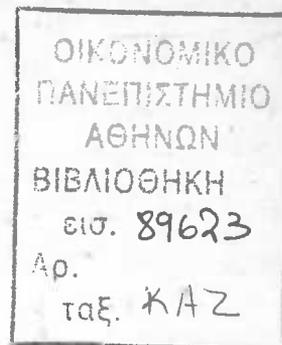


ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ



ΤΙΤΛΟΣ

**Η ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΟΙ
ΕΠΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΑ ΤΡΑΠΕΖΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ
ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΩΝ**

ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ

ΚΑΖΑΚΟΥ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΑ

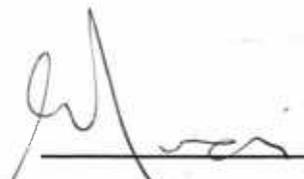
**Διατριβή υποβληθείσα προς μερική εκπλήρωση
των απαραίτητων προϋποθέσεων
για την απόκτηση του
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης**

Αθήνα
[Ιανουάριος 2008]



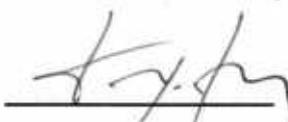
Εγκρίνουμε τη διατριβή της
Καζάκου Κωνσταντίνας

Υπεύθυνη Καθηγήτρια
Λουρή – Δενδρινού Ελένη
Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών



Υπογραφή

Εξετάστρια Καθηγήτρια
Δημέλη Σοφία
Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών



Υπογραφή

29 / 01 / 2008



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Εισαγωγή

Μέρος Α: Η απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών

1. Τρόποι εφαρμογής
2. Επιδράσεις
 - 2.1. Αποταμιεύσεις
 - 2.2. Επενδύσεις
 - 2.3. Οικονομική Ανάπτυξη
 - 2.4. Κοινωνικές Επιπτώσεις
3. Σχετιζόμενες τραπεζικές κρίσεις
 - 3.1. Θεωρία των τραπεζικών κρίσεων
4. Η Χρηματοοικονομική Απελευθέρωση: οι κρίσεις και η οικονομική ανάπτυξη: ένα οικονομετρικό μοντέλο

Μέρος Β: Οι επιπτώσεις στα τραπεζικά συστήματα των εξεταζομένων χωρών

Εισαγωγή

1. Η χρηματοοικονομική αγορά σήμερα στην Νοτιοανατολική Ευρώπη
2. Ο τραπεζικός τομέας στην περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης
3. Η αναμόρφωση του τραπεζικού τομέα της περιοχής
4. Το επίπεδο της διαμεσολάβησης των τραπεζών στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης
5. Ο αριθμός και η δομή της ιδιοκτησίας των τραπεζών
7. Η επέκταση των ελληνικών τραπεζών στα Βαλκάνια



8. Οι τραπεζικοί κίνδυνοι που σχετίζονται με μη παραδοσιακές δραστηριότητες και θέματα επιτήρησης

Μέρος Γ: Συμπεράσματα

Μέρος Δ: Βιβλιογραφία

Μέρος Ε: Παράρτημα



ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία μελετά την απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών και, κυρίως τις επιπτώσεις τους στην οικονομία και στους επιμέρους παράγοντες που την χαρακτηρίζουν. Αρχικά, λοιπόν, παρουσιάζεται ένας ορισμός και τα είδη της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης, και στην συνέχεια αναφέρονται οι επιμέρους τρόποι εφαρμογής της. Δίνεται έμφαση στις επιπτώσεις της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης στους διάφορους τομείς της οικονομίας, όπως οι αποταμιεύσεις, οι επενδύσεις, καθώς και εν γένει η οικονομική ανάπτυξη. Αναφορά γίνεται, επίσης, και στις κοινωνικές επιπτώσεις αυτού του φαινομένου.

Οι τραπεζικές κρίσεις, που μερικές φορές παρουσιάστηκαν σε αντίστοιχες περιπτώσεις, αποτελούν σημαντικό μέρος της εργασίας. Στα πλαίσια αυτού του ενδιαφέροντος, παρουσιάζεται σύντομα ένα οικονομετρικό μοντέλο, το οποίο συγκρίνει κυρίως τις επιπτώσεις της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης στην οικονομική ανάπτυξη σε σχέση με την πιθανότητα κρίσεων στον τραπεζικό τομέα. Το γενικότερο συμπέρασμα αυτής της οικονομετρικής μελέτης είναι ότι το συνολικό αποτέλεσμα της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης είναι θετικό, μιας και η επίδρασή της στην οικονομική ανάπτυξη είναι μεγαλύτερη από τα πιθανά κόστη μιας σχετιζόμενης κρίσης.

Στο δεύτερο μέρος της εργασίας το ενδιαφέρον επικεντρώνεται στην περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, που αποτελεί βασικό παράδειγμα όπου η χρηματοοικονομική απελευθέρωση δεν προκάλεσε κάποιου είδους κρίσης στον τραπεζικό τομέα, αλλά αντιθέτως σε μεγάλο βαθμό βελτίωσε τα στοιχεία. Σε αυτό το πλαίσιο παρουσιάζεται μια εικόνα της χρηματοοικονομικής αγοράς αυτών των κρατών σήμερα, καθώς και ειδικότερα του τραπεζικού τομέα της περιοχής. Σχετικά με την εικόνα του τραπεζικού τομέα γίνεται ιδιαίτερη αναφορά στη διαδικασία αναμόρφωσής του και στο επίπεδο διαμεσολάβησης των τραπεζών, που αποτελεί βασική ένδειξη του επιπέδου ανάπτυξης αυτού του τομέα.

Εν συνεχεία, η μελέτη εξειδικεύεται περισσότερο στην πορεία των ελληνικών τραπεζών σε αυτές τις αγορές, στα κέρδη που έχουν καταγράψει έως τώρα και



στην πορεία επέκτασής τους. Τέλος, σε μία προσπάθεια παρουσίασης του νέου τοπίου του τραπεζικού κλάδου για τις συγκεκριμένες περιοχές, αναφέρονται τα νέα είδη τραπεζικού κινδύνου που σχετίζονται με μη παραδοσιακές εργασίες και που οι τράπεζες πλέον επιδιώκουν να προσφέρουν, στα πλαίσια της νέας απελευθερωμένης χρηματοοικονομικής αγοράς.



ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στις αρχές της δεκαετίας του 1990 η απελευθέρωση της οικονομίας και ειδικότερα του χρηματοοικονομικού τομέα των αναπτυσσόμενων χωρών αποτελούσε επιτακτική ανάγκη και καθολικό ζητούμενο. Οι λόγοι γι' αυτό ήταν κυρίως οι αναμενόμενες θετικές επιπτώσεις μιας τέτοιας εξέλιξης, πέρα από το πνεύμα του οικονομικού φιλελευθερισμού που επικρατούσε εκείνη την εποχή. Συγκεκριμένα, η απελευθέρωση της χρηματοοικονομικής αγοράς αναμενόταν να βελτιώσει κατά πολύ την προοπτική της οικονομικής ανάπτυξης των αναπτυσσόμενων χωρών, κυρίως μέσω των αποταμιεύσεων των ξένων κεφαλαίων που θα ήταν διαθέσιμες για τοπικές επενδύσεις.

Βέβαια, καθόλη τη διάρκεια της δεκαετίας δεν ήταν λίγες οι περιπτώσεις χωρών, κυρίως στην Ασία και την Αφρική, που η απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών δεν ακολουθήθηκε από την αναμενόμενη ανάπτυξη και προκάλεσε, σε συνδυασμό με τις ιδιαίτερες συνθήκες που επικρατούσαν εκεί, κρίση στον τραπεζικό τομέα. Έτσι, η εξέλιξη αυτή ανάγκασε τις τράπεζες, που βλέποντας ευνοϊκές προοπτικές εισήλθαν στις αναπτυσσόμενες αγορές, να καταγράψουν ζημιές και να εξέλθουν από αυτές σε μία προσπάθεια να τις αντιμετωπίσουν. Αυτή η εμπειρία έδωσε το έναυσμα για να συνδέσει η βιβλιογραφία και αρθρογραφία τα δύο γεγονότα, ερευνώντας την πιθανή ύπαρξη στενής σχέσης ανάμεσα στην απελευθέρωση της αγοράς και στην επακόλουθη τραπεζική κρίση.

Τα τελευταία χρόνια είμαστε μάρτυρες μιας προσπάθειας των χωρών της Βαλκανικής και της Τουρκίας να αφαιρέσουν μέρος των αυστηρών κανονισμών και περιοριστικών ρυθμίσεων που χαρακτήριζαν την οικονομία και το γενικότερο χρηματοοικονομικό τομέα τους. Σε μία προσπάθεια να εκμεταλλευτούν τις διαφαινόμενες ευκαιρίες, πλήθος τραπεζικών οργανισμών από όλο τον κόσμο, και από την Ελλάδα, επέκτειναν τις εργασίες τους σε αυτές τις αναπτυσσόμενες οικονομίες, καταγράφοντας μάλιστα σε κάποιες περιπτώσεις μεγάλο μέρος των κερδών τους εκεί. Παρατηρούμε, λοιπόν, ότι σε αυτές τις αγορές κρίσεις δεν φαίνονται ορατές και, αντιθέτως, η απελευθέρωση των αγορών οδήγησε σε ανταγωνισμό στον τραπεζικό κλάδο με θετικές για την αγορά συνέπειες.



Η παρούσα εργασία μελετά την πορεία εξέλιξης και κερδοφορίας των ελληνικών τραπεζών στις προαναφερόμενες αγορές. Στα πλαίσια αυτής της μελέτης αρχικά παρουσιάζεται το θεωρητικό υπόβαθρο της απελευθέρωσης των χρηματοοικονομικών αγορών, οι τρόποι εφαρμογής της και οι επιπτώσεις της σε διάφορους τομείς της εκάστοτε αναπτυσσόμενης οικονομίας. Επιπλέον, παρουσιάζεται ένα οικονομετρικό μοντέλο, μέσω του οποίου γίνεται φανερό ότι η απελευθέρωση έχει ένα συνολικά θετικό αποτέλεσμα στην οικονομική ανάπτυξη, και ότι η δυνητική ύπαρξη σχετιζόμενων κρίσεων δεν επιδρά σημαντικά σε αυτή τη διαδικασία. Στην συνέχεια προχωράμε σε μία εμπειρική παρουσίαση των στοιχείων του τραπεζικού τομέα και, συγκεκριμένα, των ελληνικών τραπεζών στις πρόσφατα απελευθερωμένες αγορές των κρατών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, εξάγοντας συμπεράσματα σχετικά με τις προοπτικές εξέλιξής τους στις αγορές αυτές.



ΜΕΡΟΣ Α: Η ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΤΡΟΠΟΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΗΣ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗΣ

Σύμφωνα με τον Chandrasekhar (2004), η χρηματοοικονομική απελευθέρωση αναφέρεται στα μέτρα που στοχεύουν στη χαλάρωση ή κατάργηση των ρυθμιστικών ελέγχων πάνω στις θεσμικές δομές, στα όργανα και στις δραστηριότητες, που χαρακτηρίζουν τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς στα διάφορα τμήματα του χρηματοοικονομικού τομέα. Οι προαναφερόμενοι ρυθμιστικοί έλεγχοι μπορεί να είναι εσωτερικοί ή εξωτερικοί.

Η εσωτερική χρηματοοικονομική απελευθέρωση παραδοσιακά περιλαμβάνει σε διάφορους βαθμούς κάποια ή όλα από τα παρακάτω μέτρα:

- Τη μείωση ή κατάργηση των ελέγχων στα επιτόκια που χρησιμοποιούνται από τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς (τράπεζες). Βέβαια, η κεντρική τράπεζα της εκάστοτε χώρας ή της Ευρωπαϊκής Ένωσης, στην περίπτωση των ευρωπαϊκών κρατών, συνεχίζει να παίζει πρωταρχικό ρόλο στην διαμόρφωση των επιτοκίων, είτε μέσω των επιτοκίων που ανακοινώνει, είτε μέσα από τις διαδικασίες της δικής της ανοιχτής αγοράς. Κάτι τέτοιο έχει σαν συνέπεια την ενθάρρυνση του ανταγωνισμού ανάμεσα στις τράπεζες, πιέζοντας τα spreads των τραπεζών σε χαμηλά επίπεδα στην προσπάθεια προσέλκυσης πελατών.

- Την απόσυρση του κράτους από την διαμεσολάβηση στο χρηματοοικονομικό τομέα με την ιδιωτικοποίηση των κρατικών τραπεζών, που σε μεγάλο βαθμό παλαιότερα καθόριζαν την τοποθέτηση των κεφαλαίων στην αγορά. Αυτό συνήθως συνοδεύεται από την χαλάρωση των κατευθυνόμενων πιστώσεων σε συγκεκριμένους τομείς της οικονομίας, που πριν έπαιζαν ρόλο κρατικών επιχορηγήσεων και χρησιμοποιούνταν από τις εκάστοτε κυβερνήσεις για την άσκηση οικονομικής πολιτικής.



- Στη χαλάρωση των προϋποθέσεων και των συνθηκών για την συμμετοχή τόσο των επιχειρήσεων, όσο και των επενδυτών, στο χρηματιστήριο.

- Στη μείωση των ελέγχων των επενδύσεων που έχουν την δυνατότητα να αναλάβουν οι τράπεζες, και ειδικότερα στην ανάληψη τόσο τραπεζικών όσο και μη τραπεζικών δραστηριοτήτων. Με αυτό τον τρόπο, οι τράπεζες μπορούν να αποφασίζουν ελεύθερα σχετικά με το τι δραστηριότητες θα αναλάβουν και σε ποιο τομέα της οικονομίας.

- Την επέκταση των πηγών και την αύξηση των δυνατών οργάνων μέσω των οποίων εταιρίες και τράπεζες μπορούν να χρηματοδοτηθούν. Οι καταθέσεις αυξάνονται και δίδεται η δυνατότητα για αξιοποίηση από την εγχώρια αγορά των ξένων κεφαλαίων, που διαφορετικά δεν θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για εγχώριες επενδύσεις.

- Την χαλάρωση των κανόνων που αφορούν στα διάφορα είδη χρηματοοικονομικών τίτλων που μπορούν να εκδοθούν και να αποκτηθούν από το σύστημα. Παραδοσιακά, το σύστημα και οι ελεγκτικοί μηχανισμοί δεν επέτρεπαν την κυκλοφορία υψηλού ρίσκου χρηματοοικονομικών προϊόντων, και την αποδοχή τους, ειδικά από τα τραπεζικά συστήματα. Πλέον, όμως, με την μεγαλύτερη ελευθερία στις χρηματοοικονομικές αγορές, η επιλογή είναι στα χέρια των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, που είναι πρόθυμα να κρατήσουν νέους χρηματοοικονομικούς τίτλους και μεταφέρουν το ρίσκο στο χαρτοφυλάκιο τους.

Η εξωτερική χρηματοοικονομική απελευθέρωση αφορά στο σύστημα ελέγχου του ξένου συναλλάγματος που εισέρχεται στην οικονομία. Μερικά μέτρα προς αυτή την κατεύθυνση είναι αυτά που:

- Επιτρέπουν και ενθαρρύνουν κατοίκους ξένων χωρών να κατέχουν εγχώριους χρηματοοικονομικούς τίτλους, παράλληλα με την μεγαλύτερη ελευθερία των εγχώριων επιχειρήσεων να απευθύνονται στις ξένες αγορές για δανεισμό.

- Επιτρέπουν στους κατοίκους της χώρας να κατέχουν ξένους χρηματοοικονομικούς τίτλους. Αυτή η αλλαγή διευκολύνει και αυξάνει την δυνατότητα ανταλλαγής κεφαλαίου, κάτι που με τη σειρά του μπορεί να αποτελέσει μέσο εκτόνωσης κρίσεων.



- Επιτρέπουν τίτλους σε ξένο νόμισμα να κυκλοφορούν ελεύθερα στην εγχώρια αγορά. Βέβαια, αυτή η κατηγορία μέτρων είναι περισσότερο σπάνια, και έχει εφαρμοστεί σε μικρό αριθμό κρατών.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Η αναμόρφωση των χρηματοοικονομικών αγορών μπορεί να επηρεάσει βασικά μεγέθη της εκάστοτε οικονομίας, και αυτός είναι άλλωστε και ο λόγος της αναγκαιότητας μιας τέτοιας εξέλιξης. Βέβαια, ακριβώς λόγω της μεγάλης επίδρασης που μπορεί να ασκήσει μια τέτοια εξέλιξη, το συνολικό αποτέλεσμα της είναι συχνά διφορούμενο και δύσκολα μπορεί να προβλεφθεί με ακρίβεια. Ο στόχος, λοιπόν, μιας πολιτικής, στα πλαίσια της οποίας η χρηματοοικονομική αγορά αναμορφώνεται, είναι η αύξηση των αποταμιεύσεων και των επενδύσεων, με την παράλληλη βελτίωση της αποτελεσματικότητας των επενδύσεων και προώθηση της συνολικής ανάπτυξης της οικονομίας. Βέβαια, η χρηματοοικονομική αναμόρφωση δεν εφαρμόζεται πάντα χωρίς κόστος, μιας και η απρόσεκτη και ραγδαία απελευθέρωση μπορεί να οδηγήσει σε ασυγκράτητες πιστώσεις και εκρήξεις χρηματοοικονομικής δραστηριότητας, που στην συνέχεια μπορεί να επιμείνουν και να οδηγήσουν σε κρίσεις όλο το σύστημα. Αυτές οι κρίσεις κυρίως προκύπτουν σε περιπτώσεις παντελούς απουσίας ελέγχου και επιτήρησης των χρηματοοικονομικών οργάνων της οικονομίας.

2.1. ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΕΙΣ

Όπως έχει προαναφερθεί η απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών παίζει μεγάλο ρόλο στον καθορισμό των επιτοκίων και των τιμών των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, στην τοποθέτηση των πιστώσεων και στην ανάπτυξη ενός μεγάλου φάσματος χρηματοοικονομικών οργάνων και διαμεσολαβητών. Έτσι, η επίδραση του ανοίγματος των αγορών στην αποταμίευση γίνεται από έναν αριθμό καναλιών, που συχνά χαρακτηρίζονται από αντίθετα αποτελέσματα. Επιπλέον, σύμφωνα με τον Bandiera (1999), το μακροπρόθεσμο αποτέλεσμα στην αποταμίευση μπορεί να διαφέρει σημαντικά από το παρατηρούμενο αποτέλεσμα την επόμενη της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης. Συγκεκριμένα, η αναμόρφωση της χρηματοοικονομικής αγοράς



αλλάζει σημαντικά την εικόνα των αποταμιεύσεων, οδηγώντας σε υψηλότερα επιτόκια, σε μικρότερους περιορισμούς στις πιστώσεις, σε αυξημένες ευκαιρίες αποταμίευσης, σε μεγαλύτερο χαρτοφυλάκιο επενδυτικών προϊόντων και σε έντονη προσπάθεια διαφοροποίησης των χρηματοοικονομικών οργανισμών.

Βέβαια, το συνολικό αποτέλεσμα παραμένει αμφιλεγόμενο, και γι' αυτό έχει γίνει αντικείμενο εκτεταμένης μελέτης. Βραχυχρόνια, λοιπόν, η αναμόρφωση αυτή μπορεί να μειώσει τις αποταμιεύσεις, μιας και στα νοικοκυριά, που μέχρι πρότινος ήταν περιορισμένα στις επιλογές τους σχετικά με την κατανάλωση και την αποταμίευση, ξαφνικά προσφέρεται μεγάλος αριθμός καταναλωτικών, και όχι μόνο, πιστώσεων. Με αυτή την εξέλιξη, τους δίδεται πλέον η δυνατότητα να καταναλώσουν τόσο όσο τους υπαγορεύει η καμπύλη χρησιμότητάς τους. Έτσι, καταναλώνουν περισσότερο αρχικά και αυτό ισοδυναμεί με μία παροδική πτώση των αποταμιεύσεων τους. Αντίθετα, μακροχρόνια οι αποταμιεύσεις μπορούν να αυξηθούν, όχι άμεσα μέσω των δομικών αλλαγών του συστήματος, αλλά έμμεσα μέσω ενός από τα βασικά αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης, της διαμόρφωσης υψηλότερου επιπέδου εισοδήματος. Πιο συγκεκριμένα:

•ΕΠΙΤΟΚΙΟ

Η απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών έχει σαν πρώτη και βασική επίδραση την ελεύθερη μεταβολή του επιτοκίου, κάτι που συνήθως οδηγεί στην αύξηση του. Έχοντας, λοιπόν, υψηλότερα επιτόκια καταθέσεων, οδηγούμαστε σε αύξηση των αποταμιεύσεων, μέσω του αποτελέσματος της υποκατάστασης. Όμως, υψηλότερα επιτόκια μπορούν να οδηγήσουν σε μείωση της αποταμίευσης, αν οι σχετιζόμενες επιδράσεις του εισοδήματος και του πλούτου είναι αρκετά ισχυρές. Άλλωστε, η χρηματοοικονομική απελευθέρωση έχει σαν βασικό αποτέλεσμα την καλύτερη τοποθέτηση των επενδύσεων, που οδηγεί στην αύξηση του εισοδήματος, και άρα με τη σειρά της θα αυξήσει τις αποταμιεύσεις.

Ακριβώς λόγω της προαναφερόμενης διφορούμενης επίδρασης, συχνά είναι επιτακτική η ανάγκη να προβλεφθεί το συνολικό μακροχρόνιο αποτέλεσμα της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης, και της συνακόλουθης μεταβολής του επιπέδου επιτοκίου στην αποταμίευση. Η γνώση της ελαστικότητας του επιτοκίου πάνω στις αποταμιεύσεις μπορεί να βοηθήσει σε μία τέτοια πρόβλεψη.

Ανατρέχοντας στην σχετική βιβλιογραφία καταλήγουμε ότι, παρόλο που ο αριθμός των θετικών συσχετίσεων ανάμεσα στις μεταβολές του επιτοκίου και στις αποταμιεύσεις υπερβαίνει κατά πολύ τις αντίστοιχες αρνητικές, η αλληλεπίδραση και η συσχέτιση ανάμεσα στις αποταμιεύσεις και το επιτόκιο είναι σχετικά χαμηλή και μειωμένης σημασίας. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τις έρευνες των Balassa (1990), Srinivasan (1993) και Fry (1995) η ύπαρξη θετικής ελαστικότητας είναι πιο πιθανή από αρνητική, όμως οι συσχετίσεις ανάμεσα στις δύο μεταβλητές είναι συχνά πολύ μικρές και σχεδόν ασήμαντες. Αντίστοιχα, ο Honohan (1999) συμπεραίνει ότι αυτά τα εμπειρικά αποτελέσματα μπορεί να υπονοούν την ύπαρξη διαφορετικών ελαστικοτήτων ανάμεσα στα διάφορα κράτη, ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και τις επικρατούσες συνθήκες κάθε οικονομίας, όπως το ΑΕΠ, τον ρυθμό ανάπτυξης ή την γεωγραφική τοποθεσία.

Η πολυπλοκότητα της σχέσης ανάμεσα στα επιτόκια και τις αποταμιεύσεις προέρχεται, επιπλέον, και από την ιδιαίτερη επίδραση που ασκεί το επιτόκιο στο πλούτο των νοικοκυριών, επίδραση που λειτουργεί διαφορετικά στην αποταμίευση. Άλλωστε, μακροοικονομικά, το επίπεδο του επιτοκίου δεν αντιπροσωπεύει μόνο το επίπεδο της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης της οικονομίας, αλλά αποτελεί και μία γενικότερη εικόνα της επικρατούσας κατάστασης, όπως της ύπαρξης πολιτικής αβεβαιότητας ή οικονομικής αστάθειας. Όλα αυτά λοιπόν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της οικονομίας και της πολιτικής κατάστασης πρέπει να λαμβάνονται υπόψιν όταν μελετάται η επίδραση της χρηματοοικονομικής αναμόρφωσης στις μεταβολές των επιτοκίων και στην αποταμίευση.

• ΠΙΣΤΩΣΕΙΣ

Θα πρέπει να ληφθεί υπόψιν ότι η επίδραση της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης στο επιτόκιο είναι μόνο μία πλευρά της συνολικής επίδρασής της στις αποταμιεύσεις. Μία άλλη διάσταση είναι αυτή της αυξημένης πρόσβασης σε καταναλωτικές πιστώσεις, που αποτελεί επίσης ένα βασικό αποτέλεσμα της διαδικασίας της απελευθέρωσης των χρηματοοικονομικών αγορών. Ανάλογα με τον βαθμό στον οποίο η διαδικασία αυτή μειώνει τους περιορισμούς στον δανεισμό, οι αποταμιεύσεις θα μειωθούν. Ο λόγος γι' αυτό είναι ότι όταν το καταναλωτικό κοινό έχει συνηθίσει να είναι κατά κάποιο τρόπο καταπιεσμένο όσον αφορά την κατανάλωση, και να μην καταναλώνει όσο θα ήθελε, όταν ξαφνικά έχει



την δυνατότητα να αυξήσει την κατανάλωσή του, τουλάχιστον βραχυχρόνια, θα το κάνει, μειώνοντας αντίστοιχα τις αποταμιεύσεις. Άλλωστε, με βάση την οικονομική θεωρία, στόχος κάθε οικονομικής μονάδας είναι η μεγιστοποίηση της χρησιμότητας της, και, στην περίπτωση των νοικοκυριών η χρηματοοικονομική απελευθέρωση περιορίζει τη χρησιμότητα μόνο σε σχέση με το εισόδημα τους, αφαιρώντας τους θεσμικούς περιορισμούς που αντιμετώπιζαν παλαιότερα.

Όμως, παράλληλα, έχει παρατηρηθεί ότι τα νοικοκυριά αναπτύσσουν συγκεκριμένα πρότυπα κατανάλωσης καθόλη τη διάρκεια της ζωής τους, με βάση την εμπειρία τους και τις συνθήκες ζωής που έχουν αντιμετωπίσει. Έτσι, και σε αυτή την περίπτωση, είναι συχνό το φαινόμενο τα νοικοκυριά να δυσκολεύονται να αλλάξουν καταναλωτικές συνθήκες και να προσαρμοστούν στα καταναλωτικά πρότυπα που συνάδουν με την καινούρια κατάσταση. Οπότε, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, η επίδραση της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης πάνω στις αποταμιεύσεις, μέσω του μηχανισμού των αυξημένων πιστώσεων, είναι πιθανόν να είναι αμελητέα.

• ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΤΙΚΕΣ ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ - ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Με την χρηματοοικονομική απελευθέρωση, οι αποταμιευτικές ευκαιρίες αυξάνονται, προσφέροντας στους καταναλωτές μία ευρεία σειρά επιλογών για να τοποθετήσουν τις αποταμιεύσεις τους. Αυτή η δυνατότητα παρέχει ισχυρό κίνητρο για επιπλέον αποταμίευση. Επιπλέον, αυξάνεται και ο αριθμός των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τουλάχιστον αρχικά, τα οποία προσφέρουν ακόμη μεγαλύτερη ποικιλία για το αποταμιευτικό κοινό.

Εκτός, όμως, από τις ευκαιρίες που προσφέρονται από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, που έχουν σαν αποτέλεσμα την αύξηση των αποταμιεύσεων, η όλη εξέλιξη έχει σαν αποτέλεσμα την παράλληλη διάθεση μεγάλης ποικιλίας από εναλλακτικές ευκαιρίες εκτός χρηματαγοράς, η απόδοση των οποίων δεν προσμετράται στο καταθετικό επιτόκιο. Ακριβώς γι 'αυτό τον λόγο είναι απαραίτητο όταν μελετάται η επίδραση της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης στις αποταμιεύσεις να λαμβάνεται υπόψιν π.χ. ο ρυθμός απόδοσης διαφόρων κτηματομεσιτικών επενδύσεων. Σε πολλές αναπτυσσόμενες χώρες, μετά την χρηματοοικονομική απελευθέρωση, συναντάμε αυξημένη κίνηση στην

κτηματομεσιτική αγορά, μιας και συχνά η αγορά αυτή θεωρείται ότι έχει μικρότερο ρίσκο, για κάποιον που θέλει να επενδύσει το κεφάλαιο του. Παίζει, λοιπόν, και αυτός ο παράγοντας μεγάλο ρόλο στην επίδραση της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης στις συνολικές αποταμιεύσεις, κάτι που εντείνει την δυσκολία της τελικής πρόβλεψης. Αξίζει να σημειωθεί επίσης ότι αυτή η δυσκολία γίνεται ακόμη μεγαλύτερη λόγω της έλλειψης στοιχείων σχετικά με τις κτηματομεσιτικές αγορές στις αναπτυσσόμενες χώρες.

• ΕΙΣΡΟΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Η διαδικασία της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης δεν προκαλεί μόνο πρόσκαιρες αλλαγές στην ποσότητα των εγχώριων αποταμιεύσεων, αλλά σχετίζεται και με αλλαγές στη ροή κεφαλαίου. Ειδικά όταν η εγχώρια απελευθέρωση συμπίπτει με αντίστοιχες εξελίξεις στις ξένες αγορές, η ροή ξένου κεφαλαίου στην εγχώρια αγορά μπορεί να είναι μεγάλη, γεγονός που οδηγεί στην αύξηση συνολικά των αποταμιεύσεων της χώρας με τα συνακόλουθα αποτελέσματα στην ανάπτυξη της οικονομίας. Σαν αποτέλεσμα η εισροή κεφαλαίου μπορεί να οδηγήσει σε πιστωτική «έκρηξη», αυξάνοντας το συνολικό εισόδημα, που θα έχει επίσης μία άμεση, αλλά παροδική, επίδραση στην αποταμίευση.

• ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Σύμφωνα με εμπειρικές μελέτες των Bandiera, Caprio, Honohan και Schiantarelli, (1999) η χρηματοοικονομική απελευθέρωση φαίνεται να έχει διαφορετικά αποτελέσματα στην αποταμίευση, ανάλογα με την χώρα που εφαρμόζεται. Συγκεκριμένα, στη Γκάνα και στην Τουρκία παρατηρήθηκε σημαντική θετική επίδραση στις αποταμιεύσεις, σε αντίθεση με την περίπτωση της Κορέας και του Μεξικού. Σε άλλες περιπτώσεις, η εξαγωγή ενός καθαρού συμπεράσματος δεν ήταν δυνατή. Εφόσον, λοιπόν, η εμπειρία έχει δείξει ότι δεν υπάρχει βεβαιότητα ότι η χρηματοοικονομική απελευθέρωση θα αυξήσει τις αποταμιεύσεις, θα ήταν λάθος αυτή η πολιτική επιλογή να βασίζεται στην προσδοκία για αύξηση των αποταμιεύσεων, σαν το βασικό κανάλι προώθησης της οικονομικής ανάπτυξης. Το βασικό κανάλι, σε κάθε περίπτωση, θα πρέπει να θεωρείται η καλύτερη τοποθέτηση επενδύσεων. Βέβαια, δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι η κάθε χώρα



αποτελεί ξεχωριστή περίπτωση, και ότι διαφέρει ως προς τη φύση και τη ακολουθούμενη διαδικασία της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης, καθώς και ως προς το γενικότερο μακροοικονομικό πλαίσιο, μέσα στο οποίο λαμβάνει χώρα η απελευθέρωση.

Η χρηματοοικονομική απελευθέρωση, όπως προαναφέρθηκε, είναι μία πολυδιάστατη και σταδιακή διαδικασία, και επιδρά πάνω σε διαφορετικούς τομείς της οικονομικής ζωής, που συχνά έχουν αντίθετα αποτελέσματα. Για παράδειγμα, η αυξημένη πρόσβαση των νοικοκυριών σε καταναλωτικές πιστώσεις μπορεί να έχει μάλλον μειωτικές επιδράσεις στις αποταμιεύσεις, παρά αυξητικές. Άλλωστε, η μακροπρόθεσμη επίδραση μπορεί να διαφέρει σημαντικά από το άμεσο αποτέλεσμα. Ακόμη και η ύπαρξη μιας καλά οργανωμένης αγοράς μετοχών μπορεί να αποτελέσει έναν σημαντικό παράγοντα, που επηρεάζει τις αποταμιεύσεις, αφού δημιουργεί μια αποδεκτή αναλογία ανάμεσα στο ρίσκο και στις αποδόσεις, διατηρώντας παράλληλα σε υψηλά επίπεδα την αναγκαία ρευστότητα στην οικονομία.

Αλλά, και πάλι το πώς θα κινηθεί τελικά η συνολική αποταμίευση δεν είναι ξεκάθαρο, μιας και οι επηρεαζόμενοι τομείς είναι πάρα πολλοί και συχνά έχουν αντίθετα αποτελέσματα. Ακόμη και όσον αφορά την αύξηση κεφαλαίου και την συνακόλουθη αύξηση των αποταμιεύσεων, πρόσφατες έρευνες έχουν δείξει ότι αυτά τα κεφάλαια προκύπτουν κυρίως σαν εναλλαγή άλλων περιουσιακών στοιχείων.

2.2. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

Ένας από τους πιο σημαντικούς τομείς που επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό η χρηματοοικονομική απελευθέρωση είναι ο τομέας των επενδύσεων. Συγκεκριμένα, με την ενδυνάμωση της πειθαρχίας της αγοράς, αυξάνοντας παράλληλα την αυτονομία των τραπεζών και των άλλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, η διαδικασία του ανασχηματισμού της χρηματοοικονομικής αγοράς μπορεί να συντελέσει στην πιο αποτελεσματική χρήση των δανειζομένων κεφαλαίων.

Αρκετές μελέτες έχουν δείξει ότι η χρηματοοικονομική απελευθέρωση συντελεί στην οικονομική ανάπτυξη της κάθε χώρας. Εφόσον, όμως, με βάση και την ανάλυση που παρουσιάστηκε, η επίδραση της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης στις αποταμιεύσεις είναι αμφιλεγόμενη, το βασικό κανάλι επηρεασμού της οικονομικής ανάπτυξης είναι οι επενδύσεις. Επιπλέον, έρευνες έχουν δείξει ότι τα μέτρα της χρηματοοικονομικής αναμόρφωσης δεν επιδρούν τόσο στο απόλυτο μέγεθος των επενδύσεων, όσο στην τοποθέτηση των κεφαλαίων πιο αποτελεσματικά. Πρόκειται, δηλαδή, κυρίως για ποιοτική διαφοροποίηση, και όχι τόσο για ποσοτική.

Λίγα μικροοικονομικά στοιχεία υπάρχουν για την επίδραση της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης στην αποτελεσματικότερη τοποθέτηση κεφαλαίων. Οι Jaramillo, Schiantarelli και Weiss (1992), χρησιμοποιώντας στοιχεία από επιχειρήσεις του Εκουαδόρ, δείχνουν ότι η ροή των πιστώσεων σε πιο αποδοτικές επιχειρήσεις σημείωσε αύξηση, μετά την εφαρμογή της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης. Αντίστοιχα αποτελέσματα παρουσίασε και ο Siregar (1992) για την περίπτωση της Ινδονησίας. Άλλες αντίστοιχες μελέτες συγκεντρώθηκαν στο εάν οι περιορισμοί έγιναν πιο ελαστικοί μετά την χρηματοοικονομική απελευθέρωση και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι στις περισσότερες των περιπτώσεων οι επιχειρήσεις βελτίωσαν κατά πολύ την πρόσβασή τους σε εξωτερικές πηγές κεφαλαίου.

Βέβαια, και εδώ η επίδραση της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης μπορεί να μην είναι τόσο θετική όσο συχνά θεωρείται αυτονόητο. Συγκεκριμένα, κάτω από κανονικές συνθήκες, η απελευθέρωση συντελεί στην δημιουργία κεφαλαιακών ροών, καθώς μειώνεται το κόστος κεφαλαίου, οδηγώντας με αυτόν τον τρόπο σε αυξημένες επενδύσεις και υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης. Ωστόσο, κάτω από ιδιαίτερες συνθήκες, απαισιόδοξες προβλέψεις σχετικά με την κατάσταση της οικονομίας, μπορεί να είναι αυτοεκπληρούμενες, οδηγώντας σε πτώση της ζήτησης για περιουσιακά στοιχεία, με εκροές κεφαλαίου και χρηματοοικονομικές κρίσεις, που σχετίζονται με χαμηλές επενδύσεις και χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Ο καθοριστικός παράγοντας, που επηρεάζει τον τρόπο λειτουργίας αυτού του μηχανισμού είναι το γεγονός ότι η απόφαση ενός χρηματοοικονομικού παράγοντα



για επένδυση επηρεάζει το κόστος κεφαλαίου για τους άλλους επενδυτές, μέσω της επίδρασής της στο συνολικό εισόδημα. Το συνολικό αποτέλεσμα εξαρτάται από την σχετική αναλογία των διαφορετικών κατηγοριών επενδυτών που επηρεάζονται από μία τέτοια εξέλιξη.

Το βασικό ερώτημα παραμένει κατά πόσο η χρηματοοικονομική απελευθέρωση αυξάνει το ποσοστό των επενδύσεων που πάνε σε επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται από υψηλότερη οριακή απόδοση κεφαλαίου. Οι Galindo, Schiantarelli και Weiss (2002) καταλήγουν ότι η χρηματοοικονομική απελευθέρωση, στην πλειοψηφία των περιπτώσεων, οδήγησε σε βελτίωση της τοποθέτησης των κεφαλαίων, παρόλο που υπήρξαν ενδιαφέρουσες εξαιρέσεις. Η όλη μελέτη θεωρεί ότι κατά μέσο όρο υπάρχει μία σημαντική θετική σχέση ανάμεσα στα μέτρα χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης και στις επενδύσεις. Η οικονομετρική ανάλυση δείχνει ότι η σχέση αυτή είναι σαφής και αποτελεί έναν από τους βασικούς λόγους που η εκάστοτε κυβέρνηση επιλέγει τον δρόμο της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης. Αντίθετα, αρνητική σχέση εντοπίζουν στην αλληλεπίδραση ανάμεσα στην αποδοτικότητα των επενδύσεων και στις πληθωριστικές και κερδοσκοπικές πιέσεις. Παράλληλα, παρατηρείται ότι αυτή η αποδοτικότητα ενισχύεται στις περιπτώσεις κρατών, των οποίων το νομικό σύστημα βασίζεται στην Αγγλική νομολογία. Εντούτοις, η εξέταση της στατιστικής σημαντικότητας μεταβλητών που σχετίζονται με την ποιότητα σε θεσμικά στοιχεία είναι ακόμη αρκετά αδύναμη.

Βέβαια, όταν μελετάμε την επίδραση της αναμόρφωσης του χρηματοοικονομικού τομέα στις επενδύσεις, πρέπει επίσης να λάβουμε υπόψη τη γενικότερη απελευθέρωση της οικονομίας, που συνήθως προηγείται της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης. Συγκεκριμένα, αυτή η εξέλιξη έρχεται μέσα από μία σειρά μέτρων στα πλαίσια μιας γενικότερης φιλελεύθερης πολιτικής όσον αφορά τον οικονομικό τομέα, όπως π.χ. την κατάργηση ή μείωση των εμποδίων εισόδου στην εκάστοτε αγορά. Τέτοιες πολιτικές είναι πολύ πιθανό να προωθούν τις επενδύσεις ακόμη περισσότερο. Άλλωστε οι διάφορες ρυθμιστικές πιέσεις τόσο στην χρηματοοικονομική αγορά, όσο και στις αγορές προϊόντων, έχουν αρνητικές επιπτώσεις στην αύξηση των επενδύσεων, και συνακόλουθα στην ανάπτυξη μιας οικονομίας.

Επιπρόσθετα, με βάση την μελέτη των Abiad, Oomes και Ueda (2005), οι οποίοι ασχολήθηκαν με την ποιοτική επίδραση της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης στην τοποθέτηση του κεφαλαίου και των επενδύσεων, τρία σημαντικά συμπεράσματα προκύπτουν. Συγκεκριμένα, ένα βασικό συμπέρασμά τους είναι ότι η χρηματοοικονομική απελευθέρωση, και όχι οι αυστηροί ρυθμιστικοί έλεγχοι, οδηγεί στην αποτελεσματική τοποθέτηση των κεφαλαίων. Κατά την αξιολόγηση της πορείας της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης, οι εκάστοτε δείκτες της χρηματοοικονομικής εξειδίκευσης, όπως οι ιδιωτικές πιστώσεις και η κεφαλαιοποίηση της αγοράς μετοχών, υπήρξαν μειωμένης σημασίας ή κατέληξαν σε λανθασμένα συμπεράσματα. Στην πραγματικότητα, αυξημένες πιστώσεις στον ιδιωτικό τομέα χειροτέρευαν την αποτελεσματική τοποθέτηση. Το συγκεκριμένο συμπέρασμα υποδηλώνει ότι σημαντική αύξηση των πιστώσεων, χωρίς απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα, είναι πιθανό να οδηγήσει σε λανθασμένα, ή όχι και τόσο αποδοτική τοποθέτηση των πιστωτικών κεφαλαίων.

Επίσης, άλλο βασικό συμπέρασμα της συγκεκριμένης εργασίας αποτέλεσε ότι η ανάπτυξη και διεύρυνση του κύκλου εργασιών του χρηματιστηρίου έχει μία σημαντική και θετική επίδραση στην αποτελεσματικότητα. Η μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα αντανακλά την καλύτερη αξιολόγηση και εκτίμηση, εφόσον οι τιμές των μετοχών, στα πλαίσια ενός χρηματιστηρίου που χαρακτηρίζεται από μεγάλη ρευστότητα, αποτελούν περισσότερο ακριβείς ενδείξεις σχετικά με τους βασικούς δείκτες των επιχειρήσεων. Τέλος, άλλη μία σημαντική παρατήρηση είναι ότι η διασπορά στις οριακές αποδόσεις των επιχειρήσεων συχνά δείχνουν να αυξάνουν πριν από την χρηματοοικονομική απελευθέρωση, καταδεικνύοντας μία σταθερή χειροτέρευση της αποτελεσματικής τοποθέτησης κατά την περίοδο των χρηματοοικονομικών περιορισμών. Αυτό το συμπέρασμα μπορεί να εξηγηθεί σαν αποτέλεσμα μίας μακροπρόθεσμης πολιτικής, στα πλαίσια της οποίας υπάρχει σταθερή κατεύθυνση των πιστώσεων σε συγκεκριμένους τομείς της οικονομικής ζωής ή σε συγκεκριμένες επιχειρηματικές μονάδες, με παράλληλο αποκλεισμό άλλων τομέων ή επιχειρήσεων από τη δυνατότητα των πιστώσεων. Στην ουσία, η χρηματοπιστωτική αγορά δεν αφηνόταν ελεύθερη να κατευθυνθεί σε πιστώσεις με την μεγαλύτερη αποδοτικότητα, άσχετα από κοινωνικά ή πολιτικά κριτήρια.

2.3. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Ακριβώς, λόγω της επίδρασης της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης στις μεταβλητές που παρουσιάσαμε, η οικονομική ανάπτυξη της χώρας δεν θα μπορούσε να παραμείνει ανεπηρέαστη από μια τέτοια εξέλιξη. Η απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών χαρακτηρίζεται από θετική επίδραση στην οικονομική ανάπτυξη μιας χώρας, οδηγώντας σε υψηλότερους μακροχρόνιους ρυθμούς ανάπτυξης.

Η επίδραση αυτή εφαρμόζεται μέσω δύο καναλιών. Αρχικά, μέσω των υψηλότερων επενδύσεων, που είναι αποτέλεσμα της αυξημένης διαθεσιμότητας κεφαλαίων για επενδύσεις, προερχόμενα είτε από εγχώριες, είτε από ξένες αποταμιεύσεις. Αυτές οι επιδράσεις αναφέρονται στην ανάλυση που προηγήθηκε. Επιπλέον, η οικονομική ανάπτυξη είναι εφικτή μέσω της αυξημένης παραγωγικότητας του κάθε τομέα της οικονομίας, σαν αποτέλεσμα της αποδοτικότερης τοποθέτησης και υψηλής αποτελεσματικότητας των κεφαλαίων. Αναγκαία προϋπόθεση για να οδηγηθούμε σε μια τέτοια εξέλιξη είναι η χρηματοοικονομική απελευθέρωση να συμβάλει στην καλύτερη πληροφόρηση των επιχειρήσεων σχετικά με τις ευκαιρίες χρηματοδότησης και στην καλύτερη πρόσβαση τους στις τραπεζικές πιστώσεις, ανατρέποντας την προηγούμενη κατάσταση, που περιόριζε τις δυνατότητες δανεισμού.

- **ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΘΕΩΡΗΤΙΚΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΗΝ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ**

Σχετικά με τη σχέση ανάμεσα στην απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού τομέα και στην οικονομική ανάπτυξη έχουν αναπτυχθεί διάφορες θεωρίες. Ξεκινώντας από παλιά οι ερευνητές προσπαθούν να βρουν ποια ακριβώς συνέπεια της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης οδηγεί στην προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης. Στη συνέχεια παρουσιάζονται οι διάφορες μελέτες που ασχολήθηκαν με το συγκεκριμένο ζήτημα και τα βασικά συμπεράσματα στα οποία οδηγήθηκαν.

Η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα επιτρέπει αυξημένη χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση. Σήμερα, είναι κοινή γνώση ότι η χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση οδηγεί τα κεφάλαια σε δραστηριότητες με υψηλές αποδόσεις. Προφανώς, το επίπεδο της διαμεσολάβησης θα πρέπει να είναι αποτελεσματικό, ούτως ώστε να είναι δυνατός ο εντοπισμός των καλών επενδυτικών ευκαιριών. Η αποτελεσματική διαμεσολάβηση θα μειώσει το κόστος των επενδύσεων και οι αποταμιεύσεις, που μετατρέπονται σε επενδύσεις, μπορεί να χρησιμοποιηθούν για χρηματοδότηση αυξημένου αριθμού επενδυτικών προγραμμάτων.

Οι Besci και Wang (1997) συμφωνούν ότι οι διαμεσολαβητές επιτρέπουν την πρόσβαση των ιδιωτικών αποταμιευτών σε μεγάλα επενδυτικά προγράμματα. Αυτή η δυνατότητα δίδεται μέσω της συγκέντρωσης του συνόλου των κεφαλαίων από τους μικρούς αποταμιευτές και την επένδυσή τους σε προγράμματα, που δεν είναι προσβάσιμα ξεχωριστά σε περιορισμένα κεφάλαια. Οι αποταμιευτές, επίσης, αποκτούν πρόσβαση σε προγράμματα με μεγαλύτερο ρίσκο και υψηλότερες ενδεχόμενες αποδόσεις, χωρίς να πρέπει να αναλάβουν το συνολικό ρίσκο ο καθένας ατομικά. Επιπλέον, μπορούν να επενδύσουν σε μακροπρόθεσμα προγράμματα, χωρίς να δεσμεύουν κεφάλαια για μεγάλες χρονικές περιόδους και να έχουν πρόσβαση σε ήδη μελετημένα επενδυτικά προγράμματα.

Οι Everett και Kelly (2004) θεωρούν ότι η άμεση διαθεσιμότητα των πιστώσεων είναι ένας σημαντικός παράγοντας κατά τη διαδικασία της οικονομικής ανάπτυξης, και είναι κοινά αποδεκτή η άποψη ότι η χρηματοοικονομική απελευθέρωση υποστηρίζει την ανάπτυξη στις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Η απουσία ενός αναπτυγμένου χρηματοπιστωτικού τομέα συμβάλλει στην μη κατάλληλη εκμετάλλευση των ευκαιριών, ενώ οι αποτελεσματικές και εξειδικευμένες αγορές δρουν με τέτοιο τρόπο, ούτως ώστε να προωθούν επενδυτικές ευκαιρίες. Αυτά τα ευρήματα είναι συμβατά με τις προηγηθείσες μελέτες των Shaw και McKinnon (2007), που συμπέραναν ότι ενώ οι χρηματοοικονομικές αγορές αναπτύσσονται, το επίπεδο του κατά κεφαλήν εισοδήματος αυξάνεται με έναν συγκρίσιμο ρυθμό. Οι McLean και Shresta (2002-2003) σε αντίστοιχη μελέτη σχολιάζουν ότι η χρηματοοικονομική απελευθέρωση αυξάνει την οικονομική ανάπτυξη, μέσω της αύξησης της εισροής κεφαλαίου, η οποία με τη σειρά της μειώνει το εγχώριο

ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.

Οι King και Levine (1993) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η ανάπτυξη του τραπεζικού τομέα συνέβαλε στην οικονομική ανάπτυξη μακροπρόθεσμα, ενώ οι Boyd, Stiglitz και Arestis et al (2001) θεωρούν ότι η τραπεζική ανάπτυξη συμβάλλει περισσότερο στην οικονομική ανάπτυξη, από την ανάπτυξη της αγοράς των μετοχών. Ο Levine (1993) θεωρεί ότι ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα που είναι καλά ανεπτυγμένο οδηγεί σε γρηγορότερη οικονομική ανάπτυξη. Οι δύο παράγοντες που ασκούν θετική επίδραση στην οικονομική ανάπτυξη είναι η ύπαρξη ποικιλίας ιδιωτικών τραπεζών που προσφέρουν χρηματοδότηση στις ιδιωτικές επιχειρήσεις και ενός καλά οργανωμένου χρηματιστηρίου. Άλλη μερίδα οικονομολόγων συμφωνεί ότι η σχέση ανάμεσα στην ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού τομέα και στην οικονομική ανάπτυξη είναι πολύ ισχυρή και, μέσα από μελέτες, αποδεικνύεται η ύπαρξη μιας αιτιώδους σχέσης ανάμεσα στα δύο μεγέθη. Οι σημερινοί ερευνητές δίνουν μεγαλύτερη βάση σε μία σχέση, όπου η προσφορά καθοδηγεί τις εξελίξεις (supply leading relationship). Η βασική αρχή εδώ είναι ότι η ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού τομέα οδηγεί και προκαλεί οικονομική ανάπτυξη. Επομένως, με βάση αυτή τη θεωρία η σχέση των δύο δεν χαρακτηρίζεται από αμφίδρομη αιτιότητα, αλλά η ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού τομέα είναι η βασική αιτία για την ενίσχυση της οικονομικής ανάπτυξης.

- **Η ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ
ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΟΥΣ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥΣ ΕΛΕΓΧΟΥΣ - ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ
ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ**

Διάφορες διαδικασίες ελέγχων χρησιμοποιήθηκαν κατά κόρον στο παρελθόν από τις χρηματοοικονομικές αγορές, αλλά οι περισσότερες χώρες έχουν πλέον δεχτεί ότι η εφαρμογή ενός βασικού ρυθμιστικού πλαισίου είναι τώρα το σύνηθες και όχι η εξαίρεση. Διάφορα ισχυρά επιχειρήματα διατυπώθηκαν στο παρελθόν υπέρ των ρυθμιστικών ελέγχων και, ενώ μπορεί να υπήρξε μία πολύ αποδοτική πρακτική στο παρελθόν, οι οικονομικές δομές, που αλλάζουν τόσο γρήγορα, φανερώνουν

ότι σήμερα αυτή η πρακτική χρησιμοποιείται σε πιο περιορισμένη βάση. Η παγκοσμιοποίηση προκάλεσε αύξηση της αλληλεξάρτησης ανάμεσα στις χώρες και, παρόλο που αυτό μπορεί να οδηγήσει σε αυξημένη έκθεση σε εξωτερικές διαταραχές, οι επιδράσεις τους έχουν αποδυναμωθεί, καθώς διαχέονται σε ένα πολύ μεγαλύτερο σώμα από ότι παλαιότερα. Η παγκοσμιοποίηση έχει επίσης οδηγήσει σε αυξημένη ελευθερία εισόδου και απομάκρυνση των φραγμών, και, όπως είναι λογικό, σε ένα τέτοιο περιβάλλον οι ρυθμίσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι πλέον αρκετά περιορισμένες.

Οι υποστηρικτές της αναμόρφωσης υπογραμμίζουν τα πλεονεκτήματα του αυξημένου ανταγωνισμού, ο οποίος εμφανίζεται έντονα μετά την απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα, μέσω της αυξημένης αποτελεσματικότητας, της μεγάλης ποικιλίας επιλογών κ.α. Το γεγονός είναι ότι η χρηματοοικονομική απελευθέρωση, ενώ οδηγεί σε άνοιγμα των αγορών, σε πολλά κράτη είχε σαν αποτέλεσμα πολλές συγχωνεύσεις, κάτι που συνεπάγεται αυξημένη συγκέντρωση και σχετική μείωση της ποικιλίας. Την επομένη, λοιπόν, της χρηματοπιστωτικής αναμόρφωσης έχουμε μικρότερο αριθμό μεγάλων τραπεζών, από ότι πριν, καθώς οι μικρότερες τράπεζες αντιμετωπίζουν μεγάλες δυσκολίες να ανταγωνιστούν και να λειτουργήσουν αποτελεσματικά στα πλαίσια μιας τέτοιας αγοράς.

Αυτή την περίοδο, αναγνωρίζεται όλο και περισσότερο η σημασία της ανεπίσημης αγοράς και έχει παρουσιασθεί μία τάση να συμπεριληφθεί και αυτή η αγορά στην συνολική διαδικασία της αναμόρφωσης, καθώς σε κάποιες περιπτώσεις αυτή η αγορά είναι περισσότερο αποτελεσματική από την επίσημη αγορά. Με τον όρο ανεπίσημη αγορά αναφερόμαστε σε συγκεκριμένες μονάδες, όπως οι ιδιώτες δανειστές (τοκογλύφοι), οι οποίες λειτουργούν έξω από την επίσημη χρηματοπιστωτική αγορά, και παρολαυτά την επηρεάζουν,. Προς το παρόν, δεν αξιοποιείται στον μέγιστο βαθμό η κατάρτιση και η εμπειρία του προσωπικού που απασχολείται σε τέτοιου είδους αγορές, καθώς και η γνώση που χαρακτηρίζει αυτά τα άτομα, σε σχέση με το άμεσο περιβάλλον τους. Υπολογίζεται ότι οι δύο αγορές, τόσο η επίσημη, όσο και η άτυπη, θα συνεχίζουν να λειτουργούν παράλληλα, χωρίς καμία προσπάθεια να συμπεριληφθεί αυτός ο τομέας και να αξιοποιηθούν τα πλεονεκτήματα που μπορεί να προκύψουν από μία τέτοια ενοποίηση. Προσπάθειες πρέπει να γίνουν ούτως ώστε να καταστεί η



αναμόρφωση της επίσημης αγοράς περισσότερο ελκυστική για την ανεπίσημη αγορά, μέσω της ανάπτυξης και της κατάρτισης, καθώς και μέσω φορολογικών κινήτρων. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε δικαιότερη τοποθέτηση των πιστωτικών πόρων, με τους δανειζόμενους να πληρώνουν χαμηλότερα επιτόκια, έχοντας ταυτόχρονα πρόσβαση σε λογικά ποσά πίστωσης. Αυτή η εξέλιξη θα ωφελήσει συγκεκριμένες κατηγορίες καταναλωτών, οι οποίες προς το παρόν συχνά δεν πληρούν τις προϋποθέσεις για να ενταχθούν και να αξιοποιήσουν τις υπηρεσίες της επίσημης αγοράς, όπως οι αγρότες.

Βέβαια, όλο και περισσότερο αναγνωρίζεται ότι κάποιες μορφές επιτήρησης είναι αναγκαίο να συνεχίσουν να υφίστανται, έστω και λιγότερο αυστηρές. Η επιτήρηση αποτελεί μια πιο δαπανηρή μορφή ελέγχου από τις άλλες μορφές, καθώς περιλαμβάνει συνεχή και στενή παρακολούθηση, σε αντίθεση με τους παροδικούς ελέγχους που συνοδεύονται από τις κατάλληλες κυρώσεις, στις περιπτώσεις που θεωρείται απαραίτητο. Εν τούτοις, η επιτήρηση σαν εργαλείο ελέγχου φαίνεται να είναι αρκετά κατάλληλη για τις χρηματοπιστωτικές αγορές, ούτως ώστε να αποφύγουμε περιπτώσεις σαν την Barings Bank και την Allfirst, όπου και οι δύο τράπεζες έχασαν δισεκατομμύρια λόγω έλλειψης αυστηρών ελέγχων. Τα περισσότερα κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης εισάγουν εποπτικά σώματα για τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, καθώς ο ρόλος και οι λειτουργίες των Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών αλλάζουν ραγδαία, με την παρουσία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

Επιπλέον, έντονη ανησυχία έχει διαμορφωθεί σχετικά με το ρόλο των κεντρικών τραπεζών σαν «δανειστές της τελευταίας λύσης» ('lender of last resort'), όπως χαρακτηριστικά αποκαλούνται. Η κριτική προκύπτει ακριβώς γιατί είναι σύνηθες το φαινόμενο τράπεζες στα πρόθυρα της χρεοκοπίας να απευθύνονται στις εθνικές κεντρικές τράπεζες, σε μία ύστατη προσπάθεια αντιμετώπισης των οικονομικών τους προβλημάτων. Αυτή η τακτική αλλάζει στις χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, καθώς οι τράπεζες υποχρεούνται να συμμορφωθούν με τις ρυθμίσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οι οποίες περιλαμβάνουν την δημιουργία και εφαρμογή διαφανών λειτουργιών και λογιστικών συστημάτων. Ενώ οι κεντρικές τράπεζες στο παρελθόν αντιμετώπισαν προβλήματα στο να καταλήξουν στον χαρακτηρισμό μίας τράπεζας, σχετικά με το αν ήταν στα πρόθυρα της χρεοκοπίας

ή αφερέγγυα, τώρα τέτοια προβλήματα δεν υφίστανται πια. Έτσι, κατάλληλες διορθωτικές κινήσεις θα λαμβάνουν χώρα, μόνο όταν παρατηρούνται σημαντικές αποκλίσεις που τις καθιστούν αναγκαίες.

Άλλο ένα σημαντικό ζήτημα που προκύπτει από αυτά τα προβλήματα των τραπεζών είναι κατά πόσο θεωρούνται μεταδοτικά και για τους άλλους τραπεζικούς οργανισμούς. Τώρα είναι περισσότερο διαδεδομένη η πεποίθηση ότι τα μεταδοτικά προβλήματα δεν αποτελούν πλέον τόσο συχνό φαινόμενο, όσο θεωρείτο παλαιότερα, καθώς το κοινό, στο σύνολό του, είναι πλέον περισσότερο ενήμερο για τα χρηματοπιστωτικά θέματα και εμπιστεύεται περισσότερο το τραπεζικό σύστημα. Επιπλέον, φαίνεται ότι τέτοιου είδους προβλήματα που ενδεχομένως χαρακτηρίζουν μία τράπεζα δεν είναι απαραίτητως μεταδοτικά για το σύνολο του τραπεζικού συστήματος μιας χώρας.

Τέλος, η διαδικασία της χρηματοπιστωτικής αναμόρφωσης θα πρέπει πάντα να μελετάται και να αξιολογείται και στα γενικότερα πλαίσια της οικονομίας. Είναι γενικά αποδεκτό ότι η μακροοικονομική σταθερότητα είναι η φυσική προϋπόθεση για την χρηματοπιστωτική αναμόρφωση. Ωστόσο, είναι επίσης αποδεκτό ότι δεν μπορεί να μην υπάρχουν περιθώρια για αναβολή της χρηματοπιστωτικής αναμόρφωσης, ακόμα και αν το μακροοικονομικό περιβάλλον δεν είναι κατάλληλο για άμεση αναμόρφωση. Οι προσπάθειες που γίνονται θα πρέπει να είναι προς την κατεύθυνση της διασφάλισης ότι και οι δύο τομείς εξελίσσονται ταυτόχρονα, ίσως με διαφορετικούς ρυθμούς, προς την αναμόρφωση.

- **ΑΠΟΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ**

Η πιο ισχυρή κριτική ενάντια στην χρηματοοικονομική απελευθέρωση σχετίζεται, όχι μόνο με την αύξηση της πιθανότητας των κρίσεων, αλλά και με το επιχείρημα ότι χαρακτηρίζεται από μία καθαρή προκατάληψη υπέρ αποπληθωριστικών μακροοικονομικών πολιτικών και αναγκάζει το κράτος να υιοθετήσει μια αποπληθωριστική στάση για να χαμηλώσει το επίπεδο των επιτοκίων (Patnaik,

2003). Ο συγκεκριμένος μηχανισμός λειτουργεί σταδιακά.

Αρχικά, η ανάγκη για προσέλκυση ξένων κεφαλαίων ισοδυναμεί με την ύπαρξη περιορισμών στην δυνατότητα ενίσχυσης της φορολογίας, ειδικά της φορολογίας κεφαλαίου. Ουσιαστικά, προηγούμενη ή ταυτόχρονη απελευθέρωση του εμπορίου ήδη έχει συμβάλλει στην μείωση των έμμεσων φορολογικών εσόδων, που εισπράττει το κράτος, πριν από την χρηματοοικονομική απελευθέρωση, χειροτερεύοντας κατά πολύ τα φορολογικά έσοδα στο ξεκίνημα ενός τέτοιου εγχειρήματος. Αυτή η κατάσταση, με τη σειρά της θέτει περιορισμούς στα κυβερνητικά έσοδα, εφόσον η χρηματοδότηση κεφαλαίου γενικά δεν συμβαδίζει με τα μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα. Αυτό, ως ένα βαθμό, επηρεάζει τις μακροοικονομικές αποφάσεις της εκάστοτε κυβέρνησης, περιορίζοντας ταυτόχρονα τις ενέργειες της για ανάπτυξη της οικονομίας και διαμορφώνοντας σε μεγάλο βαθμό την οικονομική της πολιτική.

Οι δραστηριότητες του κράτους που χρηματοδοτούνται από ελλείμματα είναι ενάντια στο συμφέρον της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης για πολλούς λόγους. Αρχικά, η χρηματοδότηση μέσω ελλειμμάτων φαίνεται να συμβάλλει στην απειλή υπερβάλλουσας ρευστότητας του συστήματος, και γι' αυτό το λόγο θεωρείται δυνητικά πληθωριστική. Ο πληθωρισμός επηρεάζει αρνητικά τα οικονομικά μιας χώρας, επειδή διαβρώνει την πραγματική αξία των χρηματοοικονομικών τίτλων και γενικά των περιουσιακών στοιχείων μιας οικονομίας. Επιπλέον, εφόσον οι κυβερνητικές δαπάνες έχουν έναν πιο αυτόνομο χαρακτήρα, η χρησιμοποίηση ελλειμμάτων για την χρηματοδότηση τέτοιων δαπανών συχνά θεωρείται σαν προσπάθεια εισαγωγής στις χρηματοοικονομικές αγορές ενός αυθαίρετου παίχτη-παραγόντα, ο οποίος δεν καθοδηγείται από το κίνητρο του κέρδους, όπως οι υπόλοιπες οικονομικές μονάδες, αλλά του οποίου οι ενέργειες μπορούν να οδηγήσουν σε διαφοροποίηση των ρυθμών απόδοσης, καθιστώντας τα χρηματοοικονομικά κέρδη περισσότερο απρόβλεπτα. Η χρηματοδότηση ελλειμμάτων, λοιπόν, οδηγεί σε συσσώρευση του κρατικού χρέους και επηρεάζει το επίπεδο του επιτοκίου. Τα συμφέροντα των χρηματοοικονομικών παραγόντων, που θέλουν να προφυλαχτούν απέναντι σε τέτοια ενδεχόμενα, τείνουν να αντιτίθενται σε χρηματοδότηση ελλειμμάτων. Τέλος, εφόσον συγκεκριμένες οικονομικές μονάδες απολαμβάνουν προνόμια σχετικά με την χρηματοοικονομική



αγορά, η έντονη παρουσία του κράτους σαν ρυθμιστής και ο παρεμβατικός χαρακτήρας του κράτους μπορεί να θεωρηθεί σαν μία έμμεση προσπάθεια υποκατάστασης του ρόλου της αγοράς. Η αγορά, λοιπόν, μπροστά σε αυτόν τον κίνδυνο προτιμά την αποφυγή υψηλών ελλειμμάτων και τον έλεγχό τους.

Αυτές οι τάσεις επηρεάζουν τις πραγματικές επενδύσεις με δύο τρόπους. Κατ' αρχήν, αν κερδοσκοπικές φούσκες οδηγούν σε χρηματοοικονομικές κρίσεις, μειώνουν κατά πολύ τη ρευστότητα και αυξάνουν το κόστος των τρεχουσών συναλλαγών. Επιπλέον, έχουν σαν αποτέλεσμα σοβαρό πλήγμα στις πωλήσεις τίτλων και αυξάνουν τον πληθωρισμό, που επιδρά δυσμενώς στην απασχόληση και στο επίπεδο ζωής. Άλλωστε, όσο οι αποδόσεις παραγωγικών επενδύσεων στην γεωργία ή στον κατασκευαστικό τομέα μειώνονται, προκύπτουν επιπλέον περιορισμοί στα ποσά που οι δανειστές είναι διατεθειμένοι να διαθέσουν για χρηματοδότηση τέτοιων επενδύσεων. Επομένως, παρά το γεγονός ότι για το κοινωνικό σύνολο οι επενδύσεις σε αυτούς τους τομείς μπορεί να είναι υψηλότερες από αντίστοιχες στη χρηματαγορά και στην αγορά ακινήτων, και παρά την συμβολή που αυτές οι επενδύσεις μπορεί να έχουν στην οικονομική ανάπτυξη και στην μείωση της φτώχειας, πιστώσεις στο επιθυμητό από την αγορά επιτόκιο μπορεί να μην είναι διαθέσιμες.

Όλο και περισσότερο αναγνωρίζεται, ακριβώς γι' αυτό τον λόγο, ότι η χρηματοοικονομική απελευθέρωση μπορεί να επιφέρει σημαντικές αλλαγές στις βασικές δομές της χρηματοοικονομικής αγοράς, που είναι κρίσιμες και σημαντικές για την οικονομική ανάπτυξη. Ενώ η σχέση ανάμεσα στις χρηματοοικονομικές δομές, στην χρηματοοικονομική ανάπτυξη και στη γενική οικονομική ανάπτυξη είναι περίπλοκη, το βασικό θέμα σχετικά με την χρηματοδότηση της ανάπτυξης είναι το κατά πόσο έχουμε δημιουργία νέων κεφαλαίων ή απλά μετατόπισή τους από άλλους τομείς της οικονομίας. Όταν, λοιπόν, ο χρηματοοικονομικός τομέας αφήνεται χωρίς κάποιο περιορισμό ή καλύπτεται στο ελάχιστο από κάποιες περιοριστικές ρυθμίσεις, τα σήματα της αγοράς καθορίζουν την τοποθέτηση των επενδυόμενων κεφαλαίων, και, κατ' αυτόν τον τρόπο την ζήτηση και την τοποθέτηση των αποταμιεύσεων, στην οποία μεσολαβούν οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί. Αυτό μπορεί να συνδέεται με μία κατάσταση, η οποία έχει συχνά στο παρελθόν παρατηρηθεί, όπου περισσότερο οι ιδιωτικές, παρά οι κοινωνικές



αποδόσεις καθορίζουν σε μεγάλο βαθμό τόσο την τοποθέτηση των αποταμιεύσεων, όσο και την τοποθέτηση των επενδύσεων. Αυτή η κατάσταση μπορεί να επιδεινώσει την έμφυτη τάση της αγοράς να κατευθύνει τις πιστώσεις σε τομείς της οικονομίας, όχι τόσο μεγάλης προτεραιότητας και ευαίσθητους στις εισαγωγές, αλλά περισσότερο επικερδείς. Επιπλέον, αυτή η κατάσταση είναι πολύ πιθανό να οδηγήσει στη συγκέντρωση επενδυτικών κεφαλαίων στα χέρια λίγων μεγάλων παιχτών και να κατευθύνει τις αποταμιεύσεις σε ήδη αρκετά ανεπτυγμένα κέντρα οικονομικής δραστηριότητας.



2.4. ΚΟΙΝΩΝΙΚΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ

Όποιες και αν είναι οι ενδεχόμενες οικονομικές επιπτώσεις της αναμόρφωσης των χρηματοοικονομικών αγορών, μία σχετική ανάλυση θα ήταν ελλιπής αν δεν λαμβάνονταν υπόψιν οι κοινωνικές επιπτώσεις μιας τέτοιας πολιτικής. Άλλωστε, οποιαδήποτε πολιτική έχει επιπτώσεις στην κοινωνία, επιπτώσεις που σε μεγάλο βαθμό καθορίζουν και το αν θα εφαρμοστεί πλήρως ο συγκεκριμένος σχεδιασμός. Με την χρηματοοικονομική απελευθέρωση υπάρχει ο κίνδυνος ο κοινωνικά επιθυμητός ρόλος της χρηματοοικονομικής αγοράς να ατονήσει και να μην είναι πλέον αποτελεσματικός. Μια τέτοια εξέλιξη σίγουρα δεν αφήνει ανεπηρέαστους τομείς της παραγωγής εντάσεως ανθρώπινου δυναμικού, όπως η γεωργία και οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Στους συγκεκριμένους τομείς το κόστος συναλλαγών για δανεισμό τείνει να είναι υψηλό, το ρίσκο μεγάλο και οι εγγυήσεις δύσκολα διασφαλίζονται.

Η αγροτική κρίση στα περισσότερα μέρη του αναπτυσσόμενου κόσμου σχετίζεται τουλάχιστον μερικώς, και συχνά σημαντικά, με την δυσκολία πρόσβασης του αγροτικού κόσμου σε χρηματοδότηση από επίσημους οργανισμούς, που είναι το άμεσο αποτέλεσμα της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης, μιας και τα κεφάλαια οδηγούνται στους πιο αποδοτικούς τομείς της οικονομίας και στους καταναλωτές. Χαρακτηριστικό και λίγο ακραίο παράδειγμα μιας τέτοιας κατάστασης είναι η Ινδία, η οποία χαρακτηρίζεται από βαθιά κρίση στην αγροτική κοινότητα και αντιμετωπίζει μαζικές μεταναστεύσεις αγροτικού πληθυσμού και περιπτώσεις λοιμού. Σε αυτή, λοιπόν, τη χώρα υπάρχει ισχυρή ένδειξη ότι η βαθιά κρίση σχετίζεται με την αναγκαστική στροφή των αγροτών σε άλλες μορφές χρηματοδότησης, με ιδιώτες δανειστές και τοκογλύφους, που χειροτερεύει ακόμη περισσότερο την ήδη άσχημη κατάστασή τους. Σε αυτές τις περιπτώσεις είναι αναγκαία η κρατική ρύθμιση, ούτως ώστε να μην καταρρεύσουν παραδοσιακοί τομείς της οικονομίας, που πλέον δεν θεωρούνται ιδιαίτερα αποδοτικοί.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3:

Η σχέση ανάμεσα στις παρατηρούμενες τραπεζικές κρίσεις και στην απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών

3.1. Θεωρία των τραπεζικών κρίσεων

Στις περισσότερες αναπτυσσόμενες αγορές, οι τράπεζες απολαμβάνουν μία ρητή ή εννοούμενη εγγύηση, που καλύπτει τους καταθέτες. Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι καταθέτες τελικά κατάφεραν να αποκτήσουν πρόσβαση σε όλες τις καταθέσεις τους, ακόμη και σε περιπτώσεις όπου το πλαίσιο διασφάλισης των καταθέσεων δεν ήταν πολύ ισχυρό. Παρόλαυτα, είναι μάλλον αφελές να θεωρήσουμε ότι μία επιχείρηση διάσωσης τράπεζας από την διαφαινόμενη κρίση σώζει και την συνολική αξία των καταθέσεων, ακόμη και όταν οι αυθαίρετες κυβερνητικές εγγυήσεις καλύπτουν το 100% των καταθέσεων. Ο λόγος γι' αυτό είναι ότι ακόμη και αν οι καταθέτες δεν χάσουν τις καταθέσεις τους από άμεσες κατασχέσεις, θα τις χάσουν, ως ένα βαθμό, από την αύξηση της φορολογίας, σε μια προσπάθεια του κράτους να αντισταθμίσει τις απώλειες. Η διαφορά, όμως, είναι ότι στην δεύτερη περίπτωση δεν επιβαρύνονται αποκλειστικά οι καταθέτες, αλλά οι απώλειες διαχέονται στο σύστημα.

Πτωχεύσεις ιδιωτικών τραπεζών είναι πολύ πιθανό να συμβούν, ειδικά σε ένα περιβάλλον έντονων μακροοικονομικών και θεσμικών αλλαγών. Συχνά, κάποια τραπεζικά ιδρύματα εισέρχονται στη φάση της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης έχοντας ήδη στην κατοχή τους ένα χαρτοφυλάκιο, που χαρακτηρίζεται από μεγάλο αριθμό μη αποδοτικών στοιχείων. Για αυτές τις τράπεζες, η χρηματοοικονομική απελευθέρωση και οι επιπτώσεις που παραδοσιακά έχει στη διαμόρφωση του επιτοκίου και στην οικονομική ευρωστία των επιχειρήσεων, είναι μάλλον απίθανο να βελτιώσει την ποιότητα του χαρτοφυλακίου τους. Ο πιο βασικός λόγος γι' αυτό είναι ότι οι χρεοκοπίες τραπεζικών ιδρυμάτων τείνουν να οδηγούν σε μαζικές αναλήψεις πανικού. Οι



καταθέτες, όντας αβέβαιοι σχετικά με τις επιπτώσεις της χρεοκοπίας ορισμένων τραπεζών στις πιο υγιείς τράπεζες και στο όλο σύστημα πληρωμών, μπορεί να αποκτήσουν τη ψυχολογία που οδηγεί σε τέτοιες μαζικές αναλήψεις.

Επιπλέον, αν η χρηματοοικονομική απελευθέρωση έχει ολοκληρωθεί με επιτυχία, είναι πολύ πιθανό οι χρηματοοικονομικοί τίτλοι που διαχειρίζονται από το τραπεζικό σύστημα να έχουν σταδιακά αυξηθεί. Βασική αιτία γι' αυτό είναι ότι τώρα έχουν την δυνατότητα να αιχμαλωτίζουν, πιθανώς, κάποιες από τις πηγές κεφαλαίου που εξαιτίας των περιορισμών που υπήρχαν προηγουμένως στο σύστημα, δεν μπορούσαν να αξιοποιηθούν. Η διάλυση της εμπιστοσύνης του κοινού στο χρηματοοικονομικό σύστημα μπορεί να προκαλέσει μία ραγδαία εκροή κεφαλαίου και μία συνακόλουθη κρίση στις αγορές ξένου συναλλάγματος. Μια τέτοια εξέλιξη είναι λογικό να οδηγήσει σε μία σειρά άλλων αρνητικών εξωτερικοτήτων για το σύνολο της οικονομίας. Αυτές οι επιπτώσεις περιλαμβάνουν απώλεια της δημοσιονομικής σύνεσης, καθώς πιέζει τις αρχές να προβούν σε χρηματοδότηση του χρέους με λιγότερο ορθόδοξα μέσα, μειώνοντας την διαθεσιμότητα και αυξάνοντας το κόστος των τραπεζικών πιστώσεων, υπονομεύοντας τα υπόλοιπα οικονομικά μεγέθη της οικονομίας και προκαλώντας δυσκολίες στην επίτευξη των γενικότερων δημοσιονομικών και νομισματικών στόχων.

Οι χρηματοοικονομικές κρίσεις συχνά έχουν πολύ βαθιές αιτίες και αρνητικές επιπτώσεις. Τα θύματα σε τέτοιες περιπτώσεις δεν είναι μόνο οι μέτοχοι ή οι καταθέτες, όπως συχνά υποθέτεται, αλλά η επιβάρυνση κυρίως αφορά τους φορολογούμενους, μέσω της επιβάρυνσης συνολικά της οικονομίας. Η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού τομέα, με το μεγάλο αριθμό ευκαιριών που προσφέρει στα τραπεζικά ιδρύματα, μπορεί να οδηγήσουν σε τραπεζικές κρίσεις που στοιχίζουν στους φορολογούμενους μεγάλα ποσά χρημάτων. Σε μερικές περιπτώσεις τα σχετικά ποσά είναι πραγματικά πολύ μεγάλα, αν ληφθεί υπόψιν ότι η περίπτωση της United States Savings and Loan Association (USS & LA) που αντιμετώπισε κόστος ίσο με 3.5% του ΑΕΠ στα τέλη της δεκαετίας του 1980, θεωρείται σχετικά ήπια.

Πολλές μελέτες έχουν γίνει κατά καιρούς σχετικά με τις επιμέρους συνθήκες που



οδηγούν σε κρίσεις στον τραπεζικό τομέα. Οι Benston και Kaufman (1995) μέσα από μία θεωρητική και εμπειρική ανάλυση εντοπίζουν τέσσερις βασικούς παράγοντες που έχουν κατά καιρούς οδηγήσει και οδηγούν στην εμφάνιση τραπεζικών κρίσεων. Σαν βασική αιτία θεωρείται η υπερβολική επέκταση των τραπεζικών πιστώσεων, που συνήθως προηγείται των κρίσεων. Η ασυμμετρία στην πληροφόρηση, επίσης, έχει σαν αποτέλεσμα στην αδυναμία των καταθετών να εκτιμήσουν με ακρίβεια τα τραπεζικά στοιχεία. Επίσης, κρίσεις στον τραπεζικό τομέα μπορεί να προκληθούν και από κρίσεις που προέρχονται έξω από το τραπεζικό σύστημα, ανεξάρτητα από την χρηματοοικονομική κατάσταση των τραπεζών, και είτε προκαλούν αλλαγή στις προτιμήσεις ρευστότητας των καταθετών, είτε οδηγούν στην μείωση των τραπεζικών αποθεμάτων. Τέλος, σημαντική αιτία θεωρούνται και οι θεσμικοί και νομικοί περιορισμοί που αποδυναμώνουν τις τράπεζες και τις κάνουν περισσότερο επιρρεπείς σε χρεοκοπία. Τα εμπειρικά στοιχεία που παρουσιάζονται από τους συγγραφείς φαίνονται να είναι συνεπή με την υπόθεση της ασυμμετρίας της πληροφόρησης, που εξηγεί γιατί οι καταθέτες απευθύνονται σε τράπεζες, όταν ταυτόχρονα αντίξοες οικονομικές συνθήκες τους οδηγούν στην αμφισβήτηση της αξίας των χρηματοοικονομικών τίτλων. Τα στοιχεία, επίσης, υποστηρίζουν την υπόθεση ότι η πιθανότητα κρίσης αποδίδεται στις τράπεζες πολύ περισσότερο, όταν δυσμενείς κρίσεις προκύπτουν, εξ' αιτίας περιορισμών στην διαφοροποίηση του κινδύνου και άλλων αδυναμιών του συστήματος.

Πέρα από τους παράγοντες που αναφέρθηκαν, και που μπορεί να εντοπιστούν σε αρκετές περιπτώσεις τραπεζικών κρίσεων, υπάρχει και ένας επιπλέον, που φαίνεται να επηρεάζει σημαντικά την ποιότητα των τραπεζικών στοιχείων. Αυτός ο παράγοντας συνδέεται με την ιδιοκτησιακή σχέση, που συχνά υπάρχει στις αναπτυσσόμενες οικονομίες ανάμεσα στους οργανισμούς του χρηματοοικονομικού τομέα και στις επιχειρήσεις του βιομηχανικού τομέα. Σε περιπτώσεις που αυτές οι σχέσεις υπάρχουν ή όπου οι συνέπειές τους δεν εποπτεύονται ή δεν ελέγχονται αυστηρά, οι τράπεζες τείνουν να συγκεντρώνουν το χαρτοφυλάκιο των πιστώσεών τους σε μία μικρή ομάδα επιχειρήσεων, που μπορεί να χαρακτηρίζεται από αναξιόπιστο έλεγχο πιστωτικού κινδύνου.

Οι περισσότεροι από αυτούς τους παράγοντες επηρεάζουν ξεχωριστά κάθε

τράπεζα, και με αυτό τον τρόπο επιδρούν και στο σύνολο του τραπεζικού συστήματος. Ακριβώς λόγω αυτής της επίδρασης, οι θεσμικοί και νομικοί περιορισμοί φαίνονται να είναι ιδιαίτερα αναγκαίοι σε μία προσπάθεια αποφυγής κρίσεων. Αντίθετα, η περίπτωση των εξωτερικών κρίσεων, που μπορεί να επηρεάσουν την χρηματοοικονομική αγορά, σχετίζεται με την κατάσταση κατά την οποία οι τράπεζες τείνουν να συγκεντρώνουν τις πιστώσεις τους σε συγκεκριμένους τομείς της οικονομικής δραστηριότητας.

Τέλος, υπάρχει και άλλος ένας παράγοντας που μπορεί να επηρεάσει τις κρίσεις στον τραπεζικό τομέα και έχει έναν μάλλον ειδικό χαρακτήρα. Αναφέρεται στις πολιτικές της διοίκησης της κάθε ιδιωτικής τράπεζας, όπως πολιτική επέκτασης των εργασιών και πρακτικές χρηματοδότησης θυγατρικών εταιριών. Αυτές οι πρακτικές μπορούν να κάνουν σημαντική διαφορά στο πώς οι τράπεζες εκμεταλλεύονται τις ευκαιρίες που τους προσφέρονται από την αναμόρφωση της αγοράς σε όρους απελευθέρωσης των αγορών, ελαχιστοποίησης των περιορισμών στις πολιτικές της τράπεζας, δυνατότητας δημιουργίας νέων προϊόντων κ.α. Γενικά, η χρηματοοικονομική απελευθέρωση προσφέρει μοναδικές ευκαιρίες εφαρμογής επεκτατικής πολιτικής, και άλλων πολιτικών της διοίκησης που αυξάνουν τον ηθικό κίνδυνο.

Συγκεκριμένα, οι διαφορετικές πιθανότητες χρεοκοπίας που χαρακτηρίζουν τις τράπεζες σε μία συγκεκριμένη οικονομία, που διέρχεται από φάση χρηματοοικονομικής αναμόρφωσης, αναφέρονται σε δύο παράγοντες. Αρχικά, στον αναλαμβανόμενο κίνδυνο και στις πρακτικές της διοίκησης και της ιδιοκτησίας της κάθε τράπεζας πριν και κατά την διάρκεια της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης, καθώς και στην ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείου στην αρχή αυτής της αλλαγής. Ακριβώς σε αυτούς τους παράγοντες έγκειται και η προσπάθεια εντοπισμού των «προβληματικών» τραπεζών μέσα από τους χρηματοοικονομικούς δείκτες απόδοσης της κάθε τράπεζας.

Με βάση οικονομετρικές μελέτες, η κατά μέσο όρο καθυστέρηση της εμφάνισης των τραπεζικών κρίσεων μετά την εφαρμογή της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης είναι τέσσερα με πέντε χρόνια. Επομένως, δεδομένου αυτού του στοιχείου, είναι δυνατή η πρόβλεψη και ο εντοπισμός των συγκεκριμένων



τραπεζών που θα είναι υπεύθυνες για την επερχόμενη τραπεζική κρίση. Με βάση αυτή την πρόβλεψη, τα κράτη έχουν την δυνατότητα με αυστηρή παρατήρηση να εντοπίσουν τα προβλήματα και να μπορέσουν να αποφύγουν την διαφαινόμενη κρίση. Άλλωστε, τα στοιχεία επίσης δείχνουν ότι η κατάσταση του δανειακού χαρτοφυλακίου στην αρχή της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης και οι δραστηριότητες ανάληψης κινδύνου είναι πολύ σημαντικοί παράγοντες που επηρεάζουν το τελικό αποτέλεσμα. Συγκεκριμένα, οι τράπεζες που έχουν πιο συντηρητικές διοικήσεις και δεν αναλαμβάνουν δραστηριότητες με μεγάλο κίνδυνο είναι περισσότερο υγιείς και λιγότερο πιθανές να αντιμετωπίσουν δυσκολίες. Επιπλέον, έρευνες έχουν δείξει ότι οι τράπεζες που χαρακτηρίζονται από υψηλές αξίες κατά την ίδρυσή τους είναι αυτές που αναλαμβάνουν λιγότερο επικίνδυνες δραστηριότητες, και άρα περισσότερο ασφαλείς.

- ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΑ ΑΠΟΦΥΓΗΣ ΤΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ

Δεδομένης της μεγάλης σημασίας της αποφυγής των τραπεζικών κρίσεων που ακολουθούν την απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών, πολλές έρευνες έχουν γίνει σχετικά με την δυνατότητα μείωσης της πιθανότητας αντιμετώπισης τέτοιων καταστάσεων. Ένας παραδοσιακός τρόπος είναι η μελέτη μιας σειράς μακροοικονομικών μέτρων, που είναι πιο πιθανό να μειώσουν την πιθανότητα κρίσης. Με βάση, λοιπόν, αυτή την προσέγγιση, η κεντρική πρόταση είναι ότι η μακροοικονομική ισορροπία αποτελεί προϋπόθεση για μια επιτυχημένη δομική προσαρμογή και ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα πρέπει να είναι υπό έλεγχο πριν την είσοδο σε περίοδο αναμόρφωσης του χρηματοοικονομικού τομέα. Και η επιθυμητή σειρά της αναμόρφωσης είναι η αρχική απελευθέρωση της εγχώριας χρηματοοικονομικής αγοράς, προτού το κράτος προβεί σε μείωση των ελέγχων στις διεθνείς ροές κεφαλαίου.

Πιο πρόσφατα, μερικώς λόγω της ανεπάρκειας ικανών μακροοικονομικών παραγόντων να εξηγήσουν τις τραπεζικές κρίσεις, μεγαλύτερη έμφαση δίδεται στις περιοριστικές και ελεγκτικές διεργασίες που πρέπει να προηγηθούν, πριν από την αναμόρφωση του χρηματοοικονομικού τομέα. Ένα μέτρο πολιτικής, που

παλαιότερα δεν λαμβανόταν καν υπόψιν, και σήμερα αποτελεί μία σημαντική πρόταση είναι η προνοητική επίβλεψη. Αυτό το μέτρο βασίζεται στο επιχείρημα ότι με την χρηματοοικονομική απελευθέρωση αυξάνονται οι ευκαιρίες των τραπεζών για ανάληψη δραστηριοτήτων μεγαλύτερου ρίσκου και η ανάγκη για στενότερη επίβλεψη των τραπεζικών διεργασιών. Αυτό το επιχείρημα γίνεται ακόμη πιο σημαντικό αν η χρηματοοικονομική απελευθέρωση συνοδεύεται από την εισαγωγή ή την συντήρηση ενός πλαισίου διασφάλισης για τις καταθέσεις με σταθερό επιτόκιο.

Μια τρίτη προσέγγιση στο θέμα της προσπάθειας αποφυγής των τραπεζικών κρίσεων είναι η αυστηρή εξέταση των δεικτών απόδοσης των τραπεζών τη στιγμή της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης. Στην συνέχεια, γίνεται μια προσπάθεια καθορισμού των επιμέρους τραπεζών που συγκεντρώνουν την μεγαλύτερη πιθανότητα να χρεοκοπήσουν, όταν η διαδικασία της απελευθέρωσης των χρηματοοικονομικών αγορών θα έχει ξεκινήσει ή θα είναι ενεργή. Η βασική ιδέα, λοιπόν, είναι να δοθεί προσοχή από το ξεκίνημα της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης σε εκείνες τις τράπεζες, που με βάση έναν αριθμό μέτρων απόδοσης, είναι πιο πιθανές να παρουσιάσουν προβλήματα στο μέλλον. Με αυτό τον τρόπο, ο έλεγχος και η εποπτεία μπορεί να επικεντρωθεί σε αυτές τις προβληματικές περιπτώσεις.

- **ΤΟ ΠΑΡΑΔΟΞΟ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΩΝ ΤΗΣ ΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ**

Γιατί οι τράπεζες στην ανατολική Ευρώπη δεν αποτυγχάνουν εκεί που πολλοί αποτυγχάνουν;

Ενώ η ασιατική χρηματοοικονομική κρίση είχε επεκταθεί από την Ρωσία μέχρι τη Βραζιλία, οι αναπτυσσόμενες οικονομίες στην κεντρική και ανατολική Ευρώπη σε μεγάλο βαθμό έμειναν ανεπηρέαστες από αυτή την διεθνή χρηματοοικονομική τάση. Η παρατήρηση είναι ακόμη πιο εντυπωσιακή αν λάβουμε υπόψιν ότι οι περισσότερες οικονομίες έχουν αντιμετωπίσει σημαντικά προβλήματα στον τραπεζικό τομέα στο παρελθόν, με τους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης να είναι



συχνά επιβαρημένοι, με τις ρυθμιστικές πιέσεις και την επιτήρηση των τραπεζών να βελτιώνονται με πολύ αργούς ρυθμούς, με τις σταθεροποιητικές πολιτικές να εξελίσσονται αργά. Ο λόγος γι' αυτό είναι ότι οι συγκεκριμένοι παράγοντες που έχουν κατά καιρούς οδηγήσει στις τραπεζικές κρίσεις του παρελθόντος είναι σε γενικές γραμμές διαφορετικοί ή ανύπαρκτοι στις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης από εκείνους στις άλλες αναπτυσσόμενες οικονομίες.

Η πρόσφατη απομόνωση των χωρών της ανατολικής Ευρώπης από την διεθνή κρίση είναι ακόμα πιο εντυπωσιακή δοθέντος του ότι υπάρχει ένας αριθμός παραγόντων που μπορούσε να τις κάνει πιο επιρρεπείς σε τραπεζικές κρίσεις. Για παράδειγμα, σε έναν αριθμό πρόσφατων ερευνών, οι χρηματοοικονομικές κρίσεις συμβαίνουν με μεγαλύτερη συχνότητα όταν συνοδεύονται από αναμόρφωση των χρηματοοικονομικών αγορών. Εφόσον η χρηματοοικονομική απελευθέρωση σε αυτές τις χώρες εφαρμόστηκε σε γρήγορο διάστημα, η χρηματοοικονομική αστάθεια αναμενόταν να έρθει σχετικά γρήγορα. Επιπλέον, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 τόσο η Κροατία όσο και η Σλοβενία αντιμετώπισαν είτε τραπεζικές κρίσεις είτε σημαντικά προβλήματα στον τραπεζικό τομέα. Πως, όμως, εξηγείται αυτό το παράδοξο;

Εφόσον, αυτές οι χώρες πολύ λίγο επηρεάστηκαν από τις πρόσφατες κρίσεις σε σχέση με τις άλλες αναπτυσσόμενες χώρες, παρά την ήδη επιβαρημένη θέση τους, είναι ενδιαφέρον να δούμε που οφείλεται. Συγκεκριμένα, η μεγαλύτερη σταθερότητα τους μπορεί να είναι αποτέλεσμα μιας σειράς μοναδικών οικονομικών χαρακτηριστικών, που οδηγούν στο να είναι ο συνολικός κίνδυνος χαμηλότερος από τον συνηθισμένο, που συνδέεται με λιγότερο περιορισμένες χρηματοοικονομικές αγορές. Το βασικό θέμα είναι κατά πόσο αυτά τα μοναδικά χαρακτηριστικά παρέχουν μόνιμη ή, μόνο προσωρινή προστασία από την έκθεση σε μεγαλύτερο κίνδυνο. Με άλλα λόγια, κατά πόσον η σταθερότητα αυτών των οικονομιών υπήρξε ένα δομικό φαινόμενο ή ήταν σύμπτωση.

Ο εντοπισμός των επιμέρους παραγόντων που οδηγούν στην σταθερότητα αυτών των χωρών δεν ενδιαφέρει μόνο τις ίδιες οικονομίες, αλλά και τις χώρες που γειτνιάζουν με αυτές ή επενδύουν σε αυτές, μία από τις οποίες είναι και η Ελλάδα.



Μελέτες υποστηρίζουν ότι η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος αυτών των χωρών υπήρξε περισσότερο τυχαίο γεγονός, παρά αποτέλεσμα συγκεκριμένων δομικών χαρακτηριστικών. Δηλαδή, αυτά τα τραπεζικά συστήματα θα ενεπλέκονταν στην διεθνή οικονομική κρίση, αν δεν συνέτρεχαν κάποιοι συγκεκριμένοι λόγοι.

Οι Weller και Morzuch (2000) έδειξαν ότι το μακροοικονομικό περιβάλλον πριν την αναμόρφωση διαφέρει σημαντικά από αυτό μετά την αναμόρφωση σε αυτές τις χώρες, και η διαφορά εντοπίζεται ανάμεσα σε αυτές τις χώρες και στις άλλες αναπτυσσόμενες οικονομίες. Εξετάζοντας κάθε κατηγορία κινδύνου μπορούμε να καταλήξουμε σε συμπεράσματα σχετικά με την κατάσταση κάθε οικονομίας και με την πιθανότητα εμφάνισης κρίσης στον τραπεζικό τομέα. Ο βασικός κίνδυνος εμφανίζεται στον ρυθμό ανάπτυξης της πραγματικής βιομηχανικής παραγωγής, στον ρυθμό ανάπτυξης της αγοράς μετοχών και στον ρυθμό αύξησης των πραγματικών πιστώσεων. Σε γενικές γραμμές, ένας αυξανόμενος ρυθμός πραγματικών πιστώσεων υποδηλώνει έναν υψηλό αναλαμβανόμενο κίνδυνο για το σύνολο της οικονομίας. Επιπλέον, ένας υψηλός ρυθμός ανάπτυξης της αγοράς μετοχών μπορεί να δείχνει μία κατάσταση φούσκας των μετοχών, και ως εκ τούτου την ύπαρξη ενός σημαντικά υψηλού κινδύνου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4:

Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ, ΟΙ ΚΡΙΣΕΙΣ ΚΑΙ Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ: ΕΝΑ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΟ ΜΟΝΤΕΛΟ

Σε αυτό το σημείο της ανάλυσης έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον να δούμε πιο προσεκτικά ένα οικονομετρικό μοντέλο σχετικά με το κατά πόσο η απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών είναι περισσότερο πιθανό να οδηγήσει σε οικονομική ανάπτυξη ή σε κρίση του χρηματοοικονομικού συστήματος. Συγκεκριμένα, οι Ranciere, Tornell και Westermann (2006) προτείνουν μία συγκεκριμένη μεθοδολογία για την εξειδίκευση της επίδρασης της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης στο χρηματοοικονομικό σύστημα μέσω δύο καναλιών: ένα άμεσο κανάλι που αφορά αποκλειστικά την ανάπτυξη και ένα έμμεσο σχετικά με την μεταβλητότητα του συστήματος, που είναι πιθανό να αυξηθεί μέσα από μία τέτοια διαδικασία. Το τελευταίο κυρίως αναφέρεται στην υψηλότερη συχνότητα κρίσεων και στο μεγαλύτερο κόστος σε όρους επιβράδυνσης της οικονομικής ανάπτυξης. Το βασικό πλεονέκτημα αυτής της προσέγγισης, σύμφωνα με τους συγγραφείς, είναι ότι επιτρέπει την ποσοτική σύγκριση των αναμενόμενων θετικών επιδράσεων στην ανάπτυξη από την χρηματοοικονομική απελευθέρωση, υπό φυσιολογικές συνθήκες, με τα πιθανά κόστη στην ανάπτυξη, εξαιτίας μεγαλύτερης πιθανότητας αντιμετώπισης κρίσεων. Με αυτόν τον τρόπο γίνεται δυνατή η σύγκριση δύο βασικών επιδράσεων της απελευθέρωσης των χρηματοοικονομικών αγορών και επιτρέπει την πρόβλεψη σχετικά με την πορεία του τελικού αποτελέσματος. Αυτός άλλωστε είναι και ο τελικός σκοπός κάθε τέτοιας μελέτης, με την έννοια της πρόβλεψης του κατά πόσον η απελευθέρωση θα έχει θετικό συνολικό αποτέλεσμα, ούτως ώστε το κράτος να προχωρήσει σε αυτή.

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Η λογική της συγκεκριμένης οικονομετρικής ανάλυσης έγκειται στο να συμπεριληφθούν δύο ψευδομεταβλητές σε μία κλασική παλινδρόμηση, όπου η οικονομική ανάπτυξη αποτελεί την εξαρτημένη μεταβλητή. Η μία αντιπροσωπεύει την χρηματοοικονομική απελευθέρωση και η άλλη τις χρηματοοικονομικές κρίσεις. Επιπλέον, η δεύτερη ψευδομεταβλητή θεωρείται ενδογενής και εξαρτάται από διάφορες μεταβλητές, συμπεριλαμβανομένης και της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης. Σε αυτά τα πλαίσια, λοιπόν, η επίδραση της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης στην οικονομική ανάπτυξη εξειδικεύεται σε δύο κανάλια: (i) μία άμεση επίδραση στην ανάπτυξη, δεδομένης μίας βασικής ομάδας εξαρτημένων μεταβλητών και της απουσίας χρηματοοικονομικής κρίσης, και (ii) ένα έμμεσο αποτέλεσμα που αντανάκλα το κόστος στην ανάπτυξη που σχετίζεται με μία μεγαλύτερη ροπή προς χρηματοοικονομικές κρίσεις.

Στην ουσία, η παλινδρόμηση συνδυάζει ένα μοντέλο ανάπτυξης και ένα μοντέλο κρίσης. Το μοντέλο ανάπτυξης έχει την εξής μορφή, με τον δείκτη i να αντιπροσωπεύει την χώρα και τον δείκτη t να αντιπροσωπεύει το χρόνο (panel data):

$$y_{i,t} = \alpha X_{i,t} + \beta F L_{i,t} + \gamma I_{i,t}^{crisis} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

όπου $y_{i,t}$ είναι η μεγέθυνση του πραγματικού κατά κεφαλή Α.Ε.Π., $X_{i,t}$ είναι μία ομάδα ελεγχόμενων μεταβλητών, που αναφέρεται στη βιβλιογραφία ότι επηρεάζουν την ανάπτυξη, $F L_{i,t}$ είναι η ψευδομεταβλητή για την χρηματοοικονομική απελευθέρωση, και, $I_{i,t}^{crisis}$ είναι η ψευδομεταβλητή για τις κρίσεις, η οποία θεωρείται 1 αν η χώρα i αντιμετωπίζει χρηματοοικονομική κρίση την περίοδο t και 0 αν δεν αντιμετωπίζει. Τέλος, $\varepsilon_{i,t}$ είναι ο τυχαίος παράγοντας.

Αντίθετα, το μοντέλο για τις κρίσεις θεωρεί την ψευδομεταβλητή για τις κρίσεις $I_{i,t}^{crisis}$ ενδογενή μεταβλητή, η οποία εξαρτάται από την πραγματοποίηση μίας μη παρατηρήσιμης μεταβλητής $W_{j,t}$ με τον παρακάτω τρόπο:



$$I_{i,t}^{\text{crisis}} = \begin{cases} 1, & \text{αν } W_{j,t}^* > 0 \\ 0, & \text{σε άλλη περίπτωση} \end{cases}$$

$$W_{j,t}^* = aZ_{i,t} + bFL_{i,t} + \eta_{it} \quad (2)$$

Η μη παρατηρήσιμη μεταβλητή $W_{j,t}^*$ θεωρείται ότι εξαρτάται γραμμικά από ένα σύνολο μεταβλητών $Z_{i,t}$, από την ψευδομεταβλητή της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης $FL_{i,t}$ και από τον τυχαίο παράγοντα $\eta_{i,t}$. Υπό την υπόθεση ότι $\eta_{i,t}$ διακυμαίνεται κανονικά ($\sim N(0,1)$), το μοντέλο για τις κρίσεις μπορεί να γραφεί ως εξής:

$$I_{i,t}^{\text{crisis}} = \begin{cases} 1 \text{ με πιθανότητα: } \Pr(W_{i,t}^* > 0) = \Phi(aZ_{i,t} + bFL_{i,t}) \\ 0 \text{ με πιθανότητα: } \Pr(W_{i,t}^* \leq 0) = 1 - \Phi(aZ_{i,t} + bFL_{i,t}) \end{cases}$$

όπου το Φ είναι η συνάρτηση πυκνότητας πιθανότητας της κανονικής κατανομής. Επομένως, οι παράμετροι του μοντέλου για τις κρίσεις μπορεί να εκτιμηθούν χρησιμοποιώντας το μοντέλο της ποσοστιαίας στατιστικής κλίμακας (probit model). Όπως οι συγγραφείς επισημαίνουν, αυτό το συνδυασμένο μοντέλο, με τα επιμέρους μοντέλα (1) και (2) που παρουσιάστηκαν ανωτέρω, είναι αντίστοιχα με το treatment effect model για το οποίο έχουν παλαιότερα αναπτυχθεί τεχνικές εκτίμησης (Heckman (1978) και Maddala (1993)).

Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΗΣ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ

Στην παρουσίαση του μοντέλου treatment effects, η ψευδομεταβλητή που σχετίζεται με τις κρίσεις περιλαμβάνει την “treatment”, η παλινδρόμηση για την οικονομική ανάπτυξη (1) αποτελεί το αποτέλεσμα και η συνάρτηση (2) είναι η “treatment”, που αντιπροσωπεύει την πιθανότητα να χρειαστεί το σύστημα θεραπεία (treatment). Όπως αποδεικνύει ο Maddala (1983), το μοντέλο μπορεί με συνέπεια να εκτιμηθεί βασιζόμενοι σε μία διαδικασία με δύο βήματα, υπό την υπόθεση ότι τα σφάλματα $\varepsilon_{i,t}$ και $\eta_{i,t}$ κατανέμονται κανονικά, αλλά δεν είναι ανεξάρτητα. Στο πρώτο στάδιο, υπολογίζουμε τις εκτιμήσεις της πιθανότητας των κρίσεων:

$$\Pr(I_{i,t}^{\text{crisis}} = 1) = \Pr(W_{i,t}^* > 0) = \Phi(aZ_{i,t} + bFL_{i,t})$$

όπου το Φ είναι η συνάρτηση πυκνότητας πιθανότητας της κανονικής κατανομής. Χρησιμοποιώντας, λοιπόν, τις εκτιμήσεις από το πρώτο στάδιο, $(\hat{\alpha}, \hat{\beta})$, υπολογίζεται για κάθε παρατήρηση ένας τεχνικός κίνδυνος $h_{i,t}$.

Στο δεύτερο στάδιο, οι συνεπείς εκτιμητές των παραμέτρων α , β και γ του μοντέλου της ανάπτυξης υπολογίζονται προσθέτοντας την συνάρτηση (1) με τον κίνδυνο $h_{i,t}$. Μία εναλλακτική λύση είναι η χρησιμοποίηση της μεθόδου μεγίστης πιθανοφάνειας για την συνδυαστική εκτίμηση των μοντέλων (1)-(2) (για λεπτομέρειες βλ. Maddala (1983) ή Wooldridge (2002)).

Το συνολικό αποτέλεσμα της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης ουσιαστικά είναι η μεταβολή της ψευδομεταβλητής της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης από 0 σε 1. Με βάση τη μελέτη, αυτό το αποτέλεσμα είναι το άθροισμα των άμεσων επιπτώσεων $\hat{\beta}$ και μίας έμμεσης επίδρασης λόγω της αλλαγής στην πιθανότητα πραγματοποίησης της κρίσης. Συγκεκριμένα:

$$E(y_{i,t} | F_{i,t} = 1) - E(y_{i,t} | F_{i,t} = 0) = \hat{\beta} + \hat{\gamma} * E(\Phi(\alpha z_{i,t} + b) - \Phi(\alpha z_{i,t})) \quad (4)$$

Δηλαδή:

Συν. Αποτέλεσμα της χρημ.απελ. = άμεσο αποτέλεσμα + έμμεσο αποτέλεσμα

Το μεγαλύτερο μέρος της βιβλιογραφίας σχετικά με τις εμπειρικές μελέτες για τη χρηματοοικονομική απελευθέρωση συγκεντρώνουν την προσοχή τους είτε στην εκτίμηση της διακύμανσης του μοντέλου της ανάπτυξης, χρησιμοποιώντας γραμμικές τεχνικές, είτε στην εκτίμηση του μοντέλου των κρίσεων, βασίζοντας την ανάλυσή τους στις πιθανότητες. Αντίθετα, η διαδικασία που ακολουθούν οι Ranciere, Tornell και Westermann (2006) στην ανάλυσή τους, τους επιτρέπει να εκτιμήσουν συνδυαστικά το γραμμικό υπόδειγμα της ανάπτυξης και το μοντέλο των κρίσεων που βασίζεται στις πιθανότητες.

Βασιζόμενοι και στην βιβλιογραφία που έχει προηγηθεί, όπως οι μελέτες των Bekaert και Harvey (2005) και Kaminsky και Reinhart (2000), προτεραιότητα των



συγκεκριμένων συγγραφέων αποτέλεσε η απόδειξη ότι η άμεση επίδραση της απελευθέρωσης των χρηματοοικονομικών αγορών στην οικονομική ανάπτυξη είναι θετική, ενώ η έμμεση επίδραση, μέσω της αυξημένης πιθανότητας κρίσεων, είναι αρνητική.

Οι συγγραφείς χρησιμοποιούν ένα δείγμα από δεδομένα εξήντα κρατών, για τα υπάρχουν πληροφορίες για τις ακριβείς ημερομηνίες των χρηματοοικονομικών κρίσεων και της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης για την περίοδο από το 1980 μέχρι και το 2002 και εφαρμόζουν το συγκεκριμένο μοντέλο για να βγάλουν συμπεράσματα. Η λεπτομερής περιγραφή των πηγών και της κατασκευής των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται στην παλινδρόμηση παρουσιάζονται στο παράρτημα.

Στα πλαίσια αυτής της μελέτης γίνεται χρήση δύο πηγών σχετικά με τις ημερομηνίες της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης: ένας δείκτης *de jure*, ο οποίος κατασκευάζεται χρησιμοποιώντας τις επίσημες ημερομηνίες της απελευθέρωσης εκάστοτε αγοράς με βάση τους Beckaert και Harvey (2005), και ένας δείκτης *de facto*, ο οποίος βασίζεται στην αναγνώριση συγκεκριμένων εθνικών τάσεων σχετικά με την εισροή κεφαλαίου. Οι συγγραφείς μελετάνε αυτούς τους δύο δείκτες, μιας και προσφέρουν σημαντική πληροφορία σχετικά με τη διαδικασία και την εξέλιξη της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης. Ο δείκτης *de jure* εντοπίζει την χρονική στιγμή της επίσημης ρυθμιστικής αλλαγής που επιτρέπει στους ξένους επενδυτές να επενδύουν στην εγχώρια αγορά. Ο *de facto* δείκτης εντοπίζει την στιγμή της πραγματικής αλλαγής στα δεδομένα των ξένων εισροών και καλύπτει αλλαγές στο χαρτοφυλάκιο, στις τράπεζες και στις ξένες άμεσες επενδύσεις. Στο παράρτημα παρουσιάζονται με λεπτομέρεια οι ημερομηνίες που ξεκίνησε η χρηματοοικονομική απελευθέρωση για τις χώρες του δείγματος (βλ. Πίνακας Δ.).

Επίσης, επιλέγουν να επικεντρώσουν την ανάλυσή τους στις χρηματοοικονομικές κρίσεις, οι οποίες χαρακτηρίζονται από τον συνδυασμό τραπεζικών και νομισματικών κρίσεων. Ο κύριος λόγος γι' αυτό είναι ότι οι «δίδυμες» κρίσεις, όπως συχνά αναφέρονται στη βιβλιογραφία, παρουσιάζονται με μεγαλύτερη συχνότητα σε χρηματοοικονομικά απελευθερωμένες οικονομίες. Η λεπτομερής

ανάπτυξη των στοιχείων και των επιμέρους συγκεκριμένων για κάθε χώρα αποτελεσμάτων είναι έξω από τα πλαίσια της συγκεκριμένης εργασίας.

Στον πίνακα Α του παραρτήματος παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της εκτίμησης βασισμένα στο μοντέλο της ανάπτυξης και των κρίσεων, εκτιμημένα με ετήσια στοιχεία. Το πρώτο μέρος δείχνει τις εκτιμήτριες της εξίσωσης της ανάπτυξης, ενώ το δεύτερο μέρος παρουσιάζει τις εκτιμήτριες της probit εξίσωσης.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Το πρώτο βασικό συμπέρασμα είναι ότι η διαδικασία της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης χαρακτηρίζεται από μία άμεση θετική επίδραση στην μεγέθυνση του κατά κεφαλήν ΑΕΠ. Οικονομετρικά, αποδεικνύεται ότι το $\hat{\beta}$ είναι μεγαλύτερο του μηδενός. Αυτή η επίδραση είναι στατιστικά σημαντική για επίπεδο εμπιστοσύνης 1% και για τις δύο εξισώσεις. Το δεύτερο συμπέρασμα είναι ότι η πιθανότητα για δίδυμες κρίσεις, όπως αυτή υπολογίζεται από το probit model, έχει αρνητική επίδραση στην ανάπτυξη, δηλαδή το $\hat{\gamma}$ είναι αρνητικό. Αυτό το συμπέρασμα είναι συμβατό με την γενικότερη βιβλιογραφία σχετικά με αυτή την σχέση. Τρίτο συμπέρασμα αποτελεί ότι η απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών αυξάνει σημαντικά την πιθανότητα δίδυμων κρίσεων. Κατά την χρηματοοικονομική απελευθέρωση κρίσεις, κυρίως στον τραπεζικό τομέα, είναι πολύ πιθανό να εμφανιστούν. Άλλωστε, εφόσον το probit model είναι μη γραμμικό, η μερική επίδραση της μεταβολής μιας μεταβλητής εξαρτάται και από τις άλλες μεταβλητές.

Ο πίνακας που ακολουθεί παρουσιάζει τις επιμέρους επιπτώσεις της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης στην ανάπτυξη. Η συνολική επίδραση στην ανάπτυξη είναι ελαφρώς κάτω από το 1% της ετήσιας ανάπτυξης του ΑΕΠ. Το συγκεκριμένο αποτέλεσμα είναι συμβατό με προηγούμενες εκτιμήσεις στην βιβλιογραφία.



Η Ανάλυση των επιπτώσεων της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης στην οικονομική ανάπτυξη (I) (Συχνότητα της συνάρτησης της ανάπτυξης: ετήσια)

	Δείκτης de Jure	Δείκτης de Facto
Άμεση επίδραση στην ανάπτυξη	+1%	+1.1%
Έμμεση επίδραση στην ανάπτυξη	-0.14%	-0.19%
Συνολική επίδραση στην ανάπτυξη	+0.86%	+0.91%
χ^2 - test: συνολική επίδραση στην ανάπτυξη $\neq 0$ P-value	0.00	0.00

Τα αντίστοιχα αποτελέσματα για τη δεύτερη περίπτωση παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα. Συγκριτικά με το μοντέλο της ανάπτυξης που υπολογίζεται με ετήσια στοιχεία, τόσο η άμεση βελτίωση στην ανάπτυξη, όσο και το έμμεσο κόστος σε ανάπτυξη είναι λίγο μεγαλύτερα. Όμως, το συνολικό αποτέλεσμα το οποίο έχει η χρηματοοικονομική απελευθέρωση είναι παρόμοιο, τόσο για τον δείκτη de jure, όσο και για τον δείκτη de facto.

Η Ανάλυση των επιπτώσεων της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης στην οικονομική ανάπτυξη (II) (Συχνότητα της συνάρτησης της ανάπτυξης: ετήσια)

	Δείκτης de Jure	Δείκτης de Facto
Άμεση επίδραση στην ανάπτυξη	+1.2%	+1.22%
Έμμεση επίδραση στην ανάπτυξη	-0.25%	-0.35%
Συνολική επίδραση στην ανάπτυξη	+0.95%	+0.87%
χ^2 - test: συνολική επίδραση στην ανάπτυξη $\neq 0$ P-value	0.00	0.00

Τα επιμέρους αποτελέσματα για κάθε χώρα παρουσιάζονται διαγραμματικά στο παράρτημα. Οι συγγραφείς συγκρίνουν αυτά τα ευρήματα με τις συγκεκριμένες

περιπτώσεις των οικονομικών στοιχείων των κρατών και καταλήγουν σε ένα βασικό συμπέρασμα. Άλλωστε τα επιμέρους συμπεράσματα που παρουσιάστηκαν συνάδουν με την οικονομική θεωρία και την γενικότερη εμπειρία. Αλλά αυτό που παρουσιάζει μεγάλο ενδιαφέρον είναι το συνολικό αποτέλεσμα της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης, και το κατά πόσο η ανάπτυξη ξεπερνά το δυνητικό αποτέλεσμα των κρίσεων. Το βασικό συμπέρασμα αυτής της οικονομετρικής ανάλυσης, λοιπόν, είναι ότι το άμεσο θετικό αποτέλεσμα της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης στην ανάπτυξη σε μεγάλο βαθμό ξεπερνάει την έμμεση επίδρασή του, δηλαδή την μεγαλύτερη ροπή προς χρηματοοικονομικές κρίσεις. Δηλαδή, οι κρίσεις συμβαίνουν πιο σπάνια, και το πιθανό κόστος τους είναι χαμηλότερο από το όφελος το οποίο αναμένεται να προσφέρουν. Αυτό μπορεί να γίνει εύκολα κατανοητό, αν ληφθεί υπόψη ότι στην πραγματικότητα στις χρηματοοικονομικά απελευθερωμένες χώρες οι τραπεζικές κρίσεις δεν αποτελούν συχνό φαινόμενο. Επομένως, παρά το γεγονός ότι οι κρίσεις, όπου συμβαίνουν, έχουν μεγάλη αρνητική επίδραση στην οικονομική ανάπτυξη, το εκτιμώμενο αποτέλεσμα στην ανάπτυξη παραμένει χαμηλό. Αντιθέτως, εφόσον η χρηματοοικονομική απελευθέρωση είναι πολύ πιθανό να βελτιώσει την πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση, θεωρείται ότι γενικά επιδρά θετικά στην οικονομία μιας χώρας.



Μέρος Β: Οι επιπτώσεις στα τραπεζικά συστήματα των εξεταζομένων χωρών

Εισαγωγή

Στα πλαίσια μιας τέτοιας ανάλυσης, σαν και αυτή που προηγήθηκε, η παράλληλη εξέταση του χώρου της ανατολικής Ευρώπης και των διαμορφωμένων εκεί συνθηκών είναι πολύ ενδιαφέρουσα, ακριβώς λόγω του ιδιαίτερου χαρακτήρα και της ιστορίας του. Κατά τη διάρκεια των τελευταίων δύο δεκαετιών, οι ευρωπαϊκές τραπεζικές αγορές έχουν υποστεί αρκετές δομικές μεταβολές, λόγω αλλαγών στο εξωτερικό περιβάλλον, σαν αποτέλεσμα συνδυασμένης νομισματικής πολιτικής και χρηματοοικονομικής παρέμβασης. Η σταδιακή απελευθέρωση της ροής των κεφαλαίων, η ραγδαία εξέλιξη της τεχνολογίας της πληροφόρησης, οι καινοτομίες στις χρηματοοικονομικές αγορές, η διεθνοποίηση των τραπεζικών εργασιών, και κυρίως η απελευθέρωση της οικονομίας είναι σίγουρα μερικοί από τους παράγοντες που χαρακτηρίζουν τον ευρωπαϊκό τραπεζικό τομέα.

Από αυτούς τους παράγοντες, αυτός που αναμφισβήτητα αποτελεί την πιο σημαντική και εντυπωσιακή εξέλιξη είναι η χρηματοοικονομική απελευθέρωση, που επιτρέπει και σε άλλους οργανισμούς, πέρα από τις τράπεζες, να επιδίδονται σε ενέργειες, που πριν ήταν αποκλειστικά προνόμιο των τραπεζών. Μία, λοιπόν, από τις πιο σημαντικές συνέπειες αυτών των εξελίξεων, είναι η αύξηση του ανταγωνισμού των τραπεζών, ο οποίος πλέον αναπτύσσεται όχι μόνο ανάμεσα στα τραπεζικά ιδρύματα, νεοεισηγμένα ή μη, αλλά και σε σχέση με άλλους οργανισμούς. Αυτή η εξέλιξη οδήγησε τις τράπεζες να γίνουν περισσότερο ευέλικτες, προσφέροντας διαφοροποιημένα προϊόντα, όπως εγγυήσεις, ασφαλιστικές υπηρεσίες, παράγωγα, ομολογιακά δάνεια κ.α. Αυτή η διαφοροποίηση, σε συνδυασμό με τις παραδοσιακές πρακτικές τους, έχει σαν αποτέλεσμα οι τράπεζες, ακόμη και μετά από τις προαναφερόμενες εξελίξεις, να εξακολουθούν να παίζουν σπουδαίο ρόλο σαν βασικοί πιστωτές της οικονομίας συνολικά, και ειδικότερα τόσο των νοικοκυριών, όσο και των επιχειρήσεων.

Χώρες Νοτιοανατολικής Ευρώπης

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1:

Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΣΗΜΕΡΑ ΣΤΗΝ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗ ΕΥΡΩΠΗ

Το χρηματοοικονομικό σύστημα των χωρών της νοτιοανατολικής Ευρώπης χαρακτηρίζεται, λοιπόν, από τον κυρίαρχο ρόλο του τραπεζικού τομέα με την αγορά κεφαλαίου για μακροχρόνιες επενδύσεις να μην χαρακτηρίζεται από την επιθυμητή ρευστότητα και σε μερικές των περιπτώσεων να είναι υποανάπτυκτη, ενώ οι μη τραπεζικοί χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές, όπως οι ασφαλιστικές εταιρείες, βρίσκονται ακόμη σε αρχικό στάδιο ανάπτυξης (European Commission , EU, 2004). Αυτό εξηγεί σε μεγάλο βαθμό το ενδιαφέρον των ερευνητών και των ασκούντων οικονομική πολιτική στον τομέα των τραπεζικών δραστηριοτήτων και πρακτικών, ειδικά στον συγκεκριμένο γεωγραφικό χώρο.

Παρολαυτά, η πρώτη δεκαετία της μεταβατικής περιόδου αυτών των χωρών υπήρξε ανεπιτυχής για τον τραπεζικό τομέα. Συγκεκριμένα, τα τέλη της δεκαετίας του 1990 βρήκε αυτόν τον τομέα σε άσχημη κατάσταση, με τις βασικές προσφερόμενες υπηρεσίες του σε χαμηλό επίπεδο. Ειδικότερα, ανάμεσα στο 1996 και το 1999 ο τραπεζικός τομέας αντιμετώπισε σωρεία κρίσεων, κυρίως λόγω μη ασφαλών μακροοικονομικών πολιτικών, αναποτελεσματικότητας της αγοράς και ασταθούς χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος. Υπό αυτές τις συνθήκες, οι κυβερνήσεις αυτών των κρατών, με τη συνεργασία και συνδρομή των διεθνών χρηματοπιστωτικών οργανισμών, ανέλαβαν πολλά και σημαντικά μέτρα για την αναμόρφωση των τραπεζικών συστημάτων τους. Βέβαια, μια τέτοια εξέλιξη δεν θα μπορούσε να είναι άσχετη και με τις πολιτικές συνθήκες που διαμορφώθηκαν εκείνη την περίοδο στην συγκεκριμένη γεωγραφική περιοχή.

Οι τελευταίες προσπάθειες, που είχαν σαν κύριο στόχο την ανάπτυξη και την μεταρρύθμιση των τραπεζών που ήδη δραστηριοποιούνταν στην περιοχή, καθώς και την προσέλκυση των ξένων τραπεζών σε αυτόν τον γεωγραφικό χώρο,

υπήρξαν σε μεγάλο βαθμό επιτυχείς. Σαν αποτέλεσμα, το γενικότερο πλαίσιο λειτουργίας των χρηματοοικονομικών οργανισμών και γενικότερα της χρηματοοικονομικής αγοράς αναμορφώθηκε και βελτιώθηκε.

Συνοψίζοντας, η μελέτη των συγκεκριμένων αγορών προσφέρει αρκετές και ενδιαφέρουσες πληροφορίες κυρίως για τρεις σημαντικούς λόγους. Αρχικά, επειδή μερικά από τα μεγαλύτερα ευρωπαϊκά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, καθώς και οι πέντε μεγαλύτερες ελληνικές τράπεζες έχουν ιδιοκτησιακή συμμετοχή σε πολλές τράπεζες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, εκμεταλλεόμενες το πλεονέκτημα της γεωγραφικής και πολιτισμικής τοποθέτησης της Ελλάδας. Δεύτερον, πολλές ελληνικές επιχειρήσεις έχουν επεκτείνει τις δραστηριότητες τους στην συγκεκριμένη περιοχή ακριβώς λόγω της ισχυρής οικονομικής ανάπτυξης, που χαρακτηρίζει την εκεί οικονομία. Στα πλαίσια αυτής της προοπτικής, ελληνικές τράπεζες εισέβαλαν σε αυτές τις αγορές για να χρηματοδοτήσουν τις ελληνικές επιχειρήσεις, παρά τους πιθανούς κινδύνους που υπάρχουν σε μια τέτοια κίνηση.

Είναι, βέβαια, λάθος να θεωρήσουμε την είσοδο των ελληνικών τραπεζών στα Βαλκάνια σαν κάτι εντελώς καινούργιο. Αυτή η τάση ξεκίνησε κατά τη διάρκεια του δεύτερου μισού της δεκαετίας του 1990 και έκτοτε είναι συνεχής. Άλλωστε, ανάμεσα στους βασικούς λόγους που οδήγησαν στην ελληνική επέκταση στα Βαλκάνια είναι η αυξημένη χρηματοοικονομική σταθερότητα, τα βελτιωμένα επιχειρηματικά αποτελέσματα, το αυξανόμενο διαθέσιμο εισόδημα και η επέκταση των καταναλωτικών πιστώσεων. Τρίτον, έχει μεγάλο ερευνητικό ενδιαφέρον η μελέτη των συγκεκριμένων χωρών την συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Ο βασικός λόγος γι' αυτό είναι ότι αυτή η παρουσίαση βασίζεται κυρίως σε πρόσφατα στοιχεία, αμέσως μετά ή λίγο πριν την ολοκλήρωση της διαδικασίας της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης και της αναμόρφωσης του χρηματοπιστωτικού τομέα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:

Ο ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ ΤΟΜΕΑΣ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΧΗ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ

Στην παρούσα εργασία όταν αναφερόμαστε στην συγκεκριμένη περιοχή, κυρίως εξετάζουμε επτά χώρες, τις Αλβανία, Βοσνία – Ερζεγοβίνη, Βουλγαρία, Κροατία, ΠΓΔΜ, Ρουμανία, Σερβία και Μαυροβούνιο. Παρά τις σημαντικές διαφορές, και οι επτά χαρακτηρίζονται από δύο βασικά χαρακτηριστικά:

- i. Και οι επτά αρχίζουν να χτίζουν βασικές σχέσεις με την Ευρώπη. Συγκεκριμένα, η Ρουμανία και η Βουλγαρία πρόσφατα εισήχθησαν στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Σχετικά με τα υπόλοιπα κράτη, αρχίζουν τα τελευταία χρόνια τις διαπραγματεύσεις για την καθιέρωση μιας πιο σταθερής σχέσης με την Ευρωπαϊκή Ένωση, στοχεύοντας στην τελική είσοδό τους στον θεσμό.
- ii. Πρόκειται για οικονομίες που βρίσκονται σε μεταβατικό στάδιο. Η ολοκλήρωση της απελευθέρωσης των χρηματοοικονομικών αγορών τους, καθώς και της υπόλοιπης αναμόρφωσης του οικονομικού τομέα τους, αναμένεται να αλλάξει κατά πολύ το τοπίο όλης της περιοχής.

Βέβαια, η κατάσταση δεν είναι τόσο ομοιόμορφη όσο τα παραπάνω χαρακτηριστικά μπορεί να φανερώνουν. Υπάρχουν σημαντικές αποκλίσεις όσον αφορά στο κατά κεφαλήν εισόδημα, στους ρυθμούς ανάπτυξης, καθώς και στις επιμέρους οικονομικές σχέσεις των κρατών. Η πρόοδος στην ανάπτυξη αυτής της περιοχής, όμως, από το 1990 υπήρξε ιδιαίτερος σημαντική. Πριν το 1990, ο τραπεζικός τομέας υπήρξε υποανάπτυκτος, με χαμηλής ποιότητας προϊόντα, χαμηλού επιπέδου ιδιωτικοποίηση και ανεπαρκή επιτήρηση, που σε συνδυασμό με τις κρίσεις εκείνης της εποχής, δεν βοηθούσαν στην ανάπτυξη του.

Μετά το 1990, πολλοί ξένοι τραπεζικοί οργανισμοί αποφάσισαν να δραστηριοποιηθούν στον τραπεζικό τομέα πολλών χωρών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Ταυτόχρονα, παρατηρήθηκε μία μεγάλη αύξηση του αριθμού των τραπεζών στα Βαλκάνια, κυρίως λόγω της ιδιωτικοποίησης των προηγουμένως

κρατικών τραπεζών. Αρχικά, οι ξένες τράπεζες αντιμετώπισαν σοβαρά προβλήματα, όπως το ελλιπώς διαμορφωμένο κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας τέτοιων οργανισμών. Συχνά, οι περιπτώσεις επέκτασης συνδέονταν με σκάνδαλα και κρίσεις, γεγονότα ενδεικτικά της σχετικά ασταθούς κατάστασης που επικρατούσε σε αυτή την περιοχή. Σαν αποτέλεσμα, αυτή η άσχημη φήμη και η αναξιοπιστία των νέων χρηματοοικονομικών οργανισμών περιόρισε την δυνατότητά τους να προσελκύσουν καταθέσεις και να επεκτείνουν το χαρτοφυλάκιό τους. Παράλληλα, οι κρατικές τράπεζες είχαν πολλά μη αποτελεσματικά δάνεια σαν κληρονομιά παλαιότερων λανθασμένων και μεροληπτικών πολιτικών. Η κατάσταση ήταν ακόμη χειρότερη, σε συνδυασμό και με την έλλειψη εταιρικής διακυβέρνησης, την χαμηλή εμπιστοσύνη του κοινού στους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, καθώς και την ελλιπή ιδιωτικοποίηση του τραπεζικού τομέα.

Εξαιτίας των προαναφερόμενων προβλημάτων, η αναμόρφωση του τραπεζικού, και γενικότερα του χρηματοοικονομικού, τομέα υπήρξε επιτακτική ανάγκη. Σε αυτήν την προσπάθεια, εκτός από τις εκάστοτε κυβερνήσεις, συμμετείχαν ενεργά και διάφοροι διεθνείς οργανισμοί, όπως η Παγκόσμια Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Σήμερα, η κατάσταση είναι σαφώς βελτιωμένη, παρόλο που κάποιες αδυναμίες συνεχίζουν να υπάρχουν. Βέβαια, κάποιες διαφορές στους τραπεζικούς τομείς ανάμεσα στις διάφορες χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης υπάρχουν, και τα χαρακτηριστικά τους δεν είναι ίδια. Αλλά η γενική τάση που χαρακτηρίζει αυτές τις τραπεζικές αγορές είναι η ανάπτυξη και η προσπάθεια αναμόρφωσής τους, ούτως ώστε να φτάσουν τα ευρωπαϊκά πρότυπα λειτουργίας.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι η συγκεκριμένη ανάλυση περιλαμβάνει μόνο αυτές τις επτά χώρες, μιας και φαίνονται να ακολουθούν κοινές πορείες ανάπτυξης και χαρακτηρίζονται από κοινές καταστάσεις και ιστορία. Αυτός είναι και ο λόγος που από τα πλαίσια αυτής της ανάλυσης έχουν παραλειφθεί άλλα κράτη, όπως η Σλοβενία.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3:

Η ΑΝΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ ΣΤΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ

Η τραπεζική αναμόρφωση σε αυτές τις χώρες άρχισε με την γενική εφαρμογή ενός διπολικού τραπεζικού συστήματος. Παλαιότερα, σε αυτές τις χώρες βρισκόταν σε λειτουργία ένα μοναδικό τραπεζικό σύστημα. Η διαφορά ανάμεσα στα δύο αυτά τραπεζικά συστήματα αφορά κυρίως την εκτέλεση των τραπεζικών συναλλαγών. Συγκεκριμένα, στο δεύτερο σύστημα οι τράπεζες εκτελούσαν λειτουργίες τόσο κεντρικής τράπεζας, όσο και εμπορικές συναλλαγές, ενώ το άλλο σύστημα ξεχώριζε τις δραστηριότητες, που χαρακτηρίζουν τις εμπορικές τράπεζες, από αυτές που εκτελούνται κυρίως από τις κεντρικές τράπεζες. Πριν την αναμόρφωση του τραπεζικού τομέα, το χρηματοπιστωτικό σύστημα των εξεταζόμενων χωρών κυρίως ήταν ένα είδος μηχανογράφησης για την καταγραφή των αποφάσεων των αρχών σχετικά με την τοποθέτηση των πόρων ανάμεσα στους διάφορους τομείς και στις επιχειρήσεις υπό κεντρικό σχεδιασμό. Άλλες προσπάθειες, που στόχευαν στην αναμόρφωση, υπήρξαν η αλλαγή στην χρηματοδότηση των τραπεζικών ιδρυμάτων, η ρευστοποίηση των χρεοκοπημένων τραπεζών, η προώθηση των συγχωνεύσεων, των εξαγορών και των άλλων μορφών ιδιοκτησιακής συμμετοχής. Αυτές οι αλλαγές υπήρξαν αναγκαίες για την εδραίωση μιας διατμηματικής αγοράς και για τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας της διοίκησης και της ικανότητας του τραπεζικού τομέα.

Ενώ τα τελευταία χρόνια έχει σημειωθεί μία σημαντική ανάπτυξη του τραπεζικού τομέα, υπάρχει ακόμη αρκετός χώρος για περαιτέρω βελτίωση. Και αυτό γιατί ο τραπεζικός τομέας σε αυτές τις χώρες είναι λιγότερο αναπτυγμένος σε σχέση με την Ευρωπαϊκή Ένωση. Η αναμόρφωση του τραπεζικού τομέα διαφέρει ανάμεσα στα διάφορα κράτη. Ο δείκτης της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (Ε.Τ.Α.Α.) έχει μία διακύμανση από το 1 μέχρι το 4+ στα πλαίσια του χαρακτηρισμού της διαδικασίας αναμόρφωσης του εκάστοτε χρηματοπιστωτικού συστήματος. Σύμφωνα με την Ε.Τ.Α.Α., το 1 αντιπροσωπεύει μικρή πρόοδο στην αναμόρφωση του τραπεζικού συστήματος, ενώ το 4+ δείχνει ολοκληρωτική σύγκλιση των τραπεζικών νόμων και κανονισμών με τα δεδομένα της Bank for



International Settlements (BIS), καθώς και τη δυνατότητα προσφοράς ενός πλήρους συνόλου τραπεζικών υπηρεσιών. Ο πίνακας 1 παρουσιάζει τους δείκτες της Ε.Τ.Α.Α. για την αναμόρφωση του τραπεζικού τομέα σε κάθε μία από τις επτά χώρες.

Πίνακας 1:

Οι δείκτες της Ε.Τ.Α.Α. για την αναμόρφωση του τραπεζικού συστήματος.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Αλβανία	2.33	2.33	2.33	2.33	2.67	2.67	2.67	2.7
Βοσνία και Ερζεγοβίνη	2.33	2.33	2.33	2.33	2.67	2.67	2.67	2.67
Βουλγαρία	3.00	3.00	3.33	3.33	3.67	3.67	3.67	3.67
Κροατία	3.33	3.33	3.67	3.67	4.00	4.00	4.00	4.00
ΠΓΔΜ	2.67	2.67	2.67	2.67	2.67	2.67	2.67	2.67
Ρουμανία	2.67	2.67	2.67	2.67	3.00	3.00	3.00	3.33
Σερβία	1.00	1.00	2.33	2.33	2.33	2.67	2.67	2.67
Μαυροβούνιο	1.67	1.67	2.00	2.00	2.33	2.33	2.67	2.67

Πηγή: Ε.Τ.Α.Α. (2007) Έρευνα των κεντρικών τραπεζών

Ο πίνακας 1 δείχνει ότι όλες οι εξεταζόμενες χώρες έχουν σημειώσει σημαντικά βήματα στην αναμόρφωση του τραπεζικού συστήματος τους και κατ' επέκταση του ευρύτερου χρηματοοικονομικού τομέα. Οι περισσότερες, δε, κυμαίνονται γύρω από το 3, που σύμφωνα με τον οργανισμό, σημαίνει ότι έχει σημειωθεί πρόοδος στην καθιέρωση της φερεγγυότητας των τραπεζικών ιδρυμάτων και στην διαμόρφωση ενός πλαισίου για προληπτική επιτήρηση και ρύθμιση. Παράλληλα, παρατηρείται ένα κύμα σημαντικού δανεισμού στις ιδιωτικές επιχειρήσεις, καθώς και ισχυρή παρουσία ιδιωτικών τραπεζών.

Ανάμεσα στα μέτρα της αναμόρφωσης του τραπεζικού τομέα των συγκεκριμένων οικονομιών, τα πιο σημαντικά είναι η εκκαθάριση των τραπεζών που αντιμετωπίζουν χρέη και η ιδιωτικοποίηση άλλων πιστωτικών ιδρυμάτων.



Επιπρόσθετα μέτρα υπήρξαν η συμμόρφωση των τραπεζικών ιδρυμάτων με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα και η ενίσχυση της επιτήρησης του τραπεζικού τομέα. Βέβαια, πρέπει πάντα να λαμβάνουμε υπόψιν τις ιδιαίτερες κοινωνικοπολιτικές συνθήκες που επικρατούσαν σε κάθε χώρα κάθε χρονική περίοδο. Χαρακτηριστικό παράδειγμα η Σερβία, όπου πριν το 2001 η πολιτική εξουσία ήταν αντίθετη σε κάθε προσπάθεια ιδιωτικοποίησης και αναμόρφωσης. Ακριβώς γι' αυτό το λόγο οι τράπεζες παρέμειναν κρατικές, σχεδόν χρεοκοπημένες, με τα στοιχεία του παθητικού να ξεπερνούν συχνά τα στοιχεία του ενεργητικού, ενώ ταυτόχρονα αντιμετώπιζαν κρίση ρευστότητας.

Αντιθέτως, για την Βουλγαρία η αναμόρφωση του τραπεζικού τομέα άρχισε το 1991. Αυτή η αλλαγή οδήγησε σε μία σημαντική αύξηση του αριθμού των τραπεζών και σε ενδυνάμωση του τραπεζικού τομέα. Παρολαυτά, την περίοδο 1991-1996, οι τραπεζικοί οργανισμοί αντιμετώπισαν σοβαρά προβλήματα, όπου το πιο σημαντικό υπήρξε η έλλειψη ρευστότητας. Η κατάσταση έγινε ακόμη χειρότερη, λόγω της υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος. Στην περίοδο που ακολούθησε οι δείκτες δηλώνουν ότι έγινε μεγάλη πρόοδος στην αναμόρφωση του τραπεζικού τομέα της και στην γενικότερη συμμόρφωση με τα ευρωπαϊκά πρότυπα. Αυτή η εξέλιξη είναι πιθανό να ενισχύθηκε και από την ενταξιακή της πορεία και τις προσπάθειες προσέγγισης της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ο οικονομικός τομέας, και ο τραπεζικός ειδικότερα, αποτελεί τον πιο βασικό παράγοντα, μαζί με τον πολιτικό, για την είσοδο και τις γενικότερες σχέσεις της κάθε χώρας με την Ευρωπαϊκή Ένωση. Επομένως, είναι λογικό η Βουλγαρία να έχει θέσει την τελευταία δεκαετία σαν βασική προτεραιότητα της την αναμόρφωση των συγκεκριμένων τομέων.

Αντίθετα στη ΠΓΔΜ, όπου αυτή η διαδικασία έχει προχωρήσει λιγότερο, το νομικό πλαίσιο για εκσυγχρονισμό και εναρμόνιση του τραπεζικού της τομέα με τις γραμμές των οδηγιών και των διεθνών προτύπων της Ευρωπαϊκής Ένωσης εμφανίστηκε το 2000 και το 2001. Αυτό εξηγεί και τον λόγο για τον οποίο αυτή η χώρα, με βάση την Ε.Τ.Α.Α. χαρακτηρίζεται από ένα δείκτη γύρω από το 3.

Αντιθέτως, στη Ρουμανία ο ρυθμός της αναμόρφωσης του τραπεζικού τομέα υπήρξε πολύ αργός συγκρινόμενος με τους αντίστοιχους των άλλων χωρών. Η αναμόρφωση ξεκίνησε μετά το 1999 και παρά τις όποιες καθυστερήσεις αυτή η



χώρα κατάφερε να φτάσει την πρόοδο που είχαν σημειώσει οι άλλες χώρες της περιοχής. Η Αλβανία, η Βοσνία – Ερζεγοβίνη, η Σερβία και το Μαυροβούνιο χαρακτηρίζονται από πιο χαμηλούς δείκτες, κάτι που, εκτός των άλλων, δείχνει ότι το ποσοστό του δανεισμού στον τομέα των ιδιωτικών επιχειρήσεων είναι ακόμη σχετικά χαμηλό.

Η Κροατία παρουσιάζει τον μεγαλύτερο δείκτη από όλες τις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Η πορεία της χώρας είναι αξιοσημείωτη και τα βήματα που έχει κάνει προς την κατεύθυνση της χρηματοπιστωτικής αναμόρφωσης είναι πάρα πολύ σημαντικά.

Συνοψίζοντας, από τον πίνακα γίνεται φανερό ότι το σύνολο των χωρών ακολούθησαν μια σειρά από κοινά μέτρα στην προσπάθειά τους να αναμορφώσουν τους τραπεζικούς τους τομείς και ότι η κάθε μία, λίγο ή πολύ, έχει προχωρήσει προς αυτή την κατεύθυνση.

Τα βασικά μέτρα που ακολούθησαν αυτές οι χώρες είναι:

- Η ιδιωτικοποίηση των κρατικών τραπεζών
- Η εκκαθάριση των χρεοκοπημένων τραπεζών
- Η μείωση των δανείων που δεν αποδίδουν, μέσω της διαγραφής τους
- Η βελτίωση των ρυθμιστικών ελέγχων μέσω της υιοθέτησης διεθνών προτύπων και της ενδυνάμωσης της επιτήρησης
- Η είσοδος πολλών ξένων τραπεζών στις συγκεκριμένες αγορές, ανάμεσα στις οποίες και πολλές ελληνικές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4:

ΤΟ ΕΠΙΠΕΔΟ ΤΗΣ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΣΗΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΙΣ ΧΩΡΕΣ ΤΗΣ ΝΟΤΙΟΑΝΑΤΟΛΙΚΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ

Σε αυτό το τμήμα της εργασίας επιχειρείται η κατάδειξη της σημασίας του τραπεζικού τομέα στις εξεταζόμενες χώρες και το επίπεδο της τραπεζικής διαμεσολάβησης στις συγκεκριμένες οικονομίες. Ο τελευταίος παράγοντας μπορεί να μετρηθεί χρησιμοποιώντας έναν δείκτη διαμεσολάβησης, ο οποίος είναι οι εγχώριες πιστώσεις που προορίζονται για τον ιδιωτικό τομέα σαν ποσοστό του Α.Ε.Π. Ο πίνακας 2 παρουσιάζει τον πιο πάνω δείκτη για κάθε μία από τις χώρες. Ο πίνακας 3 παρουσιάζει τέσσερις άλλους δείκτες διαμεσολάβησης, οι οποίοι ονομαστικά είναι το σύνολο του ενεργητικού των τραπεζών ως προς το Α.Ε.Π., οι συνολικές καταθέσεις ως προς το Α.Ε.Π., το συνολικό ποσό δανείων ως προς το Α.Ε.Π. και ο λόγος των συνολικών δανείων προς τα νοικοκυριά ως προς το σύνολο των δανείων στα πλαίσια της οικονομίας. Οι συγκεκριμένοι δείκτες είναι διαθέσιμοι για όλες της χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, με την εξαίρεση της Βοσνίας – Ερζεγοβίνης, όπου η έλλειψη αυτών των στοιχείων αποτελεί τροχοπέδη στην προσπάθεια μιας τέτοιας ανάλυσης.

Στα πλαίσια της προσπάθειας ανάδειξης της σημασίας του τραπεζικού τομέα στα Βαλκάνια, συγκρίνουμε τον δείκτη των εγχώριων πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα σαν ποσοστό του Α.Ε.Π. με τον δείκτη της κεφαλαιοποίησης της αγοράς μετοχών σαν ποσοστό του Α.Ε.Π. για κάθε μία από τις εξεταζόμενες χώρες. Ο πίνακας 4 εκφράζει ακριβώς αυτούς τους δείκτες και συμβάλλει σημαντικά σε αυτή την προσπάθεια σύγκρισης. Παρακάτω παραθέτονται οι πίνακες και αναλύονται με μεγαλύτερη λεπτομέρεια τα επιμέρους στοιχεία που αυτοί παρουσιάζουν.



ΠΙΝΑΚΑΣ 2:

Η τραπεζική διαμεσολάβηση στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης (εγχώριες πιστώσεις προς τον ιδιωτικό τομέα ως ποσοστό του Α.Ε.Π.)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Αλβανία	4,6	5,9	6,3	7,3	9,5	15,1	21,7
Βοσνία και Ερζεγοβίνη	3,6	5,8	11,8	15,1	18,4	22,4	25,2
Βουλγαρία	12,5	14,8	19,4	26,7	35,2	42,9	47,4
Κροατία	37,4	42,1	50,2	52,8	55,8	60,6	68,7
ΠΓΔΜ	17,8	17,6	17,7	19,9	23,2	25,9	31,0
Ρουμανία	7,2	8,7	10,1	13,7	15,7	20,0	26,3
Σερβία	na	13,6	16,9	15,7	20,0	21,6	18,9
Μαυροβούνιο	na	Na	8,3	12,2	15,9	19,8	43,3

Πηγή : Ε.Τ.Α.Α. (2007) Έρευνα των κεντρικών τραπεζών

Όπως παρατηρούμε από τα στοιχεία του πίνακα σχεδόν σε όλες τις χώρες έχει σημειωθεί μία σημαντική αύξηση στο επίπεδο της τραπεζικής διαμεσολάβησης. Πέρα από αυτή τη βελτίωση, η οποία αποτελεί ένα σημαντικό βήμα προς την γενικότερη οικονομική ανάπτυξη των χωρών, η παρουσία και οι λειτουργίες των τραπεζών δεν είναι ακόμα τόσο διαδεδομένες, συγκρινόμενες με την Ευρωπαϊκή Ένωση και την Ελλάδα. Βέβαια, αξίζει να σημειωθεί η περίπτωση της Κροατίας, που αποτελεί σημαντική εξαίρεση, μιας και παρουσίασε τον υψηλότερο δείκτη (68.7%) το 2006, γεγονός που φανερώνει το υψηλό επίπεδο της τραπεζικής διαμεσολάβησης που χαρακτηρίζει την συγκεκριμένη χώρα.

Κατά τη διάρκεια της προηγούμενης δεκαετίας, ο συνδυασμός της ελλιπούς πειθαρχίας των χρηματοοικονομικών παραγόντων και της κακοδιαχείρισης των τραπεζικών ιδρυμάτων των χωρών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης με λανθασμένες μακροοικονομικές πολιτικές οδήγησε σε κρίσεις στους χρηματοοικονομικούς τομείς στην Βουλγαρία, Αλβανία και ΠΓΔΜ. Οι χρηματοοικονομικές κρίσεις, που παρουσιάστηκαν σε αυτές τις χώρες κατά τα πρώτα χρόνια της μετάβασης στην

νέες συνθήκες, είχε σαν αποτέλεσμα το κοινό να χάσει την εμπιστοσύνη του και να απαιτεί νομική προστασία για να προβεί σε καταθέσεις των αποταμιεύσεών του.

Λαμβάνοντας υπόψιν πόσο σημαντική είναι η εμπιστοσύνη του κοινού, είτε πρόκειται για επιχειρήσεις είτε για νοικοκυριά, για τη σωστή λειτουργία του τραπεζικού συστήματος, βλέπουμε ότι η απώλειά της είναι μία πολύ σημαντική εξέλιξη, που είναι ικανή να οδηγήσει σε σωρεία άλλων εξελίξεων για το σύνολο της οικονομίας. Επιπλέον, αυτή η απώλεια της εμπιστοσύνης εμφανίστηκε και σε άλλες χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, που δεν αντιμετώπισαν χρηματοοικονομική κρίση. Η Κροατία υπήρξε η μόνη χώρα στην περιοχή που δεν αντιμετώπισε μία τέτοια κατάσταση. Ταυτόχρονα, το ανεπαρκές εισόδημα χρησιμοποιήθηκε για την κάλυψη βασικών αναγκών. Σαν αποτέλεσμα, η βάση των καταθέσεων σε αυτές τις χώρες υπήρξε ιδιαίτερα χαμηλή, ενώ οι πιστώσεις στα νοικοκυριά υπήρξαν σχεδόν ανύπαρκτες.

Οι δύο βασικοί λόγοι που οδήγησαν στην ανικανότητα των νοικοκυριών να αποκτήσουν δάνεια υπήρξαν το χαμηλό εισόδημα που χαρακτήριζε τα νοικοκυριά και τα υψηλά επιτόκια δανεισμού που επικρατούσαν εκείνη την περίοδο στην οικονομία. Επιπροσθέτως, η πολιτική σχετικά με τον δανεισμό χαρακτηριζόταν από πολύ αργές και προσεκτικές κινήσεις στην αγορά, δεδομένου ότι οι εταιρικές αποδόσεις ήταν χαμηλές, τα λογιστικά στοιχεία αναξιόπιστα και τα αρχεία σχετικά με τους πελάτες και το δανειακό τους παρελθόν ανύπαρκτα. Σαν αποτέλεσμα, οι τράπεζες ήταν φειδωλές στην χορήγηση δανείων, εφόσον ήταν πολύ δύσκολη γι' αυτές η διαδικασία αξιολόγησης των πελατών και των δυνατοτήτων αποπληρωμής που τους χαρακτήριζε. Επιπλέον, η οικονομική αστάθεια και η ανεπαρκής τραπεζική επιτήρηση και ρύθμιση καθιστούσε τον πιστωτικό κίνδυνο μεγάλο και δύσκολο να εκτιμηθεί. Παρόλο που από το 1998 η κατάσταση έχει αλλάξει σημαντικά λόγω της διαδικασίας της αναμόρφωσης του τραπεζικού τομέα, αρκετά προβλήματα παραμένουν σε αυτές τις χώρες.



ΠΙΝΑΚΑΣ 3:

Οι δείκτες τραπεζικής διαμεσολάβησης των τραπεζικών συστημάτων των κρατών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης.

	ΕΤΗ	ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ /ΑΕΠ(%)	ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ /ΑΕΠ(%)	ΣΥΝΟΛΟ ΔΑΝΕΙΩΝ /ΑΕΠ(%)	ΔΑΝΕΙΑ ΠΡΟΣ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΑ /ΣΥΝΟΛΟ ΔΑΝΕΙΩΝ
ΑΛΒΑΝΙΑ	1998	44.7	40.2	5.6	5.1
	2001- 2002	53.9	49.2	4.9	18.5
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	1998	35	23	9	-
	2001- 2002	45	31	18	20.2
ΚΡΟΑΤΙΑ	1998	67.8	37.4	40	-
	2001- 2002	87.3	57.5	44.8	42.5
ΣΕΡΒΙΑ – ΜΑΥΡΟΒΟΥΝΙΟ	1998	-	-	-	-
	2001- 2002	40.3	22.	16	-
ΠΓΔΜ	1998	30.3	16.5	13.1	8.3
	2001- 2002	45	30.8	13.1	11.6
ΡΟΥΜΑΝΙΑ	1998	28.4	15.5	10.2	-
	2001- 2002	29.2	18.9	11.2	6.8
Μ. Ο ΤΗΣ ΝΑ ΕΥΡΩΠΗΣ	1998	40.6	23.4	17.9	-
	2001- 2002	47.4	31.5	19.9	-
ΕΛΛΑΔΑ	2001-	155	109	59.6	34.2

	2002				
ΕΥΡΩ ΖΩΝΗ	2001-2002	260	96.5	107.8	44.2

Πηγή : Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος

Ο πίνακας 3 παρουσιάζει μία ποικιλία δεικτών που μπορεί να μας βοηθήσει να καταλήξουμε σε σημαντικά συμπεράσματα σχετικά με την κατάσταση που επικρατεί στην περιοχή. Από το 1998, η βάση των καταθέσεων στην περιοχή έχει αλλάξει σημαντικά (βλ. Πίνακα 3). Αυτή η αλλαγή υπήρξε το αποτέλεσμα ενός πλαισίου διασφάλισης των καταθέσεων, που εφαρμόζεται σε όλες τις χώρες των Βαλκανίων, εκτός από τη Σερβία και το Μαυροβούνιο. Συγκρίνοντας το μέσο όρο του δείκτη των καταθέσεων όλων των χωρών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, εκφρασμένο σαν ποσοστό του Α.Ε.Π. (31.5%) με τις καταθέσεις στην Ελλάδα (109.0%) και στην περιοχή της ζώνης του Ευρώ (96.5%), καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η καταθετική βάση παραμένει ακόμη και σήμερα σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Ο λόγος γι' αυτό είναι ότι οι πολίτες αυτών των χωρών βασίζονται πολύ λίγο στο εγχώριο νόμισμα. Σύμφωνα με στοιχεία της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, οι καταθέσεις σε εγχώριο νόμισμα αντιπροσωπεύουν μόνο γύρω στο μισό του συνόλου των καταθέσεων, φανερώνοντας το γεγονός ότι οι αποταμιευτές προτιμούν την ασφάλεια που προσφέρουν οι καταθέσεις σε ξένο νόμισμα.

Πέρα από το δείκτη των καταθέσεων, ο πίνακας 3 δείχνει την ανάπτυξη του δανεισμού. Παρόλο που ο δείκτης του συνολικού δανεισμού ως προς το Α.Ε.Π. εμφανίζεται αυξημένος στην περιοχή και συγκεκριμένα από 17.9% το 1998 έχει ανέλθει σε 19.9% το 2001-2, ακόμη παραμένει χαμηλός σχετικά με την Ελλάδα και την ζώνη του Ευρώ. Συγκεκριμένα, ο σχετικός δείκτης για την Ελλάδα το 2001-2002 ήταν 59.6%, ενώ για την ζώνη του Ευρώ ήταν 107.8%. Είναι φανερό, λοιπόν, ότι οι τράπεζες στην περιοχή ακολούθησαν συντηρητική πιστωτική πολιτική, λόγω της αβεβαιότητας στον χρηματοοικονομικό τομέα που πολλές από τις εξεταζόμενες χώρες αντιμετώπισαν. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Τράπεζα για την Ανασυγκρότηση και την Ανάπτυξη, 54% των επιχειρήσεων στην περιοχή δήλωσαν ότι υπήρξε είτε πάρα πολύ δύσκολη είτε αδύνατη η απόκτηση βραχυπρόθεσμων

δανείων για κεφάλαιο κίνησης από τις εμπορικές τράπεζες, ενώ το 70% των επιχειρήσεων αντιμετώπισαν δυσκολία ακόμη και στην απόκτηση μακροπρόθεσμων τραπεζικών δανείων. Όπως είναι λογικό, η κατάσταση υπήρξε πολύ πιο δύσκολη για τις μικρές ή μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Επιπρόσθετα σε αυτή τη δύσκολη κατάσταση, η διαδικασία της χορήγησης των δανείων, στις περιπτώσεις που κατάφεραν οι επιχειρήσεις να τα πάρουν, χρειαζόταν περίπου 31 μέρες κατά μέσο όρο για να ολοκληρωθεί. Για παράδειγμα, στην Αλβανία ο σχετικός χρόνος ήταν 53 μέρες. Ο πιστωτικός κίνδυνος στην περιοχή ήταν ακόμη υψηλός. Οι τράπεζες, σε μία προσπάθεια να μειώσουν τον πιστωτικό κίνδυνο, απαιτούσαν μεγάλης αξίας εγγυήσεις, οι οποίες κυμαίνονταν από 73% του ποσού των χορηγήσεων στη ΠΓΔΜ μέχρι 174% στη Βουλγαρία. Σχετικά με τη σύνθεση των δανείων και τον σκοπό για το οποίο προορίζονται, τα δάνεια προς τις ιδιωτικές εταιρείες αντιστοιχούν στο 75% του συνόλου των δανείων, ενώ οι χορηγήσεις προς τα νοικοκυριά αντιπροσωπεύουν γύρω στο 15% του συνόλου των δανείων, μεγέθη που συγκριτικά με την Ελλάδα και τον μέσο όρο της ζώνης του Ευρώ είναι αρκετά χαμηλά (34% και 44% αντίστοιχα).

ΠΙΝΑΚΑΣ 4:

Η κεφαλαιοποίηση της αγοράς μετοχών (σαν ποσοστό του ΑΕΠ)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Αλβανία	na						
Βοσνία και Ερζεγοβίνη	na						
Βουλγαρία	4,8	3,7	4,2	7,9	10,4	19,7	31,2
Κροατία	14,5	16,5	15,6	18,7	28,7	34,8	64,6
ΠΓΔΜ	0,2	0,4	4,3	7,7	7,7	11,1	16,8
Ρουμανία	3,4	5,8	10,1	9,2	13,9	22,2	24,6
Σερβία	na	Na	4,7	7,1	14,5	24,0	35,4
Μαυροβούνιο	na						

Πηγή : Ε.Τ.Α.Α. (2007) Έρευνα των κεντρικών τραπεζών

Δυστυχώς, μόνο για πέντε χώρες υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία, και ως εκ τούτου δεν έχουμε μία ολοκληρωμένη εικόνα για την περιοχή. Το βασικό συμπέρασμα της ανάλυσης είναι ότι οι χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης βασίζονται σε μεγάλο βαθμό στα τραπεζικά ιδρύματα. Αυτή η κατάσταση είναι αντίθετη της ύπαρξης μίας ανεπτυγμένης αγοράς μετοχών στις εξεταζόμενες χώρες. Αντίστοιχα, ο δείκτης των εγχώριων πιστώσεων στον ιδιωτικό τομέα για την Ρουμανία υπήρξε χαμηλός, εφόσον ο τραπεζικός τομέας ήταν ακόμη υποανάπτυκτος σε αυτή τη χώρα και ο ρυθμός της ανασυγκρότησης του τραπεζικού τομέα ήταν πολύ χαμηλός συγκριτικά με τις άλλες χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης.

Οι μη τραπεζικές χρηματοπιστωτικές αγορές στην περιοχή είναι ακόμη υποανάπτυκτες, όχι μόνο από θεσμικής και ρυθμιστικής πλευράς, αλλά και από την πλευρά των στοιχείων του ενεργητικού. Σε όλες τις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης οι οργανωμένες αγορές κεφαλαίου άρχισαν να λειτουργούν μετά το 1990. Για παράδειγμα, στην Αλβανία, στη Βουλγαρία, στην Κροατία και στη ΠΓΔΜ η ανταλλαγή μετοχών εδραιώθηκαν το 1996, το 1997, το 1991 και το 1995 αντίστοιχα. Αρχικά, υπήρξε ένας μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων σε αναμονή για την είσοδο στο χρηματιστήριο, αλλά από τότε αυτός ο αριθμός μειώθηκε σημαντικά. Επιπροσθέτως, τα χρηματιστήρια στην περιοχή είναι μικρά, σχετικά με το μέγεθος των οικονομιών που εξυπηρετούν, με εξαίρεση την Κροατία και την Ρουμανία.

Ο πίνακας 5 παρουσιάζει τον δείκτη της Ευρωπαϊκής Τράπεζας για την Ανασυγκρότηση και την Ανάπτυξη για την αναμόρφωση των μη τραπεζικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Και αυτός ο δείκτης κυμαίνεται ανάμεσα στο 1 και το 4+. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Τράπεζα για την Ανασυγκρότηση και την Ανάπτυξη, ο δείκτης 1 δείχνει πολύ μικρή πρόοδο, ενώ το 4+ δείχνει κανόνες απόδοσης ανεπτυγμένων βιομηχανικών οικονομιών, πλήρη συμμόρφωση με τους κανόνες ασφαλείας και πλήρως ανεπτυγμένη διαμεσολάβηση από μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.



ΠΙΝΑΚΑΣ 5:

Οι δείκτες της Ε.Τ.Α.Α. για το επίπεδο αναμόρφωσης των μη τραπεζικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Αλβανία	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67
Βοσνία και Ερζεγοβίνη	1,00	1,00	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67
Βουλγαρία	2,00	2,00	2,33	2,33	2,33	2,33	2,67	2,67
Κροατία	2,33	2,33	2,67	2,67	2,67	2,67	3,00	3,00
ΠΓΔΜ	1,67	1,67	1,67	1,67	2,00	2,00	2,33	2,33
Ρουμανία	2,00	2,00	2,00	2,33	2,33	2,33	2,33	2,67
Σερβία	1,00	1,00	1,67	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00

Πηγή: Ε.Τ.Α.Α. (2007) Έρευνα των κεντρικών τραπεζών.

Από μελέτες προκύπτει ότι από το 1998, που αποτελεί χρονιά ορόσημο για το σύνολο της περιοχής, οι περισσότερες χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, εκτός από την Αλβανία, την ΠΓΔΜ και την Κροατία, σημείωσαν σημαντική πρόοδο στους μη τραπεζικούς χρηματοπιστωτικούς τους τομείς. Συγκεκριμένα, με βάση τον πίνακα 5, συμπεραίνουμε ότι ο δείκτης της Ευρωπαϊκής Τράπεζας για την Ανασυγκρότηση και την Ανάπτυξη για όλες τις χώρες της περιοχής ήταν γύρω στο 2 το 2007, με εξαίρεση την περίπτωση της Κροατίας, όπου ο δείκτης ήταν γύρω στο 3. Και στην περίπτωση αυτού του δείκτη, παρατηρούμε ότι είναι σχετικά χαμηλός, συγκριτικά με τον αντίστοιχα της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Από την άλλη μεριά, η Κροατία έχει τον πιο αναπτυγμένο μη τραπεζικό χρηματοπιστωτικό τομέα στην περιοχή. Συγκεκριμένα, ο δείκτης της Ευρωπαϊκής Τράπεζας για την Ανασυγκρότηση και την Ανάπτυξη κυμαίνεται γύρω από το 3, επιβεβαιώνοντας ότι υπάρχει επαρκής έκδοση εγγυήσεων από τις ιδιωτικές επιχειρήσεις, εδραίωση συστήματος αυτόνομης εγγραφής, ανεπτυγμένη ασφαλιστική εκκαθάριση και διαδικασίες συμβιβασμών, κάποια προστασία της πλειοψηφίας των μετόχων, σημαντική ανάδειξη μη τραπεζικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών, καθώς και ανάπτυξη του σχετικού ρυθμιστικού πλαισίου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5:

Ο ΑΡΙΘΜΟΣ ΚΑΙ Η ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Σε αυτό το τμήμα της εργασίας γίνεται ανάλυση του αριθμού των τραπεζών στην περιοχή, της ιδιοκτησιακής δομής τους και του επιπέδου της συγκέντρωσης που χαρακτηρίζει την περιοχή. Ο πίνακας 6 δείχνει τον αριθμό των τραπεζών σε κάθε μία από τις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Στις παρενθέσεις παρουσιάζουμε τον αριθμό των ξένων τραπεζών που λειτουργούν στην περιοχή.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6:

Ο αριθμός των τραπεζών (και μέσα στην παρένθεση των ξένων τραπεζών) στην Νοτιοανατολική Ευρώπη.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Αλβανία	13 (12)	13 (12)	13 (12)	15 (13)	16 (14)	16 (14)	17 (14)
Βοσνία και Ερζεγοβίνη	56 (14)	49 (20)	40 (21)	37 (19)	33 (17)	33 (20)	32 (22)
Βουλγαρία	35 (25)	35 (26)	34 (26)	35 (25)	35 (24)	34 (23)	32 (23)
Κροατία	43 (21)	43 (24)	46 (23)	41 (19)	37 (15)	34 (13)	33 (15)
ΠΓΔΜ	22 (7)	21 (8)	20 (7)	21 (8)	21 (8)	20 (8)	19 (8)
Ρουμανία	33 (21)	33 (24)	31 (24)	30 (21)	32 (23)	33 (24)	31 (26)
Σερβία	81 (3)	54 (8)	50(12)	47(16)	43(11)	40(17)	37(22)

Πηγή : Ε.Τ.Α.Α. (2007) Έρευνα των κεντρικών τραπεζών.

Στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, δεδομένου του μεγέθους της αγοράς, λειτουργεί πολύ μεγάλος αριθμός τραπεζών. Από το 1998 ο αριθμός των τραπεζών μειώθηκε σημαντικά, με εξαίρεση την περίπτωση της Αλβανίας και της Βουλγαρίας. Παρά τη μείωση του αριθμού των τραπεζών στην περιοχή, υπάρχει ακόμα αρκετός χώρος για περαιτέρω συγχωνεύσεις, μιας και υπάρχουν ακόμη πολλές μικρές τράπεζες. Η αναμόρφωση του τραπεζικού τομέα περιλαμβάνει



ιδιωτικοποιήσεις, συγχωνεύσεις και εξαγορές, και εξυγίανση των χρεοκοπημένων τραπεζών. Σχετικά με τον αριθμό των τραπεζών, αξίζει να σημειωθεί ότι η Σερβία και το Μαυροβούνιο έχουν τον μεγαλύτερο αριθμό τραπεζών (37), ενώ η Ρουμανία έχει τον μεγαλύτερο αριθμό ξένων τραπεζών (26) στην περιοχή.

Η διαδικασία της αναμόρφωσης του τραπεζικού τομέα σε όλες τις αναπτυσσόμενες χώρες απαιτεί την μείωση του αριθμού των τραπεζών, κυρίως στην περίπτωση που είναι μικρές σε μέγεθος και αδυνατούν να ικανοποιήσουν τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις που θέτουν οι ρυθμιστικές αρχές. Αυτός ήταν και ο βασικός λόγος για την δραματική μείωση του αριθμού των τραπεζικών ιδρυμάτων στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Συγκεκριμένα, αυτή η μείωση στον αριθμό των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων είναι συμβατή με ένα νέο κύμα ανασυγκρότησης, που καθοδηγείται από διεθνείς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, οι οποίοι επικεντρώνουν την προσοχή τους στην αλλαγή της κεφαλαιακής σύνθεσης των τραπεζών, σε συγχωνεύσεις και εξαγορές, και σε άλλες μορφές ιδιοκτησιακής συμμετοχής, που είναι απαραίτητες για την αποτελεσματικότητα της διοίκησης και την ικανοποιητική λειτουργία του τραπεζικού τομέα.

Άλλο ένα ενδιαφέρον σημείο είναι η αύξηση των τραπεζών που προέρχονται από το εξωτερικό από το 2001. Ανάμεσα στις διάφορες βαλκανικές χώρες, τη χαμηλότερη αύξηση παρουσίασε η ΠΓΔΜ, λόγω της κρίσης που αντιμετώπισε η χώρα το 2001, και είχε σαν αποτέλεσμα τον ενδοιασμό των επενδυτών να εισέλθουν στην εγχώρια αγορά. Η είσοδος των ξένων τραπεζών στην περιοχή συνδέεται με την ανάπτυξη του εγχώριου τραπεζικού τομέα. Οι ξένες τράπεζες εισήγαγαν τρία βασικά στοιχεία – κλειδιά: το κεφάλαιο, την τεχνική κατάρτιση και τον ανταγωνισμό. Ο ανταγωνισμός ώθησε τις τράπεζες να προσφέρουν πιο εξειδικευμένα και υψηλότερης ποιότητας προϊόντα, τα οποία ήταν άγνωστα στην περιοχή πρωτίτερα, ενώ ταυτόχρονα οδήγησε στην πτώση των επιτοκίων δανεισμού. Η τελευταία εξέλιξη οδήγησε σε αύξηση της ζήτησης για χορηγήσεις δανείων και έδωσε έναυσμα στις επιχειρήσεις στην περιοχή να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους. Σαν αποτέλεσμα, το επίπεδο της τραπεζικής διαμεσολάβησης ενισχύθηκε ακόμη περισσότερο.

Επιπροσθέτως, η είσοδος ξένων τραπεζών βελτίωσε σημαντικά το επίπεδο της εμπιστοσύνης του κοινού, το οποίο με τη σειρά του είχε σαν αποτέλεσμα την άνθηση των καταθέσεων. Επιπλέον, με την είσοδο νέων τεχνολογιών, οι τράπεζες στην περιοχή μείωσαν κατά πολύ το λειτουργικό τους κόστος. Άλλωστε η τεχνική κατάρτιση περιλαμβάνει μοντέρνες τεχνικές διαχείρισης του κινδύνου και κατάλληλη γνώση της χρηματοοικονομικής διοίκησης.

Οι ξένες τράπεζες έχουν πλέον την δυνατότητα να επεκτείνουν τις εργασίες τους σε άλλες χώρες με διάφορους τρόπους. Οι πιο συνηθισμένες πρακτικές είναι οι εξαγορές άλλων εγχώριων τραπεζών ή η ίδρυση νέων υποκαταστημάτων. Το βασικό ζήτημα, όμως, που προκύπτει είναι ο εντοπισμός των κινήτρων που οδηγεί τις ξένες τράπεζες να εισέλθουν σε αγορές, που χαρακτηρίζονται από τέτοιο κίνδυνο. Άλλωστε, η ισχυρή οικονομική ανάπτυξη που σημειώθηκε σε όλες τις χώρες των Βαλκανίων, η αυξανόμενη χρηματοοικονομική σταθερότητα, τα βελτιωμένα εταιρικά αποτελέσματα, το αυξανόμενο διαθέσιμο εισόδημα και η επέκταση των καταναλωτικών πιστώσεων παρέχουν ένα δυναμικό τραπεζικό περιβάλλον με ευνοϊκούς όρους για την λειτουργία των ευρωπαϊκών τραπεζών. Η περαιτέρω συνέχιση της ισχυρής οικονομικής ανάπτυξης και η αυξανόμενη χρηματοοικονομική σταθερότητα προβλέπεται ότι θα αυξήσει την καταθετική βάση των τραπεζών και τη ζήτηση για νέα εξειδικευμένα προϊόντα ακόμη περισσότερο στο μέλλον. Η είσοδος αυτών των περισσότερων εξειδικευμένων προϊόντων, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια, τα διάφορα είδη συνταξιοδοτικών προγραμμάτων και ασφαλιστικών προϊόντων θα αυξήσει το εισόδημα των επιμέρους τραπεζών, που θα είναι σε θέση να προσφέρουν αυτές τις υπηρεσίες.

Τα κράτη που έχουν κατ' εξοχήν δείξει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για την ανάπτυξη στην περιοχή είναι η Ιταλία, η Ελλάδα, η Αυστρία, η Γερμανία, η Γαλλία και η Τουρκία. Ανάμεσα σε αυτά τα κράτη, η Ελλάδα παίζει σημαντικό ρόλο στα Βαλκάνια, κυρίως λόγω πολιτισμικής και γεωγραφικής εγγύτητας. Άλλωστε, πέρα από τις ελληνικές τράπεζες, πολλές άλλες ελληνικές εταιρίες έχουν ήδη προχωρήσει σε επέκταση των εργασιών τους στην ευρύτερη γεωγραφική περιοχή. Επομένως, με βάση αυτή την εξέλιξη προκύπτει και άλλο ένα ισχυρό κίνητρο για τις ελληνικές τράπεζες, που είναι η χρηματοδότηση των εκεί ελληνικών επιχειρήσεων. Βέβαια, αυτό το κίνητρο δεν είναι κάτι εντελώς καινούργιο. Οι σκανδιναβικές τράπεζες έχουν επεκταθεί στα

κράτη της Βαλτικής για τους ίδιους λόγους που οι ελληνικές τράπεζες έχουν επεκταθεί στα βαλκανικά κράτη. Σύμφωνα με την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος οι ελληνικές επενδύσεις στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης ανέρχονταν στο ποσό των 5 δισεκατομμυρίων ευρώ για την περίοδο 1990-2002, από τις οποίες περίπου το ένα δέκατο προοριζόταν για τον τραπεζικό τομέα αυτών των χωρών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6:

Η ΕΠΕΚΤΑΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΑ ΒΑΛΚΑΝΙΑ

Η επέκταση των ελληνικών τραπεζών στην ευρύτερη περιοχή των Βαλκανίων είναι πλέον μία πραγματικότητα. Οι περισσότερες τράπεζες εκμεταλλευόμενες τις ιδιαίτερες οικονομικές και πολιτικές συνθήκες της περιοχής, εισήχθησαν σε αυτή την περιοχή και καταγράφουν σημαντικά κέρδη. Σε μία συγκεντρωτική βάση, υπολογίζεται ότι το 2007 οι ελληνικές τράπεζες πραγματοποιούν το 6% με 7% των κερδών τους – σε όρους χρημάτων τα στοιχεία αναφέρονται σε περίπου 110 εκατομμύρια ευρώ – στην περιοχή των Βαλκανίων, ενώ οι θυγατρικές τους σε αυτές τις χώρες έχουν ένα μερίδιο 6% από το σύνολο της αγοράς των δανείων. Βέβαια, θα πρέπει να σημειωθεί ότι μία αύξηση στο αποθεματικό των «κακών» χρεών έχει παρατηρηθεί εξαιτίας της σχετικά περιορισμένης ωριμότητας και ανάπτυξης της συγκεκριμένης αγοράς. Έρευνες εκτιμούν ότι το ποσοστό των μη αποδοτικών δανείων κυμαίνεται στο 10%, ενώ φαίνεται ότι σε ορισμένες κατηγορίες δανείων το ποσοστό αυτό φτάνει ακόμη και στο 20%.

Βέβαια, οι βαλκανικές αγορές έχουν μπει και σταδιακά προχωρούν σε μία φάση ωρίμανσης, και σαν αποτέλεσμα, οποιοδήποτε πρόβλημα σχετίζεται με την ανάπτυξη και την εξάπλωση των συγκεκριμένων αγορών αναμένεται να μειωθεί. Προς το παρόν, οι περιορισμοί στην επέκταση των πιστώσεων που υπάρχουν, καθώς και το υψηλό επίπεδο της επάρκειας του κεφαλαίου που απαιτείται δρουν σαν εμπόδιο στο δανεισμό μεγάλης κλίμακας. Συγκεκριμένα, στη Βουλγαρία ο χαμηλότερος βασικός δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας είναι 12%, σε αντίθεση με την περίπτωση της Ελλάδας που ο αντίστοιχος δείκτης κυμαίνεται στο 8%.

Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος σύμφωνα με επίσημες ανακοινώσεις της διοίκησης της τράπεζας κατείχε το 2004 την πέμπτη θέση στα Βαλκάνια, με ένα μερίδιο αγοράς γύρω στο 6.65%. Οι δραστηριότητες της συγκεκριμένης τράπεζας στην περιοχή συμβάλλουν σήμερα στο 8.5% των συνολικών κερδών της, ενώ τα επενδυόμενα κεφάλαια ανήλθαν σε 310 εκατομμύρια το 2004, ποσό που

αντιπροσωπεύει σχεδόν το 13% της συνολικής καθαρής αξίας του ομίλου. Τα δάνεια ανέρχονται σε 1.414 δισεκατομμύρια ευρώ, ποσό που αντιπροσωπεύει το 5.2% των συνολικών δανείων του ομίλου. Στη ΠΓΔΜ, η εθνική τράπεζα κατέχει σήμερα το 20% της αγοράς μέσω της Stopanska. Στη Βουλγαρία, η UBB, θυγατρική του ομίλου της εθνικής στην χώρα, έχει 110 υποκαταστήματα και ένα μερίδιο αγοράς στο 10.5%, ενώ στην Ρουμανία, τα κέρδη της εθνικής τράπεζας ανέρχονται σε 10 εκατομμύρια και αντιπροσωπεύουν μερίδιο ίσο με το 3.33% στο σύνολο της αγοράς. Στη Σερβία, η εθνική τράπεζα καταφεύγει σε ακόμη πιο επιθετικές κινήσεις και, ήδη, κατέχει το 2.1% της αγοράς. Βέβαια, ειδικά σε αυτή τη χώρα, κατά τη διάρκεια του 2008, η εθνική τράπεζα αναμένεται να αυξήσει κατά πολύ το μερίδιο μέσω της πλήρους συγχώνευσης της θυγατρικής της στην Σερβία με τη Vojvodanska Banka που θα πραγματοποιηθεί αυτό το έτος.

Τα κέρδη των θυγατρικών της Alpha Bank στα Βαλκάνια αντιπροσωπεύουν σχεδόν το 12% των συνολικών κερδών του ομίλου. Η τράπεζα μέχρι τώρα έχει ακολουθήσει μία σχετικά συντηρητική πολιτική επέκτασης, και έχει επιτύχει ένα μερίδιο αγοράς γύρω στο 4%, μετά την απόκτηση της Jubanka. Η αγορά της Ρουμανίας είναι η πιο κερδοφόρα για την Alpha Bank, μιας και το μερίδιο αγοράς της είναι γύρω στο 3.7%.

Η EFG Eurobank Ergasias, της οποίας η παρουσία στα Βαλκάνια είναι ισχυρή μέσω της Post Bank (μερίδιο 5%), στοχεύει στην κατάκτηση μεριδίου 20% της αγοράς των Βαλκανίων. Το 2004, τα κέρδη της Post Bank έφτασαν τα 8.5 εκατομμύρια ευρώ, αντιπροσωπεύοντας το 2.5% των συνολικών κερδών του ομίλου της Eurobank. Στη Ρουμανία, το μερίδιο αγοράς που αποκτήθηκε μέσω της Post Bank έφτασε το 4.5% με κέρδη της τάξεως των 19 εκατομμυρίων ευρώ.

Η τράπεζα Πειραιώς κατέχει περίπου το 3-4 % της αγοράς των Βαλκανίων συνολικά και έχει σαν βασικό στόχο την αύξηση του συγκεκριμένου ποσοστού κατά 3 ή 4%. Πιο ειδικά, κατέχει ένα μερίδιο αγοράς 3.4% στη Βουλγαρία και 7.3% στην Αλβανία. Στις τραπεζικές αγορές της Ρουμανίας και της Σερβίας το μερίδιο της αγοράς παραμένει πολύ μικρό, μικρότερο του 1%.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να σημειωθεί ότι ανάμεσα στα διάφορα βαλκανικά κράτη,



οι αγορές της Ρουμανίας και της Βουλγαρίας, χώρες οι οποίες πρόσφατα μπήκαν στην Ευρωπαϊκή Ένωση, πιστεύεται ότι έχουν την δυνατότητα να προσφέρουν τεράστιες δυνατότητες για ανάπτυξη, λόγω του χαμηλού επιπέδου τραπεζικής διαμεσολάβησης που υπάρχει εκεί, καθώς και λόγω των πολιτικών και μακροοικονομικών συνθηκών τους που σταθερά βελτιώνονται. Η Ρουμανία προσφέρει ακόμη πιο καλές προοπτικές, μιας και χαρακτηρίζεται από το λιγότερο ανεπτυγμένο τραπεζικό σύστημα, παρά το γεγονός ότι είναι η δεύτερη μεγαλύτερη αγορά στην περιοχή της κεντρικής και ανατολικής Ευρώπης.

Οι ελληνικές τράπεζες κατάφεραν να διεισδύσουν σε αυτές τις χώρες ακριβώς εκείνη την κατάλληλη στιγμή που οι ευκαιρίες ήταν αυξημένες. Σύμφωνα με μία μελέτη της Alpha Finance, οι ευκαιρίες για νέες εισόδους στις αγορές της Βουλγαρίας και της Ρουμανίας είναι τώρα περιορισμένες, ειδικά στη Βουλγαρία, που το 80% των τραπεζών ελέγχονται από ξένους πιστωτικούς οργανισμούς. Σύμφωνα με την ανάλυση της Alpha Finance, η περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης προσφέρει στις ελληνικές τράπεζες την δυνατότητα να επεκτείνουν τον κύκλο ανάπτυξής τους ειδικά αυτή την περίοδο, όπου οι προβλέψεις μιλάνε για περιορισμό των πιστώσεων στην εγχώρια αγορά. Προς το παρόν, από όλους τους τρόπους επέκτασης, η οργανική επέκταση είναι η πιο αποτελεσματική μέθοδος και ο πιο οικονομικός τρόπος για ανάπτυξη. Οι εξαγορές προσφέρουν ευκαιρίες για μία γρήγορη αύξηση του μεριδίου αγοράς, αλλά η ανασυγκρότηση, η οποία απαιτείται σε αυτή την περίπτωση, είναι συχνά μία μακριά και επίπονη διαδικασία.

Σε αυτό το σημείο έχει μεγάλο ενδιαφέρον να δούμε αναλυτικά τις προοπτικές του τραπεζικού τομέα στη Ρουμανία και Βουλγαρία. Στη Ρουμανία, παρά την αυξημένη δραστηριότητα που ακολούθησε την κρίση του 1997-1999, το επίπεδο της τραπεζικής διαμεσολάβησης παραμένει εξαιρετικά χαμηλό, με τα στοιχεία του ενεργητικού των τραπεζών να εκτιμώνται στα 20 δισεκατομμύρια το 2004, ποσό που αποτελεί το 36.5% του ΑΕΠ. Και παρόλο που κατά την διάρκεια των τριών τελευταίων χρόνων το τραπεζικό σύστημα της χώρας αυξήθηκε με ρυθμό διπλάσιο ή τριπλάσιο από τους αντίστοιχους των μεγαλύτερων Ευρωπαϊκών χωρών, ο δανεισμός στον ιδιωτικό τομέα αντιστοιχεί σε μόλις 16% από το ΑΕΠ της Ρουμανίας σε αντίθεση με το 120% της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Στο τέλος του 2004, από τις 40 τράπεζες που λειτουργούν στη Ρουμανία, οι 31 ελέγχονταν από ξένες

τράπεζες. Οι αυστριακές τράπεζες είναι στην κορυφή (22.8%), που ακολουθούνται από τις ελληνικές τράπεζες (10.3%), τις ιταλικές τράπεζες (6.5.%), τις ολλανδικές τράπεζες (6.2%) και τις γαλλικές τράπεζες (5.9%).

Η Alpha Bank υπήρξε μία από τις πρώτες τράπεζες που δραστηριοποιήθηκε στη Ρουμανία, δημιουργώντας την Banca Bucuresti σε συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Τράπεζα για την Ανασυγκρότηση και την Ανάπτυξη το 1993. Το 2000, η τράπεζα άλλαξε επωνυμία και μετονομάστηκε σε Alpha Bank Romania, ενώ το 2002 η Alpha Bank αύξησε το μερίδιό της από 85% σε 95%. Η EFG Eurobank Ergasias προέβη στην πιο τολμηρή κίνηση στην αγορά της Ρουμανίας μέσω της απόκτησης την πλειοψηφίας των μετοχών (53%) της Post Bank, ενώ η Εθνική Τράπεζα τον Οκτώβριο του 2003 προχώρησε στην απόκτηση του 90.87% της Banca Romaneasca.

Οι προοπτικές του τραπεζικού τομέα στη Βουλγαρία είναι εξίσου ευοίωνες, ειδικά αν λάβουμε υπ' όψιν την χαμηλή χρηματοπιστωτική διείσδυση στην χώρα (ο λόγος των δανείων ως προς το ΑΕΠ ήταν 30% το 2004). Ο τραπεζικός τομέας πέρασε μία δύσκολη μεταβατική περίοδο κατά τη διάρκεια του 1996-1997. Έκτοτε, η Βουλγαρία κατάφερε να «χτίσει» ένα πολύ καλό ρυθμιστικό πλαίσιο για την αγορά της. Σήμερα, ο τραπεζικός τομέας είναι πλήρως ιδιωτικοποιημένος και κυρίως ελέγχεται από ξένες τράπεζες (84%). Η αγορά είναι σχετικά τμηματοποιημένη με τις 5 μεγαλύτερες τράπεζες να ελέγχουν το 52% της αγοράς όσον αφορά τα στοιχεία του ενεργητικού. Επιπλέον, οι καταναλωτές στη Βουλγαρία, εμφανίζονται πιο φερέγγυοι όσον αφορά τις χρηματοπιστωτικές τους υποχρεώσεις, και, επομένως, το αποθεματικό για τα χρέη, που δεν μπορούν να εξυπηρετηθούν, παραμένει σε σχετικά χαμηλά επίπεδα.

Η UBB, θυγατρική του ομίλου της εθνικής στην Βουλγαρία, αποτελεί το προϊόν της συγχώνευσης 22 εμπορικών τραπεζών που δραστηριοποιούνταν στη Βουλγαρία. Μέσω αυτής της απόκτησης τον Ιούλιο του 2000 η Εθνική τράπεζα κατάφερε να αναπτύξει την πιο δυναμική και ενεργή παρουσία από όλες τις άλλες ελληνικές τράπεζες στη βουλγαρική αγορά. Η UBB είναι ο δεύτερος μεγαλύτερος πιστωτής στη χώρα, με ένα μερίδιο αγοράς της τάξεως του 10.6% στα δάνεια και 10.7% στις καταθέσεις. Η EFG Eurobank έχει, επίσης, εξασφαλίσει μία δυναμική παρουσία



στη Βουλγαρία μέσω της Post Bank και τώρα στοχεύει και ενεργεί προς στην επέκταση των λιανεμπορικών της δραστηριοτήτων μέσω της αναβάθμισης των υποδομών της και της αλλαγής της εταιρικής της ταυτότητας. Η Alpha Bank εισήχθη στην αγορά της Βουλγαρίας το 2000 και ακόμη χαρακτηρίζεται από περιορισμένο μερίδιο αγοράς.

***Τα στοιχεία που παρουσιάζονται σε αυτό το κεφάλαιο βασίζονται σε ανακοινώσεις των επιμέρους τραπεζών, καθώς και της Τράπεζας της Ελλάδος.*



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7:

ΟΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΠΟΥ ΣΧΕΤΙΖΟΝΤΑΙ ΜΕ ΜΗ ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΚΑΙ ΘΕΜΑΤΑ ΕΠΙΤΗΡΗΣΗΣ

Είναι πολύ βασικό στα πλαίσια μιας τέτοιας ανάλυσης να παρουσιασθούν σύντομα και τα άλλα είδη ρίσκων που αναλαμβάνουν οι τράπεζες, και αναμένονται να αναλάβουν στο μέλλον, μιας και αυτά επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό την κερδοφορία τους και τις στρατηγικές τους αποφάσεις. Όπως έχει προαναφερθεί, οι τράπεζες στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, σε μία προσπάθεια να αντιμετωπίσουν τον ισχυρό ανταγωνισμό, στράφηκαν σε μη παραδοσιακές δραστηριότητες, που πρότινος δεν προσφέρονταν. Βέβαια, είναι φανερό από τα οικονομικά αποτελέσματα ότι υπάρχουν μεγάλα περιθώρια για περαιτέρω ανάπτυξη σε αυτό τον τομέα. Στο μέλλον, αναμένεται η σχετική σημασία των συγκεκριμένων δραστηριοτήτων να αυξηθεί. Οι τράπεζες στα Βαλκάνια πρέπει, εκτός από τους κινδύνους που συνδέονται με τις παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες, να αντιμετωπίσουν με αποτελεσματικό τρόπο τους κινδύνους που προκύπτουν και από αυτές τις δραστηριότητες.

Η μείωση των διαμεσολαβητικών εργασιών θα συνεισφέρει στην μείωση των κινδύνων που προκύπτουν από τις πιστώσεις. Αυτό μπορεί να είναι εφικτό μέσω της εισαγωγής νέων προϊόντων, όπως τα παράγωγα και άλλων ειδών χρεόγραφα. Τα παράγωγα, οι εγγυήσεις, οι προσημειώσεις, καθώς και οι παράλληλες υποχρεώσεις δανείων ανήκουν σε αυτές τις δραστηριότητες που δημιουργούν εισόδημα στα τραπεζικά ιδρύματα, μέσω των εισφορών (fee income), και όχι μέσω των παραδοσιακών αμοιβών τους. Σύμφωνα με τον Smith et al. (2003) το εισόδημα από εισφορές δεν δημιουργείται μόνο από τις παραδοσιακές εργασίες που βασίζονται πλέον σε αυτού του είδους την αμοιβή ή από την προσφορά νέων προϊόντων, αλλά μπορεί να αντιπροσωπεύει κέρδη από την προσφορά παλιών προϊόντων, που όμως πλέον γίνονται με εντελώς διαφορετικό τρόπο. Χαρακτηριστικό τέτοιο παράδειγμα αποτελεί η εισφορά που αποκτάται από τον σχεδιασμό και τον διακανονισμό ενός δανείου για έναν πελάτη, παρά από το

περιθώριο επιτοκίου δανεισμού, που παραδοσιακά αποτελούσε την κύρια πηγή εισοδήματος για τα τραπεζικά ιδρύματα. Στην ουσία με αυτόν τον τρόπο, ο πιστωτικός κίνδυνος μετατοπίζεται στους διάφορους παράγοντες της αγοράς.

Οι τράπεζες στα Βαλκάνια, που χαρακτηρίζονται από ακόμα μεγαλύτερη ανάπτυξη των εισοδημάτων από μη παραδοσιακές εργασίες, μπορούν να δημιουργήσουν άλλα είδη κινδύνων, όπως λειτουργικούς και στρατηγικούς, καθώς και κινδύνους αγοράς (market risks) και φήμης. Οι κίνδυνοι αγοράς παρουσιάζονται κυρίως στους μεγαλύτερους τραπεζικούς οργανισμούς με περίπλοκες οργανωτικές δομές. Οι κίνδυνοι που σχετίζονται με τη φήμη είναι επίσης σημαντικά. Σύμφωνα με μία μελέτη της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (2000) η αναγκαιότητα για διατήρηση ενός ανταγωνιστικού προφίλ, που χαρακτηρίζεται από επαγγελματική συμπεριφορά είναι ακόμη πιο μεγάλη και κρίσιμη, ειδικά σε σχέση με τις μη παραδοσιακές εργασίες. Ο λόγος γι' αυτό είναι ότι αυτού του είδους οι εργασίες βασίζονται στην ικανότητα των τραπεζών να κλείνουν συμφωνίες σε τακτά χρονικά διαστήματα, κάτι που απαιτεί συνέχεια στην καλή φήμη που έχουν στην αγορά.

Τέλος, μια τράπεζα συχνά βρίσκεται αντιμέτωπη με έντονο ανταγωνισμό, και γι' αυτό θα πρέπει να ξέρει να αντιμετωπίζει τους κινδύνους που συνδέονται με την στρατηγική της. Οι τράπεζες που δραστηριοποιούνται στην αγορά των Βαλκανίων, στα πλαίσια των προσπαθειών τους για αντιμετώπιση του ανταγωνισμού, θα πρέπει να αναθεωρήσουν τους στόχους τους, καθώς και τις μεθόδους, με τις οποίες τους επιδιώκουν. Αυτή η διαδικασία είναι πολύ πιθανό να συνεπάγεται μεγαλύτερη εξειδίκευση ή συγχωνεύσεις και εξαγορές. Η τελευταία πρακτική δίνει τη δυνατότητα στις τράπεζες να διαφοροποιούνται ως προς τις δραστηριότητές τους. Ωστόσο σε ορισμένες περιπτώσεις μπορεί να αντιμετωπίζουν προβλήματα, εξαιτίας των διαφορών που παρατηρούνται στα διάφορα επιχειρηματικά περιβάλλοντα. Αυτός είναι και ο βασικός λόγος που τα διευθυντικά στελέχη των τραπεζών θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικά όταν λαμβάνουν τέτοιου είδους αποφάσεις.

Συμπερασματικά, είναι φανερό ότι η στροφή των τραπεζών από το εισόδημα από τόκους στο εισόδημα που προκύπτει από άλλου είδους εργασίες μπορεί να οδηγήσει σε νέους κινδύνους, οι οποίοι με τη σειρά τους πρέπει σε μεγάλο βαθμό να λαμβάνονται υπόψη από τις αρχές και να αντιμετωπίζονται. Η επιτροπή της

Βασιλείας, λαμβάνοντας υπόψη ακριβώς αυτούς τους κινδύνους, έθεσε το κατάλληλο ρυθμιστικό πλαίσιο σχετικά με την επάρκεια διαθέσιμου κεφαλαίου από την πλευρά των τραπεζικών ιδρυμάτων. Αρχικά, ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας σχεδιάστηκε για να καλύπτει τους πιστωτικούς κινδύνους. Αργότερα, ο δείκτης συμπεριέλαβε και άλλου είδους κινδύνους, όπως ο κίνδυνος της αγοράς.

Σήμερα, προσπάθειες γίνονται να συμπεριληφθούν στον δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας και τα άλλα είδη κινδύνων που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες (λειτουργικό, στρατηγικό και φήμης). Οι Siems και Clark (1997) συμφωνούν ότι αυτή η στροφή των περισσότερων τραπεζών σε μη παραδοσιακές εργασίες καθιστά αναγκαία την αναθεώρηση της διαδικασίας ρύθμισης των παραδοσιακών τραπεζικών εργασιών. Σύμφωνα με αυτούς, οι τραπεζικές ρυθμιστικές αρχές θα πρέπει να σκεφτούν σοβαρά να στρέψουν την προσοχή τους από τις αναλύσεις των παραδοσιακών λογιστικών εργασιών, σε μία περισσότερο ενδελεχή εκτίμηση των κινδύνων που αντιμετωπίζει ένας τραπεζικός οργανισμός και στον σχεδιασμό των κατάλληλων διοικητικών διαδικασιών. Άλλωστε, σύμφωνα με έρευνες, έχει αποδειχτεί ότι το εισόδημα από άλλες πηγές, πέρα από τους τόκους, είναι περισσότερο ευμετάβλητο, από το εισόδημα από τόκους. Ακριβώς γι' αυτό τον λόγο, οι ρυθμιστές του τραπεζικού συστήματος θα πρέπει να θέτουν προϋποθέσεις για την κεφαλαιακή διάρθρωση των τραπεζών σε τέτοια επίπεδα, ώστε να επιφέρεται μια ισορροπία ανάμεσα στην μεταβλητότητα των τραπεζικών κερδών και στην αποτελεσματικότητα της τραπεζικής φερεγγυότητας.

Μέρος Γ: Συμπεράσματα

Συνοψίζοντας, γίνεται φανερό από την ανάλυση που προηγήθηκε ότι η απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών υπήρξε αναπόφευκτη εξέλιξη των σύγχρονων οικονομιών και αποτελεί βασικό στοιχείο της ανάπτυξης τους. Το ζητούμενο πλέον δεν είναι το κατά πόσον είναι επιθυμητή η χρηματοοικονομική απελευθέρωση, αλλά πότε είναι κατάλληλη στιγμή να εφαρμοστεί κάτι τέτοιο, με βάση τις ιδιαίτερες συνθήκες που επικρατούν σε κάθε κράτος. Οι κατά καιρούς μελέτες καταλήγουν στην άποψη ότι οι κρίσεις στο τραπεζικό τομέα, που συχνά εμφανίζονται μετά από διαδικασίες χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης, προέκυψαν είτε εξαιτίας λαθών στον προγραμματισμό και στον σχεδιασμό των πολιτικών, είτε λόγω αντίξων συνθηκών που επικρατούσαν εκείνη την περίοδο.

Ακριβώς, γι' αυτό το λόγο αυτές οι κρίσεις δεν αποτελούν πλέον σύνηθες φαινόμενο, και χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν οι χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Σε αυτή την περιοχή κρίσεις δεν είναι ορατές, και η χρηματοοικονομική απελευθέρωση έδωσε το έναυσμα για περαιτέρω ανάπτυξη τόσο του τραπεζικού, όσο και του γενικότερου χρηματοοικονομικού τομέα. Μέσα σε αυτό το γενικά θετικό κλίμα αυτής της περιοχής, οι ελληνικές τράπεζες που δραστηριοποιούνται εκεί αναμένουν τα επόμενα χρόνια την αύξηση της κερδοφορίας τους. Οι επενδύσεις είναι μεγάλες και αναμένονται οι συνθήκες να βελτιωθούν ακόμα περισσότερο στο μέλλον.

Τέλος, η απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών, τουλάχιστον στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αναμένεται να ενισχυθεί ακόμη περισσότερο και από μία ακόμη εξέλιξη, η οποία έλαβε χώρα στα μέσα του Ιανουαρίου. Συγκεκριμένα, εκπρόσωποι της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας δήλωσαν ότι μέχρι το τέλος του τρέχοντος έτους, οι πολίτες της Ευρωπαϊκής Ένωσης θα έχουν το δικαίωμα να προβαίνουν σε δανεισμούς από οποιαδήποτε τράπεζα εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ανεξάρτητα από τον τόπο διαμονής τους, με αντίστοιχους όρους και διαδικασίες που θα αντιμετώπιζαν στη χώρα τους. Αυτή η εφαρμογή αποτελεί μια σημαντική διεύρυνση της απελευθέρωσης και θα έχει



σαν αποτέλεσμα την ακόμη μεγαλύτερη αύξηση του ανταγωνισμού και την βελτίωση των όρων της αγοράς.



Μέρος Δ: Βιβλιογραφία

1. Abiad, A., Oomes, N., Ueda K. (November 2005), *The quality effect: Does financial liberalization improve the allocation of capital?*, Sixth Jacques Polak Annual Research Conference.
2. Aizenman Joshua (April 2005), *Financial liberalization: How well has it work for developing countries?*, F.R.B.S.F. (Federal Reserve Bank of San Francisco).
3. Alesina Albetro, Ardagna Silvia, Nicoletti Giuseppe, Schiantarelli Fabio (March 2003), *Regulation and Investment*, NBER Working Paper No 9560.
4. Arestis, P et al (2001), *Financial development and economic growth: the role of stock markets*, Journal of Money, Credit and Banking, Ohio State of University Press, Issue 1, pp 16-41.
5. Bandiera O., Caprio G. Jr, Honohan P., Schiantarelli F. (February 1999), *Does financial reform increase or reduce savings*, The World Bank Development Research Group Finance, Working Paper 2062.
6. Becsi Zsolt, Wang Ping (1997), *Financial Development and Growth*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review.
7. Bekaert Geert, Harvey Campbell, Lundblad Christian (July 2005), *Does financial liberalization spur growth?*, Journal of financial economics Volume 77, Issue 1.
8. Benston J. George and Kaufman G. Gerorge (1995), *Is the banking and payment system fragile?*, Coping with financial fragility and systematic risk, pages 15-46, Kluwer Academic Publishers, Boston.
9. Cuñado Juncal, Javier Gómez Biscarri and Fernando Pérez de Gracia (September 2006), *Changes in the dynamic behavior of emerging market volatility: Revisiting the effects of financial liberalization*, Emerging Markets review, Volume 7, Issue 3.
10. Daniel Betty, Jones Bailey John (May 2007), *Financial liberalization and banking crises in emerging economies*, Journal of international economics, Volume 72, Issue 1.



11. Denizer Cevdet, Dinc Mustafa, Tarimcilar Murat (March 2007), *Financial liberalization and banking efficiency: evidence from Turkey*, Journal of Productivity Analysis.
12. Fisner Klaus, Chenard Martin (June 1997), *Financial liberalization causes banking system fragility*, Centre de recherche en economie et finance appliquees (CREFA), Working Paper No 97-12.
13. Fischer Klaus, Smaoui Houcem (February 1997), *From financial liberalization to banking failure: Starting on the wrong foot?*, Centre de recherche en economie et finance appliquees (CREFA), Working Paper No 97-03.
14. Galindo Arturo, Schiantarelli Fabio, Weiss Andrew (July 2007), *Does financial liberalization improve the allocation of investment? : Micro evidence from developing countries*, Journal of development economics, Volume 83, Issue 2.
15. Ghosh Jayati (October 2005), *The economic and social effects of financial liberalization: A primer for developing countries*, DESA Working Paper No.4, ST/ESA/2005/DWP/4.
16. Giannetti Mariassunta (January 2007), *Financial liberalization and banking crises: The role of capital inflows and lack of transparency*, Journal of financial intermediation, Volume 16, Issue 1.
17. Kelly John, Everett Mary (Autumn 2004), *Financial liberalization and Economic Growth in Ireland*, Central Bank, Quarterly Bulletin, pp91-112.
18. Kim Bondhoo, Kenny Lawrence (March 2006), *Explaining when developing countries liberalize their financial equity markets*, Journal of international financial markets, institutions and money, Volume 17 Issue 4.
19. King, R.G. and Levine, R. (1993), *Finance and Growth: Schumpeter might be right*, Quarterly Journal of Economics.
20. McLean Ben, Shresta Sona (2002-2003), *International financial liberalization and economic growth*, Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper.
21. Min Lee Khang and Moyon Nathalie (December 2006), *Optimal liberalization of financial markets*, Journal of international money and finance, Volume 25, Issue 8.



22. Noy Ilan (September 2004), *Financial liberalization, prudential supervision, and the onset of banking crises*, Volume 5, Issue 3.
23. Pelagidis Theodore (May 2007), *Capital mobility in Greece before and after financial liberalization: A counter-argument*, Journal of policy modeling.
24. Ranciere Romain, Aaron Tornel, Frank Westermann (August 2006), *Decomposing the effects of financial liberalization: Crises vs. growth*, Journal of banking & finance, Volume 30, Issue 12.
25. Schmidt – Hebbel Kl., Serven L. (September 2002), *What do we know about the effects of financial liberalization on Saving, Investment and Growth?*, 9th APEC Finance Ministers' Process.
26. Siems, T., Clark, J. (1997) *Rethinking bank efficiency and regulation: How off-balancesheet activities make a difference*, Financial Industry Studies, Federal Reserve Bank of Dallas, p.1-12.
27. Smith, R., Staikouras, C., Wood, G. (2003), *Non-interest income and total income stability*, Bank of England, Working Paper no.198.
28. Von Hagen Juergen, Zhang Hailing (August 2006), *Financial liberalization in a small open economy*, CESifo Working Paper No.1771.
29. Wyplosz Charles (September 2001), *How risky is financial liberalization in the developing countries?*, United Nations Conference on Trade and Development, No14.

Μέρος Ε: Παράρτημα

Πίνακας Α: Financial liberalization, crisis and growth (I)

Estimation technique: treatment effects model, two-step estimation		
Robust standard errors clustered at country-level		
Frequency: annual		
Period of estimation: 1980–2002		
	Coef.	Coef.
	[1]	[2]
Panel A: growth equation		
<i>Dependent variable: real per capita GDP growth</i>		
Financial liberalization index	0.010	0.011
(de Jure [1]; de Facto [2])	(3.93)***	(3.42)***
Population growth	-0.64	-0.62
	(5.38)***	(4.44)***
Government size	-0.012	-0.012
	(2.34)**	(2.18)**
Inflation	-0.0325	-0.0172
	(5.29)**	(2.64)**
Openness to trade	0.011	0.0096
	(3.03)***	(2.47)***
Initial real GDP per capita	-0.019	-0.013
log(real GDP per capita) in 1980	(1.72)*	(0.95)
Twin crisis index	-0.099	-0.11
	(5.96)***	(3.42)***
<i>First-step hazard</i>	0.035	0.044
	(4.7)***	(5.7)***

Panel B: crisis probit equation		
<i>Dependent variable: twin crisis index</i>		
Dummy financial liberalization	0.43	0.62
	(2.01)**	(2.88)***
Real exchange rate overvaluation (lag)	1.82	3.67
(deviation from HP-trend)	(3.43)***	(3.57)***
Real exchange rate overvaluation (second lag)	1.31	
(deviation from HP-trend)	(2.35)**	
Inflation (lag)	1.81	2.03
	(4.93)***	(4.18)***
Openess to trade (second lag)	0.75	1.05
	(2.41)**	(3.54)***
Rho	0.38	0.41
Sigma	0.037	0.033
Lambda	0.02	0.014
Aikaike information criterion statistics	177.25	105.42
Number of observations	1214	908
Number of countries	60	44

Absolute value of z-statistics in parentheses.

* Significant at 10%.

** Significant at 5%.

*** Significant at 1%.

Πίνακας Β: Financial liberalization, crisis and growth (II)

Estimation technique: treatment effects model, two-step estimation		
Robust standard errors clustered at country-level		
Frequency: non-overlapping five-year interval		
Period of estimation: 1981–2000		
Growth equation	Coef.	Coef.
	[1]	[2]
<i>Dependent variable: real per capita GDP growth</i>		
Financial liberalization index	0.0120	0.0122
(de Jure [1]; de Facto [2])	(4.26) ^{***}	(2.22) ^{**}
Population growth	-0.98	-0.748
	(4.03) ^{***}	(3.09) ^{***}
Government size	-0.008	-0.013
	(1.51)	(1.68) [*]
Inflation	-0.009	-0.008
	(0.99)	(0.66)
Openness to trade	0.018	0.015
	(2.86) ^{***}	(1.98) ^{**}
Initial real GDP per capita	-0.003	-0.0017
log(real GDP per capita) in 1980	(1.49)	(1.12)
Twin crisis index	-0.174	-0.184
	(4.82) ^{***}	(3.05) ^{***}
First step hazard	0.035	0.056
	(2.5) ^{**}	(2.08) ^{**}
Number of observations	231	175
Number of countries	60	44

Absolute value of z-statistics in parentheses.

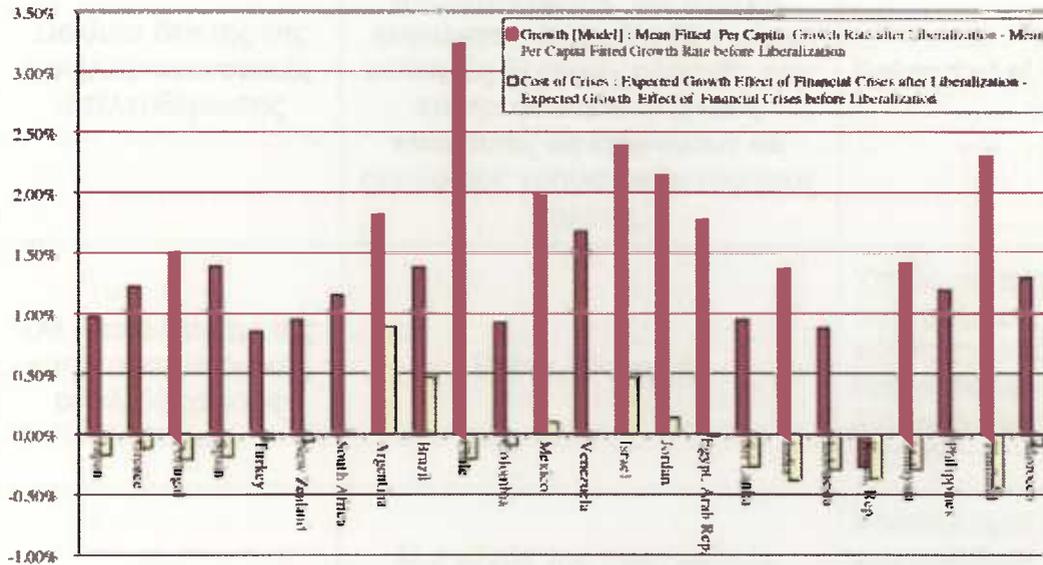
* Significant at 10%.

** Significant at 5%.

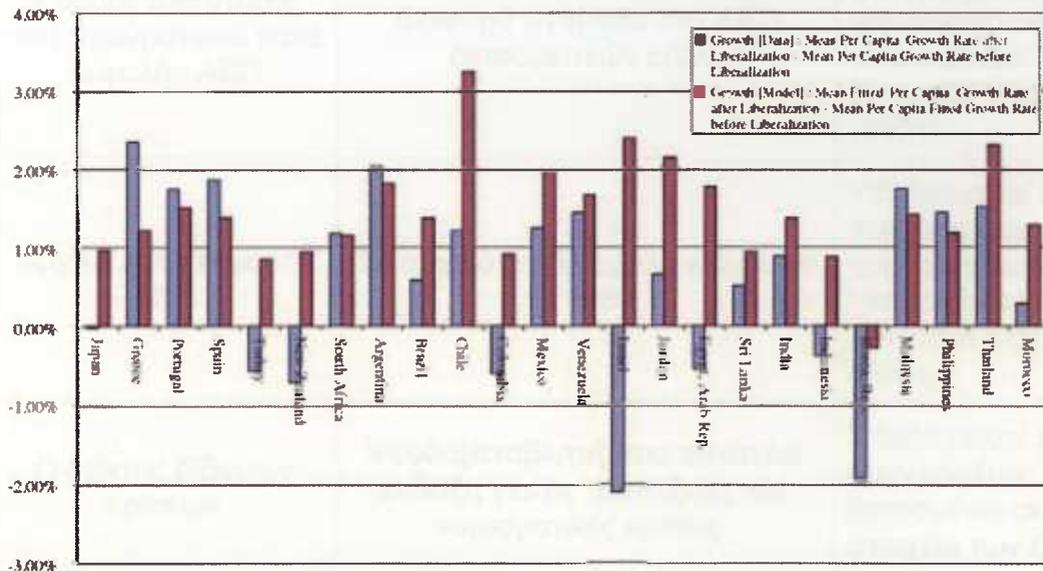
*** Significant at 1%.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

Σχήμα 1: Οι εκτιμήτριες της επίδρασης της ανάπτυξης κάθε χώρας



Σχήμα 2: Η ανάπτυξη πριν και μετά την χρηματοοικονομική απελευθέρωση



Πίνακας Γ:

Ορισμοί και πηγές των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν στην
οικονομετρική ανάλυση

Μεταβλητή	Definition and construction	Source
De Jure δείκτης της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης	Ψευδομεταβλητή βασισμένη στις ημερομηνίες της επίσημης απελευθέρωσης της αγοράς κεφαλαίου, όπου έλαβαν χώρα επίσημες θεσμικές αλλαγές που επέτρεψαν στους ξένους επενδυτές να επενδύουν σε εγχώριους χρηματοοικονομικούς τίτλους.	Bekaert et al. (2005)
De Facto δείκτης της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης	Βλέπε Πίνακα Δ.	Υπολογισμοί των συγγραφέων, που χρησιμοποιούν τα International Financial Statistics (2004)
Πραγματικό κατά κεφαλήν ΑΕΠ	Ο ρυθμός της πραγματικής μεγέθυνσης του εγχώριου προϊόντος, εκφρασμένος σε εγχώριες νομισματικές μονάδες.	Υπολογισμοί των συγγραφέων, που χρησιμοποιούν τα International Financial Statistics (2004)
Ρυθμός ανάπτυξης του πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕΠ	Διαφορά ανάμεσα στα ΑΕΠ διαφορετικών ετών.	Υπολογισμοί των συγγραφέων, που χρησιμοποιούν τα International Financial Statistics (2004)
Αρχικό κατά κεφαλήν ΑΕΠ	Το αρχικό κατά κεφαλή κεφάλαιο το 1980.	Υπολογισμοί των συγγραφέων, που χρησιμοποιούν τα International Financial Statistics (2004)
Ο δείκτης δίδυμων κρίσεων	Ψευδομεταβλητή που αποτελεί ένδειξη για τις τραπεζικές και νομισματικές κρίσεις.	Υπολογισμοί των συγγραφέων βασισμένοι σε στοιχεία των Caprio

Μεταβλητή	Definition and construction	Source
		και Klingebiel (2003) και των Glick και Hutchinson (2001)
Το μέγεθος της κυβέρνησης	Οι κυβερνητικές δαπάνες σαν ποσοστό του ΑΕΠ.	World Development Indicator (2004)
Πληθυσμιακή Αύξηση	Ο ρυθμός μεγέθυνσης του πληθυσμού.	World Development Indicator (2004)
Πληθωρισμός	Log(100 + ετήσια ποσοστιαία μεταβολή στον δείκτη τιμών του καταναλωτή)	Υπολογισμοί των συγγραφέων, που χρησιμοποιούν τα International Financial Statistics (2004)
Πραγματικό συναλλαγματικό επιτόκιο	Πραγματικό συναλλαγματικό επιτόκιο	International Financial Statistics (2004)
Υπερτίμηση πραγματικού συναλλαγματικού επιτοκίου	Η διαφορά ανάμεσα στο πραγματικό συναλλαγματικό επιτόκιο και στο αποπληθωρισμένο επιτόκιο ξένων συναλλαγών (Hodrick and Prescott filtering parameter: $\lambda = 10^4$)	Υπολογισμοί των συγγραφέων, που χρησιμοποιούν τα International Financial Statistics (2004)
Το άνοιγμα της Αγοράς εμπορίου	Το κατάλοιπο της παλινδρόμησης της υστέρησης του ρυθμού των εισαγωγών και εξαγωγών (το 1995 US\$) ως προς το ΑΕΠ (το 1995 US\$), στις υστερήσεις της περιοχής και του πληθυσμού και σε ψευδομεταβητές για την εξόρυξη πετρελαίου.	Υπολογισμοί των συγγραφέων, που χρησιμοποιούν δεδομένα από World Development Network (2002) και την Παγκόσμια Τράπεζα (2004)
M2/Αποθέματα	Το ποσοστό του M2 προς τα συνολικά ξένα αποθέματα μείον το χρυσό.	Υπολογισμοί των συγγραφέων, που χρησιμοποιούν τα International Financial Statistics (2004)

Μέρος Β:

Η κατασκευή του δείκτη de facto της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης.

Είναι ένας δείκτης de facto, ο οποίος δείχνει την χρονιά κατά την οποία η αγορά μιας χώρας απελευθερώνεται. Οι συγγραφείς κατασκευάζουν τον δείκτη με βάση τις αλλαγές στις τάσεις των χρηματοοικονομικών εισροών. Η αναγνώριση αυτών των αλλαγών γίνεται δυνατή εφαρμόζοντας το CUSUM τεστ του Brown et al. (1975) στα χρονικά δεδομένα του δείγματος. Αυτή η μέθοδος ελέγχει για σταθερότητα βασισμένη στο άθροισμα των καταλοίπων. Για να καθορίσουν την ημερομηνία της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης, λαμβάνουν υπόψιν τους τις καθαρές αθροιστικές χρηματοοικονομικές εισροές (KI). Μία χώρα θεωρείται χρηματοοικονομικά απελευθερωμένη (FL) τον χρόνο t αν: (i) οι KI παρουσιάζουν μεγάλη αλλαγή πριν ή κατά τον χρόνο t και η χώρα έχει βιώσει τουλάχιστον ένα χρόνο με δείκτη KI/GDP μεγαλύτερο του 5% πριν ή κατά τον χρόνο t , ή (ii) ο δείκτης KI/GDP είναι μεγαλύτερος του 10% πριν ή κατά τον χρόνο t . Τα ποσοστά των 5% και 10% μειώνουν την πιθανότητα λανθασμένων σημάτων χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης ή μη απελευθέρωσης, αντίστοιχα.

Όταν σωρευτικά το άθροισμα των καταλοίπων αρχίζει να αποκλίνει από το 0, μπορεί να χρειαστούν λίγα χρόνια μέχρι αυτή η απόκλιση να είναι στατιστικά σημαντική. Για να αντιμετωπίσουν το πρόβλημα της υστέρησης, οι συγγραφείς επιλέγουν τη χρονιά που το άθροισμα των καταλοίπων αποκλίνει από το 0, δεδομένου ότι τελικά ξεπερνάει το επίπεδο σημαντικότητας 5%. Ο δείκτης FL δεν επιτρέπει πολιτικές ανατροπές: εφόσον μια χώρα απελευθερώνεται χρηματοοικονομικά, αυτή η κατάσταση δεν μπορεί να ανατραπεί. Εφόσον η περίοδος του δείγματος είναι από το 1980 μέχρι το 2000, αυτή η ανάλυση θεωρείται κατάλληλη για τη μελέτη των επιδράσεων της απελευθέρωσης στην μακροχρόνια ανάπτυξη και χρηματοοικονομική σταθερότητα.

Πίνακας Δ:

Η λίστα των χωρών και ημερομηνίες της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης και κρίσεων.

	De Jure dates of financial liberalization		De Facto dates of financial liberalization	Dates of twin crisis
Algeria		*	NA	1990–1991
Argentina	1989		1991	1982;1990–1991;2001–2002
Australia	1980		1980	
Austria	1980		1980	
Bangladesh				
Belgium	1980		1980	
Brazil	1991		1992	1998
Canada	1980		1980	
Chile	1992		1984	1982; 1985
Colombia	1991		1991	
Costa Rica				
Cote d'Ivoire		*	NA	
Denmark	1980		1980	
Dominican			1996	
Ecuador		*	NA	1999
Egypt	1997	*	NA	
El Salvador		*	NA	
Finland	1980		1980	1991–1993
France	1980		1980	
Germany	1980		1980	
Ghana				

	De Jure dates of financial liberalization		De Facto dates of financial liberalization	Dates of twin crisis
Greece	1987	*	NA	
Guatemala		*	NA	
Honduras				
India	1992			
Indonesia	1989		1989	1997–1998
Ireland	1980		1980	
Israel	1996		1990	1983
Italy	1980		1980	
Jamaica			1994	
Japan	1983		1980	
Jordan	1995		1996	
Kenya			1993	1995
Korea,	1992		1993	1997–1998
Malaysia	1988		1990	1997–1998
Mexico	1989		1989	1982; 1994–1995
Morocco	1997			
Netherlands	1980		1980	
New Zealand	1987		1980	
Nigeria	1995	*	NA	
Norway	1980		1980	1992–1993
Pakistan	1991			
Paraguay				
Peru				1988
Philippines	1991	*	NA	1983; 1997–1998

	De Jure dates of financial liberalization		De Facto dates of financial liberalization	Dates of twin crisis
Portugal	1986		1986	
South Africa	1992	*	NA	
Spain	1985		1986	1982
Sri Lanka	1992	*	NA	
Sweden	1980		1980	1992–1993
Switzerland	1980		1980	
Thailand	1987		1988	1984; 1997–1998; 2000
Tunisia				
Turkey	1989		1990	1994; 2001
United Kingdom	1980		1980	
United States	1980		1980	
Uruguay			1989	1982; 2002
Venezuela	1990	*	NA	1994–1996

*Φαερώννει χώρες στην παλινδρόμηση [1] χρησιμοποιώνοντας τον δείκτη de Jure, αλλά όχι στην παλινδρόμηση [2] χρησιμοποιώνοντας τον δείκτη de Facto.



