιπα της εκτίμησης της σχέσης

$$IR_{i,t} = \alpha_i + \beta_i INFL_{i,t} + u_{i,t}, \quad (11)$$

$\widetilde{UN}_{i,t}$ είναι τα κατάλοιπα της εκτίμησης της σχέσης

$$\Delta UN_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \widetilde{IR}_{i,t} + u_{i,t} \quad (12)$$

και $\sum D_{i,t}$ είναι ένας αριθμός ψευδομεταβλητών για τον προσδιορισμό συγκεκριμένων κρίσιμων περιόδων και γεγονότων. Όλες οι υπόλοιπες μεταβλητές έχουν ήδη οριστεί.

Από τα αποτελέσματα της εκτίμησης για τη διευρυμένη περίοδο ανάλυσης 2003- Ιούλιος 2016 φαίνεται ότι οι μεταβολές των καταθέσεων των νοικοκυριών στην Ελλάδα επηρεάζονται αρνητικά και στατιστικά από τη μεταβλητή που προσεγγίζει την ανεργία, και θετικά και στατιστικά σημαντικά από τις μεταβλητές που αφορούν στον πληθωρισμό, το πραγματικό επιτόκιο και το οικονομικό συναίσθημα. Ο υψηλότερος μεταξύ αυτών των συντελεστών σε απόλυτους όρους είναι αυτός του πραγματικού επιτοκίου. Τα ευρήματα αυτά είναι σε συμφωνία με τις εκτιμήσεις της περιόδου 2003-2014, με μοναδική εξαίρεση τη θετική επίδραση του πληθωρισμού, η οποία είχε αρχικά βρεθεί στατιστικά ασήμαντη. Επιπλέον, στατιστικά σημαντική είναι η επίδραση των τριών ψευδομεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν και στο αρχικό υπόδειγμα και αφορούν στον μήνα Δεκέμβριο για την περίοδο 2003-2011 (θετική επίδραση), στον μήνα Ιούνιο για την περίοδο 2003-2009 (θετική επίδραση), και στην εκλογική περίοδο των μηνών Μαΐου-Ιουνίου 2012 (έντονα αρνητική επίδραση). Η έντονα αρνητική επίδραση εκλογικών περιόδων επιβεβαιώνεται και για τις εκλογικές περιόδους Ιανουαρίου και Σεπτεμβρίου 2015 με τη χρήση σχετικής ψευδομεταβλητής.

Δεδομένου ότι ο σκοπός της πρόσθετης αυτής ανάλυσης είναι η διερεύνηση της επίδρασης της επιβολής περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, προστίθενται δύο ακόμη ψευδομεταβλητές στο υπόδειγμα οι οποίες αφορούν: (α) στην περίοδο Φεβρουαρίου-Ιουνίου 2015, η οποία προηγήθηκε της επιβολής περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και ολοκληρώθηκε με την προκήρυξη δημοψηφίσματος στις 28 Ιουνίου 2015 (το οποίο πραγματοποιήθηκε στις 5 Ιουλίου 2015) και (β) στην περίοδο επιβολής των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων από τον Ιούλιο του 2015 έως και τον Ιούλιο του 2016, που έχουμε διαθέσιμα δεδομένα. Στην πρώτη περίπτωση εντοπίζουμε έντονα αρνητική επίδραση στις καταθέσεις των νοικοκυριών. Πράγματι η περίοδος αυτή χαρακτηρίστη-

κε από έντονη αβεβαιότητα και αντίστοιχη εκροή καταθέσεων από το τραπεζικό σύστημα, στο πλαίσιο των διαπραγματεύσεων της χώρας με τους εταίρους του Μηχανισμού Στήριξης ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ επί του δεύτερου προγράμματος οικονομικής πολιτικής, το οποίο και ολοκληρώθηκε χωρίς συμφωνία τον Ιούνιο του 2015. Στη δεύτερη περίπτωση εντοπίσαμε θετική στατιστικά σημαντική επίδραση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, όπως αναμενόταν, καθώς τα νοικοκυριά δεν μπορούσαν πλέον να προβούν σε αναλήψεις σύμφωνα με την επιθυμία ή τις ανάγκες τους, ενώ από τον Αύγουστο του 2015 και έπειτα η χώρα συμφώνησε με τον ΕΣΜ και τους λοιπούς εταίρους του Μηχανισμού Στήριξης επί του τρίτου προγράμματος χρηματοδοτικής αρωγής και οικονομικής προσαρμογής. Συγκεντρωτικά, και αυτή η ανάλυση ανέδειξε τη σημαντική αρνητική επίδραση της αβεβαιότητας στην καταθετική συμπεριφορά των νοικοκυριών.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξενόγλωσση:

- Adams, P., Smart, L., Hunt, S. and Zaliauskas, R., 2015. Stimulating interest: Reminding savers to act when rates decrease. Financial Conduct Authority (FCA), *FCA Occasional Paper*, No. 7.
- Aizenman, J. and Noy, I., 2015. Saving and the long shadow of macroeconomic shocks. *Journal of Macroeconomics*, 46, pp. 147-159.
- Allen, F. and Gale, D., 2000. *Comparing Financial Systems*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Alogoskoufis, G., 1995. The Two Faces of Janus: Institutions, Policy Regimes and Macroeconomic Performance in Greece. *Economic Policy*, 10(20), pp. 147-192.
- Ando, A. and Modigliani, F., 1963. The Life-Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests. *American Economic Review*, 53(1), pp. 55-84.
- Ariely, D., 2008. *Predictably irrational*. New York: HarperCollins.
- Arnold, I.J. and van Ewijk, S.E., 2014α. Sovereign risk and the relationship between deposit rates and deposit holdings in the euro area. *Applied Financial Economics*, 24(15), pp. 1043-1049.
- Arnold, I.J. and van Ewijk, S.E., 2014β. A state space approach to measuring the impact of sovereign and credit risk on interest rate convergence in the euro area. *Journal of International Money and Finance*, 49, pp. 340-357.
- Athanasoglou, P., Delis, M. and Staikouras, C., 2006. Determinants of bank profitability in the South Eastern European region, *Working Paper*, No. 47, Bank of Greece, September 2006.
- Athukorala, P.C. and Tsai, P.L., 2003. Determinants of household saving in Taiwan: growth, demography and public policy. *The Journal of Development Studies*, 39(5), pp. 65-88.
- Balassa, B., 1992. The Effects of Interest Rates on Saving in Developing Countries. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, No. 172.
- Bandiera, O., Caprio, G., Honohan P. and Schiantarelli, F., 2000. Does financial reform raise or reduce saving? *Review of Economics and Statistics*, 82(2), pp. 239-263.

- Bank of Italy, 2003. The Italian Financial System: Trends and Perspectives, A G20 Case Study on Globalization: The Role of Institution Building in the Financial Sector. Διαθέσιμο στο: <<http://www.g20.utoronto.ca/docs>>.
- Beckmann, E., 2013. Financial Literacy and Household Savings in Romania. *Numeracy*, 6(2), Article 9.
- Beckmann, E., Hake, M. and Urvova, J., 2013. Determinants of Households' Savings in Central, Eastern and Southeastern Europe. Στο: *Focus on European Economic Integration*, Q3, pp. 8-26.
- Bertero, E., 1997. Restructuring Financial Systems in Transition and Developing Economies: An Approach Based on the French Financial System. *Economics of Transition*, 5(2), pp. 367-393.
- Bouyon, S., 2016. Policy Options for European Household Saving. *Journal of Economic Integration*, 31(1), pp. 134-165.
- Bover, O., Schürz, M., Slacalek, J. and Teppa, F., 2016. Eurosystem Household Finance and Consumption Survey: Main Results on Assets, Debt, and Saving. *International Journal of Central Banking*, 12(2), pp. 1-13.
- Bradford, J.H. and Stoner, A.M., 2014. The Treadmill of Destruction and Ecological Exchange in Comparative Perspective: A Panel Study of the Biological Capacity of Nations, 1961-2007. *Contemporary Journal of Anthropology and Sociology*, 4(2), pp. 87-113.
- Buiter, W.H., Rahbari, E. and Michels, J., 2011. The implications of intra-euro area imbalances in credit flows. Center for Economic Policy Research, *CEPR Policy Insight*, 57, pp. 1-14.
- Burdekin, R.C.K. and Redfern, L., 2009α. Stock market sentiment and the draining of China's savings deposits. *Economics Letters*, 102, pp. 27-29.
- Burdekin, R.C.K. and Redfern, L., 2009β. Sentiment effects on Chinese share prices and savings deposits: The post-2003 experience. *China Economic Review*, 20, pp. 246-261.
- Callen, T. and Thimann, C., 1997. Empirical determinants of household saving: Evidence from OECD countries. *IMF Working Papers*, No 97/181.
- Carletti, E., Hakenes, H. and Schnabel, I., 2005. The Privatization of Italian Savings Banks – A Role Model for Germany? *Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung*, 74(4), pp. 32-50.

- Carletti, E., Corsetti, G. and Simonelli, S., 2011. The Macroeconomic and Financial Landscape in the Aftermath of the 2007 Crisis: New Challenges and Perspectives. *RSCAS Policy Paper*, No 2011/04.
- Carroll, C.D., 1992. The buffer-stock theory of saving: Some macroeconomic evidence. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1992(2), pp. 61-156.
- Cernat, L., 2002. Institutions and Economic Growth: Which model of capitalism for Central and Eastern Europe? *Journal for Institutional Innovation, Development and Transition*, 6(1), pp.18-34.
- Christie, W.G. and Huang, R.D., 1995. Following the pied piper: do individual returns herd around the market? *Financial Analysts Journal*, 51(4), pp. 31-37.
- Ciocca, P., 1998. Competition and Mergers in the Italian Financial System. Speech at the Conference on 'La concentrazione nell'industria dei servizi finanziari: aspetti teorici ed esperienze internazionali', Università Cattolica del Sacro Cuore, Milan.
- Coccorese, P., 2005. Competition in Markets with Dominant Firms: A Note on the Evidence from the Italian Banking Industry. *Journal of Banking and Finance*, 29(5), pp. 1083-1093.
- Cohen-Goldberg, A.M., 2012. Phonological competition within the word: Evidence from the phoneme similarity effect in spoken production. *Journal of Memory and Language*, 67, pp. 184-198.
- Collins, S.M., 1991. Saving behavior in ten developing countries. Στο *National saving and economic performance*, pp. 349-376. University of Chicago Press.
- Comin, F., 2007. The Spanish Savings Banks and the Competitive Cooperation Model (1928-2002), *Working Paper in Economic History*, 07-09. Madrid: Universidad Carlos III De Madrid.
- Crespí, R., García-Cestona, M. and Salas, V., 2004. Governance Mechanisms in Spanish Banks: Does Ownership Matter? *Journal of Banking and Finance*, 28(10), pp. 2311-2330.
- Cristadoro, R. and Marconi, D., 2012. Household savings in China. *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, 10(3), pp. 275-299.
- Cutright, P., Stack, S. and Fernquist, R., 2006. The Age Structures and Marital Status Differences of Married and Not Married Male Suicide Rates: 12 Developed Countries. *Archives of Suicide Research*, 10(4), pp. 365-382.

- Cutright, P., Stack, S. and Fernquist, R., 2007. Marital Status Integration, Suicide Disapproval, and Societal Integration as Explanations of Marital Status Differences in Female Age-Specific Suicide Rates. *Suicide and Life-Threatening Behavior*, 37(6), pp. 715-724.
- De Mello, L., Kongsrud, P. and Price, R., 2004. Saving behavior and the effectiveness of fiscal policy. *OECD Economics Department Working Papers*, No. 397.
- Deaton, A.S., 1991. Saving and Liquidity Constraints. *Econometrica*, 59(5), pp. 1221-1248.
- Deeg, R. and Perez, S., 2000. International Capital Mobility and Domestic Institutions: Corporate Finance and Governance in Four European Cases. *Governance*, 13(2), pp. 119-153.
- Dosi, G., 1990. Finance, Innovation and Industrial Change. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 13(3), pp. 299-319.
- Dvorsky, S., Scheiber, Th. and Stix, H., 2009. CESEE Households amid the Financial Crisis: Euro Survey Shows Darkened Economic Sentiment and Changes in Savings Behavior. Στο *Focus on European Economic Integration*, 4, pp. 71-83.
- ECB, 2003. *Structural Analysis of the EU Banking Sector*. European Central Bank, Frankfurt.
- ECB, 2004. *Report on EU Banking Structure*. European Central Bank, Frankfurt.
- ECB, 2005, 2006, 2007, 2008. *EU Banking Structures*. European Central Bank, Frankfurt.
- ECB, 2010. *Structural Indicators for the EU Banking Sector*. European Central Bank, Frankfurt.
- ECB, 2015. Factors behind recent household saving patterns in the euro area. *Economic Bulletin*, 2015(2), pp. 45-47.
- ECB, 2016. *Report on Financial Structures*. European Central Bank, Frankfurt.
- Elmendorf, D.W., 1996. *The effect of interest-rate changes on household saving and consumption: a survey*. Federal Reserve Board.
- European Commission, 2011. The impact of the crisis on household savings in the euro area. *Quarterly report on the euro area*, 10(4), pp. 22-27.
- Ferrucci, G. and Miralles, C., 2007. Saving behavior and global imbalances – The role of emerging market economies. *ECB Working Papers*, No. 842.

- Fisher, I., 1930. *The Theory of Interest*. New York: Macmillan.
- Friedman, M.A., 1957. *Theory of the Consumption Function*. Princeton, N.J.: Princeton University Press for the National Bureau of the Economic Research.
- Galbraith, J.K., 1990. *A Short History of Financial Euphoria*. London: Penguin Books Ltd.
- Gatt, W., 2014. The determinants of household saving behaviour in Malta. *MPRA Paper*, No. 57707.
- Giannitsis, T. and Zografakis, S., 2015. Greece: Solidarity and Adjustment in Times of Crisis, IMK Study No 38, March, Macroeconomic Policy Institute of the Hans-Boeckler-Foundation. Διαθέσιμο στο: <http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_study_38_2015.pdf>.
- Grabel, I., 1997. Savings, Investment, and Functional Efficiency: A Comparative Examination of National Financial Complexes. Στο *The Macroeconomics of Savings, Finance and Investment*, R. Pollin, ed. Ann Arbor: University of Michigan Press in conjunction with the Economic Policy Institute, pp. 251-298.
- Guiso, L., 2010. A Trust-Driven Financial Crisis. Implications for the Future of Financial Markets. *EUI Working Papers*.
- Gujarati, D.N., 1995. *Basic econometrics*, 3rd International Edition. New York: McGraw-Hill International Editions.
- Gupta, K.L., 1987. Aggregate Savings, Financial Intermediation, and Interest Rate. *Review of Economics and Statistics*, 69(2), pp. 303-311.
- Hall, P. and Soskice, D. eds., 2001. *Varieties of Capitalism. The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press.
- Hancke B., Rhodes, M. and Thatcher, M. eds., 2007. *Beyond Varieties of Capitalism: Conflict, Contradictions and Complementarities in the European Economy*. Oxford: Oxford University Press.
- Hardcastle, R., 2012. *How Can We Incentivise Pension Saving?: A Behavioural Perspective*. UK Department for Work and Pensions, *Working Paper*, no 109.
- Haron, S. and Nursofiza Wan Azmi, W., 2008. Determinants of Islamic and conventional deposits in the Malaysian banking system. *Managerial Finance*, 34(9), pp. 618-643.
- Hausman, J.A., 1978. Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46(6), pp. 1251-1271.

- Hondroyiannis, G., 2004. Estimating private savings behaviour in Greece. *Journal of Economic Studies*, 31(5), pp. 457-476.
- Hondroyiannis, G., 2006. Private saving determinants in European countries: A panel cointegration approach. *The Social Science Journal*, 43(4), pp. 553-569.
- Horioka, C.Y. and Wan, J., 2007. The determinants of household saving in China: a dynamic panel analysis of provincial data. *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(8), pp. 2077-2096.
- Hüfner, F. and Koske, I., 2010. Explaining Household Saving Rates in G7 Countries: Implications for Germany. *OECD Economics Department Working Papers*, No. 754, OECD Publishing.
- Illueca, M., Norden, L. and Udell, G., 2008. Liberalization, Corporate Governance, and Savings Banks. Paper presented at the 35th Annual Meeting of the European Finance Association, Athens, 27-30 August.
- IMF, 2006a. *Portugal: Financial System Stability Assessment*. International Monetary Fund, Washington, DC.
- IMF, 2006β. *Spain: Financial System Assessment Program*. International Monetary Fund, Washington, DC.
- IMF, 2012. *Global Financial Stability Report. Restoring Confidence and Progressing on Reforms*, pp. 21-73. International Monetary Fund, Washington, DC.
- Jackson, G. and Deeg, R., 2006. How Many Varieties of Capitalism? Comparing the Comparative Institutional Analyses of Capitalist Diversity, *MPIfG Discussion Paper*, No. 06/02 (Cologne: Max Planck Institute for the Study of Societies).
- Jaeger, T.F., 2010. Redundancy and reduction: Speakers manage syntactic information density. *Cognitive psychology*, 61(1), pp. 23-62.
- Jongwanich, J., 2010. The determinants of household and private savings in Thailand. *Applied Economics*, 42(8), pp. 965-976.
- Kaplan, P., Idzorek, T., Gambera, M., Yamaguchi, K., Xiong, J. and Blanchett, D., 2009. The History and Economics of Stock Market Crashes. Στο *Insights into the Global Financial Crisis*, Laurence B. Siegel, ed., CFA Institute, 2009.
- Kenrick D., Neuberg, St. and Cialdini, R., 2007. *Social Psychology: Goals in Interaction*. 4th Edition, Boston: Allyn & Bacon.

- Kentor, J., 2001. The long term effects of globalization on income inequality, population growth, and economic development. *Social Problems*, 48(4), pp. 435-455.
- Keynes, J.M., 1936. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. New York: Harcourt, Brace and Co.
- Kolasa, A. and Liberda, B., 2014. Determinants of saving in Poland: Are they different than in other OECD countries? *University of Warsaw Working Papers*, No. 13/2014 (130).
- Koskela, E. and Viren, M., 1982. Saving and Inflation: Some International Evidence. *Economics Letters*, 9(4), pp. 337-344.
- Kostakis, I., 2013. The Determinants of Households' Savings During Recession: Evidence from Greece. Διαθέσιμο στο SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=2323559>>.
- Kosmidou, K., 2008. The Determinants of Banks' Profits in Greece during the period of EU Financial Integration. *Managerial Finance*, 34(3), pp. 146-159.
- Kosmidou, K. and Zopounidis, C., 2005. Evaluating the Performance of the Greek Banking System. *Operational Research*, 5(2), pp. 319-326.
- Kosmidou, K. and Zopounidis, C., 2008. Measurement of Bank Performance in Greece. *South-Eastern Europe Journal of Economics*, 1, pp. 79-95.
- Kumulainen, T., 2001. Currency Crises in Emerging Markets: Capital Flows and Herding Behaviour. *BOFIT Discussion Paper 10/2001*, Bank of Finland.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A., 2002. Government Ownership of Banks. *The Journal of Finance*, 57(1), pp. 265-301.
- Lam, M.C.-H., 2002. Herd behaviour and interest rate defence. *Journal of Policy Modelling*, 24, pp. 181-193.
- Le Blanc, J., Porpiglia, A., Teppa, F., Zhu, J. and Ziegelmeyer, M., 2016. Household Saving Behavior in the Euro Area. *International Journal of Central Banking*, 12(2), pp. 15-69.
- Levine, R. and Zervos, S., 1998. Stock Markets, Banks, and Growth. *American Economic Review*, 88(3), pp. 537-558.
- Levine, R., 2002. Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is Better? *Journal of Financial Intermediation*, 11(4), pp. 398-428.

- Loayza, N., Schmidt-Hebbel, K. and Servén, L., 2000. What drives private saving across the world? *Review of Economics and Statistics*, 82(2), pp. 165-181.
- Logeay, C., Meinhardt, V., Rietzler, K. and Zwiener, R., 2009. Gesamtwirtschaftliche Folgen des kapitalgedeckten Rentensystems. *IMK Reports*, No. 43.
- Lourenço J.S., Ciriolo, E., Almeida, S.R. and Troussard, X., 2016. *Behavioural insights applied to policy: European Report 2016*. EUR 27726 EN· doi:10.2760/903938.
- Lunn, P., 2014. *Regulatory policy and behavioral economics*. OECD Publishing, Paris.
- Lusardi, A., 2008. Household saving behavior: The role of financial literacy, information, and financial education programs. National Bureau of Economic Research. *Working Paper*, No. 13824.
- Masson, P.R., Bayoumi, T. and Samiei, H., 1998. International evidence on the determinants of private saving. *The World Bank Economic Review*, 12(3), pp. 483-501.
- Matsaganis, M., 2002. Yet Another Piece of Pension Reform in Greece. *South European Society and Politics*, 7(3), pp. 109-122.
- Matsaganis, M., 2011. The Welfare State and the Crisis: The Case of Greece. *Journal of European Social Policy*, 21(5), pp. 501-512.
- Mendes, V. and Rebelo, J., 2003. Structure and performance in the Portuguese banking industry in the nineties. *Portuguese Economic Journal*, 2(1), pp. 53-68.
- Modigliani, F. and Brumberg, R., 1954. Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data. Στο *Post Keynesian Economics*, ed. K. K. Kurihara. New Brunswick, NJ: Rutgers University Press.
- Mody, A., Ohnsorge, F. and Sandri, D., 2012. Precautionary savings in the Great recession. *IMF Economic Review*, 60(1), pp. 114-138.
- Monokrousos, P. and Thomakos, D., 2011. A technical study on the determinants and outlook of private sector deposits in the Greek banking system. *Economy and Markets*, 6(8), pp. 1-24.
- Mugge, D., 2005. Diluting Varieties of Capitalism From Below: Competitive Imperatives in Financial Markets and the End of the Positive Coordination. Paper presented at the 3rd ECPR Conference, Budapest, 8-11 September.

- Muradoglu, G. and Taskin, F., 1996. Differences in household savings behavior: evidence from industrial and developing countries. *The Developing Economies*, 34(2), pp. 138-153.
- OECD, 2005. *Pensions at a Glance: Public Policies Across OECD Countries*. OECD Publishing, Paris.
- OECD, 2011. *Pensions at a Glance*. OECD Publishing, Paris.
- OECD. 2015α. *National Accounts at a Glance 2015*. OECD Publishing, Paris.
- OECD, 2015β. *Pensions at a Glance*. OECD Publishing, Paris.
- Okun, A.M., 1962. Potential GNP: Its Measurement and Significance. *American Statistical Association, Proceedings of the Business and Economic Statistics Section*. Αναδημοσίευση A.M. Okun, 1970, *The Political Economy of Prosperity*. New York: Norton, pp. 132-145.
- Ozcan, K.M., Gunay, A. and Ertac, S., 2003. Determinants of private savings behaviour in Turkey. *Applied Economics*, 35(12), pp. 1405-1416.
- Pagoulatos, G., 2003α. Financial Interventionism and Liberalization in Southern Europe: State, Bankers, and the Politics of Disinflation. *Journal of Public Policy*, 23(2), pp. 171-199.
- Pagoulatos, G., 2003β. *Greece's New Political Economy. State, Finance and Growth from Postwar to EMU*. Houndmills: Palgrave Macmillan.
- Pagoulatos, G., 2014. State-driven in Boom and in Bust: Structural Limitations of Financial Power in Greece. *Government and Opposition*, 49(3), pp. 452-482.
- Pagoulatos, G. and Quaglia, L., 2013. Turning the Crisis on its Head: Sovereign Debt Crisis as Banking Crisis in Italy and Greece. Στο *Market-Based Banking, Varieties of Financial Capitalism and the Financial Crisis*, I. Hardie, and D. Howarth, eds. Oxford: Oxford University Press.
- Pagoulatos, G. and Triantopoulos, C., 2009. The Return of the Greek Patient: Greece and the 2008 Global Financial Crisis. *South European Society and Politics*, 14(1), pp. 35-54.
- Pagoulatos, G. and Triantopoulos, C., 2014. Growth Strategy and Welfare Reform in Greece. Paper presented at the Workshop on National Growth Strategies and Welfare State Reform, Sciences Po, Paris, 11-12/12/2014.
- Papadopoulos, T. and Triantopoulos, C., 2014. Dealing with Unionistic Corporate Governance in Greece. *Journal of Computational Optimization in Economics and Finance*, 6(1), pp. 1-16.

- Perez, S.A., 1997. *Banking on Privilege. The Politics of Spanish Financial Reform*. Ithaca: Cornell University Press.
- Peterson, R.L. and Murtha, F.F., 2010. *MarketPsych: How to Manage Fear and Build Your Investor Identity*. NJ: John Wiley & Sons.
- Precious, C. and Asrat, T., 2014. Determinants of Household Savings in South Africa: An Econometric Approach (1990-2011). *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 5(15), pp. 183-190.
- Rajan, G.R. and Zingales, L., 1998. Financial Dependence and Growth, *American Economic Review*, 88(3), pp. 559-586.
- Riley, S.F., 2012. Land use regulations and the returns to low-income homeownership. *The Annals of Regional Science*, 49(3), pp. 745-766.
- Rocher, S. and Stierle, M., 2015. Household saving rates in the EU: Why do they differ so much? *Discussion Paper*, No 0005 Sept. 2015, European Commission.
- Salotti, S., 2010. Global imbalances and household savings: the role of wealth. *The Social Science Journal*, 47(1), pp. 21-44.
- Samantaraya, A. and Patra, S.K., 2014. Determinants of Household Savings in India: An Empirical Analysis Using ARDL Approach. *Economics Research International*, 2014, Article ID 454675.
- Sapienza, P., 2004. The Effects of Government Ownership on Bank Lending. *Journal of Financial Economics*, 72(2), pp. 357-384.
- Schmidt, V., 2003. French Capitalism Transformed, yet still a Third Variety of Capitalism. *Economy and Society*, 32(4), pp. 526-554.
- Schmidt, V., 2006. Bringing the State back into the Varieties of Capitalism and Discourse into the Explanation of Change. Paper presented at the National Meetings of the American Political Science Association, Philadelphia, 31 August - 1 September.
- Schmidt-Hebbel, K., Webb, S.B. and Corsetti, G., 1992. Household saving in developing countries: first cross-country evidence. *The World Bank Economic Review*, 6(3), pp. 529-547.
- Shefrin, H., 2009. How Psychological Pitfalls Generated the Global Financial Crisis. Στο *Insights into the Global Financial Crisis*, Laurence B. Siegel, ed., CFA Institute.

- Shefrin, H.M. and Thaler, R.H., 1988. The behavioral life-cycle hypothesis. *Economic inquiry*, 26(4), pp. 609-643.
- Sherman, M., 2009. A Short History of Financial Deregulation in the United States, *CEPR Working Paper*, 07-2009, Washington DC: Center for Economic and Policy Research.
- Slacalek, J. and Sommer, M., 2011. What Drives US Household Saving?: Examining the Role of Wealth and Credit Availability. Mimeo, European Central Bank and International Monetary Fund.
- Story, J. and Walter I., 1997. *Political Economy of Financial Integration in Europe*. Manchester: Manchester University Press.
- Tanzi, V. and Zee, H.H., 2000. Taxation and the household saving rate: evidence from OECD countries. *BNL Quarterly Review*, 53(212), pp. 31-43.
- Triantopoulos, C., 2014. Financial Structures, Income Inequality and Privatization of Risk in the EU. *Spoudai, Journal of Economics and Business*, 64(3), pp. 49-72.
- Tsakalotos, E., 1998. The Political Economy of Social Democratic Economic Policies: the PASOK Experiment in Greece. *Oxford Review of Economic Policy*, 14(1), pp. 114-138.
- UK Department for Work and Pensions, 2013, 2015. *2010 to 2015 government policy: automatic enrolment in workplace pensions*, London.
- Vitols, S., 2001. The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany, Japan and United States. *Discussion Paper*, FSI 01-302. Berlin: Social Science Research Center.
- Vitols, S., 2004. Changes in Germany's Bank-Based Financial System: A Varieties of Capitalism Perspective, *Discussion Paper*, SP II 2004-03. Berlin: Social Science Research Center.
- Von Mettenheim, K., 2006. Brazilian Federal Government Bank Administration: Trends and Policies Since 1994. Paper presented at the 30th Encontro da ANPAD, Salvador, 23-27 September.
- Von Mettenheim, K., 2009. Varieties of Financial Capitalism: Political and Social Foundations of Comparative Advantage in Finance and Banking. Paper presented at the 21st Meeting of the Society for the Advancement of Social Economics, Paris, 16-18 July.

- Walter, I., 1994. Efficiency, Stability, and Competitiveness of Universal Banking: Lessons from the German Experience. Στο *Restructuring Japan's Financial Markets*, I. Walter and T. Hiraki, eds. New York: Business One Irwin.
- World Bank, 2015. *World Development Report: Mind, society, and behavior*. Washington DC: World Bank.
- Yao, R., Wang, F., Weagley, R.O. and Liao, L., 2011. Household saving motives: Comparing American and Chinese consumers. *Family and Consumer Sciences Research Journal*, 40(1), pp. 28-44.
- Zeldes, S.P., 1989. Optimal Consumption with Stochastic Income: Deviations from Certainty Equivalence. *Quarterly Journal of Economics*, 104, pp. 275-98.
- Zeller, R.A., 1974. On teaching correlation and regression. *Teaching Sociology*, 1(2), pp. 224-241.
- Zysman, J., 1983. *Governments, Markets and Growth. Financial Systems and the Politics of Industrial Change*. Ithaca, NY: Cornell University Press.

Ελληνική:

- Βασαρδάνη, Μ., Μπρισίμης, Σ., Παπάζογλου, Χ., Τσαβέας, Ν. και Χονδρογιάννης, Γ., 2010. Προσδιοριστικοί Παράγοντες και Διατηρησιμότητα του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών σε Περιόδους Διαρθρωτικών Μεταβολών. Στο Γ. Οικονόμου, Ι. Σαμπεθάι, Γ. Συμιγιάννης, επιμ., *Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών της Ελλάδος: Αιτίες Ανισορροπιών και Προτάσεις Πολιτικής*. Αθήνα: Τράπεζα της Ελλάδος.
- Καζάκος, Π., 1991. *Η Ελλάδα Ανάμεσα σε Προσαρμογή και Περιθωριοποίηση*. Αθήνα: Διάπτων.
- Καζάκος, Π., 2001. *Ανάμεσα σε Κράτος και Αγορά. Οικονομία και Οικονομική Πολιτική στη Μεταπολεμική Ελλάδα, 1944-2000*. Αθήνα: Εκδόσεις Πατάκη.
- ΚΕΠΕ, 1988. *Εκθέσεις για το Πρόγραμμα 1983-1987: Κοινωνική ασφάλιση*. Αθήνα: Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών.
- Κόλλιας, Σ., 1997. Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα και η Ευρωπαϊκή Ενοποίηση. Στο Α. Κιντής, επιμ., *Το Παρόν και το Μέλλον της Ελληνικής Οικονομίας*, Αθήνα: Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών.
- Κουτσομανώλη, Α., Σταϊκούρας, Χρ. και Τριαντόπουλος, Χρ., 2010. Επέκταση και Αποτελεσματικότητα των Ελληνικών Τραπεζών στη Νοτιοανατολική Ευ-

- ρώπη. Στο *Μελέτες για το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα*, Ηλ. Τζαβαλής, επιμ. Αθήνα: Εκδόσεις ΟΠΑ.
- Κουτσουβέλης, Π., 1985. *Παράγοντες Αποταμιευτικής Συμπεριφοράς των Ιδιωτών στην Ελλάδα*. Μελέτη Αρ.16. Αθήνα: Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών.
- Προβόπουλος, Γ. και Καπόπουλος, Π., 2001. *Η Δυναμική του Χρηματοοικονομικού Συστήματος*. Αθήνα: Εκδόσεις Κριτική.
- Προδρομίδης, Π.Κ., 2014. *Σειρά Διαλέξεων στη Σύγχρονη Οικονομική Επιστήμη*. Αθήνα: Πεδίο.
- Σταϊκούρας, Χρ. και Τριαντόπουλος, Χρ., 2009. Το Ευρώ και η Ολοκλήρωση της Ευρωπαϊκής Χρηματοπιστωτικής Αγοράς: Ο Ρόλος του Ρυθμιστικού και Εποπτικού Πλαισίου, *Διεθνής και Ευρωπαϊκή Πολιτική*, Τεύχος 15, Ιούλιος-Σεπτέμβριος.
- Τράπεζα της Ελλάδος, 2008. *Ετήσια Έκθεση 2007*. Αθήνα: Τράπεζα της Ελλάδος.
- Τράπεζα της Ελλάδος, 2014. *Το Χρονικό της Μεγάλης Κρίσης*. Αθήνα: Κέντρο Πολιτισμού, Έρευνας και Τεκμηρίωσης της Τράπεζας της Ελλάδος.
- Τριαντόπουλος, Χρ., 2014. *Ευρωπαϊκές Χρηματοπιστωτικές Αγορές και Εποπτικό Πλαίσιο υπό το Πρίσμα της Πολιτικής Οικονομίας*. Αθήνα: Αδημοσίευτη Διακτορική Διατριβή (Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών).
- Τριαντόπουλος, Χρ., 2015. Πλαίσιο Στήριξης Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος: Μία Πρώτη Προσέγγιση, *Οικονομικές Εξελίξεις*, Νο 26 (Φεβρουάριος), σελ. 72-81 (ΚΕΠΕ).
- Τριαντόπουλος, Χρ., 2016. Περιουσιακά Στοιχεία Ασφαλιστικών Ταμείων: Θεσμικό Πλαίσιο Διαχείρισης και Εξέλιξης. Στο *Η Κοινωνική Ασφάλιση ως Προϋπόθεση Οικονομικής Ανάπτυξης και Κοινωνικής Συνοχής: Ασφαλιστική Μεταρρύθμιση και Κρίση*, Αρ. Αναγνώστου-Δεδούλη και Π. Παπαρρηγοπούλου-Πεχλιβανίδη, επιμ. Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση.
- Τσακλόγλου, Π., Οικονομίδης, Γ., Παγουλάτος, Γ., Τριαντόπουλος, Χρ. και Φιλιππόπουλος, Απ., 2016. *Ένα Νέο Αναπτυξιακό Πρότυπο για την Ελληνική Οικονομία και η Μετάβαση σε Αυτό*. Αθήνα: Οργανισμός Έρευνας και Ανάλυσης διαΝΕΟσις.

ΣΤΗΝ ΙΔΙΑ ΣΕΙΡΑ

ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ

1. Κ. Ρ. Prodromidis, J. Ν. Anastassakou. *The determinants of Greece's commodity trade 1961-1978*. Athens, 1983.
2. Θ. Κατσανέβα. *Εργασιακές σχέσεις στην Ελλάδα: Το θεσμικό πλαίσιο και οι συλλογικές διαπραγματεύσεις*. Αθήνα, 1983.
3. Γ. Χ. Κάτσου, Ν. Ι. Σπανάκη. *Βιομηχανική προστασία και ένταξη: Διερεύνηση και μέτρηση του βαθμού προστασίας της ελληνικής βιομηχανίας πριν και μετά την ένταξη στην ΕΟΚ*. Αθήνα, 1983.
4. Δ. Α. Κάζη, Χ. Ι. Περράκη. *Licensing και βιομηχανική ανάπτυξη: η περίπτωση της Ελλάδας*. Αθήνα, 1984.
5. Α. Γκανά σε συνεργασία Θ. Ζερβού. *Φάρμακα: επίπεδο και πολιτική τιμών*. Αθήνα, 1984.
6. Λ. Αθανασίου. *Η διανομή του εισοδήματος στην Ελλάδα: Μετρήσεις του βαθμού ανισοκατανομής στα πρόσφατα χρόνια*. Αθήνα, 1984.
7. J. Lekakis. *Economics and air quality management in the greater Athens area*. Athens, 1984.
8. Ν. Tsoris. *The financing of Greek manufacture*. Athens, 1984.
9. Δ. Γιαννακόπουλου. *Το ελληνικό σύστημα εμπορίας ζώντων ζώων και κρέατος*. Αθήνα, 1984.
10. Β. Ρ. Singh. *The impact of tourism on the balance of payments: A case study of Greece*. Athens, 1984.
11. Ι. Γ. Βαρθολομαίου. *Διακλαδικές επιδράσεις των δημοσίων δαπανών*. Αθήνα, 1984.
12. Δ. Κατοχιανού σε συνεργασία Ευμ. Θεοδωρή-Μαρκογιαννάκη και Αικ. Συκαρά. *Κλαδική-χωρική ανάλυση της ελληνικής μεταποίησης*. Αθήνα, 1984.

13. Κ. Καραμπάτσου-Παχάκη. *Τα λαχανικά στα πλαίσια της ένταξης της Ελλάδας στην ΕΟΚ*. Αθήνα, 1984.
14. Β. Οικονομοπούλου. *Εμπειρική ανάλυση των παραγόντων κόστους στη διαμόρφωση των τιμών στην ελληνική βιομηχανία*. Αθήνα, 1984.
15. S. Skoumal, D. A. Kazis. *Innovation in Greek manufacturing: Role of advanced technologies and new management outlook*. Athens, 1985.
16. Π. Κουτσουβέλη. *Παράγοντες αποταμιευτικής συμπεριφοράς των ιδιωτών στην Ελλάδα*. Αθήνα, 1985.
17. Α. Πανεθυμιτάκη. *Η μέτρηση της υποκατάστασης εισαγωγών: Παραδοσιακοί δείκτες και δύο νέες προτάσεις. Ελληνική εμπειρία 1958-1976*. Αθήνα, 1985.
18. D. Maroulis. *Economic development and the structure of the balance of payments*. Athens, 1986.
19. Γ. Αγαπητού. *Η φορολογία εισοδήματος στην Ελλάδα. Τιμαριθμική αναπροσαρμογή και εναρμόνιση με την ΕΟΚ*. Αθήνα, 1986.
20. Π. Κομίλη. *Χωρική ανάλυση του τουρισμού*. Αθήνα, 1986.
21. Γ. Μπίτσικα. *Κοινωνική αξιολόγηση σχεδίων δημόσιων επενδύσεων στην Ελλάδα*. Αθήνα, 1986.
22. Κ. Ν. Κανελλόπουλου. *Εισοδήματα και φτώχεια στην Ελλάδα: Προσδιοριστικοί παράγοντες*. Αθήνα, 1986.
23. A. Wood-Ritsakakis. *Unified social planning in the Greek context*. Athens, 1986.
24. S. C. Athanassiou. *Eco-demographic changes and labour supply growth in Greece*. Athens, 1986.
25. Γ. Α. Ζαχαράτου. *Τουριστική κατανάλωση: Η μέθοδος υπολογισμού και η χρησιμότητά της για την έρευνα των επιδράσεων του τουρισμού στην εθνική οικονομία*. Αθήνα, 1986.
26. Ζ. Γεωργαντά. *Η προσέγγιση Βοχ-Jenkins στην ανάλυση και πρόβλεψη χρονολογικών σειρών*. Αθήνα, 1987.

27. Ν. Π. Γλυτσού. *Περιφερειακές ανισότητες στην Ελλάδα: Δημογραφικά και οικονομικά χαρακτηριστικά*. Αθήνα, 1988.
28. Γ. Χ. Κάτσου. *Προβληματικές επιχειρήσεις στην Ελλάδα: Αίτια, πρόβλεψη, πρόληψη και εξυγίανση*. Αθήνα, 1988.
29. Δ. Κατοχιανού και Ε. Θεοδωρή-Μαρκογιαννάκη. *Το ελληνικό σύστημα αστικών κέντρων*. Αθήνα, 1988.

ΜΕΛΕΤΕΣ¹

30. Ath. Th. Balfoussias. *Personal income taxation: Tax responsiveness. Distributional and incentive effects - The case of Greece*. Athens, 1990.
31. C. A. Karmas, A. G. Kostakis and Th. G. Dragonas. *Occupational and educational demand of lyceum students: Development over time*. Athens, 1990.
32. Th. A. Skountzos. *Income multipliers in the context of the social accounting Matrix: The case of Greece*. Athens, 1990.
33. A. G. Kostakis. *The occupational choices of Greek Youth: An empirical analysis of the contribution of information and socio-economic variables*. Athens, 1990.
34. P. V. Karadeloglou and P. N. Koutsouvelis. *Macroeconometric model KEPE-LINK (MYKL)*. Athens, 1991.
35. G. J. Mergos. *Output supply and input demand in Greek agriculture: A multi-output function approach*. Athens, 1991.
36. Ν. Π. Γλυτσού. *Θεωρητική και εμπειρική ανάλυση της μεταναστευτικής κίνησης και της ροής εμβασμάτων μεταξύ Ελλάδας και Γερμανίας*. Αθήνα, 1991.
37. Ε. Ρ. Αναγνωστοπούλου. *Studies in the equilibrium approach to inflation and unemployment*. Athens, 1991.

¹ Η σειρά «ΜΕΛΕΤΕΣ» αποτελεί συνέχεια της προηγούμενης σειράς «ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ».

38. Λ. Α. Αθανασίου. *Οικονομικές ανισότητες στην Ελλάδα: Εξελίξεις και πιθανές επιπτώσεις*. Αθήνα, 1991.
39. Δ. Κ. Μαρούλη. *Προβλήματα και προοπτικές των ελληνικών εξαγωγών: Προϋποθέσεις ανάπτυξής τους στην ενοποιημένη ευρωπαϊκή αγορά*. Αθήνα, 1992.
40. Π. Α. Καββαδία. *Δείκτες περιφερειακής ανάπτυξης της Ελλάδας*. Αθήνα, 1992.
41. Μ. Στ. Πανοπούλου. *Οικονομικά και τεχνικά προβλήματα στην ελληνική ναυπηγική βιομηχανία, 1850-1914*. Αθήνα, 1993.
42. Δ. Θ. Αθανασακοπούλου. *Τιμολογιακή και επενδυτική πολιτική των μεταφορών. Η περίπτωση των ελληνικών χερσαίων εμπορευματικών μεταφορών*. Αθήνα, 1994.
43. Π. Π. Παρασκευαΐδη. *Πηγές προέλευσης και μηχανισμοί πραγματοποίησης οικονομικού πλεονάσματος: Η περίπτωση του αγροτικού τομέα στην Ελλάδα*. Αθήνα, 1995.
44. G. C. Kostelenos. *Money and output in modern Greece: 1858-1938*. Athens, 1995.
45. Δ. Α. Σακκά. *Το διαρθρωτικό πρόβλημα και ο οικονομικός προγραμματισμός στη μεταπολεμική Ελλάδα*. Αθήνα, 1996.
46. Π. Χ. Λίβα. *Τεχνολογικές μεταβολές ενεργειακών πινάκων εισροών-εκροών 1980-1985 και συντελεστές εισροών-εκροών 1990 της ελληνικής οικονομίας*. Αθήνα, 1996.
47. Ε. Ξυδέα, Μ. Κουνάρη, Α. Κώτση, Μ. Παπαδημητρίου, Ι. Ρεζίτη, Σ. Σπαθή και Στ. Χειμωνίτη-Τερροβίτη. *Τα οικονομικά των τυχερών παιχνιδιών στην Ελλάδα*. Αθήνα, 2000.
48. Π. Κομίλη και Ν. Βαγιονή. *Εισαγωγή σε μεθόδους και τεχνικές αξιολόγησης στον Περιφερειακό και Χωροταξικό Σχεδιασμό*. Αθήνα, 2000.
49. F. P. Zervou. *Social insurance system of Greece: A comparison with British, American and Spanish social security systems. An econometric model*. Athens, 2001.

50. Κ. Ν. Κανελλόπουλου, Κ. Γ. Μαυρομαρά και Θ. Μ. Μητράκου. *Εκπαίδευση και αγορά εργασίας*. Αθήνα, 2003.
51. Θ. Π. Λιανού σε συνεργασία Π. Παπακωνσταντίνου. *Σύγχρονη μετανάστευση στην Ελλάδα: Οικονομική διερεύνηση*. Αθήνα, 2003.
52. G. Kaplanoglou and D. M. Newbery. *The distributional impact of the proposed tax reform on Greek households*. Athens, 2003.
53. Σ. Δημέλη. *Συγκριτικά πλεονεκτήματα της Ελληνικής Οικονομίας: Συνολική και κλαδική ανάλυση 1990-2001*. Αθήνα, 2004.
54. Α. Σαρρή, Στ. Ζωγραφάκη και Π. Καρφάκη. *Μακροοικονομικές και αναδιανεμητικές επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία από μια αναμόρφωση του φορολογικού συστήματος*. Αθήνα, 2004.
55. Κ. Ν. Κανελλόπουλου, Ζ. Ν. Αναστασάκου, Α. Κ. Κώτση, Θ. Ν. Μανιάτη και Κ. Μ. Παχάκη. *Διανομή, αναδιανομή και φτώχεια*. Αθήνα, 2004.
56. Φ. Ζερβού. *Η χρηματοδότηση του συνταξιοδοτικού συστήματος, 1981-2000*. Αθήνα, 2004.
57. Σ. Χανδρινού, σε συνεργασία Κ. Αλτίνογλου και Α. Πεπέ. *Εξέλιξη των ΜΜΕ στη χώρα μας: Εκτίμηση και σύγκριση της αποδοτικότητας και ευελιξίας των ΜΜΕ και των μεγάλων μεταποιητικών παραγωγικών μονάδων*. Αθήνα, 2005.
58. Μ. Ραπορούλου. *Technological change and corporate strategy in the Greek banking industry*. Athens, 2005.
59. Αν. Λαμπροπούλου. *Η ελληνική γεωργία στο διεθνές ανταγωνιστικό περιβάλλον*. Αθήνα, 2005.
60. Θ. Τερροβίτη. *Παραγωγή και χρήση των τεχνολογιών της πληροφοροφωρίας και των επικοινωνιών στην Ελλάδα: Σημασία και επιπτώσεις*. Αθήνα, 2005.
61. Κ. Ν. Κανελλόπουλου σε συνεργασία Π. Παπακωνσταντίνου. *Οικονομικές διαστάσεις της κατάρτισης ενηλίκων*. Αθήνα, 2005.

62. Σ. Σπαθή. *Σύγκριση των αεροπορικών και ακτοπλοϊκών μεταφορών στις γραμμές εσωτερικού. Οικονομική εκτίμηση της ζήτησης*. Αθήνα, 2005.
63. P.-I. K. Prodromidis. *A regional analysis of declared incomes in Greece*. Athens, 2006.
64. M. G. Arghyrou. *The effects of the accession of Greece to the EMU: Initial estimates and future prospects*. Athens, 2006.
65. Γ. Παναγόπουλου και Γ. Πελετίδη. *Βασιλεία II: Περιγραφή και Συνέπειες για το Τραπεζικό Σύστημα*. Αθήνα, 2008.
66. P.-I. K. Prodromidis. *The spatial distribution of male and female employment and unemployment in Greece*. Athens, 2008.
67. Κ. Ευστρατόγλου. *Αξιολόγηση της επαγγελματικής κατάρτισης ανέργων στην Ελλάδα*. Αθήνα, 2009.
68. Κ. Αθανασούλη. *Η επαγγελματική μετάβαση των πτυχιούχων των Φιλοσοφικών Σχολών*. Αθήνα, 2010.
69. Ι. Ρεζίτη. *Η διαδικασία μετακύλισης τιμής στον ελληνικό αγροδιατροφικό τομέα: Η περίπτωση των οπωροκηπευτικών*. Αθήνα, 2010.
70. Τ. Tsekeris. *Travel consumption and market competition in Greece*. Athens, 2010.
71. Α. Koutroulis. *Finance and economic growth: The case of Greece 1960-2005*. Athens, 2011.
72. Θ. Π. Λιανού και Τζ. Καβουνίδη. *Μεταναστευτικά ρεύματα στην Ελλάδα κατά τον 20ό αιώνα*. Αθήνα, 2012.
73. Ε. Α. Kaditi. *Analysis of the Greek food supply chain*. Athens, 2012.
74. Σ. Παπαϊωάννου. *Οικονομική μεγέθυνση στην Ελλάδα: Τάσεις και μεσοπρόθεσμες προοπτικές*. Αθήνα, 2013.
75. Τζ. Καβουνίδη και Ι. Χολέζας. *Οι διαδρομές των νέων μεταναστευτικής προέλευσης στην εκπαίδευση και στην αγορά εργασίας*. Αθήνα, 2013.

76. I. Κωνσταντακοπούλου. *Ανάλυση του ελληνικού εξωτερικού εμπορίου: Κλαδική ανάλυση, συγκριτικά πλεονεκτήματα, εξαγωγές και οικονομική ανάπτυξη, 2000-2014*. Αθήνα, 2015.
77. I. Reziti. *Non-linear Adjustment in the Greek Milk Market*. Athens, 2016.
78. S. Papaioannou (coordinator), Th. Tsekeris and Ch. Tassis. *Regional and sectoral efficiency of the Greek economy: Measurement and determinants*. Athens, 2017.

Επιμέλεια έκδοσης: Ελένη Σουλτανάκη

Παραγωγή:

[βιβλιοτεχνία] - ΠΑΠΠΑΣ ΦΩΤΗΣ & ΣΙΑ

Ζ. Πηγής 52Α, Εξάρχεια - Παπαρηγοπούλου 6Α-Δ, Περιστέρι

Τηλ.: 210 38.01.844 - 210 57.89.355

www.vivliotechnia.gr

