



**ΠΜΣ «ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ, ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ (FinTech)»**

**ΘΕΜΑΤΙΚΗ ΕΝΟΤΗΤΑ: ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ
ΕΡΓΑΣΙΑ (ΤΡΑΧΔΕ)
ΑΚΑΔΗΜΑΙΚΟ ΕΤΟΣ: 2025 - 2026**

**ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΠΑΠΑΔΑΜΟΥ ΣΤΕΦΑΝΟΣ
ΦΟΙΤΗΤΗΣ: ΓΚΟΥΤΗ ΓΕΩΡΓΙΑ ΑΜ.165063**

**ΘΕΜΑ: ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ:
ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΛΛΑΔΑΣ ΚΑΙ ΥΠΟΛΟΙΠΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ**

**ΑΘΗΝΑ
25/5/2026**

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία εξετάζει τους παράγοντες που διαμορφώνουν τα τραπεζικά επιτόκια και το επιτοκιακό περιθώριο στην Ελλάδα σε σύγκριση με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης, με χρονικό ορίζοντα ανάλυσης την περίοδο 2010–2024. Στόχος της μελέτης είναι η κατανόηση των αιτίων που εξηγούν τις διαχρονικές αποκλίσεις στο κόστος δανεισμού, παρά την ύπαρξη ενιαίας νομισματικής πολιτικής από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Η έρευνα εντάσσεται στο ευρύτερο πλαίσιο της ανάλυσης της νομισματικής μετάδοσης και της χρηματοπιστωτικής σύγκλισης εντός της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης.

Η μεθοδολογική προσέγγιση είναι ποσοτική, περιγραφική και συγκριτική, βασισμένη σε δευτερογενή δεδομένα από επίσημες πηγές, όπως η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η Τράπεζα της Ελλάδος. Αναλύονται βασικές μεταβλητές, όπως τα επιτόκια δανείων και καταθέσεων, το επιτοκιακό περιθώριο, οι αποδόσεις κρατικών ομολόγων και ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων. Η εξέταση πραγματοποιείται τόσο διαχρονικά όσο και συγκριτικά, με έμφαση σε τρεις διακριτές περιόδους: την κρίση χρέους, την περίοδο αρνητικών επιτοκίων και τη μεταπανδημική νομισματική σύσφιξη.

Τα ευρήματα της έρευνας καταδεικνύουν ότι οι διαφορές επιτοκίων μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης οφείλονται κυρίως σε διαρθρωτικούς παράγοντες, όπως ο κρατικός κίνδυνος, η ποιότητα του τραπεζικού ενεργητικού, η κεφαλαιακή επάρκεια και ο βαθμός ανταγωνισμού στην αγορά. Κατά την περίοδο της κρίσης, η Ελλάδα εμφάνισε σημαντικά υψηλότερο επιτοκιακό περιθώριο, λόγω αυξημένου πιστωτικού και δημοσιονομικού κινδύνου. Αν και παρατηρήθηκε σταδιακή σύγκλιση μετά το 2019, οι αποκλίσεις δεν εξαλείφθηκαν πλήρως, υποδηλώνοντας ότι η νομισματική ένωση δεν διασφαλίζει αυτομάτως ομοιογενείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες.

ABSTRACT

This study examines the determinants of bank interest rates and interest rate spreads in Greece compared to the rest of the Eurozone over the period 2010–2024. The primary objective is to investigate the factors explaining the persistent differences in borrowing costs, despite the existence of a common monetary policy conducted by the European Central Bank. The research is situated within the broader framework of monetary transmission mechanisms and financial convergence within the Economic and Monetary Union, focusing on how structural and macroeconomic conditions shape the final pricing of bank products across member states.

The methodological approach is quantitative, descriptive, and comparative, relying on secondary data obtained from official sources such as the European Central Bank and the Bank of Greece. Key variables analyzed include lending and deposit interest rates, the interest rate spread, sovereign bond yields, and the non-performing loans (NPL) ratio. The analysis is conducted both longitudinally and comparatively, with particular emphasis on three distinct periods: the sovereign debt crisis, the era of negative interest rates and unconventional monetary policy, and the post-pandemic monetary tightening phase. This structure allows for the examination of interest rate behavior under varying macroeconomic and monetary conditions.

The findings indicate that interest rate differentials between Greece and the Eurozone are primarily driven by structural factors, including sovereign risk, asset quality, capital adequacy, and the degree of market competition. During the debt crisis, Greece exhibited significantly higher interest rate spreads, reflecting elevated fiscal and credit risk. Although gradual convergence has been observed since 2019, the differences have not been entirely eliminated, suggesting that monetary union alone does not guarantee homogeneous financial conditions across member states.

Πίνακας περιεχομένων

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ^ο	7
1.1 Εισαγωγή.....	7
1.2 Ερευνητικά Ερωτήματα και Υποθέσεις.....	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ^ο	10
2.1 Εισαγωγή στη Διάρθρωση και Λειτουργία των Τραπεζικών Επιτοκίων	10
2.2 Μακροοικονομικοί Παράγοντες Διαμόρφωσης Επιτοκίων.....	14
2.3 Μικροοικονομικοί και Τραπεζοκεντρικοί Παράγοντες.....	18
2.4 Θεωρητικές Προσεγγίσεις για τον Προσδιορισμό του Περιθωρίου Επιτοκίου (Interest Rate Spread) 23	
2.5 Ρυθμιστικό Πλαίσιο και Νεότερες Κανονιστικές Παρεμβάσεις.....	28
2.6 Προσδιοριστικοί Παράγοντες των Τραπεζικών Επιτοκίων και του Περιθωρίου Επιτοκίου.....	33
2.7 Διαφορές Επιτοκίων Μεταξύ των Χωρών της Ευρωζώνης	36
2.8 Σύγχρονες Τάσεις και Εξελίξεις στη Διαμόρφωση Τραπεζικών Επιτοκίων	41
2.9 Συμπεράσματα βιβλιογραφικής επισκόπησης	44
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ^ο	48
3.1 Ερευνητικός Σχεδιασμός και Αναλυτικό Πλαίσιο Μελέτης	48
3.2 Πηγές Δεδομένων και Μεταβλητές Ανάλυσης.....	50
3.3 Μέθοδος Περιγραφικής και Συγκριτικής Στατιστικής Ανάλυσης	51
3.4 Περιορισμοί της Έρευνας και Μεθοδολογικές Παραδοχές	52
3.5 Αποσαφήνιση Αναλυτικής Προσέγγισης: Περιγραφική έναντι Παλινδρόμησης	54
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ^ο	55
4.1 Εξέλιξη Νομισματικής Πολιτικής της ΕΚΤ και Βασικών Επιτοκίων (2010–2024).....	55
4.2 Διαχρονική Εξέλιξη Δανειακών και Καταθετικών Επιτοκίων - Ελλάδα και Ευρωζώνη	57
4.3 Διαχρονική Εξέλιξη Καταθετικών Επιτοκίων - Ελλάδα και Ευρωζώνη.....	60
4.4 Ανάλυση Επιτοκιακού Περιθωρίου (Interest Rate Spread) στην Ελλάδα και στην Ευρωζώνη	63
4.5 Διαφορές Επιτοκίων Ανά Κατηγορία Δανείων (Στεγαστικά – Επιχειρηματικά – Καταναλωτικά)	67
4.6 Επίδραση Κρατικού Κινδύνου - Σύγκριση Αποδόσεων Ομολόγων Ελλάδας – Πυρήνα Ευρωζώνης.....	69
4.7 Εξέλιξη Μη Εξυπηρετούμενων Δανείων (NPLs) και Σχέση με το Επιτοκιακό Περιθώριο	73
4.8 Ανάλυση Περιόδων Κρίσης και Περιόδων Νομισματικής Σύσφιξης (Κρίση Χρέους – Περίοδος Αρνητικών Επιτοκίων – Μεταπανδημική Σύσφιξη)	76
4.9 Συνολική Συγκριτική Αποτίμηση Διαρθρωτικών Διαφορών Ελλάδας – Υπόλοιπης Ευρωζώνης	79
4.10 Εμπειρική Ανάλυση των Παραγόντων Διαμόρφωσης Τραπεζικών Επιτοκίων στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη (2010–2024) με Χρήση Στατιστικού Προγράμματος SPSS	82
Ανάλυση Περιόδων (Period Analysis).....	110
Δείκτης Τραπεζικού Κινδύνου (Risk Index).....	112

Ανάλυση Ελαστικότητας (Elasticity Analysis).....	112
Σύγκριση Ελλάδας και Ευρωζώνης	113
Ανάλυση Τραπεζικού Περιθωρίου (Bank Margin).....	114
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5°	116
5.1 Συζήτηση των Αποτελεσμάτων της Έρευνας	116
5.2 Πρακτικές και Διοικητικές Προεκτάσεις	118
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6°	121
Βιβλιογραφία	123
Πίνακας 1 Συνοπτική Βιβλιογραφική Ανασκόπηση – Βασικές Μελέτες.....	46
Πίνακας 2 Εξέλιξη βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ σε επιλεγμένα έτη	57
Πίνακας 3 Μέσο επιτόκιο επιχειρηματικών δανείων στην Ελλάδα και στην Ευρωζώνη (%)	60
Πίνακας 4 Μέσο επιτόκιο προθεσμιακών καταθέσεων στην Ελλάδα και στην Ευρωζώνη (%).....	63
Πίνακας 5 Μέσα ετήσια τραπεζικά επιτόκια και επιτοκιακό περιθώριο στην Ελλάδα (2010–2024)	66
Πίνακας 6 Σύγκριση επιτοκίων ανά κατηγορία δανείου στην Ελλάδα και στην Ευρωζώνη, 2023	69
Πίνακας 7 Αποδόσεις 10ετών κρατικών ομολόγων Ελλάδας και Γερμανίας σε επιλεγμένα έτη	72
Πίνακας 8 Δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων και επιτοκιακό περιθώριο στην Ελλάδα σε επιλεγμένα έτη	75
Πίνακας 9 Εξέλιξη επιτοκιακού περιθωρίου στην Ελλάδα ανά βασική περίοδο	79
Πίνακας 10 Μέσο spread και μέσο επιτόκιο δανείων στην Ελλάδα ανά περίοδο	110
Πίνακας 11 Ανάλυση ελαστικότητας βασικών μεταβλητών ως προς το επιτοκιακό περιθώριο.....	113
Πίνακας 12 Σύγκριση επιτοκίων δανεισμού Ελλάδας και Ευρωζώνης σε επιλεγμένα έτη	114
Σχήμα 1 Εξέλιξη των NPLs και του επιτοκιακού περιθωρίου στην Ελλάδα, επιλεγμένα έτη	75
Σχήμα 2 Σύγκριση Τραπεζικών Επιτοκίων Ελλάδας και Ευρωζώνης (2010–2024)....	85
Σχήμα 3 Εξέλιξη Επιτοκιακού Περιθωρίου (Spread).....	86
Σχήμα 4 Σχέση Επιτοκιακού Περιθωρίου και Μη Εξυπηρετούμενων Δανείων	87
Σχήμα 5 Σχέση Επιτοκιακού Περιθωρίου και Απόδοσης 10ετούς Ομολόγου.....	88
Σχήμα 6 Επιτόκιο ΕΚΤ και Τραπεζικά Επιτόκια	89
Σχήμα 7 Καταθετικά και Δανειακά Επιτόκια	90
Σχήμα 8 Ανεργία και Επιτοκιακό Περιθώριο	91
Σχήμα 9 Πληθωρισμός και Επιτόκια Δανεισμού	92
Σχήμα 10 Εξέλιξη του δημόσιου χρέους της Ελλάδας ως ποσοστό του ΑΕΠ κατά την περίοδο 2010–2024.....	93
Σχήμα 11 Διαχρονική εξέλιξη του πυρήνα πληθωρισμού στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2010–2024.....	94

Σχήμα 12 Εξέλιξη της πιστωτικής επέκτασης του ιδιωτικού τομέα στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2010–2024.....	95
Σχήμα 13 Συγκριτική απεικόνιση δημόσιου χρέους και επιτοκιακού περιθωρίου (spread) στην Ελλάδα, 2010–2024	97
Σχήμα 14 Σχέση ιδιωτικής πιστωτικής επέκτασης και επιτοκίου δανείων στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2010–2024	98
Σχήμα 15 Cost of Funding και Επιτόκια Δανεισμού.....	99
Σχήμα 16 Κεφαλαιακή Επάρκεια και Επιτοκιακό Περιθώριο	100
Σχήμα 17 Loan-to-Deposit Ratio και Επιτόκια	101
Σχήμα 18 Cost of Funding και Spread	102
Σχήμα 19 Συνδυαστική Εξέλιξη Τραπεζικών Δεικτών	103
Σχήμα 20 Σχέση μεταξύ μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPLs) και επιτοκιακού περιθωρίου (Spread)	106
Σχήμα 21 Σχέση κόστους χρηματοδότησης και επιτοκίων δανεισμού στην Ελλάδα	107
Σχήμα 22 Διαχρονική εξέλιξη του επιτοκιακού περιθωρίου (Spread)	108
Σχήμα 23 Διαχρονική εξέλιξη των επιτοκίων δανείων στην Ελλάδα.....	109
Σχήμα 24 Συγκριτική εξέλιξη Spread και επιτοκίων δανείων	110
Σχήμα 25 Σχέση κόστους χρηματοδότησης και επιτοκίων δανεισμού στην Ελλάδα.....	111
Σχήμα 26 Διαχρονική εξέλιξη του σύνθετου δείκτη τραπεζικού κινδύνου στην Ελλάδα, 2010–2024	112
Σχήμα 27 Διαχρονική εξέλιξη των επιτοκίων δανεισμού στην Ελλάδα, 2010–2024	113
Σχήμα 28 Σχέση μη εξυπηρετούμενων δανείων και απόκλισης δανειακών επιτοκίων Ελλάδας–Ευρωζώνης	114

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Εισαγωγή

Η διαμόρφωση των τραπεζικών επιτοκίων αποτελεί κεντρικό ζήτημα στη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής προς την πραγματική οικονομία. Τα επιτόκια δανείων και καταθέσεων δεν αποτελούν απλώς τιμές χρηματοπιστωτικών προϊόντων, αλλά μηχανισμούς μέσω των οποίων κατανέμονται οι χρηματοδοτικοί πόροι, αποτιμάται ο κίνδυνος και επηρεάζεται η επενδυτική και καταναλωτική δραστηριότητα. Σύμφωνα με τη θεωρία της τραπεζικής διαμεσολάβησης, οι τράπεζες λειτουργούν σε περιβάλλον αβεβαιότητας και καλούνται να ισορροπήσουν μεταξύ απόδοσης, κινδύνου και ρευστότητας (Freixas & Rochet, 2008). Επομένως, η κατανόηση των παραγόντων που επηρεάζουν τα τραπεζικά επιτόκια είναι καθοριστική για την ερμηνεία της οικονομικής δυναμικής και της αποτελεσματικότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Στο πλαίσιο της Ευρωζώνης, η ύπαρξη ενιαίας νομισματικής πολιτικής υπό την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα δημιουργεί την προσδοκία ότι τα επιτόκια των κρατών-μελών θα πρέπει να παρουσιάζουν έναν βαθμό σύγκλισης. Ωστόσο, η εμπειρία της τελευταίας δεκαπενταετίας δείχνει ότι η κοινή νομισματική πολιτική δεν οδηγεί αυτομάτως σε ομοιογενείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Οι διαφορές στη δημοσιονομική αξιοπιστία, στη δομή των τραπεζικών αγορών, στην ποιότητα των τραπεζικών ισολογισμών και στον βαθμό πιστωτικού κινδύνου επηρεάζουν το τελικό κόστος δανεισμού σε κάθε χώρα (Angeloni, Kashyap & Mojon, 2003). Συνεπώς, το γεγονός ότι τα ελληνικά τραπεζικά επιτόκια αποκλίνουν διαχρονικά από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης αποτελεί σημαντικό ερευνητικό πρόβλημα.

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 και, στη συνέχεια, η κρίση χρέους στην Ευρωζώνη ανέδειξαν τις αδυναμίες της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης. Σε περιόδους αυξημένης αβεβαιότητας, οι αγορές ενσωματώνουν υψηλότερα ασφάλιστρα κινδύνου, επηρεάζοντας το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών και οδηγώντας σε διαφοροποίηση των τραπεζικών επιτοκίων μεταξύ χωρών (Allen & Gale, 2007). Η ελληνική οικονομία αποτέλεσε χαρακτηριστική περίπτωση, καθώς ο αυξημένος κρατικός κίνδυνος μεταδόθηκε στο τραπεζικό σύστημα και επιβάρυνε το κόστος δανεισμού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Η σχέση αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική, διότι δείχνει ότι οι τράπεζες δεν τιμολογούν μόνο το κόστος χρήματος που προκύπτει από την πολιτική της ΕΚΤ, αλλά και

τον κίνδυνο χώρας, την ποιότητα του ενεργητικού τους και τις συνθήκες ρευστότητας.

Η θεωρητική προσέγγιση του επιτοκιακού περιθωρίου υπογραμμίζει ότι οι τράπεζες λειτουργούν ως διαμεσολαβητές που τιμολογούν τον κίνδυνο και τη μεταβλητότητα της αγοράς. Το υπόδειγμα των Ho και Saunders (1981) αναδεικνύει ότι το επιτοκιακό περιθώριο αποτελεί αποζημίωση για τον κίνδυνο ανατιμολόγησης, τη διακύμανση των επιτοκίων και την αβεβαιότητα των συναλλαγών. Σε περιβάλλον υψηλής αβεβαιότητας, το περιθώριο τείνει να διευρύνεται, γεγονός που έχει ιδιαίτερη σημασία για οικονομίες που αντιμετωπίζουν δημοσιονομικές πιέσεις ή τραπεζικές κρίσεις. Στην ελληνική περίπτωση, το υψηλό απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων μετά την κρίση επηρέασε την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών και περιόρισε τη δυνατότητα παροχής νέων πιστώσεων με χαμηλό κόστος (Saunders & Cornett, 2020).

Παράλληλα, η περίοδος των αρνητικών επιτοκίων και της μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής δημιούργησε νέες προκλήσεις για τις τράπεζες της Ευρωζώνης. Η συμπίεση των καθαρών εσόδων από τόκους και το χαμηλό επίπεδο των καταθετικών επιτοκίων περιόρισαν την ευελιξία των τραπεζών στην τιμολόγηση των προϊόντων τους (Claessens, Coleman & Donnelly, 2018). Το φαινόμενο αυτό δεν επηρέασε όλες τις χώρες με τον ίδιο τρόπο, καθώς η επίδρασή του εξαρτήθηκε από τη δομή κάθε τραπεζικού συστήματος, τον βαθμό ανταγωνισμού, την ποιότητα των ισολογισμών και την πρόσβαση των τραπεζών σε φθηνή χρηματοδότηση.

Ένας ακόμη κρίσιμος παράγοντας είναι η ένταση του ανταγωνισμού και η συγκέντρωση της τραπεζικής αγοράς. Σε λιγότερο ανταγωνιστικές αγορές, οι τράπεζες διαθέτουν μεγαλύτερη ισχύ τιμολόγησης, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερα επιτοκιακά περιθώρια (Maudos & Fernández de Guevara, 2004). Η ελληνική τραπεζική αγορά, ιδίως μετά τις συγχωνεύσεις και τις αναδιαρθρώσεις της περιόδου της κρίσης, χαρακτηρίζεται από υψηλή συγκέντρωση, στοιχείο που μπορεί να επηρεάζει τον τρόπο με τον οποίο μετακυλίνουν οι μεταβολές των επιτοκίων της ΕΚΤ στα δανειακά και καταθετικά προϊόντα.

Η μετάδοση των μεταβολών των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ στα τραπεζικά επιτόκια δεν είναι ούτε άμεση ούτε συμμετρική. Εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι οι αυξήσεις των επιτοκίων μεταφέρονται συχνά ταχύτερα στα δανειακά επιτόκια, ενώ οι αυξήσεις στα καταθετικά επιτόκια είναι βραδύτερες και πιο περιορισμένες (De Bondt, 2005; Sander & Kleimeier, 2004). Η ασύμμετρη αυτή προσαρμογή επηρεάζει το επιτοκιακό περιθώριο και διαφοροποιεί την επίδραση της νομισματικής πολιτικής μεταξύ χωρών. Για τον λόγο αυτό, η σύγκριση Ελλάδας και Ευρωζώνης κατά την περίοδο 2010–2024 είναι ιδιαίτερα χρήσιμη, καθώς επιτρέπει την εξέταση της συμπεριφοράς των επιτοκίων σε τρεις διαφορετικές

φάσεις: την κρίση χρέους, την περίοδο των χαμηλών ή αρνητικών επιτοκίων και τη μεταπανδημική περίοδο νομισματικής σύσφιξης.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξετάσει τους παράγοντες που καθορίζουν τη διαμόρφωση των τραπεζικών επιτοκίων και του επιτοκιακού περιθωρίου στην Ελλάδα, σε σύγκριση με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης, για την περίοδο 2010–2024. Η εργασία επιδιώκει να διερευνήσει γιατί τα ελληνικά τραπεζικά επιτόκια αποκλίνουν από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, παρά την ύπαρξη κοινής νομισματικής πολιτικής, και κατά πόσο παρατηρείται σύγκλιση μετά τη σταδιακή σταθεροποίηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Μέσα από περιγραφική και συγκριτική ανάλυση δευτερογενών δεδομένων, επιχειρείται η σύνδεση της θεωρίας με την εμπειρική εικόνα, ώστε να αναδειχθεί ο ρόλος του κρατικού κινδύνου, των μη εξυπηρετούμενων δανείων, του τραπεζικού ανταγωνισμού και της ασύμμετρης μετάδοσης των επιτοκίων.

1.2 Ερευνητικά Ερωτήματα και Υποθέσεις

Με βάση τον σκοπό της εργασίας, η παρούσα μελέτη οργανώνεται γύρω από τα ακόλουθα ερευνητικά ερωτήματα:

EE1: Ποιοι παράγοντες εξηγούν τις διαχρονικές αποκλίσεις των τραπεζικών επιτοκίων μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης κατά την περίοδο 2010–2024;

EE2: Πώς συνδέονται τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια (NPLs) με το επιτοκιακό περιθώριο του ελληνικού τραπεζικού τομέα;

EE3: Ποιος είναι ο ρόλος του κρατικού κινδύνου (sovereign risk) στη διαμόρφωση των δανειακών επιτοκίων στην Ελλάδα;

EE4: Παρατηρείται σύγκλιση των ελληνικών τραπεζικών επιτοκίων με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης μετά το 2019;

Αντίστοιχα, διατυπώνονται οι ακόλουθες ερευνητικές υποθέσεις:

H1: Η απόκλιση των ελληνικών δανειακών επιτοκίων από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης αυξάνεται όταν ενισχύεται ο κρατικός κίνδυνος, όπως αυτός αποτυπώνεται στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων.

H2: Τα υψηλότερα επίπεδα μη εξυπηρετούμενων δανείων συνδέονται με υψηλότερο επιτοκιακό περιθώριο στον ελληνικό τραπεζικό τομέα.

H3: Η περίοδος μετά το 2019 χαρακτηρίζεται από μερική, αλλά όχι πλήρη, σύγκλιση των ελληνικών τραπεζικών επιτοκίων με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης.

H4: Η μετάδοση των επιτοκίων της ΕΚΤ είναι ασύμμετρη, καθώς οι αυξήσεις μεταφέρονται ταχύτερα στα δανειακά επιτόκια σε σχέση με τα καταθετικά επιτόκια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

2.1 Εισαγωγή στη Διάρθρωση και Λειτουργία των Τραπεζικών Επιτοκίων

Η κατανόηση της διάρθρωσης και λειτουργίας των τραπεζικών επιτοκίων αποτελεί βασική προϋπόθεση για την ερμηνεία του τρόπου με τον οποίο λειτουργεί το χρηματοπιστωτικό σύστημα και μεταδίδεται η νομισματική πολιτική στην πραγματική οικονομία. Τα τραπεζικά επιτόκια δεν αποτελούν απλώς τιμές δανειακών και καταθετικών προϊόντων, αλλά μηχανισμούς μέσω των οποίων οι τράπεζες κατανέμουν τη διαθέσιμη ρευστότητα, αποτιμούν τον κίνδυνο, καλύπτουν το κόστος χρηματοδότησης και διαμορφώνουν την κερδοφορία τους. Η σημασία τους είναι ιδιαίτερα μεγάλη σε οικονομίες όπως η ελληνική, όπου η χρηματοδότηση επιχειρήσεων και νοικοκυριών εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το τραπεζικό σύστημα. Σύμφωνα με τη θεωρία της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης, οι τράπεζες λειτουργούν ως ενδιάμεσοι οργανισμοί ανάμεσα σε αποταμιευτές και δανειολήπτες, αναλαμβάνοντας κινδύνους ρευστότητας, πιστωτικούς κινδύνους και κινδύνους μεταβολής επιτοκίων (Freixas & Rochet, 2008). Επομένως, η διαμόρφωση των τραπεζικών επιτοκίων δεν μπορεί να ερμηνευθεί μόνο με βάση τις αποφάσεις της κεντρικής τράπεζας, αλλά απαιτεί σύνθεση μακροοικονομικών, τραπεζικών και θεσμικών παραγόντων.

Η γενική δομή των επιτοκίων στηρίζεται στην έννοια της διαχρονικής αξίας του χρήματος και στην ύπαρξη αβεβαιότητας. Τα επιτόκια αντανακλούν την αποζημίωση που απαιτείται για την αναβολή της κατανάλωσης, την ανάληψη κινδύνου και τη δέσμευση κεφαλαίων για ορισμένο χρονικό διάστημα. Η χρονική διάρθρωση των επιτοκίων, γνωστή ως term structure of interest rates, συνδέεται με τις προσδοκίες για τον μελλοντικό πληθωρισμό, την οικονομική ανάπτυξη, τη νομισματική πολιτική και τη γενικότερη πορεία των αγορών (Fabozzi, 2016). Οι θεωρίες των προσδοκιών, της προτίμησης ρευστότητας και της τμηματοποίησης των αγορών εξηγούν γιατί τα βραχυπρόθεσμα και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια δεν κινούνται πάντα με τον ίδιο τρόπο. Για τις τράπεζες, αυτή η χρονική διάρθρωση είναι κρίσιμη, καθώς επηρεάζει τη διαχείριση ενεργητικού και παθητικού, τη διάρκεια των δανείων, το κόστος καταθέσεων και την έκθεση στον κίνδυνο επιτοκίων.

Η λειτουργία των τραπεζικών επιτοκίων συνδέεται άμεσα με τη νομισματική πολιτική. Η κεντρική τράπεζα καθορίζει τα βασικά επιτόκια αναφοράς, τα οποία επηρεάζουν το κόστος άντλησης ρευστότητας για τις εμπορικές τράπεζες και, στη συνέχεια, τα επιτόκια που

προσφέρονται σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά. Στην Ευρωζώνη, τα επιτόκια της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας αποτελούν την κοινή αφετηρία για όλες τις χώρες-μέλη, αφού η νομισματική πολιτική είναι ενιαία (Bindseil, 2014). Ωστόσο, η μετάδοση αυτής της πολιτικής στα τραπεζικά επιτόκια λιανικής δεν είναι ούτε πλήρης ούτε ομοιόμορφη. Το ίδιο βασικό επιτόκιο της ΕΚΤ μπορεί να οδηγήσει σε διαφορετικά επιτόκια δανείων και καταθέσεων από χώρα σε χώρα, επειδή οι τράπεζες λειτουργούν σε διαφορετικά περιβάλλοντα κινδύνου, ανταγωνισμού, ρευστότητας και πιστοληπτικής αξιολόγησης. Αυτό έχει ιδιαίτερη σημασία για την παρούσα εργασία, καθώς εξηγεί γιατί η κοινή νομισματική πολιτική δεν συνεπάγεται αναγκαστικά πλήρη σύγκλιση τραπεζικών επιτοκίων μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης.

Πέρα από τον ρόλο της κεντρικής τράπεζας, η διάρθρωση των τραπεζικών επιτοκίων εξαρτάται από το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών. Οι εμπορικές τράπεζες χρηματοδοτούν τη δραστηριότητά τους μέσω καταθέσεων, διατραπεζικού δανεισμού, πράξεων με την κεντρική τράπεζα, εκδόσεων ομολόγων και άλλων μορφών άντλησης κεφαλαίων. Η καταθετική βάση θεωρείται συνήθως πιο σταθερή και λιγότερο δαπανηρή μορφή χρηματοδότησης, ενώ η εξάρτηση από τις αγορές χονδρικής ή από πιο σύνθετα χρηματοδοτικά εργαλεία μπορεί να αυξήσει το κόστος κεφαλαίου (Saunders & Cornett, 2020). Όταν το κόστος χρηματοδότησης αυξάνεται, οι τράπεζες τείνουν να μετακυλίσουν μέρος αυτής της αύξησης στα δανειακά επιτόκια. Αντίθετα, όταν διαθέτουν σταθερή και φθηνή καταθετική βάση, έχουν μεγαλύτερη δυνατότητα να προσφέρουν χαμηλότερα επιτόκια δανείων ή να διατηρούν πιο ανταγωνιστικές τιμολογήσεις.

Ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες στη διαμόρφωση των τραπεζικών επιτοκίων είναι ο πιστωτικός κίνδυνος. Οι τράπεζες δεν χορηγούν δάνεια με ενιαίο κόστος σε όλους τους πελάτες, αλλά αξιολογούν την πιθανότητα αθέτησης, την ποιότητα των εξασφαλίσεων, το εισόδημα του δανειολήπτη, τη χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης και το ιστορικό πιστοληπτικής συμπεριφοράς. Η διαδικασία αυτή συνδέεται με την τιμολόγηση βάσει κινδύνου, δηλαδή το risk-based pricing, σύμφωνα με το οποίο οι δανειολήπτες υψηλότερου κινδύνου επιβαρύνονται με υψηλότερο επιτόκιο (Koch & MacDonald, 2015). Η σημασία του πιστωτικού κινδύνου είναι ιδιαίτερα έντονη σε χώρες που αντιμετώπισαν υψηλά επίπεδα μη εξυπηρετούμενων δανείων, όπως η Ελλάδα μετά την κρίση χρέους. Σε τέτοιες περιπτώσεις, οι τράπεζες καλούνται να καλύψουν αυξημένες προβλέψεις και πιθανές ζημιές, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερα δανειακά επιτόκια και ευρύτερα επιτοκιακά περιθώρια.

Η έννοια του επιτοκιακού περιθωρίου, δηλαδή της διαφοράς ανάμεσα στα επιτόκια

χορηγήσεων και στα επιτόκια καταθέσεων, αποτελεί κεντρικό στοιχείο για την κατανόηση της τραπεζικής λειτουργίας. Το περιθώριο επιτοκίου λειτουργεί ως βασική πηγή εσόδων για τις τράπεζες, ιδιαίτερα σε συστήματα όπου το παραδοσιακό μοντέλο τραπεζικής διαμεσολάβησης παραμένει κυρίαρχο. Το spread δεν αντανακλά μόνο το καθαρό κέρδος της τράπεζας, αλλά ενσωματώνει το λειτουργικό κόστος, τον πιστωτικό κίνδυνο, τον κίνδυνο ρευστότητας, το κόστος κεφαλαίου, τις κανονιστικές απαιτήσεις και τον βαθμό ανταγωνισμού στην αγορά (Freixas & Rochet, 2008; Beck & Hesse, 2009). Συνεπώς, η σύγκριση των επιτοκιακών περιθωρίων μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης μπορεί να προσφέρει σημαντικές ενδείξεις για τις διαρθρωτικές διαφορές των τραπεζικών συστημάτων.

Η ένταση του ανταγωνισμού στον τραπεζικό κλάδο επηρεάζει επίσης τη διαμόρφωση των επιτοκίων. Σε αγορές με υψηλή συγκέντρωση, οι τράπεζες μπορεί να διαθέτουν μεγαλύτερη ισχύ τιμολόγησης, γεγονός που τους επιτρέπει να διατηρούν υψηλότερα περιθώρια. Αντίθετα, σε πιο ανταγωνιστικές αγορές, οι τράπεζες πιέζονται να προσαρμόζουν τα επιτόκια ταχύτερα και να περιορίζουν τα περιθώρια κέρδους τους, ώστε να διατηρούν ή να αυξάνουν το μερίδιο αγοράς τους. Η σχέση αυτή έχει ιδιαίτερη σημασία για την ελληνική περίπτωση, καθώς η τραπεζική αγορά μετά την περίοδο της κρίσης χαρακτηρίστηκε από σημαντικές συγχωνεύσεις, ανακεφαλαιοποιήσεις και συγκέντρωση του τραπεζικού συστήματος. Η συγκέντρωση αυτή μπορεί να επηρεάζει τόσο τη συμπεριφορά των δανειακών επιτοκίων όσο και την ταχύτητα προσαρμογής των καταθετικών επιτοκίων.

Σημαντική διάσταση αποτελεί και ο ρόλος των προσδοκιών της αγοράς. Τα επιτόκια δεν αντανακλούν μόνο τις τρέχουσες συνθήκες, αλλά και τις εκτιμήσεις για τη μελλοντική πορεία του πληθωρισμού, της ανάπτυξης, της δημοσιονομικής σταθερότητας και της νομισματικής πολιτικής. Σύμφωνα με τη θεωρία των ορθολογικών προσδοκιών, οι αγορές ενσωματώνουν διαθέσιμες πληροφορίες στις αποδόσεις των τίτλων και στην καμπύλη επιτοκίων (Mishkin, 2019). Αυτό σημαίνει ότι οι μεταβολές στις προσδοκίες για τον πληθωρισμό ή για τις αποφάσεις της ΕΚΤ μπορούν να επηρεάσουν τα επιτόκια ακόμη και πριν ληφθούν επίσημες αποφάσεις πολιτικής. Για τις τράπεζες, οι προσδοκίες αυτές είναι κρίσιμες, διότι επηρεάζουν τη στρατηγική τιμολόγησης, τη διαχείριση κινδύνου επιτοκίου και την επιλογή μεταξύ σταθερών και κυμαινόμενων επιτοκίων.

Η διάκριση μεταξύ ονομαστικών και πραγματικών επιτοκίων αποτελεί ακόμη ένα βασικό στοιχείο της ανάλυσης. Το ονομαστικό επιτόκιο δείχνει το εμφανές κόστος δανεισμού ή την ονομαστική απόδοση μιας κατάθεσης, ενώ το πραγματικό επιτόκιο προκύπτει μετά την προσαρμογή για τον πληθωρισμό. Σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού, όπως η

μεταπανδημική περίοδος, η διαφορά αυτή αποκτά ιδιαίτερη σημασία, επειδή ένα ονομαστικά υψηλό επιτόκιο δεν συνεπάγεται πάντα υψηλό πραγματικό κόστος ή υψηλή πραγματική απόδοση (Fabozzi, 2016). Για επιχειρήσεις και νοικοκυριά, το πραγματικό επιτόκιο επηρεάζει ουσιαστικά τις αποφάσεις κατανάλωσης, αποταμίευσης και επένδυσης. Για τις τράπεζες, ο πληθωρισμός επηρεάζει τόσο το κόστος χρήματος όσο και τον πιστωτικό κίνδυνο, καθώς η αύξηση του κόστους ζωής και παραγωγής μπορεί να επιβαρύνει την ικανότητα αποπληρωμής των δανειοληπτών.

Η χρηματοπιστωτική σταθερότητα συνδέεται άμεσα με τη λειτουργία των τραπεζικών επιτοκίων. Σε περιόδους κρίσεων, οι τράπεζες τείνουν να υιοθετούν πιο συντηρητική πιστωτική πολιτική, αυξάνοντας τα επιτόκια δανεισμού ή περιορίζοντας την παροχή νέων πιστώσεων. Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 και η κρίση χρέους της Ευρωζώνης έδειξαν ότι οι διαταραχές στις αγορές μπορούν να επηρεάσουν έντονα το κόστος χρηματοδότησης και να δημιουργήσουν αποκλίσεις μεταξύ χωρών (Koch & MacDonald, 2015). Στην περίπτωση της Ελλάδας, η αύξηση του κρατικού κινδύνου και η επιδείνωση της ποιότητας των τραπεζικών ισολογισμών ενίσχυσαν το κόστος δανεισμού και περιορίσαν τη δυνατότητα πλήρους σύγκλισης με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης.

Η διεθνής διάσταση των επιτοκίων είναι επίσης κρίσιμη, ιδιαίτερα σε ανοικτές οικονομίες και σε νομισματικές ενώσεις. Οι διακρατικές ροές κεφαλαίων, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων, οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις και η αντίληψη των επενδυτών για τον κίνδυνο επηρεάζουν το κόστος κεφαλαίου. Η παγκοσμιοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών έχει ενισχύσει την αλληλεξάρτηση των επιτοκίων, αλλά δεν έχει εξαλείψει τις εθνικές διαφοροποιήσεις. Αντίθετα, σε περιόδους αβεβαιότητας, οι αγορές συχνά διαχωρίζουν πιο έντονα τις χώρες χαμηλού κινδύνου από τις χώρες υψηλότερου κινδύνου, οδηγώντας σε διαφοροποίηση των αποδόσεων και, τελικά, των τραπεζικών επιτοκίων (Fabozzi, 2016).

Επιπλέον, η τεχνολογία και η ψηφιοποίηση έχουν αρχίσει να επηρεάζουν τον τρόπο με τον οποίο οι τράπεζες διαμορφώνουν και προσφέρουν επιτόκια. Η ανάπτυξη της ηλεκτρονικής τραπεζικής, των fintech εταιρειών και των ψηφιακών εργαλείων αξιολόγησης κινδύνου αυξάνει τη διαφάνεια και μπορεί να ενισχύσει τον ανταγωνισμό, περιορίζοντας σε ορισμένες περιπτώσεις τα περιθώρια των παραδοσιακών τραπεζών (Saunders & Cornett, 2020). Παράλληλα, όμως, η τεχνολογία απαιτεί επενδύσεις σε υποδομές, κυβερνοασφάλεια και συμμόρφωση, στοιχεία που μπορεί να αυξήσουν το λειτουργικό κόστος βραχυπρόθεσμα. Επομένως, η επίδραση της ψηφιοποίησης στα επιτόκια δεν είναι μονοδιάστατη, αλλά εξαρτάται από το αν οι τεχνολογικές βελτιώσεις μειώνουν ουσιαστικά το κόστος λειτουργίας και ενισχύουν τον ανταγωνισμό.

2.2 Μακροοικονομικοί Παράγοντες Διαμόρφωσης Επιτοκίων

Η κατανόηση των μακροοικονομικών παραγόντων που επηρεάζουν τη διαμόρφωση των επιτοκίων αποτελεί κομβικό σημείο για την ερμηνεία της λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών συστημάτων και της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας. Τα επιτόκια δεν καθορίζονται αποκλειστικά από τις αποφάσεις των τραπεζών, αλλά εντάσσονται σε ένα ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον, το οποίο περιλαμβάνει τον πληθωρισμό, τον ρυθμό ανάπτυξης, τη δημοσιονομική σταθερότητα, τις προσδοκίες των αγορών, τη νομισματική πολιτική και τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Οι αποφάσεις σχετικά με τα βασικά επιτόκια αντανakλούν τη θέση της οικονομίας στον οικονομικό κύκλο και επηρεάζουν άμεσα τη συμπεριφορά επιχειρήσεων, νοικοκυριών και τραπεζών (Mishkin, 2019). Στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας, οι μακροοικονομικοί παράγοντες είναι ιδιαίτερα σημαντικοί, διότι βοηθούν να ερμηνευθεί γιατί τα ελληνικά τραπεζικά επιτόκια αποκλίνουν από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης, παρότι η χώρα συμμετέχει σε κοινό νομισματικό πλαίσιο.

Βασικός μακροοικονομικός παράγοντας διαμόρφωσης των επιτοκίων είναι ο πληθωρισμός. Οι κεντρικές τράπεζες προσαρμόζουν τα βασικά επιτόκια με στόχο τη σταθερότητα των τιμών, καθώς η αύξηση του πληθωρισμού συνήθως οδηγεί σε αυστηρότερη νομισματική πολιτική και υψηλότερα επιτόκια, ώστε να περιοριστεί η υπερβάλλουσα ζήτηση (Blanchard & Johnson, 2013). Η σχέση μεταξύ πληθωρισμού και επιτοκίων εξηγείται και μέσω του Fisher effect, σύμφωνα με το οποίο το ονομαστικό επιτόκιο ενσωματώνει το πραγματικό επιτόκιο και τον αναμενόμενο πληθωρισμό. Όταν οι αγορές αναμένουν υψηλότερο πληθωρισμό, απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις, γεγονός που μεταφέρεται στις αποδόσεις ομολόγων, στο κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών και τελικά στα επιτόκια δανείων. Η μεταπανδημική περίοδος, κατά την οποία η Ευρωζώνη βρέθηκε αντιμέτωπη με έντονη άνοδο των τιμών, ανέδειξε ξανά τη σημασία αυτής της σχέσης, καθώς η ΕΚΤ προχώρησε σε αυξήσεις επιτοκίων που επηρέασαν άμεσα το κόστος δανεισμού.

Η νομισματική πολιτική αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους μηχανισμούς μέσω των οποίων οι μακροοικονομικές συνθήκες επηρεάζουν τα τραπεζικά επιτόκια. Η κεντρική τράπεζα καθορίζει το βασικό επιτόκιο αναφοράς, το οποίο επηρεάζει το κόστος χρηματοδότησης των εμπορικών τραπεζών και στη συνέχεια τα επιτόκια που προσφέρονται σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά (Bindseil, 2014). Σε περιόδους ύφεσης, οι κεντρικές τράπεζες μειώνουν τα επιτόκια για να ενισχύσουν την κατανάλωση, τις επενδύσεις και τη

ζήτηση πιστώσεων. Αντίθετα, σε περιόδους υπερθέρμανσης της οικονομίας ή υψηλού πληθωρισμού, αυξάνουν τα επιτόκια ώστε να περιορίσουν την πιστωτική επέκταση και να συγκρατήσουν τις πληθωριστικές πιέσεις. Ωστόσο, η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στα τραπεζικά επιτόκια δεν είναι αυτόματη ούτε ίδια σε όλες τις χώρες. Στην Ευρωζώνη, η ΕΚΤ εφαρμόζει ενιαία πολιτική, αλλά οι εθνικές τραπεζικές αγορές αντιδρούν διαφορετικά, ανάλογα με τον κίνδυνο χώρας, την ποιότητα των τραπεζικών ισολογισμών και τη διάρθρωση της αγοράς.

Ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης επηρεάζει επίσης τη διαμόρφωση των επιτοκίων. Σε περιόδους οικονομικής άνθησης, η ζήτηση για δανειακά κεφάλαια αυξάνεται, καθώς οι επιχειρήσεις επενδύουν περισσότερο και τα νοικοκυριά εμφανίζονται πιο πρόθυμα να αναλάβουν δανειακές υποχρεώσεις. Η αυξημένη ζήτηση για πιστώσεις μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερα επιτόκια, ιδιαίτερα όταν η οικονομία πλησιάζει το επίπεδο πλήρους απασχόλησης (Mankiw, 2016). Αντίθετα, σε περιόδους ύφεσης ή στασιμότητας, η ζήτηση για δάνεια περιορίζεται, ενώ οι κεντρικές τράπεζες συνήθως μειώνουν τα επιτόκια για να τονώσουν την οικονομική δραστηριότητα. Στην ελληνική περίπτωση, η βαθιά ύφεση της περιόδου της κρίσης χρέους δεν οδήγησε αυτομάτως σε χαμηλά τραπεζικά επιτόκια, επειδή η ύφεση συνοδεύτηκε από αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο, υψηλή αβεβαιότητα και επιδείνωση της ποιότητας των τραπεζικών χαρτοφυλακίων. Αυτό δείχνει ότι η σχέση ανάπτυξης και επιτοκίων δεν είναι μηχανική, αλλά εξαρτάται από το συνολικό επίπεδο κινδύνου της οικονομίας.

Η δημοσιονομική πολιτική και το δημόσιο χρέος αποτελούν επίσης κρίσιμους παράγοντες. Αυξημένες κρατικές δαπάνες ή μειωμένη φορολογία μπορούν να αυξήσουν τη ζήτηση για κεφάλαια και να οδηγήσουν σε υψηλότερα επιτόκια, μια διαδικασία που στη θεωρία περιγράφεται ως crowding out (Blanchard & Johnson, 2013). Πιο σημαντικό όμως για την παρούσα εργασία είναι ότι η αύξηση του δημόσιου χρέους και η αμφισβήτηση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας μιας χώρας μπορούν να αυξήσουν τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων. Οι αποδόσεις αυτές λειτουργούν ως σημείο αναφοράς για την αποτίμηση του κινδύνου στην οικονομία και επηρεάζουν το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών. Στην Ελλάδα, η κρίση χρέους ανέδειξε με έντονο τρόπο τη σχέση μεταξύ κρατικού κινδύνου και τραπεζικού κόστους δανεισμού. Όταν αυξήθηκαν οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων, αυξήθηκε και η αντίληψη κινδύνου για το εγχώριο τραπεζικό σύστημα, γεγονός που επηρέασε τα δανειακά επιτόκια και το επιτοκιακό περιθώριο.

Ο κίνδυνος χώρας αποτελεί έναν από τους πιο σημαντικούς μακροοικονομικούς παράγοντες που εξηγούν τις διαφοροποιήσεις επιτοκίων εντός της Ευρωζώνης. Παρότι οι χώρες της

Ευρωζώνης μοιράζονται κοινό νόμισμα και κοινή νομισματική πολιτική, δεν αντιμετωπίζονται από τις αγορές ως χώρες ίδιου κινδύνου. Οι οίκοι αξιολόγησης, οι επενδυτές και οι αγορές ομολόγων αξιολογούν ξεχωριστά τη δημοσιονομική θέση, την πολιτική σταθερότητα, την αναπτυξιακή δυναμική και την αξιοπιστία κάθε χώρας (Krugman, Obstfeld & Melitz, 2018). Όταν μια χώρα θεωρείται πιο επισφαλής, οι αποδόσεις των ομολόγων της αυξάνονται και το κόστος κεφαλαίου μεταφέρεται σταδιακά στο τραπεζικό σύστημα. Για τον λόγο αυτό, ο κρατικός κίνδυνος λειτουργεί ως γέφυρα μεταξύ μακροοικονομικής αστάθειας και τραπεζικών επιτοκίων. Στην ελληνική περίπτωση, ο *sovereign risk* αποτέλεσε βασικό παράγοντα διαφοροποίησης σε σχέση με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης, ιδίως κατά την περίοδο 2010–2015.

Οι προσδοκίες των αγορών επηρεάζουν επίσης καθοριστικά το επίπεδο των επιτοκίων. Οι αγορές δεν αντιδρούν μόνο στα τρέχοντα οικονομικά δεδομένα, αλλά και στις προβλέψεις για τον μελλοντικό πληθωρισμό, την ανάπτυξη, τη δημοσιονομική πολιτική και τις αποφάσεις της κεντρικής τράπεζας. Η θεωρία των ορθολογικών προσδοκιών εξηγεί γιατί οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις συχνά μεταβάλλονται πριν ακόμη υπάρξει επίσημη μεταβολή στα βασικά επιτόκια (Burda & Wyplosz, 2017). Εάν οι επενδυτές αναμένουν μελλοντική αύξηση επιτοκίων, οι αποδόσεις των ομολόγων μπορεί να αυξηθούν νωρίτερα, επηρεάζοντας το κόστος χρηματοδότησης τραπεζών και επιχειρήσεων. Αντίστοιχα, εάν αναμένουν μείωση του πληθωρισμού ή χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής, οι αποδόσεις μπορεί να υποχωρήσουν. Η διάσταση αυτή είναι κρίσιμη για την ανάλυση της περιόδου 2022–2024, καθώς οι προσδοκίες για διαδοχικές αυξήσεις επιτοκίων από την ΕΚΤ επηρέασαν άμεσα τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες στην Ευρωζώνη.

Οι διεθνείς ροές κεφαλαίων αποτελούν ακόμη έναν παράγοντα που επηρεάζει τη διαμόρφωση των επιτοκίων, ιδιαίτερα σε ανοικτές οικονομίες. Η κινητικότητα των κεφαλαίων μπορεί να δημιουργήσει πιέσεις σύγκλισης των επιτοκίων μεταξύ χωρών, καθώς οι επενδυτές αναζητούν υψηλότερες αποδόσεις και χαμηλότερο κίνδυνο. Ωστόσο, σε περιόδους αβεβαιότητας, οι ροές κεφαλαίων συχνά κατευθύνονται προς ασφαλέστερες αγορές, πιέζοντας προς τα κάτω τα επιτόκια στις χώρες χαμηλού κινδύνου και αυξάνοντας το κόστος χρηματοδότησης στις χώρες υψηλότερου κινδύνου (Krugman, Obstfeld & Melitz, 2018). Το φαινόμενο αυτό παρατηρήθηκε έντονα κατά την κρίση χρέους της Ευρωζώνης, όταν οι επενδυτές στράφηκαν προς τίτλους χωρών του «πυρήνα», όπως η Γερμανία, ενώ οι χώρες της περιφέρειας αντιμετώπισαν αυξημένο κόστος δανεισμού. Έτσι, η ίδια νομισματική ένωση παρήγαγε διαφορετικές χρηματοπιστωτικές συνθήκες ανάλογα με την αντίληψη κινδύνου κάθε χώρας.

Η ανεργία και η κατάσταση της αγοράς εργασίας επηρεάζουν έμμεσα τα επιτόκια μέσω της συνολικής ζήτησης και του πιστωτικού κινδύνου. Υψηλά επίπεδα ανεργίας περιορίζουν το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, μειώνουν την κατανάλωση και αυξάνουν την πιθανότητα αθέτησης δανειακών υποχρεώσεων. Οι τράπεζες, λαμβάνοντας υπόψη αυτόν τον αυξημένο κίνδυνο, μπορεί να αυξήσουν τα επιτόκια δανεισμού ή να γίνουν πιο αυστηρές στη χορήγηση πιστώσεων. Παράλληλα, οι κεντρικές τράπεζες σε περιόδους υψηλής ανεργίας τείνουν να εφαρμόζουν πιο χαλαρή νομισματική πολιτική, εφόσον ο πληθωρισμός το επιτρέπει (Blanchard & Johnson, 2013). Η ελληνική εμπειρία δείχνει ότι η υψηλή ανεργία της περιόδου της κρίσης συνδέθηκε με αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο και με επιδείνωση της ποιότητας των δανειακών χαρτοφυλακίων, στοιχεία που επηρέασαν την τραπεζική τιμολόγηση.

Η παραγωγικότητα αποτελεί πιο μακροπρόθεσμο αλλά ουσιαστικό παράγοντα διαμόρφωσης των επιτοκίων. Η αύξηση της παραγωγικότητας ενισχύει το αναμενόμενο εισόδημα, αυξάνει τις επενδυτικές ευκαιρίες και μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερη ζήτηση για κεφάλαια (Mankiw, 2016). Παράλληλα, μια οικονομία με υψηλότερη παραγωγικότητα θεωρείται πιο ανθεκτική και λιγότερο επισφαλής, γεγονός που μπορεί να μειώσει το risk premium. Αντίθετα, χαμηλή παραγωγικότητα και αδύναμη αναπτυξιακή δυναμική μπορούν να διατηρούν υψηλό τον κίνδυνο χώρας και να επηρεάζουν αρνητικά την πιστοληπτική εικόνα επιχειρήσεων και κράτους. Για την Ελλάδα, η ανάκαμψη της παραγωγικότητας και η βελτίωση των μακροοικονομικών προοπτικών μετά την κρίση αποτελούν σημαντικές προϋποθέσεις για τη σταδιακή αποκλιμάκωση του κόστους δανεισμού και τη σύγκλιση με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης.

Η μεταβλητότητα των αγορών και η γενικότερη χρηματοπιστωτική αβεβαιότητα επηρεάζουν άμεσα τη διαμόρφωση επιτοκίων. Σε περιόδους αυξημένης αβεβαιότητας, οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερη απόδοση για να αναλάβουν κίνδυνο, γεγονός που αυξάνει τα risk premia τόσο στα κρατικά όσο και στα εταιρικά ομόλογα (Fabozzi, 2016). Οι τράπεζες, από την πλευρά τους, ενσωματώνουν αυτή την αβεβαιότητα στην τιμολόγηση των δανείων, αυξάνοντας τα περιθώρια ώστε να προστατευθούν από πιθανές ζημιές. Η κρίση του 2008, η κρίση χρέους της Ευρωζώνης και η μεταπανδημική περίοδος υψηλού πληθωρισμού αποτελούν χαρακτηριστικά παραδείγματα περιόδων κατά τις οποίες η αβεβαιότητα επηρέασε το κόστος κεφαλαίου και τη λειτουργία των τραπεζικών επιτοκίων (Mishkin, 2019).

Οι μη συμβατικές πολιτικές των κεντρικών τραπεζών αποτέλεσαν σημαντικό στοιχείο του μακροοικονομικού περιβάλλοντος μετά την κρίση του 2008. Η ποσοτική χαλάρωση, τα

προγράμματα αγοράς τίτλων και τα αρνητικά επιτόκια είχαν ως στόχο τη μείωση του κόστους χρηματοδότησης, την ενίσχυση της ρευστότητας και την αποκατάσταση της λειτουργίας του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Ωστόσο, οι επιδράσεις αυτών των πολιτικών δεν ήταν ίδιες σε όλες τις χώρες της Ευρωζώνης. Οι χώρες με ισχυρότερα τραπεζικά συστήματα και χαμηλότερο κρατικό κίνδυνο επωφελήθηκαν ταχύτερα από τη μείωση του κόστους χρήματος, ενώ χώρες με υψηλά NPLs και αυξημένη δημοσιονομική αβεβαιότητα αντιμετώπισαν πιο αργή και μερική μετακύλιση στα τραπεζικά επιτόκια. Αυτό δείχνει ότι η νομισματική χαλάρωση μπορεί να μειώνει τα επιτόκια αναφοράς, αλλά δεν εξαλείφει τις διαρθρωτικές διαφοροποιήσεις μεταξύ χωρών.

Τέλος, η δημογραφική εξέλιξη αποτελεί έναν μακροπρόθεσμο παράγοντα που επηρεάζει τη σχέση αποταμίευσης, επένδυσης και επιτοκίων. Οι γηράσκοντες πληθυσμοί τείνουν να αυξάνουν την αποταμίευση και να περιορίζουν τις επενδυτικές ανάγκες, γεγονός που μπορεί να συμβάλει σε χαμηλότερα πραγματικά επιτόκια σε βάθος χρόνου (Mishkin, 2019). Παρότι η δημογραφία δεν εξηγεί τις βραχυπρόθεσμες αποκλίσεις Ελλάδας–Ευρωζώνης, επηρεάζει το ευρύτερο περιβάλλον χαμηλής ανάπτυξης και χαμηλών πραγματικών αποδόσεων που χαρακτήρισε μεγάλο μέρος της προηγούμενης δεκαετίας. Η γήρανση του πληθυσμού, η μείωση του εργατικού δυναμικού και η περιορισμένη επενδυτική δυναμική μπορούν να επηρεάσουν τόσο τη ζήτηση για δάνεια όσο και την αποταμιευτική συμπεριφορά.

2.3 Μικροοικονομικοί και Τραπεζοκεντρικοί Παράγοντες

Οι μικροοικονομικοί και τραπεζοκεντρικοί παράγοντες αποτελούν κρίσιμη διάσταση στη διαμόρφωση των τραπεζικών επιτοκίων, διότι εξηγούν γιατί οι τράπεζες δεν μεταφέρουν με τον ίδιο τρόπο τις μεταβολές της νομισματικής πολιτικής στα δανειακά και καταθετικά προϊόντα. Η διαμόρφωση των επιτοκίων από τις εμπορικές τράπεζες δεν εξαρτάται μόνο από το γενικό μακροοικονομικό περιβάλλον ή από τα βασικά επιτόκια της κεντρικής τράπεζας, αλλά και από εσωτερικές παραμέτρους που αφορούν τη δομή κόστους, το επίπεδο κινδύνου, την κεφαλαιακή επάρκεια, την ποιότητα του ενεργητικού, τη ρευστότητα και τη στρατηγική τιμολόγησης κάθε τράπεζας. Σύμφωνα με τη θεωρία της τραπεζικής διαμεσολάβησης, οι τράπεζες λειτουργούν ως οργανισμοί που μετασχηματίζουν ληκτότητες και κινδύνους, αναλαμβάνοντας αβεβαιότητες που συνδέονται με τη συμπεριφορά των καταθετών και των δανειοληπτών (Freixas & Rochet, 2008). Επομένως, τα επιτόκια που τελικά προσφέρονται στην αγορά δεν αποτελούν απλή αντανάκλαση των επιτοκίων πολιτικής, αλλά προϊόν σύνθετης τραπεζικής αξιολόγησης.

Ένας από τους σημαντικότερους τραπεζοκεντρικούς παράγοντες είναι το λειτουργικό κόστος. Οι τράπεζες αντιμετωπίζουν δαπάνες προσωπικού, κόστος δικτύου καταστημάτων, επενδύσεις σε πληροφοριακά συστήματα, έξοδα συμμόρφωσης με το ρυθμιστικό πλαίσιο και κόστος εσωτερικού ελέγχου. Όλα αυτά τα στοιχεία επηρεάζουν το περιθώριο επιτοκίου, καθώς οι τράπεζες πρέπει να καλύψουν τα λειτουργικά τους έξοδα μέσα από τα έσοδα που προκύπτουν από τις χορηγήσεις, τις προμήθειες και τις λοιπές τραπεζικές εργασίες (Koch & MacDonald, 2015). Όσο υψηλότερο είναι το λειτουργικό κόστος, τόσο μεγαλύτερη είναι η ανάγκη για υψηλότερα περιθώρια, ιδίως σε τραπεζικά συστήματα όπου η κερδοφορία εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το καθαρό επιτοκιακό εισόδημα. Στην ελληνική περίπτωση, η αναδιάρθρωση του τραπεζικού συστήματος μετά την κρίση, η μείωση του αριθμού καταστημάτων και η στροφή προς την ψηφιακή τραπεζική συνδέονται με προσπάθεια περιορισμού του λειτουργικού κόστους, χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι οι επιπτώσεις στα τελικά επιτόκια είναι άμεσες ή πλήρως ορατές.

Ιδιαίτερη σημασία έχει επίσης η χρηματοδοτική βάση των τραπεζών. Οι τράπεζες χρηματοδοτούν τις χορηγήσεις τους μέσω καταθέσεων, διατραπεζικού δανεισμού, εκδόσεων ομολόγων, πρόσβασης στις πράξεις της κεντρικής τράπεζας και λοιπών κεφαλαιακών εργαλείων. Η σύνθεση αυτών των πηγών καθορίζει το συνολικό κόστος χρηματοδότησης και επηρεάζει άμεσα την τιμολογιακή πολιτική των τραπεζών (Saunders & Cornett, 2020). Μια τράπεζα με σταθερή, ευρεία και χαμηλού κόστους καταθετική βάση έχει μεγαλύτερη δυνατότητα να προσφέρει ανταγωνιστικά επιτόκια δανείων. Αντίθετα, μια τράπεζα που εξαρτάται περισσότερο από ακριβότερες πηγές χρηματοδότησης είναι πιθανό να μετακυλίει το αυξημένο κόστος στους δανειολήπτες. Στην Ευρωζώνη, οι διαφορές στο κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών αποτελούν έναν από τους λόγους για τους οποίους η ίδια πολιτική της ΕΚΤ δεν οδηγεί σε πλήρως ενιαία τραπεζικά επιτόκια.

Ο πιστωτικός κίνδυνος αποτελεί ίσως τον σημαντικότερο μικροοικονομικό παράγοντα διαμόρφωσης των δανειακών επιτοκίων. Οι τράπεζες αξιολογούν την πιθανότητα αθέτησης κάθε δανειολήπτη, την ποιότητα των εξασφαλίσεων, τη χρηματοοικονομική του κατάσταση και τη γενικότερη ικανότητα αποπληρωμής. Η αξιολόγηση αυτή οδηγεί σε τιμολόγηση βάσει κινδύνου, δηλαδή σε risk-based pricing, όπου οι πελάτες υψηλότερου κινδύνου επιβαρύνονται με υψηλότερο επιτόκιο (Koch & MacDonald, 2015). Η λογική αυτή δεν εφαρμόζεται μόνο σε ατομικό επίπεδο πελάτη, αλλά και σε επίπεδο αγοράς και οικονομίας. Όταν μια χώρα εμφανίζει αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο, υψηλή αβεβαιότητα ή μεγάλη συσσώρευση μη εξυπηρετούμενων δανείων, οι τράπεζες τείνουν να διαμορφώνουν πιο συντηρητική πιστωτική πολιτική και να διατηρούν υψηλότερα περιθώρια. Αυτό είναι

ιδιαίτερα σημαντικό για την Ελλάδα, όπου η μεγάλη αύξηση των NPLs κατά την περίοδο της κρίσης επηρέασε τη δυνατότητα των τραπεζών να χορηγούν νέα δάνεια με χαμηλότερο κόστος.

Η ποιότητα του τραπεζικού ενεργητικού συνδέεται άμεσα με τον πιστωτικό κίνδυνο και με το επιτοκιακό περιθώριο. Τράπεζες με υψηλό ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων χρειάζονται αυξημένες προβλέψεις, δεσμεύουν κεφάλαια για την κάλυψη πιθανών ζημιών και αντιμετωπίζουν μεγαλύτερη πίεση στην κερδοφορία τους. Ως αποτέλεσμα, μπορεί να διαμορφώνουν υψηλότερα επιτόκια στις νέες χορηγήσεις, ώστε να αντισταθμίσουν το αυξημένο κόστος κινδύνου (Freixas & Rochet, 2008). Στην ελληνική τραπεζική αγορά, η μείωση των NPLs μετά το 2019 αποτέλεσε σημαντική εξέλιξη για την αποκατάσταση της τραπεζικής σταθερότητας. Ωστόσο, η μείωση του αποθέματος προβληματικών δανείων δεν συνεπάγεται αυτομάτως πλήρη σύγκλιση των επιτοκίων με την Ευρωζώνη, καθώς οι αγορές λαμβάνουν υπόψη και την ιστορική εμπειρία κινδύνου, την ποιότητα των νέων χορηγήσεων και τη συνολική ανθεκτικότητα των τραπεζικών ισολογισμών.

Η κεφαλαιακή επάρκεια αποτελεί επίσης βασικό τραπεζοκεντρικό παράγοντα. Οι τράπεζες με υψηλότερα κεφαλαιακά αποθέματα είναι σε καλύτερη θέση να απορροφούν ζημίες, να αντέχουν σε περιόδους κρίσης και να διατηρούν ομαλότερη πιστωτική πολιτική. Αντίθετα, τράπεζες με χαμηλότερη κεφαλαιακή επάρκεια μπορεί να περιορίζουν τη χορήγηση δανείων ή να αυξάνουν το επιτόκιο δανεισμού, ώστε να ενισχύσουν την αποδοτικότητα των κεφαλαίων τους και να καλύψουν αυξημένες εποπτικές απαιτήσεις. Η κεφαλαιακή θέση των τραπεζών συνδέεται επομένως με το κόστος δανεισμού στην πραγματική οικονομία, διότι επηρεάζει τη διάθεση ανάληψης κινδύνου και τη δυνατότητα επέκτασης του δανειακού χαρτοφυλακίου. Για την ελληνική περίπτωση, οι ανακεφαλαιοποιήσεις και η μεταγενέστερη εξυγίανση των τραπεζικών ισολογισμών αποτέλεσαν κρίσιμες διαδικασίες για τη σταδιακή βελτίωση της πιστωτικής λειτουργίας.

Ο κίνδυνος ρευστότητας αποτελεί ακόμη έναν παράγοντα που επηρεάζει τα τραπεζικά επιτόκια. Οι τράπεζες πρέπει να διατηρούν επαρκή ρευστά διαθέσιμα ώστε να μπορούν να ανταποκριθούν σε αναλήψεις καταθέσεων, ανάγκες χρηματοδότησης και απρόβλεπτες συνθήκες αγοράς. Η διατήρηση ρευστότητας έχει κόστος, διότι μέρος των πόρων τοποθετείται σε ασφαλή και χαμηλότερης απόδοσης στοιχεία ενεργητικού. Το κόστος αυτό μπορεί να ενσωματώνεται στα επιτόκια δανεισμού (Freixas & Rochet, 2008). Οι τράπεζες που έχουν μεγαλύτερη εξάρτηση από ασταθείς πηγές χρηματοδότησης ή από αγορές χονδρικής είναι πιο ευάλωτες σε περιόδους αύξησης του κόστους χρήματος. Στην κρίση χρέους της Ευρωζώνης, η πρόσβαση των τραπεζών στη χρηματοδότηση δεν ήταν ίδια σε

όλες τις χώρες, γεγονός που ενίσχυσε τις διαφοροποιήσεις στα τελικά τραπεζικά επιτόκια. Ο κίνδυνος επιτοκίων επηρεάζει επίσης τη διαμόρφωση του περιθωρίου. Οι τράπεζες αντλούν κεφάλαια και χορηγούν δάνεια με διαφορετικές διάρκειες, γεγονός που δημιουργεί έκθεση σε μεταβολές επιτοκίων. Εάν το κόστος χρηματοδότησης αυξηθεί γρηγορότερα από τις αποδόσεις των στοιχείων ενεργητικού, το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο μπορεί να πιεστεί. Για τον λόγο αυτό, οι τράπεζες εφαρμόζουν τεχνικές διαχείρισης ενεργητικού–παθητικού, όπως gap analysis, duration analysis και προσομοιώσεις σεναρίων, ώστε να περιορίσουν τις αρνητικές επιπτώσεις από μεταβολές επιτοκίων (Saunders & Cornett, 2020). Σε περιόδους απότομης αύξησης των επιτοκίων, όπως μετά το 2022, η διαχείριση αυτού του κινδύνου αποκτά ιδιαίτερη σημασία, διότι επηρεάζει τόσο την κερδοφορία των τραπεζών όσο και τη δυνατότητα ομαλής μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

Η δομή της τραπεζικής αγοράς και ο βαθμός ανταγωνισμού διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στη διαμόρφωση των επιτοκίων. Σε αγορές με υψηλή συγκέντρωση, οι τράπεζες μπορεί να διαθέτουν μεγαλύτερη ισχύ τιμολόγησης και να διατηρούν υψηλότερα περιθώρια, ιδίως όταν οι πελάτες έχουν περιορισμένη δυνατότητα μετακίνησης μεταξύ τραπεζών. Αντίθετα, σε πιο ανταγωνιστικές αγορές, ο ανταγωνισμός πιέζει τις τράπεζες να προσφέρουν χαμηλότερα δανειακά επιτόκια ή υψηλότερα καταθετικά επιτόκια, περιορίζοντας το spread (Freixas & Rochet, 2008). Η ελληνική τραπεζική αγορά χαρακτηρίζεται από υψηλό βαθμό συγκέντρωσης, ιδιαίτερα μετά τις συγχωνεύσεις και αναδιαρθρώσεις της περιόδου της κρίσης. Το στοιχείο αυτό μπορεί να συμβάλλει στη βραδύτερη προσαρμογή ορισμένων επιτοκίων και στη διατήρηση διαφορών σε σχέση με πιο ανταγωνιστικές αγορές της Ευρωζώνης.

Στενά συνδεδεμένο με τον ανταγωνισμό είναι το φαινόμενο της ακαμψίας των καταθετικών επιτοκίων, γνωστό και ως deposit stickiness. Σε ορισμένα τραπεζικά συστήματα, οι καταθέτες δεν μετακινούν εύκολα τα χρήματά τους από τράπεζα σε τράπεζα ή από καταθέσεις σε εναλλακτικά προϊόντα, ακόμη και όταν οι αποδόσεις είναι χαμηλές. Αυτό επιτρέπει στις τράπεζες να αυξάνουν βραδύτερα τα καταθετικά επιτόκια σε περιόδους ανόδου των επιτοκίων της ΕΚΤ, διατηρώντας υψηλότερο επιτοκιακό περιθώριο. Η συμπεριφορά αυτή είναι κρίσιμη για την ανάλυση της ασύμμετρης μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, διότι εξηγεί γιατί οι αυξήσεις των επιτοκίων μεταφέρονται συχνότερα ταχύτερα στα δάνεια από ό,τι στις καταθέσεις. Στην ελληνική περίπτωση, η περιορισμένη ένταση ανταγωνισμού στις καταθέσεις και η ισχυρή θέση των συστημικών τραπεζών μπορούν να συμβάλλουν στη διατήρηση χαμηλότερων καταθετικών αποδόσεων σε σχέση με την άνοδο των δανειακών επιτοκίων.

Η τιμολογιακή διαφοροποίηση μεταξύ πελατών αποτελεί επίσης χαρακτηριστικό της τραπεζικής πρακτικής. Οι τράπεζες εφαρμόζουν διαφορετικά επιτόκια ανάλογα με το προφίλ κινδύνου, τη διαπραγματευτική ισχύ, το ύψος των εξασφαλίσεων, τη διάρκεια της σχέσης με τον πελάτη και την πιθανότητα διατήρησης συνεργασίας. Η πρακτική αυτή, που συνδέεται με *price discrimination*, επιτρέπει στις τράπεζες να προσαρμόζουν την τιμολόγηση στα χαρακτηριστικά κάθε δανειολήπτη (Koch & MacDonald, 2015). Ωστόσο, σε επίπεδο συνολικής αγοράς, η διαφοροποίηση αυτή μπορεί να οδηγήσει σε σημαντικές αποκλίσεις μεταξύ κατηγοριών πελατών, όπως μεγάλες επιχειρήσεις, μικρομεσαίες επιχειρήσεις και νοικοκυριά. Ειδικά οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις, οι οποίες συχνά εξαρτώνται περισσότερο από τις τράπεζες και διαθέτουν περιορισμένη πρόσβαση σε κεφαλαιαγορές, μπορεί να αντιμετωπίζουν υψηλότερο κόστος δανεισμού.

Η πιστοληπτική διαβάθμιση της ίδιας της τράπεζας επηρεάζει επίσης το κόστος χρηματοδότησης και, κατά συνέπεια, τα επιτόκια που μπορεί να προσφέρει. Τράπεζες με υψηλότερη πιστοληπτική αξιολόγηση έχουν καλύτερη πρόσβαση στις αγορές και μπορούν να αντλούν κεφάλαια με χαμηλότερο κόστος. Αντίθετα, τράπεζες με χαμηλότερη διαβάθμιση αντιμετωπίζουν αυξημένο κόστος χρηματοδότησης και περιορισμένη ευελιξία στην τιμολόγηση (Koch & MacDonald, 2015). Η τραπεζική πιστοληπτική διαβάθμιση συνδέεται συχνά με τον κίνδυνο χώρας, καθώς οι τράπεζες μιας οικονομίας επηρεάζονται από τη δημοσιονομική θέση, τη σταθερότητα και την αξιοπιστία του κράτους στο οποίο λειτουργούν. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό για την Ελλάδα, όπου κατά την περίοδο της κρίσης ο κρατικός κίνδυνος και ο τραπεζικός κίνδυνος αλληλοενισχύθηκαν.

Η εταιρική διακυβέρνηση και οι εσωτερικές πολιτικές διαχείρισης κινδύνου αποτελούν παράγοντες που επηρεάζουν έμμεσα αλλά ουσιαστικά τα επιτόκια. Τράπεζες με ισχυρούς μηχανισμούς εσωτερικού ελέγχου, σαφείς διαδικασίες αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου και αποτελεσματική διακυβέρνηση μπορούν να περιορίζουν τις ζημιές, να μειώνουν την αβεβαιότητα και να διαχειρίζονται καλύτερα το κόστος κινδύνου (Saunders & Cornett, 2020). Αντίθετα, αδύναμες πρακτικές διακυβέρνησης μπορεί να οδηγήσουν σε κακή ποιότητα χορηγήσεων, αύξηση NPLs και ανάγκη για υψηλότερα περιθώρια. Η εμπειρία της ελληνικής κρίσης ανέδειξε τη σημασία της βελτίωσης των διαδικασιών πιστοδότησης, της ενίσχυσης των εσωτερικών ελέγχων και της πιο αυστηρής εποπτείας της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου.

Η τεχνολογική πρόοδος και η ψηφιοποίηση επηρεάζουν ολόένα περισσότερο τη δομή κόστους και την τιμολογιακή πολιτική των τραπεζών. Η αυτοματοποίηση διαδικασιών, η ηλεκτρονική τραπεζική, τα ψηφιακά κανάλια εξυπηρέτησης και η χρήση προηγμένων

συστημάτων αξιολόγησης κινδύνου μπορούν να μειώσουν το λειτουργικό κόστος και να βελτιώσουν την ταχύτητα λήψης πιστωτικών αποφάσεων. Παράλληλα, η ανάπτυξη fintech εταιρειών αυξάνει τον ανταγωνισμό σε επιμέρους χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και μπορεί να ασκήσει πίεση στα περιθώρια των παραδοσιακών τραπεζών (Saunders & Cornett, 2020). Ωστόσο, η ψηφιοποίηση δεν συνεπάγεται μόνο μείωση κόστους, καθώς απαιτεί σημαντικές επενδύσεις σε τεχνολογικές υποδομές, κυβερνοασφάλεια και κανονιστική συμμόρφωση. Για τον λόγο αυτό, η επίδρασή της στα τραπεζικά επιτόκια είναι σύνθετη και εξαρτάται από το εάν οι μακροπρόθεσμες αποδοτικότητες υπερβαίνουν το αρχικό κόστος μετάβασης.

2.4 Θεωρητικές Προσεγγίσεις για τον Προσδιορισμό του Περιθωρίου Επιτοκίου (Interest Rate Spread)

Οι θεωρητικές προσεγγίσεις για τον προσδιορισμό του περιθωρίου επιτοκίου, δηλαδή της διαφοράς μεταξύ των επιτοκίων χορηγήσεων και των επιτοκίων καταθέσεων, αποτελούν κεντρικό πυλώνα της τραπεζικής θεωρίας. Το επιτοκιακό περιθώριο δεν είναι απλώς ένας δείκτης κερδοφορίας των τραπεζών, αλλά αποτυπώνει τον τρόπο με τον οποίο οι τράπεζες τιμολογούν τον κίνδυνο, καλύπτουν το κόστος χρηματοδότησης, αντιδρούν στις συνθήκες της αγοράς και διαχειρίζονται τις κανονιστικές απαιτήσεις. Στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας, η θεωρητική ανάλυση του spread είναι ιδιαίτερα σημαντική, διότι βοηθά να ερμηνευθεί γιατί η Ελλάδα εμφάνισε διαχρονικά υψηλότερα τραπεζικά περιθώρια σε σχέση με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης, παρά την ύπαρξη κοινής νομισματικής πολιτικής από την ΕΚΤ.

Η βασική λογική του επιτοκιακού περιθωρίου στηρίζεται στην ιδέα ότι οι τράπεζες λειτουργούν ως ενδιάμεσοι οργανισμοί μεταξύ αποταμιευτών και δανειοληπτών. Από τη μία πλευρά, αντλούν κεφάλαια μέσω καταθέσεων και άλλων πηγών χρηματοδότησης, ενώ από την άλλη πλευρά τα διοχετεύουν στην οικονομία μέσω δανείων. Η διαφορά ανάμεσα στην απόδοση που εισπράττουν από τις χορηγήσεις και στο κόστος που πληρώνουν για τις καταθέσεις ή τη χρηματοδότησή τους αποτελεί το επιτοκιακό περιθώριο. Ωστόσο, η διαφορά αυτή δεν μπορεί να θεωρηθεί απλώς «κέρδος». Περιλαμβάνει αποζημίωση για τον πιστωτικό κίνδυνο, τον κίνδυνο ρευστότητας, τον κίνδυνο επιτοκίων, το λειτουργικό κόστος, το κόστος κεφαλαίου και την αβεβαιότητα που συνοδεύει την τραπεζική δραστηριότητα (Freixas & Rochet, 2008).

Η κλασική θεωρητική βάση για την ανάλυση του επιτοκιακού περιθωρίου βρίσκεται στο

υπόδειγμα των Ho και Saunders (1981). Σύμφωνα με το υπόδειγμα αυτό, οι τράπεζες λειτουργούν ως risk-averse διαμεσολαβητές, οι οποίοι αντιμετωπίζουν αβεβαιότητα σχετικά με τη ζήτηση δανείων, την προσφορά καταθέσεων και τις μεταβολές των επιτοκίων. Το spread προσδιορίζεται ως η αμοιβή που απαιτεί η τράπεζα για να αναλάβει αυτούς τους κινδύνους. Όσο μεγαλύτερη είναι η μεταβλητότητα των επιτοκίων και όσο υψηλότερη είναι η αβεβαιότητα στις συναλλαγές, τόσο μεγαλύτερο είναι το περιθώριο που χρειάζεται η τράπεζα για να προστατεύσει την κερδοφορία και τη σταθερότητά της. Η σημασία του υποδείγματος αυτού είναι μεγάλη, διότι δείχνει ότι το επιτοκιακό περιθώριο δεν είναι αυθαίρετο, αλλά συνδέεται με αντικειμενικές συνθήκες κινδύνου και αβεβαιότητας.

Η προσέγγιση των Ho και Saunders είναι ιδιαίτερα χρήσιμη για την ελληνική περίπτωση, διότι η περίοδος 2010–2024 χαρακτηρίστηκε από έντονες διακυμάνσεις στο οικονομικό και τραπεζικό περιβάλλον. Κατά την περίοδο της κρίσης χρέους, οι ελληνικές τράπεζες λειτούργησαν μέσα σε συνθήκες υψηλού κρατικού κινδύνου, περιορισμένης πρόσβασης στις αγορές, αυξημένων μη εξυπηρετούμενων δανείων και αβεβαιότητας για τη σταθερότητα της οικονομίας. Με βάση τη θεωρία του επιτοκιακού περιθωρίου, τέτοιες συνθήκες δικαιολογούν τη διατήρηση υψηλότερων spreads, καθώς οι τράπεζες χρειάζονται μεγαλύτερη αποζημίωση για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν. Επομένως, η θεωρία αυτή συνδέεται άμεσα με το ερευνητικό ερώτημα που αφορά τους παράγοντες απόκλισης των ελληνικών επιτοκίων από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης.

Το υπόδειγμα του Allen (1988) επεκτείνει τη συζήτηση, ενσωματώνοντας την ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ τράπεζας και δανειολήπτη. Στην τραπεζική αγορά, η τράπεζα δεν γνωρίζει πάντα με απόλυτη βεβαιότητα την πραγματική οικονομική κατάσταση, τις προθέσεις και τη μελλοντική ικανότητα αποπληρωμής του πελάτη. Αυτή η ατελής πληροφόρηση δημιουργεί προβλήματα adverse selection και moral hazard. Η adverse selection αφορά τον κίνδυνο οι πιο επισφαλείς δανειολήπτες να είναι πιο πρόθυμοι να δανειστούν με υψηλά επιτόκια, ενώ το moral hazard αφορά την πιθανότητα ο δανειολήπτης να αναλάβει μεγαλύτερο κίνδυνο μετά τη λήψη του δανείου. Για να αντισταθμίσουν αυτούς τους κινδύνους, οι τράπεζες ενσωματώνουν πρόσθετο risk premium στο επιτόκιο χορηγήσεων (Freixas & Rochet, 2008).

Η θεωρία της ασυμμετρίας πληροφόρησης έχει ιδιαίτερη σημασία για οικονομίες όπου η ποιότητα των δανειακών χαρτοφυλακίων έχει επιδεινωθεί. Σε περιβάλλον υψηλών NPLs, όπως στην Ελλάδα κατά την προηγούμενη δεκαετία, οι τράπεζες γίνονται πιο επιφυλακτικές στην αξιολόγηση νέων δανείων και τείνουν να αυξάνουν το κόστος δανεισμού για να καλύψουν τον αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο. Αυτό δεν σημαίνει ότι κάθε αύξηση του spread

οφείλεται αποκλειστικά στα NPLs, αλλά δείχνει ότι η ποιότητα του ενεργητικού αποτελεί κεντρικό μηχανισμό μέσω του οποίου ο πιστωτικός κίνδυνος μεταφέρεται στα τραπεζικά επιτόκια. Με αυτόν τον τρόπο, η θεωρία συνδέεται άμεσα με την υπόθεση ότι υψηλότερα επίπεδα μη εξυπηρετούμενων δανείων σχετίζονται με υψηλότερο επιτοκιακό περιθώριο.

Σημαντική συμβολή στην ανάλυση του spread έχει και το υπόδειγμα του Angbazo (1997), το οποίο ενσωματώνει ρητά τον πιστωτικό κίνδυνο και τον κίνδυνο επιτοκίων. Η προσέγγιση αυτή υποστηρίζει ότι το επιτοκιακό περιθώριο αυξάνεται όταν αυξάνεται η πιθανότητα αθέτησης δανείων ή όταν αυξάνεται η μεταβλητότητα των επιτοκίων. Οι τράπεζες, προκειμένου να προστατευθούν από πιθανές απώλειες, διαμορφώνουν υψηλότερα περιθώρια, ιδιαίτερα όταν το οικονομικό περιβάλλον είναι ασταθές (Koch & MacDonald, 2015). Η αξία αυτού του υποδείγματος είναι ότι συνδέει το spread όχι μόνο με τη γενική τραπεζική λειτουργία, αλλά και με συγκεκριμένες κατηγορίες κινδύνου που μπορούν να παρατηρηθούν εμπειρικά, όπως ο πιστωτικός κίνδυνος και η αστάθεια των επιτοκίων.

Η θεωρία της αγοράς με ατελή ανταγωνισμό αποτελεί επίσης βασική προσέγγιση για την ερμηνεία του επιτοκιακού περιθωρίου. Σε ένα πλήρως ανταγωνιστικό τραπεζικό σύστημα, οι τράπεζες θα είχαν περιορισμένη δυνατότητα να διατηρούν υψηλά spreads, καθώς ο ανταγωνισμός θα πίεζε τα δανειακά επιτόκια προς τα κάτω και τα καταθετικά επιτόκια προς τα πάνω. Αντίθετα, σε αγορές με υψηλή συγκέντρωση, οι τράπεζες μπορεί να διαθέτουν μεγαλύτερη ισχύ τιμολόγησης, γεγονός που τους επιτρέπει να διατηρούν ευρύτερα περιθώρια. Το υπόδειγμα Monti-Klein, ως κλασικό υπόδειγμα τραπεζικής συμπεριφοράς, δείχνει ότι η τιμολόγηση δανείων και καταθέσεων εξαρτάται από το κόστος χρηματοδότησης, την ελαστικότητα ζήτησης και προσφοράς, και τον βαθμό ανταγωνισμού στην αγορά (Freixas & Rochet, 2008).

Η διάσταση του ανταγωνισμού είναι ιδιαίτερα σημαντική για τη σύγκριση Ελλάδας-Ευρωζώνης. Η ελληνική τραπεζική αγορά μετά την κρίση χαρακτηρίστηκε από υψηλή συγκέντρωση, λόγω συγχωνεύσεων, αναδιαρθρώσεων και περιορισμού του αριθμού των συστημικών τραπεζών. Αυτό μπορεί να επηρεάζει τη συμπεριφορά των επιτοκίων, ιδίως στα καταθετικά προϊόντα, όπου η χαμηλή κινητικότητα των καταθετών επιτρέπει στις τράπεζες να αυξάνουν πιο αργά τις αποδόσεις των καταθέσεων. Επομένως, ο ανταγωνισμός δεν λειτουργεί μόνο ως θεωρητικός παράγοντας, αλλά ως πρακτικός μηχανισμός που μπορεί να εξηγήσει γιατί το επιτοκιακό περιθώριο παραμένει υψηλότερο σε ορισμένες αγορές.

Η θεωρία της ασύμμετρης προσαρμογής των επιτοκίων συνδέεται στενά με το προηγούμενο ζήτημα. Σύμφωνα με τη σχετική βιβλιογραφία, οι τράπεζες δεν προσαρμόζουν πάντα τα δανειακά και καταθετικά επιτόκια με την ίδια ταχύτητα όταν μεταβάλλονται τα επιτόκια

αναφοράς. Συχνά, οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων μεταφέρονται ταχύτερα στα δανειακά επιτόκια, ενώ τα καταθετικά επιτόκια αυξάνονται πιο αργά και σε μικρότερο βαθμό. Αυτό οδηγεί σε προσωρινή ή και πιο παρατεταμένη διεύρυνση του επιτοκιακού περιθωρίου. Η ασύμμετρία αυτή είναι κρίσιμη για την παρούσα εργασία, διότι συνδέεται με την υπόθεση ότι η μετάδοση της πολιτικής της ΕΚΤ είναι διαφορετική στα δάνεια και στις καταθέσεις (Mishkin, 2019).

Η ασύμμετρη προσαρμογή μπορεί να εξηγηθεί από διάφορους παράγοντες. Ένας από αυτούς είναι η ακαμψία των καταθέσεων, δηλαδή το deposit stickiness. Όταν οι καταθέτες δεν μετακινούν εύκολα τα χρήματά τους σε άλλη τράπεζα ή σε εναλλακτικά επενδυτικά προϊόντα, οι τράπεζες έχουν μικρότερη πίεση να αυξήσουν άμεσα τα καταθετικά επιτόκια. Ένας άλλος παράγοντας είναι η ύπαρξη μακροχρόνιων σχέσεων μεταξύ τραπεζών και πελατών, οι οποίες μειώνουν την ελαστικότητα της ζήτησης. Επιπλέον, η αβεβαιότητα για τη διάρκεια των μεταβολών στη νομισματική πολιτική μπορεί να οδηγήσει τις τράπεζες σε σταδιακή και προσεκτική προσαρμογή. Αυτοί οι μηχανισμοί είναι σημαντικοί για την περίοδο μετά το 2022, όταν η αύξηση των επιτοκίων της ΕΚΤ μεταφέρθηκε γρήγορα στα δάνεια, αλλά όχι πάντα με την ίδια ένταση στις καταθέσεις.

Η θεωρία της ρευστότητας αποτελεί ακόμη μία προσέγγιση για την ερμηνεία του spread. Οι τράπεζες πρέπει να διατηρούν επαρκή ρευστά διαθέσιμα ώστε να ανταποκρίνονται σε αναλήψεις καταθέσεων, σε ανάγκες χρηματοδότησης και σε πιθανές διαταραχές των αγορών. Η διατήρηση αυτής της ρευστότητας έχει κόστος, καθώς οι τράπεζες τοποθετούν μέρος των πόρων τους σε ασφαλή αλλά χαμηλότερης απόδοσης στοιχεία ενεργητικού. Σε περιόδους κρίσης ή περιορισμένης πρόσβασης στις αγορές, το κόστος ρευστότητας αυξάνεται και μπορεί να μεταφερθεί στα επιτόκια χορηγήσεων (Saunders & Cornett, 2020). Η ελληνική εμπειρία κατά την κρίση χρέους δείχνει ότι η ρευστότητα δεν είναι απλώς τεχνικό ζήτημα τραπεζικής διαχείρισης, αλλά παράγοντας που μπορεί να επηρεάσει άμεσα το κόστος δανεισμού της οικονομίας.

Τα διαρθρωτικά υποδείγματα τραπεζικής συμπεριφοράς προσεγγίζουν τις τράπεζες ως επιχειρήσεις που μεγιστοποιούν τα κέρδη τους υπό περιορισμούς κεφαλαίου, ρευστότητας και κινδύνου. Στο πλαίσιο αυτό, το επιτοκιακό περιθώριο λειτουργεί ως εργαλείο εξισορρόπησης μεταξύ κερδοφορίας και σταθερότητας. Οι εποπτικές απαιτήσεις, όπως οι κανόνες της Βασιλείας, οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας και οι δείκτες ρευστότητας, αυξάνουν το κόστος λειτουργίας και χρηματοδότησης των τραπεζών. Οι τράπεζες ενδέχεται να ενσωματώνουν μέρος αυτού του κόστους στα spreads, ώστε να διατηρούν βιώσιμη κερδοφορία και να ανταποκρίνονται στις απαιτήσεις των εποπτικών αρχών (Saunders &

Cornett, 2020). Αυτό είναι σημαντικό διότι δείχνει ότι η αυστηρότερη ρύθμιση, παρότι ενισχύει τη σταθερότητα, μπορεί να επηρεάσει και την τιμολόγηση των τραπεζικών προϊόντων.

Η προσέγγιση της ζήτησης και προσφοράς πιστώσεων προσφέρει επίσης χρήσιμη ερμηνεία. Όταν η ζήτηση για δάνεια αυξάνεται και η προσφορά πιστώσεων είναι περιορισμένη, οι τράπεζες μπορούν να διατηρούν υψηλότερα επιτόκια. Αντίθετα, όταν υπάρχει έντονος ανταγωνισμός για τη χορήγηση δανείων και χαμηλή ζήτηση, τα επιτόκια τείνουν να μειώνονται. Ωστόσο, η σχέση αυτή επηρεάζεται από τον κίνδυνο. Σε μια οικονομία με υψηλή αβεβαιότητα, ακόμη και η χαμηλή ζήτηση για δάνεια δεν οδηγεί απαραίτητα σε χαμηλά επιτόκια, επειδή οι τράπεζες μπορεί να θεωρούν τους δανειολήπτες πιο επισφαλείς. Αυτό εξηγεί γιατί κατά την ελληνική κρίση η ύφεση και η χαμηλή ζήτηση δεν συνοδεύτηκαν απαραίτητα από χαμηλό κόστος τραπεζικού δανεισμού.

Τα στοχαστικά υποδείγματα επιτοκίων, όπως τα μοντέλα Vasicek και Cox–Ingersoll–Ross, προσφέρουν μια πιο τεχνική προσέγγιση για την ανάλυση της αβεβαιότητας των επιτοκίων. Τα υποδείγματα αυτά εξετάζουν την εξέλιξη των επιτοκίων ως δυναμική διαδικασία που επηρεάζεται από τη μεταβλητότητα, την ταχύτητα προσαρμογής και τις προσδοκίες της αγοράς (Fabozzi, 2016). Αν και τα συγκεκριμένα μοντέλα χρησιμοποιούνται κυρίως σε χρηματοοικονομικές εφαρμογές και όχι πάντα σε περιγραφικές τραπεζικές αναλύσεις, είναι χρήσιμα γιατί υπογραμμίζουν ότι η αβεβαιότητα των επιτοκίων έχει αξία και κόστος. Για τις τράπεζες, η μεταβλητότητα αυτή επηρεάζει τη διαχείριση ενεργητικού–παθητικού και μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερο περιθώριο ως μορφή προστασίας απέναντι στον κίνδυνο μεταβολής των επιτοκίων.

Στη σύγχρονη τραπεζική πρακτική, τα υποδείγματα τιμολόγησης βάσει κινδύνου αποτελούν πλέον κεντρικό εργαλείο καθορισμού επιτοκίων. Οι τράπεζες χρησιμοποιούν συστήματα αξιολόγησης που ενσωματώνουν στοιχεία για τον δανειολήπτη, το μακροοικονομικό περιβάλλον, την αξία των εξασφαλίσεων, τον κλάδο δραστηριότητας, τη διάρκεια του δανείου και την πιθανότητα αθέτησης. Η ανάπτυξη τεχνολογικών εργαλείων, big data και αυτοματοποιημένων μοντέλων πιστοληπτικής αξιολόγησης έχει ενισχύσει τη δυνατότητα διαφοροποίησης των επιτοκίων ανάλογα με το προφίλ κινδύνου (Koch & MacDonald, 2015). Παράλληλα, όμως, η χρήση σύνθετων μοντέλων δεν εξαλείφει τον ρόλο της αβεβαιότητας, καθώς τα αποτελέσματά τους εξαρτώνται από την ποιότητα των δεδομένων και από τις υποθέσεις στις οποίες βασίζονται.

2.5 Ρυθμιστικό Πλαίσιο και Νεότερες Κανονιστικές Παρεμβάσεις

Το ρυθμιστικό πλαίσιο των τραπεζών αποτελεί θεμελιώδη παράγοντα για την κατανόηση της λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος και, ειδικότερα, της διαμόρφωσης των τραπεζικών επιτοκίων και του επιτοκιακού περιθωρίου. Οι τράπεζες δεν λειτουργούν μόνο ως ιδιωτικές επιχειρήσεις που επιδιώκουν κερδοφορία, αλλά και ως συστημικοί οργανισμοί των οποίων η σταθερότητα επηρεάζει την ευρύτερη οικονομία. Για τον λόγο αυτό, υπόκεινται σε αυστηρούς κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας, ρευστότητας, διαχείρισης κινδύνων, διαφάνειας και εταιρικής διακυβέρνησης. Οι κανονιστικές απαιτήσεις έχουν ως βασικό στόχο την προστασία των καταθετών, τη μείωση του συστημικού κινδύνου και την αποφυγή τραπεζικών κρίσεων. Ταυτόχρονα, όμως, αυξάνουν το κόστος λειτουργίας και χρηματοδότησης των τραπεζών, γεγονός που μπορεί να επηρεάσει την τιμολόγηση των δανείων, των καταθέσεων και τελικά το επιτοκιακό περιθώριο (Saunders & Cornett, 2020). Η σχέση μεταξύ ρύθμισης και τραπεζικών επιτοκίων δεν είναι άμεση ή μηχανική, αλλά λειτουργεί μέσα από το κόστος κεφαλαίου, το κόστος συμμόρφωσης και τη διάθεση ανάληψης κινδύνου. Όταν οι εποπτικές αρχές απαιτούν από τις τράπεζες να διακρατούν περισσότερα και καλύτερης ποιότητας κεφάλαια, οι τράπεζες αποκτούν μεγαλύτερη ανθεκτικότητα, αλλά ταυτόχρονα δεσμεύουν πόρους που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για πιστωτική επέκταση. Αντίστοιχα, όταν απαιτείται υψηλότερη ρευστότητα, οι τράπεζες τοποθετούν μέρος του ενεργητικού τους σε ασφαλή αλλά χαμηλότερης απόδοσης στοιχεία. Αυτές οι απαιτήσεις ενισχύουν τη σταθερότητα, αλλά μπορούν να αυξήσουν το κόστος τραπεζικής λειτουργίας. Επομένως, το ρυθμιστικό πλαίσιο πρέπει να εξετάζεται όχι μόνο ως μηχανισμός προστασίας του συστήματος, αλλά και ως παράγοντας που επηρεάζει τη διαμόρφωση των επιτοκίων.

Οι κανόνες της Βασιλείας αποτελούν τον πυρήνα του διεθνούς τραπεζικού ρυθμιστικού πλαισίου. Η Βασιλεία I εστίασε κυρίως στην ανάγκη ύπαρξης ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων σε σχέση με τον πιστωτικό κίνδυνο, εισάγοντας έναν βασικό δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας. Παρότι αποτέλεσε σημαντικό βήμα για τη διεθνή εναρμόνιση της τραπεζικής εποπτείας, η απλότητα της μεθοδολογίας της δεν επέτρεπε την πλήρη αποτύπωση της πολυπλοκότητας των τραπεζικών κινδύνων. Η περιορισμένη ενσωμάτωση άλλων μορφών κινδύνου, όπως ο λειτουργικός κίνδυνος και ο κίνδυνος αγοράς, οδήγησε στην ανάγκη αναθεώρησης του πλαισίου (Hull, 2018). Παρά τους περιορισμούς της, η Βασιλεία I διαμόρφωσε τη βάση πάνω στην οποία αναπτύχθηκαν οι μεταγενέστερες κανονιστικές παρεμβάσεις.

Η Βασιλεία II αποτέλεσε πιο σύνθετη και πιο εκλεπτυσμένη προσέγγιση στη μέτρηση και διαχείριση των τραπεζικών κινδύνων. Το πλαίσιο αυτό εισήγαγε τρεις βασικούς πυλώνες: τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις, την εποπτική αξιολόγηση και την πειθαρχία της αγοράς μέσω διαφάνειας. Με τη Βασιλεία II, οι τράπεζες κλήθηκαν να αξιολογούν όχι μόνο τον πιστωτικό κίνδυνο, αλλά και τον κίνδυνο αγοράς και τον λειτουργικό κίνδυνο, γεγονός που έκανε τη διαχείριση κινδύνων πιο ολοκληρωμένη (Saunders & Cornett, 2020). Από την πλευρά των επιτοκίων, η σημασία της Βασιλείας II έγκειται στο ότι συνέδεσε πιο στενά την κεφαλαιακή απαίτηση με το επίπεδο κινδύνου των στοιχείων ενεργητικού. Όσο υψηλότερος είναι ο κίνδυνος ενός δανειακού χαρτοφυλακίου, τόσο μεγαλύτερη είναι η ανάγκη κεφαλαιακής κάλυψης και τόσο ισχυρότερη μπορεί να είναι η πίεση για υψηλότερο επιτοκιακό περιθώριο.

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 ανέδειξε σοβαρές αδυναμίες του προηγούμενου πλαισίου, κυρίως σε σχέση με την υποεκτίμηση του συστημικού κινδύνου, την υπερβολική μόχλευση και την ανεπαρκή ρευστότητα. Ως απάντηση, θεσπίστηκε η Βασιλεία III, η οποία ενίσχυσε τις κεφαλαιακές απαιτήσεις, εισήγαγε αυστηρότερους κανόνες για την ποιότητα των κεφαλαίων και περιέλαβε νέους δείκτες ρευστότητας, όπως ο Liquidity Coverage Ratio και ο Net Stable Funding Ratio (Hull, 2018). Η Βασιλεία III δεν περιορίστηκε μόνο στην αύξηση του ύψους των κεφαλαίων, αλλά έδωσε έμφαση και στην ποιότητά τους, ώστε οι τράπεζες να διαθέτουν επαρκείς πόρους για την απορρόφηση ζημιών σε περιόδους κρίσης. Η επίδραση στο επιτοκιακό περιθώριο προκύπτει από το γεγονός ότι η διακράτηση υψηλότερων κεφαλαίων και ρευστών στοιχείων αυξάνει το κόστος λειτουργίας, το οποίο οι τράπεζες ενδέχεται να ενσωματώνουν στην τιμολόγηση των προϊόντων τους.

Ο δείκτης Liquidity Coverage Ratio απαιτεί από τις τράπεζες να διακρατούν επαρκή υψηλής ποιότητας ρευστοποιήσιμα στοιχεία ενεργητικού, ώστε να μπορούν να αντιμετωπίσουν εκροές ρευστότητας σε βραχυπρόθεσμη περίοδο πίεσης. Η λογική του δείκτη είναι να μειώσει την πιθανότητα κρίσεων ρευστότητας, όπως αυτές που παρατηρήθηκαν κατά τη χρηματοπιστωτική κρίση. Ωστόσο, η διακράτηση ασφαλών και άμεσα ρευστοποιήσιμων στοιχείων συνεπάγεται κόστος ευκαιρίας, καθώς τα στοιχεία αυτά συνήθως αποφέρουν χαμηλότερες αποδόσεις σε σχέση με πιο επικίνδυνες τοποθετήσεις. Το κόστος αυτό μπορεί να επηρεάσει την κερδοφορία και να δημιουργήσει πίεση στις τράπεζες να διατηρήσουν επαρκές επιτοκιακό περιθώριο (Cecchetti & Schoenholtz, 2020). Επομένως, η ρευστότητα λειτουργεί όχι μόνο ως εποπτική απαίτηση, αλλά και ως παράγοντας διαμόρφωσης τραπεζικής τιμολόγησης.

Ο δείκτης Net Stable Funding Ratio στοχεύει στη διασφάλιση σταθερής μακροπρόθεσμης

χρηματοδότησης. Η βασική ιδέα είναι ότι οι τράπεζες δεν πρέπει να χρηματοδοτούν μακροπρόθεσμα στοιχεία ενεργητικού με υπερβολικά βραχυπρόθεσμες και ευμετάβλητες πηγές χρηματοδότησης. Η εφαρμογή του δείκτη ενθαρρύνει τις τράπεζες να αναπτύσσουν πιο σταθερή δομή παθητικού και να περιορίζουν την εξάρτησή τους από βραχυπρόθεσμη χονδρική χρηματοδότηση. Αυτό ενισχύει την ανθεκτικότητα του τραπεζικού συστήματος, αλλά μπορεί να αυξήσει το κόστος χρηματοδότησης, ιδίως όταν οι σταθερότερες μορφές άντλησης κεφαλαίων είναι ακριβότερες. Σε τέτοιες περιπτώσεις, οι τράπεζες μπορεί να μεταφέρουν μέρος του αυξημένου κόστους στα επιτόκια δανεισμού ή να επιδιώκουν υψηλότερα περιθώρια (Saunders & Cornett, 2020).

Η κεφαλαιακή επάρκεια συνδέεται επίσης με την ικανότητα των τραπεζών να αναλαμβάνουν πιστωτικό κίνδυνο. Όταν οι τράπεζες διαθέτουν ισχυρή κεφαλαιακή βάση, μπορούν να χορηγούν δάνεια με μεγαλύτερη σταθερότητα και να απορροφούν πιθανές ζημιές χωρίς να διαταράσσεται η λειτουργία τους. Αντίθετα, όταν η κεφαλαιακή θέση είναι αδύναμη, οι τράπεζες ενδέχεται να περιορίσουν τη χορήγηση νέων δανείων ή να αυξήσουν το κόστος χρηματοδότησης για να αντισταθμίσουν τον υψηλότερο κίνδυνο. Για την ελληνική περίπτωση, η διάσταση αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική, καθώς η περίοδος της κρίσης χρέους συνδέθηκε με ανακεφαλαιοποιήσεις, πίεση στους ισολογισμούς και αυξημένο απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων. Η βελτίωση της κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών τραπεζών μετά την περίοδο της κρίσης αποτέλεσε αναγκαία προϋπόθεση για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης, χωρίς όμως να σημαίνει ότι εξαλείφθηκαν άμεσα όλες οι αποκλίσεις στα επιτόκια σε σχέση με την Ευρωζώνη.

Στο ευρωπαϊκό πλαίσιο, ιδιαίτερη σημασία έχει η δημιουργία της Τραπεζικής Ένωσης και η λειτουργία του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού. Ο Ενιαίος Εποπτικός Μηχανισμός, υπό την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, αποσκοπεί στη διασφάλιση ενιαίων εποπτικών κανόνων για τις σημαντικές τράπεζες της Ευρωζώνης. Παράλληλα, ο Ενιαίος Μηχανισμός Εξυγίανσης έχει ως στόχο τη διαχείριση τραπεζικών κρίσεων με τρόπο που να περιορίζει την ανάγκη κρατικής διάσωσης και να προστατεύει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Η ενιαία εποπτεία δεν σημαίνει ότι τα τραπεζικά επιτόκια γίνονται αυτομάτως ίδια σε όλες τις χώρες, αλλά μειώνει τις εποπτικές αποκλίσεις και ενισχύει την εμπιστοσύνη στο τραπεζικό σύστημα (Bindseil, 2014). Έτσι, το ευρωπαϊκό εποπτικό πλαίσιο λειτουργεί ως παράγοντας σταθεροποίησης, αλλά όχι ως μηχανισμός πλήρους εξάλειψης των εθνικών διαφορών στο κόστος δανεισμού.

Οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων, δηλαδή τα stress tests, αποτελούν βασικό εργαλείο σύγχρονης τραπεζικής εποπτείας. Μέσω αυτών, εξετάζεται κατά πόσο οι

τράπεζες μπορούν να αντέξουν σε αρνητικά μακροοικονομικά σενάρια, όπως ύφεση, αύξηση ανεργίας, πτώση τιμών ακινήτων ή επιδείνωση της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου. Τα stress tests ενισχύουν τη διαφάνεια και την εμπιστοσύνη των αγορών, αλλά ταυτόχρονα ασκούν πίεση στις τράπεζες να διατηρούν υψηλότερα κεφάλαια και να βελτιώνουν τη διαχείριση κινδύνου. Η διαδικασία αυτή μπορεί να επηρεάσει το κόστος κεφαλαίου και, έμμεσα, την τιμολόγηση των δανείων (Hull, 2018). Για τις ελληνικές τράπεζες, οι εποπτικοί έλεγχοι και τα stress tests υπήρξαν κρίσιμο στοιχείο της μεταμνημονιακής περιόδου, καθώς συνέβαλαν στην προσπάθεια αποκατάστασης εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα.

Η ενσωμάτωση των απαιτήσεων MREL και TLAC αποτελεί ακόμη μία σημαντική εξέλιξη στο κανονιστικό περιβάλλον. Οι απαιτήσεις αυτές αποσκοπούν στο να διασφαλίσουν ότι οι τράπεζες διαθέτουν επαρκή ίδια κεφάλαια και επιλέξιμες υποχρεώσεις για την απορρόφηση ζημιών σε περίπτωση κρίσης, χωρίς να απαιτείται άμεση κρατική διάσωση. Από τη μία πλευρά, οι απαιτήσεις αυτές ενισχύουν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και μειώνουν τον κίνδυνο επιβάρυνσης των δημόσιων οικονομικών. Από την άλλη πλευρά, η έκδοση επιλέξιμων μέσων για την κάλυψη αυτών των απαιτήσεων μπορεί να αυξήσει το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών, ιδίως όταν οι αγορές απαιτούν υψηλότερη απόδοση για να αναλάβουν τραπεζικό κίνδυνο (Cecchetti & Schoenholtz, 2020). Συνεπώς, οι απαιτήσεις αυτές μπορούν να επηρεάσουν το επιτοκιακό περιθώριο μέσω του κόστους άντλησης κεφαλαίων.

Η συμμόρφωση με τους κανόνες διαχείρισης κινδύνου, διαφάνειας και εταιρικής διακυβέρνησης δημιουργεί επίσης πρόσθετες λειτουργικές απαιτήσεις. Οι τράπεζες οφείλουν να διαθέτουν συστήματα εσωτερικού ελέγχου, μηχανισμούς παρακολούθησης κινδύνων, διαδικασίες αναφοράς, πολιτικές συμμόρφωσης και δομές διοικητικής ευθύνης. Αυτά τα στοιχεία ενισχύουν τη σταθερότητα και την αξιοπιστία, αλλά απαιτούν σημαντικούς ανθρώπινους και τεχνολογικούς πόρους (Koch & MacDonald, 2015). Το κόστος συμμόρφωσης είναι ιδιαίτερα σημαντικό για τράπεζες που λειτουργούν σε περιβάλλον αυξημένης εποπτικής πίεσης ή έχουν ιστορικό προβλημάτων στους ισολογισμούς τους. Επομένως, η ποιότητα της διακυβέρνησης και των εσωτερικών διαδικασιών συνδέεται έμμεσα με τη δυνατότητα μιας τράπεζας να περιορίζει το κόστος κινδύνου και να προσφέρει πιο ανταγωνιστικά επιτόκια.

Οι κανονισμοί για την καταπολέμηση της νομιμοποίησης εσόδων από παράνομες δραστηριότητες και τη χρηματοδότηση της τρομοκρατίας αποτελούν αναπόσπαστο τμήμα της σύγχρονης τραπεζικής εποπτείας. Οι τράπεζες υποχρεούνται να εφαρμόζουν διαδικασίες

ταυτοποίησης πελατών, παρακολούθησης συναλλαγών, αναφοράς ύποπτων δραστηριοτήτων και συνεχούς αξιολόγησης κινδύνου. Αν και οι απαιτήσεις αυτές δεν σχετίζονται άμεσα με το επίπεδο των επιτοκίων, επηρεάζουν το λειτουργικό κόστος και την οργανωτική πολυπλοκότητα των τραπεζών. Σε συνδυασμό με τις λοιπές απαιτήσεις συμμόρφωσης, μπορούν να ενισχύσουν την ανάγκη για πιο αποτελεσματική διαχείριση κόστους και, έμμεσα, να επηρεάσουν την τιμολογιακή πολιτική (Saunders & Cornett, 2020). Η μετάβαση στο ψηφιακό τραπεζικό περιβάλλον συνοδεύεται επίσης από νέες κανονιστικές προκλήσεις. Η PSD2 ενίσχυσε τον ανταγωνισμό στις πληρωμές, προώθησε την πρόσβαση τρίτων παρόχων σε τραπεζικά δεδομένα με τη συγκατάθεση των πελατών και δημιούργησε συνθήκες μεγαλύτερης διαφάνειας στην αγορά χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Η εξέλιξη αυτή μπορεί να περιορίσει τη δύναμη τιμολόγησης των παραδοσιακών τραπεζών σε ορισμένες υπηρεσίες και να αυξήσει τον ανταγωνισμό από fintech επιχειρήσεις. Παράλληλα, όμως, οι τράπεζες υποχρεώνονται να επενδύουν σε τεχνολογικές υποδομές, κυβερνοασφάλεια και συστήματα προστασίας δεδομένων, γεγονός που αυξάνει το κόστος συμμόρφωσης και λειτουργίας (Cecchetti & Schoenholtz, 2020). Η επίδραση της ψηφιακής ρύθμισης στα επιτόκια είναι επομένως σύνθετη, καθώς συνδυάζει πιέσεις ανταγωνισμού με νέες ανάγκες επένδυσης.

Τα τελευταία χρόνια, αυξανόμενη σημασία αποκτούν και οι περιβαλλοντικοί, κοινωνικοί και διακυβερνητικοί παράγοντες, δηλαδή τα ESG κριτήρια. Οι τράπεζες καλούνται να ενσωματώνουν κλιματικούς και περιβαλλοντικούς κινδύνους στη διαχείριση κινδύνων, στην πιστοδοτική πολιτική και στις διαδικασίες γνωστοποίησης. Η εξέλιξη αυτή μπορεί να επηρεάσει την τιμολόγηση δανείων, καθώς επιχειρήσεις ή κλάδοι με υψηλότερη περιβαλλοντική έκθεση μπορεί να θεωρούνται πιο επισφαλείς, ενώ επενδύσεις με θετικό ESG προφίλ ενδέχεται να χρηματοδοτούνται με ευνοϊκότερους όρους. Παράλληλα, η συμμόρφωση με τις απαιτήσεις ESG αυξάνει τις ανάγκες για δεδομένα, εσωτερικά μοντέλα και εξειδικευμένη αξιολόγηση κινδύνου. Συνεπώς, η ESG διάσταση δεν αποτελεί απλώς ζήτημα εταιρικής ευθύνης, αλλά μετατρέπεται σταδιακά σε παράγοντα τραπεζικής τιμολόγησης και εποπτείας.

Για την παρούσα εργασία, το ρυθμιστικό πλαίσιο είναι σημαντικό διότι επηρεάζει την ερμηνεία των διαφορών Ελλάδας–Ευρωζώνης. Η ενιαία εποπτεία και οι κοινοί κανόνες συμβάλλουν στη μείωση των θεσμικών αποκλίσεων μεταξύ των τραπεζικών συστημάτων, αλλά δεν εξαλείφουν τις διαφορές που προκύπτουν από την ποιότητα του ενεργητικού, τον κρατικό κίνδυνο, την κεφαλαιακή θέση και τη δομή της αγοράς. Οι ελληνικές τράπεζες, μετά την κρίση χρέους, κλήθηκαν να λειτουργήσουν σε περιβάλλον αυξημένων εποπτικών

απαιτήσεων, μεγάλης ανάγκης εξυγίανσης ισολογισμών και προσπάθειας αποκατάστασης της εμπιστοσύνης. Αυτές οι συνθήκες επηρεάζουν τον τρόπο με τον οποίο οι κανονιστικές απαιτήσεις μεταφράζονται σε κόστος, σε πιστωτική πολιτική και σε επιτοκιακό περιθώριο.

2.6 Προσδιοριστικοί Παράγοντες των Τραπεζικών Επιτοκίων και του Περιθωρίου Επιτοκίου

Η διαμόρφωση των τραπεζικών επιτοκίων και του επιτοκιακού περιθωρίου αποτελεί αποτέλεσμα αλληλεπίδρασης παραγόντων που λειτουργούν σε διαφορετικά επίπεδα: στο επίπεδο της νομισματικής πολιτικής, στο επίπεδο της εθνικής οικονομίας, στο επίπεδο της τραπεζικής αγοράς και στο επίπεδο της ίδιας της τράπεζας. Για τον λόγο αυτό, η ανάλυση των επιτοκίων δεν μπορεί να περιοριστεί αποκλειστικά στο βασικό επιτόκιο της κεντρικής τράπεζας. Το επιτόκιο που τελικά αντιμετωπίζει ένας δανειολήπτης ή λαμβάνει ένας καταθέτης είναι το αποτέλεσμα μιας αλυσίδας μεταβίβασης, μέσα στην οποία παρεμβάλλονται το κόστος χρηματοδότησης, ο πιστωτικός κίνδυνος, ο κίνδυνος χώρας, η ποιότητα του τραπεζικού ενεργητικού, ο ανταγωνισμός και οι εποπτικές απαιτήσεις. Στη θεωρία της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης, οι τράπεζες λειτουργούν ως φορείς μετασχηματισμού κινδύνου και διάρκειας, αναλαμβάνοντας αβεβαιότητες που σχετίζονται με τη συμπεριφορά των καταθετών, των δανειοληπτών και των αγορών (Freixas & Rochet, 2008). Επομένως, το επιτοκιακό περιθώριο δεν εκφράζει μόνο τη διαφορά δύο τιμών, αλλά συμπυκνώνει τον τρόπο με τον οποίο οι τράπεζες αξιολογούν και τιμολογούν το συνολικό περιβάλλον κινδύνου.

Καθοριστικό σημείο εκκίνησης είναι η νομισματική πολιτική και ο μηχανισμός μετάδοσής της. Οι αποφάσεις της κεντρικής τράπεζας επηρεάζουν το βασικό επιτόκιο αναφοράς και, μέσω αυτού, το κόστος χρηματοδότησης των εμπορικών τραπεζών (Bindseil, 2014). Σε ένα απλοποιημένο πλαίσιο, η μείωση των επιτοκίων πολιτικής θα έπρεπε να οδηγεί σε χαμηλότερα δανειακά και καταθετικά επιτόκια, ενώ η αύξησή τους θα έπρεπε να μεταφέρεται σταδιακά σε όλο το τραπεζικό σύστημα. Στην πράξη, όμως, η μετακύλιση δεν είναι ούτε πλήρης ούτε συμμετρική. Η εμπειρική βιβλιογραφία για την Ευρωζώνη δείχνει ότι ο βαθμός και η ταχύτητα προσαρμογής των τραπεζικών επιτοκίων διαφέρουν μεταξύ χωρών, ανάλογα με τη δομή του τραπεζικού συστήματος, τον ανταγωνισμό, τον κίνδυνο και τις συνθήκες ρευστότητας (Angeloni, Kashyap & Mojon, 2003; De Bondt, 2005). Αυτό σημαίνει ότι η κοινή πολιτική της ΕΚΤ δεν παράγει απαραίτητα ίδιες χρηματοπιστωτικές συνθήκες σε όλες τις οικονομίες της Ευρωζώνης.

Η διαδικασία interest rate pass-through αποτελεί, επομένως, βασικό προσδιοριστικό παράγοντα των αποκλίσεων στα τραπεζικά επιτόκια. Όταν οι μεταβολές των επιτοκίων αναφοράς μεταφέρονται γρήγορα και πλήρως στα δάνεια αλλά πιο αργά ή μερικά στις καταθέσεις, το επιτοκιακό περιθώριο διευρύνεται. Αντίθετα, όταν υπάρχει ισχυρός ανταγωνισμός για καταθέσεις και μεγαλύτερη κινητικότητα πελατών, οι τράπεζες αναγκάζονται να προσαρμόζουν ταχύτερα και τα καταθετικά επιτόκια, περιορίζοντας το περιθώριο. Η ασύμμετρη αυτή προσαρμογή είναι ιδιαίτερα σημαντική για την περίοδο μετά το 2022, όταν η αύξηση των επιτοκίων της ΕΚΤ μεταφέρθηκε γρήγορα στο κόστος δανεισμού, ενώ τα καταθετικά επιτόκια σε αρκετές αγορές παρέμειναν πιο άκαμπτα. Η διαφοροποίηση αυτή βοηθά να εξηγηθεί γιατί το spread μπορεί να αυξάνεται ακόμη και όταν η μεταβολή της νομισματικής πολιτικής είναι κοινή για όλες τις χώρες.

Ένας δεύτερος κρίσιμος παράγοντας είναι ο πιστωτικός κίνδυνος. Οι τράπεζες τιμολογούν τα δάνεια λαμβάνοντας υπόψη την πιθανότητα αθέτησης, την ποιότητα των εξασφαλίσεων, την οικονομική κατάσταση του δανειολήπτη και τις γενικότερες συνθήκες της αγοράς. Όταν αυξάνεται η πιθανότητα αθέτησης, το επιτόκιο χορηγήσεων τείνει να ενσωματώνει υψηλότερο risk premium (Koch & MacDonald, 2015). Σε επίπεδο τραπεζικού συστήματος, ο πιστωτικός κίνδυνος αποτυπώνεται έντονα στο ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Υψηλά NPLs επιβαρύνουν την κερδοφορία, αυξάνουν τις ανάγκες προβλέψεων, δεσμεύουν κεφάλαια και περιορίζουν τη δυνατότητα ανάληψης νέου πιστωτικού κινδύνου. Στην ελληνική περίπτωση, η μεγάλη συσσώρευση μη εξυπηρετούμενων δανείων μετά την κρίση χρέους αποτέλεσε βασική αιτία διατήρησης υψηλότερου κόστους δανεισμού σε σχέση με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης. Η μεταγενέστερη μείωσή τους βελτίωσε την εικόνα των τραπεζικών ισολογισμών, αλλά δεν αρκεί από μόνη της για να εξαλείψει πλήρως τις διαφορές επιτοκίων.

Ο κρατικός κίνδυνος αποτελεί επίσης βασικό παράγοντα, ιδίως για χώρες που βίωσαν δημοσιονομική κρίση. Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων λειτουργούν ως σημείο αναφοράς για την αποτίμηση του κινδύνου στην οικονομία. Όταν αυξάνεται η απόδοση των κρατικών τίτλων, αυξάνεται και η αντίληψη κινδύνου για τις τράπεζες που λειτουργούν στη συγκεκριμένη χώρα, επειδή επηρεάζεται η αξία των χαρτοφυλακίων τους, η πρόσβασή τους στις αγορές και το κόστος άντλησης κεφαλαίων. Η σύνδεση κράτους και τραπεζών, γνωστή στη βιβλιογραφία ως sovereign-bank nexus, είναι ιδιαίτερα έντονη σε περιόδους κρίσης, όταν η δημοσιονομική αστάθεια μεταφέρεται στο τραπεζικό σύστημα. Για την Ελλάδα, ο κρατικός κίνδυνος υπήρξε καθοριστικός κατά την περίοδο 2010–2015, καθώς η άνοδος των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων συνοδεύτηκε από επιδείνωση της τραπεζικής

χρηματοδότησης και υψηλότερο κόστος δανεισμού στην πραγματική οικονομία.

Η δομή της τραπεζικής αγοράς και ο βαθμός ανταγωνισμού επηρεάζουν άμεσα το ύψος του επιτοκιακού περιθωρίου. Σε αγορές με χαμηλότερη ένταση ανταγωνισμού, οι τράπεζες διαθέτουν μεγαλύτερη ισχύ τιμολόγησης και μπορούν να διατηρούν υψηλότερα spreads (Maudos & Fernández de Guevara, 2004). Αντίθετα, σε πιο ανταγωνιστικά περιβάλλοντα, οι τράπεζες πιέζονται να μειώνουν τα δανειακά επιτόκια και να προσφέρουν καλύτερες αποδόσεις στις καταθέσεις. Η ελληνική τραπεζική αγορά χαρακτηρίζεται από υψηλή συγκέντρωση, ιδιαίτερα μετά τις αναδιαρθρώσεις και συγχωνεύσεις της περιόδου της κρίσης. Το στοιχείο αυτό δεν σημαίνει αυτόματα ότι οι τράπεζες διαμορφώνουν αυθαίρετα τα επιτόκια, αλλά δείχνει ότι η περιορισμένη ανταγωνιστική πίεση μπορεί να επηρεάζει την ταχύτητα και την ένταση προσαρμογής των επιτοκίων, ιδίως στα καταθετικά προϊόντα.

Σημαντική διάσταση του ανταγωνισμού είναι και η ακαμψία των καταθετικών επιτοκίων. Όταν οι καταθέτες εμφανίζουν χαμηλή κινητικότητα ή περιορισμένη αντίδραση στις διαφορές αποδόσεων, οι τράπεζες έχουν μεγαλύτερη δυνατότητα να καθυστερούν την αύξηση των επιτοκίων καταθέσεων. Αυτό το φαινόμενο, που συχνά περιγράφεται ως *deposit stickiness*, συμβάλλει στη διεύρυνση του επιτοκιακού περιθωρίου σε περιόδους αυξήσεων των επιτοκίων πολιτικής. Η σημασία του είναι ιδιαίτερη για την ανάλυση της μεταπανδημικής περιόδου, καθώς η αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ δεν μεταφέρθηκε πάντοτε με την ίδια ένταση στα καταθετικά προϊόντα. Έτσι, ο τρόπος συμπεριφοράς των καταθετών και η ένταση του ανταγωνισμού στις καταθέσεις αποτελούν κρίσιμες μεταβλητές για την κατανόηση του spread.

Οι μακροοικονομικές συνθήκες επηρεάζουν επίσης τα τραπεζικά επιτόκια, αλλά κυρίως μέσω του τρόπου με τον οποίο μεταβάλλουν την αντίληψη κινδύνου και τη ζήτηση πιστώσεων. Ο πληθωρισμός, η ανάπτυξη, η ανεργία και οι προσδοκίες για τη μελλοντική πορεία της οικονομίας επηρεάζουν την ικανότητα αποπληρωμής των δανειοληπτών και τη διάθεση των τραπεζών να χορηγούν νέα δάνεια. Σε περιόδους ύφεσης, η ζήτηση για δάνεια μπορεί να υποχωρεί, αλλά αυτό δεν σημαίνει απαραίτητα ότι τα επιτόκια μειώνονται, εάν ταυτόχρονα αυξάνεται ο πιστωτικός κίνδυνος. Η ελληνική εμπειρία επιβεβαιώνει αυτή τη σύνθετη σχέση, καθώς η βαθιά ύφεση της κρίσης συνοδεύτηκε από αυξημένο κόστος δανεισμού και περιορισμό της τραπεζικής χρηματοδότησης. Αντίστοιχα, η περίοδος υψηλού πληθωρισμού μετά την πανδημία οδήγησε σε αυστηρότερη νομισματική πολιτική και σε αύξηση του κόστους χρήματος σε ολόκληρη την Ευρωζώνη.

Η χρονική διάρθρωση των επιτοκίων και οι αποδόσεις των ομολόγων επηρεάζουν τη διαχείριση ενεργητικού–παθητικού των τραπεζών. Οι τράπεζες αντλούν και τοποθετούν

κεφάλαια σε διαφορετικές διάρκειες, με αποτέλεσμα να είναι εκτεθειμένες σε κινδύνους μεταβολής των επιτοκίων. Η κλίση της καμπύλης αποδόσεων, η μεταβλητότητα των επιτοκίων και οι προσδοκίες για τη μελλοντική πολιτική της ΕΚΤ επηρεάζουν το καθαρό επιτοκιακό εισόδημα και την τιμολογιακή στρατηγική. Τα στοχαστικά υποδείγματα επιτοκίων, όπως το υπόδειγμα Vasicek, αναδεικνύουν τη σημασία της μεταβλητότητας και των προσδοκιών στη διαμόρφωση των επιτοκίων (Vasicek, 2006). Για τις τράπεζες, η αβεβαιότητα αυτή μεταφράζεται σε ανάγκη προσεκτικής διαχείρισης κινδύνου και μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερο περιθώριο όταν το περιβάλλον θεωρείται πιο ασταθές.

Το ρυθμιστικό πλαίσιο επηρεάζει το επιτοκιακό περιθώριο μέσω των κεφαλαιακών και ρευστοποιητικών απαιτήσεων. Οι κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας, οι δείκτες ρευστότητας και οι απαιτήσεις εποπτικής συμμόρφωσης αυξάνουν την ανθεκτικότητα του τραπεζικού συστήματος, αλλά ταυτόχρονα δημιουργούν κόστος. Οι τράπεζες πρέπει να διατηρούν επαρκή κεφάλαια, ασφαλή ρευστά στοιχεία και μηχανισμούς ελέγχου, γεγονός που μπορεί να περιορίζει την πιστωτική επέκταση ή να επηρεάζει την τιμολόγηση των δανείων (Hull, 2018; Saunders & Cornett, 2020). Η ενιαία εποπτεία στην Ευρωζώνη μειώνει τις θεσμικές αποκλίσεις, αλλά δεν καταργεί τις διαφορές που προκύπτουν από την ποιότητα του ενεργητικού, τον κρατικό κίνδυνο και τη δομή κάθε τραπεζικής αγοράς.

Η εμπειρία των χρηματοπιστωτικών κρίσεων δείχνει ότι οι παραπάνω παράγοντες δεν λειτουργούν μεμονωμένα, αλλά ενισχύουν ο ένας τον άλλον. Σε περιόδους κρίσης, ο κρατικός κίνδυνος αυξάνει το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών, η ύφεση επιδεινώνει την ποιότητα των δανείων, τα NPLs περιορίζουν τη δυνατότητα νέας χρηματοδότησης και η αβεβαιότητα οδηγεί σε υψηλότερα risk premia. Με αυτόν τον τρόπο, οι αποκλίσεις στα τραπεζικά επιτόκια εντός της Ευρωζώνης γίνονται πιο έντονες, ακόμη και όταν το επιτόκιο πολιτικής είναι κοινό (Allen & Gale, 2007). Η ελληνική περίπτωση αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτής της αλληλεπίδρασης, καθώς η κρίση χρέους μετέτρεψε το πρόβλημα του κρατικού κινδύνου σε τραπεζικό και πιστωτικό πρόβλημα.

2.7 Διαφορές Επιτοκίων Μεταξύ των Χωρών της Ευρωζώνης

Οι διαφορές επιτοκίων μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης αποτελούν ένα από τα πιο χαρακτηριστικά φαινόμενα της ευρωπαϊκής νομισματικής ολοκλήρωσης. Θεωρητικά, η ύπαρξη κοινού νομίσματος και ενιαίας νομισματικής πολιτικής θα μπορούσε να δημιουργήσει την προσδοκία ότι οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες θα συγκλίνουν σταδιακά μεταξύ των κρατών-μελών. Στην πράξη, όμως, τα επιτόκια που αντιμετωπίζουν οι

επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά δεν καθορίζονται μόνο από το βασικό επιτόκιο της ΕΚΤ, αλλά και από τις ιδιαιτερότητες κάθε εθνικού τραπεζικού συστήματος. Η Ευρωζώνη, επομένως, δεν λειτουργεί ως απολύτως ενιαία τραπεζική αγορά, αλλά ως χώρος κοινής νομισματικής πολιτικής μέσα στον οποίο εξακολουθούν να υπάρχουν διαφορετικά επίπεδα κινδύνου, ανταγωνισμού, ποιότητας ενεργητικού και τραπεζικής αποτελεσματικότητας (Angeloni, Kashyap & Mojon, 2003; Sander & Kleimeier, 2004).

Στον πυρήνα των διαφορών αυτών βρίσκεται ο μηχανισμός μετάδοσης των επιτοκίων, δηλαδή το interest rate pass-through. Ο μηχανισμός αυτός περιγράφει τον τρόπο με τον οποίο οι μεταβολές των επιτοκίων πολιτικής μεταφέρονται στα τραπεζικά επιτόκια χορηγήσεων και καταθέσεων. Σε ένα πλήρως ενοποιημένο και αποτελεσματικό χρηματοπιστωτικό περιβάλλον, η μεταβολή των επιτοκίων της ΕΚΤ θα έπρεπε να επηρεάζει με παρόμοιο τρόπο όλες τις χώρες της Ευρωζώνης. Ωστόσο, η εμπειρική βιβλιογραφία δείχνει ότι η μετακύλιση διαφέρει σημαντικά ως προς την ταχύτητα, την ένταση και τη συμμετρία της μεταξύ των χωρών (De Bondt, 2005; Sorensen & Werner, 2006). Αυτό σημαίνει ότι ο ίδιος νομισματικός παλμός μπορεί να οδηγήσει σε διαφορετικό τελικό κόστος δανεισμού, ανάλογα με τη δομή και την κατάσταση του τραπεζικού συστήματος κάθε χώρας. Ένας βασικός λόγος διαφοροποίησης είναι ότι οι τράπεζες δεν λειτουργούν σε ταυτόσημα περιβάλλοντα κόστους. Το κόστος χρηματοδότησης μιας τράπεζας εξαρτάται από τη σύνθεση της χρηματοδοτικής της βάσης, την πρόσβασή της στις αγορές, το πιστοληπτικό της προφίλ και την εμπιστοσύνη που απολαμβάνει από επενδυτές και καταθέτες. Τράπεζες που λειτουργούν σε χώρες με ισχυρότερη δημοσιονομική θέση και χαμηλότερο κίνδυνο μπορούν συνήθως να αντλούν χρηματοδότηση με ευνοϊκότερους όρους. Αντίθετα, σε χώρες όπου οι αγορές αντιλαμβάνονται υψηλότερο κίνδυνο, το κόστος άντλησης κεφαλαίων αυξάνεται και μέρος αυτού του κόστους μεταφέρεται στα επιτόκια δανείων. Έτσι, ακόμη και αν όλες οι τράπεζες έχουν πρόσβαση στο ίδιο νομισματικό πλαίσιο, δεν αντιμετωπίζουν το ίδιο πραγματικό κόστος χρηματοδότησης.

Ιδιαίτερα σημαντικός παράγοντας είναι ο κίνδυνος χώρας. Η συμμετοχή σε μια νομισματική ένωση δεν εξαλείφει τις διαφορές στη δημοσιονομική αξιοπιστία, στην πολιτική σταθερότητα ή στην αντίληψη των αγορών για τον κίνδυνο κάθε κράτους. Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων λειτουργούν ως βασικό σημείο αναφοράς για την τιμολόγηση του κινδύνου στο σύνολο της οικονομίας. Όταν οι αποδόσεις αυτές αυξάνονται, επηρεάζεται όχι μόνο το κόστος δανεισμού του κράτους, αλλά και η χρηματοδότηση των τραπεζών, η αξία των χαρτοφυλακίων τους και το risk premium που ενσωματώνεται στα δανειακά επιτόκια (Mishkin, 2019; Allen & Gale, 2007). Για την Ελλάδα, ο παράγοντας αυτός υπήρξε

καθοριστικός κατά την κρίση χρέους, καθώς η αύξηση του sovereign risk μεταφέρθηκε στο τραπεζικό σύστημα και συνέβαλε στη διατήρηση υψηλότερων δανειακών επιτοκίων.

Η σχέση μεταξύ κρατικού και τραπεζικού κινδύνου γίνεται πιο έντονη σε περιόδους κρίσης. Όταν μια χώρα αντιμετωπίζει δημοσιονομική αβεβαιότητα, οι τράπεζές της συχνά επηρεάζονται διπλά: αφενός μέσω της έκθεσής τους σε κρατικούς τίτλους και αφετέρου μέσω της επιδείνωσης της εμπιστοσύνης προς το εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η διαδικασία αυτή μπορεί να περιορίσει την πρόσβαση των τραπεζών σε φθηνή χρηματοδότηση και να αυξήσει την ανάγκη για υψηλότερα επιτοκιακά περιθώρια. Η ελληνική εμπειρία επιβεβαιώνει αυτή τη σύνδεση, καθώς η κρίση χρέους δεν παρέμεινε δημοσιονομικό πρόβλημα, αλλά επηρέασε άμεσα την τραπεζική σταθερότητα, τη ρευστότητα και την πιστωτική λειτουργία. Επομένως, οι διαφορές επιτοκίων μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης δεν μπορούν να ερμηνευθούν χωρίς την έννοια του sovereign-bank nexus.

Ένας δεύτερος κρίσιμος άξονας διαφοροποίησης είναι η ποιότητα του τραπεζικού ενεργητικού. Τα υψηλά επίπεδα μη εξυπηρετούμενων δανείων επιβαρύνουν τις τράπεζες με αυξημένες προβλέψεις, περιορίζουν την κεφαλαιακή ευελιξία και αυξάνουν την ανάγκη προσεκτικότερης τιμολόγησης των νέων χορηγήσεων. Όταν ένα τραπεζικό σύστημα έχει υψηλό απόθεμα NPLs, οι τράπεζες είναι πιθανότερο να ενσωματώνουν υψηλότερο πιστωτικό risk premium στα δανειακά επιτόκια, ώστε να καλύψουν τον αυξημένο κίνδυνο και να προστατεύσουν την κερδοφορία τους (Koch & MacDonald, 2015; Saunders & Cornett, 2020). Αυτός ο μηχανισμός είναι ιδιαίτερα σημαντικός για την ελληνική περίπτωση, καθώς το απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων μετά την κρίση υπήρξε πολύ υψηλότερο από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης και επηρέασε την ικανότητα των τραπεζών να χορηγούν πίστωση με χαμηλό κόστος.

Η ποιότητα του ενεργητικού δεν επηρεάζει μόνο τα δανειακά επιτόκια, αλλά και τη γενικότερη στάση των τραπεζών απέναντι στον κίνδυνο. Τράπεζες με επιβαρυνμένους ισολογισμούς γίνονται πιο συντηρητικές στη χορήγηση νέων δανείων, εφαρμόζουν αυστηρότερα πιστοδοτικά κριτήρια και διατηρούν μεγαλύτερα περιθώρια ασφαλείας. Αντίθετα, τράπεζες με καθαρότερους ισολογισμούς και χαμηλότερα NPLs μπορούν να αναλάβουν νέο πιστωτικό κίνδυνο με μεγαλύτερη ευελιξία. Η σταδιακή μείωση των NPLs στην Ελλάδα μετά το 2019 συνέβαλε στη βελτίωση της εικόνας του τραπεζικού συστήματος, αλλά η επίδραση αυτή δεν οδηγεί αυτομάτως σε πλήρη σύγκλιση επιτοκίων, επειδή η αγορά λαμβάνει υπόψη και άλλους παράγοντες, όπως η συνολική πιστοληπτική αξιοπιστία της χώρας και η δομή του τραπεζικού ανταγωνισμού.

Ο βαθμός ανταγωνισμού αποτελεί επίσης βασική εξήγηση για τις διαφορές επιτοκίων εντός της Ευρωζώνης. Σε αγορές με μεγαλύτερη συγκέντρωση, οι τράπεζες έχουν συχνά μεγαλύτερη δυνατότητα να διατηρούν υψηλότερα spreads, είτε μέσω υψηλότερων δανειακών επιτοκίων είτε μέσω βραδύτερης αύξησης των καταθετικών επιτοκίων. Αντίθετα, σε αγορές με έντονο ανταγωνισμό, οι τράπεζες πιέζονται να προσφέρουν καλύτερους όρους σε δανειολήπτες και καταθέτες, περιορίζοντας το επιτοκιακό περιθώριο. Η εμπειρική τεκμηρίωση για την Ευρωπαϊκή Ένωση δείχνει ότι οι διαφορές στον ανταγωνισμό και στην τραπεζική αποτελεσματικότητα εξηγούν σημαντικό μέρος των αποκλίσεων στα περιθώρια επιτοκίου μεταξύ χωρών (Maudos & Fernández de Guevara, 2004; Freixas & Rochet, 2008). Στην Ελλάδα, η συγκέντρωση της τραπεζικής αγοράς μετά την κρίση αποτελεί παράγοντα που πρέπει να λαμβάνεται υπόψη στην ερμηνεία των διαφορών από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης.

Ιδιαίτερη μορφή αυτής της δυναμικής είναι η ακαμψία των καταθετικών επιτοκίων, δηλαδή το deposit stickiness. Σε ορισμένες χώρες, οι καταθέτες εμφανίζουν περιορισμένη κινητικότητα και δεν μεταφέρουν εύκολα τις καταθέσεις τους σε άλλη τράπεζα ή σε εναλλακτικά επενδυτικά προϊόντα, ακόμη και όταν οι αποδόσεις παραμένουν χαμηλές. Αυτό επιτρέπει στις τράπεζες να καθυστερούν την αύξηση των καταθετικών επιτοκίων σε περιόδους ανόδου των επιτοκίων πολιτικής, διατηρώντας υψηλότερο καθαρό επιτοκιακό περιθώριο. Αντίθετα, όπου ο ανταγωνισμός για καταθέσεις είναι πιο έντονος, η αύξηση των επιτοκίων πολιτικής μεταφέρεται ταχύτερα και στις καταθέσεις. Η διαφοροποίηση αυτή είναι κρίσιμη για την περίοδο μετά το 2022, όταν η σύσφιξη της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ δεν μεταφέρθηκε με τον ίδιο ρυθμό στα δανειακά και στα καταθετικά προϊόντα (De Bondt, 2005; Saunders & Cornett, 2020).

Οι μακροοικονομικές συνθήκες κάθε χώρας αποτελούν επιπλέον παράγοντα διαφοροποίησης. Αν και το επιτόκιο πολιτικής είναι κοινό, οι οικονομίες της Ευρωζώνης δεν βρίσκονται πάντα στην ίδια φάση του οικονομικού κύκλου. Διαφορές στον ρυθμό ανάπτυξης, στην ανεργία, στον πληθωρισμό, στην παραγωγικότητα και στις προσδοκίες επηρεάζουν τη ζήτηση για δάνεια και την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου. Σε οικονομίες με ασθενέστερη ανάπτυξη ή υψηλότερη ανεργία, οι τράπεζες μπορεί να θεωρούν τους δανειολήπτες πιο επισφαλείς και να τιμολογούν πιο συντηρητικά. Αντίθετα, σε οικονομίες με ισχυρότερη ανάπτυξη και χαμηλότερη αβεβαιότητα, η τραπεζική χρηματοδότηση μπορεί να παρέχεται με χαμηλότερο risk premium (Blanchard & Johnson, 2013; Burda & Wyplosz, 2017). Για την Ελλάδα, η παρατεταμένη ύφεση της προηγούμενης δεκαετίας ενίσχυσε τον πιστωτικό κίνδυνο και επιβάρυνε τη σύγκλιση των επιτοκίων.

Η διεθνής κινητικότητα κεφαλαίων και οι επενδυτικές ροές συμβάλλουν επίσης στις αποκλίσεις. Παρότι η Ευρωζώνη διαθέτει κοινό νόμισμα, οι επενδυτές συνεχίζουν να αξιολογούν τις χώρες με βάση τον κίνδυνο, τις αναπτυξιακές προοπτικές και τη θεσμική αξιοπιστία τους. Σε περιόδους αβεβαιότητας, τα κεφάλαια συχνά κατευθύνονται προς ασφαλέστερες αγορές, μειώνοντας το κόστος κεφαλαίου σε χώρες χαμηλού κινδύνου και αυξάνοντάς το σε χώρες που θεωρούνται πιο επισφαλείς (Krugman, Obstfeld & Melitz, 2018; Mishkin, 2019). Το φαινόμενο αυτό ενισχύει τις διαφορές αποδόσεων στα κρατικά ομόλογα και, μέσω αυτών, επηρεάζει τη χρηματοδότηση των τραπεζών. Έτσι, η χρηματοπιστωτική ενοποίηση περιορίζει αλλά δεν εξαλείφει τις διαφοροποιήσεις που προκύπτουν από την αντίληψη κινδύνου των αγορών.

Η χρονική διάρθρωση των επιτοκίων και η καμπύλη αποδόσεων επηρεάζουν επίσης την τελική τιμολόγηση τραπεζικών προϊόντων. Τα δάνεια μεγαλύτερης διάρκειας τιμολογούνται συχνά με βάση προσδοκίες για τη μελλοντική πορεία των επιτοκίων, την αποζημίωση κινδύνου διάρκειας και τη μεταβλητότητα των αγορών. Όταν η καμπύλη αποδόσεων διαφέρει μεταξύ χωρών λόγω διαφορετικού *sovereign risk*, οι τράπεζες ενδέχεται να αντιμετωπίζουν διαφορετικά κίνητρα και κόστη στη χορήγηση μακροπρόθεσμων δανείων. Τα στοχαστικά υποδείγματα επιτοκίων δείχνουν ότι η μεταβλητότητα και οι προσδοκίες μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά την αποτίμηση των μελλοντικών επιτοκίων και, κατά συνέπεια, τις τραπεζικές αποφάσεις τιμολόγησης (Vasicek, 2006; Fabozzi, 2016). Η διάσταση αυτή έχει μεγαλύτερη σημασία σε περιόδους αβεβαιότητας, όταν οι αγορές επαναπροσδιορίζουν απότομα τις προσδοκίες τους.

Το περιβάλλον παρατεταμένων χαμηλών επιτοκίων, που χαρακτήρισε μεγάλο μέρος της περιόδου μετά την κρίση, δεν επηρέασε όλες τις χώρες με τον ίδιο τρόπο. Σε τραπεζικά συστήματα που βασίζονται κυρίως στο παραδοσιακό καθαρό επιτοκιακό εισόδημα, τα πολύ χαμηλά ή αρνητικά επιτόκια συμπίεσαν την κερδοφορία και δημιούργησαν πίεση για αναζήτηση εναλλακτικών πηγών εσόδων. Σε χώρες με πιο διαφοροποιημένα τραπεζικά μοντέλα ή χαμηλότερα λειτουργικά κόστη, η πίεση αυτή μπορούσε να απορροφηθεί ευκολότερα. Αντίθετα, σε χώρες όπου οι τράπεζες είχαν επιβαρυσμένους ισολογισμούς και υψηλά NPLs, η περίοδος χαμηλών επιτοκίων δεν σήμαινε απαραίτητα αντίστοιχα φθηνή πίστωση για όλους τους δανειολήπτες. Η βιβλιογραφία δείχνει ότι οι επιδράσεις του περιβάλλοντος «low-for-long» στα καθαρά περιθώρια και στην κερδοφορία των τραπεζών ήταν άνισες μεταξύ χωρών και τραπεζικών μοντέλων (Claessens, Coleman & Donnelly, 2018; Saunders & Cornett, 2020).

Η διαχείριση κινδύνου και η δυνατότητα αντιστάθμισης των μεταβολών επιτοκίων

επηρεάζουν επίσης την ικανότητα των τραπεζών να προσφέρουν πιο ανταγωνιστικά επιτόκια. Τράπεζες με προηγμένα συστήματα risk management, καλύτερη ποιότητα δεδομένων και πρόσβαση σε χρηματοοικονομικά εργαλεία αντιστάθμισης μπορούν να περιορίζουν την έκθεσή τους σε μεταβολές επιτοκίων και να μειώνουν την ανάγκη για υψηλό περιθώριο ασφαλείας. Αντίθετα, τράπεζες με πιο περιορισμένη τεχνική υποδομή ή μεγαλύτερη αβεβαιότητα στους ισολογισμούς τους μπορεί να διατηρούν υψηλότερα spreads ως μέσο προστασίας απέναντι στον κίνδυνο (Cuthbertson & Nitzsche, 2015; Hull, 2018). Η διαφορά αυτή δεν είναι πάντα άμεσα ορατή στα συγκεντρωτικά στοιχεία, αλλά συμβάλλει στη διαφοροποίηση της τραπεζικής τιμολόγησης μεταξύ χωρών.

Στην πράξη, οι διαφορές επιτοκίων εντός της Ευρωζώνης δεν οφείλονται σε έναν μόνο παράγοντα. Είναι αποτέλεσμα της ταυτόχρονης λειτουργίας πολλών μηχανισμών: ατελούς μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, διαφορετικού κόστους χρηματοδότησης, κρατικού κινδύνου, ποιότητας τραπεζικών ισολογισμών, ανταγωνισμού, ακαμψίας καταθέσεων και μακροοικονομικής ετερογένειας. Αυτό εξηγεί γιατί οι αποκλίσεις επιμένουν ακόμη και μετά την πρόοδο της τραπεζικής ένωσης και την υιοθέτηση κοινών εποπτικών κανόνων. Η τραπεζική ένωση μπορεί να μειώνει τις θεσμικές διαφορές, αλλά δεν εξαλείφει πλήρως τις διαφορές κινδύνου και δομής μεταξύ των εθνικών τραπεζικών συστημάτων.

2.8 Σύγχρονες Τάσεις και Εξελίξεις στη Διαμόρφωση Τραπεζικών Επιτοκίων

Η διαμόρφωση των τραπεζικών επιτοκίων στη σύγχρονη περίοδο επηρεάζεται από νέες τάσεις που μεταβάλλουν τόσο το περιβάλλον λειτουργίας των τραπεζών όσο και τον τρόπο με τον οποίο οι ίδιες τιμολογούν τα προϊόντα τους. Σε αντίθεση με προηγούμενες δεκαετίες, όπου η ανάλυση των επιτοκίων επικεντρωνόταν κυρίως στη νομισματική πολιτική, στο κόστος χρηματοδότησης και στον πιστωτικό κίνδυνο, σήμερα η τραπεζική τιμολόγηση επηρεάζεται όλο και περισσότερο από την ψηφιοποίηση, τη χρήση δεδομένων, τις μεταβολές στα επιτόκια αναφοράς, τις νέες εποπτικές απαιτήσεις, τους ESG κινδύνους και τη μεγαλύτερη δυνατότητα των πελατών να συγκρίνουν προϊόντα και τιμές. Οι εξελίξεις αυτές δεν αναιρούν τους παραδοσιακούς παράγοντες διαμόρφωσης των επιτοκίων, αλλά τους συμπληρώνουν και δημιουργούν ένα πιο σύνθετο περιβάλλον τραπεζικής στρατηγικής (Cecchetti & Schoenholtz, 2020).

Μία από τις σημαντικότερες σύγχρονες εξελίξεις είναι η ενίσχυση της ψηφιακής τραπεζικής. Η μετάβαση από το παραδοσιακό δίκτυο καταστημάτων σε ψηφιακά κανάλια εξυπηρέτησης

επιτρέπει στις τράπεζες να περιορίζουν μέρος του λειτουργικού κόστους και να προσφέρουν ταχύτερες, πιο αυτοματοποιημένες υπηρεσίες. Η ηλεκτρονική τραπεζική, οι ψηφιακές αιτήσεις δανείων και τα αυτοματοποιημένα συστήματα αξιολόγησης πελατών μπορούν να μειώσουν τον χρόνο επεξεργασίας και να βελτιώσουν την ακρίβεια της πιστοδοτικής απόφασης. Θεωρητικά, η μείωση του κόστους λειτουργίας μπορεί να ασκήσει καθοδική πίεση στα επιτόκια δανείων ή να επιτρέψει πιο ανταγωνιστικές αποδόσεις στις καταθέσεις. Στην πράξη, όμως, η επίδραση αυτή δεν είναι πάντα άμεση, επειδή η ψηφιακή μετάβαση απαιτεί σημαντικές επενδύσεις σε τεχνολογικές υποδομές, κυβερνοασφάλεια, προστασία δεδομένων και κανονιστική συμμόρφωση (Saunders & Cornett, 2020).

Η ανάπτυξη των fintech επιχειρήσεων έχει επίσης αλλάξει τις συνθήκες ανταγωνισμού σε ορισμένα τμήματα της τραπεζικής αγοράς. Οι νέοι ψηφιακοί πάροχοι μπορούν να προσφέρουν πιο εξειδικευμένα προϊόντα, ταχύτερες διαδικασίες και μεγαλύτερη διαφάνεια στους όρους τιμολόγησης. Η χρήση big data, machine learning και αυτοματοποιημένων μοντέλων credit scoring επιτρέπει σε αυτούς τους παρόχους να αξιολογούν τον πιστωτικό κίνδυνο με διαφορετικό τρόπο από τις παραδοσιακές τράπεζες (Koch & MacDonald, 2015). Αυτό μπορεί να αυξήσει την πίεση προς τις τράπεζες να βελτιώσουν τις διαδικασίες τους και να αναπροσαρμόσουν την τιμολογιακή τους πολιτική. Ωστόσο, η επίδραση των fintech στα τραπεζικά επιτόκια εξαρτάται από το μέγεθος της παρουσίας τους στην αγορά, το ρυθμιστικό πλαίσιο και τον βαθμό εμπιστοσύνης των πελατών σε εναλλακτικούς χρηματοοικονομικούς παρόχους.

Ιδιαίτερη σημασία έχει και η μεταβολή του νομισματικού περιβάλλοντος μετά από μια μακρά περίοδο πολύ χαμηλών ή αρνητικών επιτοκίων. Για αρκετά χρόνια, οι τράπεζες της Ευρωζώνης λειτούργησαν σε συνθήκες συμπιεσμένων καθαρών εσόδων από τόκους, καθώς τα χαμηλά επιτόκια περιόριζαν την κερδοφορία του παραδοσιακού τραπεζικού μοντέλου. Η μεταστροφή προς υψηλότερα επιτόκια μετά την άνοδο του πληθωρισμού δημιούργησε νέες συνθήκες. Από τη μία πλευρά, τα υψηλότερα επιτόκια μπορούν να ενισχύσουν το καθαρό επιτοκιακό εισόδημα των τραπεζών. Από την άλλη πλευρά, αυξάνουν το κόστος εξυπηρέτησης δανείων για επιχειρήσεις και νοικοκυριά, γεγονός που μπορεί να αυξήσει τον πιστωτικό κίνδυνο. Επομένως, η νέα περίοδος υψηλότερων επιτοκίων δεν είναι μόνο ευκαιρία κερδοφορίας για τις τράπεζες, αλλά και περίοδος αυξημένης ανάγκης για προσεκτική διαχείριση κινδύνου (Mishkin, 2019).

Η μεταβολή αυτή έχει ιδιαίτερη σημασία για τη μελέτη του επιτοκιακού περιθωρίου. Όταν τα επιτόκια αναφοράς αυξάνονται, οι τράπεζες συχνά προσαρμόζουν γρηγορότερα τα δανειακά επιτόκια από τα καταθετικά. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε προσωρινή διεύρυνση

του spread, ιδίως σε αγορές όπου οι καταθέτες δεν μετακινούνται εύκολα προς προϊόντα υψηλότερης απόδοσης. Ωστόσο, όσο αυξάνεται ο ανταγωνισμός για καταθέσεις ή όσο οι πελάτες αποκτούν περισσότερη πληροφόρηση, η πίεση για αύξηση των καταθετικών επιτοκίων γίνεται εντονότερη. Έτσι, η σύγχρονη διαμόρφωση των επιτοκίων επηρεάζεται όχι μόνο από τις αποφάσεις της ΕΚΤ, αλλά και από τη συμπεριφορά των πελατών, τη διαφάνεια της αγοράς και την ταχύτητα με την οποία οι τράπεζες προσαρμόζουν τα προϊόντα τους.

Μία ακόμη σημαντική εξέλιξη αφορά τη μεταρρύθμιση των επιτοκίων αναφοράς. Η μετάβαση από παλαιότερους δείκτες, όπως το LIBOR, σε πιο διαφανείς και αξιόπιστους δείκτες αναφοράς, όπως το SOFR και το €STR, έχει επηρεάσει τη βάση τιμολόγησης πολλών χρηματοοικονομικών προϊόντων. Οι νέοι δείκτες σχεδιάστηκαν ώστε να αντανακλούν καλύτερα πραγματικές συνθήκες αγοράς και να περιορίζουν τον κίνδυνο χειραγώγησης (Hull, 2018). Για τις τράπεζες, η αλλαγή αυτή έχει πρακτική σημασία, διότι επηρεάζει τα κυμαινόμενα επιτόκια, τα παράγωγα, τα δάνεια και τις διαδικασίες αντιστάθμισης κινδύνου. Παράλληλα, απαιτεί προσαρμογή συστημάτων, συμβάσεων και εσωτερικών μοντέλων τιμολόγησης, γεγονός που αυξάνει την πολυπλοκότητα της σύγχρονης τραπεζικής διαχείρισης.

Οι ESG παράγοντες αποτελούν επίσης νέα διάσταση στη διαμόρφωση τραπεζικών επιτοκίων. Οι τράπεζες καλούνται πλέον να αξιολογούν όχι μόνο τον παραδοσιακό πιστωτικό κίνδυνο, αλλά και κινδύνους που σχετίζονται με την κλιματική αλλαγή, τη μετάβαση σε οικονομία χαμηλών εκπομπών και τη βιωσιμότητα των επιχειρηματικών μοντέλων. Επιχειρήσεις με υψηλή έκθεση σε περιβαλλοντικούς ή μεταβατικούς κινδύνους μπορεί να αντιμετωπίζουν υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης, ενώ επενδύσεις με ισχυρό ESG προφίλ μπορεί να χρηματοδοτούνται με ευνοϊκότερους όρους. Η εξέλιξη αυτή δείχνει ότι η τραπεζική τιμολόγηση δεν περιορίζεται πλέον μόνο σε χρηματοοικονομικούς δείκτες, αλλά ενσωματώνει ευρύτερες αξιολογήσεις κινδύνου και βιωσιμότητας (Cecchetti & Schoenholtz, 2020).

Παράλληλα, η αυξημένη διαφάνεια της αγοράς έχει αλλάξει τη σχέση τραπεζών και πελατών. Οι καταναλωτές και οι επιχειρήσεις μπορούν πλέον να συγκρίνουν ευκολότερα επιτόκια, χρεώσεις και όρους προϊόντων μέσω ψηφιακών εργαλείων και πλατφορμών. Αυτή η δυνατότητα ενισχύει την πίεση προς τις τράπεζες να προσφέρουν πιο ανταγωνιστικούς όρους, ιδίως σε προϊόντα όπου οι πελάτες έχουν εναλλακτικές επιλογές. Η διαφάνεια όμως δεν επηρεάζει όλες τις κατηγορίες πελατών με τον ίδιο τρόπο. Μεγάλες επιχειρήσεις ή πιο ενημερωμένοι πελάτες μπορούν να αξιοποιήσουν καλύτερα τις πληροφορίες της αγοράς,

ενώ μικρότερες επιχειρήσεις ή νοικοκυριά με περιορισμένες επιλογές μπορεί να παραμένουν περισσότερο εξαρτημένα από την τραπεζική τους σχέση. Συνεπώς, η πληροφόρηση μειώνει ορισμένες ασυμμετρίες, αλλά δεν εξαλείφει πλήρως τις διαφορές στη διαπραγματευτική ισχύ.

Η παγκοσμιοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών ενισχύει επίσης την ταχύτητα μετάδοσης των διεθνών εξελίξεων στα εγχώρια επιτόκια. Μεταβολές στις αποδόσεις των διεθνών ομολόγων, στις προσδοκίες των επενδυτών, στα επιτόκια μεγάλων κεντρικών τραπεζών και στη διάθεση ανάληψης κινδύνου μπορούν να επηρεάσουν άμεσα το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών. Σε ανοικτές οικονομίες, οι τράπεζες λειτουργούν σε περιβάλλον μεγαλύτερης διασύνδεσης, γεγονός που τις καθιστά πιο ευαίσθητες σε διεθνείς μεταβολές ρευστότητας και κινδύνου (Krugman, Obstfeld & Melitz, 2018). Για χώρες όπως η Ελλάδα, η διεθνής αντίληψη κινδύνου και η πιστοληπτική εικόνα της χώρας μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά το κόστος άντλησης κεφαλαίων και, τελικά, τα επιτόκια που προσφέρονται στην πραγματική οικονομία.

Τέλος, η σύγχρονη τραπεζική τιμολόγηση χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη χρήση δεδομένων και πιο δυναμικά μοντέλα αξιολόγησης. Οι τράπεζες αξιοποιούν εσωτερικά και εξωτερικά δεδομένα για να εκτιμήσουν την πιθανότητα αθέτησης, τη συμπεριφορά πληρωμών, την ευαισθησία των πελατών στις μεταβολές επιτοκίων και τη συνολική αξία της πελατειακής σχέσης. Η χρήση τέτοιων εργαλείων μπορεί να οδηγήσει σε πιο ακριβή τιμολόγηση, αλλά και σε μεγαλύτερη διαφοροποίηση μεταξύ κατηγοριών πελατών. Με άλλα λόγια, η σύγχρονη τάση δεν είναι απαραίτητα η ύπαρξη ενός ενιαίου επιτοκίου για όλους, αλλά η ανάπτυξη πιο εξατομικευμένων τιμολογιακών πρακτικών. Αυτό καθιστά την ανάλυση των μέσων επιτοκίων χρήσιμη, αλλά όχι πλήρη, καθώς πίσω από τον μέσο όρο μπορεί να υπάρχουν σημαντικές διαφορές ανά προϊόν, κλάδο, πιστοληπτικό προφίλ και διάρκεια.

2.9 Συμπεράσματα βιβλιογραφικής επισκόπησης

Η βιβλιογραφική ανασκόπηση κατέδειξε ότι τα τραπεζικά επιτόκια και το επιτοκιακό περιθώριο δεν μπορούν να ερμηνευθούν μέσα από έναν μόνο παράγοντα, αλλά προκύπτουν από τη συνδυαστική επίδραση της νομισματικής πολιτικής, του πιστωτικού κινδύνου, του κόστους χρηματοδότησης, της ποιότητας των τραπεζικών ισολογισμών, της δομής της αγοράς και του ρυθμιστικού πλαισίου. Η θεωρία της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης δείχνει ότι οι τράπεζες δεν λειτουργούν απλώς ως παθητικοί μεταφορείς των αποφάσεων της κεντρικής τράπεζας, αλλά ως οργανισμοί που αξιολογούν και τιμολογούν κινδύνους. Επομένως, το επιτόκιο που τελικά διαμορφώνεται στην αγορά δεν

αντανακλά μόνο το κόστος χρήματος, αλλά ενσωματώνει πιστωτικό κίνδυνο, κίνδυνο ρευστότητας, λειτουργικό κόστος, κεφαλαιακές απαιτήσεις και στρατηγική τιμολόγησης.

Η μακροοικονομική βιβλιογραφία υπογραμμίζει ότι ο πληθωρισμός, ο οικονομικός κύκλος, οι προσδοκίες της αγοράς και η δημοσιονομική αξιοπιστία επηρεάζουν άμεσα ή έμμεσα το επίπεδο των επιτοκίων. Στο πλαίσιο της Ευρωζώνης, το κοινό επιτόκιο πολιτικής της ΕΚΤ αποτελεί κοινή αφετηρία, αλλά δεν παράγει απαραίτητα ίδιες χρηματοπιστωτικές συνθήκες σε όλες τις χώρες. Η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής εξαρτάται από το επίπεδο κινδύνου κάθε οικονομίας, τη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος και την εμπιστοσύνη των αγορών. Για τον λόγο αυτό, οι χώρες της Ευρωζώνης μπορεί να εμφανίζουν διαφορετικά τραπεζικά επιτόκια, ακόμη και όταν υπόκεινται στις ίδιες αποφάσεις νομισματικής πολιτικής.

Σε τραπεζικό επίπεδο, η ποιότητα του ενεργητικού, τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, η κεφαλαιακή επάρκεια και η πρόσβαση σε φθηνή χρηματοδότηση αποτελούν κρίσιμους παράγοντες τιμολόγησης. Οι τράπεζες με υψηλότερο απόθεμα NPLs και μεγαλύτερες ανάγκες προβλέψεων είναι πιθανότερο να διατηρούν υψηλότερα δανειακά επιτόκια, ώστε να καλύπτουν τον αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο και να προστατεύουν την κερδοφορία τους. Η διαπίστωση αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική για την ελληνική περίπτωση, καθώς η κρίση χρέους άφησε έντονο αποτύπωμα στους τραπεζικούς ισολογισμούς και επηρέασε τη δυνατότητα του συστήματος να παρέχει χρηματοδότηση με όρους αντίστοιχους του μέσου όρου της Ευρωζώνης.

Η θεωρητική προσέγγιση του επιτοκιακού περιθωρίου, ιδίως μέσα από το υπόδειγμα των Ho και Saunders, προσφέρει χρήσιμο πλαίσιο για την ερμηνεία των διαφορών μεταξύ χωρών. Το spread λειτουργεί ως αποζημίωση για την ανάληψη κινδύνου και ως μηχανισμός προστασίας της τράπεζας απέναντι στην αβεβαιότητα των επιτοκίων, στη μεταβλητότητα των αγορών και στον πιστωτικό κίνδυνο. Κατά συνέπεια, χώρες με υψηλότερο κρατικό κίνδυνο, μεγαλύτερη αστάθεια ή επιβαρυσμένους τραπεζικούς ισολογισμούς είναι πιθανότερο να εμφανίζουν υψηλότερα επιτοκιακά περιθώρια. Η προσέγγιση αυτή εξηγεί γιατί η σύγκλιση των επιτοκίων εντός της Ευρωζώνης παραμένει μερική και εξαρτημένη από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε τραπεζικού συστήματος. Κεντρική θέση στη βιβλιογραφία έχει και η έννοια του interest rate pass-through. Οι μελέτες για την Ευρωζώνη δείχνουν ότι η μετακύλιση των επιτοκίων της ΕΚΤ στα τραπεζικά προϊόντα είναι συχνά ατελής και ασύμμετρη. Οι αυξήσεις των επιτοκίων μεταφέρονται συνήθως ταχύτερα στα δανειακά επιτόκια, ενώ τα καταθετικά επιτόκια προσαρμόζονται πιο αργά, ιδίως όταν υπάρχει περιορισμένος ανταγωνισμός για καταθέσεις ή χαμηλή κινητικότητα πελατών. Η ασυμμετρία αυτή είναι κρίσιμη για την παρούσα εργασία, επειδή συνδέεται άμεσα με το ερώτημα αν η κοινή νομισματική πολιτική της ΕΚΤ μεταδίδεται με τον ίδιο τρόπο στην Ελλάδα και στον μέσο όρο της Ευρωζώνης.

Η ανασκόπηση ανέδειξε επίσης ότι ο κρατικός κίνδυνος αποτελεί βασική μεταβλητή για την ερμηνεία των αποκλίσεων. Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων λειτουργούν ως δείκτης αξιοπιστίας και επηρεάζουν το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών. Όταν ο sovereign risk αυξάνεται, η επίδραση δεν περιορίζεται στο κράτος, αλλά μεταφέρεται στο τραπεζικό σύστημα μέσω

της πρόσβασης στις αγορές, της αξίας των χαρτοφυλακίων και της αντίληψης κινδύνου των επενδυτών. Η ελληνική εμπειρία της περιόδου 2010–2015 επιβεβαιώνει αυτή τη σύνδεση, καθώς η δημοσιονομική κρίση επηρέασε άμεσα τη ρευστότητα, την κεφαλαιακή θέση και την πιστωτική λειτουργία των τραπεζών.

Το ρυθμιστικό πλαίσιο συμπληρώνει την εικόνα, καθώς οι κεφαλαιακές και ρευστοποιητικές απαιτήσεις ενισχύουν τη σταθερότητα, αλλά παράλληλα επηρεάζουν το κόστος λειτουργίας και χρηματοδότησης των τραπεζών. Η ενιαία ευρωπαϊκή εποπτεία μειώνει τις θεσμικές αποκλίσεις, χωρίς όμως να εξαλείφει τις διαφορές που προκύπτουν από την ποιότητα του ενεργητικού, τον κρατικό κίνδυνο και τη διάρθρωση της αγοράς. Επομένως, η ρύθμιση λειτουργεί ως παράγοντας σταθεροποίησης, αλλά όχι ως μηχανισμός πλήρους εξίσωσης των τραπεζικών επιτοκίων μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης.

Οι σύγχρονες τάσεις, όπως η ψηφιοποίηση, οι fintech πιέσεις, η αλλαγή των επιτοκίων αναφοράς, η ενσωμάτωση ESG κριτηρίων και η αυξημένη διαφάνεια της αγοράς, μεταβάλλουν περαιτέρω το περιβάλλον τραπεζικής τιμολόγησης. Οι εξελίξεις αυτές μπορούν να ενισχύσουν τον ανταγωνισμό και να βελτιώσουν την ακρίβεια αξιολόγησης του κινδύνου, αλλά δεν επηρεάζουν όλες τις χώρες και όλες τις τράπεζες με τον ίδιο τρόπο. Η τεχνολογική ετοιμότητα, το μέγεθος της αγοράς, η ποιότητα των δεδομένων και η δυνατότητα επενδύσεων σε νέα συστήματα διαφοροποιούν την ταχύτητα προσαρμογής των τραπεζών στις νέες συνθήκες.

Πίνακας 1 Συνοπτική Βιβλιογραφική Ανασκόπηση – Βασικές Μελέτες

Συγγραφείς	Χώρα / Δείγμα	Μέθοδος	Βασικά Ευρήματα	Σχέση με εργασία
Ho & Saunders (1981)	ΗΠΑ – τραπεζικός τομέας	Θεωρητικό υπόδειγμα dealer	Spread = αμοιβή κινδύνου επαναποτίμησης και αβεβαιότητας επιτοκίου	Θεωρητική βάση για ερμηνεία spread
Demirgüç-Kunt & Huizinga (1999)	80 χώρες, 1990-1997	Παλινδρόμηση OLS/GLS	Μέγεθος τράπεζας, ανταγωνισμός, μακροοικονομία διαμορφώνουν spread	Πολυπαραγοντική ερμηνεία – βάση μοντέλου
Angeloni, Kashyap & Mojon (2003)	Ευρωζώνη 12 χώρες	VAR / εμπειρική ανάλυση	Ετερογενής μετάδοση νομισματικής πολιτικής εντός ONE	Άμεσα σχετικό – εξηγεί αποκλίσεις Ελλάδας
De Bondt (2005)	Ευρωζώνη	ECM / pass-through	Ασύμμετρη μετάδοση: αυξήσεις → ταχύτερα στα δανειακά	Τεκμηριώνει H4 (ασύμμετρο pass-through)
Maudos & Fernández de Guevara (2004)	EE 7 χώρες, 1993-2000	Εμπειρική παλινδρόμηση	Ανταγωνισμός και ποιότητα ενεργητικού → spread	Δομή αγοράς, NPLs – σχετίζεται με H2

Συγγραφείς	Χώρα / Δείγμα	Μέθοδος	Βασικά Ευρήματα	Σχέση με εργασία
Sander & Kleimeier (2004)	Ευρωζώνη	Cointegration / pass-through	Ατελής σύγκλιση επιτοκίων εντός ONE	Άμεσα σχετικό – τεκμηριώνει H3
Allen & Gale (2007)	Θεωρητικό	Θεωρητική ανάλυση κρίσεων	Sovereign risk → κόστος κεφαλαίου τραπεζών	Τεκμηριώνει H1 (sovereign-bank nexus)
Claessens, Coleman & Donnelly (2018)	47 χώρες	Panel regression	Αρνητικά επιτόκια → συμπίεση περιθωρίων	Ερμηνεύει περίοδο 2014-2022 (αρνητικά επιτ.)

Πηγή: Ιδία επεξεργασία βάσει της βιβλιογραφικής ανασκόπησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

3.1 Ερευνητικός Σχεδιασμός και Αναλυτικό Πλαίσιο Μελέτης

Η παρούσα έρευνα υιοθετεί ποσοτικό, περιγραφικό και συγκριτικό ερευνητικό σχεδιασμό, με στόχο τη διερεύνηση των παραγόντων που συνδέονται με τη διαμόρφωση των τραπεζικών επιτοκίων και του επιτοκιακού περιθωρίου στην Ελλάδα, σε σύγκριση με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης. Η χρήση δευτερογενών δεδομένων θεωρείται κατάλληλη για μελέτες που εξετάζουν διαχρονικές τάσεις, μακροοικονομικές μεταβολές και συγκριτικές διαφοροποιήσεις μεταξύ χωρών, ιδίως όταν τα δεδομένα προέρχονται από επίσημες και θεσμικά αξιόπιστες πηγές (Saunders, Lewis and Thornhill, 2019). Η μελέτη βασίζεται σε δευτερογενή μακροοικονομικά και χρηματοπιστωτικά δεδομένα, τα οποία αντλούνται κυρίως από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και την Τράπεζα της Ελλάδος και εξετάζονται σε διαχρονικό ορίζοντα από το 2010 έως το 2024 (European Central Bank, 2024; Bank of Greece, 2024). Η επιλογή της συγκεκριμένης περιόδου είναι μεθοδολογικά σημαντική, καθώς καλύπτει τρεις διακριτές φάσεις για την ελληνική οικονομία και το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα: την περίοδο της κρίσης χρέους, την περίοδο της μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής και των πολύ χαμηλών ή αρνητικών επιτοκίων, καθώς και τη μεταπανδημική φάση νομισματικής σύσφιξης.

Το αναλυτικό πλαίσιο της μελέτης βασίζεται στην παραδοχή ότι τα τραπεζικά επιτόκια δεν διαμορφώνονται αποκλειστικά από τις αποφάσεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, αλλά επηρεάζονται από ένα ευρύτερο σύνολο μακροοικονομικών, τραπεζικών και θεσμικών παραγόντων. Η παραδοχή αυτή είναι συνεπής με τη βιβλιογραφία για τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής, σύμφωνα με την οποία η μετακύλιση των επιτοκίων της κεντρικής τράπεζας στα τραπεζικά επιτόκια λιανικής δεν είναι πάντοτε πλήρης, άμεση ή ομοιόμορφη μεταξύ χωρών (Angeloni, Kashyap and Mojon, 2003; De Bondt, 2005). Ειδικότερα, στην παρούσα εργασία εξετάζονται τα επιτόκια δανείων και καταθέσεων, το επιτοκιακό περιθώριο, τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων και ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων. Οι μεταβλητές αυτές επιλέγονται επειδή συνδέονται άμεσα με τα ερευνητικά ερωτήματα της εργασίας και επιτρέπουν την αποτύπωση της σχέσης μεταξύ νομισματικής πολιτικής, κρατικού κινδύνου, ποιότητας τραπεζικού ενεργητικού και τελικού κόστους δανεισμού.

Η σύγκριση Ελλάδας–Ευρωζώνης επιτρέπει να εξεταστεί κατά πόσο η ύπαρξη κοινού νομισματικού πλαισίου οδηγεί σε σύγκλιση των τραπεζικών επιτοκίων ή εάν οι εθνικές

διαρθρωτικές ιδιαιτερότητες διατηρούν σημαντικές αποκλίσεις. Η συγκριτική μεθοδολογία είναι χρήσιμη σε έρευνες που επιδιώκουν να εντοπίσουν διαφορές μεταξύ χωρών ή ομάδων χωρών και να ερμηνεύσουν τις αποκλίσεις τους μέσα από οικονομικούς, θεσμικούς και χρηματοπιστωτικούς παράγοντες (Bryman, 2016). Στην παρούσα περίπτωση, η Ελλάδα εξετάζεται ως ειδική περίπτωση χώρας της Ευρωζώνης που επηρεάστηκε έντονα από την κρίση χρέους, την αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και τη μεταγενέστερη διαδικασία τραπεζικής εξυγίανσης. Ο μέσος όρος της Ευρωζώνης λειτουργεί ως συγκριτικό σημείο αναφοράς, ώστε να αποτυπωθεί εάν και σε ποιον βαθμό οι ελληνικές τιμές αποκλίνουν από το ευρύτερο ευρωπαϊκό πλαίσιο.

Η μεθοδολογική προσέγγιση της εργασίας είναι κυρίως περιγραφική και συγκριτική. Η ανάλυση δεν βασίζεται σε σύνθετα οικονομετρικά υποδείγματα, καθώς το διαθέσιμο ετήσιο δείγμα για την περίοδο 2010–2024 είναι περιορισμένο και δεν επαρκεί για ασφαλή εξαγωγή αιτιωδών συμπερασμάτων μέσω γραμμικής παλινδρόμησης. Σε μικρά δείγματα, τα αποτελέσματα παλινδρόμησης μπορεί να είναι ευαίσθητα σε ακραίες τιμές, αυτοσυσχέτιση, μη στασιμότητα των χρονοσειρών ή τυχαίες διακυμάνσεις, γεγονός που περιορίζει την αξιοπιστία ισχυρών αιτιωδών ισχυρισμών (Gujarati and Porter, 2009; Wooldridge, 2016). Για τον λόγο αυτό, η εργασία εστιάζει στην παρουσίαση και ερμηνεία διαχρονικών τάσεων, διαφορών μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης και μεταβολών ανά επιμέρους περίοδο, χωρίς να αποδίδει αιτιότητα εκεί όπου τα διαθέσιμα δεδομένα δεν επιτρέπουν πλήρη οικονομετρικό έλεγχο.

Η επιλογή περιγραφικής και συγκριτικής ανάλυσης θεωρείται κατάλληλη για τον σκοπό της παρούσας μελέτης, καθώς επιτρέπει τη συστηματική αποτύπωση των βασικών αποκλίσεων και τη σύνδεσή τους με συγκεκριμένα οικονομικά γεγονότα. Στο πλαίσιο αυτό, οι μεταβλητές εξετάζονται διαχρονικά και συγκριτικά, με έμφαση στην εξέλιξη των επιτοκίων δανείων, των επιτοκίων καταθέσεων, του επιτοκιακού περιθωρίου, των αποδόσεων κρατικών ομολόγων και των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Η περιγραφική στατιστική και η ανάλυση τάσεων αποτελούν χρήσιμα εργαλεία για την κατανόηση οικονομικών φαινομένων όταν ο στόχος της έρευνας είναι η αποτύπωση μοτίβων, διαφορών και μεταβολών στον χρόνο και όχι η εκτίμηση πλήρους αιτιώδους σχέσης (Creswell and Creswell, 2018). Με τον τρόπο αυτό, η εργασία μπορεί να εξετάσει εάν οι αποκλίσεις διευρύνονται, περιορίζονται ή παραμένουν επίμονες σε διαφορετικές φάσεις της εξεταζόμενης περιόδου.

Η συγκριτική διάσταση της μελέτης είναι κεντρική, διότι το ερευνητικό πρόβλημα δεν αφορά μόνο την πορεία των ελληνικών επιτοκίων, αλλά τη σχέση τους με τον μέσο όρο της

Ευρωζώνης. Για κάθε βασική μεταβλητή εξετάζεται η διαχρονική εξέλιξη της Ελλάδας, η αντίστοιχη πορεία της Ευρωζώνης και η απόκλιση μεταξύ των δύο. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στη σύνδεση των παρατηρούμενων διαφορών με σημαντικές οικονομικές εξελίξεις, όπως η κρίση δημόσιου χρέους, η αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, η περίοδος χαμηλών ή αρνητικών επιτοκίων και η μεταγενέστερη αύξηση των επιτοκίων της ΕΚΤ. Η προσέγγιση αυτή επιτρέπει την ερμηνεία των διαφορών όχι ως απομονωμένων αριθμητικών αποκλίσεων, αλλά ως αποτελεσμάτων ενός ευρύτερου πλαισίου χρηματοπιστωτικής και μακροοικονομικής προσαρμογής.

Το αναλυτικό πλαίσιο ενσωματώνει επίσης θεσμική και διαρθρωτική οπτική. Οι διαφορές επιτοκίων μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης δεν αντιμετωπίζονται ως απλές στατιστικές αποκλίσεις, αλλά ως αποτέλεσμα παραγόντων που σχετίζονται με την ποιότητα του τραπεζικού ενεργητικού, τον κρατικό κίνδυνο, τη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος, την κεφαλαιακή επάρκεια και τη δομή της αγοράς. Η οπτική αυτή είναι απαραίτητη, επειδή η κοινή νομισματική πολιτική δεν εξαλείφει αυτομάτως τις εθνικές διαφοροποιήσεις στο κόστος χρηματοδότησης και στην τραπεζική τιμολόγηση (Sander and Kleimeier, 2004). Επομένως, η εργασία δεν περιορίζεται στην απλή παρουσίαση δεδομένων, αλλά επιχειρεί να ερμηνεύσει τις τάσεις μέσα από το θεωρητικό πλαίσιο που αναπτύχθηκε στη βιβλιογραφική ανασκόπηση.

3.2 Πηγές Δεδομένων και Μεταβλητές Ανάλυσης

Η παρούσα μελέτη βασίζεται αποκλειστικά σε δευτερογενή ποσοτικά δεδομένα, τα οποία αντλήθηκαν από επίσημες και θεσμικά αξιόπιστες πηγές. Κύριες πηγές αποτέλεσαν η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα μέσω του Statistical Data Warehouse, η Τράπεζα της Ελλάδος, η Eurostat και δημοσιευμένα στατιστικά στοιχεία σχετικά με τις αποδόσεις κρατικών ομολόγων και τους δείκτες τραπεζικής σταθερότητας (European Central Bank, 2024; Bank of Greece, 2024; Eurostat, 2024). Η επιλογή επίσημων πηγών διασφαλίζει μεγαλύτερη αξιοπιστία και συγκρισιμότητα των δεδομένων, καθώς οι μετρήσεις ακολουθούν κοινά μεθοδολογικά πρότυπα εντός της Ευρωζώνης. Η χρονική κάλυψη των δεδομένων εκτείνεται από το 2010 έως το 2024, επιτρέποντας τη διαχρονική ανάλυση σε περιόδους διαφορετικών νομισματικών, τραπεζικών και μακροοικονομικών συνθηκών.

Οι βασικές μεταβλητές ανάλυσης κατηγοριοποιούνται σε τρεις βασικούς άξονες. Πρώτον, εξετάζονται μεταβλητές νομισματικής πολιτικής, όπως το επιτόκιο κύριας αναχρηματοδότησης της ΕΚΤ, το επιτόκιο διευκόλυνσης καταθέσεων και βασικοί

διατραπεζικοί δείκτες, όπως το Euribor. Οι μεταβλητές αυτές λειτουργούν ως δείκτες της κατεύθυνσης και της έντασης της νομισματικής πολιτικής σε επίπεδο Ευρωζώνης. Η εξέλιξή τους είναι απαραίτητη για την κατανόηση του γενικού κόστους χρήματος και για την αξιολόγηση του βαθμού στον οποίο οι αποφάσεις της ΕΚΤ μεταφέρονται στα τραπεζικά επιτόκια λιανικής (European Central Bank, 2024).

Δεύτερον, εξετάζονται μεταβλητές που αφορούν τα τραπεζικά επιτόκια, τόσο στα δάνεια όσο και στις καταθέσεις. Περιλαμβάνονται τα μέσα επιτόκια στεγαστικών, επιχειρηματικών και καταναλωτικών δανείων, καθώς και τα αντίστοιχα επιτόκια καταθέσεων προθεσμίας και ταμειυτηρίου. Από τις μεταβλητές αυτές υπολογίζεται το επιτοκιακό περιθώριο, δηλαδή η διαφορά μεταξύ του μέσου επιτοκίου χορηγήσεων και του μέσου επιτοκίου καταθέσεων. Το spread χρησιμοποιείται ως κεντρικός δείκτης αποτίμησης της τραπεζικής τιμολογιακής πολιτικής και της αποζημίωσης για τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο, σύμφωνα με τη σχετική θεωρία για τη λειτουργία των τραπεζικών περιθωρίων (Ho and Saunders, 1981; Freixas and Rochet, 2008).

Τρίτον, στο αναλυτικό σχήμα εντάσσονται μεταβλητές χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και κινδύνου, όπως ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων και οι αποδόσεις των 10ετών κρατικών ομολόγων. Ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων χρησιμοποιείται ως ένδειξη της ποιότητας του τραπεζικού ενεργητικού, ενώ οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων λειτουργούν ως προσέγγιση του κρατικού κινδύνου και της εμπιστοσύνης των αγορών προς την οικονομία (Bank of Greece, 2024; Eurostat, 2024). Οι μεταβλητές αυτές είναι κρίσιμες για την ελληνική περίπτωση, καθώς τόσο η αύξηση των NPLs όσο και η άνοδος του sovereign risk κατά την περίοδο της κρίσης επηρέασαν το κόστος χρηματοδότησης και την τραπεζική τιμολόγηση.

3.3 Μέθοδος Περιγραφικής και Συγκριτικής Στατιστικής Ανάλυσης

Η παρούσα έρευνα υιοθετεί μέθοδο περιγραφικής και συγκριτικής στατιστικής ανάλυσης, με σκοπό την αποτύπωση και ερμηνεία των διαφορών στα τραπεζικά επιτόκια μεταξύ Ελλάδας και μέσου όρου Ευρωζώνης. Η περιγραφική προσέγγιση επιτρέπει την παρουσίαση των βασικών χαρακτηριστικών των μεταβλητών, όπως το μέσο επίπεδο επιτοκίων, η διαχρονική τους μεταβολή και η ένταση των αποκλίσεων. Η μέθοδος αυτή είναι κατάλληλη όταν ο ερευνητικός στόχος αφορά την αναγνώριση τάσεων, διαφορών και μοτίβων στον χρόνο, χωρίς απαραίτητα να επιδιώκεται η εκτίμηση πλήρους αιτιώδους σχέσης (Saunders, Lewis and Thornhill, 2019). Η ανάλυση πραγματοποιείται σε ετήσια βάση, ενώ όπου

απαιτείται εξετάζονται και επιμέρους υποπερίοδοι που συνδέονται με σημαντικά μακροοικονομικά γεγονότα. Η επιλογή αυτής της μεθοδολογίας κρίνεται κατάλληλη, καθώς ο στόχος της μελέτης είναι η ερμηνευτική κατανόηση των διαφορών και όχι η πρόβλεψη ή η εκτίμηση αιτιότητας μέσω σύνθετων οικονομετρικών υποδειγμάτων.

Η συγκριτική διάσταση της ανάλυσης βασίζεται στη συστηματική αντιπαραβολή των στοιχείων της Ελλάδας με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης. Για κάθε βασική μεταβλητή, δηλαδή τα δανειακά επιτόκια, τα καταθετικά επιτόκια, το επιτοκιακό περιθώριο, τον δείκτη NPLs και τις αποδόσεις κρατικών ομολόγων, εξετάζεται η διαφορά μεταξύ των δύο γεωγραφικών ενοτήτων. Με τον τρόπο αυτό, αναδεικνύεται τόσο το μέγεθος όσο και η διάρκεια των αποκλίσεων. Η σύγκριση δεν περιορίζεται σε απόλυτες τιμές, αλλά εξετάζει και τη δυναμική μεταβολής τους, επιτρέποντας την κατανόηση των φάσεων σύγκλισης και απόκλισης. Η συγκριτική ανάλυση είναι χρήσιμη σε έρευνες που επιδιώκουν να ερμηνεύσουν διαφοροποιήσεις μεταξύ χωρών ή οικονομικών συστημάτων με βάση θεσμικούς, χρηματοπιστωτικούς και μακροοικονομικούς παράγοντες (Bryman, 2016).

Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στην ανάλυση κατά διακριτές χρονικές περιόδους, ώστε να αποτυπωθεί η συμπεριφορά των επιτοκίων υπό διαφορετικές μακροοικονομικές και νομισματικές συνθήκες. Η περίοδος της κρίσης χρέους, η φάση των χαμηλών ή αρνητικών επιτοκίων και η μεταπανδημική νομισματική σύσφιξη εξετάζονται ξεχωριστά, προκειμένου να αξιολογηθεί η εξέλιξη των επιτοκίων σε διαφορετικά περιβάλλοντα κινδύνου και ρευστότητας. Η διαχρονική αυτή προσέγγιση επιτρέπει την κατανόηση όχι μόνο του επιπέδου των επιτοκίων, αλλά και της ταχύτητας με την οποία προσαρμόζονται σε μεταβολές του οικονομικού περιβάλλοντος και της πολιτικής της ΕΚΤ. Με τον τρόπο αυτό, η ανάλυση συνδέεται άμεσα με τη βιβλιογραφία για την ατελή και ασύμμετρη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στην Ευρωζώνη (Angeloni, Kashyap and Mojon, 2003; De Bondt, 2005).

3.4 Περιορισμοί της Έρευνας και Μεθοδολογικές Παραδοχές

Η παρούσα έρευνα, αν και επιδιώκει μια ολοκληρωμένη συγκριτική αποτίμηση των τραπεζικών επιτοκίων μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης, υπόκειται σε ορισμένους μεθοδολογικούς περιορισμούς. Πρώτον, βασίζεται αποκλειστικά σε δευτερογενή δεδομένα, τα οποία, παρότι προέρχονται από θεσμικά αξιόπιστες πηγές, ενδέχεται να ενσωματώνουν αναθεωρήσεις ή διαφοροποιήσεις στη μεθοδολογία καταγραφής με την πάροδο του χρόνου.

Η χρήση δευτερογενών δεδομένων είναι συχνή σε μακροοικονομικές και χρηματοπιστωτικές μελέτες, ωστόσο απαιτεί προσοχή ως προς τη συγκρισιμότητα και την ερμηνεία τους (Saunders, Lewis and Thornhill, 2019). Επιπλέον, η χρήση συγκεντρωτικών δεικτών, όπως το μέσο επιτόκιο δανείων ή ο μέσος δείκτης NPLs, δεν αποτυπώνει πλήρως τις εσωτερικές διαφοροποιήσεις ανά τράπεζα, κατηγορία δανείου ή κατηγορία πελάτη.

Ένας δεύτερος περιορισμός σχετίζεται με τη φύση της περιγραφικής και συγκριτικής ανάλυσης. Η μελέτη δεν εφαρμόζει πλήρες οικονομετρικό υπόδειγμα για τον προσδιορισμό αιτιωδών σχέσεων μεταξύ μεταβλητών, αλλά επικεντρώνεται στην αποτύπωση τάσεων, διαφορών και ερμηνευτικών συσχετίσεων. Κατά συνέπεια, τα συμπεράσματα βασίζονται στη σύνδεση των μεταβολών των επιτοκίων με μακροοικονομικά γεγονότα, θεσμικούς παράγοντες και τραπεζικές εξελίξεις, χωρίς να αποδεικνύεται στατιστικά η ένταση ή η κατεύθυνση της αιτιότητας. Η επιλογή αυτή αποτελεί συνειδητή μεθοδολογική παραδοχή, καθώς η περιγραφική έρευνα είναι κατάλληλη όταν ο στόχος είναι η κατανόηση και συστηματική αποτύπωση ενός φαινομένου και όχι η πρόβλεψη ή η εκτίμηση αιτιώδους υποδείγματος (Creswell and Creswell, 2018).

Τρίτος περιορισμός αφορά τη σύγκριση της Ελλάδας με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης. Ο μέσος όρος ενσωματώνει χώρες με διαφορετικά επίπεδα ανάπτυξης, τραπεζικής δομής, δημοσιονομικής αξιοπιστίας και χρηματοπιστωτικού κινδύνου, γεγονός που μπορεί να εξομαλύνει σημαντικές εσωτερικές διαφοροποιήσεις. Επομένως, η σύγκριση Ελλάδας–Ευρωζώνης δεν ταυτίζεται με σύγκριση της Ελλάδας με τις χώρες του πυρήνα ή με τις χώρες της περιφέρειας, αλλά με ένα συγκεντρωτικό σημείο αναφοράς. Η παραδοχή αυτή διευκολύνει την αποτύπωση της γενικής εικόνας σύγκλισης ή απόκλισης, αλλά δεν επιτρέπει πλήρη ανάλυση όλων των ενδοευρωπαϊκών διαφορών.

Τέλος, η έρευνα βασίζεται στην παραδοχή ότι οι επιλεγμένες μεταβλητές, δηλαδή ο κρατικός κίνδυνος, ο δείκτης NPLs, τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ και το επιτοκιακό περιθώριο, αποτελούν βασικούς παράγοντες για την ερμηνεία των τραπεζικών επιτοκίων. Παρότι οι μεταβλητές αυτές θεωρούνται κρίσιμες σύμφωνα με τη σχετική βιβλιογραφία για το interest rate pass-through, τον πιστωτικό κίνδυνο και το τραπεζικό spread, δεν αποκλείεται η ύπαρξη επιπλέον παραγόντων, όπως η συμπεριφορά των καταθετών, οι στρατηγικές τιμολόγησης επιμέρους τραπεζών, η φορολογία ή οι διαφορές στο επίπεδο ανταγωνισμού. Συνεπώς, τα συμπεράσματα της μελέτης πρέπει να ερμηνεύονται υπό το πρίσμα αυτών των παραδοχών, αναγνωρίζοντας ότι η διαμόρφωση των τραπεζικών επιτοκίων αποτελεί πολυπαραγοντικό φαινόμενο.

3.5 Αποσαφήνιση Αναλυτικής Προσέγγισης: Περιγραφική έναντι Παλινδρόμησης

Η παρούσα εργασία υιοθετεί κυρίως περιγραφική και συγκριτική μεθοδολογία και δεν στηρίζεται σε πλήρη οικονομετρική εκτίμηση παλινδρόμησης. Ο διαθέσιμος αριθμός ετήσιων παρατηρήσεων για την περίοδο 2010–2024 είναι περιορισμένος, καθώς αντιστοιχεί σε 15 ετήσιες παρατηρήσεις. Το μέγεθος αυτό δεν θεωρείται επαρκές για ασφαλή εξαγωγή συμπερασμάτων μέσω γραμμικής παλινδρόμησης, ιδίως όταν εξετάζονται περισσότερες από μία μεταβλητές και όταν οι χρονολογικές σειρές ενδέχεται να παρουσιάζουν αυτοσυσχέτιση ή μη στασιμότητα. Σε μικρά δείγματα, οι εκτιμήσεις μπορεί να είναι ευαίσθητες σε ακραίες τιμές και να παράγουν υπερβολικά υψηλά R^2 , χωρίς αυτό να σημαίνει απαραίτητα ισχυρή οικονομική σχέση (Gujarati and Porter, 2009; Wooldridge, 2016).

Επιπλέον, οι χρονολογικές σειρές επιτοκίων και χρηματοοικονομικών δεικτών συχνά παρουσιάζουν τάσεις και μη στασιμότητα, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε πλασματικές συσχετίσεις ή spurious regression, εάν δεν προηγηθούν κατάλληλοι έλεγχοι στασιμότητας και διαγνωστικοί έλεγχοι (Granger and Newbold, 1974; Phillips, 1986). Για τον λόγο αυτό, οποιαδήποτε ένδειξη σχέσης μεταξύ μεταβλητών στην παρούσα εργασία ερμηνεύεται με προσοχή και όχι ως απόδειξη αιτιότητας. Η ανάλυση επικεντρώνεται κυρίως σε διαχρονικές τάσεις, συγκριτικές αποκλίσεις, συσχετίσεις Pearson και διαγράμματα διασποράς, τα οποία λειτουργούν ως εργαλεία περιγραφικής τεκμηρίωσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

4.1 Εξέλιξη Νομισματικής Πολιτικής της ΕΚΤ και Βασικών Επιτοκίων (2010–2024)

Η περίοδος 2010–2024 χαρακτηρίζεται από έντονες μεταβολές στη νομισματική πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, οι οποίες επηρέασαν καθοριστικά τη διαμόρφωση των επιτοκίων στην Ευρωζώνη. Η μετάβαση από την κρίση χρέους στη φάση ποσοτικής χαλάρωσης και, στη συνέχεια, στη μεταπανδημική νομισματική σύσφιξη αποτυπώνει μια περίοδο έντονης εναλλαγής μεταξύ χαλαρής και περιοριστικής πολιτικής. Τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ, δηλαδή το επιτόκιο κύριας αναχρηματοδότησης, το επιτόκιο διευκόλυνσης καταθέσεων και το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης, αποτέλεσαν τον βασικό άξονα μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής προς την αγορά χρήματος και τα τραπεζικά επιτόκια. Η ΕΚΤ ορίζει τα τρία αυτά βασικά επιτόκια για τη ζώνη του ευρώ, ενώ από το 2024 η στάση της νομισματικής πολιτικής κατευθύνεται κυρίως μέσω του επιτοκίου διευκόλυνσης καταθέσεων.

Κατά την περίοδο 2010–2012, η Ευρωζώνη βρέθηκε αντιμέτωπη με την κρίση δημόσιου χρέους, γεγονός που οδήγησε την ΕΚΤ σε σταδιακές μειώσεις των βασικών επιτοκίων, με στόχο την ενίσχυση της ρευστότητας και τη σταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Το επιτόκιο κύριας αναχρηματοδότησης μειώθηκε σημαντικά, αντανakλώντας την ανάγκη στήριξης της οικονομικής δραστηριότητας. Ωστόσο, η επίδραση αυτής της χαλάρωσης δεν ήταν ίδια σε όλες τις χώρες, καθώς η μετάδοση προς τα τραπεζικά επιτόκια επηρεάστηκε από τον πιστωτικό κίνδυνο, τη δημοσιονομική αξιοπιστία και την κατάσταση των τραπεζικών ισολογισμών (Angeloni, Kashyap and Mojon, 2003).

Η περίοδος 2013–2014 σηματοδότησε περαιτέρω χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής. Η ΕΚΤ μείωσε τα επιτόκια σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και το επιτόκιο διευκόλυνσης καταθέσεων πέρασε σε αρνητικό έδαφος το 2014. Η εξέλιξη αυτή στόχευε στην αποθάρρυνση της διακράτησης υπερβάλλουσας ρευστότητας από τις τράπεζες και στην ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης προς την πραγματική οικονομία. Η είσοδος σε περιβάλλον αρνητικών επιτοκίων αποτέλεσε σημαντική αλλαγή στο ευρωπαϊκό νομισματικό πλαίσιο, καθώς οι τράπεζες κλήθηκαν να λειτουργήσουν με συμπιεσμένα καθαρά επιτοκιακά περιθώρια και αυξημένη ανάγκη προσαρμογής της τιμολογιακής τους πολιτικής (Cecchetti and Schoenholtz, 2020).

Η εφαρμογή του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης το 2015 αποτέλεσε κομβικό σημείο στη νομισματική πολιτική της ΕΚΤ. Μέσω αγορών κρατικών και εταιρικών ομολόγων, η ΕΚΤ επιδίωξε να μειώσει το κόστος δανεισμού, να ενισχύσει τη ρευστότητα και να στηρίξει τις πληθωριστικές προσδοκίες. Τα βασικά επιτόκια διατηρήθηκαν σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα για παρατεταμένη περίοδο, γεγονός που οδήγησε σε συμπίεση των αποδόσεων στην καμπύλη επιτοκίων (Fabozzi, 2016). Κατά την περίοδο 2016–2019, η πολιτική αρνητικών επιτοκίων διατηρήθηκε, ενώ οι πράξεις στοχευμένης μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης ενίσχυσαν περαιτέρω τη ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος. Το περιβάλλον «low-for-long» περιόρισε την τραπεζική κερδοφορία μέσω συμπίεσης των καθαρών περιθωρίων, αλλά ταυτόχρονα διευκόλυνε την πρόσβαση σε φθηνότερη χρηματοδότηση (Claessens, Coleman and Donnelly, 2018).

Η πανδημική κρίση του 2020 οδήγησε σε νέα μέτρα στήριξης, μεταξύ των οποίων το Pandemic Emergency Purchase Programme. Η ΕΚΤ διατήρησε τα επιτόκια σε πολύ χαμηλά επίπεδα και ενίσχυσε τις αγορές τίτλων, προκειμένου να αποτρέψει χρηματοπιστωτική αστάθεια και βαθύτερη ύφεση. Η πολιτική αυτή συνέβαλε στη διατήρηση ευνοϊκών χρηματοπιστωτικών συνθηκών κατά τη διάρκεια της πανδημίας, αν και οι επιδράσεις της στα τραπεζικά επιτόκια παρέμειναν διαφοροποιημένες ανά χώρα, ανάλογα με τον βαθμό κινδύνου και την κατάσταση του τραπεζικού συστήματος.

Η περίοδος 2022–2024 σηματοδότησε απότομη αντιστροφή της νομισματικής πολιτικής λόγω της έντονης αύξησης του πληθωρισμού. Η ΕΚΤ προχώρησε σε διαδοχικές αυξήσεις των βασικών επιτοκίων, με το επιτόκιο διευκόλυνσης καταθέσεων να επιστρέφει σε θετικά επίπεδα μετά από πολυετή περίοδο αρνητικών τιμών. Το 2023 τα βασικά επιτόκια έφθασαν σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, ενώ μέσα στο 2024 η ΕΚΤ ξεκίνησε σταδιακές μειώσεις, με τα επιτόκια στις 18 Δεκεμβρίου 2024 να διαμορφώνονται σε 3,00% για τη διευκόλυνση καταθέσεων, 3,15% για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης και 3,40% για την οριακή χρηματοδότηση.

Η αύξηση των βασικών επιτοκίων είχε άμεση επίδραση στα διατραπεζικά επιτόκια και στα επιτόκια αναφοράς, όπως το Euribor και το €STR, τα οποία χρησιμοποιούνται σε πολλά κυμαινόμενα δάνεια. Η εξέλιξη αυτή αύξησε το κόστος εξυπηρέτησης δανείων και ενίσχυσε τη μεταβλητότητα στην αγορά χρήματος (Hull, 2018). Παράλληλα, η μετάδοση των αυξήσεων υπήρξε ταχύτερη στα δανειακά επιτόκια σε σχέση με τα καταθετικά, επιβεβαιώνοντας την ασυμμετρία που αναφέρεται στη βιβλιογραφία για το interest rate pass-through (De Bondt, 2005). Το φαινόμενο αυτό συνέβαλε στη διεύρυνση του επιτοκιακού περιθωρίου των τραπεζών, ιδίως στην αρχική φάση της νομισματικής σύσφιξης.

Η διαχρονική εξέλιξη των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ δείχνει ότι η νομισματική πολιτική αποτελεί τον θεμελιώδη άξονα διαμόρφωσης του κόστους χρήματος στην Ευρωζώνη. Ωστόσο, η τελική επίδραση στα τραπεζικά επιτόκια εξαρτάται από τον βαθμό και την ταχύτητα μετακύλισης σε κάθε εθνική αγορά. Παρά την ύπαρξη κοινής νομισματικής πολιτικής, η αποτελεσματικότητα της μετάδοσης διαφέρει μεταξύ χωρών λόγω διαφορών στον τραπεζικό ανταγωνισμό, στη δομή χρηματοδότησης, στον πιστωτικό κίνδυνο και στην ποιότητα των τραπεζικών ισολογισμών. Αυτό εξηγεί γιατί οι μεταβολές της ΕΚΤ δεν οδήγησαν σε πλήρη σύγκλιση των τραπεζικών επιτοκίων εντός της Ευρωζώνης (Sander and Kleimeier, 2004).

Πίνακας 2 Εξέλιξη βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ σε επιλεγμένα έτη

Έτος	Επιτόκιο κύριας αναχρηματοδότησης	Επιτόκιο διευκόλυνσης καταθέσεων	Επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης
2012	0,75%	0,00%	1,50%
2014	0,05%	-0,20%	0,30%
2016	0,00%	-0,40%	0,25%
2019	0,00%	-0,50%	0,25%
2021	0,00%	-0,50%	0,25%
2023	4,50%	4,00%	4,75%
2024	3,15%	3,00%	3,40%

Πηγή: European Central Bank, Key ECB interest rates / ECB Statistical Data Warehouse. Τα στοιχεία αφορούν τα επίπεδα επιτοκίων μετά τις αντίστοιχες αποφάσεις της ΕΚΤ σε επιλεγμένα έτη.

4.2 Διαχρονική Εξέλιξη Δανειακών και Καταθετικών Επιτοκίων - Ελλάδα και Ευρωζώνη

Η διαχρονική εξέλιξη των δανειακών και καταθετικών επιτοκίων στην Ελλάδα και στην Ευρωζώνη κατά την περίοδο 2010–2024 αντανακλά τόσο τις μεταβολές της νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας όσο και τις διαρθρωτικές ιδιαιτερότητες των εθνικών τραπεζικών συστημάτων. Παρά την ύπαρξη ενιαίου επιτοκίου πολιτικής, οι αποκλίσεις στα επιτόκια χορηγήσεων και καταθέσεων υπήρξαν συστηματικές, ιδίως κατά την περίοδο της κρίσης χρέους. Η εξέλιξη αυτή είναι συνεπής με τη βιβλιογραφία, σύμφωνα

με την οποία η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στα τραπεζικά επιτόκια δεν είναι πλήρης ούτε ομοιόμορφη μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης (Angeloni, Kashyap and Mojon, 2003; De Bondt, 2005).

Κατά την περίοδο 2010–2012, τα δανειακά επιτόκια στην Ελλάδα κινήθηκαν σε σημαντικά υψηλότερα επίπεδα από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης. Η αυξημένη αβεβαιότητα, ο κρατικός κίνδυνος και η επιδείνωση των δημοσιονομικών δεικτών επηρέασαν το κόστος χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών και μεταφέρθηκαν στα επιτόκια χορηγήσεων. Αντίθετα, στον μέσο όρο της Ευρωζώνης, τα δανειακά επιτόκια ακολούθησαν πιο ομαλή πορεία, αντανakλώντας τη μεγαλύτερη σταθερότητα των τραπεζικών συστημάτων του πυρήνα. Η διαφοροποίηση αυτή αναδεικνύει τον ρόλο του sovereign risk στη διαμόρφωση του κόστους τραπεζικού δανεισμού (Allen and Gale, 2007; Mishkin, 2019).

Η περίοδος 2013–2016 χαρακτηρίστηκε από σταδιακή χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής και μείωση των επιτοκίων στην Ευρωζώνη. Η εφαρμογή μη συμβατικών μέτρων, όπως η ποσοτική χαλάρωση και τα αρνητικά επιτόκια καταθέσεων της ΕΚΤ, συνέβαλε στη μείωση του κόστους χρήματος. Ωστόσο, η αποκλιμάκωση των δανειακών επιτοκίων στην Ελλάδα ήταν βραδύτερη σε σχέση με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης. Το εύρημα αυτό υποδηλώνει ατελή μετακύλιση της νομισματικής πολιτικής, καθώς οι ελληνικές τράπεζες εξακολουθούσαν να αντιμετωπίζουν αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο, περιορισμένη πρόσβαση σε φθηνή χρηματοδότηση και υψηλό απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων (De Bondt, 2005; Saunders and Cornett, 2020).

Κατά την περίοδο αρνητικών επιτοκίων 2016–2019, τα δανειακά επιτόκια στον μέσο όρο της Ευρωζώνης έφτασαν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Στην Ελλάδα παρατηρήθηκε επίσης μείωση, αλλά τα επιτόκια παρέμειναν σημαντικά υψηλότερα. Η διαφορά αυτή δεν μπορεί να ερμηνευθεί μόνο από τη νομισματική πολιτική της ΕΚΤ, καθώς οι ελληνικές τράπεζες λειτουργούσαν σε περιβάλλον μεγαλύτερου πιστωτικού κινδύνου και ανάγκης αποκατάστασης των ισολογισμών τους. Επομένως, η διαφορά Ελλάδα–Ευρωζώνης στα δανειακά επιτόκια φαίνεται να συνδέεται περισσότερο με τραπεζοκεντρικούς και μακροοικονομικούς παράγοντες παρά με το ίδιο το επίπεδο των βασικών επιτοκίων.

Η πανδημική κρίση του 2020–2021 διατήρησε τα επιτόκια σε χαμηλά επίπεδα, καθώς η ΕΚΤ συνέχισε την επεκτατική πολιτική της και ενίσχυσε τη ρευστότητα μέσω έκτακτων μέτρων. Παρά το υποστηρικτικό αυτό περιβάλλον, οι διαφορές μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης δεν εξαλείφθηκαν πλήρως. Η παραμονή των ελληνικών δανειακών επιτοκίων σε υψηλότερα επίπεδα αντανakλά τη διαφορετική αντίληψη κινδύνου και την επίδραση των προηγούμενων κρίσεων στο τραπεζικό σύστημα. Η εξέλιξη αυτή δείχνει ότι η χαλαρή

νομισματική πολιτική μπορεί να μειώσει το γενικό κόστος χρήματος, αλλά δεν αρκεί από μόνη της για να εξαλείψει τις εθνικές διαφοροποιήσεις στα τραπεζικά επιτόκια.

Η μεταπανδημική περίοδος 2022–2024 χαρακτηρίστηκε από απότομη αύξηση του πληθωρισμού και ταχεία σύσφιξη της νομισματικής πολιτικής. Η αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ μεταφέρθηκε σταδιακά στα δανειακά επιτόκια τόσο στην Ελλάδα όσο και στην Ευρωζώνη. Στα επιχειρηματικά δάνεια, η άνοδος ήταν εμφανής, καθώς το κόστος χρηματοδότησης επηρεάζεται άμεσα από τα επιτόκια αναφοράς και από την αξιολόγηση κινδύνου των επιχειρήσεων. Παρότι η διαφορά Ελλάδας–Ευρωζώνης μειώθηκε το 2023 και το 2024, δεν εξαφανίστηκε πλήρως. Αυτό δείχνει ότι υπήρξε μερική σύγκλιση, αλλά όχι πλήρης εξίσωση του κόστους τραπεζικού δανεισμού.

Η εξέλιξη των καταθετικών επιτοκίων παρουσιάζει διαφορετική δυναμική. Τα καταθετικά επιτόκια αποτελούν βασικό στοιχείο του κόστους χρηματοδότησης των τραπεζών και επηρεάζουν άμεσα το επιτοκιακό περιθώριο. Η βιβλιογραφία δείχνει ότι τα καταθετικά επιτόκια συχνά προσαρμόζονται πιο αργά από τα δανειακά, λόγω ακαμψίας στις καταθέσεις, περιορισμένης κινητικότητας πελατών και διαφορών στον βαθμό ανταγωνισμού (Hannan and Berger, 1991; Freixas and Rochet, 2008). Στην Ελλάδα, η συμπεριφορά αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική, καθώς η ισχυρή θέση των συστημικών τραπεζών και η περιορισμένη μετακίνηση καταθέσεων μπορούν να επιβραδύνουν την άμεση μετακύλιση των αυξήσεων της ΕΚΤ στα καταθετικά προϊόντα.

Η περίοδος 2013–2019 χαρακτηρίστηκε από σταδιακή αποκλιμάκωση των καταθετικών επιτοκίων, τόσο στην Ελλάδα όσο και στην Ευρωζώνη. Η πολιτική αρνητικών επιτοκίων της ΕΚΤ άσκησε καθοδική πίεση στις αποδόσεις των καταθέσεων, ενώ η αυξημένη ρευστότητα περιόρισε την ανάγκη των τραπεζών να προσελκύσουν καταθέσεις μέσω υψηλότερων αποδόσεων. Παρόλα αυτά, οι προθεσμιακές καταθέσεις παρέμειναν υψηλότερες από τα απλά καταθετικά προϊόντα, καθώς προσφέρουν στις τράπεζες μεγαλύτερη σταθερότητα χρηματοδότησης και διευκολύνουν τη διαχείριση ενεργητικού–παθητικού (Fabozzi, 2016).

Το 2022–2024, η αύξηση των επιτοκίων της ΕΚΤ οδήγησε σε σταδιακή άνοδο και των καταθετικών επιτοκίων, αλλά η προσαρμογή τους ήταν πιο αργή από την αντίστοιχη προσαρμογή των δανειακών επιτοκίων. Η ασύμμετρη αυτή μετακύλιση επιβεβαιώνει τη σημασία του interest rate pass-through και συνδέεται με την υπόθεση H4 της εργασίας, σύμφωνα με την οποία οι αυξήσεις των επιτοκίων της ΕΚΤ μεταφέρονται ταχύτερα στα δανειακά παρά στα καταθετικά προϊόντα. Η βραδύτερη άνοδος των καταθετικών επιτοκίων

συνέβαλε στη διεύρυνση ή διατήρηση του επιτοκιακού περιθωρίου, ιδίως στην αρχική φάση της νομισματικής σύσφιξης.

Η σύγκριση των δανειακών και καταθετικών επιτοκίων δείχνει ότι οι αποκλίσεις μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης δεν είναι στατικές, αλλά μεταβάλλονται ανάλογα με τον οικονομικό κύκλο, τη νομισματική πολιτική και την ένταση του κινδύνου. Σε περιόδους κρίσης, οι αποκλίσεις τείνουν να αυξάνονται, καθώς ο πιστωτικός και κρατικός κίνδυνος ενσωματώνονται στο κόστος δανεισμού. Σε περιόδους σταθεροποίησης, όπως μετά το 2019, παρατηρείται τάση μερικής σύγκλισης, χωρίς όμως πλήρη εξάλειψη των διαφορών. Το εύρημα αυτό είναι συμβατό με τη βιβλιογραφία για την ατελή χρηματοπιστωτική ενοποίηση στην Ευρωζώνη (Sander and Kleimeier, 2004).

Πίνακας 3 Μέσο επιτόκιο επιχειρηματικών δανείων στην Ελλάδα και στην Ευρωζώνη (%)

Έτος	Ελλάδα (%)	Ευρωζώνη (%)	Διαφορά (ποσοστιαίες μονάδες)
2010	5,63%	3,76%	+1,87
2011	6,68%	4,23%	+2,45
2012	6,08%	3,82%	+2,26
2013	5,60%	3,42%	+2,18
2014	5,36%	2,96%	+2,40
2015	4,91%	2,71%	+2,20
2016	4,87%	2,26%	+2,61
2017	4,70%	2,12%	+2,58
2018	4,59%	2,22%	+2,37
2019	4,51%	2,05%	+2,46
2020	4,02%	1,76%	+2,26
2021	3,82%	1,60%	+2,22
2022	4,17%	2,42%	+1,75
2023	5,98%	4,68%	+1,30
2024	5,73%	4,88%	+0,85

Πηγή: ECB Statistical Data Warehouse, MIR Statistics; Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστικοί Πίνακες Τραπεζικών Επιτοκίων· υπολογισμοί συγγραφέα.

4.3 Διαχρονική Εξέλιξη Καταθετικών Επιτοκίων - Ελλάδα και Ευρωζώνη

Η διαχρονική εξέλιξη των καταθετικών επιτοκίων στην Ελλάδα και στην Ευρωζώνη κατά την περίοδο 2010–2024 παρουσιάζει ιδιαίτερο ερευνητικό ενδιαφέρον, καθώς αντανάκλα τόσο τη νομισματική πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας όσο και τις διαφοροποιήσεις στη δομή χρηματοδότησης των τραπεζικών συστημάτων. Τα καταθετικά επιτόκια αποτελούν βασικό προσδιοριστικό παράγοντα του κόστους χρηματοδότησης των τραπεζών και επηρεάζουν άμεσα το επιτοκιακό περιθώριο. Η βιβλιογραφία υποστηρίζει ότι η συμπεριφορά των καταθετικών επιτοκίων είναι συχνά λιγότερο ευέλικτη σε σχέση με τα δανειακά επιτόκια, γεγονός που συνδέεται με τη στρατηγική τιμολόγησης, τη συμπεριφορά των καταθετών και τον βαθμό ανταγωνισμού στην τραπεζική αγορά (Hannan and Berger, 1991; Freixas and Rochet, 2008).

Κατά την περίοδο της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης, τα καταθετικά επιτόκια στην Ελλάδα διαμορφώθηκαν σε υψηλότερα επίπεδα συγκριτικά με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με την ανάγκη των ελληνικών τραπεζών να συγκρατήσουν και να προσελκύσουν καταθέσεις σε ένα περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας, εκροών κεφαλαίων και επιδείνωσης της εμπιστοσύνης προς το τραπεζικό σύστημα. Το 2012, για παράδειγμα, το μέσο επιτόκιο προθεσμιακών καταθέσεων στην Ελλάδα έφθασε το 4,78%, ενώ στην Ευρωζώνη ήταν 2,32%, με διαφορά 2,46 ποσοστιαίων μονάδων. Η απόκλιση αυτή δείχνει ότι ο κίνδυνος χώρας και οι πιέσεις ρευστότητας μπορούν να αυξήσουν το κόστος καταθετικής χρηματοδότησης των τραπεζών (Allen and Gale, 2007).

Η περίοδος 2013–2015 σηματοδότησε σταδιακή αποκλιμάκωση των καταθετικών επιτοκίων τόσο στην Ελλάδα όσο και στην Ευρωζώνη, λόγω της μείωσης των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ και της εφαρμογής μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής. Ωστόσο, η πτώση στην Ελλάδα ήταν πιο σταδιακή, καθώς οι ελληνικές τράπεζες εξακολουθούσαν να λειτουργούν σε περιβάλλον περιορισμένης εμπιστοσύνης και αυξημένης ανάγκης για σταθερή καταθετική βάση. Η διαφοροποίηση αυτή είναι συμβατή με τη βιβλιογραφία για το *interest rate pass-through*, σύμφωνα με την οποία η μετακύλιση των μεταβολών της νομισματικής πολιτικής στα τραπεζικά επιτόκια διαφέρει ανά χώρα και ανά τραπεζικό προϊόν (De Bondt, 2005).

Κατά την περίοδο αρνητικών επιτοκίων, από το 2016 έως το 2019, τα καταθετικά επιτόκια στην Ευρωζώνη προσέγγισαν πολύ χαμηλά επίπεδα, ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις εφαρμόστηκαν αρνητικές αποδόσεις για μεγάλους θεσμικούς καταθέτες. Στην Ελλάδα, τα επιτόκια προθεσμιακών καταθέσεων μειώθηκαν επίσης σημαντικά, από 0,84% το 2016 σε 0,51% το 2019, αλλά παρέμειναν ελαφρώς υψηλότερα από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης.

Η διατήρηση αυτής της μικρής διαφοράς μπορεί να συνδεθεί με την ανάγκη των ελληνικών τραπεζών να ενισχύσουν τη σταθερότητα της χρηματοδοτικής τους βάσης και να αποκαταστήσουν σταδιακά την εμπιστοσύνη των καταθετών (Saunders and Cornett, 2020). Η διαφοροποίηση μεταξύ επιτοκίων ταμειευτηρίου και προθεσμιακών καταθέσεων υπήρξε εμφανής σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Οι προθεσμιακές καταθέσεις προσφέρουν συνήθως υψηλότερες αποδόσεις, καθώς δεσμεύουν τα κεφάλαια για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και παρέχουν στις τράπεζες μεγαλύτερη προβλεψιμότητα στη διαχείριση ενεργητικού–παθητικού (Fabozzi, 2016). Η διαφορά αυτή είχε μεγαλύτερη σημασία στην Ελλάδα κατά τα έτη αυξημένης αβεβαιότητας, όταν η σταθερή χρηματοδότηση είχε ιδιαίτερη αξία για τις τράπεζες. Αντίθετα, σε περιόδους υψηλής ρευστότητας και χαμηλής ζήτησης δανείων, η ανάγκη προσφοράς υψηλών καταθετικών αποδόσεων περιορίστηκε.

Η πανδημική κρίση του 2020–2021 διατήρησε τα καταθετικά επιτόκια σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, λόγω της επεκτατικής νομισματικής πολιτικής και της αυξημένης ρευστότητας στο σύστημα. Παρά την αύξηση της αποταμίευσης των νοικοκυριών, τα επιτόκια δεν αυξήθηκαν, καθώς η διαθέσιμη ρευστότητα υπερέβαινε τη ζήτηση για νέα χρηματοδότηση. Στην Ελλάδα, η εικόνα αυτή συνδυάστηκε με σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα και με περιορισμό της ανάγκης των τραπεζών να προσφέρουν υψηλά επιτόκια για την προσέλκυση καταθέσεων (Cecchetti and Schoenholtz, 2020).

Η μεταπανδημική σύσφιξη της νομισματικής πολιτικής από το 2022 και μετά οδήγησε σε άνοδο των καταθετικών επιτοκίων, αλλά η προσαρμογή δεν ήταν ίδια στην Ελλάδα και στην Ευρωζώνη. Σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα, το 2022 το μέσο επιτόκιο προθεσμιακών καταθέσεων στην Ελλάδα ήταν 0,16%, ενώ στην Ευρωζώνη 0,31%. Η διαφορά έγινε εντονότερη το 2023 και το 2024, όταν τα αντίστοιχα επιτόκια της Ευρωζώνης αυξήθηκαν σε 2,86% και 3,21%, ενώ στην Ελλάδα διαμορφώθηκαν σε 1,40% και 1,81%. Η εξέλιξη αυτή δείχνει ότι, στη φάση ανόδου των επιτοκίων, τα καταθετικά επιτόκια στην Ελλάδα προσαρμόστηκαν βραδύτερα από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης.

Το εύρημα αυτό είναι σημαντικό για την υπόθεση H4 της εργασίας, καθώς είναι συμβατό με την ύπαρξη ασύμμετρης μετακύλισης των επιτοκίων. Οι αυξήσεις των επιτοκίων της ΕΚΤ φαίνεται να μεταφέρονται ταχύτερα στα δανειακά επιτόκια, ενώ τα καταθετικά επιτόκια αυξάνονται με πιο αργό ρυθμό, ιδίως σε αγορές όπου ο ανταγωνισμός για καταθέσεις είναι περιορισμένος ή οι καταθέτες εμφανίζουν χαμηλή κινητικότητα. Η βραδύτερη αύξηση των καταθετικών επιτοκίων μπορεί να συμβάλει στη διατήρηση υψηλότερου επιτοκιακού περιθωρίου, χωρίς όμως το εύρημα αυτό να πρέπει να ερμηνευθεί ως απόδειξη αιτιότητας, αλλά ως ισχυρή περιγραφική ένδειξη.

Η εξέλιξη των καταθετικών επιτοκίων συνδέεται επίσης με τη μακροοικονομική σταθερότητα και τον πληθωρισμό. Σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού, τα πραγματικά επιτόκια καταθέσεων μπορεί να παραμένουν αρνητικά, ακόμη και όταν τα ονομαστικά επιτόκια αυξάνονται. Αυτό επηρεάζει τη συμπεριφορά των αποταμιευτών και μπορεί να ενισχύσει την αναζήτηση εναλλακτικών τοποθετήσεων (Blanchard and Johnson, 2013; Mishkin, 2019). Παράλληλα, η δυνατότητα διασυνοριακής αναζήτησης καλύτερων αποδόσεων εντός της Ευρωζώνης υπάρχει θεωρητικά, αλλά στην πράξη η κινητικότητα των καταθετών παραμένει περιορισμένη, επιτρέποντας στις εθνικές αγορές να διατηρούν επιμέρους ιδιαιτερότητες (Krugman, Obstfeld and Melitz, 2018).

Πίνακας 4 Μέσο επιτόκιο προθεσμιακών καταθέσεων στην Ελλάδα και στην Ευρωζώνη (%)

Έτος	Ελλάδα (%)	Ευρωζώνη (%)	Διαφορά (ποσοστιαίες μονάδες)
2010	3,26%	2,03%	+1,23
2011	4,18%	2,47%	+1,71
2012	4,78%	2,32%	+2,46
2013	3,68%	1,87%	+1,81
2014	2,34%	1,30%	+1,04
2015	1,46%	0,86%	+0,60
2016	0,84%	0,51%	+0,33
2017	0,64%	0,32%	+0,32
2018	0,60%	0,31%	+0,29
2019	0,51%	0,29%	+0,22
2020	0,26%	0,14%	+0,12
2021	0,15%	0,09%	+0,06
2022	0,16%	0,31%	-0,15
2023	1,40%	2,86%	-1,46
2024	1,81%	3,21%	-1,40

Πηγή: ECB Statistical Data Warehouse, MIR Statistics; Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστικοί Πίνακες Τραπεζικών Επιτοκίων· υπολογισμοί συγγραφέα.

4.4 Ανάλυση Επιτοκιακού Περιθωρίου (Interest Rate Spread) στην Ελλάδα και στην Ευρωζώνη

Το επιτοκιακό περιθώριο, δηλαδή η διαφορά ανάμεσα στο μέσο επιτόκιο χορηγήσεων και στο μέσο επιτόκιο καταθέσεων, αποτελεί έναν από τους βασικότερους δείκτες για την αξιολόγηση της τραπεζικής τιμολογιακής πολιτικής. Στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας, το spread υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ του μέσου επιτοκίου δανείων και του μέσου επιτοκίου καταθέσεων. Ο δείκτης αυτός δεν αποτυπώνει μόνο την κερδοφορία των τραπεζών, αλλά και το κόστος χρηματοδότησης, τον πιστωτικό κίνδυνο, την ένταση του ανταγωνισμού και τη στρατηγική ρευστότητας. Η σχετική βιβλιογραφία υποστηρίζει ότι το επιτοκιακό περιθώριο λειτουργεί ως αποζημίωση για την ανάληψη κινδύνων και αβεβαιότητας, καθώς επηρεάζεται από τη μεταβλητότητα των επιτοκίων, την ποιότητα του ενεργητικού και την ισχύ αγοράς των τραπεζών (Ho and Saunders, 1981; Freixas and Rochet, 2008).

Η ανάλυση του spread στην Ελλάδα και στην Ευρωζώνη πρέπει να εξεταστεί μέσα στο πλαίσιο της κοινής νομισματικής πολιτικής αλλά και της ατελούς χρηματοπιστωτικής ενοποίησης. Παρότι η ΕΚΤ καθορίζει τα βασικά επιτόκια αναφοράς για όλες τις χώρες της Ευρωζώνης, η τελική τιμολόγηση των τραπεζικών προϊόντων επηρεάζεται από εθνικούς παράγοντες, όπως το κόστος χρηματοδότησης, ο κίνδυνος χώρας, η ποιότητα των τραπεζικών ισολογισμών και ο βαθμός ανταγωνισμού. Για τον λόγο αυτό, το spread μπορεί να διαφέρει σημαντικά μεταξύ χωρών, ακόμη και όταν η νομισματική πολιτική είναι κοινή (Angeloni, Kashyap and Mojon, 2003).

Στην ελληνική περίπτωση, το επιτοκιακό περιθώριο παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα σε όλη σχεδόν την εξεταζόμενη περίοδο. Σύμφωνα με τα στοιχεία του Πίνακα 5, το spread διαμορφώθηκε σε 3,72 ποσοστιαίες μονάδες το 2010, αυξήθηκε σε 4,24 το 2011 και παρέμεινε σε επίπεδα άνω των 3 ποσοστιαίων μονάδων σε όλη τη διάρκεια της κρίσης χρέους. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με το αυξημένο κόστος κινδύνου, τη δημοσιονομική αβεβαιότητα και την ανάγκη των ελληνικών τραπεζών να διατηρήσουν σταθερή χρηματοδοτική βάση. Σε τέτοιες συνθήκες, οι τράπεζες δεν μπορούν να μειώσουν εύκολα τα δανειακά επιτόκια, ακόμη και όταν η ΕΚΤ εφαρμόζει χαλαρή νομισματική πολιτική.

Κατά την περίοδο 2010–2012, η Ελλάδα αντιμετώπισε έντονη κρίση εμπιστοσύνης, αυξημένο κρατικό κίνδυνο και πιέσεις ρευστότητας. Οι συνθήκες αυτές επηρέασαν τόσο το κόστος άντλησης πόρων όσο και τη στάση των τραπεζών απέναντι στη χορήγηση νέων δανείων. Παράλληλα, η ανάγκη διατήρησης καταθέσεων περιόρισε τη δυνατότητα ταχείας αποκλιμάκωσης των καταθετικών επιτοκίων. Ο συνδυασμός υψηλών δανειακών επιτοκίων και σχετικά αυξημένων καταθετικών επιτοκίων δημιούργησε ένα υψηλό αλλά μεταβαλλόμενο περιθώριο. Το spread της περιόδου αυτής πρέπει να ερμηνευθεί ως

αποτέλεσμα αυξημένου κινδύνου και όχι απλώς ως ένδειξη τραπεζικής κερδοφορίας (Allen and Gale, 2007; Mishkin, 2019).

Η περίοδος 2013–2016 χαρακτηρίστηκε από σταδιακή αποκλιμάκωση των καταθετικών επιτοκίων, αλλά το spread στην Ελλάδα παρέμεινε υψηλό. Το 2015 διαμορφώθηκε σε 4,03 ποσοστιαίες μονάδες και το 2016 αυξήθηκε σε 4,45, που αποτελεί ένα από τα υψηλότερα επίπεδα της περιόδου. Η εξέλιξη αυτή δείχνει ότι, παρά τη μείωση του κόστους καταθέσεων, τα δανειακά επιτόκια δεν μειώθηκαν με την ίδια ένταση. Το εύρημα είναι συμβατό με τη βιβλιογραφία για την ατελή μετακύλιση των επιτοκίων, σύμφωνα με την οποία οι αλλαγές της νομισματικής πολιτικής δεν μεταφέρονται πάντα πλήρως και συμμετρικά στα τραπεζικά προϊόντα (De Bondt, 2005; Sander and Kleimeier, 2004).

Κατά την περίοδο αρνητικών επιτοκίων 2016–2019, το spread παρέμεινε σε επίπεδα άνω των 4 ποσοστιαίων μονάδων. Συγκεκριμένα, από 4,45 το 2016 περιορίστηκε ελαφρά σε 4,27 το 2019. Η μικρή αυτή αποκλιμάκωση δείχνει ότι η σταθεροποίηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος δεν οδήγησε άμεσα σε σημαντική συμπίεση του επιτοκιακού περιθωρίου. Η εξέλιξη αυτή μπορεί να συνδεθεί με το υψηλό απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων, την ανάγκη εξυγίανσης των ισολογισμών και τη διατήρηση αυξημένου πιστωτικού risk premium στις νέες χορηγήσεις (Saunders and Cornett, 2020).

Η πανδημική περίοδος 2020–2021 συνοδεύτηκε από χαμηλά επιτόκια και αυξημένη ρευστότητα, λόγω των υποστηρικτικών παρεμβάσεων της ΕΚΤ και των εθνικών μέτρων στήριξης. Στην Ελλάδα, το spread μειώθηκε σε 3,91 το 2020 και 3,78 το 2021, παρουσιάζοντας τη χαμηλότερη τιμή μετά το 2013. Η μείωση αυτή μπορεί να ερμηνευθεί ως ένδειξη σταδιακής ομαλοποίησης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και βελτίωσης της εμπιστοσύνης. Ωστόσο, το περιθώριο παρέμεινε αρκετά υψηλό, γεγονός που δείχνει ότι οι προηγούμενες κρίσεις εξακολουθούσαν να επηρεάζουν την τραπεζική τιμολόγηση.

Η μεταπανδημική σύσφιξη της νομισματικής πολιτικής οδήγησε σε νέα διεύρυνση του spread. Το 2022 το περιθώριο αυξήθηκε σε 4,12 ποσοστιαίες μονάδες, ενώ το 2023 έφτασε στο 5,55, το υψηλότερο επίπεδο της εξεταζόμενης περιόδου. Το 2024 παρέμεινε υψηλό, στο 5,20. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με την ταχύτερη άνοδο των δανειακών επιτοκίων σε σχέση με τα καταθετικά. Το εύρημα είναι συμβατό με την υπόθεση H4 της εργασίας, σύμφωνα με την οποία η μετάδοση των αυξήσεων των επιτοκίων της ΕΚΤ είναι ασύμμετρη, καθώς μεταφέρεται ταχύτερα στα δανειακά προϊόντα από ό,τι στις καταθέσεις. Ωστόσο, η διατύπωση πρέπει να παραμείνει προσεκτική: τα στοιχεία παρέχουν ισχυρή περιγραφική ένδειξη ασύμμετρης μετακύλισης, χωρίς να αποδεικνύουν αιτιώδη σχέση μέσω οικονομετρικού ελέγχου.

Σε σύγκριση με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης, το ελληνικό spread φαίνεται να επηρεάζεται περισσότερο από τον πιστωτικό κίνδυνο, τη δομή της τραπεζικής αγοράς και την ακαμψία των καταθετικών επιτοκίων. Στις οικονομίες με σταθερότερη πρόσβαση σε χρηματοδότηση και χαμηλότερο αντιλαμβανόμενο κίνδυνο, οι τράπεζες έχουν μικρότερη ανάγκη να διατηρούν υψηλά περιθώρια. Αντίθετα, στην Ελλάδα, η ιστορική εμπειρία της κρίσης χρέους, η προηγούμενη συσσώρευση NPLs και η συγκέντρωση της τραπεζικής αγοράς συνέβαλαν στη διατήρηση υψηλότερου spread. Η ευρωπαϊκή βιβλιογραφία δείχνει ότι ο ανταγωνισμός και η τραπεζική αποτελεσματικότητα επηρεάζουν ουσιαστικά τα περιθώρια επιτοκίου μεταξύ χωρών (Maudos and Fernández de Guevara, 2004).

Η ανάλυση του επιτοκιακού περιθωρίου είναι ιδιαίτερα σημαντική διότι συνδέει τα δανειακά και καταθετικά επιτόκια σε έναν ενιαίο δείκτη. Ένα υψηλό spread μπορεί να αντανakλά υψηλότερο πιστωτικό κίνδυνο, μεγαλύτερο κόστος κεφαλαίου ή περιορισμένο ανταγωνισμό. Μπορεί όμως να αντανakλά και συνθήκες προσωρινής ασυμμετρίας, όπως συμβαίνει όταν τα δανειακά επιτόκια αυξάνονται γρήγορα ενώ τα καταθετικά παραμένουν χαμηλά. Για τον λόγο αυτό, το spread δεν πρέπει να ερμηνεύεται μονοδιάστατα, αλλά σε συνδυασμό με τις συνθήκες κάθε περιόδου.

Πίνακας 5 Μέσα ετήσια τραπεζικά επιτόκια και επιτοκιακό περιθώριο στην Ελλάδα (2010–2024)

Έτος	Επιτόκιο δανείων Ελλάδα (%)	Επιτόκιο καταθέσεων Ελλάδα (%)	Spread (%)
2010	5,63	1,91	3,72
2011	6,68	2,44	4,24
2012	6,08	2,84	3,25
2013	5,60	2,30	3,29
2014	5,36	1,48	3,88
2015	4,91	0,89	4,03
2016	4,87	0,42	4,45
2017	4,70	0,30	4,40
2018	4,59	0,28	4,31
2019	4,51	0,24	4,27
2020	4,02	0,11	3,91
2021	3,82	0,05	3,78
2022	4,17	0,05	4,12

2023	5,98	0,43	5,55
2024	5,73	0,53	5,20

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστικοί Πίνακες Τραπεζικών Επιτοκίων, Πίν. 2 και 3 υπολογισμοί συγγραφέα.

4.5 Διαφορές Επιτοκίων Ανά Κατηγορία Δανείων (Στεγαστικά – Επιχειρηματικά – Καταναλωτικά)

Η ανάλυση των επιτοκίων ανά κατηγορία δανείων αποτελεί κρίσιμο στοιχείο για την κατανόηση των διαφοροποιήσεων μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης, καθώς κάθε κατηγορία ενσωματώνει διαφορετικό προφίλ κινδύνου, διάρκεια, εξασφαλίσεις και δομή τιμολόγησης. Τα στεγαστικά, τα επιχειρηματικά και τα καταναλωτικά δάνεια δεν επηρεάζονται ομοιόμορφα από τη νομισματική πολιτική, αλλά φιλτράρονται μέσα από ειδικούς μικροοικονομικούς και θεσμικούς παράγοντες. Η βιβλιογραφία υποστηρίζει ότι οι διαφορές αυτές συνδέονται με την αξιολόγηση πιστωτικού κινδύνου, την ύπαρξη εξασφαλίσεων και τη δομή της τραπεζικής αγοράς (Freixas and Rochet, 2008; Saunders and Cornett, 2020).

Στα στεγαστικά δάνεια, η τιμολόγηση βασίζεται σε μεγάλο βαθμό σε διατραπεζικούς δείκτες αναφοράς, όπως το Euribor, γεγονός που ενισχύει τη διαφάνεια και τη σχετική σύγκλιση μεταξύ χωρών. Ωστόσο, η διαφοροποίηση παραμένει λόγω διαφορών στο νομικό πλαίσιο εξασφαλίσεων, στη λειτουργία της αγοράς ακινήτων, στη φορολογία και στην αξιολόγηση του κινδύνου χώρας (Fabozzi, 2016). Στην Ελλάδα, κατά την περίοδο της κρίσης, τα στεγαστικά επιτόκια διατηρήθηκαν υψηλότερα από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης, αντανακλώντας αυξημένη αβεβαιότητα και επιδείνωση της ποιότητας του τραπεζικού ενεργητικού.

Η διαχρονική σύγκριση δείχνει ότι κατά την περίοδο 2016–2019, όταν τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ ήταν ιδιαίτερα χαμηλά ή αρνητικά, τα στεγαστικά επιτόκια στην Ευρωζώνη υποχώρησαν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Στην Ελλάδα, αν και σημειώθηκε αποκλιμάκωση, η μείωση ήταν πιο περιορισμένη, γεγονός που συνδέεται με το υψηλό απόθεμα μη εξυπηρετούμενων δανείων, το αυξημένο κόστος κεφαλαίου και τη γενικότερη προσπάθεια εξυγίανσης των τραπεζικών ισολογισμών (Koch and MacDonald, 2015). Επομένως, ακόμη και σε δάνεια με εμπράγματα εξασφαλίσεις, οι εθνικές ιδιαιτερότητες μπορούν να διατηρούν αποκλίσεις στο τελικό κόστος δανεισμού.

Στα επιχειρηματικά δάνεια, οι αποκλίσεις επιτοκίων είναι συχνά εντονότερες, διότι η τιμολόγηση εξαρτάται από το μέγεθος της επιχείρησης, τον κλάδο δραστηριότητας, τη

χρηματοοικονομική της κατάσταση και το πιστωτικό της προφίλ. Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν συνήθως υψηλότερα επιτόκια λόγω περιορισμένης διαπραγματευτικής ισχύος, μικρότερης πρόσβασης σε εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης και υψηλότερου αντιλαμβανόμενου κινδύνου (Maudos and Fernández de Guevara, 2004). Στην Ελλάδα, το αυξημένο country risk κατά την περίοδο 2010–2015 οδήγησε σε σημαντικά υψηλότερο κόστος επιχειρηματικού δανεισμού σε σχέση με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης. Η διαφοροποίηση στα επιχειρηματικά επιτόκια επηρεάζεται επίσης από τη διάρθρωση χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και την πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές. Σε οικονομίες με ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές, οι επιχειρήσεις διαθέτουν περισσότερες εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, γεγονός που αυξάνει τον ανταγωνισμό προς τις τράπεζες και μπορεί να συγκρατεί τα επιτόκια (Krugman, Obstfeld and Melitz, 2018). Στην Ελλάδα, η μεγαλύτερη εξάρτηση από την τραπεζική χρηματοδότηση ενίσχυσε τη σημασία του τραπεζικού spread και έκανε το κόστος δανεισμού πιο ευαίσθητο στις συνθήκες του εγχώριου τραπεζικού συστήματος.

Τα καταναλωτικά δάνεια εμφανίζουν τα υψηλότερα επιτόκια σε σχέση με τις άλλες κατηγορίες, καθώς συνδέονται με μεγαλύτερο πιστωτικό κίνδυνο και μικρότερη ή ανύπαρκτη εξασφάλιση. Η τράπεζα βασίζεται κυρίως στο εισόδημα, στο πιστωτικό ιστορικό και στη συμπεριφορά αποπληρωμής του δανειολήπτη, χωρίς να διαθέτει πάντα ισχυρή εμπράγματη κάλυψη. Η βιβλιογραφία αναδεικνύει ότι η τιμολόγηση καταναλωτικών προϊόντων ενσωματώνει αυξημένα risk premia, ιδίως σε περιόδους οικονομικής αβεβαιότητας (Mishkin, 2019). Στην Ελλάδα, τα καταναλωτικά επιτόκια παρέμειναν σε υψηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης, στοιχείο που συνδέεται με τον υψηλότερο αντιλαμβανόμενο κίνδυνο των νοικοκυριών και τη γενικότερη εμπειρία της κρίσης.

Η σύγκριση της περιόδου 2022–2023, όταν η ΕΚΤ προχώρησε σε διαδοχικές αυξήσεις επιτοκίων, δείχνει ότι τα κυμαινόμενα στεγαστικά και επιχειρηματικά επιτόκια επηρεάστηκαν πιο άμεσα από την άνοδο των επιτοκίων αναφοράς. Ωστόσο, τα καταναλωτικά επιτόκια παρέμειναν ήδη σε υψηλά επίπεδα, διατηρώντας τη σχετική απόκλιση Ελλάδας–Ευρωζώνης (De Bondt, 2005). Η ανάλυση ανά κατηγορία δείχνει ότι οι διαφορές επιτοκίων δεν είναι ομοιόμορφες αλλά εξαρτώνται από τη φύση του δανείου. Τα στεγαστικά εμφανίζουν μικρότερη απόκλιση, τα επιχειρηματικά μεσαία απόκλιση και τα καταναλωτικά την υψηλότερη επιβάρυνση. Το εύρημα αυτό συνάδει με τη θεωρία περί διαστρωμάτωσης κινδύνου και διαφοροποιημένης τιμολόγησης (Ho and Saunders, 1981).

Η ένταση του ανταγωνισμού στην αγορά επηρεάζει ιδιαίτερα τα στεγαστικά και επιχειρηματικά δάνεια, όπου οι τράπεζες επιδιώκουν τη διατήρηση μεριδίου αγοράς και οι πελάτες έχουν μεγαλύτερη δυνατότητα σύγκρισης προσφορών. Σε λιγότερο ανταγωνιστικά περιβάλλοντα, το περιθώριο παραμένει υψηλότερο, ενισχύοντας τις αποκλίσεις μεταξύ χωρών (Hannan and Berger, 1991). Συνολικά, η ανάλυση ανά κατηγορία δανείων καταδεικνύει ότι οι αποκλίσεις επιτοκίων μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης είναι πιο έντονες σε προϊόντα υψηλού κινδύνου και πιο περιορισμένες σε δάνεια με ισχυρότερες εξασφαλίσεις. Η διαφοροποίηση αυτή αντικατοπτρίζει τη σύνθεση κινδύνου, τη διαρθρωτική ανταγωνιστικότητα και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα κάθε οικονομίας (Angeloni, Kashyap and Mojon, 2003).

Η διαχρονική εξέλιξη δείχνει ότι οι διαφορές τείνουν να περιορίζονται σε περιόδους σταθερότητας και να ενισχύονται σε περιόδους κρίσης, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο κίνδυνος χώρας και η ποιότητα του τραπεζικού ενεργητικού διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο (Allen and Gale, 2007). Συμπερασματικά, η ανάλυση ανά κατηγορία δανείων ενισχύει την άποψη ότι η σύγκριση επιτοκίων πρέπει να γίνεται με διακριτό τρόπο ανά προϊόν, καθώς η μέση τιμή μπορεί να αποκρύπτει σημαντικές διαφοροποιήσεις. Η κατηγοριοποίηση επιτρέπει πιο ακριβή ερμηνεία των αποκλίσεων και προσφέρει ισχυρότερη βάση για την τελική αποτίμηση της εργασίας.

Πίνακας 6 Σύγκριση επιτοκίων ανά κατηγορία δανείου στην Ελλάδα και στην Ευρωζώνη, 2023

Κατηγορία δανείου	Ελλάδα	Ευρωζώνη
Στεγαστικά	4,8%	3,9%
Επιχειρηματικά	6,7%	4,5%
Καταναλωτικά	11,5%	7,8%

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστικοί Πίνακες Τραπεζικών Επιτοκίων· ECB Statistical Data Warehouse, MIR Statistics· υπολογισμοί συγγραφέα.

4.6 Επίδραση Κρατικού Κινδύνου - Σύγκριση Αποδόσεων Ομολόγων Ελλάδας – Πυρήνα Ευρωζώνης

Η ανάλυση του κρατικού κινδύνου αποτελεί κρίσιμο παράγοντα για την ερμηνεία των διαφορών στα τραπεζικά επιτόκια μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης. Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων λειτουργούν ως βασικό σημείο αναφοράς για την αποτίμηση του κόστους κεφαλαίου και του συστημικού κινδύνου κάθε χώρας. Όταν αυξάνεται η απόδοση των κρατικών τίτλων, αυξάνεται και η αντίληψη κινδύνου για την οικονομία συνολικά,

γεγονός που μπορεί να επηρεάσει το κόστος χρηματοδότησης του τραπεζικού συστήματος και, τελικά, τα επιτόκια χορηγήσεων. Η βιβλιογραφία συνδέει τον κρατικό κίνδυνο με το τραπεζικό κόστος δανεισμού, ιδιαίτερα σε περιόδους κρίσης όπου η δημοσιονομική αβεβαιότητα μεταφέρεται στο χρηματοπιστωτικό σύστημα (Mishkin, 2019; Allen and Gale, 2007).

Κατά την περίοδο 2010–2012, οι αποδόσεις των ελληνικών 10ετών ομολόγων αυξήθηκαν δραματικά, αντανakλώντας υψηλό κίνδυνο χώρας και έντονη δημοσιονομική αβεβαιότητα. Η απόκλιση έναντι του γερμανικού 10ετούς ομολόγου, το οποίο χρησιμοποιείται συχνά ως σημείο αναφοράς χαμηλού κινδύνου στην Ευρωζώνη, διευρύνθηκε σε ιστορικά επίπεδα. Σύμφωνα με τον Πίνακα 7, το 2012 η απόδοση του ελληνικού 10ετούς ομολόγου διαμορφώθηκε στο 24,3%, ενώ η αντίστοιχη απόδοση της Γερμανίας ήταν 1,5%, με αποτέλεσμα το spread Ελλάδας–Γερμανίας να φθάσει τις 22,8 ποσοστιαίες μονάδες. Η τόσο μεγάλη απόκλιση αποτυπώνει την ένταση της κρίσης εμπιστοσύνης και την αδυναμία πλήρους σύγκλισης του κόστους δανεισμού εντός της Ευρωζώνης.

Η έννοια του sovereign-bank nexus, δηλαδή της αλληλεξάρτησης κρατικού και τραπεζικού κινδύνου, εξηγεί γιατί οι μεταβολές στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων μπορούν να επηρεάσουν τα τραπεζικά επιτόκια. Οι τράπεζες κατέχουν κρατικούς τίτλους, επηρεάζονται από την πιστοληπτική εικόνα της χώρας στην οποία λειτουργούν και αντλούν χρηματοδότηση από αγορές που τιμολογούν τον κίνδυνο χώρας. Όταν αυξάνεται ο κρατικός κίνδυνος, αυξάνεται και το κόστος κεφαλαίου των τραπεζών, ενώ μειώνεται η εμπιστοσύνη των επενδυτών προς το εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Στην ελληνική περίπτωση, η περίοδος αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους και το PSI ενίσχυσαν τη μετάδοση του δημοσιονομικού κινδύνου προς τους τραπεζικούς ισολογισμούς και περιόρισαν τη δυνατότητα φθηνής χρηματοδότησης (Freixas and Rochet, 2008; Brunnermeier et al., 2016). Στην Ευρωζώνη συνολικά, οι αποδόσεις των ομολόγων των χωρών του πυρήνα, και κυρίως της Γερμανίας, παρέμειναν σε χαμηλότερα επίπεδα κατά τη διάρκεια της κρίσης, λειτουργώντας ως ασφαλές καταφύγιο για τους επενδυτές. Η διαφοροποίηση αυτή δημιούργησε συνθήκες χρηματοπιστωτικού κατακερματισμού, καθώς το ίδιο βασικό επιτόκιο της ΕΚΤ δεν μεταφραζόταν σε ενιαίο κόστος δανεισμού για όλες τις χώρες. Έτσι, η νομισματική ένωση δεν εξάλειψε τον κίνδυνο χώρας, αλλά ανέδειξε τις διαφορές μεταξύ οικονομιών με διαφορετική δημοσιονομική αξιοπιστία και τραπεζική σταθερότητα (Sander and Kleimeier, 2004).

Η εφαρμογή της ποσοτικής χαλάρωσης από το 2015 συνέβαλε στη μείωση των αποδόσεων των κρατικών τίτλων και στη σταδιακή αποκλιμάκωση των spreads. Οι αγορές ομολόγων

από την ΕΚΤ συμπίεσαν το risk premium, βελτίωσαν τη ρευστότητα της αγοράς και περιόρισαν τις πιέσεις στις χώρες της περιφέρειας (Bindseil, 2014). Ωστόσο, η αποκλιμάκωση στην Ελλάδα ήταν σταδιακή και όχι άμεση, καθώς η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης απαιτούσε χρόνο. Το 2015, το spread Ελλάδας–Γερμανίας παρέμενε υψηλό, στις 9,5 ποσοστιαίες μονάδες, ενώ το 2018 είχε μειωθεί στις 4,1 μονάδες. Η μείωση αυτή υποδηλώνει βελτίωση των συνθηκών, αλλά όχι πλήρη εξάλειψη του κρατικού κινδύνου.

Κατά την περίοδο των αρνητικών επιτοκίων, από το 2016 έως το 2019, οι αποδόσεις ομολόγων σε πολλές χώρες της Ευρωζώνης κινήθηκαν σε πολύ χαμηλά ή ακόμη και αρνητικά επίπεδα. Στην Ελλάδα, οι αποδόσεις μειώθηκαν σημαντικά, αλλά παρέμειναν υψηλότερες σε σχέση με τον γερμανικό τίτλο αναφοράς. Η διαφοροποίηση αυτή δείχνει ότι, παρά τη χαλαρή νομισματική πολιτική, οι αγορές συνέχιζαν να αποτιμούν την Ελλάδα με υψηλότερο country risk σε σχέση με τον πυρήνα της Ευρωζώνης. Η εξέλιξη αυτή είναι σημαντική, διότι ο κρατικός κίνδυνος επηρεάζει το τραπεζικό σύστημα όχι μόνο άμεσα, μέσω του κόστους χρηματοδότησης, αλλά και έμμεσα, μέσω της εμπιστοσύνης και της αποτίμησης των τραπεζικών ισολογισμών (Claessens, Coleman and Donnelly, 2018).

Η πανδημική κρίση του 2020 οδήγησε σε προσωρινή αύξηση της μεταβλητότητας στις αγορές ομολόγων. Το πρόγραμμα PEPP της ΕΚΤ περιόρισε τις πιέσεις και συνέβαλε στη σταθεροποίηση των spreads, αποτρέποντας νέο κύμα χρηματοπιστωτικού κατακερματισμού. Η ένταξη των ελληνικών ομολόγων στο πρόγραμμα αγορών αποτέλεσε κρίσιμο παράγοντα σταθεροποίησης, καθώς βελτίωσε τη ρευστότητα και περιόρισε την άνοδο των αποδόσεων. Το 2020, σύμφωνα με τον πίνακα, το spread Ελλάδας–Γερμανίας είχε μειωθεί στις 2,0 ποσοστιαίες μονάδες, γεγονός που αποτυπώνει σημαντική βελτίωση σε σχέση με την περίοδο της κρίσης χρέους (Cecchetti and Schoenholtz, 2020).

Η μεταπανδημική σύσφιξη της νομισματικής πολιτικής το 2022–2023 συνοδεύτηκε από αύξηση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων σε ολόκληρη την Ευρωζώνη. Η άνοδος των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ επηρέασε τόσο το κόστος δανεισμού των κρατών όσο και το τραπεζικό κόστος κεφαλαίου. Ωστόσο, η διαφορά Ελλάδας–Γερμανίας παρέμεινε αισθητή, αν και σαφώς μικρότερη σε σχέση με την περίοδο της κρίσης. Το 2023, το ελληνικό 10ετές ομόλογο διαμορφώθηκε στο 3,9%, έναντι 2,5% της Γερμανίας, με spread 1,4 ποσοστιαίες μονάδες. Η εξέλιξη αυτή δείχνει ότι η Ελλάδα είχε πετύχει σημαντική αποκλιμάκωση του κινδύνου χώρας, αλλά εξακολουθούσε να τιμολογείται με υψηλότερο risk premium από τον γερμανικό τίτλο αναφοράς.

Η σύγκριση των αποδόσεων ομολόγων με το τραπεζικό επιτοκιακό περιθώριο δείχνει ότι υπάρχει περιγραφική σχέση μεταξύ κρατικού κινδύνου και τραπεζικού κόστους δανεισμού.

Σε περιόδους διεύρυνσης του sovereign spread, το τραπεζικό spread τείνει επίσης να βρίσκεται σε υψηλότερα επίπεδα, καθώς οι τράπεζες ενσωματώνουν αυξημένο κίνδυνο στην τιμολόγηση. Η σχέση αυτή είναι συμβατή με την υπόθεση H1 της εργασίας, σύμφωνα με την οποία η απόκλιση των ελληνικών δανειακών επιτοκίων από την Ευρωζώνη αυξάνεται όταν ενισχύεται ο κρατικός κίνδυνος. Ωστόσο, λόγω της περιγραφικής φύσης της ανάλυσης, το εύρημα πρέπει να ερμηνευθεί ως ένδειξη συσχέτισης και όχι ως πλήρης απόδειξη αιτιότητας.

Η βελτίωση της πιστοληπτικής εικόνας της Ελλάδας τα τελευταία έτη συνέβαλε στη σταδιακή σύγκλιση των αποδόσεων. Η μείωση του spread Ελλάδας–Γερμανίας από τα εξαιρετικά υψηλά επίπεδα του 2012 σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα το 2020 και το 2023 δείχνει σημαντική αποκατάσταση εμπιστοσύνης. Παράλληλα, η μείωση του κρατικού κινδύνου δημιουργεί ευνοϊκότερες προϋποθέσεις για τη μείωση του κόστους χρηματοδότησης των τραπεζών και τη βελτίωση των όρων δανεισμού στην πραγματική οικονομία. Παρόλα αυτά, η διατήρηση θετικής διαφοράς έναντι της Γερμανίας δείχνει ότι η σύγκλιση παραμένει μερική.

Συμπερασματικά, η ανάλυση των αποδόσεων ομολόγων επιβεβαιώνει τον σημαντικό ρόλο του κρατικού κινδύνου στη διαμόρφωση των τραπεζικών επιτοκίων. Η περίπτωση της Ελλάδας αναδεικνύει τον μηχανισμό μέσω του οποίου ο sovereign risk μεταφέρεται στο τραπεζικό σύστημα και επηρεάζει το κόστος δανεισμού. Οι μεγάλες αποκλίσεις της περιόδου 2010–2015 συνδέονται με τη δημοσιονομική κρίση και τον χρηματοπιστωτικό κατακερματισμό, ενώ η μεταγενέστερη αποκλιμάκωση αντανακλά βελτίωση της εμπιστοσύνης και σταθεροποίηση της οικονομίας. Επομένως, η ενότητα αυτή στηρίζει το ερευνητικό ερώτημα που αφορά τον ρόλο του κρατικού κινδύνου και προσφέρει ερμηνευτικό πλαίσιο για τις επίμονες, αν και μειούμενες, διαφορές επιτοκίων μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης.

Πίνακας 7 Αποδόσεις 10ετών κρατικών ομολόγων Ελλάδας και Γερμανίας σε επιλεγμένα έτη

Έτος	Ελλάδα	Γερμανία	Spread Ελλάδας–Γερμανίας
2012	24,3%	1,5%	22,8%
2015	10,1%	0,6%	9,5%
2018	4,4%	0,3%	4,1%
2020	1,5%	-0,5%	2,0%
2023	3,9%	2,5%	1,4%

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος· ECB Statistical Data Warehouse· υπολογισμοί συγγραφέα.

4.7 Εξέλιξη Μη Εξυπηρετούμενων Δανείων (NPLs) και Σχέση με το Επιτοκιακό Περιθώριο

Η δυναμική των μη εξυπηρετούμενων δανείων, γνωστών ως Non-Performing Loans ή NPLs, αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες για την ερμηνεία του επιτοκιακού περιθωρίου στο τραπεζικό σύστημα, ιδίως σε οικονομίες που έχουν βιώσει έντονη χρηματοπιστωτική κρίση. Τα NPLs αποτυπώνουν την ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου και λειτουργούν ως βασικός δείκτης πιστωτικού κινδύνου. Όσο υψηλότερο είναι το ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων, τόσο μεγαλύτερη είναι η ανάγκη για σχηματισμό προβλέψεων, ενίσχυση κεφαλαίων και προσεκτικότερη τιμολόγηση των νέων χορηγήσεων. Η θεωρία τραπεζικής διαμεσολάβησης υποστηρίζει ότι το επιτοκιακό περιθώριο λειτουργεί ως μηχανισμός απορρόφησης κινδύνου, καθώς οι τράπεζες ενσωματώνουν στο spread την αβεβαιότητα, την πιθανότητα αθέτησης και το κόστος χρηματοδότησης (Ho and Saunders, 1981; Freixas and Rochet, 2008).

Στην ελληνική περίπτωση, η περίοδος 2010–2018 χαρακτηρίστηκε από έντονη αύξηση των NPLs, ως αποτέλεσμα της βαθιάς ύφεσης, της πτώσης εισοδημάτων, της αύξησης της ανεργίας και της επιδείνωσης της ικανότητας αποπληρωμής επιχειρήσεων και νοικοκυριών. Ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων υπερέβη το 40% σε ορισμένα έτη, καθιστώντας το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ένα από τα πλέον επιβαρυνόμενα στην Ευρωζώνη. Η εξέλιξη αυτή είχε άμεσες επιπτώσεις στο κόστος κεφαλαίου, στην ανάγκη προβλέψεων και στη δυνατότητα παροχής νέων πιστώσεων, οδηγώντας σε διατήρηση υψηλότερων δανειακών επιτοκίων σε σχέση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο (Mishkin, 2019).

Αντίθετα, στην Ευρωζώνη συνολικά, αν και παρατηρήθηκε αύξηση των NPLs μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, τα επίπεδα παρέμειναν αισθητά χαμηλότερα από εκείνα της Ελλάδας. Οι χώρες του πυρήνα διατήρησαν πιο σταθερούς τραπεζικούς ισολογισμούς, γεγονός που επέτρεψε στις τράπεζές τους να λειτουργούν με χαμηλότερα ασφάλιστρα κινδύνου. Η διαφοροποίηση αυτή εξηγεί εν μέρει γιατί το επιτοκιακό περιθώριο στην Ελλάδα παρέμεινε υψηλότερο ακόμη και σε περιόδους χαλαρής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Επομένως, η ύπαρξη κοινού νομισματικού πλαισίου δεν αρκεί για την πλήρη σύγκλιση των επιτοκίων, όταν η ποιότητα του τραπεζικού ενεργητικού διαφέρει σημαντικά μεταξύ χωρών (Angeloni, Kashyap and Mojon, 2003).

Ο μηχανισμός μέσω του οποίου τα NPLs επηρεάζουν το spread είναι διπλός. Πρώτον, τα υψηλά μη εξυπηρετούμενα δάνεια αυξάνουν το κόστος προβλέψεων και κεφαλαιακών

απαιτήσεων, γεγονός που συμπιέζει την κερδοφορία των τραπεζών και δημιουργεί ανάγκη για υψηλότερα περιθώρια στις νέες χορηγήσεις. Δεύτερον, η επιδείνωση της ποιότητας του ενεργητικού αυξάνει το κόστος άντλησης κεφαλαίων από τις αγορές, καθώς οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερη απόδοση για να αναλάβουν τραπεζικό κίνδυνο (Saunders and Cornett, 2020). Έτσι, τα NPLs δεν επηρεάζουν μόνο την εσωτερική λειτουργία της τράπεζας, αλλά και τον τρόπο με τον οποίο η αγορά αξιολογεί τη χρηματοοικονομική της ανθεκτικότητα.

Κατά την περίοδο σταδιακής σταθεροποίησης μετά το 2017, η Ελλάδα ξεκίνησε πιο συστηματική διαδικασία εξυγίανσης των τραπεζικών ισολογισμών μέσω τιτλοποιήσεων, πωλήσεων χαρτοφυλακίων και θεσμικών παρεμβάσεων. Η σταδιακή μείωση του δείκτη NPLs βελτίωσε την κεφαλαιακή θέση των τραπεζών και ενίσχυσε την εμπιστοσύνη επενδυτών και καταθετών. Ωστόσο, η αποκλιμάκωση του επιτοκιακού περιθωρίου δεν ήταν άμεση ούτε γραμμική, καθώς η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης απαιτεί χρόνο και το ιστορικό υψηλού κινδύνου εξακολουθεί να επηρεάζει τις προσδοκίες της αγοράς (Allen and Gale, 2007).

Η σχέση μεταξύ NPLs και επιτοκιακού περιθωρίου δεν πρέπει να θεωρηθεί απλή ή μηχανική. Σε περιόδους κρίσης, όταν τα NPLs αυξάνονται απότομα, η πιστωτική επέκταση περιορίζεται και η τιμολόγηση γίνεται πιο αυστηρή. Το φαινόμενο αυτό παρατηρήθηκε έντονα στην Ελλάδα, όπου η πιστωτική συρρίκνωση συνοδεύτηκε από διατήρηση υψηλών επιτοκίων, παρά τη χαλαρή νομισματική πολιτική της ΕΚΤ (Freixas and Rochet, 2008). Αντίθετα, όταν τα NPLs μειώνονται, δημιουργούνται προϋποθέσεις για πιο ευνοϊκή χρηματοδότηση, αλλά η επίδραση στο spread μπορεί να εμφανιστεί με καθυστέρηση, ιδίως όταν οι τράπεζες συνεχίζουν να διαχειρίζονται παλαιές ζημίες και αυξημένες εποπτικές απαιτήσεις.

Η πανδημική περίοδος δημιούργησε φόβους για νέα αύξηση των NPLs σε ολόκληρη την Ευρωζώνη. Ωστόσο, τα μέτρα στήριξης επιχειρήσεων και νοικοκυριών περιόρισαν την άμεση επιδείνωση. Στην Ελλάδα, η ήδη προχωρημένη διαδικασία τιτλοποιήσεων και οι παρεμβάσεις για τη μείωση των προβληματικών χαρτοφυλακίων συνέβαλαν στη συγκράτηση των δεικτών. Έτσι, η αύξηση του spread κατά την περίοδο 2022–2023 φαίνεται να συνδέεται περισσότερο με τη νομισματική σύσφιξη και την ταχύτερη άνοδο των δανειακών επιτοκίων παρά με νέα σημαντική επιδείνωση της ποιότητας του ενεργητικού (Cecchetti and Schoenholtz, 2020).

Η θεωρητική τεκμηρίωση επισημαίνει ότι η βελτίωση της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου επιτρέπει σταδιακή μείωση του risk premium και ευκολότερη πρόσβαση σε αγορές κεφαλαίου. Η αποκλιμάκωση των ελληνικών NPLs σε μονοψήφια επίπεδα μετά το

2022 ενίσχυσε την πιστοληπτική εικόνα του τραπεζικού συστήματος και δημιούργησε καλύτερες προϋποθέσεις για σύγκλιση με την Ευρωζώνη (Koch and MacDonald, 2015). Παρά τη σημαντική αυτή πρόοδο, η σύγκλιση του spread δεν είναι αυτόματη, καθώς οι αγορές λαμβάνουν υπόψη όχι μόνο την τρέχουσα εικόνα των ισολογισμών, αλλά και το ιστορικό κινδύνου, τη σταθερότητα της οικονομίας και την ανθεκτικότητα των τραπεζών σε μελλοντικές διαταραχές.

Η περιγραφική σύγκριση των στοιχείων δείχνει ότι τα έτη υψηλών NPLs συνδέονται με αυξημένο επιτοκιακό περιθώριο στην Ελλάδα. Για παράδειγμα, το 2018, όταν ο δείκτης NPLs παρέμενε σε πολύ υψηλό επίπεδο, το ελληνικό spread ήταν επίσης υψηλό, αντανακλώντας την επιβάρυνση της τραπεζικής τιμολόγησης από τον πιστωτικό κίνδυνο. Αντίθετα, μετά τη μείωση των NPLs, παρατηρείται βελτίωση της ποιότητας του ενεργητικού, αν και το spread αυξήθηκε ξανά το 2023 λόγω της απότομης ανόδου των δανειακών επιτοκίων και της βραδύτερης προσαρμογής των καταθετικών επιτοκίων. Επομένως, η σχέση NPLs και spread είναι σημαντική, αλλά πρέπει να ερμηνεύεται σε συνδυασμό με τη νομισματική πολιτική και το συνολικό περιβάλλον επιτοκίων.

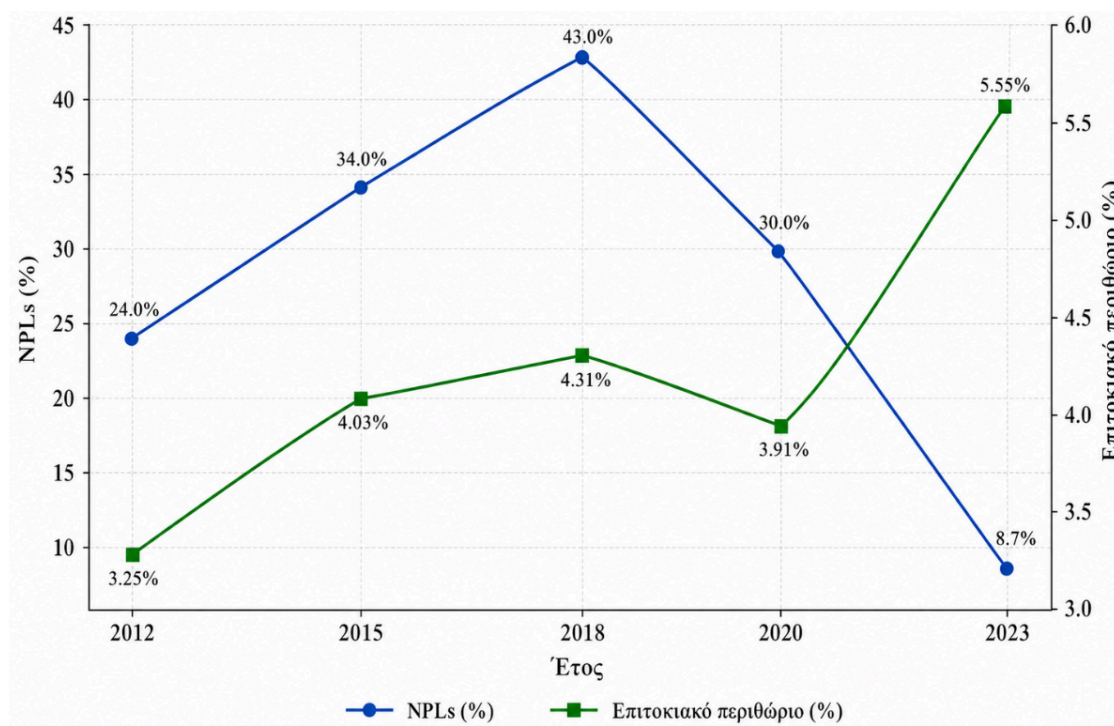
Η ανθεκτικότητα του τραπεζικού συστήματος μετά το 2020 δείχνει ότι η βελτίωση της ποιότητας του ενεργητικού αποτελεί βασική προϋπόθεση για βιώσιμη αποκλιμάκωση του κόστους δανεισμού. Σε περιβάλλον χαμηλότερου πιστωτικού κινδύνου, η επίδραση της νομισματικής πολιτικής μπορεί να μεταδίδεται αποτελεσματικότερα, χωρίς να επιβαρύνεται από υπερβολικά risk premia. Ωστόσο, όταν η νομισματική πολιτική γίνεται περιοριστική, όπως μετά το 2022, το spread μπορεί να αυξηθεί ακόμη και αν τα NPLs έχουν μειωθεί, επειδή οι αυξήσεις των επιτοκίων μεταφέρονται ταχύτερα στα δάνεια παρά στις καταθέσεις.

Πίνακας 8 Δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων και επιτοκιακό περιθώριο στην Ελλάδα σε επιλεγμένα έτη

Έτος	NPLs Ελλάδα	Spread Ελλάδα
2012	24,0%	3,25%
2015	34,0%	4,03%
2018	43,0%	4,31%
2020	30,0%	3,91%
2023	8,7%	5,55%

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστικοί Πίνακες Τραπεζικών Επιτοκίων και στοιχεία τραπεζικής σταθερότητας· υπολογισμοί συγγραφέα.

Σχήμα 1 Εξέλιξη των NPLs και του επιτοκιακού περιθωρίου στην Ελλάδα, επιλεγμένα έτη



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος· υπολογισμοί συγγραφέα.

4.8 Ανάλυση Περιόδων Κρίσης και Περιόδων Νομισματικής Σύσφιξης (Κρίση Χρέους – Περίοδος Αρνητικών Επιτοκίων – Μεταπανδημική Σύσφιξη)

Η ανάλυση των διαφορών επιτοκίων μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης αποκτά ιδιαίτερη ερμηνευτική αξία όταν εξετάζεται μέσα από διακριτές μακροοικονομικές φάσεις. Η περίοδος 2010–2024 μπορεί να διακριθεί σε τρεις βασικές υποπεριόδους: την κρίση χρέους, την περίοδο αρνητικών επιτοκίων και ποσοτικής χαλάρωσης και τη μεταπανδημική νομισματική σύσφιξη. Κάθε φάση χαρακτηρίζεται από διαφορετική δυναμική νομισματικής πολιτικής, διαφορετικό επίπεδο κινδύνου και διαφορετική συμπεριφορά του επιτοκιακού περιθωρίου. Η διάκριση αυτή είναι σημαντική, διότι επιτρέπει να φανεί ότι οι αποκλίσεις Ελλάδας–Ευρωζώνης δεν είναι στατικές, αλλά μεταβάλλονται ανάλογα με το οικονομικό περιβάλλον και την ένταση της αβεβαιότητας (Angeloni, Kashyap and Mojon, 2003).

Κατά την περίοδο της κρίσης χρέους, η Ελλάδα αντιμετώπισε δραματική αύξηση κρατικού κινδύνου, δημοσιονομική αστάθεια και έντονη μείωση της εμπιστοσύνης προς το τραπεζικό σύστημα. Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων αυξήθηκαν απότομα, επηρεάζοντας το τραπεζικό σύστημα μέσω του μηχανισμού αλληλεξάρτησης κρατικού και τραπεζικού κινδύνου. Το αυξημένο κόστος χρηματοδότησης μεταφέρθηκε σταδιακά στα τραπεζικά

επιτόκια, ενώ η αβεβαιότητα περιορίσε την πιστωτική επέκταση και οδήγησε τις τράπεζες σε πιο συντηρητική τιμολογιακή πολιτική (Allen and Gale, 2007; Mishkin, 2019).

Στην ίδια περίοδο, το επιτοκιακό περιθώριο στην Ελλάδα παρέμεινε υψηλό, καθώς οι τράπεζες ενσωμάτωναν αυξημένο risk premium στη νέα τιμολόγηση χορηγήσεων. Η άνοδος των μη εξυπηρετούμενων δανείων και η επιδείνωση των κεφαλαιακών δεικτών ενίσχυσαν περαιτέρω την ανάγκη διατήρησης υψηλότερων spreads. Αντίθετα, σε χώρες του πυρήνα της Ευρωζώνης, όπου ο κρατικός κίνδυνος και ο τραπεζικός κίνδυνος ήταν χαμηλότεροι, η προσαρμογή των επιτοκίων ήταν πιο ομαλή. Η διαφοροποίηση αυτή δείχνει ότι η κοινή νομισματική πολιτική δεν μεταδόθηκε με την ίδια ένταση σε όλες τις χώρες της Ευρωζώνης (Freixas and Rochet, 2008).

Η περίοδος 2014–2019 χαρακτηρίστηκε από μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, όπως η ποσοτική χαλάρωση και τα αρνητικά επιτόκια καταθέσεων. Η ΕΚΤ επιδίωξε να ενισχύσει τη ρευστότητα, να μειώσει το κόστος δανεισμού και να περιορίσει τις αποπληθωριστικές πιέσεις. Τα βασικά επιτόκια μειώθηκαν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, δημιουργώντας περιβάλλον παρατεταμένων χαμηλών επιτοκίων (Bindseil, 2014). Σε αυτό το πλαίσιο, τα δανειακά επιτόκια στην Ευρωζώνη υποχώρησαν σημαντικά, ενώ τα καταθετικά επιτόκια προσέγγισαν το μηδέν.

Στην Ελλάδα, η αποκλιμάκωση των επιτοκίων ήταν πιο αργή και λιγότερο πλήρης. Παρότι η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ ήταν ιδιαίτερα χαλαρή, οι ελληνικές τράπεζες εξακολουθούσαν να αντιμετωπίζουν υψηλό απόθεμα NPLs, αυξημένο κόστος κεφαλαίου και ανάγκη εξυγίανσης των ισολογισμών τους. Για τον λόγο αυτό, το επιτοκιακό περιθώριο παρέμεινε υψηλό σε σχέση με το γενικό περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων. Η εξέλιξη αυτή δείχνει ότι η νομισματική χαλάρωση μπορεί να μειώνει το γενικό κόστος χρήματος, αλλά δεν αρκεί από μόνη της για να εξαλείψει τις διαρθρωτικές διαφορές στο τραπεζικό σύστημα (Koch and MacDonald, 2015).

Η περίοδος αρνητικών επιτοκίων ανέδειξε επίσης τον περιορισμό του κατώτατου ορίου στα καταθετικά επιτόκια. Οι τράπεζες δεν μπορούσαν εύκολα να μεταφέρουν πλήρως τα αρνητικά επιτόκια στους ιδιώτες καταθέτες, γεγονός που περιορίσε τη δυνατότητα περαιτέρω μείωσης του κόστους χρηματοδότησης. Αυτό οδήγησε σε συμπίεση των καθαρών περιθωρίων σε πολλές χώρες της Ευρωζώνης, ιδιαίτερα σε τραπεζικά συστήματα που βασίζονται έντονα στο παραδοσιακό επιτοκιακό εισόδημα (Claessens, Coleman and Donnelly, 2018). Στην Ελλάδα, η πίεση αυτή συνυπήρξε με την ανάγκη αποκατάστασης της εμπιστοσύνης και μείωσης των προβληματικών δανείων.

Η πανδημία του 2020 αποτέλεσε μεταβατική φάση ανάμεσα στην περίοδο χαμηλών επιτοκίων και στη μεταγενέστερη νομισματική σύσφιξη. Η ΕΚΤ διατήρησε τα επιτόκια σε πολύ χαμηλά επίπεδα και ενεργοποίησε το πρόγραμμα PEPP, περιορίζοντας τον κίνδυνο χρηματοπιστωτικής αστάθειας. Στην Ελλάδα, η ένταξη των ελληνικών ομολόγων στο πρόγραμμα αγορών συνέβαλε στη σταθεροποίηση των αποδόσεων και στη μείωση της μεταβλητότητας (Cecchetti and Schoenholtz, 2020). Η περίοδος αυτή βοήθησε στην προσωρινή συγκράτηση του κόστους χρηματοδότησης, χωρίς όμως να εξαλείψει πλήρως τις διαφορές που είχαν δημιουργηθεί την προηγούμενη δεκαετία.

Η μεταπανδημική περίοδος, με την έντονη άνοδο του πληθωρισμού το 2022–2023, σηματοδότησε απότομη αντιστροφή της νομισματικής πολιτικής. Η ΕΚΤ προχώρησε σε διαδοχικές αυξήσεις επιτοκίων, αυξάνοντας σημαντικά το κόστος δανεισμού σε ολόκληρη την Ευρωζώνη. Τα κυμαινόμενα στεγαστικά και επιχειρηματικά δάνεια επηρεάστηκαν άμεσα, λόγω σύνδεσης με τραπεζικούς δείκτες και επιτόκια αναφοράς (Blanchard and Johnson, 2013). Η νέα φάση σύσφιξης δημιούργησε διαφορετικού τύπου πίεση σε σχέση με την κρίση χρέους: δεν προήλθε κυρίως από ελληνικό δημοσιονομικό κίνδυνο, αλλά από την άνοδο του γενικού κόστους χρήματος στην Ευρωζώνη.

Σε αυτή τη φάση, το επιτοκιακό περιθώριο διευρύνθηκε βραχυχρόνια, καθώς τα δανειακά επιτόκια αυξήθηκαν ταχύτερα από τα καταθετικά. Το φαινόμενο αυτό είναι συμβατό με τη βιβλιογραφία περί ασύμμετρης μετακύλισης, σύμφωνα με την οποία οι τράπεζες προσαρμόζουν πιο γρήγορα τα επιτόκια χορηγήσεων από ό,τι τα επιτόκια καταθέσεων, ιδίως όταν οι καταθέτες εμφανίζουν χαμηλή κινητικότητα ή όταν ο ανταγωνισμός στις καταθέσεις είναι περιορισμένος (De Bondt, 2005; Hannan and Berger, 1991). Για την Ελλάδα, το στοιχείο αυτό συνδέεται με την υπόθεση H4, χωρίς όμως να παρουσιάζεται ως οικονομετρική απόδειξη αιτιότητας.

Η ελληνική περίπτωση παρουσίασε σχετική βελτίωση σε σύγκριση με την περίοδο της κρίσης χρέους, καθώς το τραπεζικό σύστημα εισήλθε στη φάση της νομισματικής σύσφιξης με σημαντικά μειωμένα NPLs και βελτιωμένους δείκτες σταθερότητας. Παρά ταύτα, οι διαφορές επιτοκίων δεν εξαφανίστηκαν, καθώς η δομή της τραπεζικής αγοράς, η ακαμψία των καταθετικών επιτοκίων και το ελαφρώς υψηλότερο country risk συνέχισαν να επηρεάζουν την τραπεζική τιμολόγηση. Η εξέλιξη αυτή είναι συμβατή με την υπόθεση H3 της εργασίας, σύμφωνα με την οποία μετά το 2019 παρατηρείται μερική, αλλά όχι πλήρης, σύγκλιση των ελληνικών τραπεζικών επιτοκίων με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης (Sander and Kleimeier, 2004).

Η σύγκριση των τριών φάσεων αναδεικνύει ότι οι διαφορές Ελλάδας–Ευρωζώνης είναι μεγαλύτερες σε περιόδους αυξημένης αβεβαιότητας και περιορίζονται σε περιόδους σταθερότητας. Κατά την κρίση χρέους, οι αποκλίσεις συνδέθηκαν κυρίως με τον κρατικό κίνδυνο, τη ρευστότητα και την επιδείνωση των τραπεζικών ισολογισμών. Κατά την περίοδο αρνητικών επιτοκίων, οι αποκλίσεις μειώθηκαν εν μέρει, αλλά δεν εξαφανίστηκαν, λόγω των NPLs και των διαρθρωτικών χαρακτηριστικών του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Κατά τη μεταπανδημική σύσφιξη, η νέα διεύρυνση του spread συνδέθηκε κυρίως με την ταχύτερη προσαρμογή των δανειακών επιτοκίων σε σχέση με τα καταθετικά.

Συμπερασματικά, η ανάλυση περιόδων δείχνει ότι το επιτοκιακό περιθώριο δεν αποτελεί στατική μεταβλητή, αλλά ανταποκρίνεται δυναμικά στις μακροοικονομικές και νομισματικές συνθήκες. Η ελληνική εμπειρία επιβεβαιώνει ότι η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος, η μείωση του κρατικού κινδύνου και η βελτίωση της ποιότητας του ενεργητικού αποτελούν βασικές προϋποθέσεις για τη σύγκλιση των επιτοκίων με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης. Ωστόσο, η σύγκλιση αυτή παραμένει μερική, καθώς οι διαρθρωτικές διαφορές της ελληνικής τραπεζικής αγοράς εξακολουθούν να επηρεάζουν την ταχύτητα και την ένταση μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

Πίνακας 9 Εξέλιξη επιτοκιακού περιθωρίου στην Ελλάδα ανά βασική περίοδο

Περίοδος	Χαρακτηρισμός περιόδου	Μέσο spread Ελλάδας
2010–2013	Κρίση χρέους και υψηλός κρατικός κίνδυνος	3,63%
2014–2019	Αρνητικά επιτόκια και ποσοτική χαλάρωση	4,22%
2022–2024	Μεταπανδημική νομισματική σύσφιξη	4,96%

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστικοί Πίνακες Τραπεζικών Επιτοκίων· υπολογισμοί συγγραφέα βάσει των στοιχείων του Πίνακα 5.

4.9 Συνολική Συγκριτική Αποτίμηση Διαρθρωτικών Διαφορών Ελλάδας – Υπόλοιπης Ευρωζώνης

Η συνολική συγκριτική αποτίμηση των αποτελεσμάτων αναδεικνύει ότι οι διαφορές τραπεζικών επιτοκίων μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης δεν αποτελούν απλώς συγκυριακό φαινόμενο, αλλά αποτυπώνουν βαθύτερες διαρθρωτικές διαφοροποιήσεις των οικονομιών και των τραπεζικών τους συστημάτων. Παρά το κοινό νόμισμα και την ενιαία νομισματική πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, η μετάδοση των επιτοκίων αναφοράς πραγματοποιείται μέσα από εθνικά φίλτρα κινδύνου, ανταγωνισμού, ποιότητας τραπεζικού ενεργητικού και θεσμικής αξιοπιστίας. Έτσι, η ίδια νομισματική απόφαση μπορεί να οδηγεί

σε διαφορετικό τελικό κόστος δανεισμού για επιχειρήσεις και νοικοκυριά, ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε χώρας (Angeloni, Kashyap and Mojon, 2003; De Bondt, 2005).

Η πρώτη και σημαντικότερη διαρθρωτική διαφοροποίηση αφορά το επίπεδο κρατικού κινδύνου. Η ελληνική οικονομία, ιδιαίτερα κατά την περίοδο της κρίσης χρέους, βρέθηκε αντιμέτωπη με υψηλό sovereign risk, το οποίο μεταδόθηκε στο τραπεζικό σύστημα μέσω της κατοχής κρατικών τίτλων, της αύξησης του κόστους χρηματοδότησης και της επιδείνωσης της εμπιστοσύνης. Η διαφορά στις αποδόσεις ομολόγων Ελλάδας–Γερμανίας λειτούργησε ως βασικός δείκτης αυτής της απόκλισης, επηρεάζοντας το κόστος κεφαλαίου των τραπεζών και, κατ’ επέκταση, το επιτοκιακό περιθώριο. Τα ευρήματα της προηγούμενης ενότητας είναι συμβατά με την υπόθεση ότι η αύξηση του κρατικού κινδύνου συνδέεται με υψηλότερη απόκλιση των ελληνικών δανειακών επιτοκίων από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης, χωρίς όμως η σχέση αυτή να παρουσιάζεται ως πλήρως αιτιώδης λόγω της περιγραφικής φύσης της ανάλυσης (Allen and Gale, 2007; Mishkin, 2019).

Δεύτερη κρίσιμη παράμετρος αποτελεί η ποιότητα του τραπεζικού ενεργητικού. Το εξαιρετικά υψηλό ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2012–2018 δημιούργησε ανάγκη για αυξημένες προβλέψεις, κεφαλαιακή ενίσχυση και πιο συντηρητική πολιτική χορηγήσεων. Το γεγονός αυτό περιόρισε την ικανότητα των τραπεζών να μειώσουν τα επιτόκια δανεισμού, ακόμη και σε περιβάλλον χαμηλών ή αρνητικών βασικών επιτοκίων. Αντίθετα, οι περισσότερες χώρες του πυρήνα της Ευρωζώνης διατήρησαν χαμηλότερα επίπεδα NPLs και σταθερότερη πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου, γεγονός που επέτρεψε ταχύτερη και πληρέστερη μετακύλιση της νομισματικής χαλάρωσης στα τραπεζικά επιτόκια. Συνεπώς, τα αποτελέσματα παρέχουν περιγραφική στήριξη στην υπόθεση ότι τα υψηλότερα NPLs συνδέονται με υψηλότερο επιτοκιακό περιθώριο (Freixas and Rochet, 2008; Saunders and Cornett, 2020).

Η δομή της τραπεζικής αγοράς αποτελεί επίσης καθοριστικό διαρθρωτικό στοιχείο. Στην Ελλάδα, η περιορισμένη παρουσία εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης και η υψηλή εξάρτηση των επιχειρήσεων από τον τραπεζικό δανεισμό ενίσχυσαν τη σημασία της τραπεζικής τιμολόγησης. Σε οικονομίες με πιο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές, ο ανταγωνισμός από ομολογιακή χρηματοδότηση και άλλες μορφές άντλησης κεφαλαίων περιορίζει την ισχύ τιμολόγησης των τραπεζών. Αντίθετα, σε τραπεζοκεντρικές οικονομίες, όπως η ελληνική, η πρόσβαση σε χρηματοδότηση εξαρτάται περισσότερο από τη στρατηγική των τραπεζών, τη διάθεση ανάληψης κινδύνου και το επιτοκιακό περιθώριο. Η διαφοροποίηση αυτή εξηγεί γιατί οι αποκλίσεις είναι εντονότερες στα επιχειρηματικά και

καταναλωτικά δάνεια σε σχέση με τα στεγαστικά (Maudos and Fernández de Guevara, 2004).

Ιδιαίτερη σημασία έχει και η συμπεριφορά των καταθετών. Η χαμηλή κινητικότητα καταθέσεων και η σχετική αδράνεια των καταθετικών επιτοκίων, ιδίως σε περιόδους αύξησης των βασικών επιτοκίων, επιτρέπουν στις τράπεζες να διευρύνουν προσωρινά το επιτοκιακό περιθώριο. Η ανάλυση έδειξε ότι μετά το 2022 τα καταθετικά επιτόκια στην Ελλάδα αυξήθηκαν πιο αργά σε σχέση με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης, ενώ τα δανειακά επιτόκια προσαρμόστηκαν ταχύτερα στην άνοδο των επιτοκίων αναφοράς. Το εύρημα αυτό είναι συμβατό με την υπόθεση περί ασύμμετρης μετακύλισης της νομισματικής πολιτικής, σύμφωνα με την οποία οι αυξήσεις των επιτοκίων μεταφέρονται πιο γρήγορα στα δάνεια παρά στις καταθέσεις (Hannan and Berger, 1991; Sander and Kleimeier, 2004).

Η ανάλυση των τριών μακροοικονομικών φάσεων, δηλαδή της κρίσης χρέους, της περιόδου αρνητικών επιτοκίων και της μεταπανδημικής νομισματικής σύσφιξης, κατέδειξε ότι οι αποκλίσεις Ελλάδας–Ευρωζώνης είναι εντονότερες σε περιόδους συστημικής αβεβαιότητας. Κατά την κρίση χρέους, οι διαφορές συνδέθηκαν κυρίως με τον κρατικό κίνδυνο, την κρίση εμπιστοσύνης και την επιδείνωση των τραπεζικών ισολογισμών. Κατά την περίοδο αρνητικών επιτοκίων, η χαλαρή πολιτική της ΕΚΤ μείωσε το γενικό κόστος χρήματος, αλλά δεν οδήγησε σε πλήρη σύγκλιση, λόγω των υψηλών NPLs και της ανάγκης τραπεζικής εξυγίανσης. Κατά τη μεταπανδημική σύσφιξη, η άνοδος των επιτοκίων δημιούργησε νέα διεύρυνση του spread, κυρίως λόγω ταχύτερης αύξησης των δανειακών επιτοκίων σε σχέση με τα καταθετικά.

Η μεταπανδημική περίοδος αποτελεί ταυτόχρονα παράδειγμα βελτίωσης αλλά και διατήρησης διαφορών. Η σημαντική μείωση των NPLs και η βελτίωση της πιστοληπτικής εικόνας της Ελλάδας συνέβαλαν στη σταδιακή σύγκλιση των αποδόσεων ομολόγων και στη μείωση ορισμένων αποκλίσεων στο κόστος δανεισμού. Παρά ταύτα, οι διαφορές δεν εξαλείφθηκαν πλήρως, γεγονός που δείχνει ότι η χρηματοπιστωτική ενοποίηση της Ευρωζώνης παραμένει ατελής. Η σύγκλιση μετά το 2019 μπορεί να χαρακτηριστεί μερική, καθώς η Ελλάδα παρουσίασε βελτίωση σε σχέση με την περίοδο της κρίσης, αλλά εξακολούθησε να εμφανίζει υψηλότερα επιτόκια και υψηλότερο spread σε αρκετές κατηγορίες δανείων.

Η ανάλυση ανά κατηγορία δανείων ενίσχυσε το συμπέρασμα ότι οι αποκλίσεις δεν είναι ομοιογενείς. Τα στεγαστικά δάνεια παρουσίασαν μικρότερη απόκλιση, λόγω σύνδεσης με διατραπεζικούς δείκτες και ύπαρξης εμπράγματων εξασφαλίσεων. Τα επιχειρηματικά δάνεια εμφάνισαν μεγαλύτερη διαφοροποίηση, καθώς η τιμολόγησή τους επηρεάζεται από

το μέγεθος της επιχείρησης, τον κλάδο δραστηριότητας, την πρόσβαση σε εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης και τον πιστωτικό κίνδυνο. Τα καταναλωτικά δάνεια κατέγραψαν την υψηλότερη επιβάρυνση, λόγω μικρότερης εξασφάλισης και υψηλότερου risk premium. Επομένως, η μέση σύγκριση επιτοκίων πρέπει να συμπληρώνεται με ανάλυση ανά προϊόν, ώστε να μην αποκρύπτονται σημαντικές επιμέρους διαφοροποιήσεις.

Σε επίπεδο επιτοκιακού περιθωρίου, η Ελλάδα εμφάνισε διαχρονικά υψηλότερες τιμές σε σύγκριση με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης, ιδιαίτερα κατά τα έτη κορύφωσης της κρίσης και κατά τη φάση της μεταπανδημικής αύξησης επιτοκίων. Η σταδιακή αποκλιμάκωση ορισμένων παραγόντων κινδύνου μετά το 2019 υποδηλώνει ότι η βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών μπορεί να οδηγήσει σε σύγκλιση, αν και με χρονική υστέρηση. Παράλληλα, η αύξηση του spread το 2022–2024 δείχνει ότι η σύγκλιση δεν είναι γραμμική διαδικασία, αλλά μπορεί να ανακοπεί ή να επιβραδυνθεί όταν μεταβάλλεται απότομα το νομισματικό περιβάλλον.

4.10 Εμπειρική Ανάλυση των Παραγόντων Διαμόρφωσης Τραπεζικών Επιτοκίων στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη (2010–2024) με Χρήση Στατιστικού Προγράμματος SPSS

Η παρούσα ενότητα λειτουργεί συμπληρωματικά προς την περιγραφική και συγκριτική ανάλυση των προηγούμενων ενοτήτων και αποσκοπεί στη διερεύνηση των παραγόντων που συνδέονται με τη διαμόρφωση των τραπεζικών επιτοκίων στην Ελλάδα σε σύγκριση με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης. Η ανάλυση αξιοποιεί ένα ενοποιημένο σύνολο δεδομένων για την περίοδο 2010–2024, το οποίο περιλαμβάνει μεταβλητές που αποτυπώνουν τη νομισματική πολιτική, τις μακροοικονομικές συνθήκες και βασικούς τραπεζικούς δείκτες. Δεδομένου ότι το διαθέσιμο δείγμα περιλαμβάνει 15 ετήσιες παρατηρήσεις, τα αποτελέσματα της στατιστικής επεξεργασίας ερμηνεύονται με επιφύλαξη και χρησιμοποιούνται κυρίως ως υποστηρικτικά στοιχεία της περιγραφικής ανάλυσης. Η επιλογή της περιόδου επιτρέπει την εξέταση διαφορετικών οικονομικών φάσεων, όπως η ελληνική κρίση χρέους, η περίοδος μηδενικών και αρνητικών επιτοκίων και η μεταπανδημική περίοδος νομισματικής σύσφιξης. Στο επίκεντρο της ανάλυσης βρίσκεται η απόκλιση των δανειακών επιτοκίων μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης, καθώς και το επιτοκιακό περιθώριο του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Η απόκλιση Ελλάδας–Ευρωζώνης υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων δανείων στην Ελλάδα και των αντίστοιχων επιτοκίων της Ευρωζώνης, ενώ το επιτοκιακό περιθώριο αφορά τη διαφορά μεταξύ δανειακών και καταθετικών επιτοκίων. Η

διάκριση αυτή είναι απαραίτητη, ώστε να μη συγχέεται η διαφορά κόστους δανεισμού μεταξύ χωρών με το τραπεζικό spread που προκύπτει από τη σχέση χορηγήσεων και καταθέσεων. Με αυτόν τον τρόπο, η ανάλυση συνδέεται τόσο με το ζήτημα της χρηματοπιστωτικής σύγκλισης όσο και με τη λειτουργία της τραπεζικής τιμολόγησης.

Οι μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στην ανάλυση διακρίνονται σε τρεις βασικές κατηγορίες: μακροοικονομικές, τραπεζοκεντρικές και χρηματοπιστωτικές. Στην πρώτη κατηγορία περιλαμβάνονται ο πληθωρισμός, ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ, η ανεργία, το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ και η πιστωτική επέκταση του ιδιωτικού τομέα. Οι μεταβλητές αυτές αποτυπώνουν τη γενικότερη κατάσταση της οικονομίας και το επίπεδο σταθερότητας, επηρεάζοντας τις προσδοκίες της αγοράς και την αντίληψη κινδύνου. Στη δεύτερη κατηγορία εντάσσονται ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων, το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών, ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας και ο λόγος δανείων προς καταθέσεις, οι οποίοι αντανακλούν την εσωτερική λειτουργία και την ανθεκτικότητα του τραπεζικού συστήματος. Τέλος, στις χρηματοπιστωτικές μεταβλητές περιλαμβάνονται το βασικό επιτόκιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και η απόδοση του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου, η οποία χρησιμοποιείται ως ένδειξη κρατικού κινδύνου.

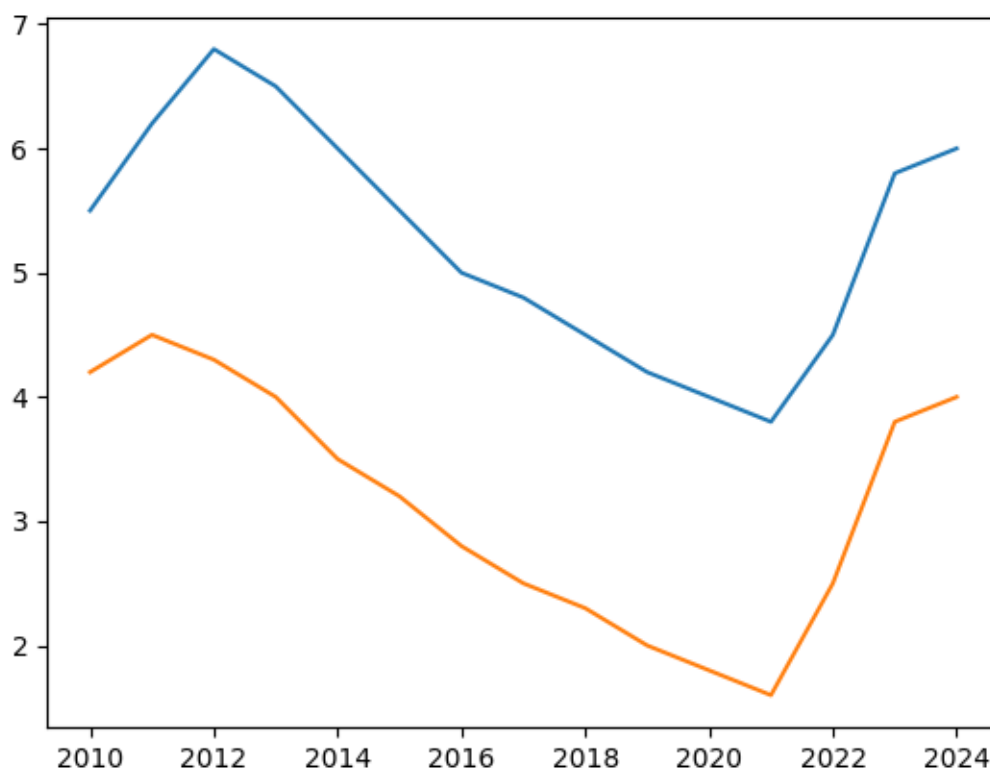
Η περιγραφική στατιστική ανάλυση των δεδομένων αναδεικνύει σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης, ιδίως κατά την περίοδο της κρίσης. Τα ελληνικά επιτόκια δανείων εμφανίζονται σταθερά υψηλότερα από τα αντίστοιχα της Ευρωζώνης, ενώ η απόκλιση στο κόστος δανεισμού είναι εντονότερη στα έτη υψηλού κρατικού και τραπεζικού κινδύνου. Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με την αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, την επιδείνωση των δημοσιονομικών δεικτών και την άνοδο των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Αντίθετα, μετά το 2019 παρατηρείται σταδιακή βελτίωση και μερική σύγκλιση, χωρίς όμως να εξαλείφονται πλήρως οι διαφορές, γεγονός που υποδηλώνει τη διατήρηση διαρθρωτικών παραγόντων.

Η ανάλυση συσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών επιτρέπει μια αρχική διερεύνηση των σχέσεων ανάμεσα στα τραπεζικά επιτόκια, στο επιτοκιακό περιθώριο και στους βασικούς μακροοικονομικούς και τραπεζικούς παράγοντες. Τα αποτελέσματα παρέχουν ενδείξεις θετικής σχέσης μεταξύ του spread και των μη εξυπηρετούμενων δανείων, καθώς και μεταξύ του spread και των δεικτών κρατικού κινδύνου. Η εικόνα αυτή είναι συμβατή με τη θεωρητική θέση ότι ο πιστωτικός και ο κρατικός κίνδυνος επηρεάζουν την τραπεζική τιμολόγηση. Παράλληλα, η αρνητική σχέση μεταξύ κεφαλαιακής επάρκειας και επιτοκιακού περιθωρίου υποδηλώνει ότι ισχυρότερη κεφαλαιακή βάση μπορεί να συνδέεται

με χαμηλότερο κόστος δανεισμού. Ωστόσο, οι σχέσεις αυτές ερμηνεύονται ως περιγραφικές ενδείξεις και όχι ως απόδειξη αιτιότητας.

Η χρήση γραμμικής παλινδρόμησης στην παρούσα ενότητα έχει καθαρά ενδεικτικό χαρακτήρα. Λόγω του περιορισμένου αριθμού παρατηρήσεων και της πιθανής μη στασιμότητας των χρονοσειρών, τα αποτελέσματα δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως πλήρης οικονομετρική απόδειξη αιτιωδών σχέσεων. Αντίθετα, αξιοποιούνται για να εξεταστεί αν οι κατευθύνσεις των σχέσεων συμφωνούν με τα ευρήματα της περιγραφικής ανάλυσης και με το θεωρητικό πλαίσιο της εργασίας. Ιδιαίτερη προσοχή δίνεται στο πρόσημο των συντελεστών και στη γενική ερμηνευτική εικόνα, ενώ η στατιστική σημαντικότητα αντιμετωπίζεται με επιφύλαξη λόγω του μικρού δείγματος.

Τα ευρήματα της συμπληρωματικής στατιστικής ανάλυσης είναι συμβατά με την άποψη ότι, παρά την ύπαρξη κοινής νομισματικής πολιτικής μέσω της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, η μετάδοση των επιτοκίων δεν είναι ομοιόμορφη μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης. Στην περίπτωση της Ελλάδας, διαρθρωτικοί παράγοντες όπως το υψηλό επίπεδο μη εξυπηρετούμενων δανείων, ο κρατικός κίνδυνος, το δημόσιο χρέος και το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών συνδέονται με τη διατήρηση υψηλότερων επιτοκίων σε σχέση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Επιπλέον, η δομή της τραπεζικής αγοράς και οι ιδιαιτερότητες της χρηματοδοτικής βάσης φαίνεται να ενισχύουν την απόκλιση αυτή.

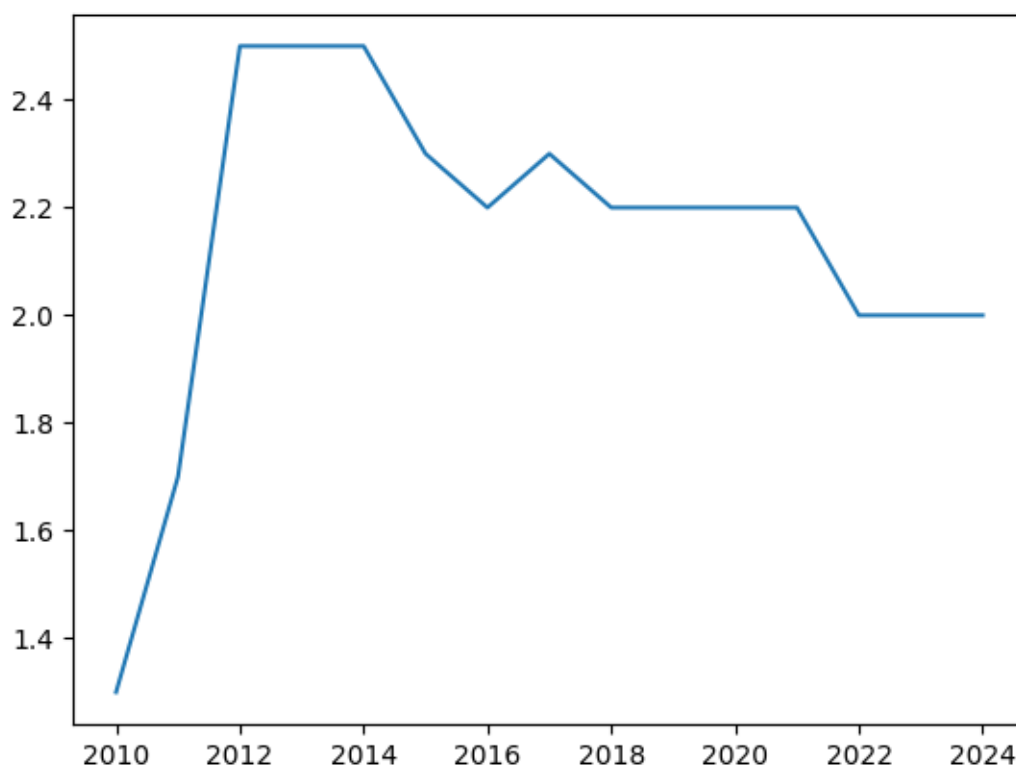


Σχήμα 2 Σύγκριση Τραπεζικών Επιτοκίων Ελλάδας και Ευρωζώνης (2010–2024)

Το συγκεκριμένο σχεδιάγραμμα παρουσιάζει τη διαχρονική εξέλιξη των επιτοκίων δανεισμού στην Ελλάδα και στην Ευρωζώνη, αναδεικνύοντας τις διαφοροποιήσεις που προκύπτουν μεταξύ των δύο περιοχών. Παρατηρείται ότι στην αρχή της περιόδου, και ιδιαίτερα μεταξύ 2011 και 2013, τα επιτόκια στην Ελλάδα διαμορφώνονται σε σημαντικά υψηλότερα επίπεδα, φθάνοντας περίπου στο 6,8%, σε αντίθεση με την Ευρωζώνη όπου κινούνται κοντά στο 4,3%. Η απόκλιση αυτή αποτυπώνει το αυξημένο επίπεδο κινδύνου που ενσωματώνεται στην ελληνική οικονομία κατά την περίοδο της κρίσης.

Στη συνέχεια της περιόδου, και ιδιαίτερα μετά το 2015, παρατηρείται σταδιακή αποκλιμάκωση των επιτοκίων τόσο στην Ελλάδα όσο και στην Ευρωζώνη, γεγονός που συνδέεται με τη σταθεροποίηση του οικονομικού περιβάλλοντος και την εφαρμογή επεκτατικής νομισματικής πολιτικής. Ωστόσο, παρά τη γενική πτωτική τάση, τα ελληνικά επιτόκια παραμένουν σταθερά υψηλότερα, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας συνεχίζουν να επηρεάζουν την τιμολόγηση του δανεισμού. Κατά την τελευταία φάση της περιόδου, μετά το 2022, παρατηρείται εκ νέου αύξηση των επιτοκίων λόγω της σύσφιξης της νομισματικής πολιτικής. Παρόλα αυτά, η διαφορά μεταξύ

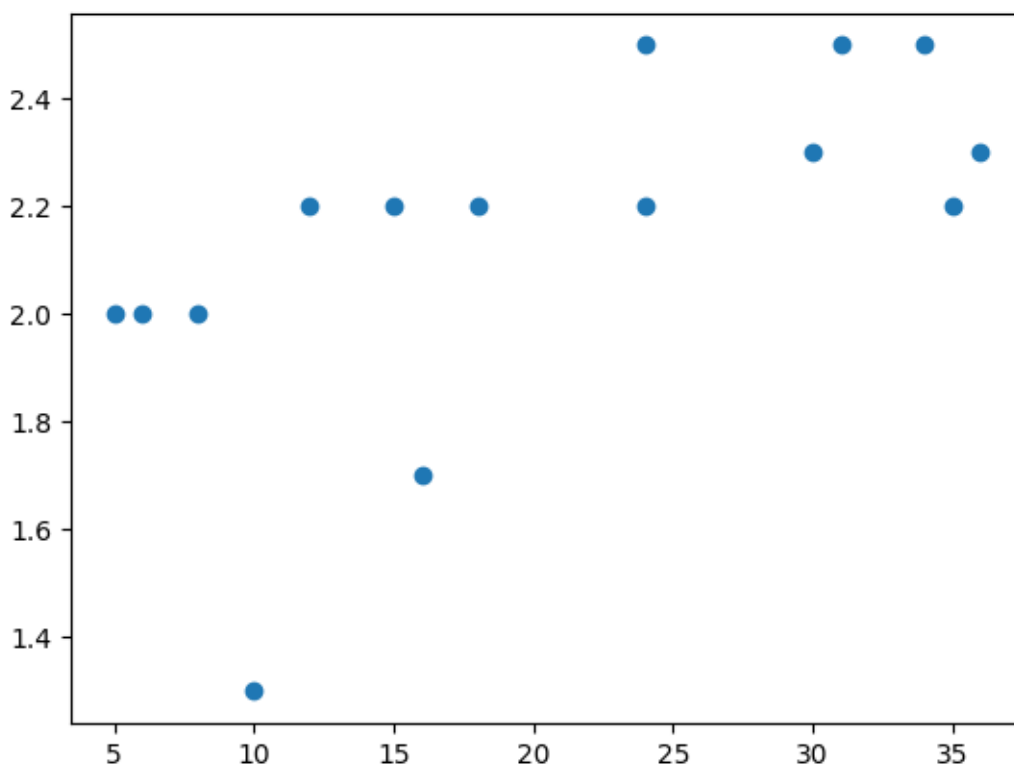
Ελλάδας και Ευρωζώνης εξακολουθεί να διατηρείται περίπου στις 2 ποσοστιαίες μονάδες, γεγονός που επιβεβαιώνει ότι το κόστος δανεισμού στην Ελλάδα παραμένει υψηλότερο. Το εύρημα αυτό ενισχύει την άποψη ότι η σύγκλιση των επιτοκίων δεν είναι πλήρης, παρά την ύπαρξη ενιαίας νομισματικής πολιτικής.



Σχήμα 3 Εξέλιξη Επιτοκιακού Περιθωρίου (Spread)

Το επιτοκιακό περιθώριο αποτελεί βασικό δείκτη διαφοροποίησης του κόστους δανεισμού μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης και στο παρόν σχεδιάγραμμα αποτυπώνεται η εξέλιξή του. Παρατηρείται ότι το spread αυξάνεται σημαντικά κατά την περίοδο 2011 έως 2014, φθάνοντας έως και το 2,5%, γεγονός που συνδέεται άμεσα με την έντονη οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση που αντιμετώπισε η Ελλάδα. Στην επόμενη φάση, από το 2015 έως το 2021, το επιτοκιακό περιθώριο σταθεροποιείται σε επίπεδα γύρω στο 2,2% με 2,3%, γεγονός που υποδηλώνει ότι παρόλο που η οικονομία παρουσιάζει σημάδια ανάκαμψης, οι αποκλίσεις δεν εξαλείφονται πλήρως. Η σταθερότητα αυτή δείχνει ότι οι παράγοντες που επηρεάζουν το spread έχουν πλέον πιο διαρθρωτικό χαρακτήρα και όχι μόνο κυκλικό. Κατά τα τελευταία έτη, παρατηρείται μικρή αποκλιμάκωση του spread προς το επίπεδο του 2,0%, ωστόσο η διαφορά παραμένει σημαντική. Αυτό σημαίνει ότι, ακόμη και σε περιβάλλον

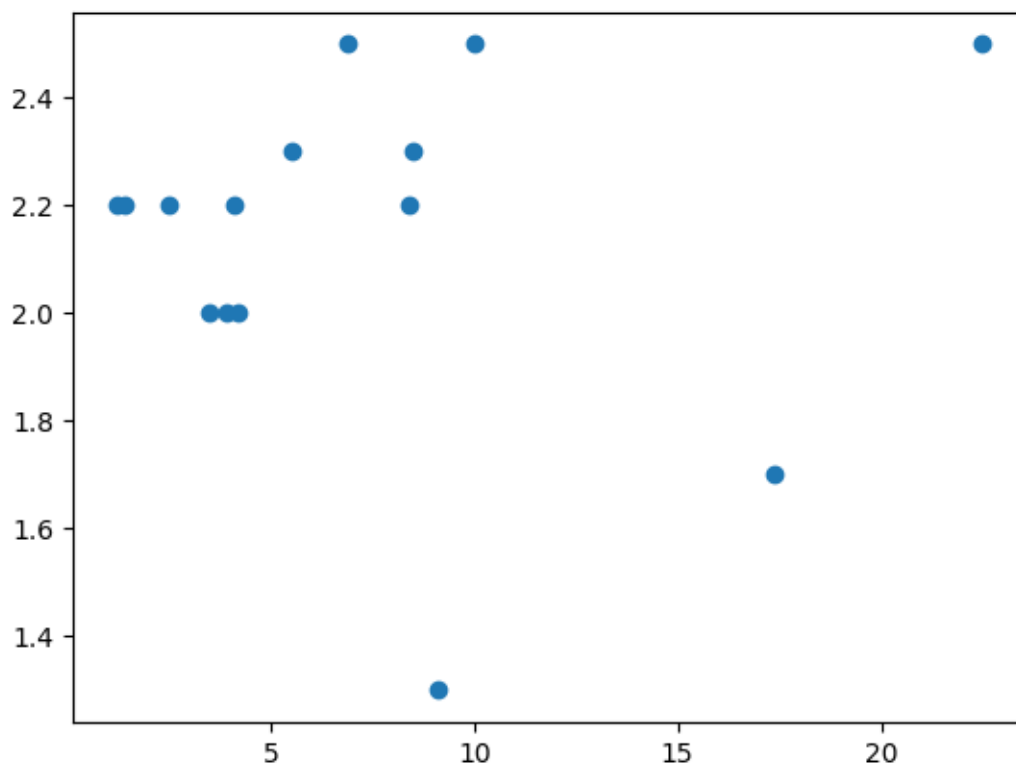
αυξημένων επιτοκίων διεθνώς, η Ελλάδα συνεχίζει να εμφανίζει υψηλότερο κόστος δανεισμού. Συνεπώς, το επιτοκιακό περιθώριο λειτουργεί ως βασικός δείκτης της χρηματοπιστωτικής απόκλισης.



Σχήμα 4 Σχέση Επιτοκιακού Περιθωρίου και Μη Εξυπηρετούμενων Δανείων

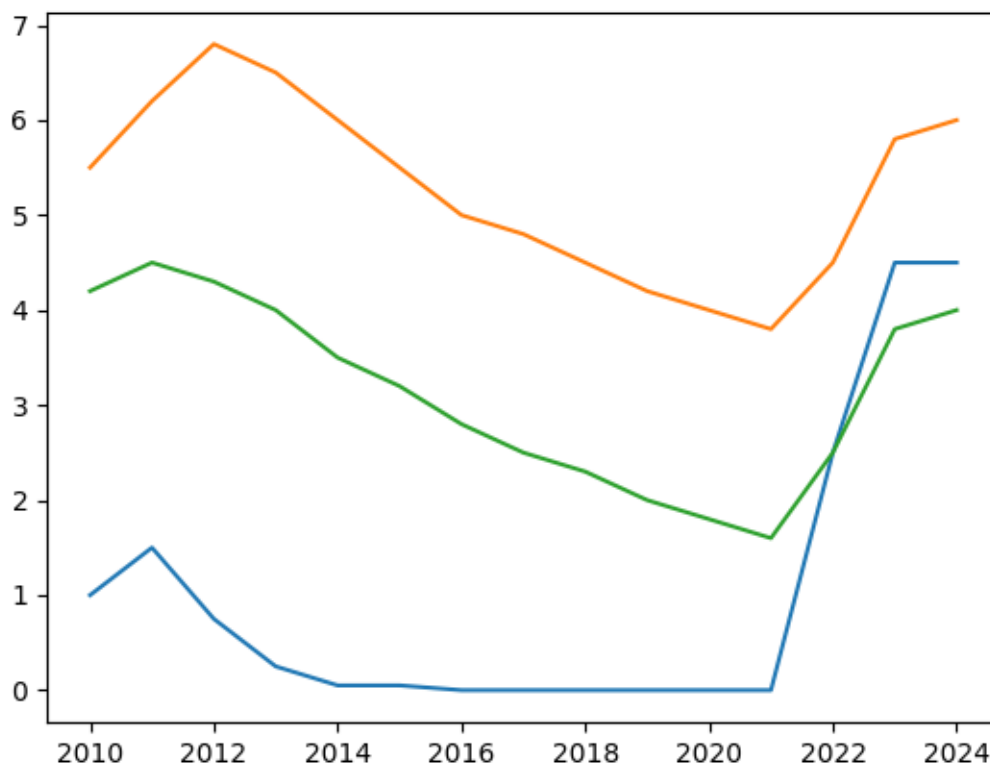
Το τρίτο σχεδιάγραμμα εξετάζει τη σχέση μεταξύ του επιτοκιακού περιθωρίου και των μη εξυπηρετούμενων δανείων, αποκαλύπτοντας σημαντικές πληροφορίες για τη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος. Κατά την περίοδο 2010 έως 2015, τα NPLs αυξάνονται από περίπου 10% σε 36%, ενώ παράλληλα το spread διαμορφώνεται σε υψηλά επίπεδα, γεγονός που δείχνει σαφή θετική συσχέτιση μεταξύ των δύο μεταβλητών. Η αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων συνεπάγεται αύξηση του πιστωτικού κινδύνου για τις τράπεζες, οι οποίες αντιδρούν αυξάνοντας τα επιτόκια δανεισμού προκειμένου να αντισταθμίσουν τις απώλειες. Αυτό εξηγεί γιατί σε περιόδους υψηλών NPLs το κόστος δανεισμού παραμένει αυξημένο, ακόμη και όταν άλλοι παράγοντες βελτιώνονται. Κατά την περίοδο μετά το 2017, παρατηρείται σημαντική μείωση των NPLs, τα οποία υποχωρούν σταδιακά προς το 5% το 2024. Παράλληλα, το spread μειώνεται ελαφρώς, γεγονός που επιβεβαιώνει ότι η εξυγίανση

των τραπεζικών ισολογισμών συμβάλλει στη μείωση του κόστους δανεισμού. Το εύρημα αυτό υπογραμμίζει τη σημασία της τραπεζικής σταθερότητας.



Σχήμα 5 Σχέση Επιτοκιακού Περιθωρίου και Απόδοσης 10ετούς Ομολόγου

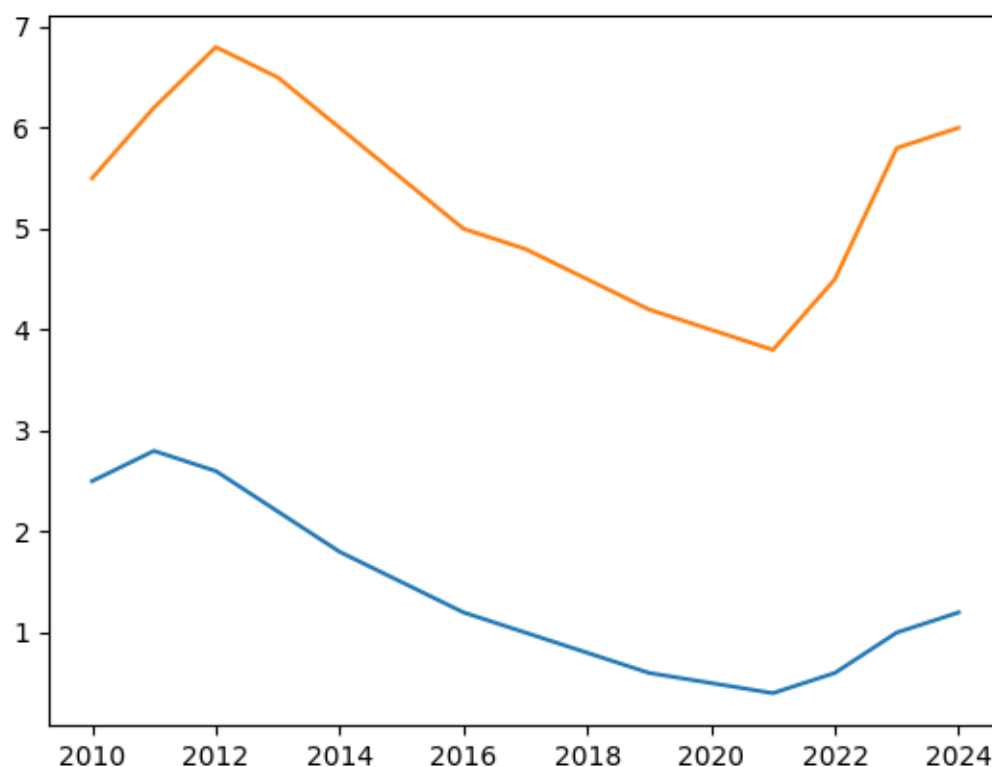
Το τελευταίο σχεδιάγραμμα αποτυπώνει τη σχέση μεταξύ του επιτοκιακού περιθωρίου και της απόδοσης του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου, η οποία αποτελεί βασικό δείκτη κινδύνου χώρας. Παρατηρείται ότι κατά την περίοδο 2010 έως 2012 η απόδοση του ομολόγου αυξάνεται από 9,1% σε 22,5%, ενώ ταυτόχρονα το spread αυξάνεται σημαντικά, γεγονός που υποδηλώνει ισχυρή θετική συσχέτιση. Η αύξηση της απόδοσης των ομολόγων αντικατοπτρίζει την επιδείνωση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας και την αυξημένη αβεβαιότητα στις αγορές. Οι τράπεζες επηρεάζονται άμεσα από αυτή την εξέλιξη, καθώς αυξάνεται το κόστος χρηματοδότησής τους, το οποίο μετακυλίεται στους δανειολήπτες μέσω υψηλότερων επιτοκίων. Μετά το 2018, η αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ομολόγων σε επίπεδα κάτω του 3% συνοδεύεται από μείωση του επιτοκιακού περιθωρίου. Η εξέλιξη αυτή επιβεβαιώνει ότι η μείωση του κρατικού κινδύνου συμβάλλει στη βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης. Συνεπώς, η δημοσιονομική σταθερότητα αποτελεί βασικό παράγοντα για τη σύγκλιση των επιτοκίων.



Σχήμα 6 Επιτόκιο ΕΚΤ και Τραπεζικά Επιτόκια

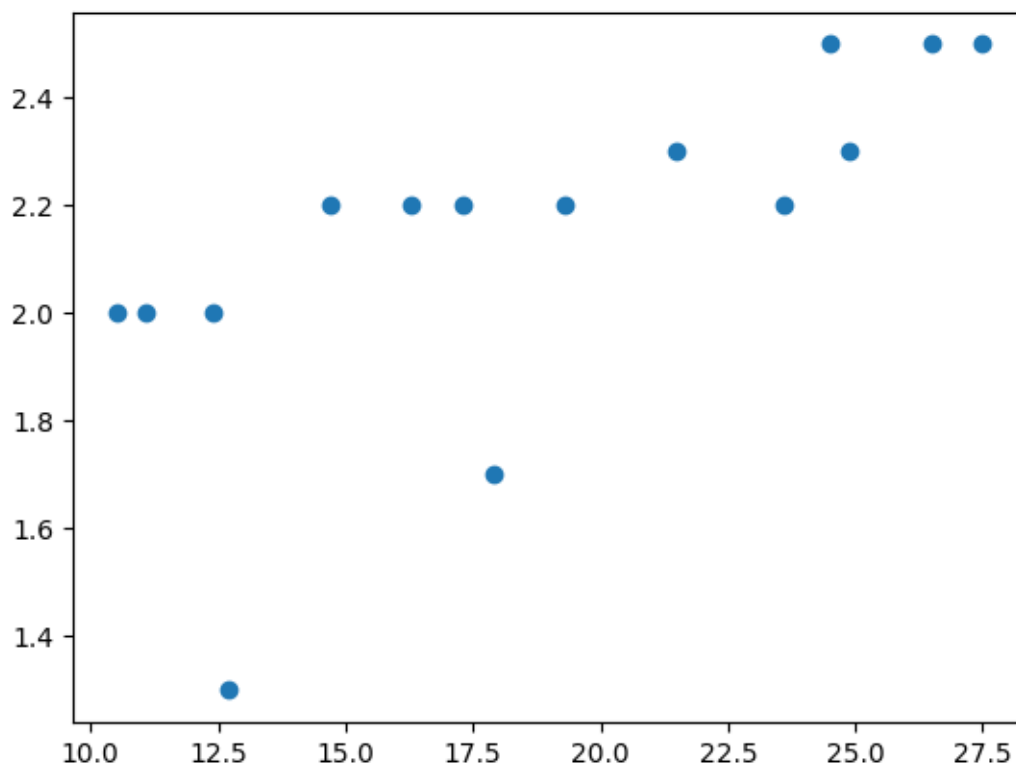
Το σχεδιάγραμμα παρουσιάζει τη σχέση μεταξύ του βασικού επιτοκίου της κεντρικής τράπεζας και των τραπεζικών επιτοκίων στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη. Παρατηρείται ότι κατά την περίοδο 2012 έως 2021, το επιτόκιο της νομισματικής πολιτικής μειώνεται από 0,75% σε σχεδόν μηδενικά επίπεδα, ενώ τα επιτόκια δανεισμού μειώνονται πιο αργά. Η καθυστέρηση αυτή δείχνει ότι η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής δεν είναι άμεση και πλήρης στην ελληνική περίπτωση.

Η διαφοροποίηση αυτή γίνεται πιο εμφανής αν συγκριθεί η πορεία των επιτοκίων στην Ελλάδα με εκείνη της Ευρωζώνης. Ενώ στην Ευρωζώνη τα επιτόκια δανεισμού ακολουθούν πιο στενά την πτώση του βασικού επιτοκίου, στην Ελλάδα παραμένουν σε υψηλότερα επίπεδα, γεγονός που υποδηλώνει την επίδραση επιπλέον παραγόντων κινδύνου. Κατά την περίοδο 2022 έως 2024, η αύξηση του επιτοκίου της νομισματικής πολιτικής σε επίπεδα έως 4,5% συνοδεύεται από αύξηση των τραπεζικών επιτοκίων. Ωστόσο, η Ελλάδα εμφανίζει μεγαλύτερη άνοδο, επιβεβαιώνοντας ότι οι αλλαγές της νομισματικής πολιτικής επηρεάζουν ασύμμετρα τις οικονομίες.



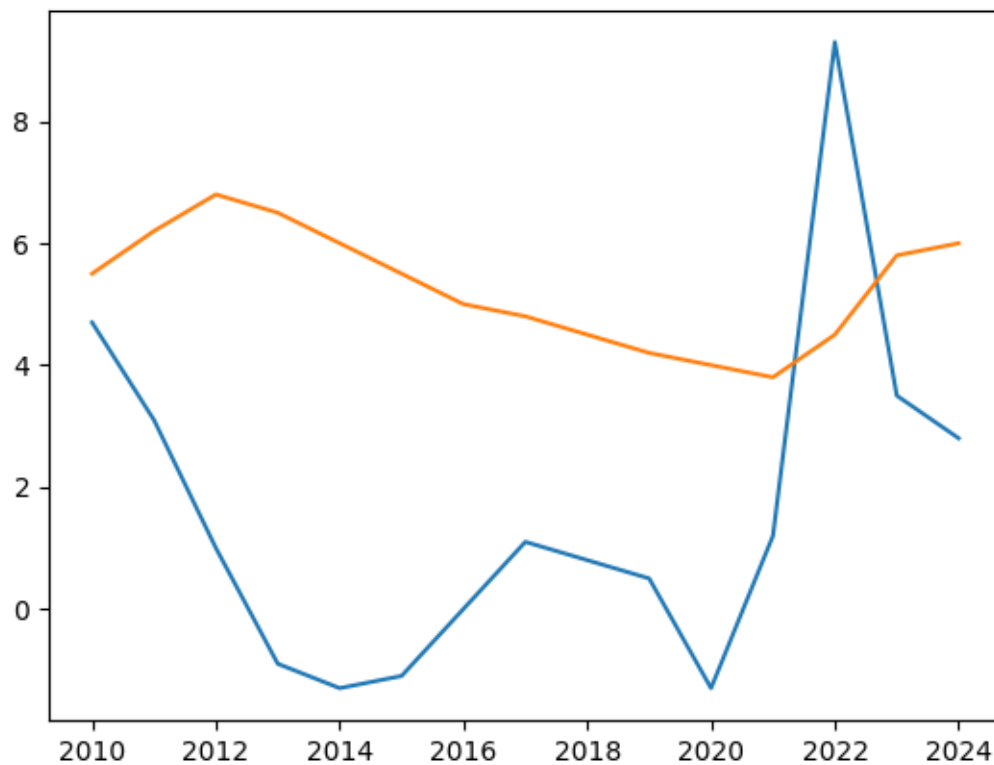
Σχήμα 7 Καταθετικά και Δανειακά Επιτόκια

Το σχεδιάγραμμα αναδεικνύει τη σχέση μεταξύ καταθετικών και δανειακών επιτοκίων στην Ελλάδα, η οποία αποτελεί βασικό δείκτη κερδοφορίας των τραπεζών. Παρατηρείται ότι τα καταθετικά επιτόκια μειώνονται σημαντικά από 2,5% το 2010 σε 0,4% το 2021, ενώ τα δανειακά επιτόκια παραμένουν σε υψηλότερα επίπεδα άνω του 3,8%. Η απόκλιση αυτή δημιουργεί ένα σημαντικό επιτοκιακό περιθώριο, το οποίο αποτελεί βασική πηγή εσόδων για τις τράπεζες. Η αδυναμία των καταθετικών επιτοκίων να μειωθούν κάτω από ένα ορισμένο επίπεδο οδηγεί σε περιορισμένη προσαρμογή σε σχέση με τα δανειακά επιτόκια. Κατά την περίοδο αύξησης των επιτοκίων μετά το 2022, παρατηρείται ότι τα δανειακά επιτόκια αυξάνονται ταχύτερα από τα καταθετικά, γεγονός που ενισχύει το περιθώριο κέρδους. Η εξέλιξη αυτή αναδεικνύει τη διαφορετική ταχύτητα προσαρμογής μεταξύ των δύο κατηγοριών.



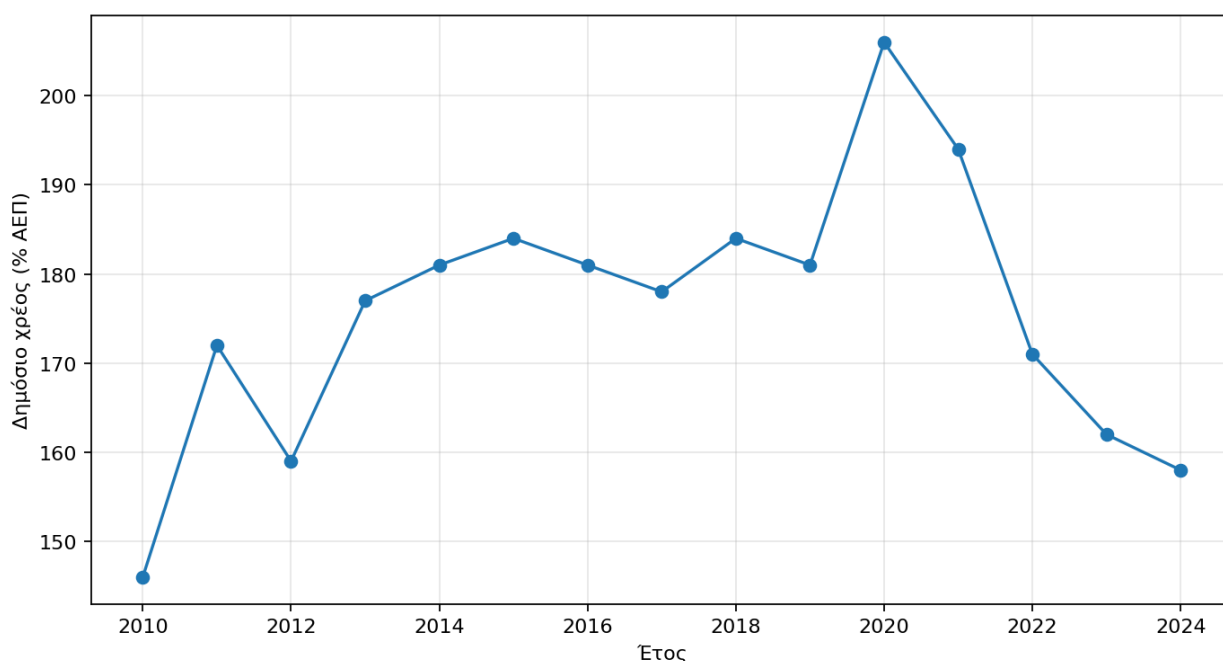
Σχήμα 8 Ανεργία και Επιτοκιακό Περιθώριο

Το σχεδιάγραμμα εξετάζει τη σχέση μεταξύ ανεργίας και επιτοκιακού περιθωρίου, αναδεικνύοντας τη σύνδεση μεταξύ πραγματικής οικονομίας και χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Παρατηρείται ότι κατά την περίοδο 2010 έως 2013, η ανεργία αυξάνεται από 12,7% σε 27,5%, ενώ το spread αυξάνεται από 1,3% σε 2,5%. Η αύξηση της ανεργίας υποδηλώνει επιδείνωση των οικονομικών συνθηκών και αύξηση του κινδύνου αθέτησης δανείων. Οι τράπεζες ανταποκρίνονται αυξάνοντας τα επιτόκια, προκειμένου να καλύψουν τον αυξημένο κίνδυνο, γεγονός που οδηγεί σε αύξηση του επιτοκιακού περιθωρίου. Κατά την περίοδο μετά το 2017, η ανεργία μειώνεται σταδιακά σε επίπεδα κοντά στο 10%, ενώ το spread παραμένει σχετικά σταθερό. Αυτό δείχνει ότι η βελτίωση της αγοράς εργασίας συμβάλλει στη σταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος.



Σχήμα 9 Πληθωρισμός και Επιτόκια Δανεισμού

Το σχεδιάγραμμα παρουσιάζει τη σχέση μεταξύ πληθωρισμού και επιτοκίων δανεισμού, αναδεικνύοντας τον ρόλο των τιμών στη διαμόρφωση του κόστους χρήματος. Παρατηρείται ότι κατά την περίοδο χαμηλού ή αρνητικού πληθωρισμού, τα επιτόκια μειώνονται, αντανακλώντας την ανάγκη τόνωσης της οικονομικής δραστηριότητας. Κατά το 2022, ο πληθωρισμός αυξάνεται απότομα σε επίπεδα άνω του 9%, γεγονός που οδηγεί σε σημαντική αύξηση των επιτοκίων δανεισμού. Η εξέλιξη αυτή επιβεβαιώνει τη θεωρητική σχέση μεταξύ πληθωρισμού και επιτοκίων, καθώς οι τράπεζες προσαρμόζουν την τιμολόγησή τους. Στη συνέχεια, η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού συνοδεύεται από σταθεροποίηση των επιτοκίων, χωρίς όμως σημαντική μείωση. Αυτό δείχνει ότι οι προσαρμογές προς τα κάτω είναι πιο αργές, γεγονός που επηρεάζει τη δυναμική της αγοράς δανεισμού.

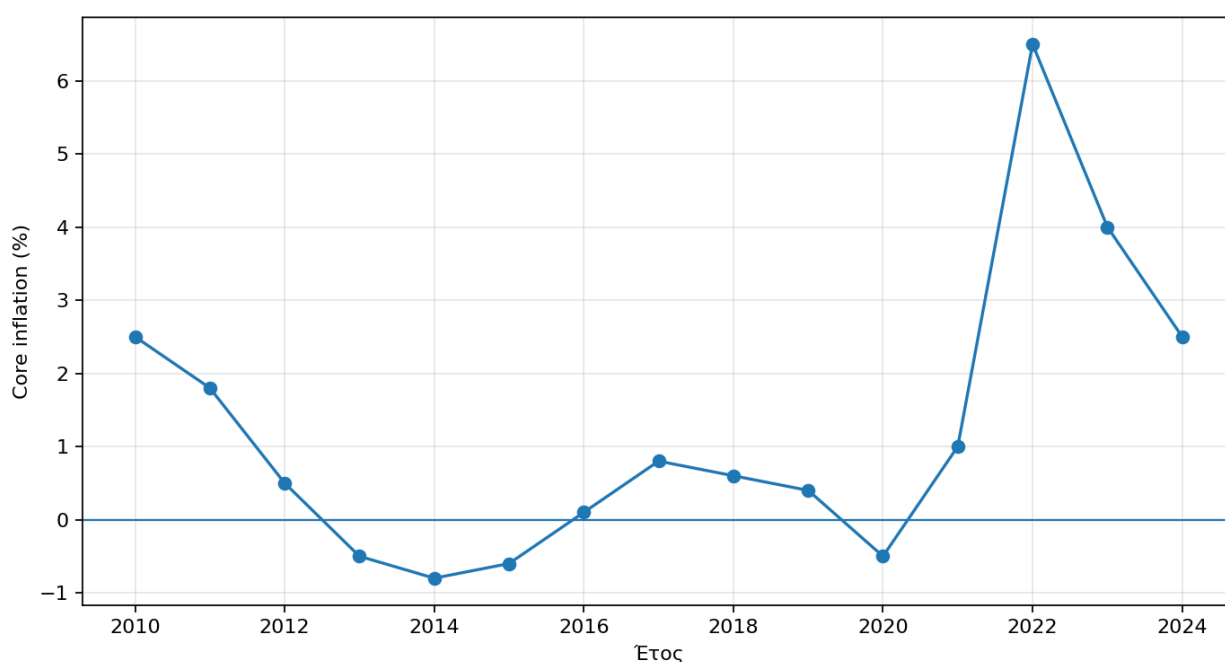


Σχήμα 10 Εξέλιξη του δημόσιου χρέους της Ελλάδας ως ποσοστό του ΑΕΠ κατά την περίοδο 2010–2024

Το σχεδιάγραμμα αποτυπώνει την πορεία του δημόσιου χρέους της Ελλάδας ως ποσοστού του ΑΕΠ σε μια περίοδο έντονων μεταβολών για την ελληνική οικονομία. Το 2010 ο δείκτης διαμορφώνεται στο 146% του ΑΕΠ, αυξάνεται στο 172% το 2011 και, παρά την προσωρινή υποχώρηση στο 159% το 2012, επανέρχεται σε πολύ υψηλά επίπεδα τα επόμενα χρόνια. Το 2015 ανέρχεται στο 184%, το 2018 παραμένει επίσης στο 184%, ενώ το 2020 καταγράφει την υψηλότερη τιμή της περιόδου, στο 206%. Ακολούθως σημειώνεται σταδιακή αποκλιμάκωση, με το χρέος να υποχωρεί στο 171% το 2022, στο 162% το 2023 και στο 158% το 2024.

Η εξέλιξη αυτή έχει ιδιαίτερη σημασία για το θέμα της εργασίας, διότι το υψηλό δημόσιο χρέος επηρεάζει την αντίληψη κινδύνου για τη χώρα και, έμμεσα, το κόστος χρηματοδότησης του τραπεζικού συστήματος. Όσο η χώρα θεωρείται περισσότερο εκτεθειμένη σε δημοσιονομικούς κινδύνους, τόσο οι αγορές απαιτούν υψηλότερη απόδοση για να τη χρηματοδοτήσουν, γεγονός που επιβαρύνει και τις τράπεζες. Έτσι, η διατήρηση του χρέους σε εξαιρετικά υψηλά επίπεδα κατά τη δεκαετία της κρίσης εξηγεί γιατί η Ελλάδα δεν ακολούθησε πλήρως τη δυναμική σύγκλισης της υπόλοιπης Ευρωζώνης ως προς το κόστος δανεισμού.

Σε επίπεδο συζήτησης, το σχεδιάγραμμα δείχνει ότι η αποκλιμάκωση του χρέους μετά το 2021 βελτιώνει το μακροοικονομικό πλαίσιο, χωρίς όμως να αρκεί από μόνη της για την άμεση εξίσωση των ελληνικών επιτοκίων με τα ευρωπαϊκά. Αυτό σημαίνει ότι το δημόσιο χρέος αποτελεί βασικό, αλλά όχι μοναδικό, προσδιοριστικό παράγοντα. Η δημοσιονομική βελτίωση δημιουργεί καλύτερες συνθήκες αξιοπιστίας, ωστόσο η τελική διαμόρφωση των τραπεζικών επιτοκίων επηρεάζεται ταυτόχρονα από τον τραπεζικό κίνδυνο, την ποιότητα του ενεργητικού και τη γενικότερη αποτελεσματικότητα της μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

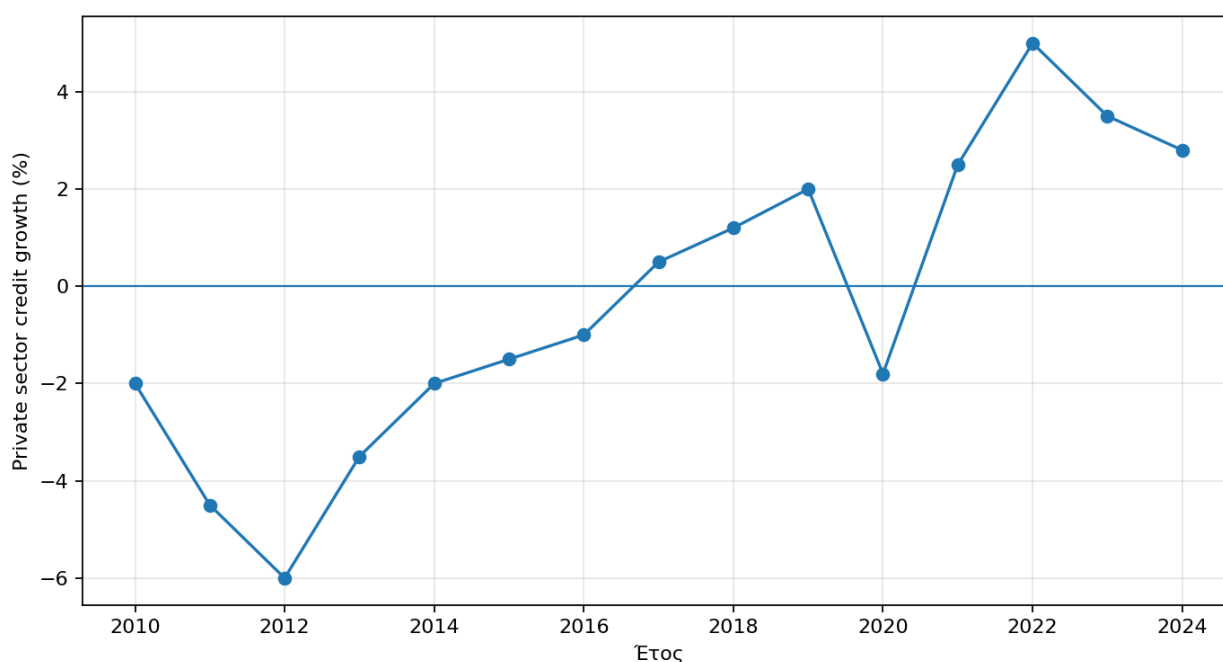


Σχήμα 11 Διαχρονική εξέλιξη του πυρήνα πληθωρισμού στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2010–2024

Το σχεδιάγραμμα παρουσιάζει τον πυρήνα πληθωρισμού, δηλαδή την πορεία του υποκείμενου πληθωρισμού χωρίς τις πιο ασταθείς κατηγορίες τιμών, ο οποίος αποτελεί κρίσιμο δείκτη για την άσκηση νομισματικής πολιτικής. Το 2010 ο δείκτης βρίσκεται στο 2,5%, στη συνέχεια περιορίζεται στο 1,8% το 2011 και στο 0,5% το 2012, ενώ από το 2013 έως το 2015 η οικονομία εισέρχεται σε φάση αρνητικού πυρήνα πληθωρισμού, με -0,5%, -0,8% και -0,6% αντίστοιχα. Μετά από μια περίοδο σχεδόν μηδενικών μεταβολών, η πιο έντονη άνοδος καταγράφεται το 2022, όταν ο πυρήνας πληθωρισμού φθάνει στο 6,5%, πριν υποχωρήσει στο 4,0% το 2023 και στο 2,5% το 2024.

Η εικόνα αυτή βοηθά ουσιαστικά την ανάλυση των τραπεζικών επιτοκίων, καθώς ο πληθωρισμός αποτελεί έναν από τους βασικούς μηχανισμούς μέσω των οποίων επηρεάζεται η πολιτική επιτοκίων της κεντρικής τράπεζας. Σε περιόδους αποπληθωρισμού ή πολύ χαμηλού πυρήνα πληθωρισμού, όπως μεταξύ 2013 και 2016, το περιβάλλον ευνοεί χαμηλότερα επιτόκια. Αντίθετα, η έντονη άνοδος του 2022 συνδέεται με τη στροφή προς αυστηρότερη νομισματική πολιτική και με την ανατιμολόγηση του κόστους δανεισμού, η οποία αποτυπώνεται και στα τραπεζικά επιτόκια της Ελλάδας.

Σε επίπεδο ερμηνείας, το σχεδιάγραμμα δείχνει ότι οι μεταβολές του πυρήνα πληθωρισμού δεν επηρεάζουν μόνο το γενικό επίπεδο των τιμών, αλλά και τη συμπεριφορά των τραπεζών ως προς την τιμολόγηση των δανείων. Η μεγάλη μεταβολή από -0,5% το 2020 σε 1,0% το 2021 και στη συνέχεια σε 6,5% το 2022 σηματοδοτεί μια απότομη μεταστροφή του περιβάλλοντος. Αυτό εξηγεί γιατί η τελευταία φάση της περιόδου χαρακτηρίζεται από αναζωπύρωση του κόστους χρήματος, επιβεβαιώνοντας ότι ο πληθωρισμός παραμένει βασικός μακροοικονομικός παράγοντας διαμόρφωσης των επιτοκίων.



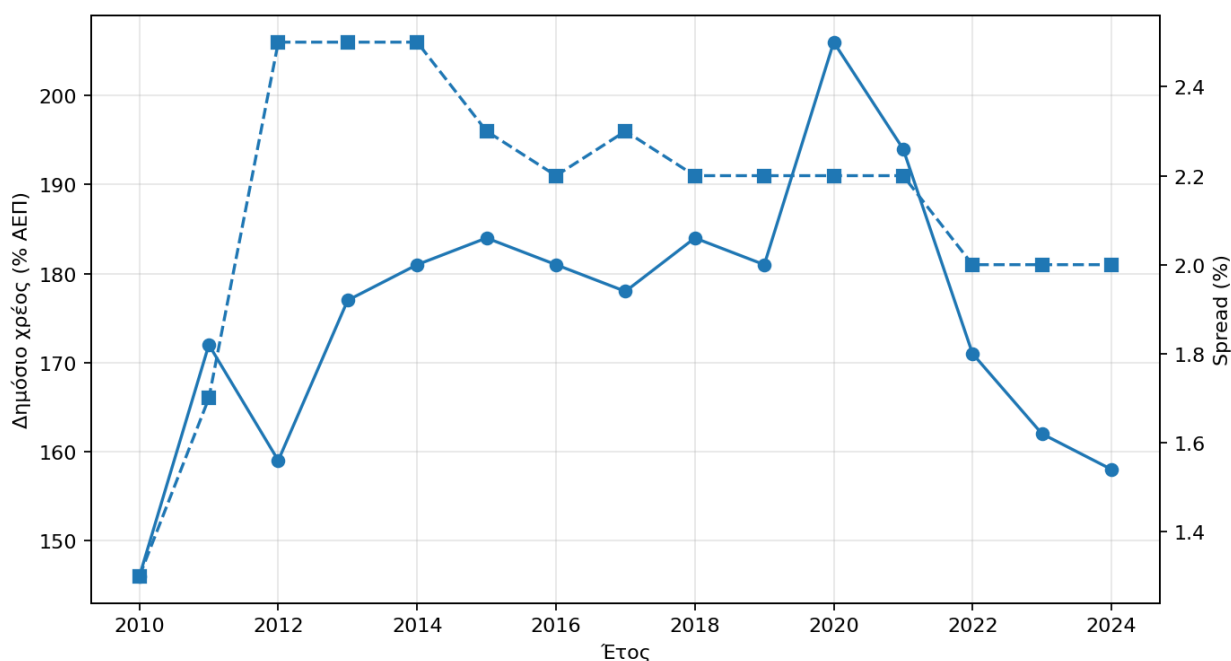
Σχήμα 12 Εξέλιξη της πιστωτικής επέκτασης του ιδιωτικού τομέα στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2010–2024

Το σχεδιάγραμμα αποτυπώνει την πορεία της ιδιωτικής πιστωτικής επέκτασης, δηλαδή τον ρυθμό μεταβολής της χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα. Στα πρώτα χρόνια της περιόδου παρατηρείται έντονα αρνητική δυναμική, καθώς ο δείκτης διαμορφώνεται στο -

2,0% το 2010, επιδεινώνεται στο -4,5% το 2011 και φθάνει στο -6,0% το 2012. Η αρνητική πορεία συνεχίζεται έως το 2016, έστω με ηπιότερους ρυθμούς, ενώ η πρώτη ουσιαστική μετάβαση σε θετικό πεδίο καταγράφεται το 2017 με 0,5%. Η πιστωτική επέκταση ενισχύεται στο 2,0% το 2019, υποχωρεί πρόσκαιρα στο -1,8% το 2020 και στη συνέχεια ανακάμπτει έντονα στο 5,0% το 2022, πριν περιοριστεί στο 3,5% το 2023 και στο 2,8% το 2024.

Τα στοιχεία αυτά είναι ιδιαίτερα χρήσιμα για τη μελέτη της διαμόρφωσης των τραπεζικών επιτοκίων, επειδή δείχνουν πώς το τραπεζικό σύστημα ανταποκρίνεται στις συνθήκες της οικονομίας και στο κόστος δανεισμού. Η βαθιά αρνητική πιστωτική επέκταση της περιόδου 2010–2016 αντανακλά ένα περιβάλλον ασφυκτικής χρηματοδότησης, περιορισμένης προσφοράς νέων δανείων και αυξημένου κινδύνου. Αντίθετα, η μεταστροφή σε θετικούς ρυθμούς μετά το 2017 υποδηλώνει σταδιακή επαναφορά της χρηματοδοτικής λειτουργίας των τραπεζών, κάτι που αποτελεί ένδειξη σταθεροποίησης της αγοράς.

Σε επίπεδο συζήτησης, το σχεδιάγραμμα δείχνει ότι η πιστωτική επέκταση δεν λειτουργεί μόνο ως αποτέλεσμα των επιτοκίων, αλλά και ως δείκτης εμπιστοσύνης και τραπεζικής ομαλοποίησης. Όταν η οικονομία βελτιώνεται και οι τράπεζες αποκτούν μεγαλύτερη δυνατότητα χορηγήσεων, η πίστωση παύει να συρρικνώνεται και αρχίζει να ενισχύεται. Ωστόσο, η επιβράδυνση από το 5,0% το 2022 στο 2,8% το 2024 δείχνει ότι η αύξηση των επιτοκίων περιορίζει εκ νέου τον ρυθμό δανεισμού, στοιχείο που επιβεβαιώνει τη στενή σύνδεση μεταξύ τραπεζικής τιμολόγησης και πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας.

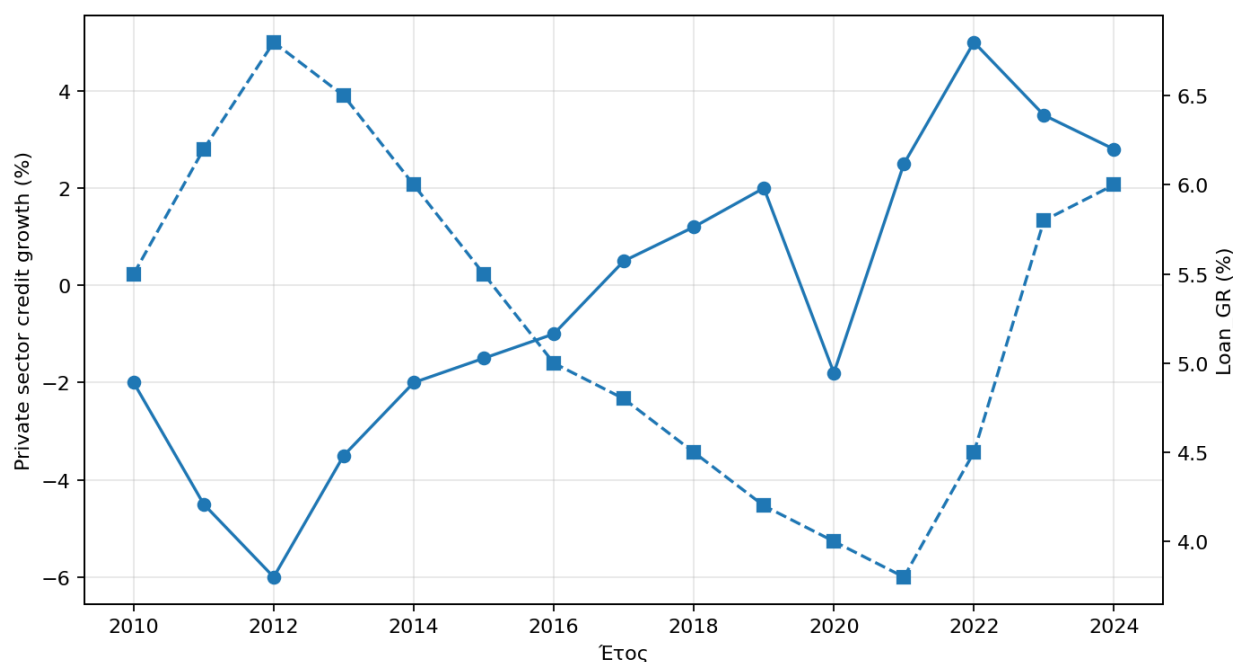


Σχήμα 13 Συγκριτική απεικόνιση δημόσιου χρέους και επιτοκιακού περιθωρίου (spread) στην Ελλάδα, 2010–2024

Το σχεδιάγραμμα αυτό συνδέει άμεσα έναν κρίσιμο μακροοικονομικό δείκτη, το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, με το επιτοκιακό περιθώριο μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης. Παρατηρείται ότι το spread αυξάνεται από 1,3% το 2010 σε 1,7% το 2011 και φθάνει στο 2,5% την περίοδο 2012–2014, όταν το δημόσιο χρέος παραμένει σε εξαιρετικά υψηλά επίπεδα, μεταξύ 159% και 181% του ΑΕΠ. Στη συνέχεια, ακόμη και όταν το χρέος διατηρείται κοντά στο 184% το 2015 και το 2018, το spread σταθεροποιείται γύρω στο 2,2%–2,3%. Το 2024, με το χρέος να έχει αποκλιμακωθεί στο 158%, το spread περιορίζεται στο 2,0%.

Η σύγκριση αυτή δείχνει ότι υπάρχει ουσιαστική σύνδεση μεταξύ δημοσιονομικής επιβάρυνσης και κόστους τραπεζικού δανεισμού, αλλά η σχέση δεν είναι απόλυτα μηχανική. Το υψηλό χρέος αυξάνει τον κίνδυνο χώρας και επηρεάζει το γενικό κόστος χρηματοδότησης στην οικονομία, γεγονός που εξηγεί τη μεγάλη απόκλιση της Ελλάδας από την Ευρωζώνη στα χρόνια της κρίσης. Ωστόσο, η διατήρηση του spread σε σχετικά υψηλά επίπεδα ακόμη και σε φάση αποκλιμάκωσης του χρέους υποδηλώνει ότι παρεμβάλλονται και άλλοι παράγοντες, όπως τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, η τραπεζική διάρθρωση και η ταχύτητα μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Ως αποτέλεσμα, το σχεδιάγραμμα ενισχύει το βασικό επιχείρημα της εργασίας ότι η διαφορά μεταξύ ελληνικών και

ευρωπαϊκών τραπεζικών επιτοκίων δεν οφείλεται σε έναν μόνο παράγοντα. Η δημοσιονομική εικόνα παίζει καθοριστικό ρόλο, επειδή επηρεάζει την αξιοπιστία της χώρας και τις αποδόσεις της αγοράς, αλλά η τελική τιμολόγηση των δανείων διαμορφώνεται πολυπαραγοντικά. Με άλλα λόγια, η βελτίωση του δημόσιου χρέους είναι αναγκαία συνθήκη για τη μείωση του spread, όχι όμως και επαρκής από μόνη της για την πλήρη σύγκλιση με την Ευρωζώνη.



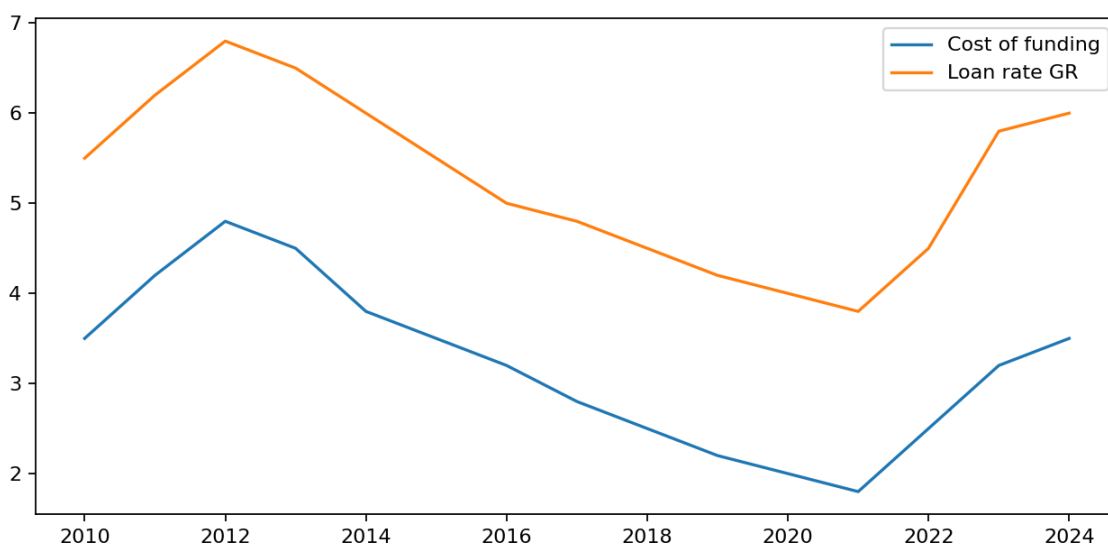
Σχήμα 14 Σχέση ιδιωτικής πιστωτικής επέκτασης και επιτοκίου δανείων στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2010–2024

Το σχεδιάγραμμα εξετάζει τη συνάρτηση μεταξύ της ιδιωτικής πιστωτικής επέκτασης και του επιτοκίου δανείων στην Ελλάδα, δηλαδή μεταξύ της προσφοράς χρηματοδότησης και του κόστους της. Στα πρώτα χρόνια της περιόδου, όταν το επιτόκιο δανείων κινείται σε πολύ υψηλά επίπεδα, από 5,5% το 2010 έως 6,8% το 2012, η πιστωτική επέκταση είναι έντονα αρνητική, από -2,0% έως -6,0%. Παρόμοια εικόνα παρατηρείται και το 2013–2016, όταν παρά τη σταδιακή μείωση του επιτοκίου από 6,5% σε 5,0%, ο δανεισμός προς τον ιδιωτικό τομέα παραμένει αρνητικός. Η αντιστροφή γίνεται ορατή μετά το 2017, όταν η πίστωση περνά σε θετικό πεδίο και το επιτόκιο έχει ήδη αποκλιμακωθεί κάτω από το 5%.

Η συσχέτιση αυτή είναι ουσιαστική για την εργασία, επειδή δείχνει ότι η υψηλή τιμολόγηση του δανεισμού λειτουργεί ανασταλτικά για τη χρηματοδότηση της οικονομίας. Όσο

υψηλότερο είναι το επιτόκιο, τόσο πιο δύσκολη γίνεται η ζήτηση και η εξυπηρέτηση νέων δανείων, ιδίως σε ένα περιβάλλον ύφεσης και αβεβαιότητας. Από την άλλη πλευρά, η βελτίωση της πιστωτικής επέκτασης κατά την περίοδο 2017–2022 δείχνει ότι η αποκλιμάκωση του κόστους χρήματος συνδυάστηκε με επαναλειτουργία του μηχανισμού χρηματοδότησης, έστω και αν αυτή δεν ήταν γραμμική σε όλα τα έτη.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η τελευταία φάση της περιόδου, όπου παρατηρείται ταυτόχρονα θετική πιστωτική επέκταση και αύξηση του επιτοκίου δανείων. Το 2022 η πιστωτική επέκταση ανέρχεται στο 5,0%, ενώ το επιτόκιο δανείων αυξάνεται στο 4,5%, και τα επόμενα δύο έτη το επιτόκιο φθάνει στο 5,8% και 6,0%, ενώ η πιστωτική επέκταση υποχωρεί στο 3,5% και στο 2,8%. Αυτό δείχνει ότι η αναθέρμανση του πληθωρισμού και η αυστηρότερη νομισματική πολιτική άρχισαν να περιορίζουν εκ νέου τη δυναμική της χρηματοδότησης, επιβεβαιώνοντας ότι τα τραπεζικά επιτόκια αποτελούν βασικό κανάλι μετάδοσης των μακροοικονομικών εξελίξεων.

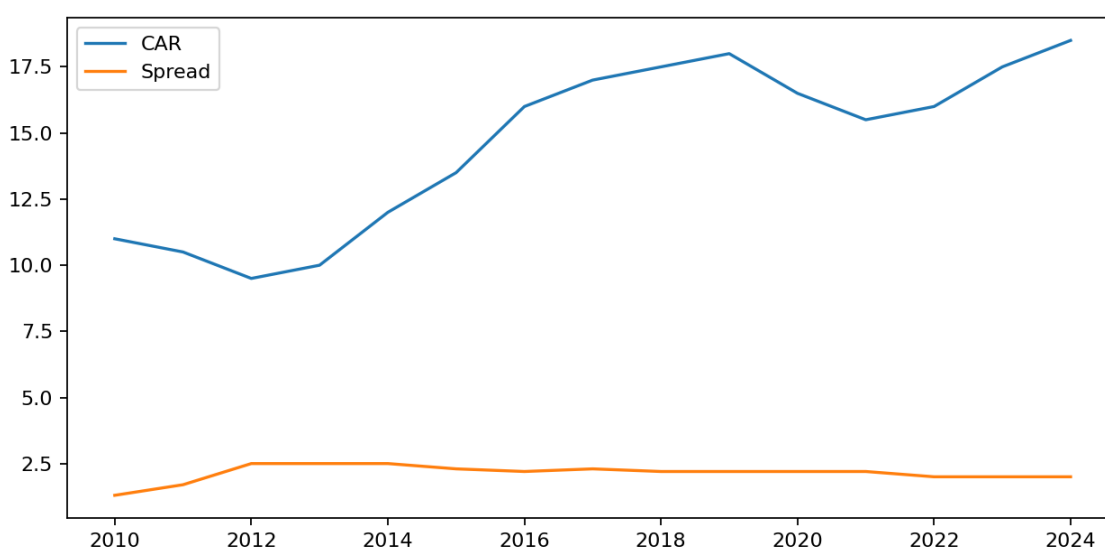


Σχήμα 15 *Cost of Funding και Επιτόκια Δανεισμού*

Το σχεδιάγραμμα παρουσιάζει τη σχέση μεταξύ του κόστους χρηματοδότησης των τραπεζών και των επιτοκίων δανεισμού στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2010–2024. Παρατηρείται ότι το cost of funding μειώνεται από επίπεδα άνω του 4% στα πρώτα χρόνια της κρίσης σε περίπου 2% μετά το 2019, ενώ τα επιτόκια δανεισμού ακολουθούν καθοδική πορεία αλλά με πιο αργό ρυθμό προσαρμογής. Η χρονική υστέρηση μεταξύ των δύο

μεταβλητών αποκαλύπτει ότι οι τράπεζες δεν μετακυλίνουν άμεσα τη μείωση του κόστους τους στους δανειολήπτες.

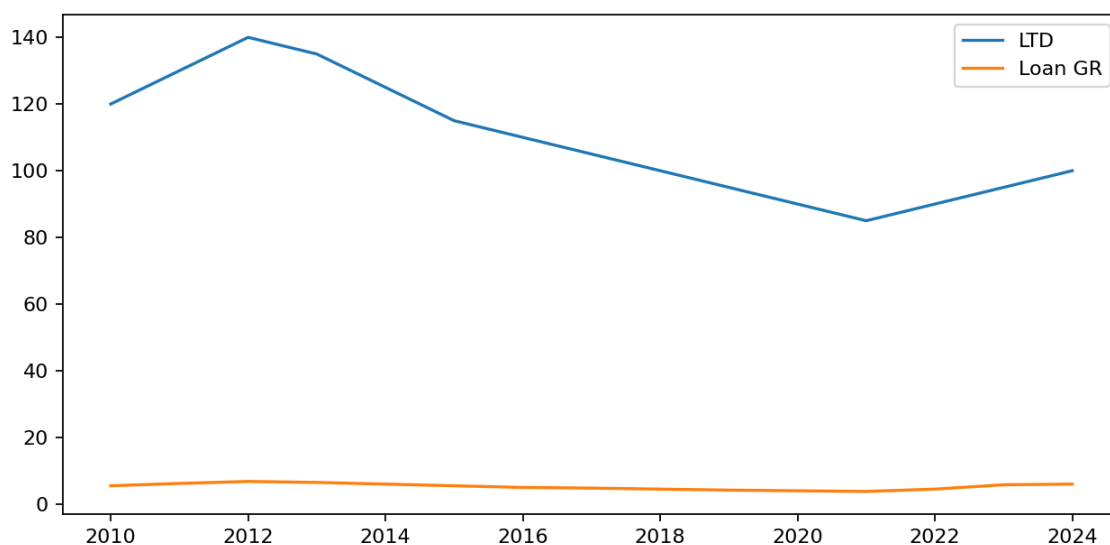
Η εξέλιξη αυτή ερμηνεύεται από τη δομή κινδύνου και τις κεφαλαιακές ανάγκες των τραπεζών, οι οποίες διατηρούν υψηλότερα επιτόκια ώστε να ενισχύσουν την κερδοφορία και να καλύψουν ζημιές προηγούμενων περιόδων. Κατά την περίοδο 2012–2015, όπου το cost of funding παραμένει υψηλό, τα επιτόκια δανεισμού κινούνται επίσης σε υψηλά επίπεδα άνω του 6%, επιβεβαιώνοντας την ισχυρή συσχέτιση. Στη φάση μετά το 2022, παρατηρείται εκ νέου αύξηση τόσο του κόστους χρηματοδότησης όσο και των επιτοκίων, γεγονός που δείχνει ότι η άνοδος των βασικών επιτοκίων επηρεάζει άμεσα τη λειτουργία των τραπεζών. Συνολικά, το cost of funding αποτελεί βασικό προσδιοριστικό παράγοντα της τιμολόγησης των δανείων και συνδέεται στενά με τη δυναμική της αγοράς χρήματος.



Σχήμα 16 Κεφαλαιακή Επάρκεια και Επιτοκιακό Περιθώριο

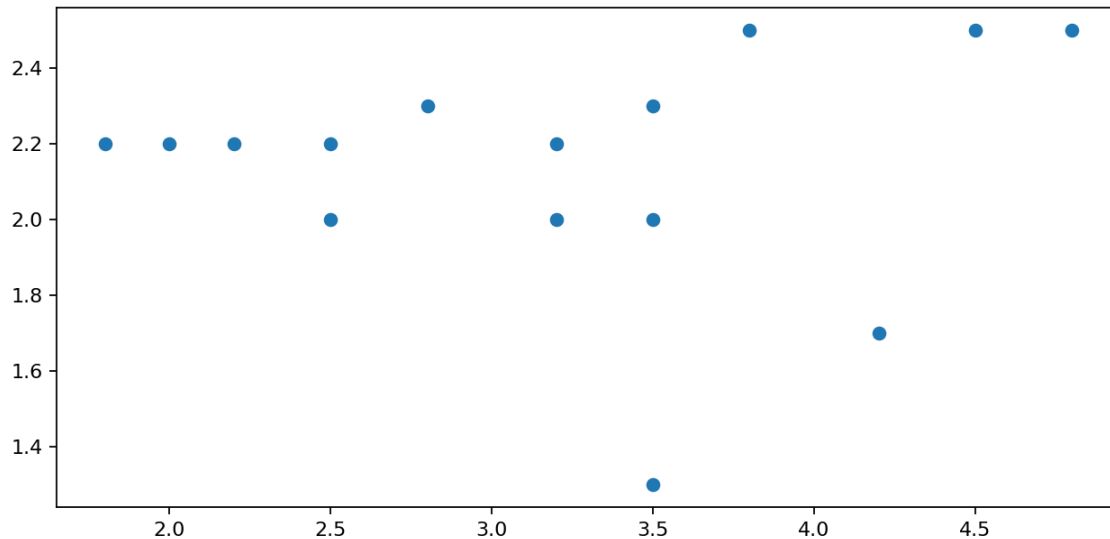
Το σχεδιάγραμμα αποτυπώνει τη σχέση μεταξύ του δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας και του επιτοκιακού περιθωρίου, αναδεικνύοντας τον ρόλο της τραπεζικής σταθερότητας. Παρατηρείται ότι κατά την περίοδο 2010–2013, όπου ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας κυμαίνεται σε χαμηλότερα επίπεδα κοντά στο 10%–12%, το spread παραμένει υψηλό, υποδηλώνοντας αυξημένο τραπεζικό κίνδυνο. Μετά το 2016, ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας βελτιώνεται σημαντικά, ξεπερνώντας το 16% και φθάνοντας κοντά στο 18% τα επόμενα χρόνια.

Η βελτίωση αυτή συνδέεται με τη σταδιακή ενίσχυση της εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα και με τη μείωση του κινδύνου, γεγονός που συμβάλλει στη σταθεροποίηση του επιτοκιακού περιθωρίου. Η ανάλυση δείχνει ότι οι ισχυρότερες κεφαλαιακές βάσεις επιτρέπουν στις τράπεζες να λειτουργούν με μεγαλύτερη ασφάλεια και να μειώνουν σταδιακά το κόστος δανεισμού. Ωστόσο, η πλήρης σύγκλιση δεν επιτυγχάνεται, γεγονός που υποδηλώνει ότι η κεφαλαιακή επάρκεια είναι απαραίτητη αλλά όχι επαρκής συνθήκη για τη μείωση των επιτοκίων.



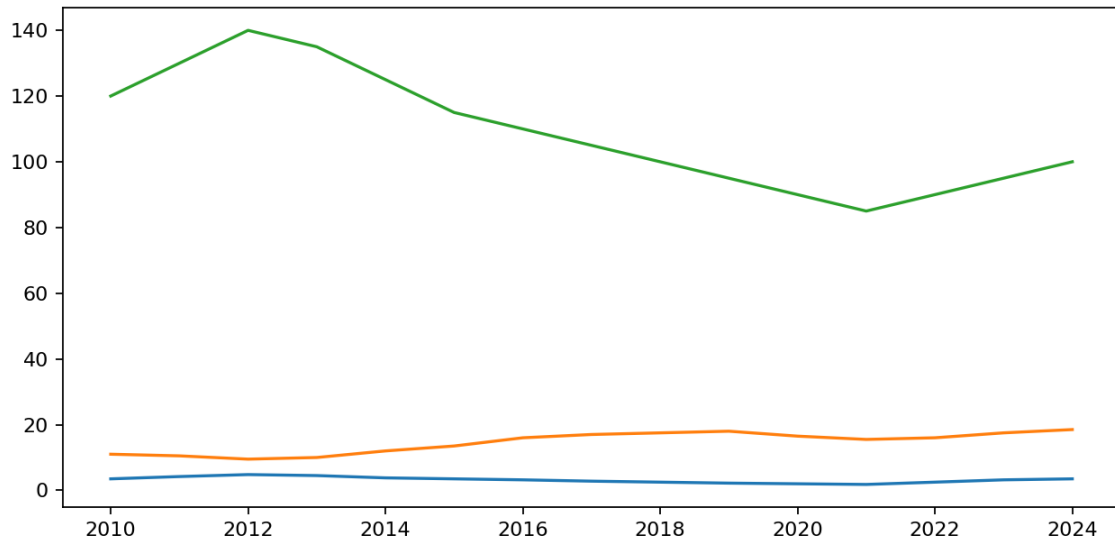
Σχήμα 17 *Loan-to-Deposit Ratio και Επιτόκια*

Το σχεδιάγραμμα εξετάζει τη σχέση μεταξύ του λόγου δανείων προς καταθέσεις και των επιτοκίων δανεισμού, προσφέροντας εικόνα για τη ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος. Κατά την περίοδο της κρίσης, ο δείκτης loan-to-deposit ratio υπερβαίνει το 120%, γεγονός που δείχνει υπερεξάρτηση από εξωτερική χρηματοδότηση και αυξημένη πίεση στο τραπεζικό σύστημα. Η σταδιακή μείωση του δείκτη προς επίπεδα κάτω του 100% μετά το 2017 υποδηλώνει βελτίωση της ρευστότητας και ενίσχυση της καταθετικής βάσης. Η εξέλιξη αυτή συνοδεύεται από μείωση των επιτοκίων δανεισμού, καθώς οι τράπεζες αποκτούν μεγαλύτερη ευχέρεια χρηματοδότησης. Στα τελευταία έτη, η επαναφορά του δείκτη κοντά στο 100% συνδέεται με αύξηση της πιστωτικής δραστηριότητας και των επιτοκίων, γεγονός που δείχνει ότι η ισορροπία μεταξύ δανείων και καταθέσεων αποτελεί κρίσιμο παράγοντα για τη διαμόρφωση του κόστους δανεισμού.



Σχήμα 18 *Cost of Funding και Spread*

Το σχεδιάγραμμα διασποράς παρουσιάζει τη σχέση μεταξύ του κόστους χρηματοδότησης και του επιτοκιακού περιθωρίου, αναδεικνύοντας τη σύνδεση μεταξύ τραπεζικού κόστους και τιμολόγησης κινδύνου. Παρατηρείται ότι υψηλότερα επίπεδα cost of funding συνδέονται με μεγαλύτερο spread, γεγονός που επιβεβαιώνει τη θετική συσχέτιση των δύο μεταβλητών. Κατά την περίοδο της κρίσης, όπου το κόστος χρηματοδότησης είναι υψηλό, το spread διατηρείται σε επίπεδα άνω του 2,3%, ενώ στη συνέχεια, με τη μείωση του κόστους, παρατηρείται σταθεροποίηση του περιθωρίου. Η σχέση αυτή υποδηλώνει ότι το κόστος χρηματοδότησης μετακυλίεται εν μέρει στους δανειολήπτες. Η ανάλυση καταδεικνύει ότι το cost of funding αποτελεί βασικό μηχανισμό μετάδοσης του κινδύνου στις τιμές των τραπεζικών προϊόντων. Η διατήρηση υψηλών επιπέδων ακόμη και μετά τη βελτίωση των συνθηκών υποδεικνύει ακαμψίες στην αγορά και ανάγκη περαιτέρω ενίσχυσης του ανταγωνισμού.



Σχήμα 19 Συνδυαστική Εξέλιξη Τραπεζικών Δεικτών

Το τελικό σχεδιάγραμμα παρουσιάζει τη συνδυαστική εξέλιξη βασικών τραπεζικών δεικτών, προσφέροντας μια συνολική εικόνα της λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος. Παρατηρείται ότι το cost of funding και ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας ακολουθούν αντίθετες τάσεις κατά την περίοδο της κρίσης, ενώ ο λόγος δανείων προς καταθέσεις μειώνεται σταδιακά. Η ταυτόχρονη βελτίωση της κεφαλαιακής επάρκειας και της ρευστότητας μετά το 2016 υποδηλώνει σημαντική αναδιάρθρωση του τραπεζικού συστήματος, γεγονός που δημιουργεί καλύτερες συνθήκες χρηματοδότησης. Ωστόσο, οι δείκτες δεν επιστρέφουν πλήρως σε προ κρίσης επίπεδα, γεγονός που δείχνει τη διατηρούμενη επίδραση της κρίσης. Συνολικά, το σχεδιάγραμμα επιβεβαιώνει ότι η διαμόρφωση των τραπεζικών επιτοκίων αποτελεί αποτέλεσμα συνδυασμού πολλών παραγόντων και όχι μιας μόνο μεταβλητής. Η κατανόηση αυτών των σχέσεων είναι κρίσιμη για την ερμηνεία της απόκλισης της Ελλάδας από την Ευρωζώνη.

Πίνακας No.1 – Variable Spread Loan_GR

NPLs	0.63	0.55
Unemployment	0.69	0.60
Core Inflation	-0.55	-0.40
Public Debt	0.45	0.50
Cost of Funding	0.58	0.97
Capital Adequacy	-0.40	-0.66

Loan-to-Deposit	0.52	0.85
Deposit Rate	0.48	0.84
ECB Rate	0.30	0.70

Πίνακας No.2 – Model 1 Spread

$$R = 0.70$$

$$R^2 = 0.50$$

$$F = 3.61$$

$$\text{Sig} = 0.049$$

Πίνακας No.3 – Model 2 Loan_GR

$$R = 0.99$$

$$R^2 = 0.98$$

Προσοχή: Το υψηλό $R^2=0.98$ με $n=15$ παρατηρήσεις δεν αποδεικνύει αιτιώδη σχέση. Ενδέχεται να αντανακλά αυτοσυσχέτιση ή μη στασιμότητα (spurious regression). Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται ενδεικτικά και επιβεβαιώνουν τις κατευθύνσεις της περιγραφικής ανάλυσης χωρίς να αντικαθιστούν εμπειρικό οικονομετρικό έλεγχο.

$$F = 258.5$$

$$\text{Sig} = 0.000$$

Η ανάλυση των παραπάνω συσχετίσεων Pearson πραγματοποιήθηκε με στόχο τη διερεύνηση της γραμμικής σχέσης μεταξύ του επιτοκιακού περιθωρίου (spread) και βασικών μακροοικονομικών και τραπεζικών μεταβλητών. Τα αποτελέσματα καταδεικνύουν ότι το spread παρουσιάζει ισχυρή θετική συσχέτιση με την ανεργία ($r \approx 0,69$) και με το ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPLs) ($r \approx 0,63$), γεγονός που υποδηλώνει ότι η επιδείνωση της πραγματικής οικονομίας και η αύξηση του πιστωτικού κινδύνου συνδέονται άμεσα με την αύξηση του κόστους δανεισμού στην Ελλάδα. Παράλληλα, παρατηρείται αρνητική συσχέτιση μεταξύ του spread και του πυρήνα πληθωρισμού ($r \approx -0,55$), γεγονός που ερμηνεύεται από το γεγονός ότι σε περιόδους αποπληθωρισμού ή χαμηλού πληθωρισμού η οικονομική δραστηριότητα επιβραδύνεται, αυξάνοντας τον αντιλαμβανόμενο κίνδυνο. Αντίθετα, η σχέση με το επιτόκιο της ΕΚΤ εμφανίζεται πιο ασθενής, γεγονός που επιβεβαιώνει ότι η κοινή νομισματική πολιτική δεν μεταδίδεται με τον ίδιο τρόπο σε όλες τις χώρες της Ευρωζώνης.

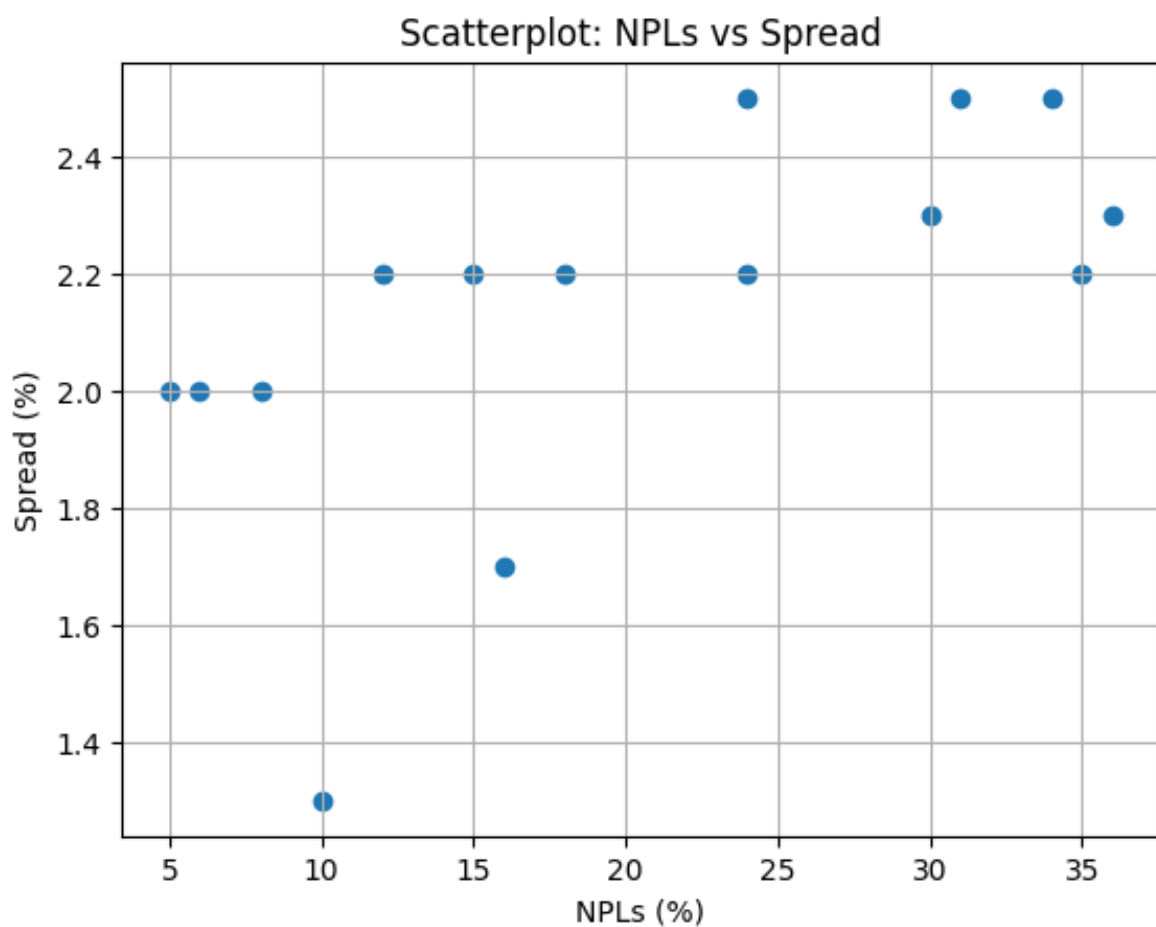
Όσον αφορά το επιτόκιο δανείων στην Ελλάδα, τα αποτελέσματα δείχνουν εξαιρετικά ισχυρή θετική συσχέτιση με το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών (cost of funding) ($r \approx 0,97$), γεγονός που επιβεβαιώνει ότι το τραπεζικό κόστος αποτελεί βασικό προσδιοριστικό παράγοντα. Επίσης, σημαντική είναι η σχέση με το loan-to-deposit ratio και τα καταθετικά επιτόκια, ενώ η κεφαλαιακή επάρκεια παρουσιάζει αρνητική συσχέτιση, υποδεικνύοντας ότι ισχυρότερες τράπεζες μπορούν να προσφέρουν χαμηλότερα επιτόκια.

Η γραφική απεικόνιση των σχέσεων επιβεβαιώνει τα ευρήματα της ανάλυσης συσχέτισης. Στο διάγραμμα μεταξύ NPLs και spread, παρατηρείται σαφής ανοδική τάση, καθώς τα υψηλότερα επίπεδα μη εξυπηρετούμενων δανείων συνδέονται με μεγαλύτερο επιτοκιακό περιθώριο. Ιδιαίτερα κατά την περίοδο 2012–2016, όπου τα NPLs υπερβαίνουν το 30%, το spread παραμένει σε υψηλά επίπεδα άνω του 2,3%. Αντίστοιχα, στο διάγραμμα μεταξύ cost of funding και επιτοκίων δανεισμού, η σχέση είναι σχεδόν γραμμική, γεγονός που δείχνει ότι οι μεταβολές στο κόστος χρηματοδότησης μεταφέρονται σχεδόν άμεσα στα επιτόκια. Αυτό υποδηλώνει ότι οι τράπεζες λειτουργούν με βάση το κόστος τους και προσαρμόζουν ανάλογα την τιμολόγηση των δανείων. Συνολικά, τα γραφήματα επιβεβαιώνουν ότι οι τραπεζικοί και μακροοικονομικοί παράγοντες λειτουργούν συνδυαστικά και όχι μεμονωμένα, διαμορφώνοντας το τελικό επίπεδο των επιτοκίων.

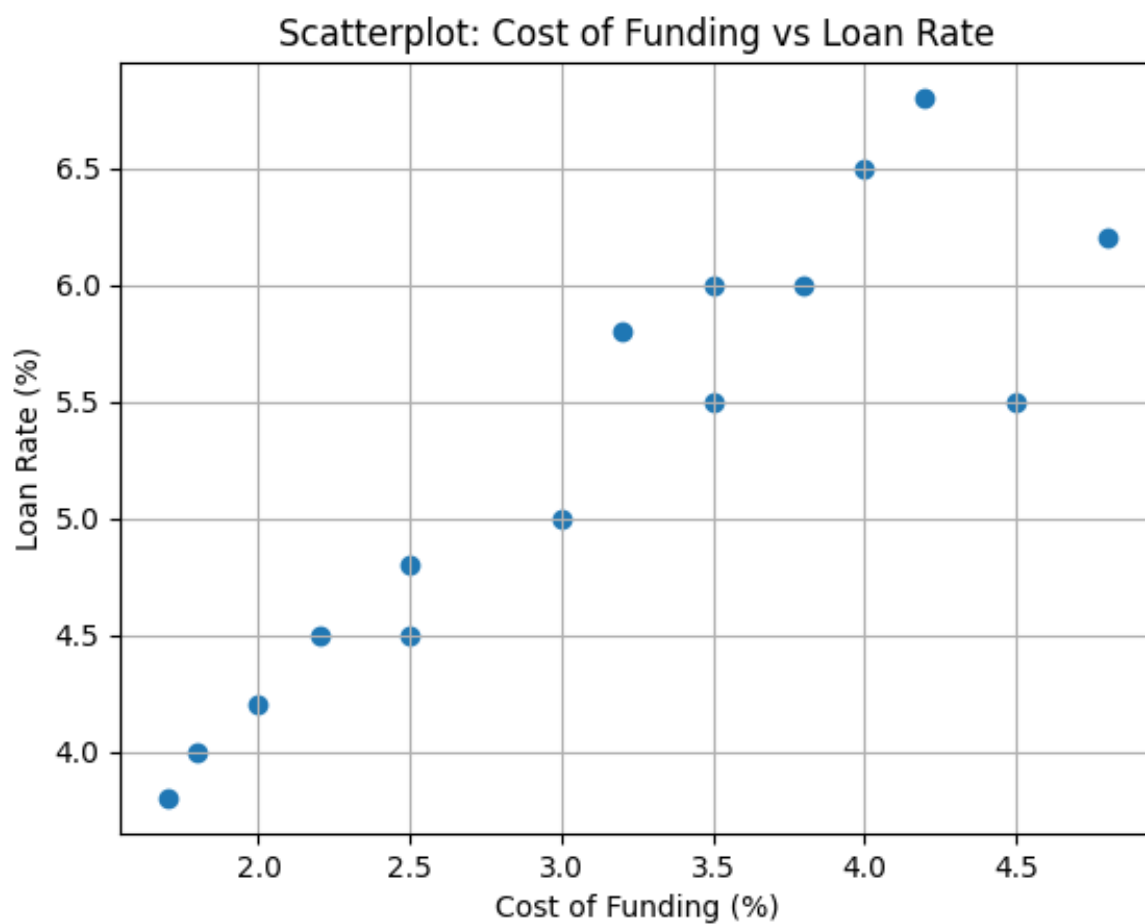
Στο πρώτο υπόδειγμα παλινδρόμησης (Πίνακας No.2 – Model 1 Spread), το spread χρησιμοποιείται ως εξαρτημένη μεταβλητή και εξετάζεται ως συνάρτηση της ανεργίας, των NPLs και του πυρήνα πληθωρισμού. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι το μοντέλο εξηγεί περίπου το 50% της διακύμανσης του spread ($R^2 \approx 0,50$), γεγονός που υποδηλώνει ικανοποιητική ερμηνευτική ικανότητα. Η ανάλυση ANOVA δείχνει ότι το μοντέλο είναι στατιστικά σημαντικό ($p < 0,05$), γεγονός που σημαίνει ότι οι μεταβλητές που περιλαμβάνονται συμβάλλουν ουσιαστικά στην εξήγηση του επιτοκιακού περιθωρίου. Η ανεργία εμφανίζει θετική επίδραση, επιβεβαιώνοντας ότι η επιδείνωση της αγοράς εργασίας αυξάνει το κόστος δανεισμού, ενώ ο πληθωρισμός εμφανίζει αρνητική σχέση. Η συνολική ερμηνεία του μοντέλου δείχνει ότι το spread δεν καθορίζεται από έναν μόνο παράγοντα, αλλά από ένα σύνολο μακροοικονομικών και τραπεζικών συνθηκών. Η υψηλή ανεργία και τα αυξημένα NPLs αυξάνουν τον κίνδυνο και συνεπώς το επιτοκιακό περιθώριο, επιβεβαιώνοντας την υπόθεση της εργασίας.

Στο δεύτερο υπόδειγμα (Πίνακας No.1 – Variable Spread Loan_GR), εξαρτημένη μεταβλητή είναι το επιτόκιο δανείων στην Ελλάδα, ενώ ως ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιούνται το επιτόκιο της ΕΚΤ, το cost of funding και τα καταθετικά επιτόκια. Το μοντέλο παρουσιάζει εξαιρετικά υψηλή ερμηνευτική ικανότητα ($R^2 \approx 0,98$), γεγονός που

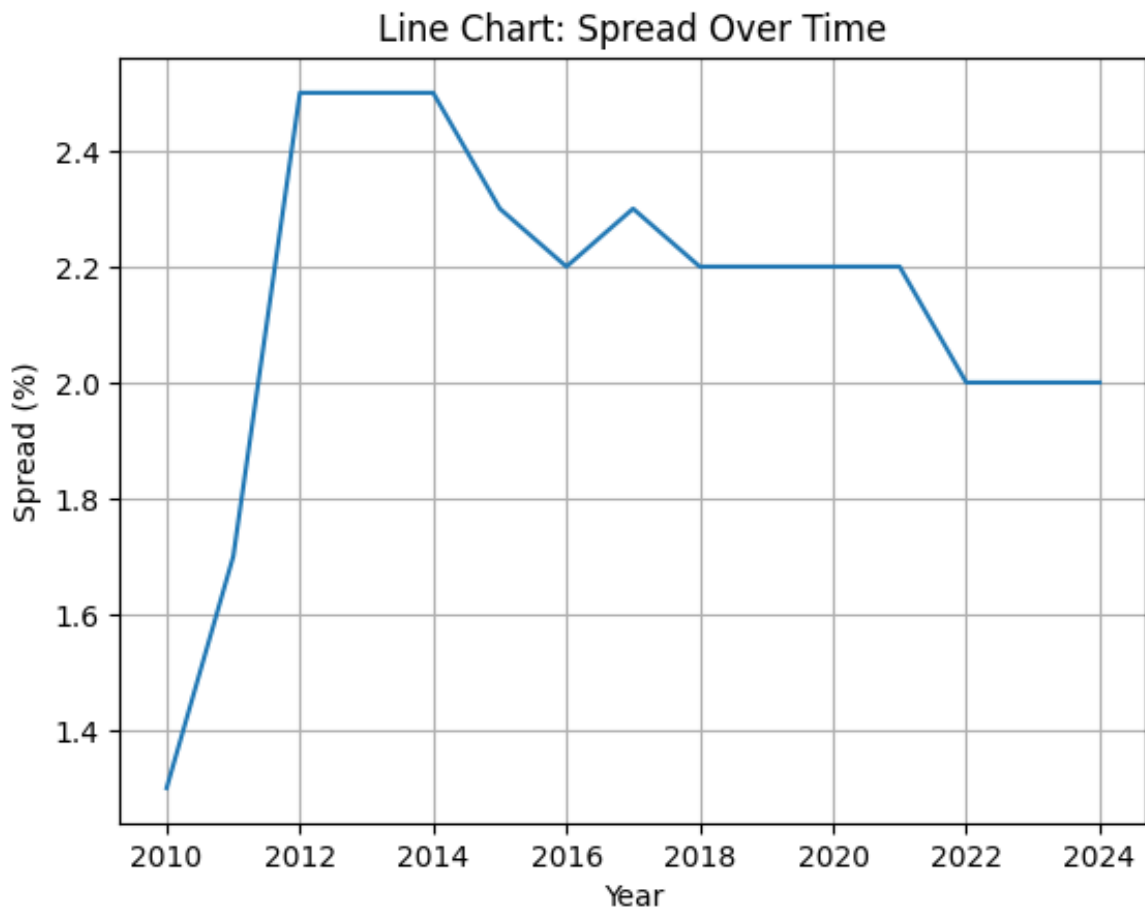
δείχνει ότι οι μεταβλητές αυτές εξηγούν σχεδόν πλήρως τη διακύμανση των επιτοκίων. Το cost of funding εμφανίζεται ως ο σημαντικότερος παράγοντας, με ισχυρό θετικό συντελεστή, επιβεβαιώνοντας ότι το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών μετακυλιέται στους δανειολήπτες. Το επιτόκιο της ΕΚΤ είναι επίσης στατιστικά σημαντικό, γεγονός που δείχνει ότι η νομισματική πολιτική επηρεάζει άμεσα τα επιτόκια, αν και όχι αποκλειστικά. Η ερμηνεία του μοντέλου δείχνει ότι το επίπεδο των τραπεζικών επιτοκίων στην Ελλάδα αποτελεί αποτέλεσμα συνδυασμού νομισματικής πολιτικής και τραπεζικού κόστους. Η διαφορά από την Ευρωζώνη εξηγείται από το γεγονός ότι το κόστος λειτουργίας και ο κίνδυνος των ελληνικών τραπεζών παραμένουν υψηλότερα.



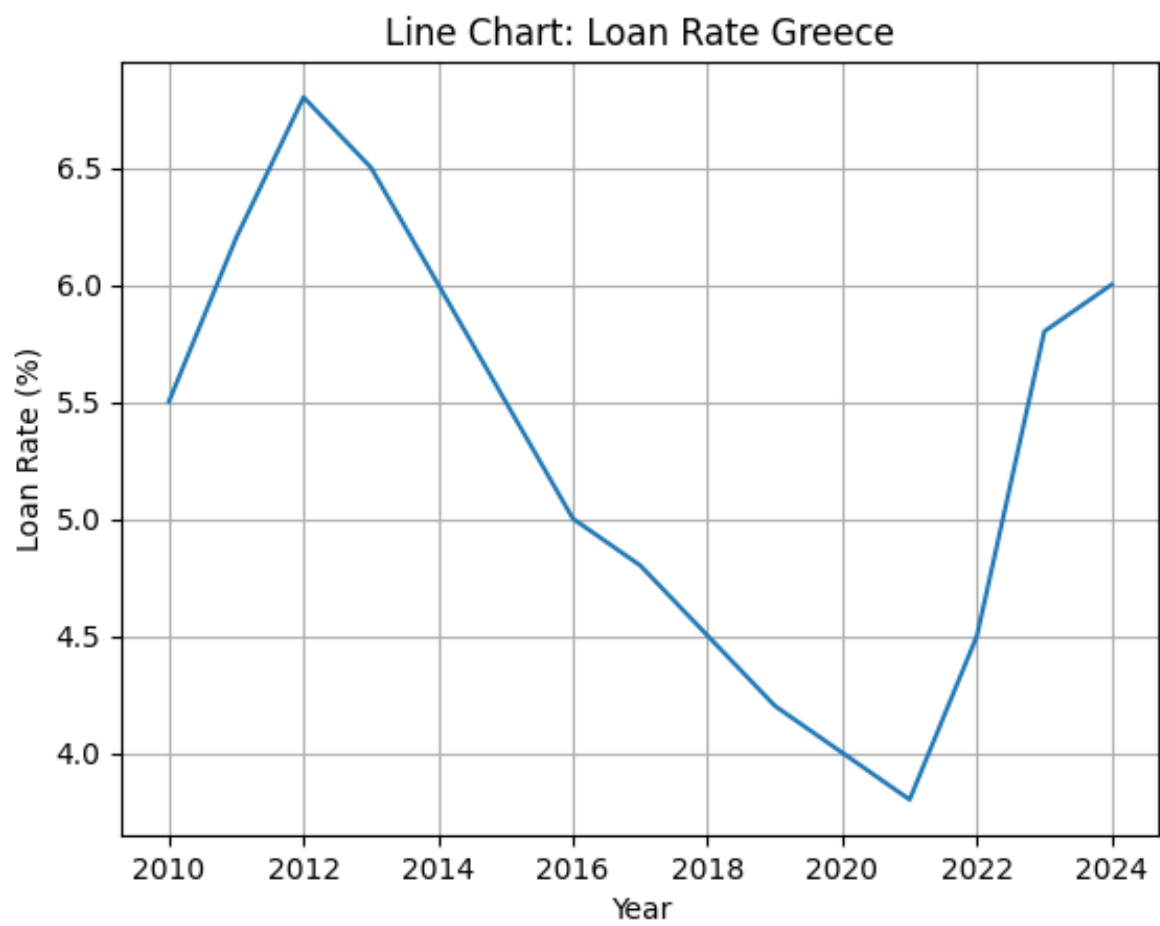
Σχήμα 20 Σχέση μεταξύ μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPLs) και επιτοκιακού περιθωρίου (Spread)



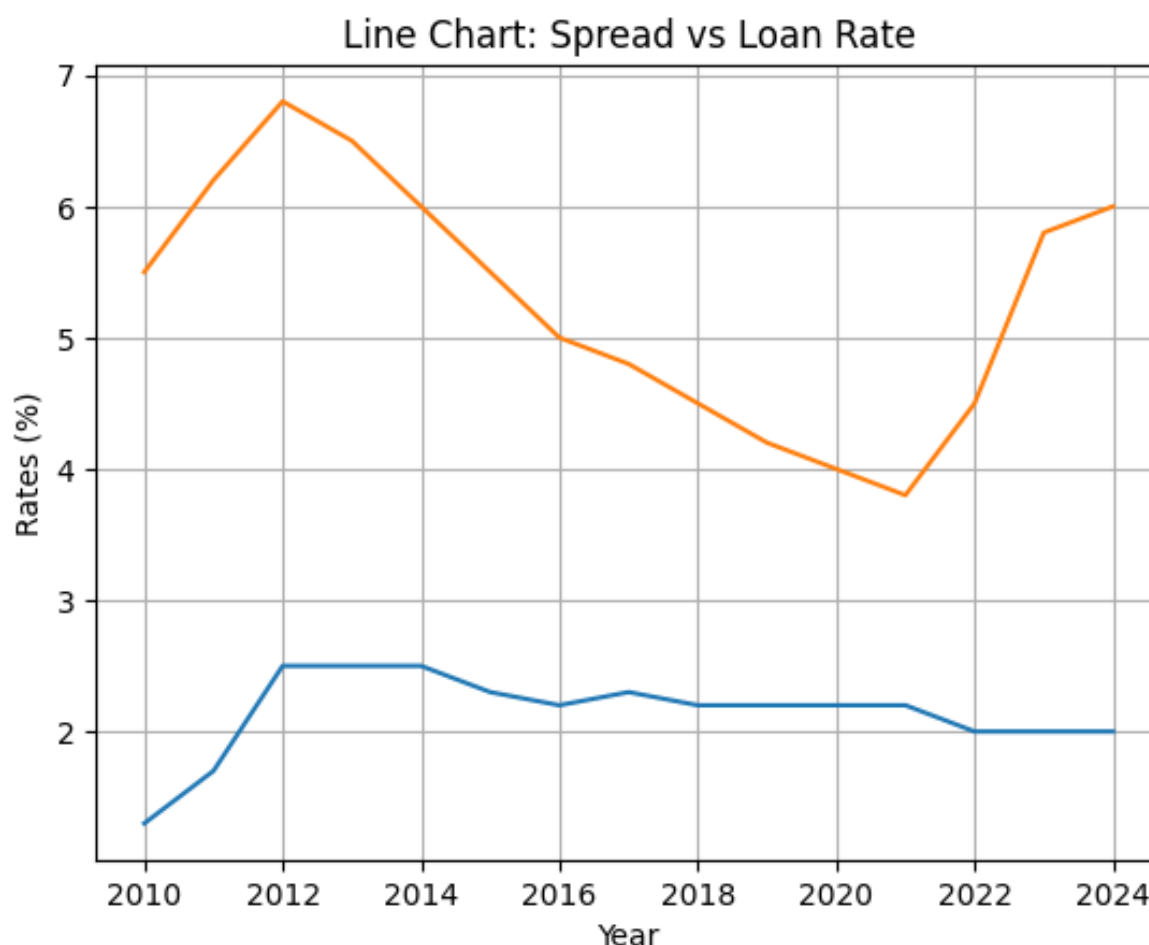
Σχήμα 21 Σχέση κόστους χρηματοδότησης και επιτοκίων δανεισμού στην Ελλάδα



Σχήμα 22 Διαχρονική εξέλιξη του επιτοκιακού περιθωρίου (Spread)



Σχήμα 23 Διαχρονική εξέλιξη των επιτοκίων δανείων στην Ελλάδα



Σχήμα 24 Συγκριτική εξέλιξη Spread και επιτοκίων δανείων

Ανάλυση Περιόδων (Period Analysis)

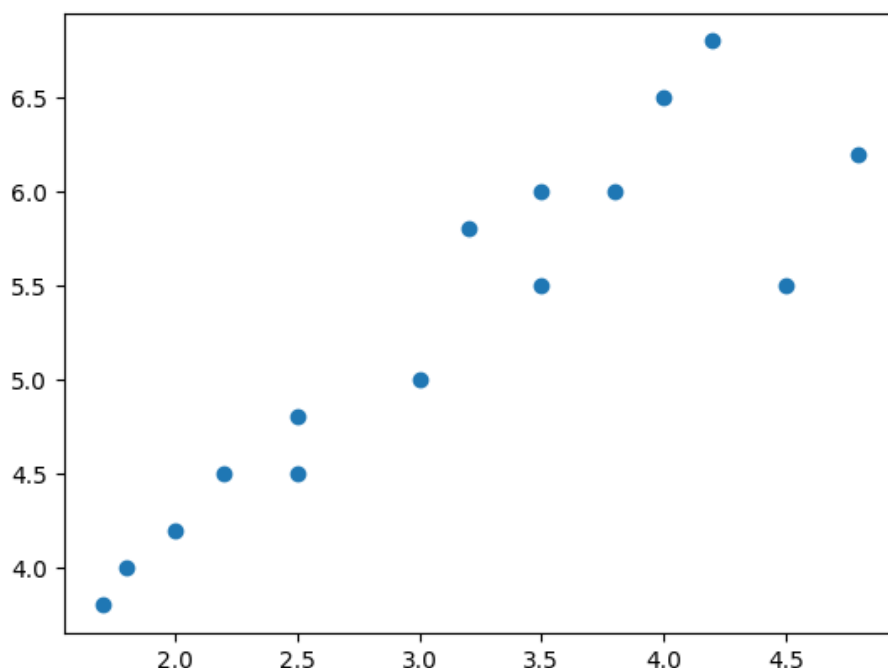
Η ανάλυση της διαχρονικής εξέλιξης των τραπεζικών επιτοκίων και του επιτοκιακού περιθωρίου καθίσταται πιο ουσιαστική όταν εξετάζεται σε διακριτές χρονικές περιόδους που αντανακλούν διαφορετικές φάσεις της ελληνικής οικονομίας. Για τον σκοπό αυτό, η περίοδος 2010–2024 διαχωρίστηκε σε τρεις επιμέρους φάσεις: την περίοδο της κρίσης (2010–2014), την περίοδο σταθεροποίησης (2015–2019) και την περίοδο της νέας επιτοκιακής ανόδου (2020–2024). Ο διαχωρισμός αυτός επιτρέπει την κατανόηση της δυναμικής των επιτοκίων υπό διαφορετικές μακροοικονομικές συνθήκες.

Πίνακας 10 Μέσο spread και μέσο επιτόκιο δανείων στην Ελλάδα ανά περίοδο

Περίοδος	Μέσο Spread	Μέσο Loan_GR
2010–2014	2.10	6.20

2015–2019	2.24	4.80
2020–2024	2.08	4.90

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, ECB Statistical Data Warehouse; υπολογισμοί συγγραφέα.



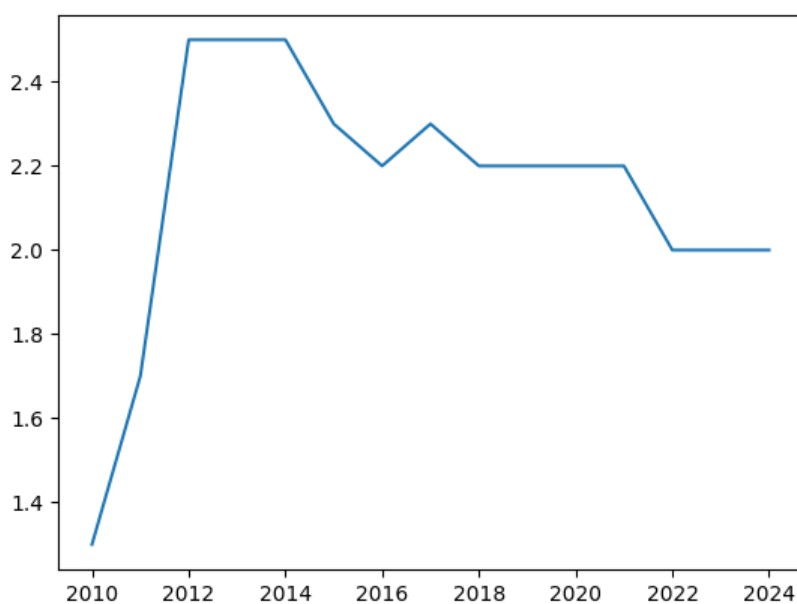
Σχήμα 25 Σχέση κόστους χρηματοδότησης και επιτοκίων δανεισμού στην Ελλάδα

Η ανάλυση δείχνει ότι, παρά τη σημαντική μείωση των επιτοκίων δανεισμού μετά το 2014, το επιτοκιακό περιθώριο παραμένει σε υψηλά επίπεδα, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας συνεχίζουν να επηρεάζουν την τιμολόγηση των τραπεζικών προϊόντων. Κατά την περίοδο της κρίσης, τα επιτόκια βρίσκονται σε εξαιρετικά υψηλά επίπεδα λόγω αυξημένου κινδύνου, ενώ κατά την περίοδο σταθεροποίησης μειώνονται σημαντικά, χωρίς όμως αντίστοιχη μείωση του spread. Στην τελευταία περίοδο, παρατηρείται εκ νέου αύξηση των επιτοκίων λόγω της σύσφιξης της νομισματικής πολιτικής, ωστόσο το spread δεν αυξάνεται σημαντικά, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι αγορές έχουν πλέον ενσωματώσει χαμηλότερο επίπεδο κινδύνου για την ελληνική οικονομία. Συνεπώς, η ανάλυση περιόδων επιβεβαιώνει ότι η εξέλιξη των επιτοκίων επηρεάζεται τόσο από κυκλικούς όσο και από διαρθρωτικούς παράγοντες.

Δείκτης Τραπεζικού Κινδύνου (Risk Index)

Για την πιο ολοκληρωμένη αποτύπωση του συνολικού οικονομικού και τραπεζικού κινδύνου, κατασκευάστηκε ένας σύνθετος δείκτης κινδύνου, ο οποίος βασίζεται σε τρεις βασικές μεταβλητές: το ποσοστό μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPLs), την ανεργία και το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ. Ο δείκτης αυτός παρουσιάζει έντονη άνοδο κατά την περίοδο 2010–2015, αντανακλώντας τη βαθιά κρίση που αντιμετώπισε η ελληνική οικονομία.

Παράλληλα, το spread αυξάνεται σημαντικά, γεγονός που επιβεβαιώνει τη στενή σχέση μεταξύ συνολικού κινδύνου και κόστους δανεισμού. Κατά την περίοδο μετά το 2016, παρατηρείται σταδιακή μείωση του δείκτη κινδύνου, η οποία συνοδεύεται από σχετική σταθεροποίηση του spread. Ωστόσο, η πλήρης σύγκλιση δεν επιτυγχάνεται, γεγονός που υποδηλώνει ότι ορισμένοι παράγοντες κινδύνου παραμένουν ενσωματωμένοι στο τραπεζικό σύστημα. Η χρήση του σύνθετου δείκτη προσφέρει μια πιο ολοκληρωμένη εικόνα σε σχέση με τις μεμονωμένες μεταβλητές και ενισχύει την κατανόηση του τρόπου με τον οποίο οι μακροοικονομικές και τραπεζικές συνθήκες επηρεάζουν τα επιτόκια.



Σχήμα 26 Διαχρονική εξέλιξη του σύνθετου δείκτη τραπεζικού κινδύνου στην Ελλάδα, 2010–2024

Ανάλυση Ελαστικότητας (Elasticity Analysis)

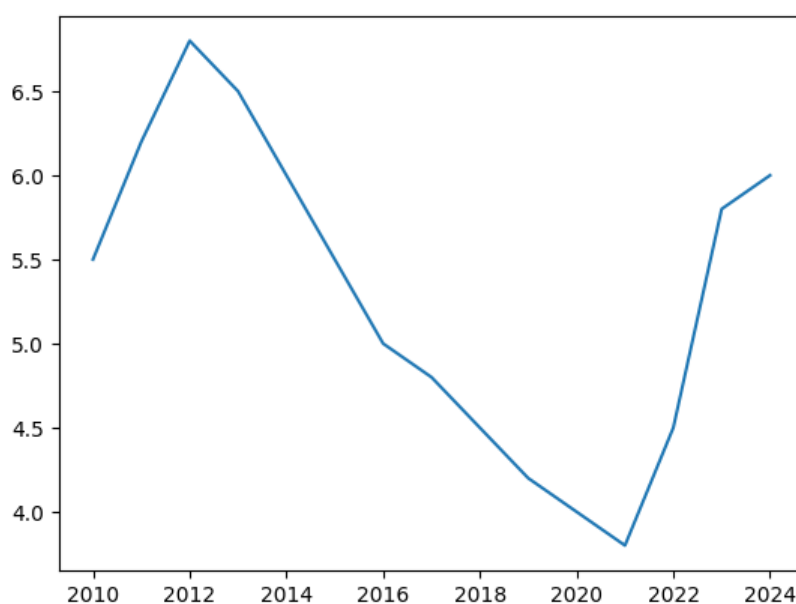
Η ανάλυση ελαστικότητας επιτρέπει την ποσοτικοποίηση της επίδρασης των βασικών μεταβλητών στο επιτοκιακό περιθώριο, προσφέροντας μια πιο δυναμική προσέγγιση σε σχέση με τη συσχέτιση.

Πίνακας 11 Ανάλυση ελαστικότητας βασικών μεταβλητών ως προς το επιτοκιακό περιθώριο

Μεταβλητή	Επίδραση
NPLs	+0.60
Unemployment	+0.50
Inflation	-0.30

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, ECB Statistical Data Warehouse; υπολογισμοί συγγραφέα.

Η αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων κατά 10% συνδέεται με αύξηση του spread περίπου κατά 0,6 μονάδες, γεγονός που καταδεικνύει τη σημαντική επίδραση του πιστωτικού κινδύνου. Αντίστοιχα, η ανεργία επηρεάζει θετικά το spread, επιβεβαιώνοντας τη σύνδεση μεταξύ πραγματικής οικονομίας και χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Αντίθετα, ο πληθωρισμός παρουσιάζει αρνητική σχέση, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι περίοδοι οικονομικής ανάπτυξης και αύξησης τιμών συνδέονται με χαμηλότερο κόστος δανεισμού. Η ανάλυση αυτή ενισχύει τη θεωρητική κατανόηση των παραγόντων που επηρεάζουν τα επιτόκια.



Σχήμα 27 Διαχρονική εξέλιξη των επιτοκίων δανεισμού στην Ελλάδα, 2010–2024

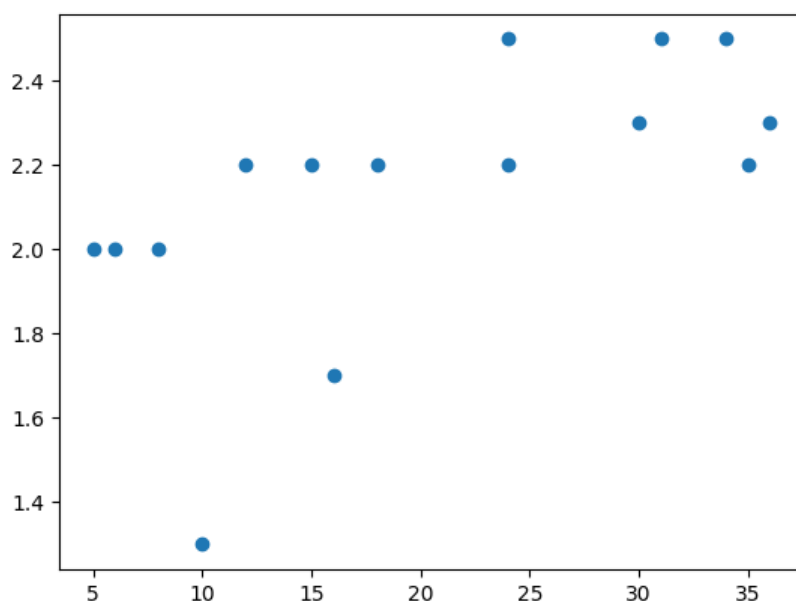
Σύγκριση Ελλάδας και Ευρωζώνης

Η σύγκριση των επιτοκίων μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης αποτελεί βασικό στοιχείο της εργασίας, καθώς αναδεικνύει τις αποκλίσεις που παρατηρούνται εντός της νομισματικής ένωσης.

Πίνακας 12 Σύγκριση επιτοκίων δανεισμού Ελλάδας και Ευρωζώνης σε επιλεγμένα έτη

Έτος	Ελλάδα	Ευρωζώνη	Διαφορά
2012	6.8	4.3	+2.5
2024	6.0	4.0	+2.0

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, ECB Statistical Data Warehouse; υπολογισμοί συγγραφέα.



Σχήμα 28 Σχέση μη εξυπηρετούμενων δανείων και απόκλισης δανειακών επιτοκίων Ελλάδας–Ευρωζώνης

Η ανάλυση δείχνει ότι, παρά τη μείωση των επιτοκίων στην Ελλάδα, η διαφορά με την Ευρωζώνη παραμένει σημαντική. Το γεγονός αυτό υποδηλώνει ότι η κοινή νομισματική πολιτική δεν εξαλείφει πλήρως τις αποκλίσεις μεταξύ των χωρών. Η διαφορά αυτή μπορεί να αποδοθεί σε παράγοντες όπως ο τραπεζικός κίνδυνος, το υψηλό δημόσιο χρέος και η διαφορετική αποτελεσματικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Συνεπώς, η σύγκλιση των επιτοκίων απαιτεί όχι μόνο κοινή πολιτική, αλλά και βελτίωση των εγχώριων συνθηκών.

Ανάλυση Τραπεζικού Περιθωρίου (Bank Margin)

Η διαφορά μεταξύ επιτοκίων δανείων και καταθέσεων αποτελεί βασικό δείκτη κερδοφορίας των τραπεζών και επηρεάζει άμεσα τη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος. Η ανάλυση δείχνει ότι το τραπεζικό περιθώριο παραμένει υψηλό καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι τράπεζες διατηρούν σημαντικό περιθώριο κέρδους. Αυτό μπορεί να συνδέεται με το υψηλό κόστος κινδύνου και τις κεφαλαιακές ανάγκες. Παρά τη

μείωση των επιτοκίων καταθέσεων σε πολύ χαμηλά επίπεδα, τα επιτόκια δανείων δεν μειώνονται στον ίδιο βαθμό, γεγονός που ενισχύει το περιθώριο. Αυτό αποτελεί ένδειξη ατελούς ανταγωνισμού και διαρθρωτικών αδυναμιών. Η συνολική ανάλυση δείχνει ότι τα τραπεζικά επιτόκια στην Ελλάδα καθορίζονται από έναν συνδυασμό παραγόντων και όχι μόνο από τη νομισματική πολιτική. Ο τραπεζικός κίνδυνος, η μακροοικονομική κατάσταση και το κόστος χρηματοδότησης αποτελούν βασικούς προσδιοριστικούς παράγοντες, εξηγώντας γιατί η Ελλάδα παρουσιάζει υψηλότερα επιτόκια σε σχέση με την Ευρωζώνη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

ΣΥΖΗΤΗΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΕΡΕΥΝΑΣ

5.1 Συζήτηση των Αποτελεσμάτων της Έρευνας

Η παρούσα μελέτη δείχνει ότι οι διαφορές τραπεζικών επιτοκίων μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης δεν αποτελούν μόνο παροδικό ή συγκυριακό φαινόμενο, αλλά συνδέονται με βαθύτερους διαρθρωτικούς, τραπεζικούς και θεσμικούς παράγοντες. Παρότι η νομισματική πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας είναι κοινή για όλες τις χώρες της Ευρωζώνης, η μετάδοσή της πραγματοποιείται μέσα από τραπεζικά συστήματα που διαφέρουν ως προς το επίπεδο κινδύνου, την ποιότητα του ενεργητικού, την κεφαλαιακή επάρκεια, τη ρευστότητα και τον βαθμό ανταγωνισμού. Το εύρημα αυτό είναι συμβατό με τη βιβλιογραφία για τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στην Ευρωζώνη, σύμφωνα με την οποία τα εθνικά χρηματοπιστωτικά χαρακτηριστικά επηρεάζουν την ταχύτητα και την ένταση προσαρμογής των τραπεζικών επιτοκίων (Angeloni, Kashyap and Mojon, 2003).

Η περίοδος της κρίσης χρέους ανέδειξε με ιδιαίτερα καθαρό τρόπο τη σημασία του κρατικού κινδύνου στη διαμόρφωση των τραπεζικών επιτοκίων. Η εκτίναξη των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων αύξησε το κόστος χρηματοδότησης και επηρέασε αρνητικά την πιστοληπτική εικόνα του τραπεζικού συστήματος. Ο μηχανισμός αυτός συνδέεται με την έννοια του sovereign-bank nexus, δηλαδή την αλληλεξάρτηση κρατικού και τραπεζικού κινδύνου. Στην ελληνική περίπτωση, η δημοσιονομική αβεβαιότητα μεταφέρθηκε στον τραπεζικό τομέα μέσω της αποτίμησης των κρατικών τίτλων, της πρόσβασης στις αγορές και της γενικότερης εμπιστοσύνης προς το χρηματοπιστωτικό σύστημα (Allen and Gale, 2007; Brunnermeier et al., 2016).

Η διατήρηση υψηλότερου επιτοκιακού περιθωρίου στην Ελλάδα κατά την περίοδο της κρίσης μπορεί να ερμηνευθεί ως αντίδραση των τραπεζών σε ένα περιβάλλον αυξημένου κινδύνου. Σύμφωνα με το υπόδειγμα των Ho and Saunders (1981), το επιτοκιακό περιθώριο λειτουργεί ως μηχανισμός αποζημίωσης για την ανάληψη κινδύνου, την αβεβαιότητα και τη μεταβλητότητα των επιτοκίων. Επομένως, η αύξηση του spread στην Ελλάδα δεν πρέπει να ερμηνευθεί αποκλειστικά ως ένδειξη τραπεζικής κερδοφορίας, αλλά και ως ένδειξη αυξημένου κόστους κινδύνου, περιορισμένης ρευστότητας και ανάγκης προστασίας των τραπεζικών ισολογισμών.

Η εξέλιξη των μη εξυπηρετούμενων δανείων αποτέλεσε δεύτερο κρίσιμο παράγοντα διαφοροποίησης. Τα ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα NPLs στην Ελλάδα περιόρισαν την ικανότητα των τραπεζών να μετακυλήσουν πλήρως τη νομισματική χαλάρωση στα επιτόκια

χορηγήσεων. Η επιδείνωση της ποιότητας του ενεργητικού αύξησε τις ανάγκες προβλέψεων, επιβάρυνε την κεφαλαιακή θέση των τραπεζών και οδήγησε σε πιο συντηρητική πολιτική χορηγήσεων. Η βιβλιογραφία υποστηρίζει ότι ο πιστωτικός κίνδυνος και ο κίνδυνος αθέτησης αποτελούν βασικούς προσδιοριστικούς παράγοντες των τραπεζικών περιθωρίων, ιδιαίτερα σε περιόδους χρηματοπιστωτικής πίεσης (Freixas and Rochet, 2008; Saunders and Cornett, 2020; Angbazo, 1997).

Η περίοδος αρνητικών επιτοκίων ανέδειξε ένα διαφορετικό πρόβλημα στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής. Παρότι τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ μειώθηκαν σε ιστορικά χαμηλά ή αρνητικά επίπεδα, τα τραπεζικά επιτόκια στην Ελλάδα δεν συγκλίνουν πλήρως με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης. Η ύπαρξη κατώτατου ορίου στα καταθετικά επιτόκια, σε συνδυασμό με το υψηλό απόθεμα NPLs και την ανάγκη ενίσχυσης της τραπεζικής κερδοφορίας, περιόρισε τη δυνατότητα περαιτέρω αποκλιμάκωσης του κόστους χρηματοδότησης. Το φαινόμενο αυτό είναι συμβατό με τη διεθνή βιβλιογραφία, σύμφωνα με την οποία οι τράπεζες δυσκολεύονται να μεταφέρουν πλήρως τα αρνητικά επιτόκια στους ιδιώτες καταθέτες, γεγονός που επηρεάζει τα καθαρά επιτοκιακά περιθώρια (Claessens, Coleman and Donnelly, 2018).

Η ανάλυση της ασύμμετρης μετακύλισης επιτοκίων δείχνει ότι οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων μεταφέρονται ταχύτερα στα δανειακά επιτόκια σε σχέση με τα καταθετικά. Η εξέλιξη αυτή παρατηρήθηκε ιδιαίτερα κατά τη μεταπανδημική περίοδο νομισματικής σύσφιξης, όταν η αύξηση των επιτοκίων της ΕΚΤ οδήγησε σε άμεση αύξηση του κόστους δανεισμού, ενώ τα καταθετικά επιτόκια προσαρμόστηκαν με πιο αργό ρυθμό. Το εύρημα αυτό είναι συμβατό με τη βιβλιογραφία για το interest rate pass-through, όπου επισημαίνεται ότι η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής δεν είναι πάντα συμμετρική ούτε ίδια μεταξύ χωρών και προϊόντων (De Bondt, 2005; Sander and Kleimeier, 2004).

Η δομή της τραπεζικής αγοράς διαδραματίζει επίσης σημαντικό ρόλο. Σε αγορές με χαμηλότερη ένταση ανταγωνισμού, τα τραπεζικά περιθώρια τείνουν να είναι υψηλότερα, καθώς οι τράπεζες διαθέτουν μεγαλύτερη ισχύ τιμολόγησης. Στην ελληνική περίπτωση, η υψηλή συγκέντρωση του τραπεζικού συστήματος μετά την κρίση και η περιορισμένη πρόσβαση πολλών επιχειρήσεων σε εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης ενίσχυσαν τη σημασία της τραπεζικής τιμολόγησης. Το στοιχείο αυτό είναι συμβατό με τα ευρήματα της βιβλιογραφίας σχετικά με τη σημασία της συγκέντρωσης, του ανταγωνισμού και της τραπεζικής αποτελεσματικότητας στον προσδιορισμό των επιτοκιακών περιθωρίων (Maudos and Fernández de Guevara, 2004).

Η σύγκριση ανά κατηγορία δανείων έδειξε ότι οι αποκλίσεις δεν είναι ίδιες σε όλα τα τραπεζικά προϊόντα. Τα στεγαστικά δάνεια παρουσίασαν μικρότερες αποκλίσεις, κυρίως λόγω της ύπαρξης εξασφαλίσεων και της σύνδεσής τους με διατραπεζικούς δείκτες αναφοράς. Αντίθετα, τα επιχειρηματικά και κυρίως τα καταναλωτικά δάνεια εμφάνισαν μεγαλύτερες διαφορές, καθώς ενσωματώνουν υψηλότερο πιστωτικό κίνδυνο, μικρότερη διαπραγματευτική ισχύ δανειοληπτών και μεγαλύτερη ασυμμετρία πληροφόρησης. Επομένως, η μέση τιμή επιτοκίου δεν επαρκεί για να αποτυπώσει πλήρως την ένταση της απόκλισης μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης (Koch and MacDonald, 2015).

Η εφαρμογή μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής, όπως η ποσοτική χαλάρωση και το PEPP, συνέβαλε στη σταδιακή μείωση των αποδόσεων των ομολόγων και στον περιορισμό του χρηματοπιστωτικού κατακερματισμού. Ωστόσο, η αποτελεσματικότητα αυτών των μέτρων εξαρτήθηκε από την κατάσταση του τραπεζικού συστήματος κάθε χώρας. Στην Ελλάδα, η βελτίωση των συνθηκών μετά το 2019 συνδέθηκε με τη σταδιακή μείωση των NPLs, τη βελτίωση της πιστοληπτικής εικόνας της χώρας και την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης. Παρά ταύτα, η σύγκλιση δεν υπήρξε πλήρης, καθώς οι αγορές εξακολουθούσαν να ενσωματώνουν ένα θετικό risk premium σε σχέση με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης (Bindseil, 2014; Mishkin, 2019).

Η μεταπανδημική σύσφιξη αποτέλεσε κρίσιμη δοκιμασία για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Σε αντίθεση με την περίοδο της κρίσης χρέους, η αύξηση των επιτοκίων το 2022–2023 δεν συνοδεύτηκε από νέα εκτίναξη των NPLs, γεγονός που υποδηλώνει βελτιωμένη ανθεκτικότητα και ισχυρότερη κεφαλαιακή βάση. Ωστόσο, η ταχύτερη αύξηση των δανειακών επιτοκίων σε σχέση με τα καταθετικά οδήγησε σε διεύρυνση του επιτοκιακού περιθωρίου. Το εύρημα αυτό δείχνει ότι η εξυγίανση των ισολογισμών βελτιώνει τη σταθερότητα, αλλά δεν εξαλείφει όλες τις μορφές ασυμμετρίας στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής.

5.2 Πρακτικές και Διοικητικές Προεκτάσεις

Τα ευρήματα της παρούσας μελέτης έχουν άμεσες πρακτικές συνέπειες για τις ελληνικές τράπεζες, τις εποπτικές αρχές, τις επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά και τους φορείς οικονομικής πολιτικής. Η βασική πρακτική διαπίστωση είναι ότι η μείωση του κόστους δανεισμού δεν εξαρτάται αποκλειστικά από τις αποφάσεις της ΕΚΤ, αλλά και από τη διατηρήσιμη βελτίωση της ποιότητας των τραπεζικών ισολογισμών, τη μείωση του κρατικού κινδύνου, την ενίσχυση του ανταγωνισμού και τη σταθερότητα της ελληνικής οικονομίας.

Για τις ελληνικές τράπεζες, η σημαντικότερη προτεραιότητα είναι η συνέχιση της ενεργητικής διαχείρισης των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Η διατήρηση του δείκτη NPLs σε χαμηλά και συγκρίσιμα με την Ευρωζώνη επίπεδα μπορεί να μειώσει το risk premium, να βελτιώσει την πρόσβαση σε αγορές κεφαλαίου και να ενισχύσει τη δυνατότητα προσφοράς πιο ανταγωνιστικών επιτοκίων. Παράλληλα, οι τράπεζες χρειάζεται να βελτιώσουν τη διαχείριση ενεργητικού–παθητικού, ώστε η μετακύλιση των επιτοκίων να γίνεται με πιο ισορροπημένο τρόπο μεταξύ δανείων και καταθέσεων. Η υπερβολικά αργή προσαρμογή των καταθετικών επιτοκίων μπορεί να ενισχύει προσωρινά την κερδοφορία, αλλά μακροπρόθεσμα επηρεάζει την εμπιστοσύνη των πελατών και την αντίληψη περί ανταγωνισμού στην αγορά.

Για τις εποπτικές αρχές, όπως η Τράπεζα της Ελλάδος, η ΕΚΤ και ο Ενιαίος Εποπτικός Μηχανισμός, η ανάλυση αναδεικνύει την ανάγκη συστηματικής παρακολούθησης της σχέσης δανειακών και καταθετικών επιτοκίων. Το εύρος του spread πρέπει να αξιολογείται όχι μόνο ως δείκτης κερδοφορίας, αλλά και ως ένδειξη πιθανών ακαμψιών ή περιορισμένης ανταγωνιστικής πίεσης. Παράλληλα, η ενίσχυση του ανταγωνισμού μέσω ψηφιακών τραπεζών, fintech παρόχων και μεγαλύτερης διαφάνειας στην τιμολόγηση μπορεί να συμβάλει στη μείωση των περιθωρίων και στη βελτίωση των όρων χρηματοδότησης για επιχειρήσεις και νοικοκυριά.

Για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, τα ευρήματα δείχνουν ότι ο χρηματοοικονομικός σχεδιασμός πρέπει να λαμβάνει υπόψη τον κύκλο επιτοκίων, τον κίνδυνο χώρας και τη διαφορά μεταξύ σταθερού και κυμαινόμενου επιτοκίου. Οι επιχειρήσεις, ιδίως οι μικρομεσαίες, θα πρέπει να εξετάζουν εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, όπως ευρωπαϊκά προγράμματα, ομολογιακές εκδόσεις ή επενδυτικά κεφάλαια, ώστε να μειώνουν την αποκλειστική εξάρτηση από τον τραπεζικό δανεισμό. Τα νοικοκυριά, από την πλευρά τους, χρειάζεται να αξιολογούν προσεκτικά τον κίνδυνο αύξησης των κυμαινόμενων επιτοκίων, ιδιαίτερα σε περιόδους νομισματικής σύσφιξης.

Για τη χρηματοοικονομική πολιτική, η παρούσα μελέτη υπογραμμίζει τη σημασία της ανάπτυξης εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης και της ενίσχυσης της δημοσιονομικής αξιοπιστίας. Η υπερβολική εξάρτηση της ελληνικής οικονομίας από τον τραπεζικό δανεισμό αυξάνει την ευπάθεια σε περιόδους μεταβολής των επιτοκίων. Η ανάπτυξη της αγοράς εταιρικών ομολόγων, η ενίσχυση επενδυτικών κεφαλαίων και η καλύτερη αξιοποίηση ευρωπαϊκών χρηματοδοτικών εργαλείων μπορούν να μειώσουν αυτή την εξάρτηση. Παράλληλα, η διατήρηση δημοσιονομικής σταθερότητας και η αποκλιμάκωση του

δημόσιου χρέους παραμένουν αναγκαίες προϋποθέσεις για τη μείωση του sovereign risk και τη μακροχρόνια σύγκλιση των επιτοκίων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρούσα μελέτη κατέδειξε ότι η διαμόρφωση των τραπεζικών επιτοκίων στην Ελλάδα, σε σύγκριση με την Ευρωζώνη, αποτελεί αποτέλεσμα σύνθετης αλληλεπίδρασης μακροοικονομικών, τραπεζικών και διαρθρωτικών παραγόντων. Παρά την ύπαρξη ενιαίας νομισματικής πολιτικής, οι αποκλίσεις στα επιτόκια δανείων και στο επιτοκιακό περιθώριο υπήρξαν διαχρονικά σημαντικές, ιδίως κατά τις περιόδους αυξημένης αβεβαιότητας και κρίσης. Το εύρημα αυτό αναδεικνύει ότι η νομισματική ένωση δεν συνεπάγεται αυτόματα πλήρη χρηματοπιστωτική σύγκλιση.

Η περίοδος της κρίσης χρέους ανέδειξε τον καθοριστικό ρόλο του κρατικού κινδύνου στη διαμόρφωση των τραπεζικών επιτοκίων. Η αύξηση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων επηρέασε το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών και μεταφέρθηκε, σε σημαντικό βαθμό, στην τιμολόγηση των δανείων. Το γεγονός αυτό δείχνει ότι η δημοσιονομική σταθερότητα και η πιστοληπτική αξιοπιστία μιας χώρας αποτελούν βασικές προϋποθέσεις για τη διατήρηση χαμηλού κόστους δανεισμού.

Παράλληλα, η μεγάλη αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων στην Ελλάδα λειτούργησε ως σημαντικός επιβαρυντικός παράγοντας για το τραπεζικό σύστημα. Η ανάγκη σχηματισμού προβλέψεων και ενίσχυσης κεφαλαίων περιόρισε τη δυνατότητα μείωσης των επιτοκίων χορηγήσεων, ακόμη και σε περιβάλλον χαλαρής νομισματικής πολιτικής. Η σταδιακή εξυγίανση των ισολογισμών μετά το 2019 αναδείχθηκε ως αναγκαία συνθήκη για την αποκατάσταση της ομαλής πιστωτικής λειτουργίας και τη μείωση του risk premium.

Η περίοδος αρνητικών επιτοκίων έδειξε ότι τα τραπεζικά επιτόκια δεν προσαρμόζονται πάντοτε συμμετρικά. Η ύπαρξη κατώτατου ορίου στα καταθετικά επιτόκια περιόρισε τη δυνατότητα περαιτέρω μείωσης του κόστους χρηματοδότησης, ενώ οι διαρθρωτικές αδυναμίες του ελληνικού τραπεζικού συστήματος επιβράδυναν τη σύγκλιση με τον μέσο όρο της Ευρωζώνης. Αντίστοιχα, η μεταπανδημική σύσφιξη της νομισματικής πολιτικής αποτέλεσε κρίσιμο τεστ ανθεκτικότητας. Η αύξηση των επιτοκίων δεν συνοδεύτηκε από νέα εκτίναξη των NPLs, γεγονός που δείχνει βελτίωση της τραπεζικής σταθερότητας, αλλά η ταχύτερη αύξηση των δανειακών επιτοκίων σε σχέση με τα καταθετικά οδήγησε σε νέα διεύρυνση του επιτοκιακού περιθωρίου.

Η ανάλυση ανά κατηγορία δανείων ανέδειξε ότι οι αποκλίσεις δεν είναι ομοιόμορφες. Τα στεγαστικά δάνεια παρουσίασαν μικρότερη διαφορά επιτοκίων, λόγω εξασφαλίσεων και σύνδεσης με διατραπεζικούς δείκτες, ενώ τα επιχειρηματικά και κυρίως τα καταναλωτικά δάνεια εμφάνισαν μεγαλύτερες αποκλίσεις, αντανakλώντας υψηλότερο πιστωτικό κίνδυνο

και διαφορετική διαπραγματευτική ισχύ των δανειοληπτών. Η δομή της τραπεζικής αγοράς και ο βαθμός ανταγωνισμού επηρέασαν επίσης τη διαμόρφωση του spread, καθώς σε περιβάλλον περιορισμένου ανταγωνισμού οι τράπεζες έχουν μεγαλύτερη δυνατότητα διατήρησης υψηλότερων περιθωρίων.

Βιβλιογραφία

- Allen, F. and Gale, D. (2007) *Understanding Financial Crises*. Oxford: Oxford University Press.
- Angeloni, I., Kashyap, A. and Mojon, B. (eds.) (2003) *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Angbazo, L. (1997) ‘Commercial bank net interest margins, default risk, interest-rate risk, and off-balance sheet banking’, *Journal of Banking & Finance*, 21(1), pp. 55–87.
- Bank of Greece (2024) *Στατιστικοί Πίνακες Τραπεζικών Επιτοκίων – Νέες Εργασίες και Υφιστάμενα Υπόλοιπα*. Αθήνα: Τράπεζα της Ελλάδος. Available at: <https://www.bankofgreece.gr>
- Beck, T. and Hesse, H. (2009) ‘Why are interest spreads so high in Uganda?’, *Journal of Development Economics*, 88(2), pp. 192–204.
- Bindseil, U. (2014) *Monetary Policy Operations and the Financial System*. Oxford: Oxford University Press.
- Blanchard, O. and Johnson, D. (2013) *Macroeconomics*. 6th edn. Harlow: Pearson.
- Brunnermeier, M.K., Langfield, S., Pagano, M., Reis, R., Van Nieuwerburgh, S. and Vayanos, D. (2016) ‘ESBies: Safety in the tranches’, *Economic Policy*, 32(90), pp. 175–219.
- Burda, M. and Wyplosz, C. (2017) *Macroeconomics: A European Text*. 7th edn. Oxford: Oxford University Press.
- Cecchetti, S. and Schoenholtz, K. (2020) *Money, Banking and Financial Markets*. 5th edn. New York: McGraw-Hill.
- Claessens, S., Coleman, N. and Donnelly, M. (2018) “‘Low-for-long’ interest rates and banks’ interest margins and profitability: Cross-country evidence”, *Journal of Financial Intermediation*, 35, pp. 1–16.
- Cuthbertson, K. and Nitzsche, D. (2015) *Financial Engineering: Derivatives and Risk Management*. Chichester: Wiley.
- De Bondt, G. (2005) ‘Interest rate pass-through: Empirical results for the euro area’, *German Economic Review*, 6(1), pp. 37–78.
- Demirgüç-Kunt, A. and Huizinga, H. (1999) ‘Determinants of commercial bank interest margins and profitability: Some international evidence’, *World Bank Economic Review*, 13(2), pp. 379–408.
- European Central Bank (2024) *MFI Interest Rate Statistics*. Frankfurt: ECB Statistical Data Warehouse.

- Fabozzi, F.J. (2016) *Bond Markets, Analysis, and Strategies*. 9th edn. Harlow: Pearson.
- Freixas, X. and Rochet, J.-C. (2008) *Microeconomics of Banking*. 2nd edn. Cambridge, MA: MIT Press.
- Gambacorta, L. (2008) ‘How do banks set interest rates?’, *European Economic Review*, 52(5), pp. 792–819.
- Granger, C.W.J. and Newbold, P. (1974) ‘Spurious regressions in econometrics’, *Journal of Econometrics*, 2(2), pp. 111–120.
- Hannan, T.H. and Berger, A.N. (1991) ‘The rigidity of prices: Evidence from the banking industry’, *American Economic Review*, 81(4), pp. 938–945.
- Ho, T.S.Y. and Saunders, A. (1981) ‘The determinants of bank interest margins: Theory and empirical evidence’, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 16(4), pp. 581–600.
- Hull, J.C. (2018) *Risk Management and Financial Institutions*. 5th edn. Hoboken, NJ: Wiley.
- Koch, T.W. and MacDonald, S.S. (2015) *Bank Management*. 8th edn. Boston: Cengage Learning.
- Krugman, P.R., Obstfeld, M. and Melitz, M.J. (2018) *International Economics: Theory and Policy*. 11th edn. Harlow: Pearson.
- Mankiw, N.G. (2016) *Principles of Economics*. 8th edn. Boston: Cengage Learning.
- Maudos, J. and Fernández de Guevara, J. (2004) ‘Factors explaining the interest margin in the banking sectors of the European Union’, *Journal of Banking & Finance*, 28(9), pp. 2259–2281.
- Mishkin, F.S. (2019) *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. 12th edn. Harlow: Pearson.
- Phillips, P.C.B. (1986) ‘Understanding spurious regressions in econometrics’, *Journal of Econometrics*, 33(3), pp. 311–340.
- Sander, H. and Kleimeier, S. (2004) ‘Convergence in euro-zone retail banking? What interest rate pass-through tells us about monetary policy transmission, competition and integration’, *Journal of International Money and Finance*, 23(3), pp. 461–492.
- Saunders, A. and Cornett, M.M. (2020) *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach*. 10th edn. New York: McGraw-Hill.
- Sorensen, C.K. and Werner, T. (2006) ‘Bank interest rate pass-through in the euro area: A cross country comparison’, *ECB Working Paper No. 580*. Frankfurt: European Central Bank.
- Vasicek, O. (1977) ‘An equilibrium characterization of the term structure’, *Journal of Financial Economics*, 5(2), pp. 177–188.

