

**ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ**

**ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ
ΚΑΙ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ
(8086)**

Σαράντης-Ευάγγελος Λώλος
Αναπληρωτής Καθηγητής

Ε' Εξάμηνο

Οκτώβριος 2007

A. Κατάλογος επιλεγμένων βοηθημάτων για μελέτη ¹

Εισαγωγή - Στοιχεία Μακροοικονομικής Θεωρίας

1. Κορλίρας, Π. Γ. (1998 ή 2000), “Το Μακροοικονομικό Πλαίσιο” (Κεφάλαιο 2), *Εισαγωγή στη Νομισματική Θεωρία*, Εκδ. Σμπίλιας, Αθήνα.

Χρηματοπιστωτικό και Τραπεζικό Σύστημα

2. Κορλίρας (1998 ή 2000), “Το Νομισματοπιστωτικό Σύστημα” (Κεφάλαιο 3).
3. Κορλίρας (1998 ή 2000), “Οι Τράπεζες” (Κεφάλαιο 5).
4. Θωμαδάκης, Στ. και Μ. Ξανθάκης (1990), *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου*, Σάκκουλας, Αθήνα.

Χρηματοπιστωτικό Σύστημα και Οικονομική Ανάπτυξη

5. Λώλος, Σ. (1999), *Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη και Οικονομική Μεγέθυνση*, Τμήμα Οικονομικής και Περιφερειακής Ανάπτυξης (ΤΟΠΑ), mimeo, Πάντειο Πανεπιστήμιο.
Levine, R. (1997), “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXV.
6. Gibson, H. (1997), “Η σχέση του χρηματοπιστωτικού συστήματος με την πραγματική οικονομία”, *Οικονομικό Δελτίο*, Τράπεζα Ελλάδος, Νο, 10, (Μέρος Β).
7. Levine, R. (2003), “More on Finance and Growth: More Finance, More Growth?”, *The Federal Reserve Bank of St. Louis*, July/August.
8. Hondroyiannis, G., Lolos, S. και E. Papapetrou (2005), “Financial markets and economic growth in Greece, 1986-1999”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 15, 173-188.
9. Θωμαδάκης, Στ. (2001), “Η ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς και η ανάπτυξη της οικονομίας”, *Τάσεις-Η ελληνική οικονομία*, σελ. 168-9.
10. Eschenbach, F. (2004), *Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature*, Tinbergen Institute Discussion Paper.
11. Levine, R. (2004), *Finance and Growth: Theory and Evidence*, mimeo.

Χρηματοοικονομική Απελευθέρωση

12. Λώλος, Σ. (1999), *Το ζήτημα της Χρηματοοικονομικής Απελευθέρωσης*, ΤΟΠΑ, mimeo, Πάντειο Πανεπιστήμιο.

¹ Για πολλά ζητήματα, βλ., επίσης, τις δημοσιεύσεις στους δικτυακούς τόπους της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (European Central Bank - ecb.int), της Τράπεζας της Ελλάδος (bankofgreece.gr) και της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών (hba.gr).

Gibson, H. και E. Tsakalotos (1994), “The Scope and Limits of Financial Liberalisation in Developing Countries: A Critical Survey”, *The Journal of Development Studies*, Vol. 30.

Arestis, P. και P. Demetriades (1997), “Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence”, *The Economic Journal*, Vol. 107.

13. Βορίδης, Η. (1995), “Η ειδική φύση των τραπεζών στην Ελλάδα και αλλού”, (επιλογή), στο Γ. Προβόπουλος (Επιμ.), *Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα: Τάσεις και Προοπτικές*, IOBE, Αθήνα.
14. Γιαννίτσης, Τ. (επιμ.) (1994), *Απελευθέρωση αγορών και μετασχηματισμοί στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα*, Παπαζήσης, Αθήνα.
15. Arestis, P. (2005), *Financial Liberalisation and the relationship between Finance and Growth*, Working paper, Centre for Economic and Public Policy, University of Cambridge.

Εξελίξεις στο Διεθνές και στο Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα

16. Λώλος, Σ. (1999), *Τάσεις και εξελίξεις στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα*, ΤΟΠΑ, mimeo, Πάντειο Πανεπιστήμιο.
 17. Lolos, S. (2000), *Developments and Prospects of Financial Markets*, ΤΟΠΑ, mimeo, Πάντειο Πανεπιστήμιο, March.
- Blommestein, H. (1995), “Structural Changes in Financial Markets: Overview and Prospects”, *The New Financial Landscape*, OECD Documents, Paris.

Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα

18. *Τράπεζα της Ελλάδος* (2003), “Η εξέλιξη του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος την τελευταία δεκαετία”, *Νομισματική Πολιτική, Ενδιάμεση Έκθεση 2003*, Παράρτημα Κεφαλαίου IV, *Τράπεζα της Ελλάδος*, Οκτώβριος.
 19. Eichengreen, B. και H. Gibson (2001), “Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα στην αυγή της νέας χιλιετίας”, στο R. Bryant, N. Γκαργάνας και Γ. Ταβλάς, *Οικονομικές επιδόσεις και προοπτικές της Ελλάδος*, Τράπεζα της Ελλάδος και The Brookings Institution, σ. 657-727.
 20. Προβόπουλος, Γ. και Π. Καπόπουλος (2001), *Η δυναμική του χρηματοοικονομικού συστήματος*, Εκδ. Κριτική, Αθήνα.
 21. Λώλος, Σ. (1999), *Σύγκριση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος με τα αντίστοιχα άλλων ευρωπαϊκών χωρών*, ΤΟΠΑ, mimeo, Πάντειο Πανεπιστήμιο.
- Davis, Ph. (1994), *The Structure of EU Banking and Financial Sectors*, European Monetary Institute, MES Department, 13 September.
22. Gibson, H. και N. Δεμέναγας (2002), “Ο ανταγωνισμός στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα: εμπειρική μελέτη για την περίοδο 1993-97”, *Οικονομικό Δελτίο*, Τράπεζα της Ελλάδος, No 19.
 23. Hardy, D. και Γ. Συμιγιάννης (1998), “Ανταγωνισμός-αποτελεσματικότητα στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα”, *Οικονομικό Δελτίο*, Τράπεζα της Ελλάδος.

24. Christopoulos, D., Lolos, S. και E. Tsionas (2003), “The Performance of the Greek Banking System in View of the EMU: Results from a Non-parametric Approach”, *Economic Modelling*, Vol. 20, 571-592.
25. Προβόπουλος, Γ. (επιμ.) (1995), *Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα: Τάσεις και Προοπτικές*, Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (IOBE), Αθήνα.
26. Αλεξιάκης, Π. και Π. Πετράκης (1990), *Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα κάτω από τις εσωτερικές τις κοινοτικές και τις άλλες διεθνείς εξελίξεις*, Αθήνα, Παπαζήσης.
27. *Central Banking* (1995/6), “Financial Reform and the Banking System” (Special Feature: Greece), περιοδικό *Central Banking*, Vol. 6, No 3.
28. *European Central Bank* (2000), *EU Banks’ Income Structure*, European Central Bank, Frankfurt, April.

Επιλεγμένα θέματα

29. Χαρδούβελης, Γκ. (2000), “Συγχωνεύσεις-εξαγορές και οι ελληνικές τράπεζες”, *Τάσεις-Η ελληνική οικονομία*, σελ. 146-157.
30. *European Central Bank* (2000), *Mergers and acquisitions involving the EU banking industry: Facts and implications*, European Central Bank, December.
31. Τραυλός, Ν. Γ. (2001), “Η ανάπτυξη συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης στις κεφαλαιαγορές”, *Τάσεις-Η ελληνική οικονομία*, σελ. 170-182.
32. Ζόνζηλος, Ν. (2001), “Ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής: τα αποτελέσματα πειράματος της ΕΚΤ για την Ελλάδα”, (επιλογή), *Οικονομικό Δελτίο*, Τράπεζα της Ελλάδος, No 18.
33. Βορίδης, Η. (1995), “Η ειδική φύση των τραπεζών και ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής: Επισκόπηση της πρόσφατης βιβλιογραφίας”, (επιλογή), *Οικονομικό Δελτίο*, Τράπεζα της Ελλάδος, No 5.
34. Γιαννίτσης, Τ. (1998), “Όρια και λειτουργίες της πιστωτικής πολιτικής στη διαδικασία της βιομηχανικής κρίσης”, στο Τ. Γιαννίτσης (επιμ.), *Βιομηχανική και τεχνολογική πολιτική στην Ελλάδα*, Θεμέλιο, Αθήνα.
35. *European Central Bank* (1999), *The effects of Technology on the EU Banking Systems*, European Central Bank, July.

Το τραπεζικό σύστημα στην ONE (EMU)

36. Lolos, S. (1999), *Effects of EMU on the EU Banking Systems*, ΤΟΠΑ, mimeo, Πάντειο Πανεπιστήμιο, May.
37. *European Central Bank* (1999), *Possible Effects of EMU on the Banking Systems in the Medium to Long Term*, European Central Bank, February.

B. Περιεχόμενα φακέλου ²

1. Λώλος, Σ. (1999), *Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη και Οικονομική Μεγέθυνση*, Τμήμα Οικονομικής και Περιφερειακής Ανάπτυξης (ΤΟΠΑ), mimeo, Πάντειο Πανεπιστήμιο.
2. Θωμαδάκης, Στ. (2001), “Η ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς και η ανάπτυξη της οικονομίας”, *Τάσεις-Η ελληνική οικονομία*, σελ. 168-9.
3. Λώλος, Σ. (1999), *Το ζήτημα της Χρηματοοικονομικής Απελευθέρωσης*, ΤΟΠΑ, mimeo, Πάντειο Πανεπιστήμιο.
4. Λώλος, Σ. (1999), *Τάσεις και εξελίξεις στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα*, ΤΟΠΑ, mimeo, Πάντειο Πανεπιστήμιο.
5. Lolos, S. (2000), *Developments and Prospects of Financial Markets*, ΤΟΠΑ, mimeo, Πάντειο Πανεπιστήμιο, March.
6. Λώλος, Σ. (1999), *Σύγκριση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος με τα αντίστοιχα άλλων ευρωπαϊκών χωρών*, ΤΟΠΑ, mimeo, Πάντειο Πανεπιστήμιο.
7. Lolos, S. (1999), *On the Structure of EU Financial System*, ΤΟΠΑ, mimeo, Πάντειο Πανεπιστήμιο, May.
8. Χαρδούβελης, Γκ. (2000), “Συγχωνεύσεις-εξαγορές και οι ελληνικές τράπεζες”, *Τάσεις-Η ελληνική οικονομία*, σελ. 146-157.
9. Τραυλός, Ν. Γ. (2001), “Η ανάπτυξη συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης στις κεφαλαιαγορές”, *Τάσεις-Η ελληνική οικονομία*, σελ. 170-182.
10. Lolos, S. (1999), *Effects of EMU on the EU Banking Systems*, ΤΟΠΑ, mimeo, Πάντειο Πανεπιστήμιο, May.

² Στον παρόντα φάκελο σημειώσεων περιλαμβάνονται μόνον τα δοκίμια τα οποία δεν είναι εύκολο να βρεθούν στο διαδίκτυο ή στη βιβλιοθήκη του Πανεπιστημίου.

Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη και Οικονομική Μεγέθυνση

του Σαράντη Λώλου

Μάρτιος 1999

1. Εισαγωγή¹

Οι απόψεις των οικονομολόγων για το πόσο σημαντική είναι η σχέση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της οικονομικής ανάπτυξης διαφέρουν.

- Ορισμένοι έχουν υποστηρίξει ότι η σχέση αυτή είναι πολύ σημαντική, γιατί όταν οι τράπεζες λειτουργούν αποτελεσματικά επιλέγουν να χρηματοδοτήσουν, και άρα προωθούν, τις πλέον κερδοφόρες επιχειρήσεις και τελικά διευκολύνουν την αναπτυξιακή διαδικασία.²
- Ωστόσο, άλλοι έχουν υποστηρίξει ότι προϋπόθεση για να προχωρήσει η οικονομική ανάπτυξη είναι οι επιχειρήσεις να προχωρούν, και η χρηματοδότηση να ακολουθεί.³
- Κάποιοι άλλοι θεωρούν ότι κακώς υπερτονίζεται ο ρόλος των νομισματικών παραγόντων στην οικονομική ανάπτυξη.⁴
- Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι οι οικονομολόγοι που ασχολούνται με την οικονομική ανάπτυξη συχνά εκφράζουν αμφιβολίες ως προς το ρόλο του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην οικονομική ανάπτυξη και αυτό το δείχνουν με το να αγνοούν την ύπαρξή του.

Στην εργασία αυτή παρατίθενται η θεωρητική επιχειρηματολογία και η πρόσφατη εμπειρική έρευνα οι οποίες καταλήγουν ότι υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στην ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την οικονομική μεγέθυνση, τουλάχιστον σε ένα πρώτο επίπεδο ανάλυσης. Υποστηρίζεται ότι η ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών αγορών και θεσμών αποτελεί αναπόσπαστο τμήμα της αναπτυξιακής διαδικασίας. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα, δηλαδή, δεν είναι ένας απλός θεατής της διαδικασίας της βιομηχανικής και οικονομικής ανάπτυξης, αλλά συμβάλλει θετικά και την προωθεί.

¹ Στις υποσημειώσεις του κειμένου υπάρχουν αρκετές βιβλιογραφικές αναφορές που διευκολύνουν τον ενδιαφερόμενο αναγνώστη να ανατρέξει στην ευρύτερη συζήτηση για περαιτέρω μελέτη επιμέρους ζητημάτων.

Σε μέρη του δοκιμίου αυτού προβάλλονται ιδιαίτερα διαπιστώσεις από το άρθρο του Ross Levine (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, Vol XXXV, και από την εργασία της Heather Gibson (1997), "Η σχέση του χρηματοπιστωτικού συστήματος με την πραγματική οικονομία", *Οικονομικό Δελτίο*, Τράπεζα της Ελλάδος, Νο 10.

² Για περισσότερα, βλ., Joseph Schumpeter (1912), *The Theory of Economic Development*, Leizig. Εξάλλου ο John Hicks (1969), *A Theory of Economic History*, Oxford: Clarendon Press, υποστήριξε ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα έπαιξε μοναδικό ρόλο στο ξεκίνημα της βιομηχανικής ανάπτυξης στην Αγγλία.

³ Βλ. Joan Robinson (1952), "The Generalization of the General Theory", στο *The Rate of Interest and Other Essays*, London, Macmillan.

⁴ Βλ. Robert Lucas (1988), "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, Vol 22.

Στην *Ενότητα 2*, που ακολουθεί, επεξηγείται πώς η λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος επηρεάζει την οικονομική ανάπτυξη, αλλά και πώς επηρεάζεται από αυτή.

Στην *Ενότητα 3* παρουσιάζονται συνοπτικά και συζητούνται πρόσφατα εμπειρικά δεδομένα που καταδεικνύουν ότι η λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος συνδέεται στενά με την οικονομική μεγέθυνση.

2. Οι λειτουργίες του Χρηματοπιστωτικού συστήματος

2.1 Εισαγωγή

Σε μια αγορά χωρίς ατέλειες που λειτουργεί χωρίς τριβές και κόστος δεν υπάρχει ανάγκη ύπαρξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, δεδομένου ότι οι συναλλαγές ανάμεσα στις πλεονασματικές και τις ελλειμματικές μονάδες μπορούν να διεκπεραιωθούν “κατά τρόπο αυτόματο” χωρίς να απαιτούν την ύπαρξη κάποιου διαμεσολαβητικού φορέα.

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές έχουν μια ιδιομορφία σε σύγκριση με τις άλλες αγορές: Τα αγαθά (χρήματα) που παραδίδονται *σήμερα* ανταλλάσσονται με *υποσχέσεις* για παράδοση αγαθών (χρημάτων πλέον τόκων) σε κάποια *μελλοντική* στιγμή. Έτσι, οι πληροφορίες που είναι διαθέσιμες στους συναλλασσόμενους έχουν κρίσιμη σημασία, επειδή ένας συναλλασσόμενος έχει τη δυνατότητα να επηρεάσει το αποτέλεσμα στο διάστημα που μεσολαβεί από τη σύναψη μέχρι τη λήξη της συμφωνίας. Επι πλέον η απόκτηση πληροφόρησης έχει κόστος, είναι δαπανηρή υπόθεση.

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα, δηλαδή οι χρηματοπιστωτικές αγορές και οι θεσμοί, υφίστανται επειδή ακριβώς υπάρχουν οι διάφορες ατέλειες στη λειτουργία της οικονομίας. Οι ατέλειες αυτές συνίστανται στην ύπαρξη κόστους πληροφόρησης και κόστους συναλλαγών. Έτσι, το κόστος που απαιτείται για τη συλλογή πληροφοριών και οι ίδες οι πληροφορίες, αλλά και το κόστος για τη σύναψη συμφωνιών και τη διεκπεραίωση συναλλαγών δημιουργεί τις προϋποθέσεις που αναδεικνύουν την αναγκαιότητα ύπαρξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές και οι θεσμοί υφίστανται για να ελαχιστοποιούν τα προβλήματα που δημιουργούνται από την έλλειψη επαρκούς πληροφόρησης και των διαφόρων ατελειών που υπάρχουν κατά την πραγματοποίηση των συναλλαγών. Δηλαδή, ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι να περιορίζει το κόστος για την άντληση πληροφόρησης και το κόστος για τη σύναψη συναλλαγών. Οι διαφορετικοί συνδυασμοί κόστους πληροφόρησης και συναλλαγών που υπάρχουν αναδεικνύουν τη δημιουργία διαφορετικών χρηματοοικονομικών συμβάσεων-ρυθμίσεων, αγορών και θεσμών.

Με άλλα λόγια, τα χρηματοπιστωτικά συστήματα επιτελούν μια βασική λειτουργία: *Να βελτιώνουν την κατανομή των πόρων στο χώρο και στο χρόνο, μέσα στο αβέβαιο περιβάλλον που ζούμε.* Η βασική αυτή λειτουργία μπορεί να διακριθεί σε πέντε κύριες κατηγορίες. Έτσι, τα χρηματοπιστωτικά συστήματα έχει να επιτελέσει πέντε λειτουργίες, ως εξής:⁵

- να προωθή τη διάχυση, την αντιμετώπιση, την αποφυγή του κινδύνου,

⁵ Σημειώνεται ότι δε γίνεται γεωγραφική διάκριση των λειτουργιών του χρηματοπιστωτικού συστήματος (διεθνής και εγχώρια χρηματοδότηση).

- να αριστοποιεί την κατανομή των πόρων,
- να παρακολουθεί τη διοίκηση των εταιριών και να ελέγχει τις επιχειρήσεις,
- να κινητοποιεί τις αποταμιεύσεις, και
- να διευκολύνει την ανταλλαγή αγαθών και υπηρεσιών.

Πώς, όμως, συγκεκριμένες ατέλειες της αγοράς δικαιολογούν την εμφάνιση των χρηματοπιστωτικών αγορών και των διαμεσολαβητικών φορέων, οι οποίοι προσφέρουν τις παραπάνω πέντε λειτουργίες;

Και πώς ερμηνεύεται η επίδρασή τους στην οικονομική μεγέθυνση;

Μπορούμε να θεωρήσουμε ότι *κάθε μιά* από τις λειτουργίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος μπορεί να επηρεάσει την οικονομική μεγέθυνση με δύο τρόπους: μέσω της *συσσώρευσης του κεφαλαίου* και μέσω των *τεχνολογικών καινοτομιών*.

- Στην πρώτη περίπτωση, οι λειτουργίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος επηρεάζουν τη μεγέθυνση του προϊόντος επιδρώντας στο ρυθμό δημιουργίας του κεφαλαίου (πχ μέσω θετικών εξωτερικών οικονομιών).⁶ Έτσι, το χρηματοπιστωτικό σύστημα επηρεάζει τη συσσώρευση του κεφαλαίου αυξάνοντας ή ανακατανέμοντας το ποσοστό αποταμίευσης ανάμεσα σε διαφορετικές τεχνολογίες παραγωγής κεφαλαιουχικών αγαθών.
- Στη δεύτερη περίπτωση, οι λειτουργίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος επηρεάζουν τη μεγέθυνση του προϊόντος αυξάνοντας το ρυθμό των τεχνολογικών καινοτομιών, που προέρχεται από την ανακάλυψη νέων μεθόδων παραγωγής και την εισαγωγή νέων προϊόντων.⁷

Η αλληλουχία των επιδράσεων αυτών παρουσιάζεται στο Σχήμα της επόμενης σελίδας και επεξηγείται στις υπο-ενότητες που ακολουθούν.

2.2 Διαχείριση, διάχυση και αποφυγή κινδύνου

Δεδομένης της ύπαρξης κόστους για άντληση πληροφορησης και κόστος για διενέργεια συναλλαγών, η παρουσία του χρηματοπιστωτικού συστήματος διευκολύνει, τη διάχυση, την αντιμετώπιση και την αποφυγή του κινδύνου. Υπάρχουν δύο κατηγορίες κινδύνου: ο κίνδυνος ρευστότητας και ο κίνδυνος που συνδέεται με συγκεκριμένα επενδυτικά σχέδια.

Ρευστότητα (liquidity) είναι η ευκολία και η ταχύτητα με την οποία μπορούν οι οικονομικοί φορείς να ρευστοποιούν τα περιουσιακά τους στοιχεία σε συμφωνημένες τιμές. Όμως, η ασυμμετρία των οικονομικών φορέων στην πληροφορηση και το κόστος των συναλλαγών περιορίζουν αυτή τη δυνατότητα και ενδυναμώνουν τον κίνδυνο -την αδυναμία επίτευξης- ρευστότητας. Οι ατέλειες αυτές ωθούν στη δημιουργία ευέλικτων χρηματαγορών που αποβλέπουν στην ελαχιστοποίηση αυτών των κινδύνων.

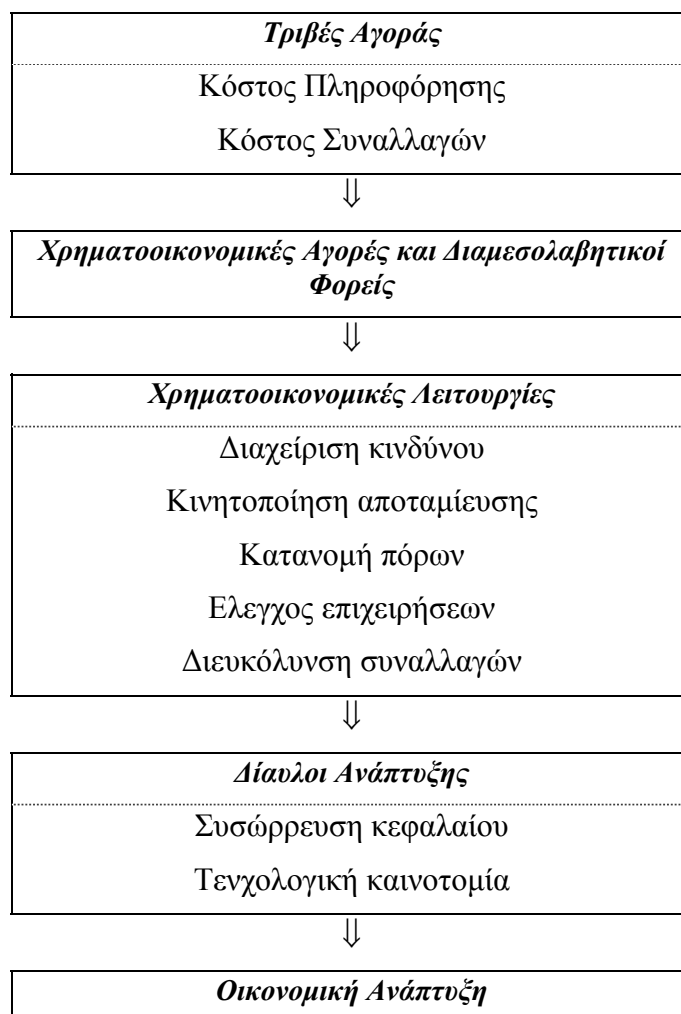
Η διασύνδεση ανάμεσα στη ρευστότητα και την οικονομική ανάπτυξη απορρέει από το γεγονός ότι ορισμένα επιχειρηματικά σχέδια με υψηλή απόδοση απαιτούν

⁶ Περιλαμβάνονται υποδείγματα ενδογενούς οικονομικής μεγέθυνσης όπως αυτά του Paul Romer (1986), "Increasing Returns and Long-Run Growth", *Journal of Political Economy*, Vol 94 και του Lucas (1988), *op. cit.*

⁷ Βλ. Paul Romer (1990), "Endogenous Technological Change", *Journal of Political Economy*, Vol 98.

μακροχρόνια δέσμευση κεφαλαίου, αλλά οι αποταμιευτές δεν επιθυμούν να χάσουν τον έλεγχο της αποταμίευσής τους για μεγάλα χρονικά διαστήματα.

Θεωρητική Προσέγγιση Χρηματοοικονομικής Ανάπτυξης και Μεγέθυνσης



Οι αποταμιευτές επιλέγουν ανάμεσα σε επενδύσεις-τοποθετήσεις που είναι δύσκολα ρευστοποιήσιμες αλλά υψηλής απόδοσης και σε άλλες που είναι εύκολα ρευστοποιήσιμες αλλά χαμηλής απόδοσης. Εάν θελήσουν να μεταβούν από την μια κατηγορία στην άλλη πρέπει να μπορούν να το επιτύχουν.⁸ Έτσι προκύπτουν οι όροι για τη δημιουργία χρηματοοικονομικών αγορών, δηλαδή αγορών όπου εκδίδονται και εμπορεύονται χρεόγραφα. Εάν το χρηματοπιστωτικό σύστημα δε μπορεί να διατηρήσει τη ρευστότητα (δυνατότητα ανταλλαγής) των μακροχρόνιων επενδύσεων, τότε θα πραγματοποιηθούν λιγότερες.

Επίσης, το κόστος συναλλαγών και της εμπορευσιμότητας μπορεί να αναδείξει το ρόλο του κινδύνου ρευστότητας. Επειδή οι διαδικασίες παραγωγής έχουν διαφορετικό χρόνο επώασης για τη μετατροπή του τρέχοντος προϊόντος σε μελλοντικό κεφάλαιο (με τις μακροχρόνιες διαδικασίες να έχουν συνήθως υψηλότερες αποδόσεις), και οι

⁸ Βλ. το υπόδειγμα των Douglas Diamond και Philip Dybvig (1983), "Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity", *Journal of Political Economy*, Vol 91, που ερμηνεύει με αυστηρό τρόπο τη διαδικασία αυτή.

επενδυτές δε θέλουν να χάνουν τον έλεγχο των αποταμιεύσεών τους για μεγάλα χρονικά διαστήματα, δημιουργείται η ανάγκη ύπαρξης δευτερογενούς αγοράς χρεογράφων. Εάν το κόστος συναλλαγών είναι μεγάλο, τότε οι τοποθετήσεις σε μακροχρόνιες τεχνολογίες παραγωγής γίνονται λιγότερο ελκυστικές. Αποτέλεσμα αυτού είναι η δυνατότητα ρευστοποίησης να προσδιορίζει τις αποφάσεις για την παραγωγή.

Εξάλλου, εκτός από τις αγορές χρεογράφων οι διαμεσολαβητικοί οργανισμοί, δηλαδή τα εταιρικά σχήματα μπορεί επίσης να διευκολύνουν τη ρευστότητα και να περιορίζουν τους αντίστοιχους κινδύνους.

Εκτός από τον περιορισμό του κινδύνου ρευστότητας, το χρηματοπιστωτικό σύστημα αποβλέπει στην άμβλυνση του κινδύνου που συνδέεται με χρηματοδοτήσεις φορέων υψηλού κινδύνου ή που απαιτούν μακροχρόνια δέσμευση κεφαλαίων (συγκεκριμένα επενδυτικά σχέδια, επιχειρήσεις, κλάδοι, περιοχές, χώρες κ.λπ.). Στις περιπτώσεις αυτές, τα τραπεζικά ιδρύματα, οι θεσμικοί επενδυτές και οι αγορές χρεογράφων, που επιτυγχάνουν διάχυση του κινδύνου καθιστούν εφικτή τη χρηματοδότηση. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα τη βελτίωση της κατανομής των πόρων και του ποσοστού αποταμίευσης και τελικά επηρεάζεται θετικά η μακροχρόνια οικονομική μεγέθυνση.

2.3 Αντληση πληροφόρησης για επενδυτικές ευκαιρίες και βελτίωση της κατανομής των πόρων

Η αξιολόγηση των επιχειρήσεων και της διοίκησής τους καθώς και των συνθηκών που επικρατούν στην αγορά είναι δύσκολη και δαπανηρή διαδικασία. Τα μεμονομένα άτομα δεν έχουν το χρόνο και τις δυνατότητες για τη συλλογή και επεξεργασία των απαραίτητων πληροφοριών. Κατά συνέπεια, οι αποταμιευτές είναι διστακτικοί να επενδύσουν σε δραστηριότητες που υπάρχει περιορισμένη και ανεπαρκής πληροφόρηση. Ετσι, το υψηλό κόστος πληροφόρησης μπορεί να αποτρέπει την καλύτερη αξιοποίηση των κεφαλαίων.

Το κόστος άντλησης πληροφόρησης ωθεί στη δημιουργία φορέων χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης.⁹ Η λειτουργία τους, στην περίπτωση αυτή, είναι να συλλέγουν και να επεξεργάζονται τις απαραίτητες πληροφορίες τις οποίες θα χρησιμοποιήσουν οι δυνητικοί αποταμιευτές/επενδυτές για τις επιλογές του χαρτοφυλακίου τους. Ετσι, ελαχιστοποιείται το κόστος άντλησης των πληροφοριών και διευκολύνεται η ροή τους σχετικά με τις επενδυτικές ευκαιρίες, κάτι που τελικά βελτιώνει την κατανομή των πόρων, με σημαντικές θετικές επιδράσεις στην οικονομική ανάπτυξη.

Εξάλλου, οι φορείς διαμεσολάβησης, όπως οι τράπεζες, εντοπίζουν τις καλύτερες τεχνολογικές διαδικασίες που θα δώσουν ώθηση στους τεχνολογικούς νεωτερισμούς και στη συνέχεια απευθύνονται στους πλέον κατάλληλους επιχειρηματίες για να προχωρήσουν στην εφαρμογή νέων μεθόδων και στην παραγωγή νέων προϊόντων.

⁹ Για περισσότερα, βλ. Douglas Diamond (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, Vol 51. Επίσης, John Boyd και Edward Prescott (1986), "How Good are Standard Debt Contracts? Stochastic Versus Nonstochastic Monitoring in a Costly State Verification Environment", *Journal of Economic Theory*, Vol 38.

Με άλλα λόγια, ο τραπεζίτης δεν είναι ένας απαθής ενδιάμεσος, αλλά διευκολύνει (παρεμβαίνει και τελικά ωθεί) την κοινωνία να προχωρεί σε καινοτομίες.¹⁰

Οι χρηματιστηριακές αγορές επηρεάζουν, επίσης, την άντληση και την διάχυση των πληροφοριών σχετικά με τις επιχειρήσεις. Η διεύρυνση και εμβάθυνση του χρηματιστηρίου ωθεί τους συναλλασόμενους στο να βελτιώσουν την πληροφόρησή τους για τις επιχειρήσεις με στόχο την αποκομιδή υψηλότερων αποδόσεων με την περισσότερο επικερδή τοποθέτηση των κεφαλαίων τους.¹¹ Αυτό όμως συνεπάγεται βελτίωση της κατανομής των πόρων με, τελικά, θετικές επιδράσεις στην οικονομική ανάπτυξη.¹²

2.4 Παρακολούθηση της διοίκησης και έλεγχος των επιχειρήσεων

Αναφερθήκαμε στη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος σχετικά με την ελαχιστοποίηση του κόστους άντλησης πληροφόρησης για τις προοπτικές της αρχικής επενδυτικής επιλογής (δηλαδή το κόστος άντλησης πληροφόρησης *εκ των προτέρων*).

Ωστόσο, το χρηματοπιστωτικό σύστημα λειτουργεί επίσης με στόχο να μετριάξει το κόστος άντλησης πληροφόρησης για την παρακολούθηση της λειτουργίας των επιχειρήσεων μετά τη χρηματοδότησή τους (δηλαδή το κόστος άντλησης πληροφόρησης *εκ των υστέρων*). Αυτό γίνεται με την εφαρμογή χρηματοοικονομικών και θεσμικών ρυθμίσεων και διαδικασιών που αποβλέπουν στην παρακολούθηση της διαχείρισης και του ελέγχου των επιχειρήσεων.

Ετσι, η ιδιοκτησία των επιχειρήσεων εφαρμόζει συστήματα χρηματοοικονομικού ελέγχου που υποχρεώνουν τους μάνατζερς να διοικούν τις επιχειρήσεις επωφελώς για τους ιδιοκτήτες. Από την άλλη, οι “εξωτερικοί” χρηματοδότες, δηλαδή οι τράπεζες και οι μέτοχοι, που δεν παρακολουθούν την καθημερινή διαχείριση της επιχείρησης, πρέπει να μπορούν να εφαρμόζουν ανάλογα συστήματα ώστε να υποχρεώνουν τους μάνατζερς να διοικούν τις επιχειρήσεις σε όφελος των εξωτερικών χρηματοδοτών. Η απουσία τέτοιων συστημάτων παρακολούθησης, που καθιστούν δυνατό τον έλεγχο των επιχειρήσεων, παρακωλύει την κινητοποίηση της αποταμίευσης προς επικερδείς επενδύσεις και τελικά επιβραδύνει την οικονομική ανάπτυξη.

Οι τρόποι και οι δυνατότητες άσκησης ελέγχου των επιχειρήσεων που αποβλέπουν στην ώθηση της συσσώρευσης του κεφαλαίου, στην κατανομή των πόρων και στην μακροχρόνια οικονομική ανάπτυξη σχετίζονται, κυρίως, με δύο ζητήματα: Αφενός με τις σχέσεις μεταξύ δανειζομένων και δανειστών και αφετέρου με τις σχέσεις μεταξύ διοίκησης και μετόχων των επιχειρήσεων.¹³ Οι τρόποι παρακολούθησης της λειτουργίας των επιχειρήσεων δεν παρουσιάζονται στο δοκίμιο αυτό. Συζητούνται επαρκώς στο άρθρο της Η. Gibson, που ακολουθεί και στο οποίο θα επανέλθουμε.

¹⁰ Βλ. Schumpeter (1912), *op. cit.*

¹¹ Βλ. Sanford Grossman και Joseph Stiglitz (1980), “On the Impossibility of Informationally Efficient Markets”, *American Economic Review*, Vol 70.

¹² Ωστόσο, οι υπάρχουσες θεωρίες δεν έχουν μέχρι σήμερα προσδιορίσει με αυστηρό τρόπο τη διασύνδεση ανάμεσα στη λειτουργία του χρηματιστηρίου, την άντληση πληροφοριών και την οικονομική ανάπτυξη.

¹³ Η εκτεταμένη βιβλιογραφία σχετικά με τα ζητήματα αυτά παρουσιάζεται στη λεπτομερή επισκόπηση του Mark Gertler (1988), “Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview”, *Money Credit and Banking*, Vol 20, στην οποία μπορεί να ανατρέξει ο ενδιαφερόμενος αναγνώστης.

Μπορούμε, όμως, ακροθιγώς να εξετάσουμε την περίπτωση ενός επενδυτικού σχεδίου μιας επιχείρησης.

Υποθέτουμε ότι οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης, δηλαδή οι “εσωτερικοί” επενδυτές, έχουν κάθε λόγο να αποκρύπτουν από τους εξωτερικούς επενδυτές το βαθμό απόδοσης του σχεδίου αυτού. Η επαλήθευση του βαθμού απόδοσης του επενδυτικού σχεδίου έχει κόστος για τους εξωτερικούς επενδυτές, στην περίπτωση βέβαια που το θεωρούν χαμηλό. Η ύπαρξη του κόστους επαλήθευσης σημαίνει ότι οι εξωτερικοί επενδυτές αποτρέπουν τις επιχειρήσεις από το να δανειστούν και να επενδύσουν γιατί υψηλότερη δανειοδότηση συνεπάγεται μεγαλύτερο κίνδυνο για αθέτηση των υποχρεώσεων, αλλά και υψηλότερο κόστος επαλήθευσης. Έτσι, εμποδίζονται οι επενδυτικές αποφάσεις και περιορίζεται η οικονομική αποτελεσματικότητα. Στο σημείο αυτό υπεισέρχεται το χρηματοπιστωτικό σύστημα, όπου με τη βοήθεια υποθηκών και την εφαρμογή χρηματοοικονομικών ρυθμίσεων επιτυγχάνεται η μείωση του κόστους ελέγχου των επιχειρήσεων που περιορίζει τα επενδυτικά εμπόδια.

Επίσης, ορισμένοι τύποι θεσμικών ρυθμίσεων μπορούν να μειώσουν το κόστος πληροφόρησης ακόμη περισσότερο. Για παράδειγμα, εάν οι δανειζόμενοι συλλέγουν κεφάλαια από μεγάλο αριθμό δανειστών οι φορείς διαμεσολάβησης, όπως οι τράπεζες, μπορούν να λειτουργήσουν ως “εξουσιοδοτημένοι φορείς παρακολούθησης” για λογαριασμό των δανειστών εκμεταλλευόμενοι τις οικονομίες κλίμακας που διαθέτουν.¹⁴

Βέβαια προκύπτει ένα ερώτημα: ποιός παρακολουθεί τον φορέα που παρακολουθεί τις επιχειρήσεις; Η απάντηση είναι κανένας. Εάν ο φορέας διαμεσολάβησης αποτύχει στο έργο του, τότε το τίμημα που θα πληρώσει είναι η χρεοκοπία του.¹⁵ Όμως, ο φορέας διαμεσολάβησης συνήθως κατέχει διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μέσω του οποίου διαχέεται (και άρα περιορίζεται) ο κίνδυνος χρεοκοπίας. Δηλαδή οι τράπεζες συλλέγουν αποταμιεύσεις και προχωρούν σε χορηγήσεις προς διαφορετικές επιχειρήσεις. Στις περιπτώσεις που δεν έχουν βεβαιότητα για τη φερεγγυότητα των επιχειρήσεων εφαρμόζουν ποσοτικούς περιορισμούς στις πιστώσεις (credit rationing).

Εκτός, όμως, από τις τράπεζες, οι χρηματιστηριακές αγορές μπορούν επίσης να επιτύχουν έλεγχο των επιχειρήσεων. Και αυτό συμβαίνει επειδή κατά τη δημόσια διαπραγμάτευση των μετοχών στο χρηματιστήριο, η τιμή των μετοχών μιας επιχείρησης αντανακλά την οικονομική της ευρωστία αλλά και την αποτελεσματικότητα στη διαχείριση από τους μάνατζερς, των οποίων η τύχη συνδέεται μοιραία με τα συμφέροντα των μετόχων.¹⁶

¹⁴ Τα ζητήματα αυτά και οι σχέσεις δανειζομένων-δανειστών εξετάζονται αναλυτικά από τη Gibson (1997), *op. cit.*

¹⁵ Ας σημειωθεί ότι στις αναπτυγμένες χώρες η Κεντρική Τράπεζα εγγυάται τις καταθέσεις των αποταμιευτών μέσω μηχανισμών ελέγχου των τραπεζών.

¹⁶ Τα κανάλια ελέγχου των επιχειρήσεων από τις χρηματοοικονομικές αγορές είναι περισσότερο σύνθετα και ξεπερνούν τους στόχους του κειμένου αυτού.

2.5 *Κινητοποίηση αποταμιεύσεων*

Η κινητοποίηση των αποταμιεύσεων συνεπάγεται τη συλλογή κεφαλαίου για επενδύσεις από μεμονωμένους επενδυτές-αποταμιευτές.¹⁷ Χωρίς αυτή τη διαδικασία πολλά επενδυτικά σχέδια θα περιορίζοντο σε μεγέθη με περιορισμένη αποτελεσματικότητα από οικονομικής πλευράς. Η κινητοποίηση αυτή απαιτεί τη δημιουργία χρηματοοικονομικών εργαλείων μικρού μεγέθους γιατί διαφορετικά οι αποταμιευτές θα έπρεπε να αγοράζουν ολόκληρες επιχειρήσεις.

Στο σημείο αυτό υπεισέρχονται οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί οι οποίοι διευκολύνουν αυτή τη διαδικασία. Εξάλλου, η κινητοποίηση αυτή συνεπάγεται οικονομικές επιβαρύνσεις που πρέπει να καλυφθούν. Πρέπει να καλυφθεί το κόστος συλλογής των αποταμιεύσεων και το κόστος της ασύμμετρης πληροφόρησης (δηλαδή το ότι οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί γνωρίζουν περισσότερα για την αποδοτικότητα, την αποτελεσματικότητα και τη φερεγγυότητα των επιχειρηματικών σχεδίων) ώστε οι επενδυτές να εμπιστευθούν τις αποταμιεύσεις τους και να αισθάνονται ότι τις ελέγχουν. Γι' αυτό το λόγο οι διαμεσολαβητικοί οργανισμοί προσπαθούν να αποκτήσουν “καλή φήμη” ή κρατική στήριξη, ώστε να μπορούν να ελκύουν αποταμιεύσεις από το κοινό.

Δεδομένων των διαφόρων οικονομικών επιβαρύνσεων στη συλλογή αποταμιεύσεων, τα χρηματοπιστωτικά συστήματα προσπαθούν να τις περιορίσουν και προχωρούν σε διάφορες χρηματοοικονομικές διευθετήσεις, διασφαλίσεις και συμφωνίες ανάμεσα στους αποταμιευτές και τις επιχειρήσεις.

Όσο περισσότερο αποτελεσματικά λειτουργούν τα χρηματοπιστωτικά συστήματα στη συλλογή αποταμιεύσεων τόσο βελτιώνεται η συσσώρευση κεφαλαίου, η οποία θα βελτιώσει την κατανομή των πόρων και θα δώσει ώθηση στην τεχνολογική πρόοδο.

Τελικά το χρηματοπιστωτικό σύστημα παίζει ένα κρίσιμο ρόλο στο να ωθεί στη χρησιμοποίηση καλύτερων μεθόδων και τεχνολογικών καινοτομιών και να ενθαρρύνει την αναπτυξιακή διαδικασία.

2.6 *Διευκόλυνση των ανταλλαγών αγαθών και υπηρεσιών*

Οι ανταλλαγές αγαθών και υπηρεσιών έχουν κόστος και ο περιορισμός του κόστους αυτού μπορεί να δώσει ώθηση στην εξειδίκευση, την τεχνολογική καινοτομία και την οικονομική ανάπτυξη.

Η διασύνδεση ανάμεσα αφενός στη διευκόλυνση των ανταλλαγών, την εξειδίκευση και την καινοτομία, και αφετέρου στην οικονομική μεγέθυνση, αποτελούν βασικά στοιχεία της άποψης του Adam Smith, ο οποίος υποστήριξε ότι η εξειδίκευση (δηλαδή ο καταμερισμός της εργασίας) είναι ο κύριος προσδιοριστικός παράγων για τη βελτίωση της παραγωγικότητας.¹⁸

Το κρίσιμο ζήτημα για την περίπτωση που εξετάζουμε είναι κατά πόσο το χρηματοπιστωτικό σύστημα προωθεί την εξειδίκευση.

Η μεγαλύτερη εξειδίκευση απαιτεί αυξημένες ανταλλαγές και επειδή οι ανταλλαγές έχουν κόστος οι χρηματοοικονομικές ρυθμίσεις που μειώνουν το κόστος αυτό

¹⁷ Για περισσότερα, βλ., Eric Sirri και Peter Tufano (1995), “The Economics of Pooling”, στο *The Global Financial System: A functional Perspective*, Eds: D. B. Crane et al., Boston MA: Harvard Business School Press.

¹⁸ Βλ. Adam Smith (1776), *Ο Πλούτος των Εθνών*.

διευκολύνουν την εξειδίκευση. Έτσι, οι αγορές που προωθούν τις ανταλλαγές διευκολύνουν τη δημιουργία κερδών παραγωγικότητας. Και στη συνέχεια η αυξημένη παραγωγικότητα μπορεί να ωθήσει στην ανάπτυξη τις χρηματοπιστωτικές αγορές.

3. Οι εμπειρικές ενδείξεις

Κατά πόσο η δομή, το επίπεδο ανάπτυξης και ο τρόπος λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε κάθε χώρα σχετίζεται με το ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης;

Κατ' αρχάς παρατίθενται οι εμπειρικές ενδείξεις ανάμεσα στον τρόπο λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την οικονομική μεγέθυνση, τη συσσώρευση του κεφαλαίου και την τεχνολογική αλλαγή. Κατόπιν εξετάζονται οι εμπειρικές ενδείξεις στη σχέση ανάμεσα στη δομή και στον τρόπο λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

3.1 Επίπεδο ανάπτυξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος και οικονομική μεγέθυνση

3.1.1 Μελέτες με διαστρωματικά στοιχεία χωρών (Cross-Country Studies)

Η πρώτη προσπάθεια εμπειρικής διερεύνησης της σχέσης χρηματοπιστωτικού συστήματος και οικονομικής μεγέθυνσης έγινε από τον Goldsmith¹⁹ το 1969, ο οποίος συσχέτισε το μέγεθος του χρηματοπιστωτικού συστήματος με το ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης, υποθέτοντας ότι το επίπεδο και η ποιότητα παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών ακολουθούν το μέγεθος του συστήματος.

Από την εξέταση ενός δείγματος 35 χωρών για μια μακρά χρονική περίοδο (1860-1963) προέκυψε ότι υπάρχει *συσχέτιση* ανάμεσα στην ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την οικονομική ανάπτυξη. Εμπειρικές μελέτες που έγιναν τα επόμενα χρόνια, χρησιμοποιώντας πιο αναλυτικά στοιχεία²⁰ για περισσότερες χώρες καταλήγουν σε ανάλογα συμπεράσματα.

Πάντως, το ερώτημα της αιτιώδους σχέσης, δηλαδή το κατά πόσον η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος προκαλεί ταχύτερη οικονομική ανάπτυξη ή το αντίστροφο, δεν έχει απαντηθεί πειστικά μέχρι σήμερα. Ωστόσο, υπάρχουν αρκετές εμπειρικές μελέτες που καταλήγουν στο ότι το επίπεδο ανάπτυξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος *προσδιορίζει* το ρυθμό της οικονομικής ανάπτυξης αλλά και τη διάρθρωση της οικονομίας.

¹⁹ Βλ. Raymond Goldsmith (1969), *Financial Structure and Development*, New Haven CT: Yale University Press

²⁰ Στα στοιχεία αυτά περιλαμβάνονται επιμέρους χαρακτηριστικά του χρηματοπιστωτικού συστήματος (καταθέσεις, χορηγήσεις, αριθμός τραπεζών κ.λπ.) και ευρύτερα οικονομικά χαρακτηριστικά (κατά κεφαλήν εισόδημα, επίπεδο εκπαίδευσης, ενδείξεις για την ακολουθούμενη μακροοικονομική πολιτική, επίπεδο συσσώρευσης κεφαλαίου, επίπεδο πολιτικής σταθερότητας, κ.α.).

Επισκόπηση των πρόσφατων εμπειρικών ερευνών παρουσιάζεται από τον Marco Pagano (1993), "Financial Markets and Growth: An Overview", *European Economic Review*, Vol 37.

3.1.2 Μελέτες για μεμονομένες χώρες (Country-Case Studies)

Οι εμπειρικές μελέτες για μεμονομένες χώρες συμπληρώνουν τις αναλύσεις με διαστρωματικά στοιχεία που προαναφέρθηκαν.

Σημαντική είναι η εργασία του Cameron το 1967, ο οποίος ανέλυσε διεξοδικά τη σχέση ανάμεσα στην ανάπτυξη του τραπεζικού συστήματος κατά τα πρώτα στάδια της βιομηχανικής ανάπτυξης σε διάφορες χώρες (Αγγλία, Γαλλία, Βέλγιο, Γερμανία, Ρωσία, Ιαπωνία) και κατέληξε στο ότι το τραπεζικό σύστημα έπαιξε θετικό αναπτυξιακό ρόλο.²¹

Ιδιαίτερα ξεχωρίζει η μελέτη του McKinnon (1973) με σημαντική επιρροή μέχρι σήμερα, ο οποίος διερεύνησε τη σχέση ανάμεσα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και την οικονομική ανάπτυξη σε διάφορες χώρες (Αργεντινή, Βραζιλία, Χιλή, Γερμανία, Κορέα, Ινδονησία, και Ταϊβάν) κατά την μεταπολεμική περίοδο.²² Κατέληξε με έμφαση στο ότι τα χρηματοπιστωτικά συστήματα που λειτουργούν καλύτερα και περισσότερο αποτελεσματικά ωθούν σε ταχύτερη οικονομική ανάπτυξη. Το συμπέρασμα αυτό συνδέεται με το ζήτημα της “απελευθέρωσης” του χρηματοπιστωτικού συστήματος, για το οποίο γίνεται πολύς λόγος σήμερα και στο οποίο θα επανέλθουμε (βλ. σχετικά κείμενα που ακολουθούν).

3.2 Χρηματοοικονομικές λειτουργίες και οικονομική μεγέθυνση

Έχοντας παρουσιάσει, στην Ενότητα 2 παραπάνω, σε θεωρητικό επίπεδο τις σχέσεις ανάμεσα στις διάφορες λειτουργίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την οικονομική ανάπτυξη, θα διερευνήσουμε τις υπάρχουσες εμπειρικές ενδείξεις αυτών των σχέσεων.

3.2.1 Ρευστότητα και κίνδυνος

Επειδή δεν είναι εύκολο να διαχωρισθεί η ρευστότητα που προσφέρει μια τοποθέτηση από τη συνολική λειτουργία των τραπεζών, πολλοί μελετητές διερεύνησαν τη σχέση της ρευστότητας ενός χρεωγράφου και της τιμής του και βρήκαν θετική συσχέτιση (δηλαδή, ένα χρεώγραφο έχει υψηλή (χαμηλή) τιμή αν είναι εύκολο (δύσκολο) να ρευστοποιηθεί). Αυτή, όμως, η προσέγγιση δε συσχετίζει ευθέως τη ρευστότητα με την αναπτυξιακή διαδικασία.

Ετσι, διερευνήθηκε εμπειρικά η σχέση ανάμεσα σε χρηματοοικονομικές παραμέτρους (όπως η συνολική ρευστότητα του χρηματιστηρίου) και σε διάφορες αναπτυξιακές παραμέτρους (όπως οι εθνικοί αναπτυξιακοί ρυθμοί, η συσσώρευση του κεφαλαίου και η τεχνολογική πρόοδος). Από τη μελέτη που αφορούσε 49 χώρες για την περίοδο 1976-92 προέκυψε θετική συσχέτιση ανάμεσα στις χρηματοοικονομικές (χρηματιστηριακές) και τις αναπτυξιακές παραμέτρους.²³ Πάντως οι εμπειρικές αυτές ενδείξεις έχουν αδυναμίες γιατί περιορίζονται στις

²¹ Βλ. Rondo Cameron *et al.* (1967), *Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History*, New York, Oxford University Press.

²² Βλ. Ronald McKinnon (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC: Brookings Institution. Την ίδια εποχή παρουσιάστηκε και η μελέτη του E.S. Shaw (1973), *Financial Deepening in Economic Activity*, New York, Oxford University Press, η οποία κατέληγε σε ανάλογα συμπεράσματα.

²³ Η ρευστότητα του χρηματιστηρίου μετράται με τη συνολική αξία των μετοχών που διαπραγματεύθηκαν, εντός ενός έτους, στο χρηματιστήριο μιας χώρας προς τη συνολική κεφαλαιοποίηση του χρηματιστηρίου ή προς το ΑΕΠ.

μετοχές και δε διερευνούν την αγορά ομολόγων και την τραπεζική αγορά που είναι μηχανισμοί διαφοροποίησης στην ανάληψη του κινδύνου.

3.2.2 Πληροφόρηση

Από τη θεωρητική συζήτηση, που έγινε παραπάνω, προέκυψε ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα (πχ τράπεζες) παίζει σημαντικό ρόλο τόσο στην αξιολόγηση και προώθηση παραγωγικών επενδύσεων πριν ξεκινήσει η χρηματοδότησή τους (παροχή πληροφόρησης *ex-ante*), όσο και στην παρακολούθηση της λειτουργίας των επιχειρήσεων μετά τη χρηματοδότησή τους (παροχή πληροφόρησης *ex-post*). Αυτό προκύπτει από τη δυνατότητα των διαμεσολαβητικών φορέων να περιορίζουν το κόστος (και τις ασυμμετρίες) πληροφόρησης.

Είναι πολύ δύσκολο να εκτιμηθεί εμπειρικά κατά πόσο το χρηματοπιστωτικό σύστημα μιας χώρας μπορεί σχετικά καλύτερα να περιορίσει το κόστος πληροφόρησης.

Ωστόσο, πολλές πρόσφατες εμπειρικές μελέτες σε επίπεδο επιχειρήσεων καταδεικνύουν ότι:

- Οι επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων με οξυμένα προβλήματα ασυμμετρίας στην πληροφόρηση (δηλαδή οι εξωτερικοί χρηματοδότες έχουν λιγότερη πληροφόρηση) συνδέονται περισσότερο με τα οικονομικά αποτελέσματα της επιχείρησης (δηλαδή στηρίζονται κυρίως στη χρηματοδότηση από ίδιους πόρους-κέρδη).
- Αντίθετα οι επιχειρήσεις στις οποίες είναι σχετικά ευκολότερο οι εξωτερικοί χρηματοδότες να παρακολουθούν τη λειτουργία τους, έχουν μεγαλύτερη ευχέρεια χρηματοδότησης των επενδυτικών τους σχεδίων.
- Προκύπτει, τέλος ότι οι επιχειρήσεις που έχουν ισχυρούς δεσμούς με τους φορείς χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης (π.χ. τράπεζες) έχουν μεγαλύτερη ευχέρεια χρηματοδότησης των επενδυτικών τους σχεδίων, παρόλο που μπορεί να υπάρξουν άλλα προβλήματα (πελατειακές σχέσεις) που μπορεί να περιορίσουν την αποτελεσματική διάθεση των πόρων.
- Τελικά, προκύπτει ευθέως ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα παίζει ουσιαστικό ρόλο στο να περιορίζει τις ασυμμετρίες πληροφόρησης ανάμεσα στους εσωτερικούς και τους εξωτερικούς επενδυτές των επιχειρήσεων.
- Εμμέσως προκύπτει ότι στις χώρες που το χρηματοπιστωτικό σύστημα παίζει τον παραπάνω ρόλο περισσότερο αποτελεσματικά, επιτυγχάνεται ταχύτερη οικονομική ανάπτυξη μέσω της επενδυτικής ώθησης.

3.2.3 Το πρότυπο ανάπτυξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος

Ενδιαφέρον παρουσιάζει η διαχρονική μεταβολή της δομής του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε σύγκριση με τη βαθμιαία ανάπτυξη των διαφόρων χωρών.

Σε πρόσφατη εμπειρική έρευνα εξετάζεται η σχέση ανάμεσα στη διάρθρωση των χρηματοπιστωτικών οργανισμών, αγορών και στην οικονομική ανάπτυξη σε δείγμα 50 περίπου χωρών (χαμηλού, μέσου και υψηλού εισοδήματος).²⁴

Τα αποτελέσματα για το έτος 1990 παρουσιάζονται στο παρακάτω Σχήμα. Όπως οι διάφορες χώρες γίνονται βαθμιαία πλουσιότερες, ή καθώς μεταφερόμαστε από “φτωχότερες” σε “πλουσιότερες” χώρες, διαφαίνονται τα εξής:

- Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί αυξάνουν σε μέγεθος.²⁵
- Οι τράπεζες αναπτύσσονται ταχύτερα από την κεντρική τράπεζα, όσον αφορά στη διάθεση πιστώσεων.
- Οι μη τραπεζικοί οργανισμοί (ασφαλιστικές και χρηματοοικονομικές εταιρείες, ιδιωτικά ασφαλιστικά ταμεία) γίνονται περισσότερο σημαντικοί.
- Οι χρηματιστηριακές αγορές βαθαινούν (μεγαλώνουν και αποκτούν μεγαλύτερη ρευστότητα).

Πάντως, πρέπει να σημειωθεί ότι η ερμηνεία των αποτελεσμάτων αυτών απαιτεί προσοχή γιατί μπορεί να υπάρχουν σφάλματα συνάθροισης, αλλά και λόγω του διαφορετικού τρόπου ορισμού των χρηματοπιστωτικών οργανισμών στις διάφορες χώρες.

3.2.4 Δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος και οικονομική μεγέθυνση

Αναφορικά με τη σχέση ανάμεσα στη δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την οικονομική μεγέθυνση υπάρχει διαφωνία μεταξύ των ερευνητών η οποία, ωστόσο, στηρίζεται σε διάσπαρτες εμπειρικές ενδείξεις αλλά και σε ανεπαρκείς θεωρητικές επεξεργασίες.

Η κλασική συζήτηση αφορά τη σύγκριση της Γερμανίας με τη Μεγάλη Βρετανία, αλλά και συγκρίσεις με άλλες αναπτυγμένες χώρες (λόγω επάρκειας των απαραίτητων στοιχείων) όπως η Ιαπωνία και οι ΗΠΑ. Η αντιπαράθεση αφορά το κατά πόσον τα συστήματα που *βασίζονται στις τράπεζες* είναι “καλύτερα”, δηλαδή δίνουν μεγαλύτερη ώθηση στην οικονομική ανάπτυξη (πχ Ιαπωνία, Γερμανία), από αυτά που *βασίζονται στις αγορές* (πχ ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο).

Υποστηρίζεται, για παράδειγμα, ότι στη Γερμανία, όπου το χρηματοπιστωτικό σύστημα βασίζεται στις τράπεζες και υπάρχουν ισχυροί δεσμοί τραπεζών και βιομηχανίας, ελαχιστοποιείται το κόστος άντλησης πληροφοριών σχετικά με τις επιχειρήσεις. Έτσι, το χρηματοπιστωτικό σύστημα -κυρίως το τραπεζικό- μπορεί εύκολα να εντοπίσει τις αποδοτικές επενδύσεις, να ασκήσει έλεγχο στις επιχειρήσεις και να κινητοποιήσει αποταμιεύσεις προς υποσχόμενες επενδύσεις. Και αυτό γίνεται ευκολότερα από ότι στη Μεγάλη Βρετανία, όπου το χρηματοπιστωτικό σύστημα βασίζεται στην αγορά χρεογράφων (πχ χρηματιστήριο) και υπάρχουν ασθενείς δεσμοί τραπεζών και βιομηχανίας. Ωστόσο, αυτό δε σημαίνει ότι το γερμανικό χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι “καλύτερο”, δηλαδή πίο αποτελεσματικό από το αγγλέζικο, στη διαχείριση κινδύνου, στο να προσφέρει ρευστότητα ή στο να διευκολύνει τις συναλλαγές.

²⁴ Βλ. *World Development Report*, (1989), World Bank, Washington, DC: Oxford University Press, Επίσης, Asli Demirguc-Kunt και Ross Levine (1996), “Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth: An Overview”, *World Bank Economic Review*, Vol 10.

²⁵ Το μέγεθος μετράται από το λόγο των συνολικών περιουσιακών στοιχείων (assets) των οργανισμών αυτών προς το ΑΕΠ.

Τα ζητήματα αυτά είναι αρκετά περίπλοκα δεδομένου ότι υπάρχουν πολλά αναλυτικά προβλήματα για να συσχετίσει κανείς τη δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος με την οικονομική επίδοση. Δε θα υπεισέλθουμε εδώ στα ζητήματα αυτά, αλλά πρέπει να επισημάνουμε ότι είναι εξαιρετικά δύσκολο, ίσως και αδύνατο, να συγκρίνει κανείς και να καταλήξει σε συμπέρασμα για το ποιά δομή χρηματοπιστωτικού συστήματος υπερέχει έναντι άλλων.²⁶

²⁶ Ορισμένα από τα ζητήματα αυτά συζητούνται στο Levine (1997), *op. cit.*, αλλά και στο Gibson (1997) *op. cit.*

Τα ζητήματα αυτά είναι αρκετά περίπλοκα δεδομένου ότι υπάρχουν πολλά αναλυτικά προβλήματα για να συσχετίσει κανείς τη δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος με την οικονομική επίδοση. Δε θα υπεισέλθουμε εδώ στα ζητήματα αυτά, αλλά πρέπει να επισημάνουμε ότι είναι εξαιρετικά δύσκολο, ίσως και αδύνατο, να συγκρίνει κανείς και να καταλήξει σε συμπέρασμα για το ποιά δομή χρηματοπιστωτικού συστήματος υπερέρχει έναντι άλλων.²⁶

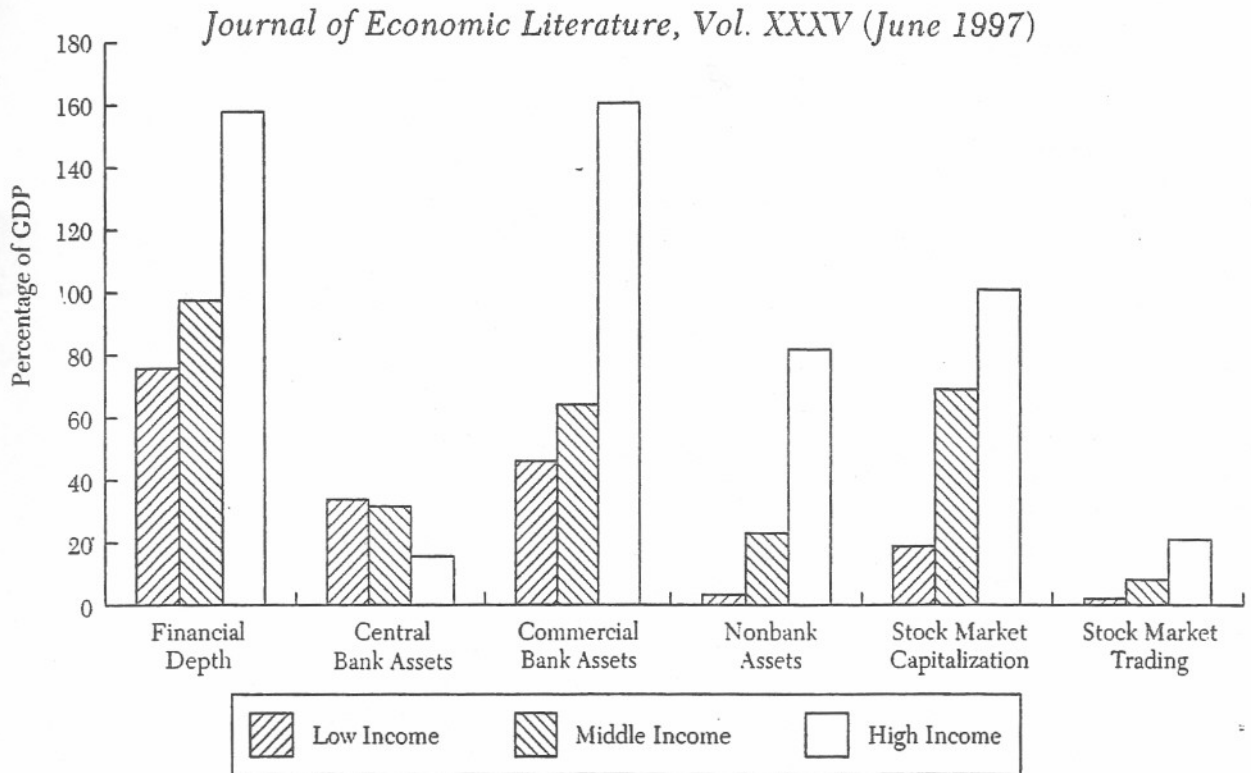


Figure 2. Financial Structure in Low-, Middle-, and High-Income Economies, 1990

Sources: IMF (*International Financial Statistics*), IFC (*Emerging Markets Data Base*), and individual country reports by central banks, banking commissions, and stock exchanges.

Notes: (1) The data are for 12 low-income economies (Bangladesh, Egypt, Ghana, Guyana, India, Indonesia, Kenya, Nigeria, Pakistan, Zaire, Zambia, and Zimbabwe), 22 middle-income economies (Argentina, Bolivia, Brazil, Chile, Colombia, Costa Rica, the Dominican Republic, El Salvador, Greece, Guatemala, Jamaica, the Republic of Korea, Malaysia, Mexico, Paraguay, The Philippines, Taiwan, Thailand, Tunisia, Turkey, Uruguay, and Venezuela), and 14 high-income economies (Australia, Canada, Denmark, Finland, Germany, Italy, Japan, The Netherlands, Singapore, Spain, Sweden, the United Kingdom, and the United States) data permitting. In 1990, low-income economies had an average GDP per capita of \$490; middle-income economies, \$2,740; and high-income economies, \$20,457.

(2) Non-bank financial institutions include insurance companies, pension funds, mutual funds, brokerage houses, and investment banks.

(3) Financial depth is measured by currency held outside financial institutions plus demand deposits and interest-bearing liabilities of banks and nonbank financial intermediaries.

(4) For stock market trading as a percentage of GDP, Taiwan is omitted because its trading/GDP ratio in 1990 was almost ten times larger than the next highest trading/GDP ratio (Singapore). With Taiwan included, the middle-income stock trading ratio becomes 37.3 percent.

²⁶ Ορισμένα από τα ζητήματα αυτά συζητούνται στο Levine (1997), *op. cit.*, αλλά και στο Gibson (1997) *op. cit.*

Το ζήτημα της Χρηματοοικονομικής Απελευθέρωσης

του Σαράντη Λώλου

Φεβρουάριος 1999

1. Εισαγωγή¹

Σήμερα η πλειονότητα των οικονομολόγων πιστεύει ότι η μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε πολλές από τις αναπτυσσόμενες χώρες είναι απαραίτητη για να βελτιωθεί η αποτελεσματικότητά του και να δημιουργηθούν νέες αγορές ώστε να υπηρετηθούν καλύτερα οι ανάγκες της πραγματικής οικονομίας. Τα ζητήματα αυτά αφορούν και ορισμένες αναπτυγμένες χώρες, είναι δε επίκαιρα και για τις χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου και ιδιαίτερα για τις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης.

Ειδικότερα, θεωρείται ότι οι διοικητικοί περιορισμοί που επιβάλλονται στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, όπως είναι οι διοικητικοί περιορισμοί στις τράπεζες, τα ανώτατα όρια των επιτοκίων, οι υποχρεωτικές δεσμεύσεις και οι επενδύσεις, οι εξειδικευμένοι έλεγχοι και κανόνες του πιστωτικού συστήματος, οι ποσοτικοί περιορισμοί στις πιστώσεις, κ.λπ., είναι επιζήμιοι για την αποτελεσματικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της οικονομίας γενικότερα. Η κατάσταση αυτή είναι γνωστή ως “χρηματοοικονομική καταπίεση” (financial repression). Έτσι, καθίσταται επιτακτικά αναγκαία η “χρηματοοικονομική απελευθέρωση” (financial liberalisation), για τη γενικότερη ευρωστία του οικονομικού συστήματος, μια πολιτική διαρθρωτικής απελευθέρωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Ωστόσο, υπάρχει εκτενής βιβλιογραφία που αναλύει τα προβλήματα και τις συνέπειες από την απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος, όπου υποστηρίζεται ότι οι διοικητικοί περιορισμοί εξυπηρετούν τους διάφορους οικονομικούς στόχους αρκετά αποτελεσματικά. Παρουσίαση των θετικών και των αρνητικών επιδράσεων της απελευθέρωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος περιέχεται στην εργασία του Ηρακλή Βορίδη (1995, *Ενότητες 5, 6, 7 και 8*), που ακολουθεί² αλλά και στην *Ενότητα 3* του παρόντος δοκιμίου.

Μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1960, διοικητικοί περιορισμοί διαφόρων ειδών απαντούσαν στα χρηματοπιστωτικά συστήματα όλων σχεδόν των χωρών, εκτός ίσως της Β. Αμερικής. Στη διάρκεια της δεκαετίας του 1980 έλαβε χώρα απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών συστημάτων στις βιομηχανικές χώρες.

Σε γενικές γραμμές τα κίνητρα πίσω από τη διαδικασία χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης ήταν τα ίδια, παρά τις όποιες θεσμικές διαφοροποιήσεις από χώρα σε χώρα. Αφορούσαν, ιδιαίτερα, τη γενικευμένη τάση για λιγότερη κρατική παρέμβαση,

¹ Στις υποσημειώσεις του κειμένου υπάρχουν αρκετές βιβλιογραφικές αναφορές που διευκολύνουν τον ενδιαφερόμενο αναγνώστη να ανατρέξει στην ευρύτερη συζήτηση για περαιτέρω μελέτη επιμέρους ζητημάτων.

Σε μέρη του δοκιμίου αυτού προβάλλονται ιδιαίτερα διαπιστώσεις που περιέχονται στο Η. Gibson και Ε. Tsakalotos (1994), “The Scope and Limits of Financial Liberalisation in Developing Countries: A Critical Survey”, *The Journal of Development Studies*, Vol 30, και στο Ρ. Arestis και Ρ. Demetriades (1997), “Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence”, *The Economic Journal*, Vol 107.

² Βλ. Ηρακλή Βορίδη (1995), “Η ειδική φύση των τραπεζών στην Ελλάδα και αλλού”, στο Γ. Προβόπουλος (επιμ.), *Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα*, IOBE, Αθήνα.

την αυξανόμενη γενικότερη απελευθέρωση σε διεθνές επίπεδο επειδή οι έλεγχοι ήταν ολόένα και δυσκολότερο να εφαρμοσθούν, καθώς και την ογκούμενη δυσαρέσκεια για τον τρόπο ρύθμισης των χρηματοοικονομικών αγορών. Με άλλα λόγια, οι χρηματοοικονομικές αγορές φαίνονταν ότι “καταπιέζονταν” από τις ρυθμίσεις αυτές και ότι η οικονομική ανάπτυξη στραγαλιζόταν αντί να προωθείται.

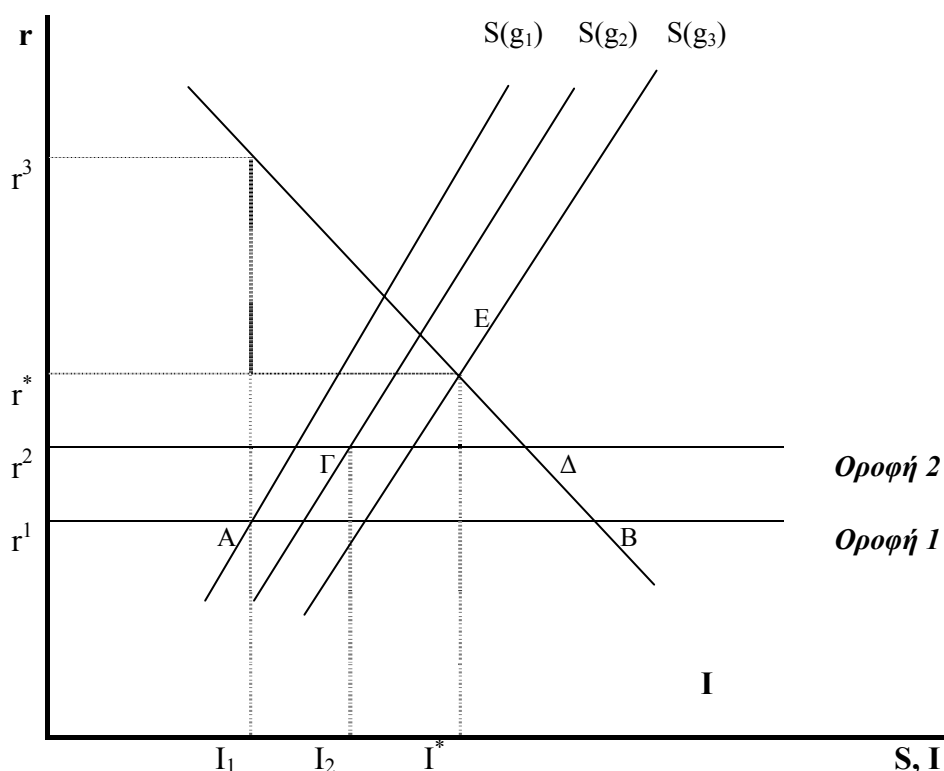
Η συνταγή της πολιτικής για την απελευθέρωση του εγχώριου χρηματοοικονομικού συστήματος στοχεύει στη δημιουργία ενός συστήματος προσανατολισμένο στην αγορά. Η κλασική συνταγή αποβλέπει στο:

- να καθορίζονται τα επιτόκια από τις συνθήκες της αγοράς, άρα να μην υπάρχουν περιορισμοί στα επιτόκια χορηγήσεων και καταθέσεων (απελευθέρωση επιτοκίων), και
- να περιοριστούν οι ποσοτικοί έλεγχοι (πχ έλεγχος πιστώσεων) ώστε να μπορούν οι διαμεσολαβητικοί οργανισμοί να διαχειρίζονται με μεγαλύτερη ελευθερία τον ισολογισμό τους (πιστωτική απελευθέρωση).

2. Θεωρητική προσέγγιση της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης

Η θεωρητική προσέγγιση του ζητήματος ανάγεται στις πρωτοποριακές εργασίες-υποδείγματα των McKinnon (1973) και Shaw (1973), οι οποίοι έθεσαν και τη βασική λογική για τη χρηματοοικονομική απελευθέρωση.³

Το υπόδειγμα χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης των McKinnon-Shaw



³ Βλ. R. I. McKinnon (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington DC. Brookings Institute. Επίσης, E. S. Shaw (1973), *Financial Deepening in Economic Activity*, New York, Oxford University Press.

Τα υποδείγματα αυτά εστιάζουν στην χρηματοοικονομική καταπίεση με τη μορφή των περιορισμών (της οροφής, των ανωτάτων ορίων) στα επιτόκια καταθέσεων ή/και χορηγήσεων.

Όπως φαίνεται και στο Σχήμα της προηγούμενης σελίδας, τα πραγματικά επιτόκια επηρεάζουν την οικονομική μεγέθυνση μέσω του αποτελέσματός τους στην αποταμίευση και τις επενδύσεις.

Οι επενδύσεις (I) είναι αρνητική συνάρτηση των επιτοκίων (r):

$$I=I(r), \quad I_r < 0$$

Η αποταμίευση (S) επηρεάζεται θετικά τόσο από το επιτόκιο (r) όσο και από το ρυθμό ανόδου του εθνικού εισοδήματος (g):

$$S=S(r,g), \quad S_r > 0, \quad S_g > 0$$

Η συνάρτηση αποταμίευσης απεικονίζεται για διαφορετικούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης (g), όπου υποθέτουμε ότι $g_1 < g_2 < g_3$. Εάν δεν υπάρχουν περιορισμοί στα επιτόκια το σύστημα θα ισορροπήσει στο σημείο E , με επενδύσεις I^* και επιτόκιο r^* .

Υποθέτουμε ότι η κυβέρνηση θέτει ανώτατο όριο (*Οροφή 1*) στα ονομαστικά επιτόκια καταθέσεων (δηλαδή στα επιτόκια που απολαμβάνουν οι αποταμιευτές) και αυτή η οροφή είναι τέτοια που τα πραγματικά επιτόκια καταθέσεων βρίσκονται κάτω από τα επιτόκια ισορροπίας r^* . Επι πλέον υποθέτουμε ρυθμό μεγέθυνσης του εισοδήματος g_1 .

Έτσι, για ένα επίπεδο πραγματικού επιτοκίου καταθέσεων r_1 αναμένονται αποταμιεύσεις I_1 . Με οροφή *μόνο* στα ονομαστικά επιτόκια καταθέσεων, οι τράπεζες καθορίζουν οποιοδήποτε επίπεδο επιτοκίων χορηγήσεων επιθυμούν (στην περίπτωση αυτή r_3 για επενδύσεις I_1) και απολαμβάνουν κέρδη $(r_3 - r_1)$ κατά τη δανειοδοτική τους δραστηριότητα.

Ωστόσο, επειδή η ρυθμίσεις από την κυβέρνηση αποβλέπουν στην ενθάρρυνση των επενδύσεων μέσω της μείωσης του κόστους δανεισμού, είναι πιθανότερο οι περιορισμοί στα επιτόκια να αφορούν τις καταθέσεις αλλά και τις χορηγήσεις.

Έτσι, στην περίπτωση που ισχύει η *Οροφή 1* στα επιτόκια χορηγήσεων και καταθέσεων, αναμένονται αποταμιεύσεις I_1 (όπως και προηγουμένως), οι οποίες επιτρέπουν τη χρηματοδότηση επενδύσεων I_1 , ενώ ένα μέρος της επενδυτικής ζήτησης (AB) δεν ικανοποιείται. Με άλλα λόγια, καταλήγουμε να έχουμε ποσοτικούς περιορισμούς στις πιστώσεις, με αποτέλεσμα ορισμένες επικερδείς επενδύσεις να μη χρηματοδοτούνται.⁴

Εάν υποθέσουμε ότι αυξάνονται τα ανώτατα επιτρεπόμενα όρια των επιτοκίων, τα οποία όμως παραμένουν κάτω από το επίπεδο ισορροπίας E (*Οροφή 2*) λόγω εφαρμογής μιας πολιτικής σταδιακής απελευθέρωσης, τότε αυξάνεται η αποδοτικότητα των επενδύσεων επειδή οι επιχειρήσεις αναλαμβάνουν επενδυτικά σχέδια με υψηλότερες αποδόσεις. Έτσι αυξάνεται ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης από g_1 σε g_2 και η συνάρτηση αποταμίευσης μετατοπίζεται προς τα δεξιά. Συνεπώς, το νέο ανώτατο όριο των επιτοκίων r_2 ενθαρρύνει επενδύσεις I_2 , όπου $I_2 > I_1$. Οι

⁴ Επιπλέον, τα χρηματοδοτούμενα επενδυτικά σχέδια τείνουν να έχουν αποδόσεις οριακά υψηλότερες από το ανώτατο επιτρεπόμενο όριο των επιτοκίων, οι δε τράπεζες προτιμούν να χρηματοδοτούν λιγότερα ριψοκίνδυνα σχέδια. Έτσι, η ανεκτέλεστη επενδυτική ζήτηση (AB) ενδεχομένως να περιλαμβάνει τις πιο επικερδείς και άρα πιο ριψοκίνδυνες δραστηριότητες.

πιστωτικοί περιορισμοί παραμένουν αλλά μειώνονται, όπως μειώνεται και το τμήμα της επενδυτικής ζήτησης που δεν ικανοποιείται (ΓΔ).

Οι ποσοτικοί περιορισμοί στις πιστώσεις εξαφανίζονται μόνον όταν η κυβέρνηση απελευθερώσει πλήρως τα επιτόκια. Στην περίπτωση αυτή η οικονομική μεγέθυνση θα αυξηθεί σε g_3 και η αποταμίευση θα ισορροπήσει με τις επενδύσεις στο σημείο E.

Κατά συνέπεια, η ανάλυση των McKinnon-Shaw θεωρεί ότι ο καθορισμός ανώτατων ορίων στα επιτόκια δίνει ώθηση στην κατανάλωση, μειώνει την ποσότητα της επένδυσης κάτω από το βέλτιστο επίπεδο και περιορίζει την ποιότητα των επενδύσεων, ενθαρρύνοντας τις τράπεζες να χρηματοδοτούν χαμηλής απόδοσης επενδυτικά σχέδια.

Ως εκ τούτου, η σαφής πρόταση πολιτικής που απορρέει από τις διαπιστώσεις αυτές είναι η κατάργηση των ανώτατων ορίων στα επιτόκια, αλλά και γενικότερα η κατάργηση όλων των κυβερνητικών ρυθμίσεων που εμποδίζουν την ανταγωνιστική λειτουργία της αγοράς των πιστώσεων.

3. Η εμπειρία από την χρηματοοικονομική απελευθέρωση

Μεταρρυθμίσεις του χρηματοπιστωτικού συστήματος έγιναν σε μια σειρά από χώρες από τις αρχές της δεκαετίας του 1970.⁵ Οι μεταρρυθμίσεις αυτές ξεκίνησαν με την ιδιωτικοποίηση των εμπορικών τραπεζών και με την απελευθέρωση των επιτοκίων ώστε να διαμορφώνονται από την αγορά.

Η εμπειρία από την εφαρμογή μεταρρυθμίσεων στις χώρες της *Λατινικής Αμερικής*, όπως στη *Χιλή*, την *Αργεντινή* και την *Ουρουγουάη* ήταν ιδιαίτερα οδυνηρή γι' αυτές.

Είχε ως συνέπεια τη διαμόρφωση ιδιαίτερα υψηλών επιτοκίων και ανάγκασε τις τράπεζες να αναλαμβάνουν αναίτια υψηλούς κινδύνους για να προχωρήσουν στις αναγκαίες δανειοδοτήσεις. Τα επιτόκια ξεπέρασαν το 20%, παρουσιάστηκαν πολλά “κακά” δάνεια και σημειώθηκαν χρεωκοπίες τραπεζικών ιδρυμάτων. Όπως αναλύουν αρκετοί ερευνητές, το σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος έφτασε στα πρόθυρα της κατάρρευσης. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα ο πραγματικός τομέας των χωρών αυτών να εισέλθει σε σοβαρή και παρατεταμένη ύφεση.

Συνολικά, η χρηματοοικονομική απελευθέρωση στις χώρες αυτές και σε άλλες είχε αποσταθεροποιητικό αποτέλεσμα στην οικονομία και εγκαταλήφθηκε. Και αυτό συνέβη γιατί οι μεταρρυθμίσεις αυτές δημιούργησαν μια μαζική ζήτηση πιστώσεων από επιχειρήσεις και νοικοκυριά, η οποία δεν αντισταθμιζόταν από μια αύξηση του βαθμού αποταμίευσης.

Τα επιτόκια των δανείων αυξήθηκαν μαζί με την ανοδική ζήτηση για καταναλωτική πίστη από τα νοικοκυριά, ενώ οι επιχειρήσεις οδηγήθηκαν σε κερδοσκοπικές δραστηριότητες. Σχετικά με τη συμπεριφορά των τραπεζών, αυτές αύξησαν τα επιτόκια για να ανταποκριθούν στις αναμενόμενες αθετήσεις υποσχέσεων από τους πελάτες τους.

Τα υψηλά πραγματικά επιτόκια απέτυχαν παντελώς να αυξήσουν την αποταμίευση και να δώσουν ώθηση στις επενδύσεις. Η μόνη κατηγορία αποταμίευσης που αυξήθηκε ήταν η ξένη αποταμίευση, δηλαδή το εξωτερικό χρέος. Οι

⁵ Πρόσφατη επισκόπηση περιέχεται στο βιβλίο των Caprio, G, Atiyas, I και J. Hanson (1994), *Financial Reform: Theory and Experience*, Cambridge: Cambridge University Press. Βλ., επίσης, Gibson-Tsakalotos (1994) και Arestis-Demetriades (1997), *op. cit.*

“απελευθερωμένες” οικονομίες των χωρών αυτών έγιναν περισσότερο ευάλωτες στις διακυμάνσεις της διεθνούς οικονομίας και η αυξημένες επιβαρύνσεις για την αποπληρωμή του χρέους δημιούργησε τις προϋποθέσεις των κρίσεων υπερχρέωσης των χωρών αυτών που παρατηρήθηκαν στο πρόσφατο παρελθόν.

Από την άλλη πλευρά, στην περίπτωση της *Κορέας*, που ήταν επιτυχημένο παράδειγμα απελευθέρωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η κυβέρνηση ακολούθησε μια πολιτική σταδιακής απελευθέρωσης. Τελικά, παρόλο που μειώθηκε η κρατική παρέμβαση η κυβέρνηση διατήρησε τον άμεσο ή έμμεσο έλεγχο των επιτοκίων και της κατανομής των χορηγήσεων.

Πρέπει, τέλος, να σημειωθεί η εμπειρία της *Ιαπωνίας* στις δεκαετίες του 1950 και του 1960, όπου η κυβέρνηση ενεργά και επιτυχώς παρενέβει στην τιμολόγηση (επιτόκια) και κατανομή των πιστώσεων με αποτέλεσμα την ταχύτερη και ισόρροπη ανάπτυξη.

4. Αλληλουχία μεταρρυθμίσεων και μακροοικονομικές προϋποθέσεις

Από την εμπειρία εφαρμογής της απελευθέρωσης του χρηματοοικονομικού συστήματος σε διάφορες χώρες φάνηκε ότι τα γεγονότα ήταν σε ασυμφωνία με τη βασική λογική και τις θεωρητικές υποθέσεις της “χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης”.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα των μεταρρυθμίσεων είχαν ως αποτέλεσμα την *post hoc* αναθεώρηση της λογικής της “χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης” προς δύο κατευθύνσεις:

- η πρώτη επικεντρώθηκε στον προσδιορισμό της βέλτιστης “αλληλουχίας των μεταρρυθμίσεων της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης” (sequencing of financial liberalisation), ενώ
- η δεύτερη εστίασε την προσοχή της στις αναγκαίες προϋποθέσεις του γενικότερου μακροοικονομικού περιβάλλοντος εντός του οποίου θα πρέπει να κινούνται οι μεταρρυθμίσεις για να είναι επιτυχείς.

Ετσι, η υπόθεση των McKinnon-Shaw, ότι δηλαδή η χρηματοοικονομική απελευθέρωση θα βοηθήσει την αναπτυξιακή διαδικασία, διευρύνθηκε ώστε να διασυνδέεται με τα μακροοικονομικά προγράμματα σταθεροποίησης και μεταρρύθμισης που εφαρμόζονται σε διάφορες χώρες.

Επίσης, η επέκταση της υπόθεσης των McKinnon-Shaw στην ανοικτή οικονομία και η ύπαρξη εξωτερικών ροών κεφαλαίου έθεσε το γενικότερο ζήτημα της σχέσης ανάμεσα στην απελευθέρωση του εγχώριου χρηματοοικονομικού συστήματος και της εξωτερικής απελευθέρωσης.⁶

⁶ Δεν θα υπεισελθουμε εδώ στα ζητήματα αυτά, τα οποία παρουσιάζονται με αυστηρό τρόπο, μεταξύ άλλων, στις εργασίες των Kapur, B.K. (1976), “Optimal Financial and Foreign-Exchange Liberalisation of Less Developed Economies”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol 3, Mathienson, D.J. (1980), Financial Reform and Stabilization Policy in a Developing Economy, *Journal of Development Economics*, Vol 7, Galbis, V. (1977), “Financial Intermediation and Economic Growth in Less-Developed Countries”, *Journal of Development Studies*, Vol. 13. Περίληψη περιέχεται στο Gibson-Tsakalotos (1994), *op. cit.*.

4.1 Η αλληλουχία των μεταρρυθμίσεων

Στο ζήτημα της σειράς, της αλληλουχίας, με την οποία πρέπει να απελευθερώνονται οι αγορές τα ερωτήματα που ανακύπτουν είναι του τύπου:

- Ποιός είναι ο επιθυμητός βαθμός απελευθέρωσης του εγχώριου πραγματικού τομέα, του εγχώριου χρηματοοικονομικού τομέα και του εξωτερικού πραγματικού και χρηματοοικονομικού τομέα;
- Πρέπει οι διάφοροι οικονομικοί τομείς να απελευθερώνονται ταυτόχρονα ή μπορούν να καθοριστούν προϋποθέσεις και προαπαιτούμενα;
- Τέλος, πώς ο βαθμός απελευθέρωσης της οικονομίας συνδέεται με τη μακροοικονομική σταθεροποίηση;

Ο παρακάτω Πίνακας μας δείχνει τι είδους μεταρρύθμιση συνεπάγεται η απελευθέρωση για κάθε τομέα και ποιά μπορεί να είναι η καλύτερη αλληλουχία των αλλαγών.

Η αλληλουχία των οικονομικών μεταρρυθμίσεων

	<i>Εγχώριος Τομέας</i>	<i>Εξωτερικός Τομέας</i>
<i>Πραγματικός Τομέας</i>	Λειτουργία μηχανισμού της αγοράς (απελευθέρωση τιμών) Κατάργηση επιδοτήσεων στις επιχειρήσεις Ιδιωτικοποιήσεις	Κατάργηση περιορισμών στο εξωτερικό εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών (πχ δασμών)
	- 1 -	- 3 -
<i>Χρηματοοικονομικός Τομέας</i>	Απελευθέρωση τραπεζικού συστήματος Απελευθέρωση κεφαλαιαγοράς	Απελευθέρωση κίνησης βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων
	- 2 -	- 4 -

- Προτεραιότητα έχει η απελευθέρωση του πραγματικού τομέα της οικονομίας με τη δημιουργία συνθηκών λειτουργίας των μηχανισμών της αγοράς, δηλαδή απελευθέρωση τιμών (1).
- Είναι γενικότερα παραδεκτό ότι η απελευθέρωση του εγχώριου χρηματοοικονομικού συστήματος πρέπει να ακολουθεί την απελευθέρωση του εγχώριου πραγματικού τομέα (2).

Εάν συμβεί το αντίθετο, είναι πιθανό οι χορηγήσεις να κατευθυνθούν προς τις επιχειρήσεις που θα εμφανίζονται ότι είναι επικερδείς επειδή οι τιμές θα είναι “διαστρεβλωμένες”

- Το ζήτημα εάν η απελευθέρωση του εγχώριου χρηματοοικονομικού τομέα πρέπει να ακολουθεί ή να έπεται της απελευθέρωσης του εξωτερικού πραγματικού τομέα δεν είναι αρκετά σαφές (δηλαδή, πρέπει 2 → 3, ή 3 → 2 ;).

Αφενός, εάν προηγηθεί η απελευθέρωση του εγχώριου χρηματοοικονομικού τομέα είναι πιθανό τα κεφάλαια να κατευθυνθούν προς τομείς που θα φαίνονται επικερδείς λόγω των περιορισμών στο εξωτερικό εμπόριο.

Αφετέρου, εάν προηγηθεί η απελευθέρωση του εξωτερικού πραγματικού τομέα μπορεί να περιορίζεται η δυνατότητα των εγχώριων επιχειρήσεων να ανταγωνίζονται διεθνώς.

- Τέλος, υπάρχει συμφωνία ότι η απελευθέρωση του εγχώριου χρηματοοικονομικού τομέα πρέπει να προηγηθεί της απελευθέρωσης του αντίστοιχου εξωτερικού τομέα (4).

Εάν προηγηθεί απελευθέρωση του εξωτερικού τομέα από την απελευθέρωση του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος, τότε μπορεί να υπάρξει φυγή κεφαλαίων και οι εγχώριες τράπεζες θα δυσκολεύονται να ανταγωνισθούν τις ξένες.

- Τελικά, τα παραπάνω οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η απελευθέρωση του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος πρέπει να είναι δεύτερη στην αλληλουχία των οικονομικών μεταρρυθμίσεων.

4.2 Μακροοικονομικές προϋποθέσεις

Όπως προαναφέρθηκε, πέρα από το ζήτημα της αλληλουχίας, η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος για να είναι επιτυχής προαπαιτεί την ύπαρξη ορισμένων μακροοικονομικών συνθηκών.

- Πρώτον, είναι αναγκαίο να έχει προηγηθεί έλεγχος των δημοσιονομικών ανισορροπιών.

Επειδή η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος απαιτεί την κατάργηση ρυθμίσεων μέσω των οποίων χρηματοδοτούνται τα ελλείμματα του δημοσίου, πρέπει να βρεθεί άλλος τρόπος χρηματοδότησης των ελλειμμάτων (φορολογική μεταρρύθμιση, βελτίωση συστήματος συλλογής φόρων, περιορισμός δαπανών, κ.λπ.).

- Δεύτερον, υπάρχει ανάγκη δημιουργίας νέου πλαισίου ελέγχου του τραπεζικού συστήματος για την άσκηση νομισματικής πολιτικής, επειδή η απελευθέρωση απαιτεί την κατάργηση διοικητικών περιορισμών για τον έλεγχο της ρευστότητας (πχ υποχρεωτικά διαθέσιμα).⁷

Από την παραπάνω συζήτηση προκύπτει ότι η χρηματοοικονομική απελευθέρωση και η εφαρμογή της είναι περισσότερο σύνθετη υπόθεση από ότι θεωρήθηκε αρχικά.

Οι υποστηρικτές της άποψης αυτής συνιστούν προσοχή στην “αλληλουχία” με την έννοια της σταδιακής απελευθέρωσης, δίνοντας έμφαση στην επίτευξη μακροοικονομικής ισορροπίας και επαρκούς ελέγχου του τραπεζικού συστήματος, ως απαραίτητες προϋποθέσεις για την επιτυχή εφαρμογή της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης. Υπογραμμίζουν, δηλαδή, ότι είναι σημαντικό να υιοθετείται μια στάση “διαχείρισης” της διαδικασίας της οικονομικής μεταρρύθμισης παρά μια στάση *laissez-faire*.

⁷ Βλ. Βορίδης (1995), *op. cit.*, για την κατάργηση των διοικητικών περιορισμών στη διαδικασία απελευθέρωσης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

Πάντως, η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος όπως διατυπώθηκε αρχικά παραμένει, εφόσον είναι αναγκαία για την πιο αποτελεσματική λειτουργία του πραγματικού τομέα της οικονομίας.

Ωστόσο, η ταχύτητα με την οποία πρέπει να πραγματοποιείται, ο τρόπος με τον οποίο πρέπει να ενσωματώνεται στα σταθεροποιητικά προγράμματα και οι προϋποθέσεις μιας επιτυχούς απελευθέρωσης είναι ζητήματα για τα οποία γίνεται ακόμη πολλή συζήτηση.⁸

Πολλά από τα ζητήματα αυτά αναδείχθηκαν από την εμπειρία της εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων σε διάφορες αναπτυσσόμενες χώρες αλλά και πρόσφατα στις “πρώην σοσιαλιστικές” χώρες.

5. Τα όρια της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης

Η θεωρία της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης εδράζεται στην νεοκλασική υπόθεση ότι οι αγορές λειτουργούν *χωρίς τριβές* εάν αφεθούν ελεύθερες.

Στην περίπτωση της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης αυτό σημαίνει ότι η αποταμίευση και η επένδυση ισορροπούν μέσω του επιτοκίου. Ωστόσο, στον πραγματικό κόσμο, μια αύξηση της αποταμίευσης δεν οδηγεί απαραίτητα σε αύξηση της επένδυσης γιατί η επένδυση δεν εξαρτάται μόνο από το επιτόκιο (το οποίο εξάλλου καθορίζεται στην αγορά χρήματος), αλλά και από τις μελλοντικές προσδοκίες για αύξηση της ζήτησης και από άλλους απρόβλεπτους παράγοντες.

Η νεοκλασική υπόθεση ελέγχεται επίσης λόγω της απουσίας του ρόλου των θεσμών και της επίδρασής τους στις οικονομικές λειτουργίες. Δηλαδή, ότι οι οικονομικοί φορείς είναι εξατομικευμένοι και η μοναδική τους επαφή γίνεται στην αγορά.

Στην πράξη, όμως, η λειτουργία των αγορών συναρτάται με ένα πλέγμα θεσμών στους οποίους περιλαμβάνονται το κράτος, οι επιχειρήσεις, οι εργοδοτικές και εργατικές ενώσεις, το τραπεζικό σύστημα, το χρηματιστήριο κ.λπ. Οι θεσμοί αυτοί, που αγνοούνται από την προσέγγιση των McKinnon-Shaw, παίζουν σημαντικό ρόλο στη συλλογή και διάχυση πληροφοριών και στον περιορισμό της αβεβαιότητας.

Κριτική της “χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης” προέρχεται από υποδείγματα *μετα-κεϋνσιανής* αλλά και *νεο-στρουκτουραλιστικής* έμπνευσης, όπου αμφισβητείται η ευνοϊκή επίδραση της απελευθέρωσης στην ανάπτυξη, τις τιμές και τη χρηματοοικονομική σταθερότητα, δεδομένων των ακαμψιών στη λειτουργία των αγορών αγαθών και εργασίας.

- Στα *μετα-κεϋνσιανά* υποδείγματα δίδεται έμφαση στο ρόλο της τελικής ζήτησης, η οποία επηρεάζεται από την κατανομή του εισοδήματος.

Τα υποδείγματα αυτά διαφοροποιούνται από την νεοκλασική προσέγγιση των McKinnon-Shaw με το να προσδιορίζουν ξεχωριστές συναρτήσεις αποταμίευσης και επένδυσης με “κεϋνσιανά” χαρακτηριστικά.

Η ανάλυση εστιάζει στην *ζήτηση πιστώσεων* η οποία συνδέεται με τη ζήτηση επενδύσεων από τις επιχειρήσεις.

⁸ Σημαντικό μέρος αυτής της συζήτησης αφορά την εμπειρική (κυρίως οικονομετρική) διερεύνηση της υπόθεσης των McKinnon-Shaw (βλ. συνοπτική παρουσίαση και σχολιασμό στο Gibson-Tsakalotos (1994), *op. cit.*).

- Τα νεο-στρουκτουραλιστικά υποδείγματα είναι παρόμοια με τα προηγούμενα, με τη διαφορά ότι εστιάζουν στην προσφορά πιστώσεων, αναδεικνύοντας το ρόλο των “ανεπίσημων” αγορών πιστώσεων στις αναπτυσσόμενες χώρες.
- Τέλος, κριτική της “χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης” προέρχεται από μια προσεκτική μικροοικονομική ανάλυση, όπου αναδεικνύονται οι αποτυχίες στη λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών λόγω της ύπαρξης ασυμμετρίας στην πληροφόρηση.

Οι καταστάσεις αυτές οδηγούν στη δημιουργία συνθηκών ποσοτικών περιορισμών στις πιστώσεις, ακόμη και σε πλήρως απελευθερωμένες αγορές.

Τάσεις και Εξελίξεις στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Σύστημα

του Σαράντη Λώλου

Μάρτιος 1999

1. Εισαγωγή¹

Στο δοκίμιο αυτό παρουσιάζονται συνοπτικά οι εξελίξεις στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα κατά την μεταπολεμική περίοδο. Έμφαση δίδεται στις πρόσφατες τάσεις οι οποίες μεταβάλλουν το διεθνές και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό τοπίο.

Στις *Ενότητες 2, 3 και 4* παρουσιάζονται και σχολιάζονται οι πλέον σημαντικές τάσεις που διακρίνουν την εξέλιξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος διεθνώς, καθώς και οι θεσμικές αλλαγές που συνέβαλαν στην μετεξέλιξή του.

Στην *Ενότητα 5* αναλύονται οι λιανικές τραπεζικές εργασίες και δίδεται έμφαση στο ρόλο του δικτύου υποκαταστημάτων. Παρουσιάζονται επίσης οι σύγχρονες τάσεις στην πρακτική των τραπεζών στην παροχή λιανικών υπηρεσιών.

Στις *Ενότητες 6 και 7* παρουσιάζονται περισσότερο αναλυτικά οι εξελίξεις στις παραδοσιακές λειτουργίες των τραπεζών (χορηγήσεις και καταθέσεις). Δίδεται ιδιαίτερη έμφαση στις αλλαγές που συντελούνται τα τελευταία χρόνια στον τρόπο λειτουργίας και συμπεριφοράς των τραπεζών. Παρουσιάζονται οι εναλλακτικές αποταμιευτικές δυνατότητες που προσφέρονται στο κοινό με την εισαγωγή νέων προϊόντων, όπως επίσης και οι εναλλακτικές δυνατότητες στην παροχή τραπεζικής πίστης.

2. Η πρώτη μεταπολεμική περίοδος

Κατά τις πρώτες μεταπολεμικές δεκαετίες και μέχρι την πρώτη πετρελαϊκή κρίση και την κατάρρευση του συστήματος των σταθερών ισοτιμιών (του Bretton Woods), το διεθνές τραπεζικό σύστημα ήταν προσαρμοσμένο στις υπηρεσίες διαμεσολάβησης, δηλαδή την άντληση αποταμιεύσεων και το δανεισμό δημοσίων και ιδιωτικών επιχειρήσεων.

Η παρουσία των κεφαλαιαγορών ήταν μάλλον περιορισμένη και υποτονική και οι εμπορικές τράπεζες και γενικότερα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είχαν ως κύρια δραστηριότητα την άντληση πόρων για τη χρηματοδότηση της ταχύτατης ανασυγκρότησης και ανοικοδόμησης των πληγωμένων από τον πόλεμο οικονομιών.

Κατά την περίοδο αυτή το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα διακρίνεται για την ποικιλομορφία του και τον εθνικό του χαρακτήρα. Συναλλαγματικός κίνδυνος δεν υπήρχε λόγω του καθεστώτος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, ενώ τα επιτόκια της αγοράς ήταν σε μεγάλο βαθμό διοικητικά ελεγχόμενα από τις κεντρικές τράπεζες. Τα πιστωτικά συστήματα χαρακτηρίζονται από εσωστρέφειά και από την ύπαρξη διοικητικών ρυθμίσεων, όπως ειδικοί διαχωριστικοί κανόνες στην παροχή

¹ Το δοκίμιο αυτό στηρίζεται μερικώς στην εργασία των Γεωργούτσου, Δ., Ν. Ζόνζηλου, Σ-Ε. Λώλου, Δ. Μόσχου, Στ. Πανταζίδη και Χ. Σταματόπουλου (1994), *Εξελίξεις και Προοπτικές Εναλλακτικών Πηγών Αντλησης Κεφαλαίων στην Ελλάδα*, ΕΤΒΑ, Νοέμβριος. Πρόσφατα στοιχεία αντλούνται από το *European Central Bank* (1999), *Possible Effects of EMU on the Banking Systems in the Medium to Long Term*, European Central Bank, Frankfurt, February.

πίστης (μακροχρόνιας, στεγαστικής, κ.λπ.), πληθώρα δεσμεύσεων στα διαθέσιμα, στις καταθέσεις και στις χορηγήσεις, υποχρεωτικές ανακαταθέσεις στην κεντρική τράπεζα, διοικητικά καθοριζόμενα επιτόκια (ή όρια επιτοκίων), κ.λπ.

Οι εμπορικές τράπεζες, κατά την περίοδο αυτή, συγκεντρώνονται σε γενικές γραμμές στην παροχή των *τεσσάρων* κλασικών τραπεζικών υπηρεσιών διαμεσολάβησης:²

- στην *προσέλκυση καταθέσεων*, όπου ανταγωνίζονται τις αποταμιευτικές και συνεταιριστικές τράπεζες και τα ταμειυτήρια (savings banks, mutual and cooperative banks, ταχυδρομικά ταμειυτήρια κ.λπ.),
- στην *παροχή πιστωτικών υπηρεσιών*, όπου ανταγωνίζονται τα ειδικά πιστωτικά ιδρύματα, όπως τις κτηματικές τράπεζες (mortgage, credit banks, building societies), τις αγροτικές τράπεζες και τους επενδυτικούς οργανισμούς (investment, merchant banks),
- στις *υπηρεσίες πληρωμών*, και
- στο *συμψηφισμό και διακανονισμό απαιτήσεων και υποχρεώσεων*.

Ωστόσο, θα πρέπει να σημειωθεί ότι παρά την μεγάλη ποικιλία εθνικών ρυθμίσεων και διατάξεων, οι αναλυτές διαχωρίζουν δύο διαφορετικά υποδείγματα τραπεζικού συστήματος, συγκεκριμένα το Γερμανικό και το Αμερικάνικο.

Στο γερμανικό μοντέλο δεν υπάρχουν σαφείς διαχωρισμοί στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Έτσι μια τράπεζα μπορεί να προσφέρει όλες τις "λιανικής" μορφής υπηρεσίες (universal banking). Αντίθετα στην αμερικάνικη νομοθεσία υπάρχει σαφής διαχωρισμός μεταξύ επενδυτικών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και λοιπών τραπεζικών εργασιών.

Τέλος, οι κεφαλαιαγορές γνωρίζουν μικρή έως μέτρια ανάπτυξη, όπου κυριαρχούν οι κρατικοί δανειακοί τίτλοι (ομολογίες που εκδίδονται από Κυβερνήσεις) και οι τίτλοι συμμετοχής (μετοχές), ενώ ο ιδιωτικός δανεισμός σχεδόν στο σύνολό του είναι έμμεσος και μη μεταβιβάσιμος, γίνεται δηλαδή μέσω τραπεζών.

3. Η τελευταία εικοσαετία

Κατά την τελευταία όμως εικοσαετία, το τραπεζικό σύστημα γίνεται αντικείμενο συνεχών και μεγάλων μεταβολών που οδηγούν στη σημαντική μεταμόρφωση αλλά και σε μεγάλο βαθμό ομοιογενοποίησή του διεθνώς.

Οι μεταβολές αυτές, όπως θα αναλυθεί παρακάτω, οφείλονται σε πολλούς λόγους, η σχετική βαρύτητα των οποίων ποικίλει ανάλογα με την περίπτωση και το σημείο εκκίνησης της ανάλυσης.

Έτσι μπορεί κανείς να διακρίνει τις τεράστιες *θεσμικές αλλαγές* που οδήγησαν στην "απελευθέρωση" του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι αλλαγές αυτές περιλαμβάνουν την άρση πληθώρας διοικητικών κανόνων από το πιστωτικό σύστημα, την κατάργηση των πολλαπλών δεσμεύσεων και επιτοκίων, την απελευθέρωση των συναλλαγών των αγαθών, υπηρεσιών και κεφαλαίων και τη σύγκλιση των κανόνων ελέγχου και εποπτείας του συστήματος.

Η ταχύτατη ανάπτυξη των συναλλαγών οδήγησε και σε νέες ανάγκες για χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, αυξάνοντας ταχύτητα τόσο την ποιότητα όσο και την

² Μικρός αριθμός, αμερικανικών κυρίως, τραπεζών και σε πολύ μικρότερο βαθμό αγγλικών και γαλλικών, δραστηριοποιούνται σε διεθνείς ή διακρατικές συναλλαγές, όπου όλοι σχεδόν οι συμψηφισμοί διεξάγονται σε δυαδική βάση.

ποσότητα των υπηρεσιών. Έτσι, τα παραδοσιακά μέσα πληρωμών υποκαθίστανται ταχύτατα από τις επιταγές και το πλαστικό χρήμα. Η χρήση των πιστωτικών και χρεωστικών καρτών οδήγησε σε νέα μορφή διαμεσολάβησης και ελέγχου, όπου ο ανταγωνισμός δεν είναι μόνο από τις νέες εταιρίες διακανονισμού αλλά ακόμα και από αλυσίδες πολυκαταστημάτων που μέσω των καρτών παρέχουν ουσιαστικά καταναλωτική πίστη.

Η παραδοσιακή τραπεζική λειτουργία δε δέχθηκε μόνο την αύξηση του ανταγωνισμού από την πλευρά της εξέλιξης των μέσων πληρωμών, αλλά επίσης και από τις άλλες κλασικές εργασίες, όπως στις καταθέσεις και στις χορηγήσεις.

Το παραδοσιακό τραπεζικό μοντέλο στηρίχθηκε σε ορισμένα κοινά πρότυπα που πλέον αμφισβητούνται διεθνώς. Τα πρότυπα αυτά είναι σε γενικές γραμμές τα εξής:

- Σημαντικά περιθώρια επιτοκίων, δηλαδή σημαντική απόκλιση μεταξύ επιτοκίων καταθέσεων και χορηγήσεων, σε συνδυασμό με μεγάλο μέγεθος μη τοκοφόρων καταθέσεων, κυρίως καταθέσεων όψεως.
- Συνήθως δωρεάν παροχή άλλων υπηρεσιών, όπως πληρωμές διακανονισμών, που ουσιαστικά χρηματοδοτούνταν από τα υψηλά περιθώρια στα επιτόκια.
- Ένα σημαντικό σε μέγεθος δίκτυο υποκαταστημάτων, που αν και συνήθως λειτουργούσε με υψηλό κόστος (τόσο ανά εργαζόμενο όσο και ανά παρεχόμενη υπηρεσία), εν τούτοις ασκούσε μονοπωλιακή δύναμη δημιουργώντας εμπόδια σε νεοεισερχόμενα ιδρύματα.

Με αυτά τα δεδομένα η ανάπτυξη του τραπεζικού συστήματος έχει στηριχθεί στην άντληση αποταμιευτικών πόρων με χαμηλό κόστος και στην παροχή πίστης με υψηλές αποδόσεις, ενώ ο ανταγωνισμός αφορούσε περισσότερο το μέγεθος των δικτύων και την όσο το δυνατό πλησιέστερη προσέγγιση των πελατών και λιγότερο τις τιμές και την ποιότητα των προσφερομένων προϊόντων.

Η πρακτική αυτή άρχισε σταδιακά να αμφισβητείται καθώς η διεύρυνση των δυνατοτήτων επενδύσεων των αποταμιεύσεων, αφενός, όσο και η αύξηση των δυνατοτήτων άντλησης πόρων, αφετέρου, αύξησε τις επιλογές των αποταμιευτών και των δανειζομένων.

Από την μια πλευρά η ποικιλομορφία αποταμιευτικών επιλογών, η δραστηριότητα των εταιρειών συλλογικών επενδύσεων (αμοιβαία κεφάλαια και εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου), όπως και η δυνατότητα άμεσης επένδυσης σε οργανωμένα χρηματιστήρια αύξησε τις επενδυτικές επιλογές και τις αποδόσεις τους.

Από την άλλη πλευρά η άρση των διαχωριστικών γραμμών στην παροχή πίστης, η δυνατότητα άντλησης πόρων απευθείας από τις κεφαλαιαγορές και τις χρηματαγορές ή/και εκτός των ορίων της χώρας αύξησε πλέον τις δυνατότητες δανεισμού και έτσι μείωσε το κόστος του.

Με αυτά τα δεδομένα, οι τράπεζες αναγκάστηκαν να μειώσουν τα περιθώριά τους και να ανταγωνισθούν για την παραγωγή νέων και φθηνότερων προϊόντων.

Όσον αφορά την τελευταία παραδοσιακή τραπεζική λειτουργία, δηλαδή τους διακανονισμούς και συμψηφισμούς, η μέχρι τώρα πρακτική φανερώνει ότι οι τράπεζες με τα δίκτυά τους εξακολουθούν να έχουν συγκριτικό πλεονέκτημα. Η κάθε χώρα

διαθέτει το δικό της σύστημα, ενώ δεν έχει προχωρήσει ικανοποιητικά η διεθνοποίηση ενός συστήματος συμψηφισμού.³

Στις σημαντικές εξελίξεις της τελευταίας εικοσαετίας θα πρέπει να περιληφθεί και η ταχύτατη είσοδος και διάδοση των νέων τεχνολογιών, κυρίως της πληροφορικής, σε όλες τις φάσεις της λειτουργίας των τραπεζών, όπως τα on-line συστήματα, η αυτοματοποίηση των εσωτερικών εργασιών (π.χ. λογιστήρια, μισθοδοσία, πληρωμές, κ.λπ.) και τέλος η αυτοματοποίηση σημαντικού και συνεχώς αυξανόμενου τμήματος των λιανικών εργασιών, σαν τις πληρωμές, τις καταθέσεις, κ.λπ., με την ταχύτατη διάδοση και εφαρμογή των *Αυτόματων Ταμειολογιστικών Μηχανών* (ATM's). Η τελευταία αυτή εξέλιξη, μεταβάλλει συνεχώς τη λειτουργία των τραπεζών, που παραδοσιακά ήταν κλάδος εντάσεως εργασίας.

Έτσι, οι ταυτόχρονες αυτές εξελίξεις οδηγούν το τραπεζικό σύστημα τόσο στο να αυτοματοποιεί και να τυποποιεί παραδοσιακές λειτουργίες, όσο και στο να αναζητεί την παροχή υπηρεσιών που να ταιριάζουν περισσότερο στους πελάτες. Και αυτό συμβαίνει επειδή το τραπεζικό σύστημα πρέπει να ανταγωνισθεί τις χαμηλού κόστους υπηρεσίες οι οποίες παράγονται είτε απευθείας από τις οργανωμένες αγορές κεφαλαίου και χρήματος, χωρίς την ανάγκη διαμεσολάβησης, είτε από τα μη τραπεζικά ιδρύματα (π.χ. Ασφαλιστικές Εταιρείες). Είναι επομένως χρήσιμο να εξετάσει κανείς με μεγαλύτερη λεπτομέρεια τα κύρια χαρακτηριστικά του σύγχρονου τραπεζικού συστήματος.

4. Αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο

Όπως έχει ήδη αναφερθεί σημαντικές αλλαγές έχουν λάβει χώρα στους κανόνες λειτουργίας του διεθνούς πιστωτικού συστήματος.

Ιδιαίτερα στο χώρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, στο πλαίσιο της δημιουργίας της Ενιαίας Εσωτερικής Αγοράς και της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης, έχουν γίνει ταχύτατα βήματα προς την ενοποίηση και ολοκλήρωση του ευρωπαϊκού χρηματοοικονομικού συστήματος.

Συγκεκριμένα στο πλαίσιο της δημιουργίας του ενιαίου χρηματοοικονομικού χώρου, έχει προχωρήσει η πλήρης *άρση του περιορισμού στην κίνηση των κεφαλαίων* (1-7-91), ανεξάρτητα από το σκοπό της συναλλαγής, όπως επίσης και των χρηματοοικονομικών παραγωγών.

Ταυτόχρονα με μια *σειρά οδηγιών* ρυθμίζονται θέματα που αφορούν:

- τη *λειτουργία των ΟΣΕΚΑ* (Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων Κινητών Αξιών - UCITS, SICAV), όπως είναι τα αμοιβαία κεφάλαια, οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, τα unit trusts, κ.λπ.,
- την *εισαγωγή τίτλων* (μετοχών και ομολογιών) σε αναγνωρισμένο χρηματιστήριο της Ε.Ε.,

³Στα συστήματα συμψηφισμού εξακολουθεί να κυριαρχεί το SWIFT, που αποτελεί ουσιαστικά σύστημα αυτόματης μεταβίβασης εντολών, ενώ το Euroclear (ή το CEDEL) συγκεντρώνεται μέχρι τώρα στην Ευρωαγορά, με το διακανονισμό συναλλαγών τίτλων (ομολόγων) έναντι μετρητών. Ένα άλλο σύστημα, το IBOS, που ξεκίνησε με πρωτοβουλία ορισμένων τραπεζών (banco Santander και Royal Bank of Scotland) αποτελεί ένα on-line σύστημα τραπεζικών συναλλαγών, που συνδέει τα δίκτυα των τραπεζών και έχει μικρή μέχρι τώρα διεθνή αποδοχή (CCF, BCI). Αντίστοιχα συστήματα διεθνών πληρωμών και διακανονισμών προωθούν και άλλα ιδρύματα (π.χ. Chase, Barclays, Dresner), με περιορισμένη όμως μέχρι τώρα εμβέλεια.

- το περιεχόμενο του *πληροφοριακού φυλλαδίου* εισαγωγής (prospectus) και το είδος της πληροφόρησης που πρέπει να παρέχουν περιοδικά οι εισηγμένες εταιρίες,
- οι *πληροφορίες* που πρέπει να παρέχονται όταν μεγάλο μέρος των μετοχών εισηγμένων σε χρηματιστήριο εταιρειών αλλάζει χέρια, και
- τις διατάξεις σχετικά με την παράνομη πρόσβαση, διοχέτευση ή χρήση πληροφοριών (insider trading).

Παράλληλα με την ολοκλήρωση της νομοθεσίας των αγορών χρήματος και κεφαλαίου, έχει προχωρήσει και η εναρμόνιση της νομοθεσίας που αφορά τη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος.

Συγκεκριμένα, με την *Δεύτερη Τραπεζική Οδηγία*, η οποία αποτελεί το βασικό κανονισμό λειτουργίας των τραπεζών, καθορίζεται τόσο το εύρος των δραστηριοτήτων των τραπεζών, όσο και τα θέματα που αφορούν την προληπτική εποπτεία του συστήματος.

Με τη βασική αυτή οδηγία εισάγεται ουσιαστικά το πρότυπο των *τραπεζών πολλαπλών συναλλαγών* (universal banking), όπου κάθε τράπεζα δύναται να παρέχει όχι μόνο τις κλασσικές υπηρεσίες αλλά και επενδυτικές υπηρεσίες και συμβουλές, υπηρεσίες διαμεσολάβησης σε χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές, διαχείρισης χαρτοφυλακίου, αναδοχής, χρηματοδοτικής μίσθωσης, κ.λπ., εκτός από τις καθαρά ασφαλιστικές υπηρεσίες που εξαιρούνται.

Ταυτόχρονα, καθορίζεται ότι η προληπτική *εποπτεία* ασκείται από την Κεντρική Τράπεζα της χώρας όπου εδρεύει το κάθε πιστωτικό ίδρυμα, εκτός από τις περιπτώσεις παραβιάσεων των κανόνων των συναλλαγών όπου την ευθύνη έχει η Κεντρική Τράπεζα της χώρας υποδοχής.

Τέλος, με άλλες οδηγίες καθορίζονται η *επάρκεια των ίδιων κεφαλαίων* καθώς και τα διαθέσιμα που αποτελούν την ελάχιστη προϋπόθεση για την εξασφάλιση της αξιοπιστίας των Τραπεζών (δείκτης φερεγγυότητας).

Με αυτό το θεσμικό πλαίσιο αίρεται πλέον η διαχωριστική γραμμή μεταξύ λιανικών τραπεζικών εργασιών και εξειδικευμένης πίστης και αυξάνεται ο *ανταγωνισμός* μεταξύ όλων των τραπεζικών και πιστωτικών ιδρυμάτων.

Ταυτόχρονα αίρονται και οι *εθνικοί φραγμοί* που δημιουργούσαν τεχνητά προστατευμένες αγορές, όχι μόνο με την πλήρη απελευθέρωση των συναλλαγών, αλλά και με τη δυνατότητα παροχής υπηρεσιών εξ αποστάσεως, χωρίς την υποχρέωση φυσικής εγκατάστασης στη χώρα.

5. Λιανικές Τραπεζικές Εργασίες και Δίκτυα Υποκαταστημάτων

Το παραδοσιακό πρότυπο ανάπτυξης των τραπεζικών εργασιών βασίστηκε σε μεγάλο βαθμό στην παρουσία εκτεταμένου δικτύου.

Η ύπαρξη υποκαταστημάτων κοντά στον τόπο δραστηριότητας και κατοικίας θεωρήθηκε για μεγάλο χρονικό διάστημα σαν κατ' εξοχήν πλεονέκτημα για την ανάπτυξη τραπεζικών εργασιών, κυρίως στην προσέλκυση καταθέσεων και στην χορήγηση πιστώσεων. Σχεδόν σε όλες τις ευρωπαϊκές χώρες, η προσπάθεια ελέγχου του φθηνού χρήματος οδήγησε τις τράπεζες να αναπτύξουν μεγάλα και εκτεταμένα δίκτυα υποκαταστημάτων ανταγωνιζόμενες τις αποταμιευτικές και συνεταιριστικές τράπεζες, τα Ταχυδρομικά Ταμειυτήρια και άλλους Οργανισμούς που παραδοσιακά αντλούσαν αποταμιευτικούς πόρους.

Στην Ελλάδα αλλά και σε χώρες όπως η Γαλλία, η Ισπανία, το Βέλγιο, η Δανία, η Ομοσπονδιακή Γερμανία, κ.λπ., η ανάπτυξη των δικτύων δε βασίστηκε σε κάποια σχέση μεγιστοποίησης των κερδών, αλλά μάλλον στην προσπάθεια ελέγχου των συναλλαγών, με αποτέλεσμα την περισσότερο από το άριστο μέγεθος ανάπτυξη των υποκαταστημάτων. Η παρουσία σημαντικών περιθωρίων κέρδους στα επιτόκια, σε όλες τις ευρωπαϊκές χώρες, αποτελεί σύμφωνα με ορισμένους αναλυτές, την κύρια αιτία της υπερβολικής ανάπτυξης των δικτύων.⁴

Η έλλειψη ανταγωνισμού τιμών δημιούργησε τρία σαφή αποτελέσματα:

- μεγαλύτερα από τα αναγκαία δίκτυα,
- συγκέντρωση όλων των υποκαταστημάτων στο κεντρικό σημείο δραστηριότητας (κεντρικός δρόμος επαρχιακών πόλεων ή συνοικιών, π.χ. high street banking), και
- ανταγωνιστική ποιότητα υπηρεσιών, που συνοδεύτηκε από πλεονάζον προσωπικό.

Η εμφάνιση έστω και σταδιακά μεγαλύτερου ανταγωνισμού στα επιτόκια των καταθέσεων και χορηγήσεων, όπως για παράδειγμα η ταχύτατη μείωση των μη τοκοφόρων καταθέσεων (όψεως), επέφερε και σημαντικές μεταβολές στη μορφή των τραπεζικών εργασιών, καθώς άρχισε η προσπάθεια της χωροταξικής απομάκρυνσης των υποκαταστημάτων, όπου πλέον το κάθε ένα προσπαθεί να περιχαρακώσει κάποιο μέρος της αγοράς. Ταυτόχρονα, άρχισε και η πίεση για παροχή φθηνότερων και διαφοροποιημένων υπηρεσιών ανάλογα με το μέγεθος και τη σχετική βαρύτητα του συναλλασσόμενου.

Η εμφάνιση σημαντικού ανταγωνισμού τιμών στις παρεχόμενες υπηρεσίες άρχισε να δημιουργεί αμφιβολίες σχετικά με το μέγεθος του δικτύου. Οι αμφιβολίες αυτές ενισχύθηκαν παραπέρα από εμπειρικές διερευνήσεις που είτε δεν επιβεβαίωναν την ύπαρξη οικονομίων κλίμακας στην ανάπτυξη του δικτύου, έτσι οι οποιεσδήποτε οικονομίες κλίμακας εξαντλούνται πολύ γρήγορα.⁵

Έτσι, σε όλες σχεδόν τις χώρες της Ευρώπης, οι παραδοσιακές τράπεζες άρχισαν να επανεξετάζουν την οικονομική αποτελεσματικότητα του δικτύου τους και την απόδοση των υποκαταστημάτων. Στη Γαλλία, όπως και αλλού, ο συνολικός αριθμός των υποκαταστημάτων αρχικά σταθεροποιήθηκε και στη συνέχεια άρχισε να μειώνεται από τα μέσα της δεκαετίας του 1980.⁶

Η συνολική αξία του δικτύου, βέβαια, δεν έχει αμφισβητηθεί. Αντίθετα με τις μεγάλες -χονδρικές- τραπεζικές εργασίες, όπως τα κοινοπρακτικά δάνεια, που τείνουν να συγκεντρωθούν διεθνώς σε ορισμένους μόνο διεθνείς οίκους, η παροχή των λιανικών υπηρεσιών αναμένεται να συνεχίσει να παρέχεται μέσω των τοπικών τραπεζών και των δικτύων τους.

Τα δίκτυα παρέχουν πολύ μεγάλη διευκόλυνση σε σειρά παραδοσιακών αλλά και νέων υπηρεσιών, όπως είναι οι χορηγήσεις, οι πληρωμές, οι εγγυητικές επιστολές, η

⁴ Βλ. Neven, D. J. (1990), "Structural Adjustment in European Retail Banking: Some views from Industrial Organization" στο Jean Dermine (Ed.) *European Banking in the 1990's*, Basil Blackwell, σελ. 167.

⁵ Βλ. Neven (1990) σελ. 162, *op. cit.* Επίσης, De Boissieu C. (1990), "The French Banking Sector in the Light of European Financial Integration", στο Jean Dermine (Ed.), *European Banking in the 1990*, Basil Blackwell, σελ. 190-192.

⁶ Βλ. De Boissieu (1990), *op. cit.*

μεταβίβαση εντολών, μεγάλο μέρος των καταθέσεων, αλλά και η διαμεσολάβηση και παροχή επενδυτικών συμβουλών κ.λπ.

Η ύπαρξη εκτεταμένου δικτύου όχι μόνο είναι ιδιαίτερα σημαντική για την παροχή μεγάλου μέρους λιανικής τραπεζικών εργασιών, αλλά αποτελεί και σημαντικό πλεονέκτημα απέναντι στον εσωτερικό και διεθνή ανταγωνισμό, γιατί πέραν του πλεονεκτήματος της άμεσης πρόσβασης (από το χώρο της εργασίας ή την κατοικία), είναι ιδιαίτερα σημαντικές και οι παραδοσιακές σχέσεις εμπιστοσύνης μεταξύ του πελάτη και της Τράπεζας. Σχέσεις που βασίζονται σε συνήθειες που χρειάζονται χρόνο για να αλλάξουν.

Εν τούτοις, όσο απελευθερώνονται οι αγορές και αυξάνει ο ανταγωνισμός τόσο αυξάνει η πίεση στις παρεχόμενες υπηρεσίες να αντανακλούν τις δαπάνες, και επομένως μειώνονται οι δυνατότητες διαφοροποίησης στις τιμές. Επομένως, οικονομικοί παράγοντες, όπως τα στοιχεία του κόστους, και όχι το μερίδιο της αγοράς, αποτελούν πλέον τα κριτήρια της αποτελεσματικότητας του δικτύου και επηρεάζουν αποφάσεις, όπως εάν πρέπει να αυξηθούν ή να μειωθούν τα υποκαταστήματα, ή εάν πρέπει να μεταβληθεί η σύνθεσή τους.

Το κάθε υποκατάστημα έχει σημαντικές πάγιες δαπάνες για να λειτουργήσει. Ετσι είναι ενδεχόμενο η προσθήκη νέων υπηρεσιών να μειώνει το κόστος λειτουργίας κατά μονάδα προϊόντος και να καθιστά πλέον προσοδοφόρα την ύπαρξη του δικτύου. Αρα το κριτήριο για την επιλογή του είδους των τραπεζικών εργασιών, δηλαδή εάν θα είναι συνολικές ή εξειδικευμένες, εάν θα βασίζονται σε μικρό ή μεγάλο δίκτυο, δεν εξαρτώνται από την ύπαρξη οικονομιών κλίμακος (economies of scale), αλλά *οικονομιών εύρους δραστηριοτήτων* (economies of scope).⁷

Ορισμένες μελέτες μάλιστα υποδεικνύουν την πιθανή ύπαρξη οικονομιών *εύρους δραστηριοτήτων* μεταξύ προσωπικών καταθέσεων και δανείων, ή μεταξύ των καταθέσεων ιδιωτών και παροχή υπηρεσιών πληρωμών έναντι αμοιβής.⁸ Αντίθετα, υπάρχουν ενδείξεις ότι άλλες μορφές υπηρεσιών, όπως η μη στεγαστική πίστη, μπορούν να αποδεδευστούν από τα υποκαταστήματα χωρίς σημαντικά μειονεκτήματα στο κόστος (π.χ. δανειοδότηση αγοράς αυτοκινήτων κ.λπ.).

Εξάλλου, μια σειρά από τυποποιημένες τραπεζικές εργασίες είναι πλέον δυνατόν να εκτελούνται ηλεκτρονικά, ιδιαίτερα μέσω των ATMs, όπως άντληση μετρητών, ενημέρωση λογαριασμών, καταθέσεις, κ.λπ., ενώ άλλες πληρωμές μπορούν πλέον να γίνονται αυτομάτως ή τηλεφωνικώς. Έτσι, η επιτυχής ανάπτυξη των υποκαταστημάτων εξαρτάται από τη σωστή τυποποίηση κοινών ομοιόμορφων συναλλαγών και αντίστοιχη ανάπτυξη διαφόρων εξατομικευμένων υπηρεσιών (customisation).

Τέτοιες υπηρεσίες είναι οι εξειδικευμένες μορφές καταθέσεων ή/και χορηγήσεων, σειρά άλλων υπηρεσιών (κυρίως εξολογιστικών) που κυμαίνονται από απλές ασφάλειες μέχρι σύνθετες μορφές τοποθετήσεων και άντλησης πόρων (π.χ. επενδύσεις χαρτοφυλακίων, ομολογίες, μετοχές, εργαλεία χρηματαγοράς κ.λπ.) ή παράγωγα αυτών (π.χ. χρηματοοικονομικά δικαιώματα (options), συμβόλαια προθεσμιακών

⁷ Βλ. Neven (1990) *op. cit.*, σελ. 168-170.

⁸ Βλ. Gilligan, T., M. Smirlock και W. Marshall (1984), "Scale and Scope Economies in the Multi-product Banking Firm", *Journal of Monetary Economics*, No 13. Επίσης, Gilligan T. και M. Smirlock (1984), "An Empirical Study for Joint Production and Scale Economies in Commercial Banking", *Journal of Banking and Finance*, No 8.

διακανονισμών (futures), ανταλλαγές επιτοκίων, τίτλων ή συναλλάγματος (swaps) κ.λπ.).

Σημαντικό στοιχείο για τη δυνατότητα ανάπτυξης των λιανικών υπηρεσιών αλλά και των δικτύων αποτελεί και η μορφή πληρωμών των μισθών (μετρητά, καταθέσεις, επιταγές) αλλά και γενικότερα το σύστημα πληρωμών που ισχύει (μετρητά, χρεωστικές και πιστωτικές κάρτες, επιταγές, κ.λπ.).

Σε όλες τις παραπάνω περιπτώσεις το τραπεζικό σύστημα δέχεται σημαντικό ανταγωνισμό από μη πιστωτικά εξειδικευμένα ιδρύματα (π.χ. χρηματιστηριακές εταιρείες, ασφαλιστικές εταιρείες, ανταλλακτήρια, καταναλωτικές, χρεωστικές κάρτες, κ.λπ.), ο οποίος βέβαια ποικίλει από χώρα σε χώρα ανάλογα με τις επικρατούσες πρακτικές και παραδόσεις.

5.1 Σύγχρονες τάσεις

Είναι αναγκαίο να παρουσιαστούν ορισμένες σύγχρονες τάσεις στη πρακτική των τραπεζών που ασχολούνται με την παροχή λιανικών υπηρεσιών.

Όπως προαναφέρθηκε, η ύπαρξη δικτύου αποτελεί βασικό πλεονέκτημα για τον τον έλεγχο σημαντικού μεριδίου της εθνικής αγοράς σε μεγάλο αριθμό υπηρεσιών. Ωστόσο, το δίκτυο γίνεται οικονομικότερο με την προσθήκη νέων υπηρεσιών διαμεσολάβησης ή συμβουλών, όπως:

- οι επενδυτικές υπηρεσίες,
- η διαμεσολάβηση σε χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές,
- η πρακτόρευση αμοιβαίων κεφαλαίων, ασφαλειών, υπηρεσιών χρηματοδοτικής μίσθωσης (leasing), χρονομετρικής μίσθωσης (time sharing), χρηματοοικονομικών παραγώγων, πιστωτικών και χρεωστικών καρτών και καταναλωτικής πίστης.

Η ανάπτυξη όμως του δικτύου για τις ιδιαίτερα μικρές τράπεζες είναι μάλλον χρονοβόρα και δαπανηρή. Ετσι, εάν το κόστος είναι ανταγωνιστικό, τότε οι μικρές τράπεζες προτιμούν να χρησιμοποιούν τα δίκτυα μεγαλύτερων τραπεζών. Αντίστοιχη πρακτική ισχύει και για την παροχή υπηρεσιών στο εξωτερικό. Οι περισσότερες τράπεζες αντί να αναπτύσσουν δικό τους δίκτυο σε άλλες χώρες, συνήθως προβαίνουν σε μακροχρόνιες συνεργασίες με ήδη εγκατεστημένες τράπεζες. Η πιο προχωρημένη μορφή είναι η *ανταλλαγή πακέτων μετοχών*, όπως μεταξύ της γαλλικής BNP και της γερμανικής Dresner Bank, ή της Ισπανικής Banco Santander και της Βρετανικής Bank of Scotland.

Αν όμως επιλεγεί η ανάπτυξη δικών τους δικτύων, συνήθως η ταχύτερη και πιο αποτελεσματική πρακτική είναι η *εξαγορά* ή η *συγχώνευση* ήδη υφισταμένων τραπεζικών ιδρυμάτων. Παραδείγματα εξαγορών υπάρχουν πολλά.⁹

Όσον αφορά τις *συγχωνεύσεις*, συνήθως γίνονται όχι τόσο για την επέκταση του δικτύου, αλλά κυρίως για την ορθολογικοποίησή τους, τη μείωση του κόστους λειτουργίας και τον εκσυγχρονισμό.¹⁰

⁹ Μπορούμε να αναφέρουμε την εξαγορά της Midland από την HSBC (Hong-Kong and Shanghai Bank Corporation) το 1992, την εξαγορά της βρετανικής επενδυτικής Morgan Grenfell από τη μεγάλη γερμανική Deutsche Bank, την εξαγορά των Ισπανικών Banco Commerical Espanol (1990) και Banco Jover (1991) από τη γαλλική Credit Lyonnais, την εξαγορά της επίσης ισπανικής Banc Catalan de Credit από τη μεγαλύτερη Ιταλική Τράπεζα Instituto Bancario San Paolo di Torino, κ.λπ.

Η μεγάλη όμως επέκταση σε σειρά υπηρεσιών έχει οδηγήσει και σε εξαγορές, συγχωνεύσεις, ανταλλαγές πακέτων μετοχών, η δημιουργία ομίλων επιχειρήσεων που καλύπτουν το σύνολο του χώρου της παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών από τις τράπεζες ή τις μητρικές τους, όπως οι χρηματιστηριακές εταιρείες, τα αμοιβαία κεφάλαια ανοικτού ή κλειστού τύπου, οι ασφαλιστικές εταιρείες, οι επενδυτικές εταιρείες, οι εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης, οι εταιρείες παροχής λογιστικών υπηρεσιών, κ.λπ.

Στις περισσότερες περιπτώσεις οι εταιρείες αυτές χρησιμοποιούν το υπάρχον τραπεζικό δίκτυο υποκαταστημάτων, ή/και το προϋπάρχον ασφαλιστικών υπηρεσιών, ενώ σε λίγες περιπτώσεις αναπτύσσουν νέα δίκτυα παράλληλα με τα υπάρχοντα.

6. Η Παροχή Τραπεζικής Πίστης

Η παροχή πίστης είναι μαζί με τις καταθέσεις οι πιο κλασικές υπηρεσίες της παραδοσιακής τραπεζικής λειτουργίας. Είναι η ουσιαστική διαμεσολάβηση μεταξύ των αποταμιευτών και των δανειζομένων.

Εν τούτοις τα *δάνεια* δεν αποτελούν παρά τμήμα μόνο του ενεργητικού των τραπεζών, και μάλιστα η συμμετοχή τους στο ενεργητικό ποικίλει από χώρα σε χώρα. Ετσι, σύμφωνα με τα στοιχεία του ΟΟΣΑ¹¹, στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, τα δάνεια καταλαμβάνουν από 77% του ενεργητικού στην περίπτωση της Νορβηγίας, μέχρι μόνο 25% στην περίπτωση του Λουξεμβούργου και 27% στην περίπτωση της Ελλάδας.

Σημαντικό επίσης μέρος των απαιτήσεων του ενεργητικού (που κυμαίνεται μεταξύ 11% και 41%) είναι η κατοχή διαπραγματεύσιμων *κινητών αξιών* (ομολογιών και μετοχών). Τα μεγάλα ποσοστά συμμετοχής σε χώρες όπως η Ελλάδα, αλλά και το Βέλγιο και η Πορτογαλία, δεν υποδηλώνουν βέβαια τη μεγάλη τιτλοποίηση των απαιτήσεων στις χώρες αυτές, αλλά κυρίως τη χρηματοδότηση των μεγάλων δημοσίων ελλειμμάτων.

Σημαντικό μέρος των απαιτήσεων, τέλος, αφορά τις *καταθέσεις* στη διατραπεζική αγορά, ιδιαίτερα, όπου αυτή είναι αναπτυγμένη. Πολλοί παράγοντες συντελούν στην παρουσία ενός μεγάλου μεγέθους διατραπεζικών καταθέσεων, όπως το γεγονός ότι οι μικρές ή οι επενδυτικές τράπεζες προτιμούν να αντλούν κεφάλαια από τη διατραπεζική αγορά. Επίσης, μπορεί να οφείλεται στη γεωγραφική διαφοροποίηση των αγορών. Τέλος πρέπει να επισημανθεί ότι μικρές χώρες ή χώρες με μεγάλο αριθμό τραπεζών ανά κάτοικο φαίνεται να έχουν μεγάλο αριθμό διατραπεζικών απαιτήσεων.

Σημαντικές διαφορές όμως διαπιστώνονται και στη μορφή των απαιτήσεων προς τον *μη τραπεζικό τομέα*, που συνολικά καλύπτει μεταξύ 51% και 62% των συνολικών απαιτήσεων, ενώ το υπόλοιπο αφορά απαιτήσεις από τράπεζες και άλλα πιστωτικά ιδρύματα, ασφαλιστικές εταιρίες και οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων.

Έτσι οι απαιτήσεις των τραπεζών απέναντι στα *νοικοκυριά* είναι μεταξύ 5% (Ιταλία) και 11% (Γερμανία και Ισπανία) του συνόλου των απαιτήσεων, ενώ απέναντι στον *επιχειρηματικό τομέα* είναι μεταξύ του 20% (Ην. Βασίλειο) και 36% (Γαλλία). Η τελευταία περίπτωση υποδηλώνει τη μεγάλη μετοχική επέκταση του χρηματο-

¹⁰ Βλ., για παράδειγμα, τις περιπτώσεις των Ισπανικών τραπεζών Central και Hispanoamericano που δημιούργησαν το 1991 την Banco Central Hispanoamericano, τη συγχώνευση στην Banca di Roma δύο μικρότερων, της Banco di Santo Spirito και της Cassa Risparmio di Roma, κ.λπ.

¹¹ Βλ. τα στοιχεία που παρουσιάζονται στο *Bank Profitability*, OECD, Paris (διάφορα τεύχη).

οικονομικού συστήματος της Γαλλίας. Οι απαιτήσεις απέναντι στο Δημόσιο είναι μεταξύ 6% στο Η.Β και 27% στην Ιταλία.

Τέλος οι απαιτήσεις απέναντι σε *μη κατοίκους* φθάνουν το 20% στη περίπτωση του Ην. Βασιλείου, ακόμα και αν εξαιρεθούν οι ευρωαγορές.

Οι χορηγήσεις στα νοικοκυριά καλύπτουν συνήθως τις ανάγκες για *στέγαση*, που αποτελούν την κατ'εξοχήν χορηγούμενη πίστη. Ανάλογα με τη διάρθρωση της οικονομίας τα *στεγαστικά δάνεια* αποτελούν σχετικά μικρό μέγεθος σε λιγότερο αναπτυγμένες αγορές (π.χ. γύρω στο 6% του ΑΕΠ είναι τα συνολικά στεγαστικά δάνεια στην Ιταλία, ενώ στην περίπτωση των ΗΠΑ και του Ην.Β κυμαίνονται στο 40%). Αντίθετα η *καταναλωτική πίστη* ευρίσκεται πολύ πιο πίσω (συνολικό χρέος γύρω στο 3% του ΑΕΠ σε Γαλλία, Ιταλία και Ολλανδία μέχρι 22% στις ΗΠΑ).¹²

Πάντως θα πρέπει να τονισθεί ότι και στις δυο περιπτώσεις το σύνολο του δανεισμού των νοικοκυριών αυξάνεται σταδιακά αλλά συνεχώς τα τελευταία χρόνια.

Τα δάνεια είτε αφορούν τα νοικοκυριά, είτε την επιχειρηματική δραστηριότητα απαιτούν συνήθως μια προσωπική σχέση μεταξύ τραπεζικού ιδρύματος και δανειζόμενου. Επομένως, εκτός από τις περιπτώσεις πολύ μεγάλων επιχειρήσεων, τα δάνεια αποτελούν την κατ'εξοχήν υπηρεσία που δεν μπορεί να τυποποιηθεί και ιδιαίτερα να αυτοματοποιηθεί. Αντίθετα, η ύπαρξη δικτύων αποτελεί χωρίς αμφιβολία το κύριο στοιχείο για την ανάπτυξη της δραστηριότητας αυτής. Η ύπαρξη ανταγωνιστικών επιτοκίων επομένως αποτελεί ένα μόνο συστατικό στοιχείο στη χορήγηση της πίστης, ενώ σημαντικό ρόλο παίζουν οι μακροχρόνιες σχέσεις εμπιστοσύνης και η ευκολία πρόσβασης.

Η παραδοσιακή χορήγηση πίστης, όμως, είτε αυτή απευθύνεται στο νοικοκυριά (στεγαστική, καταναλωτική, κ.λπ.), είτε στις επιχειρηματικές δραστηριότητες (μακροχρόνιος δανεισμός, κεφάλαιο κίνησης, εμπορικές πιστώσεις κ.λπ.) έχει πλέον να αντιμετωπίσει τις ανταγωνιστικές μορφές δανεισμού, είτε από το τραπεζικό σύστημα είτε απευθείας από την κεφαλαιαγορά.

Η άντληση πόρων από την *κεφαλαιαγορά* ή την *χρηματαγορά* έχει συνήθως την μορφή είτε του δανεισμού, είτε της συμμετοχής.

Ο *δανεισμός από την κεφαλαιαγορά* γίνεται με την έκδοση ομολογιακών τίτλων σταθερού ή κυμαινόμενου επιτοκίου, με την μορφή απλών ομολόγων, με ή χωρίς δικαιώματα που αφορούν τη λήξη του δανείου (call ή put options), μετατρέψιμων ομολογίων, ευρωμολόγων, πιστωτικών εγγράφων, προεξοφλημένων μακροχρόνιων ομολογίων (zero coupon) ή αποκομένων από τα μερίσματα ομολογίων (strip bonds), κ.λπ. Στις χρηματαγορές ο τιτλοποιημένος δανεισμός έχει τη μορφή της έκδοσης προεξοφλημένων βραχυχρόνιων χρεωγράφων (commercial papers). Για περισσότερη πληροφόρηση βλ. Πίνακα 2, παρακάτω.

Η παρουσία των τραπεζών έχει τη μορφή της *αναδοχής*, της *διαμεσολάβησης*, της παροχής *επενδυτικών συμβουλών*, και της *χρηματοστηριακής υποστήριξης*.

Μικτές μορφές εμφανίζονται συχνά, όπου υπάρχει μια μεσοχρόνια συμφωνία πιστωτικής κάλυψης, σύμφωνα με την οποία μια τράπεζα εγγυάται την απορρόφηση όσων βραχυχρόνιων τίτλων εκδίδονται από μια δανειζόμενη επιχείρηση και δεν αγοραστούν από την κεφαλαιαγορά. Τέτοιες μεσοχρόνιες συμφωνίες είναι οι Note

¹² Βλ. Gardener, J. και P. Molyneux (1990), *Changes in Western European Banking: An International Banker's Guide*, Routledge, London, Κεφ 6, σελ 87 - 89.

Issuance Facilities (NIFs) και οι Revolving underwriting Facilities (RUFs), ενώ οι βραχυχρόνιοι τίτλοι ονομάζονται euronotes ή eurocommercial papers.

Για την αποφυγή μεγάλου δανεισμού σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια (*leverage*), η άντληση πόρων παίρνει και τη *συμμετοχική μορφή*, με την έκδοση μετοχών απλών ή προνομιούχων ή πιστοποιητικών συμμετοχής. Οι εκδόσεις αυτές συνήθως παίρνουν τη μορφή της δημόσιας εγγραφής σε χρηματιστηριακές αγορές, αλλά δεν αποκλείεται και η ιδιωτική τοποθέτηση. Και στις παραπάνω περιπτώσεις οι τράπεζες διαμεσολαβούν κυρίως με την παροχή εξωλογιστικών υπηρεσιών, όπως οι αναδοχές, οι επενδυτικές υπηρεσίες και οι χρηματιστηριακές διαμεσολαβήσεις. Σε όλες τις παραπάνω περιπτώσεις είναι αυτονόητο ότι οι ανταγωνιστικές τιμές, οι εξειδικευμένες γνώσεις και η αξιοπιστία στις συγκεκριμένες αγορές αποτελούν τους κύριους παράγοντες που επηρεάζουν την αγορά. Η παρουσία του δικτύου είναι επιβοηθητική, αλλά ο ανταγωνισμός είναι έντονος και από μικρούς εξειδικευμένους οίκους και από οίκους που δεν εδρεύουν κατ' ανάγκη στη συγκεκριμένη οικονομία.

Ακόμα πιο εξειδικευμένη γνώση και εμπειρία απαιτείται στη παροχή υπηρεσιών και στη διαμεσολάβηση για τη δημιουργία μελλοντικών απαιτήσεων ή χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων, χωρίς την αναγκαία άντληση πόρων (*unleveraged*), όπως είναι οι διάφορες *παράγωγες συναλλαγές* (*derivatives*), είτε για λόγους κάλυψης κινδύνων, ή αντιστοιχίας υποχρεώσεων και απαιτήσεων, είτε για καθαρά κερδοσκοπικούς λόγους.

Τόσο τα παράγωγα που είναι αντικείμενο συναλλαγής σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές, όπως κυρίως τα συμβόλαια μελλοντικών διακανονισμών (*futures*) αλλά και τα χρηματοοικονομικά δικαιώματα (*put and call options*), όσο και τα παράγωγα που παρέχονται απ' ευθείας από τις τράπεζες (*Over The Counter – OTC*) είτε σε απλή μορφή είτε σε σύνθετη (*structured products*) απαιτούν σημαντική εξειδίκευση και γνώση, και όχι την παρουσία μεγέθους ή δικτύων.

Δεν θα πρέπει να αγνοηθεί το γεγονός ότι ο ανταγωνισμός στις παραδοσιακές υπηρεσίες, με την αύξηση των επιτοκίων καταθέσεων και τη μείωση των επιτοκίων χορηγήσεων, και επομένως τη μείωση των περιθωρίων, και η ταυτόχρονη αύξηση της παροχής νέων –εξωλογιστικών– υπηρεσιών οδήγησε στην σημαντική μεταβολή της σύνθεσης του κέρδους των τραπεζών, σε όλες τις οικονομίες.

Παρά τις επιμέρους διαφορές, παρατηρείται σχεδόν παντού μείωση σε σχετικά, αλλά και σε απόλυτα, μεγέθη στα κέρδη από τόκους και σε σημαντική αύξηση των κερδών από την παροχή υπηρεσιών, είτε σε παραδοσιακές δραστηριότητες είτε σε νέες.

7. Καταθέσεις και Άλλες Μορφές Αποταμίευσης

7.1 Οι καταθέσεις

Όπως και στην περίπτωση του ενεργητικού, έτσι και στο παθητικό των τραπεζών, οι καταθέσεις αποτελούν ένα από τα στοιχεία του και μάλιστα υπάρχουν σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Συγκεκριμένα, οι *μη τραπεζικές καταθέσεις* αποτελούν το 36% μέχρι το 87% του συνόλου του Παθητικού των τραπεζών. Το ποσοστό των μη τραπεζικών καταθέσεων στις τράπεζες αντανakλά τόσο τις αποταμιευτικές συνήθειες του κοινού στις διάφορες χώρες, όσο και το βαθμό ανάπτυξης των άλλων χρηματοοικονομικών αγορών.

Έτσι, η δραστηριότητα των τραπεζών με την τιτλοποίηση των υποχρεώσεών τους, δηλαδή την έκδοση και πώληση ομολόγων και άλλων τίτλων αποτελεί στο σύνολο του παθητικού τους από ασήμαντο ποσοστό, όπως στην περίπτωση της Ελλάδας (1%), μέχρι ένα σημαντικό ποσοστό που φθάνει το 12%.

Ακόμα μεγαλύτερες αποκλίσεις διαπιστώνει κανείς στα στοιχεία του παθητικού που αναφέρονται στις διατραπεζικές καταθέσεις (μεταξύ 0% και 47%).

Εξετάζοντας τις οικονομίες από την πλευρά των συνολικών διαθεσίμων προκύπτει ότι:¹³

- οι καταθέσεις στις τράπεζες εξακολουθούν να κατέχουν δεσπόζουσα θέση στις ευρωπαϊκές αγορές (από 10% του συνόλου των απαιτήσεων στην Γαλλία μέχρι το 24% στη Γερμανία).

Από τις άλλες μορφές απαιτήσεων σημαντικό μερίδιο έχουν:

- οι εγχώριες μετοχές (από 6% στη Γερμανία, μέχρι 37% στο Η.Β. –χωρίς τις Ευρωπαϊκές- και 33% στην Γαλλία),
- οι ομολογίες (από 5% στο Η.Β., μέχρι 20% την Ιταλία), οι άλλες μορφές καταθέσεων (από 1% στην Γερμανία, μέχρι 22% στην Ισπανία),
- τα εργαλεία της χρηματαγοράς (από μηδέν μέχρι 6% στην Ιταλία),
- τα αμοιβαία κεφάλαια (από 1% στην Ιταλία και το Η.Β., μέχρι 5% στην Γαλλία),
- οι ασφάλειες και τα ασφαλιστικά ταμεία (από 2% στην Ισπανία μέχρι 15% στο Η.Β.).

Είναι αυτονόητο ότι οι παραπάνω διαφορές οφείλονται και στα επιμέρους εθνικά χαρακτηριστικά στην ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών αγορών.

Έχει ήδη αναφερθεί ότι παρά το γεγονός ότι μια από τις βασικές παραδοσιακές εργασίες των εμπορικών τραπεζών είναι οι καταθέσεις, και κυρίως οι καταθέσεις των ιδιωτών, εν τούτοις σημαντικές διαφοροποιήσεις έχουν υπάρξει μεταξύ των διαφόρων οικονομιών, τόσο ως προς τα παρεχόμενα προϊόντα και τις αντίστοιχες υπηρεσίες, όσο και ως προς τον ανταγωνισμό.

Έχει επίσης αναφερθεί ότι με την αύξηση του ανταγωνισμού, μετά την αφαίρεση όλων των εσωτερικών και διακρατικών εμποδίων, η σχετική σημασία των καταθέσεων στο σύνολο των τοποθετήσεων έχει μειωθεί με την πάροδο του χρόνου.

Όσον αφορά τον ανταγωνισμό είναι ήδη γνωστό ότι οι εμπορικές τράπεζες είχαν να αντιμετωπίσουν μια σειρά εξειδικευμένων, ως επί το πλείστον, πιστωτικών και αποταμιευτικών ιδρυμάτων που με τα δικά τους δίκτυο υποκαταστημάτων και τις παρεχόμενες υπηρεσίες κατόρθωναν ανάλογα με τις ιδιαιτερότητες της κάθε οικονομίας να συγκεντρώνουν ένα μεγάλο μέρος των αποταμιεύσεων.

Στις επιλογές αυτές σημαντικό ρόλο έπαιζαν όχι μόνο οι αποδόσεις (επιτόκια) των καταθέσεων αλλά και άλλα χαρακτηριστικά, όπως:

- η διευκόλυνση των συναλλαγών από το γεωγραφικό πλεονέκτημα (προσέγγιση των αποταμιεύσεων στον τόπο εργασίας ή/και διαμονής),
- η ταχύτητα της εξυπηρέτησης, το κόστος της κάθε συναλλαγής,
- η ποσότητα και η ποιότητα των άλλων παρεχομένων συναλλαγών,

¹³ Με βάση τα στοιχεία του ΟΟΣΑ (Bank Profitability) για το 1992.

- η δυνατότητα παροχής πίστης,
- η διευκόλυνση των πληρωμών όπως είναι η παροχή δεσμίδας επιταγών,
- η ταμειακή κάρτα πληρωμών (cash card),
- η αυτόματη πληρωμή λογαριασμών ή άλλων υποχρεώσεων,
- ο τακτικός συμψηφισμός υποχρεώσεων και απαιτήσεων.

Οι παραπάνω παράγοντες επηρέασαν σε μικρό ή μεγάλο βαθμό τη δομή των εθνικών πιστωτικών αγορών. Έτσι:

- Στη Γαλλία, οι εμπορικές τράπεζες κατέχουν το 22% του συνόλου των καταθέσεων των ιδιωτών, οι αποταμιευτικές τράπεζες 24%, τα ταχυδρομικά ιδρύματα το 17%, ενώ η Αγροτική Τράπεζα (Credit Agricole) με το δίκτυο της κατέχει το 16% των αποταμιεύσεων¹⁴
- Στη Γερμανία, το μερίδιο των εμπορικών τραπεζών είναι ακόμη μικρότερο, μόλις το 15% των καταθέσεων, ενώ οι αποταμιευτικές και οι συνεταιριστικές τράπεζες έχουν πολύ μεγαλύτερα μερίδια (42% και 22% αντίστοιχα).
- Στο Ην. Βασίλειο τα στεγαστικά ιδρύματα (Building Societies) κατέχουν τη μερίδα του λέοντος στις αποταμιεύσεις (57%), ενώ οι εμπορικές τράπεζες κατέχουν το 26% της αγοράς και οι αποταμιευτικοί οργανισμοί το 16%.
- Αντίθετα το μερίδιο των εμπορικών τραπεζών είναι αρκετά μεγαλύτερο στην περίπτωση της Ιταλίας, με 31%, έναντι 19% των αποταμιευτικών ιδρυμάτων και 11% των συνεταιριστικών τραπεζών.

Οι σημαντικές αυτές αποκλίσεις υποδηλώνουν τη διαφορετική μορφολογία των καταθέσεων σε διάφορες ευρωπαϊκές χώρες, χωρίς όμως να μπορούν να αποδώσουν πάντα μια ολοκληρωμένη εικόνα της κάθε οικονομίας. Για παράδειγμα, το σημαντικό σχετικό μερίδιο των εμπορικών τραπεζών στην Ιταλία δεν σημαίνει κατ' ανάγκη και την ύπαρξη ισχυρότερων τραπεζικών δικτύων υποκαταστημάτων για τη συλλογή αποταμιευτικών πόρων. Σε ένα βαθμό αντανακλά την ύπαρξη μεγάλου αριθμού περιφερειακών και τοπικών τραπεζών, χαρακτηριστικό που δεν συναντάται σε άλλη ευρωπαϊκή χώρα, τουλάχιστον σε αυτή την έκταση.

Όσον αφορά τη μορφή των καταθέσεων, δηλαδή τη σύνθεσή τους, οι εξελίξεις είναι ενδεικτικές της ενίσχυσης των ανταγωνιστικών συνθηκών στο διεθνές τραπεζικό σύστημα.

Όπως προαναφέρθηκε, τα μεγάλα περιθώρια στα επιτόκια, που επέτρεπαν την πραγματοποίηση υψηλών κερδών οφείλονται σε μεγάλο ποσοστό στην ύπαρξη σημαντικού μεγέθους μη τοκοφόρων καταθέσεων, δηλαδή των καταθέσεων όψεως (current accounts). Οι καταθέσεις όψεως, συνοδευόμενες από τις δεσμίδες των επιταγών και την δωρεάν παροχή υπηρεσιών πληρωμών (ίσως και περιορισμένων δυνατοτήτων βραχυχρόνιων υπεραναλήψεων), εξασφάλιζαν για μεγάλο χρονικό διάστημα σχεδόν τη μοναδική δυνατότητα άμεσης άντλησης ρευστότητας (αν εξαιρέσει κανείς την παρακράτηση μετρητών με όλους τους κινδύνους που περιέχει αυτή, και πολύ αργότερα τη χρήση ταξιδιωτικών επιταγών, τα *travelers checks*). Έτσι, μη υπάρχοντων εναλλακτικών λύσεων οι κάτοχοι των καταθέσεων όψεως ήταν διατεθειμένοι να θυσιάσουν τις αποδόσεις μέρους των αποταμιεύσεών τους προκειμένου να ικανοποιήσουν την ανάγκη να μπορούν να αντλούν άμεση ρευστότητα.

¹⁴ Βλ. Gardener and Molyneux (1990), *op. cit.*, Κεφ. 5.

7.2 Άλλες μορφές αποταμίευσης

Σταδιακά, όμως, αναπτύχθηκαν μια σειρά από εναλλακτικές βραχυχρόνιες τοποθετήσεις που εξασφάλιζαν μια σχεδόν εξίσου άμεση ρευστότητα, προσφέροντας ταυτόχρονα και κάποια απόδοση στο κεφάλαιο.

Κατ' αρχάς πρέπει να γίνει μια διάκριση μεταξύ των καταθέσεων όψεως που έχουν οικειοθελή μορφή, δηλαδή είναι προϊόντα τραπεζικών συνηθειών (συνήθως οι χώρες της Βορ. Αμερικής, η Γερμανία, η Ολλανδία και η Γαλλία, όπου σχεδόν το σύνολο των πολιτών είχαν ένα λογαριασμό που συνοδεύεται από δεσμίδα επιταγών) και των λογαριασμών που αποτελούν μέσο πληρωμών, κυρίως των μισθών (κατάθεση του μισθού αντί πληρωμής σε μετρητά ή με επιταγή).

Είναι αυτονόητο ότι οι τρόποι πληρωμής του μισθού (με λογαριασμούς στις τράπεζες, με επιταγή ή σε μετρητά) καθορίζει σε σημαντικό βαθμό το μέγεθος των βραχυχρόνιων, των τρεχούμενων λογαριασμών, αλλά διαφέρει από τη συνειδητή επιλογή της παρακράτησης μετρητών με την παραπάνω μορφή.

Αλλά, πέρα από αυτό, σημαντική ρευστότητα προσφέρουν και άλλες μορφές βραχυχρόνιων τοποθετήσεων, όχι απαραίτητα μέσω του τραπεζικού συστήματος. Παρά τη μεγάλη ποικιλία των εναλλακτικών μορφών, οι πιο συνηθισμένες εναλλακτικές επενδύσεις είναι:

- a) Οι *συμφωνίες επαναγοράς* (repurchase agreements – repos), που αποτελούν συμφωνίες αγορές τίτλων έναντι μετρητών και επαναπώλησής τους σε προκαθορισμένες ημερομηνίες και με προκαθορισμένες τιμές, αποτελούν μια σημαντική μορφή βραχυχρόνιων τοποθετήσεων, γιατί έχουν προκαθορισμένη απόδοση και είναι συνήθως ιδιαίτερα περιορισμένες σε χρονική διάρκεια.

Έτσι, ο αποταμιευτής έχει εξασφαλίσει εκ των προτέρων πότε θα αποκτήσει τη ρευστότητα, απολαμβάνοντας εν τω μεταξύ μια σχετικά ικανοποιητική απόδοση, ενώ έχει κάπως εξασφαλίσει τον κίνδυνο της άλλης πλευράς, αφού γίνεται προσωρινά κάτοχος τίτλων.

- b) Τα *μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων* που δραστηριοποιούνται κυρίως στις αγορές χρήματος, όπως είναι στην περίπτωση της Ελλάδος τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων και άλλα αμοιβαία κεφάλαια άμεσης ρευστότητας (liquidity funds).

Και στην περίπτωση αυτή υπάρχει η δυνατότητα επένδυσης για πολύ μικρό διάστημα, συνήθως προκαθορισμένο, κεφαλαίων με ικανοποιητικούς όρους και με ουσιαστικά μηδενικό ή ελάχιστο κόστος κατά την είσοδο και έξοδο από τα κεφάλαια. Η ρευστότητα και οι υψηλές αποδόσεις εξασφαλίζονται με την πολιτική των διαχωριστών των κεφαλαίων αυτών, που τοποθετούν τα συσσωρευμένα κεφάλαια σε εργαλεία της χρηματαγοράς, όπως έντοκα γραμμάτια, πιστοποιητικά καταθέσεων, ιδιωτικούς βραχυχρόνιους προεξοφλημένους τίτλους (commercial papers), βραχυχρόνιους τίτλους κυμαινόμενου επιτοκίου (FRNs), καθώς και σε repos και καταθέσεις με υψηλό επιτόκιο, λόγω του μεγέθους των κεφαλαίων.

- c) Τα *πιστοποιητικά καταθέσεων* αποτέλεσαν ένα από τα πρώτα ανταγωνιστικά προϊόντα στις παραδοσιακές καταθέσεις, υποκαθιστώντας κυρίως μεγάλες σε μέγεθος, αλλά βραχυχρόνιες καταθέσεις. Τα πιστοποιητικά αυτά εκδιδόμενα για μικρό χρονικό διάστημα, εξασφαλίζουν στον εκάστοτε κάτοχό τους μια εκ των προτέρων καθορισμένη σταθερή απόδοση.

Τα πιστοποιητικά έχουν επίσης το πρόσθετο πλεονέκτημα έναντι των προθεσμιακών ή άλλων καταθέσεων ότι είναι συνήθως μεταβιβάσιμα, δηλαδή μπορούν να μεταβιβασθούν από τον ένα κάτοχο σε άλλο μέσω τραπεζικής κύρια διαμεσολάβησης. Έτσι μπορούν να προσφέρουν ρευστότητα ανά πάσα στιγμή. Η τιμή μεταβίβασής τους καθορίζεται από τα τρέχοντα επιτόκια της αγοράς, και συνήθως έχει δημοσιότητα, εξασφαλίζοντας έτσι την ύπαρξη σχετικά ανταγωνιστικών συνθηκών.

- d) Τέλος, σημαντική ρευστότητα, αλλά και ικανοποιητικές αποδόσεις στους κατόχους εξασφαλίζουν διάφοροι *τίτλοι εισηγμένοι* σε οργανωμένες αγορές, δηλαδή χρηματιστήρια, λόγω της ύπαρξης της *δευτερογενούς αγοράς* και επομένως της δυνατότητας άμεσης εξεύρεσης αγοραστή, οποτεδήποτε χρειασθεί οι τίτλοι αυτοί να πωληθούν για την απόκτηση ρευστότητας. Τέτοιοι τίτλοι εκφράζουν συνήθως την ύπαρξη μιας δανειακής υποχρέωσης είτε εκ μέρους του δημοσίου, όπως τα έντοκα γραμμάτια και τα κρατικά ομόλογα, είτε εκ μέρους του ιδιωτικού τομέα.

Τέτοιοι τίτλοι μπορεί να είναι είτε αντικείμενο της *χρηματαγοράς*, δηλαδή διάρκειας μέχρι και ενός έτους (έντοκα γραμμάτια, *commercial papers*), είτε της *κεφαλαιαγοράς* (ομολογίες με διάρκεια πέραν του έτους).¹⁵

Με την εμφάνιση εναλλακτικών τρόπων εξασφάλισης ρευστότητας, αλλά με ικανοποιητικές αποδόσεις και όχι απόκως, εμφανίσθηκε σε όλες τις οικονομίες μια τάση συνεχούς μείωσης των ατόκων καταθέσεων (όψεως ή τρεχούμενων λογαριασμών) και αντίστοιχης αύξησης των εναλλακτικών μορφών επενδύσεων. Θα πρέπει βέβαια να τονισθεί ότι η υποκατάσταση αυτή δεν ήταν ομοιόμορφη, αλλά παρουσίασε διαφορές λόγω της ύπαρξης ιδιαίτερων χαρακτηριστικών στις διεθνείς αγορές.

Έτσι, στη Γαλλία, η παρουσία σε σημαντικό βαθμό Αναπτυγμένων Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων (SICAV), δημιούργησε σημαντικό ανταγωνισμό προς τις τράπεζες στην προσπάθεια προσέλκυσης των αποταμιεύσεων, προσφέροντας μεγάλη ποικιλία εναλλακτικών τοποθετήσεων. Αποτέλεσμα της ανάπτυξης των θεσμικών επενδυτών ήταν τα SICAV της Γαλλίας να διαχειρίζονται περίπου το 50% των συνολικών κεφαλαίων που βρίσκονται κάτω από τη διαχείριση ευρωπαϊκών οργανισμών συλλογικών επενδύσεων.¹⁶

Τα πιστοποιητικά καταθέσεων γνώρισαν μια σημαντική ανάπτυξη κατά τις δεκαετίες του 1970 και του 1980 τόσο στις ευρωπαϊκές αγορές, όσο και στις Η.Π.Α. και την Ιαπωνία, αλλά το μερίδιό τους περιορίζεται συνεχώς τα τελευταία χρόνια. Αντίθετα, σημαντική ανάπτυξη γνώρισαν και γνωρίζουν οι τίτλοι που έχουν εισαχθεί στα διεθνή χρηματιστήρια.

Αποτέλεσμα αυτού του ανταγωνισμού ήταν να συνειδητοποιήσουν οι τράπεζες ότι εκτός του παραδοσιακού ανταγωνισμού από τα ταμειυτήρια και τα στεγαστικά ιδρύματα, νέοι τρόποι αξιοποίησης των αποταμιεύσεων αναπτύχθηκαν και μάλιστα **χωρίς** τη διαμεσολάβηση τραπεζικών και πιστωτικών ιδρυμάτων, αλλά απευθείας στις οργανωμένες αγορές κεφαλαίων και χρήματος, ή μέσω των θεσμικών επενδυτών, που αναλαμβάνουν μια πιο δυναμική διαχείριση των πόρων.

Σταδιακά, λοιπόν τα τραπεζικά ιδρύματα άρχισαν να προσφέρουν ελκυστικούς όρους ακόμα και στους μεγάλης ρευστότητας λογαριασμούς όψεως, όπως επιτόκια ανάλογα

¹⁵ Βλ. Πίνακα 2, παρακάτω.

¹⁶ Βλ. De Boissieu (1990), *op. cit.*, σελ. 194-95.

περίπου αυτών των αγορών, αλλά και πολλές άλλες συμπληρωματικές υπηρεσίες όπως δεσμίδες επιταγών, τραβηκτικές κάρτες (cash cards), πιστωτικές κάρτες, ασφάλειες, άμεσες πληρωμές λογαριασμών, κ.λπ.

Επεκτείνοντας, ταυτόχρονα τα σημεία άμεσης εξυπηρέτησης, ιδιαίτερα τα ηλεκτρονικά δίκτυα (ATMs) προσέφεραν μεγάλες δυνατότητες άντλησης ρευστότητας. Ειδικοί όροι άρχισαν να ισχύουν για τις πολύ μεγάλου ύψους καταθέσεις, όπου μαζί με τις δυνατότητες μεγάλης ρευστότητας προσέφεραν και επιτόκια που σε άλλες περιπτώσεις ανταγωνίζονταν ή και υπερέβαιναν τα επιτόκια των λογαριασμών ταμειυτηρίου ή προθεσμίας.

Εξυπακούεται βέβαια ότι τα σημαντικά πλεονεκτήματα στους τρεχούμενους λογαριασμούς σταδιακά δημιούργησαν μια αμφιβολία για τη χρησιμότητα των άλλων παραδοσιακών λογαριασμών, όπως ταμειυτηρίου και προθεσμίας, με αποτέλεσμα την τμηματική αλλοίωση των παλαιών διαχωριστικών γραμμών. Οι σύγχρονες πλέον τάσεις είναι προς λογαριασμούς που εξυπηρετούν περισσότερους από έναν σκοπούς, συνδυάζοντας σε μεγαλύτερο ή μικρότερο ποσοστό την εγγύηση υψηλών αποδόσεων με τη δυνατότητα ρευστότητας.

Οι διάφορες κατηγορίες των τραπεζικών καταθέσεων σήμερα αντανakλούν περισσότερο τις κατηγορίες των αποταμιευτών, παρά σαφώς διαχωρισμένα προϊόντα.

7.3 Η σύνθεση των αποταμιευτικών τίτλων

Στον Πίνακα 1 παρουσιάζονται τα συνολικά διαθέσιμα των νοικοκυριών ως ποσοστό του ΑΕΠ, καθώς και η σύνθεση τους, για επιλεγμένες χώρες σε δύο διαφορετικές χρονιές.

Προκύπτει η σημαντική αύξηση των αποταμιεύσεων και επενδύσεων των νοικοκυριών διαχρονικά, αν και οι ρυθμοί αυτοί διαφέρουν από οικονομία σε οικονομία. Έτσι, μεταξύ των ετών 1981 και 1986 τα διαθέσιμα των νοικοκυριών ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκαν στην Γερμανία κατά 19,1%, στην Γαλλία, Ιαπωνία και Η.Π.Α. γύρω στο 32%, στο Η.Β. 53,8%, ενώ στην Ιταλία η αύξηση έφθασε το 68,8%.

Βέβαια, οι διαφορετικές αυτές αυξήσεις οφείλονται σε μεγάλο βαθμό και στις διαφορές του επιπέδου των διαθεσίμων, καθώς επίσης και στους ρυθμούς αύξησης των ιδιωτικών εισοδημάτων και της περιουσίας στις παραπάνω χώρες.

Από τον Πίνακα 1 γίνεται φανερό ότι η διατήρηση ρευστότητας αποτελεί σχεδόν κοινό χαρακτηριστικό όλων των οικονομιών (Μεταξύ 41% και 74% του συνόλου των διαθεσίμων το 1981, και μεταξύ 31% και 53% το 1986). Η ανάγκη όμως διατήρησης μεγάλου μεγέθους διαθεσίμων είναι φανερό ότι μειώνεται διαχρονικά ταχύτατα σε όλες τις οικονομίες εκτός από αυτές των Η.Π.Α. και του Η.Β., που όμως ούτως ή άλλως τα ρευστά διαθέσιμά τους ήταν ήδη σε χαμηλά επίπεδα από το 1981.

Πίνακας 1

Χρηματοοικονομικά διαθέσιμα (πλούτος) των νοικοκυριών

Χώρα	Ετος	Εκατοστιαία Σύνθεση Διαθεσίμων			Συνολικά διαθέσιμα (% ΑΕΠ)
		Ρευστά διαθέσιμα	Διαπραγματεύσιμοι Τίτλοι	Συμβατικές Καταθέσεις	
Γαλλία	1986	43,4	31,9	24,7	112,7

	1981	68,3	22,5	9,2	85,6
Γερμανία	1986	58,7	20,7	20,6	114,3
	1981	62,9	18,6	18,5	96,0
Ιταλία	1986	52,8	37,0	10,2	168,5
	1981	74,4	19,6	6,0	99,8
Η.Β.	1986	31,4	19,8	48,8	179,8
	1981	40,9	18,5	40,6	116,9
Ιαπωνία	1986	55,8	21,3	22,9	194,1
	1981	67,1	12,2	20,7	147,6
Η.Π.Α.	1986	36,4	39,0	24,6	194,2
	1981	42,4	34,6	23,0	146,7

Πηγή: Vittas D., P. Frajer και T. Metaxas-Vittas (1988), *The Retail Banking Revolution. An International Perspective*, London, Laferty, Πίνακας 3.3..

Είναι επίσης φανερό ότι όσο πιο οργανωμένες είναι οι αγορές κεφαλαίων και χρήματος αλλά και όσο πιο έντονος ο τραπεζικός ανταγωνισμός, τόσο πιο χαμηλή είναι η ανάγκη για διατήρηση ρευστών διαθεσίμων, όπως είναι οι περιπτώσεις, πάλιν των Η.Π.Α., του Η.Β. αλλά και της Γαλλίας. Η μεγάλη απελευθέρωση των περιοριστικών διατάξεων του πιστωτικού συστήματος στη δεκαετία του 1980 στην Γαλλία και στην Ιταλία επίσης αντανακλώνται στην ταχύτατη μείωση των ρευστών διαθεσίμων των νοικοκυριών.

Όσον αφορά τις άλλες μορφές τοποθετήσεων προκύπτει ότι η μεγάλη δραστηριότητα των στεγαστικών ιδρυμάτων (building societies), αλλά και η ιδιαίτερα αναπτυγμένη τραπεζική αγορά, έχει οδηγήσει τα νοικοκυριά στο Η.Β. να έχουν μεγάλο μέρος των αποταμιεύσεών τους σε καταθέσεις (41% το 1981, 49% το 1986). Αντίθετα χαμηλά ποσοστά επικρατούν παραδοσιακά στην Ιταλία. Όσον αφορά, τις συμβατικές καταθέσεις, αυτές αύξησαν τα μερίδιά τους σε όλες τις οικονομίες, αλλά μόνο στις περιπτώσεις της Γαλλίας κυρίως και του Η.Β. η αύξηση του μεριδίου των καταθέσεων στο σύνολο των διαθεσίμων ήταν πραγματικά ιδιαίτερα σημαντική (15,5% και 8,2% αντίστοιχα), ενώ στις Η.Π.Α. σημειώθηκε η μικρότερη μεταβολή του μεριδίου των καταθέσεων (μόνο 1,6%).

Αύξηση, επίσης, σε όλες τις οικονομίες παρουσιάζει και τα μερίδια των επενδύσεων σε διαπραγματεύσιμους τίτλους (μετοχές, ομολογίες, μερίδια κεφαλαίων κ.λπ.) στο σύνολο των διαθεσίμων των νοικοκυριών, και πάντα σε βάρος των ρευστών διαθεσίμων. Αλλά και στην περίπτωση αυτή η μεταβολή των μεριδίων διαφέρει από χώρα σε χώρα, με ιδιαίτερα σημαντικές μεταβολές στην Ιταλία (17,4%!), που οφείλονται κυρίως σε μεγάλη αύξηση της τιτλοποίησης του δημόσιου χρέους αλλά και της ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς της, όπως επίσης και στην Γαλλία και την Ιαπωνία (γύρω στο 9% και στις δύο χώρες).

Αντίθετα, η μικρότερη μεταβολή σημειώνεται στο Η.Β. (μόνο 1,3%). Θα πρέπει επίσης να τονισθεί ότι οι Η.Π.Α. εξακολουθούν να προηγούνται στην τιτλοποίηση των αγορών τους, και αυτό αντανακλάται στο ιδιαίτερα σημαντικό ποσοστό στο σύνολο των διαθεσίμων των νοικοκυριών που είναι με τη μορφή διαπραγματεύσιμων τίτλων (39%), ενώ σημαντική βελτίωση εμφανίζεται στην Ιταλία (κυρίως λόγω των τίτλων του δημοσίου 37%) και στη Γαλλία (κυρίως λόγω της εισαγωγής μεγάλου αριθμού εταιρειών στα χρηματιστήρια 32%). Στην περίπτωση του Η.Β. παρά τη μεγάλη ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών, τα νοικοκυριά φαίνεται να εξακολουθούν να

επενδύουν στα building societies, λόγω των υψηλών αποδόσεων που προσφέρουν τα τελευταία.

Τέλος, θα πρέπει να τονισθεί ότι οι μικρότερες μεταβολές στη σύνθεση των διαθέσιμων παρατηρούνται στις σχετικά περισσότεροι οργανωμένες αγορές, όπως είναι κυρίως οι Η.Π.Α. και λιγότερο η Γερμανία.

7.4 Εναλλακτικές αποταμιευτικές επιλογές

Η σημαντική βελτίωση των συμβατικών καταθέσεων δεν οφείλεται μόνο στις ανάγκες παρακράτησης λιγότερων μη τοκοφόρων ρευστών διαθέσιμων. Οφείλεται και στο γεγονός ότι οι τράπεζες ανταγωνιζόμενες όχι μόνο μεταξύ τους, αλλά και με τις οργανωμένες αγορές κεφαλαίων και χρήματος (τις εταιρίες διαχείρισης των αμοιβαίων κεφαλαίων, τα στεγαστικά ιδρύματα και τους άλλους πιστωτικούς οργανισμούς, ακόμα και τις ασφαλιστικές εταιρείες), οδηγήθηκαν στη σημαντική αναβάθμιση των παραδοσιακών καταθέσεων.

Έτσι, οι τράπεζες μπόρεσαν να προσφέρουν περισσότερες δυνατότητες άντλησης ρευστότητας (π.χ. κάρτες, επιταγές, αυτόματη εξυπηρέτηση, πληρωμή λογαριασμών) αλλά και διαφοροποίηση των επιτοκίων.

Πρέπει, ωστόσο, να υπογραμμισθεί ότι η διαφοροποίηση των επιτοκίων δε γίνεται **μόνο** ανάλογα με τη διάρκεια των καταθέσεων (όπως απαιτούν οι παραδοσιακοί κανόνες), αλλά και ανάλογα με το μέγεθος του εκάστοτε υπολοίπου, τη συχνότητα που ο κάθε πελάτης αυξομειώνει το υπόλοιπό του, και ανάλογα με τις υπόλοιπες συναλλαγές και εργασίες που έχει ο κάθε πελάτης με την τράπεζα.

Οι νέες απαιτήσεις των αποταμιευτών, αλλά η μεγάλη αύξηση του διεθνούς ανταγωνισμού οδήγησαν και οδηγούν σταδιακά τις τράπεζες να ανακαλύπτουν και να προσφέρουν νέα διαφοροποιημένα προϊόντα και υπηρεσίες, πέραν των παραδοσιακών, όπως υπηρεσίες χρηματιστηριακής διαμεσολάβησης, επενδυτικών συμβουλών, συμμετοχής σε συλλογικές επενδύσεις, ασφάλειες (ζωής), υπηρεσίες κάλυψης διαφόρων κινδύνων με την ανάπτυξη και χρήση των χρηματοοικονομικών παραγώγων και υπηρεσίες αντιστάθμισης απαιτήσεων και υποχρεώσεων (back to back).

Οι τράπεζες άρχισαν να αντιλαμβάνονται ότι ο κλασικός υπάλληλος στο ταμείο δεν επαρκούσε να καλύψει όλες τις σύνθετες ανάγκες του κλάδου. Οι πελάτες ζητούν πλέον όλο και περισσότερο την πλήρη επενδυτική καθοδήγηση. Έτσι, αναπτύχθηκε η ανάγκη συνδυασμού υπηρεσιών και προϊόντων σύμφωνα με τις ατομικές ιδιομορφίες των –μεγάλων κυρίως- πελατών. Η ανάγκη αυτή οδήγησε στη δημιουργία του *private banking*, με την παροχή πληθώρας χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και τη δημιουργία προσωπικής σχέσης πελάτη και τραπεζικού υπαλλήλου. Στα πλαίσια του *private banking*, όπως και στο *merchant*, ο κάθε πελάτης εξετάζεται ατομικά, αναλύονται οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζει και με βάση αυτούς γίνεται προσπάθεια μεγιστοποίησης του κέρδους του.

Πίνακας 2

Σύγχρονες εναλλακτικές επιλογές τοποθετήσεων των αποταμιευτών

Είδος Διαθέσιμου (απαίτησης)	Μορφή Απόδοσης	Μεταβιβάσιμος ή όχι - (Μέσο)	Διάρκεια	Παροχή Υπηρεσίας Διαμεσολάβησης	Δυνατότητα Ρευστότητας
A. Καταθέσεις					

Είδος Διαθέσιμου (απαίτησης)	Μορφή Απόδοσης	Μεταβιβάσιμος ή όχι - (Μέσο)	Διάρκεια	Παροχή Υπηρεσίας Διαμεσολάβησης	Δυνατότητα Ρευστότητας
- τρεχούμενες (όψεως)	μηδενική ή σταθ. επιτόκιο	OXI	μεταβλητή	Τράπεζες - Πιστωτικά Ιδρ.	πολύ μεγάλη
- ταμειωτηρίου	επιτόκιο καθορίζ. από Τράπεζες	OXI	-//-	-//-	μεγάλη
- προθεσμιακές	σταθ. επιτόκιο	OXI	προκαθορισμένη	Τράπεζες	μεγάλη
Β. Πιστοποιητικά Καταθέσεων	σταθερή	ΝΑΙ (Τράπεζες)	προκαθορισμένη	Τράπεζες	μεγάλη
Γ. Συμφωνίες Επαναγοράς	σταθερή	OXI	προκαθορισμένη συνήθως μικρή	Τράπεζες - Χρηματ. Εταιρίες	μικρή
Δ. Μέρηδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων (open end) - διαθεσίμων	σταθερή	OXI (μόνο στον εκδότη)	συνήθως προκαθορισμένη	Α.Ε.ΔΑΚ Τράπ.- ασφ. εταιρ.	πολύ μεγάλη
- σταθερού εισοδήματος	μεταβλητή αλλά θετική	OXI (μόνο στον εκδότη)	χωρίς περιορισμό	-//-	μεγάλη
- μικτά, δυναμική, και επιλεγμένων αξιών (blue chips)	κυμαινόμενη	OXI (μόνο στον εκδότη)	-//-	-//-	μέτρια-μεγάλη
- συναλλάγματος	-//-	OXI (μόνο στον εκδότη)	-//-	-//-	-//-
Ε.Εταιρίες Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου closed end	-//-	ΝΑΙ (κεφαλαιαγορά)	-//-	Χρηματιστηριακή Εταιρία	μεγάλη
Στ. Μεταβιβάσιμοι δανειακοί τίτλοι - Εντοκα Γραμμάτια	σταθερή (προεξοφλημένη)	ΝΑΙ κεφαλ/γορά	μικρή	Χρηματ.Εταιρία - Τράπεζες	εξαρτάται από την αγορά
- Ιδιωτικοί Τίτλοι βραχυχρόνιοι	σταθερή (προεξοφλημένη)	ΝΑΙ κεφαλ/γορά	μικρή	-//-	-//-
- Κυμαινόμενα επιτόκια (FRN)	κυμαινόμενη	ΝΑΙ κεφαλ/γορά	μικρή	-//-	-//-
- Ομολογίες α) κοινές	σταθερή	ΝΑΙ κεφαλ/γορά	μεσαία με πολύ μεγάλη	Χρηματιστηριακές εταιρίες	μεγάλη
β) μετατρέψιμες	-//-	ΝΑΙ κεφαλ/γορά	-//-	-//-	-//-
γ) με ρήτρα (συναλλάγματος, επιτοκίου, δείκτη, κ.λπ.)	μεταβλητή	ΝΑΙ κεφαλ/γορά	-//-	-//	-//-
δ) Προεξοφλημένες (zero-coupon, strip)	μηδενική (προεξόφληση)	ΝΑΙ κεφαλ/γορά	συνήθως μεγάλη	-//-	μέτρια (συνήθως)
ε) Στεγαστικές (mortgage)	σταθερή	ΝΑΙ κεφαλ/γορά	μεσαία-μεγάλη	-//-	μέτρια
Ζ. Τίτλοι Συμμετοχής Μετοχές	κυμαινόμενη	ΝΑΙ κεφαλ/γορά	χωρίς περιορισμό	-//-	μεγάλη

Είδος Διαθέσιμου (απαίτησης)	Μορφή Απόδοσης	Μεταβιβάσιμος ή όχι - (Μέσο)	Διάρκεια	Παροχή Υπηρεσίας Διαμεσολάβησης	Δυνατότητα Ρευστότητας
- κοινού	κυμαινόμενη	ΝΑΙ κεφαλ/γορά	χωρίς περιορισμό	-//-	μεγάλη
- προνομιούχες	κυμαινόμενη με εγγύηση της ελάχιστης	ΝΑΙ κεφαλ/γορά	-	-//-	μεγάλη
- πιστοπ. συμμετοχής	κυμαινόμενη	ΝΑΙ κεφαλ/γορά	-	-//-	μέτρια
- πιστοπ. συμμετοχής	κυμαινόμενη	ΝΑΙ κεφαλ/γορά	-	-//-	μέτρια

Σημείωση: Η διάρκεια των συμμετοχικών τίτλων είτε είναι αόριστη είτε συγκεκριμένη, εξαρτάται από τις προβλέψεις στο καταστατικά των εταιρειών.

Έτσι, η ανάγκη παροχής ολοκληρωμένου συνδυασμού υπηρεσιών οδήγησε τις τράπεζες προς το πρότυπο της *συνολικής τραπεζικής λειτουργίας* (universal banking), δραστηριοποιούμενη σε όλο το φάσμα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Δεν είναι τυχαίο ότι κατά την τελευταία εικοσαετία παρατηρείται μια ταχύτατη ανάπτυξη των ομίλων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών με τη σύσταση ή εξαγορά χρηματιστηριακών εταιρειών, ασφαλιστικών επιχειρήσεων, εταιρειών διαχείρισης κεφαλαίων, επενδυτικών εταιρειών και τραπεζών κ.λπ.

Στον Πίνακα 2, παραπάνω, συνοψίζονται *όλες οι εναλλακτικές μορφές επενδυτικών επιλογών*, που προσφέρονται πλέον στους αποταμιευτές, ανάλογα με τη μορφή της απόδοσης, τη διάρκεια της απαίτησης, τη δυνατότητα ρευστοποίησης και του διαμεσολαβείντος οίκου.

Διαπιστώνονται, επίσης, οι τεράστιες δυνατότητες των τραπεζών άμεσης ή έμμεσης δραστηριοποίησής τους στις σύγχρονες αγορές κεφαλαίου και χρήματος. Βέβαια, οι αποδόσεις μέσω της δευτερογενούς αγοράς αντανακλούν τα δεδομένα των αγορών και όχι τις ονομαστικές αποδόσεις κατά τη στιγμή της έκδοσης των τίτλων.

Επίσης, ειδικά για τους βραχυχρόνιους τίτλους, (όπως τα έντοκα γραμμάτια), η δυνατότητα μεταβίβασης προϋποθέτει την ύπαρξη οργανωμένης χρηματαγοράς, που πρόκειται να λειτουργήσει σύντομα και στην Ελλάδα.¹⁷

Τέλος, θα πρέπει να αναφερθεί ότι δε γίνεται ιδιαίτερη αναφορά στα χρηματοοικονομικά παράγωγα, τα οποία αποτελούν συμφωνίες για μελλοντικές πράξεις και δεν συνιστούν άμεσες αλλά μάλλον δυνητικές αναλήψεις υποχρεώσεων και απαιτήσεων. Χρησιμοποιούνται δε περισσότερο για την αντιμετώπιση κινδύνων παρά για την άντληση αποταμιευτικών πόρων.

¹⁷ Η αξιολόγηση της δυνατότητας ρευστότητας, όπως εμφανίζεται στον Πίνακα 2, αφορά τις διεθνείς συνθήκες και όχι απαραίτητα τις ελληνικές.

Developments and Prospects of Financial Markets

by S. E. Lolos

March 2000

Contents¹

1. Introduction	1
2. Structural changes in the banking sector.....	2
2.1 <i>The impact of structural changes</i>	2
2.2 <i>Differences in structure of banking systems</i>	3
2.3 <i>Convergence of banking systems ?</i>	3
2.4 <i>Patterns of financing and corporate governance</i>	4
2.5 <i>The future of banking</i>	5
3. The management of risks in the new financial environment	5
3.1 <i>The need for a “different” risk management</i>	5
3.2 <i>The role of derivatives</i>	6
3.3 <i>To built and use systems for risk management.</i>	6
3.4 <i>Thus, efforts at limiting risk</i>	7
4. The role of capital markets in the emerging financial landscape.....	7
4.1 <i>The growing importance of institutional investors</i>	8
4.2 <i>The emergence of derivative products</i>	8
4.3 <i>Securitisation</i>	8

1. Introduction

In OECD area, the financial landscape has changed dramatically over the past two decades.

Purpose to provide an overview of longer-term trends.

Discussion of main issues concerning trends and structural changes.

Also, discussion of policy implications and main factors shaping financial services in the future.

Analysis divided in *three* parts:

- *Structural changes* in the banking sector,

¹ Notes based, mainly, on H. J. Blommestein (1995), “Structural Changes in Financial Markets: Overview and Prospects”, *The New Financial Landscape*, OECD Documents, Paris.

- *Management of risk* in new financial environment,
- *Role of capital markets* in emerging financial landscape.

2. Structural changes in the banking sector

In most OECD countries, financial systems are going through wide-ranging structural changes.

Factors responsible:

- Domestic deregulation
- External financial liberalization
- Banks faced intensive competition from non-banks
- Banks became more aggressive and riskier

Result:

- Deterioration of *bank profitability* (second part of 1980s, beginning of 1990s)
- *Bank failures* or banking crises in 1990s
- Thorough *restructuring* of banks

2.1 The impact of structural changes

Structural trends had important consequences for the functioning of the banking sector and financial services:

- Increased competition among financial intermediaries, especially banks.
- In past, banks had been shielded due to extensive regulation and controls.
- Thus, some structural changes perceived as inevitable.

Consequences of structural changes:

1) *Gradual erosion of distinction between various types of financial assets.* “Money” less distinguishable from other liabilities of financial intermediaries.

2) *Demarcation lines between different types of intermediaries increasingly blurred.*

Competition among institutions which were not competitors in the past.

Intense competition and reshaping of financial institutions’ strategies.

Thus, trends towards financial conglomeration.

3) *Volume and average size of financial transactions have grown spectacularly.* Higher demands on stability and efficiency of clearing and settlement systems for payments.

4) *Capital market activity has gained ground relative to traditional bank lending.*

Large corporate borrowers use capital markets to increase their external financing.

5) *Off-balance-sheet activities of banks have become very important* (derivatives, proprietary trading, asset management). Assets tend to be removed from balance sheet of institutions.

Thus, changes in revenue structure of banks.

6) *Off-balance-sheet business created stronger linkages between various sectors of financial services industry.* Difficult to assess direct credit, liquidity and interest rate risk of individual banks.

7) Lower profits accelerated process of *concentration*

Banks entered into lines of business and became more active and riskier (lending to LDCs, real estate).

Thus, financial fragility of banks (vulnerable to shocks)

In some countries, bank rescue at taxpayer expense.

8) Structural changes in sources of funding (from deposits to money market instruments)

In future, deposits expected to grow slower than assets of institutional investors (insurance companies, pension funds).

2.2 Differences in structure of banking systems

Traditionally, important *differences in structure* of OECD banking systems and in Banks' relations with non-financial enterprises:

a) In countries with universal banking:

Banks *allowed* to engage in full range of financial activities (underwriting, dealing in secondary markets and stock exchange)

b) In countries with non-universal banking:

Restrictions on banks to engage in full range of financial activities (e.g. USA, *legal* separation between commercial and investment banking, *lower* in practice)

c) In some countries (e.g. Germany, Spain, Switzerland):

Bank holdings of non-financial enterprise; equity are significant.

In other countries (e.g. USA, Australia, Canada):

Severe restrictions on the ownership linkages between banks and non-financial companies.

d) *Role of banks in corporate restructuring differs* across OECD countries:

E.g. *Germany, Japan*: Banks frequently involved in resolving problems of companies in financial distress.

E.g. *USA, UK*: Banks play a more limited role in corporate restructuring.

2.3 Convergence of banking systems ?

Despite the different starting points, significant convergence of banking systems (a result of *liberalisation* of financial markets).

- Deregulation, internationalisation and increased competition has lead to a narrowing of differences.
- But disagreements on remaining differences.
- Also disagreements whether systems are converging towards a *common* model (universal banking or separation between banking and securities?).
- Also disagreements on which system tend to promote innovation.

2.4 Patterns of financing and corporate governance

Concerning *patterns of financing*, following stylised facts emerge:

a) In most (if not all) OECD countries:

Retained earnings are most important source of finance.

However, there are *quantitative differences* (e.g. in UK companies pay higher dividends than in Germany).

b) *External sources of finance* come primarily from banks, although *differences* across OECD countries (e.g. high in Japan).

c) *Stock markets* are relatively minor sources of finance in most OECD countries:

Less than 10% of gross sources.

Also, on a *net* basis, aggregate stock market sources of finance have -at times- been *negative*.

d) *Bond markets* are relatively minor sources of finance for corporations in aggregate in all OECD countries, *except* in USA and Canada.

But *many* companies have gone *off-shore* for raising longer-term finance, due to domestic *capital market restrictions* (Germany, Japan).

e) *Banks* are the *dominant source of external finance for small companies* in all OECD countries.

Pronounced differences in **corporate finance structures** in OECD countries.

The following *criteria* can be used to *evaluate differences in the financing of corporations* (i.e. differences in ownership and control of enterprises):

- The number of listed companies.
- The liquidity of capital markets and the frequency with which ownership and control rights are traded.
- The extent of intercorporate equity holdings.
- The depth of the domestic investor community.

Some examples:

- *Large number* of listed companies which are *frequently* traded in *liquid* capital markets (US, Japan, UK, Netherlands).
- *Cross-holdings* among companies with long-term relationships are *more common* in France, Germany and Japan than in US and the UK.

Majority of shares of Japanese and German companies is held by either industrial companies or by financial institutions.

Most Japanese and German companies have close relationships with a bank (the “main bank”) for lending and services.

As a result, in Germany, nearly one-half of listed shares are broadly under the control of banks.

- This situation *contrasts* sharply with that in USA and the UK, where the role of banks in corporate finance is limited (i.e. the German *versus* the UK model in Europe)

2.5 *The future of banking*

The essence of banking has been on-balance sheet intermediation. Thus, its future is linked with the expected pattern of intermediation.

There are *three natural stages* of development in a country's financial system:

- a) Internal finance
- b) Intermediation of finance
- c) Securitisation

There is a *shift* in emphasis from (b) to (c), although all forms co-exist.

But banks will always play a crucial role in mobilising savings. Thus, in effect there is a changing nature of banking:

- Actually, **not** a contraction in banking *per se*,
- but a **switch** from *on-balance* to *off-balance* sheet activities
- and increasing **involvement** of banks in capital markets.
- Indeed, recent studies show that banking sector is **not shrinking** if banking activities are *properly measured*.

3. **The management of risks in the new financial environment**

Efficient market-based financial systems require an *effective framework for managing risks*, since:

- Risks in financial markets have changed.
- Banks (and other institutions) began to engage in activities being ill-prepared.
- Simultaneously, abolition of exchange controls, deregulation, increased role of institutional investors, et.c.

3.1 *The need for a “different” risk management*

New risks have emerged, *associated* with:

- desegmentation
- securitisation
- financial innovations
- globalisation
- increased competition

The *structure of risk exposure* of banks and other financial institutions became *more complex*, because of:

- new risks
- increased volatility
- greater interdependence

The *traditional* activity for banks was “on balance sheet” lending and the associated risk management technique was *credit risk analysis*.

However, *lending* now accounts for *smaller share* of total activity than in the past.

Banks *increasingly hold a wider set of instruments* (money market assets, bond, derivatives, forward contracts, etc)

Also, in newer expanding activities (investment banking, mergers and acquisitions, etc) risks are *different*.

These developments have increased the *need for better risk management*.

Note: More details beyond the scope of this presentation.

3.2 The role of derivatives

Derivatives *enable investors to transfer market risk among participants*:

- Offer *new possibilities* for better risk management.
- Allow market participants to “*unbundle*” risks.
- Can be used as management techniques to *assess and adjust risks* with greater precision, i.e. in helping institutions decide which risks are best kept and which are best shifted.

Derivative products *include*, *future, options, swaps, forward rate agreements and related instruments*.

Questions: Have derivatives increased overall risk and/or uncertainty in the system ? and stability of the system ?

- Derivative instruments *strengthen the linkages* among markets and market intermediaries.
- When appear shocks and tensions in one market (uncertainty) are transmitted to other markets.
- Since role of derivatives is to hedge risks and to transfer risk to other participants, they cannot reduce **overall** risk.

Regulators in many OECD countries *increasingly concerned* about the risk of a *systemic* disturbance arising from the derivatives markets.

3.3 To built and use systems for risk management.

Thus, **components** of *sound risk management* process:

1. A comprehensive **system** for *defining* and *measuring* different types of risk;
 - Risk must be assessed in context of *entire portfolios* of individual investors, financial institutions, and markets **as a whole**.
 - *i.e. credit risk* (possibility that a firm experiences a loss, probability of default),
 - *market risk* (potential changes in portfolio value, changes in market prices),
 - *liquidity risk*.
2. A **framework** for *governing risk taking* (including limits, guidelines).
 - Development of regulatory and supervisory systems to cope with liberalisation and globalisation.
 - Public disclosure of risks (reduce info asymmetry)
 - Scope of official safety net (broaden central banks regulations beyond commercial banks).

3. An adequate **management information system** for:

- *monitoring*,
- *reporting* and
- *controlling risk*.
- i.e. Development of adequate in-house control systems

3.4 Thus, efforts at limiting risk

- Development of adequate, up-to-date *risk management practices* by banks and other financial institutions.
- More *effective oversight* of off- and on-balance sheet activities and related risk control systems by senior management of financial institutions and regulators.
- *Improved clearing and settlement systems* for payments and securities.

4. The role of capital markets in the emerging financial landscape

In 1980s, the securities and derivatives markets in OECD underwent rapid *expansion* and *structural change*:

- Volumes of new securities and secondary market trading *soared*.
- Securities markets gained *importance* in financial intermediation.

However, the *transformation* of capital markets was more than a simple expansion of activity:

- *Structural* forces changed radically capital market institutions and activities.
- *Securities business* changed from a highly regulated activity.

Increasing reliance on *market principles* as opposed to official guidance.

- Governments played an important role in *deregulation*:

Removal of restrictions on money market instruments (mutual funds, CDs, etc)

New legislation to permit the formation of financial groups offering banking and securities services

Abolishment of *exchange controls*.

- Intensification of *competition*.
- Growing impact of *international* competitive forces on products and activities of national financial markets.

Establishment of *off-shore* financial centres critical in development of an internationalised market.

- Use of sophisticated financial *techniques* (advances in information technology).
- Pace of *innovation* process (new financial instruments, techniques and strategies).

In early 1980s, international process of transmission of financial innovation; USA leading exporter of new products and techniques.

- Developments will *continue* in future.

- Therefore, *increase in importance* of the role of capital markets.

4.1 The growing importance of institutional investors

Institutional investors *main source* of investment in securities markets.

- They *include*, insurance companies, pension funds, different types of investment funds (e.g. hedge funds, open-end and closed-end investment trusts, mutual funds, unit trusts).
- *Precondition* for a *deep* securities market a strong community of institutional investors.
- Growing *influence* of institutional investors on structure and functioning of financial system.
- Hence, *authorities* must look closely at functioning and regulation of these institutions.
- Because of *influence* of institutional investors, questions as to how patterns of corporate control and governance will be changed.

4.2 The emergence of derivative products

Derivatives *enable investors to transfer market risk among participants*

- In the past, *derivative products* were the basis of risk management technique used *only* by most sophisticated market participants in advanced financial markets.
- Since the early 1980s, *routinely used* by a growing range of participants in all OECD markets.

Main characteristics:

- Number of exchange-traded contracts continue to grow.
- Financial engineering made possible to use derivatives to formulate complex investment strategies.
- The *OTC* (over-the-counter) market in derivatives is expanding more rapidly than traditional exchanges.

The *derivative market* can be seen as both a complement and a substitute for the underlying cash market:

- Increasingly derivative market perceived as indispensable to price formation in the cash market.
- Exchange-traded derivatives often exceed volumes on related cash market.
- In many cases, market participants believe that prices reflect trading in derivatives markets and **not** the opposite.

4.3 Securitisation

Broadly defined as *the replacement of traditional bank financing with fund-raising through securities issues*.

- Rise of institutional investors generated increasing demand for risk-transfer techniques (eg derivatives) enable the investor to choose a desired position in the risk-return continuum.

Securitisation enables investors to *transfer credit risk and market risk of an asset among market participants*.

- In the past, securitisation mainly used to denote *the issue of debt securities* (bonds, commercial paper, medium-term notes) as close substitutes for bank credit.
- Recently, securitisation describes *operations in which cash flows from specific assets are converted into marketable securities* (mortgage-backed and asset-backed securities).

The inherent risks can be priced and traded on the securities market. And can be further unbundled.

Impact of securitisation:

Rise in securitisation in the 1980s lead to cost-savings instead of a direct access to capital market.

Σύγκριση του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος με τα αντίστοιχα άλλων Ευρωπαϊκών Χωρών

του Σαράντη Λώλου

Μάρτιος 1999

1. Εισαγωγή¹

Στο δοκίμιο αυτό παρουσιάζεται η διάρθρωση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος σε σύγκριση με τα αντίστοιχα επιλεγμένων χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Συζητούνται τα δεδομένα του τραπεζικού συστήματος που προέρχονται από την ανάλυση του ενεργητικού και του παθητικού, όπως επίσης και από τα στοιχεία των αποτελεσμάτων χρήσης. Από την ανάλυση προκύπτουν στοιχεία που περιγράφουν την κερδοφορία, το κόστος λειτουργίας και τελικά την ανταγωνιστικότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος σε σχέση με αυτή των άλλων τραπεζικών συστημάτων.

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα παρουσιάζει *σημαντικές ιδιαιτερότητες* ως προς τη διάρθρωση του σε σχέση με εκείνο των άλλων ευρωπαϊκών χωρών.

Οι Πίνακες αποτυπώνουν τις διαφορές αυτές μέσα από τις λογιστικές καταστάσεις των τραπεζικών συστημάτων των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Τα στατιστικά δεδομένα προέρχονται από τον ΟΟΣΑ και αφορούν τα έτη 1992 και 1993, ή καλύπτουν την περίοδο 1987-92.²

2. Διάρθρωση του Ενεργητικού

Από την πλευρά του *ενεργητικού* (Πίνακας 1, παρακάτω) παρατηρούνται τα εξής:

- Το *ταμείο και τα διαθέσιμα* στην κεντρική τράπεζα ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού είναι ιδιαίτερα υψηλό για την Ελλάδα (13,7%) και υπερβαίνει τα αντίστοιχα ποσοστά των άλλων ευρωπαϊκών χωρών. Μόνο στην Ιταλία και την Πορτογαλία το εν λόγω ποσοστό υπερβαίνει το 8%, ενώ στις υπόλοιπες χώρες είναι σημαντικά χαμηλότερο.

Οι διαφορές αυτές εν μέρει οφείλονται στη σημασία του ποσοστού δεσμεύσεων των καταθέσεων ως μέσου νομισματικής πολιτικής. Η Ελλάδα, η Ιταλία και η Πορτογαλία είναι μεταξύ των χωρών είναι μεταξύ των χωρών με τα υψηλότερα ποσοστά δεσμεύσεων. Αντίθετα, σε χώρες όπως το Βέλγιο, το Λουξεμβούργο και η Γαλλία, που οι δεσμεύσεις επί των καταθέσεων είναι ασήμαντες, η συμμετοχή του ταμείου και των διαθεσίμων στην κεντρική τράπεζα στο σύνολο του ενεργητικού είναι κάτω του 1%.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι πρόσφατα, δηλαδή μετά το 1992, τα ποσοστά επί των δεσμεύσεων έχουν μειωθεί σε μια σειρά από χώρες όπως η Ιταλία, η Ισπανία, η

¹ Το δοκίμιο αυτό στηρίζεται μερικώς στην εργασία των Γεωργούτσου, Δ., Ν. Ζόνζηλου, Σ. Λώλου, Δ. Μόσχου, Στ. Πανταζίδη και Χ. Σταματόπουλου (1994), *Εξελίξεις και Προοπτικές Εναλλακτικών Πηγών Αντλησης Κεφαλαίων στην Ελλάδα*, ΕΤΒΑ, Νοέμβριος. Προβάλλονται επίσης διαπιστώσεις που περιέχονται στο Ph. Davis (1994), *The Structure of EU Banking and Financial Sectors*, European Monetary Institute, MES Department, 13 September.

² Βλ. *Bank Profitability* (1996), OECD, Paris.

Πορτογαλία και η Γερμανία, με αποτέλεσμα το στοιχείο αυτό του ενεργητικού να έχει μειωθεί περαιτέρω.

Πίνακας 1

Στοιχεία Ενεργητικού Τραπεζών Χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (1992)

- ως ποσοστό (%) του Συνόλου -

	Ταμείο και Κεντρική Τράπεζα	Διατραπεζική Αγορά	Δάνεια	Χρεόγραφα	(Ομόλογα)	Λοιπά
Ελλάδα	13,7	7,3	26,8	40,6	(29,2)	11,6
Βέλγιο	0,2	38,0	30,5	27,0	(20,6)	4,4
Δανία	2,2	17,1	51,2	24,3	(12,9)	5,1
Γερμανία	2,2	22,1	56,8	16,5	(10,9)	2,5
Ισπανία	5,7	16,5	46,9	17,4	(6,6)	13,5
Γαλλία	0,5	38,6	36,7	12,9	...	11,3
Ιταλία	8,1	9,4	37,7	12,1	(10,9)	32,7
Λουξεμβούργο	0,2	59,0	24,7	9,5	(4,9)	6,6
Ολλανδία	2,4	21,2	62,9	11,1	(8,8)	2,5
Πορτογαλία	11,6	16,7	39,2	24,8	(14,5)	7,7
Ην. Βασίλειο	1,3	15,1	57,6	10,7	...	15,3
Νορβηγία	0,8	6,8	76,7	11,1	(8,6)	4,6
Αυστρία	1,9	28,7	52,4	10,5	(8,0)	6,5
Φιλανδία	3,4	3,4	61,0	16,6	(8,5)	15,6
Σουηδία	2,6	9,3	59,3	22,3	(6,7)	6,5

Πηγή: Bank Profitability, OECD, Paris.

- Οι τοποθετήσεις στη *διατραπεζική αγορά* αποτελούν σημαντικό στοιχείο του ενεργητικού σε χώρες όπως το Λουξεμβούργο, η Γαλλία, το Βέλγιο, η Γερμανία και η Ολλανδία. Αντίθετα, η Ελλάδα μαζί με τη Νορβηγία και τη Φιλανδία έχει τα χαμηλότερα ποσοστά τοποθετήσεων στη διατραπεζική αγορά. Ο ρόλος των τοποθετήσεων αυτών είναι συνδεδεμένος σε μεγάλο βαθμό με τη διάρθρωση και τη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος. Στην έκταση που οι καταθέτες προτιμούν να έχουν καταθέσεις στις μεγάλες τράπεζες με εκτεταμένο δίκτυο, οι υπόλοιπες τράπεζες δανείζονται στη διατραπεζική αγορά προκειμένου να εξασφαλίσουν κεφάλαια για τις χρηματοδοτήσεις τους.
- Τα *δάνεια* προς το μη τραπεζικό τομέα ως ποσοστό του ενεργητικού κυμαίνονται από 25% στο Λουξεμβούργο μέχρι 77% στη Νορβηγία. Το αντίστοιχο ποσοστό στην Ελλάδα είναι 26,7%, που είναι το χαμηλότερο ποσοστό στην Ευρώπη μετά το Λουξεμβούργο.

Σημειώνεται το σημαντικότερο μέρος των δανείων αυτών είναι με κυμαινόμενο επιτόκιο, γεγονός που συμβάλλει στην προστασία των τραπεζών από τον κίνδυνο μεταβολής των επιτοκίων.³ Αντίθετα, τα χρεόγραφα ως ποσοστό του ενεργητικού

³ Χαρδούβελης, Γκ. (1994), "Επιτόκια, Οικονομική Δραστηριότητα και η Διαχείριση των Στοιχείων του Ισολογισμού των ελληνικών τραπεζών: Η Πρόκληση μετά την Απελευθέρωση των Αγορών", *Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών*.

είναι ιδιαίτερα υψηλά στην Ελλάδα όπου, όπως έχει ήδη αναφερθεί, η αγορά χρεογράφων είναι σχετικά περιορισμένη. Είναι αξιοσημείωτο ότι σε χώρες με αναπτυγμένες αγορές χρεογράφων, όπου η τραπεζική διαμεσολάβηση δεν παίζει τόσο σημαντικό ρόλο όπως το Ηνωμένο Βασίλειο και η Γαλλία, οι απαιτήσεις των τραπεζών σε χρεόγραφα είναι σημαντικά χαμηλότερες.

- Το ύψος των *χρεογράφων* ως στοιχείο του ενεργητικού στην Ελλάδα είναι άμεσα συνδεδεμένο με το ύψος του δημόσιου χρέους. Σημαντικό ποσοστό του χρέους αυτού βρίσκεται στο χαρτοφυλάκιο των τραπεζών υπό μορφή έντοκων γραμματίων και ομολόγων του Δημοσίου. Ανάλογη εικόνα ως προς το ύψος των χρεογράφων παρουσιάζουν και άλλες ευρωπαϊκές χώρες με υψηλό δημόσιο χρέος, όπως το Βέλγιο, η Πορτογαλία και η Δανία.

Μια λεπτομερέστερη ανάλυση των χρεογράφων δείχνει ότι αυτά αποτελούνται κυρίως από ομόλογα που φθάνουν στο 30% του ενεργητικού του τραπεζικού συστήματος. Οι μετοχές και οι συμμετοχές σε εταιρείες αντιπροσωπεύουν σχετικά μικρό ποσοστό του ενεργητικού του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

Η διάρθρωση αυτή των χρεογράφων είναι απόρροια της δυνατότητας που δόθηκε στις τράπεζες να μετατρέψουν το βραχυχρόνιο χρέος τους σε μακροχρόνιο με ευνοϊκότερους όρους, ρύθμιση που συνδυάστηκε με την κατάργηση της υποχρέωσης των τραπεζών να επενδύσουν ποσοστά των νέων καταθέσεων τους σε έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου.

3. Διάρθρωση του Παθητικού

Από την πλευρά του *παθητικού* (Πίνακας 2, παρακάτω) παρατηρούνται τα εξής:

- Τα *ίδια κεφάλαια* και το *αποθεματικό* του ελληνικού τραπεζικού συστήματος αντιπροσωπεύουν ποσοστό (5% περίπου) παρόμοιο με εκείνο των περισσότερων ευρωπαϊκών χωρών. Εξαιρέση επιτελούν η Πορτογαλία, η Ισπανία και η Ιταλία όπου τα αντίστοιχα ποσοστά είναι γύρω στο 10%.
- Ο *δανεισμός* του τραπεζικού συστήματος από την *κεντρική τράπεζα* αντιπροσωπεύει πολύ χαμηλό ποσοστό του παθητικού στην Ελλάδα (0,2%) και συγκρίνεται με το αντίστοιχο ποσοστό του Βελγίου, της Πορτογαλίας με της Αυστρίας. Από την άλλη πλευρά, στη Γερμανία, τη Δανία, την Ισπανία και τη Νορβηγία είναι αρκετά υψηλότερος (4-5%).

Το ύψος του δανεισμού από την κεντρική τράπεζα διαμορφώνεται από την πρακτική που ακολουθείται ως προς την άσκηση της νομισματικής πολιτικής σε κάθε χώρα. Για παράδειγμα, στη Γερμανία οι μηχανισμοί δανεισμού των τραπεζών μέσω της προεξόφλησης χρεογράφων και του επ' ενεχύρω δανεισμού χρησιμοποιούνται ευρύτατα και αποτελούν το κύριο μέσο παροχής ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα.

Αντίθετα, στην Ελλάδα οι μηχανισμοί αυτοί θεσμοθετήθηκαν πρόσφατα και δεν έχουν αναπτυχθεί επαρκώς.

Πίνακας 2

Στοιχεία Παθητικού Τραπεζικών Χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (1992) (% του Συνόλου)

	Κεφάλαια & Αποθεματικά	Δανεισμός από Κεντρ. Τράπεζα	Διατραπεζική Αγορά	Καταθέσεις	Ομόλογα	Λοιπά
Ελλάδα	5,2	0,2	1,9	86,2	1,1	5,5
Βέλγιο	4,2	0,0	46,6	36,9	7,0	5,2
Δανία	5,9	3,7	25,9	53,3	3,5	7,7
Γερμανία	4,1	3,3	24,1	51,5	12,8	4,2
Ισπανία	9,7	4,9	13,3	65,7	1,5	4,9
Γαλλία	3,7	0,0	39,1	35,6	7,3	14,4
Ιταλία	8,7	0,5	8,2	46,1	0,0	36,5
Λουξεμβούργο	3,5	...	43,7	42,5	4,7	5,6
Ολλανδία	4,0	0,5	23,7	46,3	13,4	12,1
Πορτογαλία	14,2	0,2	11,4	67,3	1,3	5,7
Ην. Βασίλειο	4,2	...	...	86,8	3,3	5,8
Νορβηγία	3,5	6,4	8,3	66,7	10,6	4,4
Αυστρία	4,9	0,0	29,9	44,7	16,2	4,3
Φιλανδία	5,4	1,1	2,9	51,7	9,9	28,9
Σουηδία	4,9	4,5	24,8	48,5	7,3	9,9

Πηγή: Bank Profitability, OECD, Paris.

- Ο δανεισμός του εγχώριου τραπεζικού συστήματος από τη διατραπεζική αγορά στην Ελλάδα ως ποσοστό του παθητικού είναι ο χαμηλότερος μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών. Παράλληλα, οι υποχρεώσεις που απορρέουν από το δανεισμό αυτό είναι χαμηλότερες κατά 5 περίπου ποσοστιαίες μονάδες από τις αντίστοιχες τοποθετήσεις, γεγονός που υποδηλώνει την πλεονασματικότητα του εγχώριου τραπεζικού συστήματος στη διατραπεζική αγορά, έναντι των ξένων τραπεζών.

Σημειώνεται ότι οι ξένες τράπεζες που λειτουργούν στην Ελλάδα αντλούν σε μεγάλη έκταση κεφάλαια από την διατραπεζική αγορά και ειδικεύονται στη χρηματοδότηση μεγάλων επιχειρήσεων. Τα μερίδιά τους στις καταθέσεις, παρόλο που έχουν αυξηθεί κατά τα τελευταία χρόνια, παραμένουν μικρά.

- Οι καταθέσεις του μη τραπεζικού τομέα στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα ως ποσοστό του παθητικού είναι το υψηλότερο στην Ευρώπη (86,2%) μαζί με εκείνο του Ηνωμένου Βασιλείου και υποδηλώνει τη σημασία των τραπεζικών καταθέσεων ως μέσο άντλησης κεφαλαίων στο τραπεζικό σύστημα.
- Αντίθετα, τα τραπεζικά ομόλογα αντιπροσωπεύουν εξαιρετικά χαμηλό ποσοστό στην Ελλάδα (1,1%) λόγω της περιορισμένης ανάπτυξης του μέσου αυτού άντλησης αποταμιευτικών πόρων. Τα τραπεζικά ομόλογα ως μορφή αποταμιευτικού τίτλου προσφέρονται κατά παράδοση από τους ειδικούς πιστωτικούς οργανισμούς.

4. Κερδοφορία και κόστος λειτουργίας

Η κερδοφορία του τραπεζικού συστήματος και το κόστος λειτουργίας αποτελούν σημαντικούς παράγοντες που αντανακλούν την ανταγωνιστικότητα του τραπεζικού συστήματος. Οι πίνακες 3, 4, 5 και 6 απεικονίζουν μια σειρά από δείκτες που αφορούν τα αποτελέσματα χρήσης κατά χώρα. Μέσω των δεικτών αυτών μπορεί να διερευνηθεί η ανταγωνιστική θέση του τραπεζικού συστήματος. Οι δείκτες είναι εκφρασμένοι σε

μέσους όρους της περιόδου 1987-92, ώστε να μετριάστούν πιθανές επιδράσεις που σχετίζονται με τον οικονομικό κύκλο.

4.1 Κερδοφορία

Στον Πίνακα 3 παρουσιάζονται στοιχεία των αποτελεσμάτων χρήσης του τραπεζικού συστήματος για διάφορες ευρωπαϊκές χώρες.

Τα έσοδα από τόκους και οι δαπάνες από τόκους σε μεγάλο βαθμό αντανακλούν το ύψος των επιτοκίων στις επιμέρους χώρες και δεν προσφέρονται για οικονομική ερμηνεία. Όμως, τα καθαρά έσοδα από τόκους αντανακλούν την κερδοφορία του τραπεζικού συστήματος, και σε κάποιο βαθμό, παρέχουν ενδείξεις για το επίπεδο του ανταγωνισμού. Επιπλέον, τα περιθώρια κέρδους από τόκους σχετίζονται και με τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου. Με δεδομένο το επίπεδο του ανταγωνισμού υψηλότερος βαθμός κινδύνου στα δάνεια συνεπάγεται μεγαλύτερο περιθώριο κέρδους από τόκους λόγω του υψηλότερου ασφάλιστρου κινδύνου που ενσωματώνουν τα επιτόκια δανεισμού.

Από τη συνεκτίμηση των παραγόντων αυτών προκύπτει ότι:

Πίνακας 3

Ανάλυση Αποτελεσμάτων Χρήσης Τραπεζών Χωρών της ΕΕ, 1987-92 (% του Συνόλου Ενεργητικού)

	Έσοδα από τόκους	Δαπάνες τόκων	Καθαρά έσοδα από τόκους	Καθαρά έσοδα εκτός τόκων	Ακαθάριστα έσοδα	Λειτουργικά έξοδα
Ελλάδα	14,2	12,3	1,9	2,3	4,2	2,6
Βέλγιο	9,5	8,0	1,5	0,5	2,0	1,3
Δανία	9,1	6,1	3,0	0,6	3,6	2,3
Γερμανία	7,2	5,1	2,1	0,6	2,7	1,8
Ισπανία	10,7	6,7	4,0	0,9	4,9	3,0
Γαλλία	8,5	6,5	2,0	0,5	2,5	1,7
Ιταλία	8,7	5,2	3,5	1,2	4,7	3,0
Λουξεμβούργο	8,8	8,0	0,9	0,3	1,2	0,6
Ολλανδία	...	...	1,8	0,7	2,5	1,7
Πορτογαλία	12,8	8,8	4,1	1,0	5,0	2,5
Ην. Βασίλειο	10,9	7,8	3,1	1,9	5,0	3,3
Νορβηγία	12,3	9,0	3,3	0,9	4,1	2,9
Αυστρία	7,6	6,7	1,8	0,7	2,5	1,6
Φιλανδία	9,3	7,5	1,8	1,9	3,7	3,7
Σουηδία	10,3	7,7	2,6	1,2	3,8	3,3

... συνέχεια... Πίνακας 3

	Καθαρά έσοδα	Προβλέψεις (Καθαρές)	Κέρδη προ φόρου	Κέρδη μετά τον φόρο	Κέρδη προς διανομή	Δαπάνες προσωπικού
Ελλάδα	1,6	0,5	1,1	0,9	0,5	1,9

Βέλγιο	0,6	0,3	0,3	0,2	0,0	0,9
Δανία	1,2	1,2	0,0	-0,1	0,1	1,4
Γερμανία	0,9	0,4	0,6	0,2	0,2	1,1
Ισπανία	1,9	0,7	1,2	0,9	0,4	1,9
Γαλλία	0,8	0,5	0,3	0,2	0,1	1,0
Ιταλία	1,7	0,6	1,1	0,7	0,2	2,1
Λουξεμβ.	0,7	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2
Ολλανδία	0,8	0,3	0,6	0,4	...	1,0
Πορτογαλία	2,5	1,6	1,0	0,8	...	1,6
Ην. Βασίλειο	1,8	1,2	0,6	0,3	0,2	1,9
Νορβηγία	1,2	1,9	-0,6	-0,7	0,0	1,4
Αυστρία	0,8	0,5	0,5	0,4	...	1,0
Φιλανδία	-0,1	0,3	-0,3	-0,4	0,1	1,3
Σουηδία	0,5	-0,4	0,9	0,7	0,1	0,9

Πηγή: Bank Profitability, OECD, Paris.

- Τα υψηλά περιθώρια κέρδους από τόκους στην Ιταλία, την Πορτογαλία και την Ισπανία σε σύγκριση με τα αντίστοιχα περιθώρια σε χώρες με ανταγωνιστικά τραπεζικά συστήματα όπως η Γερμανία, το Βέλγιο, η Ολλανδία κ.λπ. αντανακλούν διαφορές στα επίπεδα ανταγωνισμού.
- Αντίθετα, το σχετικά υψηλό επίπεδο των καθαρών εσόδων από τόκους στο Ηνωμένο Βασίλειο και τη Δανία, χωρίς με κατ' εξοχήν ανταγωνιστικά συστήματα, φαίνεται ότι οφείλεται στον υψηλό βαθμό κινδύνου των δανείων.
- Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα χαρακτηρίζεται από σχετικά χαμηλά περιθώρια τόκων σε σύγκριση με τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες. Το χαμηλό ύψος καθαρού εισοδήματος από τόκους αντανακλά το υψηλό ποσοστό κρατικών χρεογράφων τα οποία στο μεγαλύτερο μέρος της περιόδου είχαν επιτόκια σημαντικά χαμηλότερα από τα επιτόκια χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα.

Επομένως, το ποσοστό καθαρών εσόδων από τόκους των ελληνικών εμπορικών τραπεζών δεν μπορεί να αποδοθεί και δεν απεικονίζει τη διαφορά μεταξύ των επιτοκίων χορηγήσεων και των επιτοκίων καταθέσεων, η οποία είναι σημαντική.

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 4, η Ελλάδα έχει τη μεγαλύτερη διαφορά μεταξύ επιτοκίων χορηγήσεων και επιτοκίων καταθέσεων από όλες τις χώρες που είναι πλήρη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Στην Ελλάδα, τα καθαρά έσοδα από άλλες πηγές ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού, σε αντίθεση με τα καθαρά έσοδα από τόκους, είναι τα υψηλότερα μεταξύ όλων των Ευρωπαϊκών χωρών. Τα καθαρά αυτά έσοδα λόγω του ότι είναι ιδιαίτερα υψηλά με τα διεθνή δεδομένα αποτελούν για τις τράπεζες μεγαλύτερη πηγή εσόδων από τόκους.

Αν ληφθεί υπόψη ότι η προσφορά νέων μορφών τραπεζικών υπηρεσιών που χρησιμοποιούνται για την εξασφάλιση έναντι κινδύνων (futures, options κ.λπ.) είναι σχεδόν ανύπαρκτη στην Ελλάδα, καταλήγει κανείς στο συμπέρασμα ότι η κύρια πηγή των εσόδων εκτός από τόκους είναι οι υψηλές προμήθειες και αμοιβές με τις οποίες οι ελληνικές τράπεζες χρεώνουν παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες.

Πίνακας 4

Επιτόκια και διαφορές επιτοκίων στην Ευρωπαϊκή Ένωση (1993)

	Επιτόκια		Διαφορά
	Καταθέσεων	Χορηγήσεων	
Ελλάδα	19,3	28,5	9,2
Βέλγιο	7,1	11,8	4,7
Γαλλία	-	-	-
Γερμανία	6,2	12,8	6,5
Δανία	6,5	10,4	3,9
Ιρλανδία	-	-	-
Ισπανία	9,3	12,7	3,4
Ιταλία	6,1	13,8	7,7
Λουξεμβούργο	6,0	8,5	2,5
Μ. Βρετανία	3,7	5,9	2,1
Ολλανδία	3,1	10,4	7,2
Πορτογαλία	11,0	16,4	5,4

Πηγή: Bank Profitability, OECD, Paris.

Το ύψος αυτό των εσόδων από πηγές εκτός τόκων είναι συνάρτηση του χαμηλού επιπέδου του τραπεζικού ανταγωνισμού στην Ελλάδα καθώς και του σχετικά μικρού σε σχέση με τις προηγμένες χώρες βαθμού απελευθέρωσης του τραπεζικού συστήματος.

Με την περαιτέρω απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος, τη λειτουργία της ενιαίας αγοράς και την πρόσφατη πλήρη απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων οι προοπτικές είναι ότι τα καθαρά έσοδα από πηγές εκτός τόκων θα πιεστούν προς τα κάτω.

Παράγοντες που θα συμβάλουν ουσιαστικά προς την κατεύθυνση αυτή είναι:

- η δυνατότητα εισαγωγής και εξαγωγής εμπορευμάτων από και προς χώρες μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης χωρίς τη διαμεσολάβηση των εγχώριων τραπεζών,
- η αναμενόμενη κατάργηση του συστήματος ανακατάθεσης των καταθέσεων σε συνάλλαγμα στην τράπεζα της Ελλάδος έναντι υψηλής προμήθειας, και
- γενικότερα η δυνατότητα εξυπηρέτησης των πελατών από πιστωτικά ιδρύματα άλλων χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Από τον συνυπολογισμό των καθαρών εσόδων από τόκους και από λοιπές πηγές προκύπτει ότι το ελληνικό τραπεζικό σύστημα μαζί με εκείνα της Ισπανίας, της Πορτογαλίας και της Ιταλίας παρουσιάζει τα υψηλότερα συνολικά περιθώρια κέρδους στην Ευρώπη. Η διαπίστωση αυτή αποτελεί σαφή ένδειξη της χαμηλής παραγωγικότητας και του ολιγοπωλιακού χαρακτήρα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

4.2 Κόστος λειτουργίας

Από την εξέταση των στοιχείων κόστους προκύπτουν τα εξής (Πίνακας 3):

- Τα λειτουργικά έξοδα ως ποσοστό του ενεργητικού αποτελούν δείκτη που επηρεάζεται από την ένταση του ανταγωνισμού αποτέλεσμα του οποίου είναι η

πίεση για μείωση του λειτουργικού κόστους. Επιπλέον όμως συνδέονται με την πολυπλοκότητα των τραπεζικών εργασιών. Ο δείκτης αυτός είναι ιδιαίτερα υψηλός στην Ελλάδα. Αντίθετα, στις χώρες της Κεντρικής Ευρώπης είναι κατά κανόνα χαμηλότερος.

- Το *κόστος εργασίας* στην Ελλάδα αλλά και στις χώρες της Μεσογείου αντιπροσωπεύει μεγάλο μέρος των λειτουργικών δαπανών. Αντίθετα οι χώρες της Βόρειας Ευρώπης που χαρακτηρίζονται και αυτές από υψηλά λειτουργικά έξοδα του τραπεζικού συστήματος όπως το Ηνωμένο Βασίλειο, η Νορβηγία, η Σουηδία και η Φινλανδία έχουν σχετικά μικρό εργατικό κόστος, γεγονός που υποδηλώνει τη σημασία που αποδίδει ο τραπεζικός τομέας των χωρών αυτών στην ανάπτυξη της τεχνολογίας και την αύξηση της παραγωγικότητας.

Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειωθεί ότι η ερμηνεία των διεθνών αυτών συγκρίσεων δεν είναι μονοσήμαντη και ως εκ τούτου πρέπει να γίνεται με προσοχή. Το υψηλό κόστος μπορεί να οφείλεται και στο γεγονός ότι το τραπεζικό σύστημα έχει ως κατεύθυνση την προσφορά υπηρεσιών με υψηλή ποιότητα ως προς την εξυπηρέτηση των πελατών (μεγάλο αριθμό υποκαταστημάτων κ.α.) και ως εκ τούτου η διαφορετική σύνθεση του προϊόντος δικαιολογεί υψηλότερο κόστος.

Από την άλλη πλευρά, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι οι ελληνικές τράπεζες προσφέρουν λιγότερα και όχι τόσο προηγμένα χρηματοπιστωτικά μέσα σε σχέση με το τραπεζικό σύστημα των ανεπτυγμένων χωρών. Έτσι:

- Παρά τα υψηλές λειτουργικές δαπάνες, τα *καθαρά έσοδα* ως ποσοστό του ενεργητικού είναι ιδιαίτερα υψηλό στην Ελλάδα, αλλά και στην Ισπανία, την Ιταλία, την Πορτογαλία και το Ηνωμένο Βασίλειο.
- Τα τραπεζικά συστήματα των χωρών αυτών, με εξαίρεση το Ηνωμένο Βασίλειο, παρουσιάζουν και τους υψηλότερους δείκτες κερδών προ φόρων. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπως έχει ήδη αναφερθεί, οι απαιτήσεις εμπειρέχουν υψηλό βαθμό κινδύνου, με αποτέλεσμα οι προβλέψεις για επισφαλείς απαντήσεις να είναι υψηλές. Το γεγονός αυτό επηρεάζει αρνητικά την κερδοφορία των τραπεζών.
- Τέλος, τα τραπεζικά συστήματα της Ελλάδος, της Ισπανίας, της Ιταλίας και Πορτογαλίας εμφανίζουν και τους υψηλότερους δείκτες κερδών μετά το φόρο.

5. ... Και πάλι η κερδοφορία και το κόστος λειτουργίας

Αν ως δείκτες ανταγωνιστικότητας χρησιμοποιηθούν τα αντίστοιχα μεγέθη ροών ως ποσοστά των *ακαθάριστων εσόδων* (Πίνακας 5, παρακάτω) οι διαφορές μεταξύ των χωρών είναι λιγότερο έντονες. Έτσι:

- Τα *λειτουργικά έξοδα* αντιπροσωπεύουν το 60-70% των ακαθάριστων εξόδων, με εξαίρεση την Πορτογαλία και το Λουξεμβούργο όπου η συμμετοχή είναι χαμηλότερη. Παρόμοια εικόνα παρουσιάζουν οι δαπάνες προσωπικού ως ποσοστό των ακαθαρίστων εσόδων.
- Σε ότι αφορά τα *κέρδη προ φόρων* επί των ακαθαρίστων εσόδων, το τραπεζικό σύστημα στην Ελλάδα παρουσιάζει το υψηλότερο ποσοστό στην Ευρώπη 25,7%, ενώ ποσοστό άνω του 20% έχουν η Ισπανία, η Ιταλία και η Πορτογαλία, αλλά και μεταξύ των χωρών της κεντρικής Ευρώπης η Γερμανία το Λουξεμβούργο και η Ολλανδία.

Πίνακας 5

Ανάλυση Αποτελεσμάτων Χρήσης Τραπεζών της Ευρωπαϊκής Ένωσης

- ως ποσοστό (%) των Ακαθάριστων Εσόδων -

	Καθαρά έσοδα από τόκους	Καθαρά έσοδα από μη τόκους	Λειτουργικές δαπάνες	Καθαρά έσοδα	Προβλέψεις (καθαρές)	Κέρδη προ φόρου	Κέρδη μετά τον φόρο	Δαπάνες προσωπικού
Ελλάδα	44,0	56,1	62,8	37,2	11,5	25,7	20,2	47,3
Βέλγιο	76,2	23,8	67,9	32,1	16,4	15,7	11,0	43,9
Δανία	85,5	14,5	66,6	33,4	34,6	-1,1	-3,3	41,2
Γερμανία	76,8	23,2	65,5	34,5	13,9	20,6	8,4	41,8
Ισπανία	81,7	18,3	61,2	38,8	13,6	25,3	18,7	39,3
Γαλλία	78,8	21,2	66,8	33,2	21,8	11,3	7,9	40,5
Ιταλία	74,6	25,4	63,3	36,7	12,7	23,9	14,4	44,9
Λουξεμβ.	72,8	27,2	38,6	61,4	36,0	25,4	16,5	20,4
Ολλανδία	71,4	28,7	69,2	30,8	11,8	19,0	14,2	40,0
Πορτογαλία	80,9	19,1	48,7	51,3	31,6	19,7	15,7	30,7
Ην. Βασίλειο	61,2	38,8	65,0	35,0	23,8	11,1	6,0	37,1
Νορβηγία	79,0	21,0	70,9	29,1	46,1	-17,0	-18,4	33,2
Αυστρία	72,4	27,6	66,3	33,7	19,8	20,5	17,3	39,1
Φιλανδία	49,0	51,0	105,7	-5,7	6,1	-11,8	-14,0	34,2
Σουηδία	70,2	29,8	84,4	15,6	-9,1	24,7	17,3	25,1

Πηγή: Bank Profitability, OECD, Paris.

Σε ανάλογα συμπεράσματα καταλήγουμε εάν χρησιμοποιηθούν ως δείκτες ανταγωνιστικότητας τα αντίστοιχα μεγέθη ροών ως ποσοστό του *Καθαρού Εισοδήματος* (Πίνακας 6, παρακάτω).

6. Σύνοψη

Από τη σύγκριση του Ελληνικού τραπεζικού συστήματος με τα αντίστοιχα των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης που προηγήθηκε γίνεται εμφανές ότι οι ελληνικές τράπεζες χαρακτηρίζονται από υψηλό ποσοστό καταθέσεων στην πλευρά του παθητικού και αντίθετα από χαμηλό ποσοστό δανείων στο σκέλος του ενεργητικού.

Παρά το υψηλό λειτουργικό και ιδιαίτερα το εργατικό κόστος, το ποσοστό των κερδών είναι ιδιαίτερα υψηλό, καθώς τα καθαρά έσοδα από τόκους και από άλλες τραπεζικές εργασίες είναι τα μεγαλύτερα μεταξύ των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Το χαρακτηριστικό αυτό αντανάκλα τον χαμηλό βαθμό ανταγωνισμού μεταξύ των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων και τον υψηλό βαθμό προστασίας έναντι του ξένου ανταγωνισμού που παρείχε το θεσμικό πλαίσιο στις ελληνικές τράπεζες μέχρι την πρόσφατη πλήρη απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων.

Πίνακας 6

Ανάλυση Αποτελεσμάτων Χρήσης Τραπεζών Χωρών της ΕΕ (1987-92)

- ως ποσοστό (%) του Καθαρού Εισοδήματος -

	Προβλέψεις	Κέρδη προ φόρου	Φόρος	Κέρδη μετά τον φόρο
Ελλάδα	31,9	68,1	14,4	53,6
Βέλγιο	50,6	49,4	14,7	34,7
Δανία	85,0	15,0	6,3	8,7
Γερμανία	40,1	59,9	35,5	24,4
Ισπανία	35,1	64,9	16,8	48,1
Γαλλία	65,7	34,3	12,0	22,4
Ιταλία	35,0	65,0	26,2	38,8
Λουξεμβούργο	58,6	41,4	14,5	27,0
Ολλανδία	38,3	61,8	15,8	45,9
Πορτογαλία	61,9	38,1	7,6	30,4
Ην. Βασίλειο	68,0	32,0	14,7	17,3
Νορβηγία	112,3	-12,3	4,8	-17,0
Αυστρία	66,2	62,6	9,6	53,0
Φιλανδία	48,6	61,5	13,8	37,7
Σουηδία	168,0	-68,0	-16,2	-51,8

Πηγή: Bank Profitability, OECD, Paris.

On the Structure of EU Financial System

by S. E. Lolos

March 1999

Contents¹

1. Introduction.....	2
2. Banks' Balance Sheets	2
2.1 On the asset side (see Table 1)	2
2.2 On the liabilities side (see Table 2)	3
3. Banks' Income and Expenditure	4
3.1 Income and expenditure (see Table 3).....	4
3.2 Shares of gross income (see Table 5)	5
4. Banking Market Structure (see Table 6)	5
5. The Broader Financial sector (see Tables 7-9).....	6
5.1 Ratios of assets to GDP (see Table 7)	6
5.2 Size of financial sector as a whole (see Table 7).....	6
5.3 Gross financial assets of the non-financial sector (see Table 7).....	6
5.4 The liabilities side for financial institutions (see Table 7)	7
5.5 Financial assets outstanding (see Table 7).....	7
5.6 Ratios of these various aggregates to total financial assets (see Table 8)	7
5.7 Summary ratios (see Table 9)	8

¹ Notes based, mainly, on Ph. E. Davis (1994), *The Structure of EU Banking and Financial Sectors*, European Monetary Institute, MES Department, 13 September.

1. Introduction

Purpose:

- To provide insight into the structure of the banking and financial sectors in the EU economies,
- To provide material which may be useful for analysis of the nature of the monetary transmission mechanism in the EMU.

The data employed for banks are the OECD harmonized data on banks' *balance-sheets* and *income-and-expenditure*.

2. Banks' Balance Sheets

Tables 1 and 2: Depict balance-sheets of banking sectors in EU countries in 1992. Note:

- Data *exclude off-balance sheet items* (e.g. derivatives), which may change or offset the positions implied by the on-balance sheet items.
- Data *aggregate sub-sectors* whose balance sheets may differ (such as savings banks and commercial banks).
- From Tables 1 and 2 we observe that there are significant differences between balance sheets of the banking systems in EU countries.

2.1 *On the asset side* (see Table 1)

Cash and balances at the central bank:

- They vary from over 8% of total assets in Italy, Portugal and Greece *to* under 1% in Belgium, France and Luxembourg.
- Differences across countries appear to be related to the role of reserve requirements as a monetary policy instrument.
- The data do not show whether or what proportion of the balances are remunerated, which again depends on the system of reserve requirements.
- Note also that reserve requirements have been reduced significantly in countries such as Spain, Italy and Germany, since 1992.

Interbank deposits:

- They are over 30% of assets in Luxembourg, France and Belgium and over 20% in Germany and the Netherlands.
- The function of such deposits is traditionally seen as partly *linked to banking structure* (whereby depositors may prefer to hold funds with larger than smaller banks, and the latter borrow on the interbank market to finance lending).
- *Or* it can be *a means of geographical diversification* for banks in local markets.
- In line with these suggestions, small countries and countries with large numbers of banks in relation to population, appear to have relatively large proportions of interbank claims.

Loans to non-banks:

- They *vary* from 25% in Luxembourg to 63% in the Netherlands. Are also over 50% in the United Kingdom, Denmark and Germany.
- Note that this is a *poor predictor* of the balance of the asset side between loans and securities (which is an important indicator of the potential substitutability of these types of asset).

Securities holdings:

- They amount to over 20% of assets in Belgium, Denmark and Greece and over 15% in Germany, Spain and Portugal.

A more detailed breakdown of securities holdings shows that:

- Bonds are the *major category*, except in Spain where short-term securities are the greatest sub-category.
- Bond holdings *range* from 5% in Luxembourg, to 20% in Belgium and 30% in Greece (in both of the latter countries the public debt is sizable).
- Shares and participation are fairly minor components of the aggregate balance sheet of banking sectors in EU countries, although they are more important in certain subsectors (e.g. the German universal banks).

2.2 *On the liabilities side* (see Table 2)

The amount of capital

- is *similar* in most countries, except Denmark, Spain, Italy and Portugal, where it is considerably greater (the Basle Accord aims at least a 4% of own capital).

Borrowing from the central bank:

- It reflects the system of monetary policy procedures and instruments.
- It is *sizable* in Germany, Denmark and Spain (where the loans are partly made at concessional terms, thus partly offsetting the burden of reserve requirements).

Inrerbank loans:

- They broadly *balance out* deposits recorded on the asset side in most countries.
- Except in Denmark and Belgium, where the domestic banking sector shows a deficit, and Luxembourg, which has a surplus.

As regards the balance between non-bank deposits and bond issues:

- A *marked volume* of bond issuance (over 10% of liabilities) is carried out by banks in Germany and the Netherlands, and over 5% in Belgium and France.
- Elsewhere *deposits predominate* as sources of debt finance from the non-financial sectors.
- In Germany banks have balancing holdings of bonds as assets and liabilities (around 12% of the balance sheet).
- Elsewhere there is mismatch.

- In the Netherlands banks have net liabilities in this category.
- Elsewhere, holdings as assets tend to exceed liabilities.

External claims and liabilities:

- They are as much as 87% in Luxembourg (reflecting its status as an offshore international banking centre).
- Other sectors with sizable external exposures are the Belgian, French and Dutch sectors.

3. Banks' Income and Expenditure

3.1 *Income and expenditure* (see Table 3)

- **Note:** Data as a *proportion of average balance sheet*.
- Data is time averaged over 1987-92, to take out cyclical fluctuations.
- Given the level of detail, we only focus on general points.

Interest income and interest expenses:

- They relate largely to the level of interest rates in the countries concerned.
- The difference between them, net interest income (**interest rate margin**) is related to bank profitability
- Also it is an indication of the level of competition.
- Interest rate margins are shown in **Table 4**.
- The *Spanish, Portuguese and Italian* margins vis-à-vis those in *Germany, Belgium, Luxembourg* and the Netherlands could be interpreted in this way.
- But balance-sheet structure will also affect margins.
- For example, the *United Kingdom and Denmark* show relatively wide margins, which may be related to a riskier pattern of lending over this period, which implies wider margins regardless of competition.
- The data on net provisions, which are highest in the UK and Denmark would seem to confirm this.
- Also, banks in *Luxembourg* have relatively narrow margins, reflecting the wholesale nature of their business.
- *Greek* banks, whose interest margins appear rather narrow, reflecting holdings of bonds on the asset side, seem to compensate for *reduced* net interest income with *larger volumes of non interest income*.
- Of the other countries, only the *UK, Italian and Portuguese* obtain income equivalent to over 1% of the balance sheet as non-interest income.

Operating expense:

- They may relate *both* to the competitive structure of the industry, where competition induces pressure to reduce costs, and the complexity of the business.
- There is again a North-South divide, with the South having higher expenses.
- Note that UK banks also have relatively high costs.
- But the *UK* banks have a lower ratio of staff costs to total expenses than the Southern European countries, suggesting high non-staff costs (e.g. technology).

Net income (the sum of income and expenditure):

- It is highest in *Spain, the United Kingdom, Greece* and *Italy*, and is also over 1% of the balance sheet in *Denmark*.
- But, as noted before, effects of net income on pre tax profits are offset by a high level of bad-debt provisions in the UK and Denmark.
- Pretax profits as a proportion of the balance sheet are accordingly highest in *Spain, Greece, Italy* and *Portugal*.

3.2 *Shares of gross income* (see Table 5)

- The comments so far relate largely to the *ratio of income flows to the balance sheet* (a measure of rates of return).
- But shares of gross income (i.e. *Income Statement elements over Gross Income*) are also of interest. (see also Table 5.a)
- There is a marked degree of *similarity* in terms of operating expenses relative to income, at 60-70% in all countries except Luxembourg and Portugal.
- Staff cost ratios again are very similar across the EU.
- Profits as a proportion of gross income are over 20% in *Spain, Italy, Greece* and *Portugal*
- Also in *Germany, Luxembourg* and the *Netherlands*.
- It is the *UK, France* and *Denmark* which show low profit shares in gross income.

4. **Banking Market Structure** (see Table 6)

The degree of concentration and of foreign entry to the banking sector may be relevant in influencing competitive conditions.

- Note that where *entry* of competitors is relatively *easy*, a banking sector may behave in a *competitive* manner because of the influence of potential competition (the contestable markets paradigm).
- The Single Market measures may have the effect of strengthening such potential competition.
- Concentration is relatively *high* in the *Netherlands* and *Denmark*, *intermediate* in *Belgium* and *France*, and *low* in *Germany, Italy, the UK* and *Spain*.
- Foreign entry is *high* in the *UK* and *Belgium*, although the former largely reflects the existence of the euromarkets rather than foreign penetration of retail banking.

- There is no obvious correlation with the width of margins.

5. The Broader Financial sector (see Tables 7-9)

- Tables 7-9 depict the *structure of the overall financial sector and of financing behaviour*, using national balance sheet data for 1993.
- Complete national balance-sheet data are **only** available for France, Germany, Italy, UK and Spain.
- There are some conceptual differences and measurement problems in the data.
- Hence, the data should be approached with caution and inferences drawn should be regarded as highly tentative.

5.1 Ratios of assets to GDP (see Table 7)

- *Banks'* balance sheets are larger in the UK than elsewhere. But the exclusion of an estimate of offshore euromarket volumes from both sides of the balance sheet gives a size comparable to France, and smaller than German banks.
- *Banks'* balance sheets in Italy and Spain are much smaller in relation to GDP than in the other three countries, although in the case of Spain the other depository institution sector makes up for this.
- *Total depository institutions* are *similar* in size in Germany, the UK and Spain, *smaller* in Italy and considerably larger in France.
- *Central bank balance sheets* are shown to be of varying sizes in relation to GDP, with the Bank of England being equivalent to only 5% of GDP (this is partly because foreign-exchange reserves count as an asset of the public sector).
- In contrast, the Bank of Italy and Bank of Spain have assets equivalent to over 20% of GDP.

5.2 Size of financial sector as a whole (see Table 7)

- The UK is much the largest, even if the euromarkets are excluded, reflecting the size of the institutional investor and other (securities houses etc.) sectors.
- The overall French financial sector is also larger than the others, given a sizable mutual fund sector .

5.3 Gross financial assets of the non-financial sector (see Table 7)

- These are almost twice as large in the *UK* and *France*, at five and a half times GDP, as elsewhere.
- Germany, Spain, Italy show similar level of around three times GDP.
- The *UK* has a larger share of financial assets for the household sector, partly reflecting the funded pension system, as well as overseas sector assets (liabilities of the domestic economy).

- *France* shows a much larger volume of corporate sector assets, owing to a large volume of shares and participation held between companies.
- Although such cross-holdings are often also held to be a feature of Germany, the ratio to company sector financial assets to GDP in that country is indicated to be comparable to the UK.
- The Italian household sector is second only to the UK in volume of financial assets, a large proportion being in the form of government debt.

5.4 *The liabilities side for financial institutions* (see Table 7)

- It mirrors the asset side, but there are sharp contrasts for the *non-financial sectors*.
- The volume of debt of the UK household sector exceeds that elsewhere, following the growth in borrowing after financial liberalization of the 1980s
- Public debt in Italy is shown to be around double that elsewhere.
- Again, overseas sector liabilities, i.e. UK residents' foreign asset holdings, including overseas direct investment, are considerably in excess of those elsewhere.
- UK and French companies have the highest level of liabilities (including equity).

5.5 *Financial assets outstanding* (see Table 7)

- Give an alternative way of analyzing financial structure.
- *Cash holdings* as a proportion of GDP are low in the UK and France (implying lower seigniorage at a given interest rate), while bank deposits are most sizable in Germany.
- The French banking sector, despite its size, apparently relies less heavily on deposits than do banks in other countries.
- Total volumes of securities, and their distribution between money market paper, equities and bonds, vary sharply.
- Total securities are four times GDP in the UK and France, and twice GDP elsewhere.
- Money market paper outstanding is sizable in France.
- Equities are sizable in the UK.
- Volumes of bonds outstanding are more comparable, at 0.4-1.0 times of GDP.
- Bank loans in Germany are double those elsewhere in relation to GDP, although this is partly compensated by 'other depositor' loans in the other four countries (i.e. the pattern partly reflects the broad definition of the banking sector in Germany).

5.6 *Ratios of these various aggregates to total financial assets* (see Table 8)

They tell a similar story, although they can be used to gain some further insight.

- For example, the balance between assets and liabilities of the financial and non-financial sectors is similar in the UK, Germany and Spain,

- The non-financial sectors hold relatively more financial assets and liabilities in France and Italy.

5.7 *Summary ratios (see Table 9)*

- Some of the patterns described above are deflected in the summary ratios.
- The *financial intermediation ratio* (*assets of financial institutions as a proportion of total financial assets*), which is 45% in the UK Germany and Spain and around 35% in France and Italy.
- The *size indicator* is the *ratio of total financial assets to GDP*, reflecting the overall scope of financing relations in the economy, which as noted is considerably larger in the UK and France than elsewhere.
- The *bank intermediation ratio* is the *ratio of bank assets to total assets of financial institutions*, which is much lower in the UK but similar elsewhere.
- The *internationalization ratio* shows the *asset holdings of the overseas sector as a proportion of the total*;

It is broadly comparable across the five countries but slightly higher in the UK and Spain.

- Finally, the *securitisation indicator* shows the *sum of securities outstanding as a proportion of total assets*, which is similar in the UK, France and Italy but much lower in Germany and Spain.

Table 1
EU Bank Assets as a percentage of Balance Sheet (1992)

	Cash & Balance with Central Bank	Interbank Deposits	Loans	Securities	(Bonds)	Other Assets
Greece	13,7	7,3	26,8	40,6	(29,2)	11,6
Belgium	0,2	38,0	30,5	27,0	(20,6)	4,4
Denmark	2,2	17,1	51,2	24,3	(12,9)	5,1
Germany	2,2	22,1	56,8	16,5	(10,9)	2,5
Spain	5,7	16,5	46,9	17,4	(6,6)	13,5
France	0,5	38,6	36,7	12,9	...	11,3
Italy	8,1	9,4	37,7	12,1	(10,9)	32,7
Luxembourg	0,2	59,0	24,7	9,5	(4,9)	6,6
Netherlands	2,4	21,2	62,9	11,1	(8,8)	2,5
Portugal	11,6	16,7	39,2	24,8	(14,5)	7,7
UK	1,3	15,1	57,6	10,7	...	15,3
Norway	0,8	6,8	76,7	11,1	(8,6)	4,6
Austria	1,9	28,7	52,4	10,5	(8,0)	6,5
Finland	3,4	3,4	61,0	16,6	(8,5)	15,6
Sweden	2,6	9,3	59,3	22,3	(6,7)	6,5

Source: Bank Profitability, OECD, Paris.

Table 2
EU Bank Liabilities as a percentage of Balance Sheet (1992)

	Capital & Reserves	Borrowing from Central Bank	Interbank Deposits	Deposits	Bonds	Other Liabilities
Greece	5,2	0,2	1,9	86,2	1,1	5,5
Belgium	4,2	0,0	46,6	36,9	7,0	5,2
Denmark	5,9	3,7	25,9	53,3	3,5	7,7
Germany	4,1	3,3	24,1	51,5	12,8	4,2
Spain	9,7	4,9	13,3	65,7	1,5	4,9
France	3,7	0,0	39,1	35,6	7,3	14,4
Italy	8,7	0,5	8,2	46,1	0,0	36,5
Luxembourg	3,5	...	43,7	42,5	4,7	5,6
Netherlands	4,0	0,5	23,7	46,3	13,4	12,1
Portugal	14,2	0,2	11,4	67,3	1,3	5,7
UK	4,2	...	...	86,8	3,3	5,8
Norway	3,5	6,4	8,3	66,7	10,6	4,4
Austria	4,9	0,0	29,9	44,7	16,2	4,3
Finland	5,4	1,1	2,9	51,7	9,9	28,9
Sweden	4,9	4,5	24,8	48,5	7,3	9,9

Source: Bank Profitability, OECD, Paris

Table 3

Income Statement as a percentage of Balance Sheet (1987-92)

	Interest Income	Interest Expenses	Net Interest Income	Non-Interest Income (net)	Gross Income	Operating Expenses
Greece	14,2	12,3	1,9	2,3	4,2	2,6
Belgium	9,5	8,0	1,5	0,5	2,0	1,3
Denmark	9,1	6,1	3,0	0,6	3,6	2,3
Germany	7,2	5,1	2,1	0,6	2,7	1,8
Spain	10,7	6,7	4,0	0,9	4,9	3,0
France	8,5	6,5	2,0	0,5	2,5	1,7
Italy	8,7	5,2	3,5	1,2	4,7	3,0
Luxembourg	8,8	8,0	0,9	0,3	1,2	0,6
Netherlands	...	...	1,8	0,7	2,5	1,7
Portugal	12,8	8,8	4,1	1,0	5,0	2,5
UK	10,9	7,8	3,1	1,9	5,0	3,3
Norway	12,3	9,0	3,3	0,9	4,1	2,9
Austria	7,6	6,7	1,8	0,7	2,5	1,6
Finland	9,3	7,5	1,8	1,9	3,7	3,7
Sweden	10,3	7,7	2,6	1,2	3,8	3,3

	Net Income	Provisions (net)	Profit before Tax	Profit after Tax	Distributed Profit	Staff Costs
Greece	1,6	0,5	1,1	0,9	0,5	1,9
Belgium	0,6	0,3	0,3	0,2	0,0	0,9
Denmark	1,2	1,2	0,0	-0,1	0,1	1,4
Germany	0,9	0,4	0,6	0,2	0,2	1,1
Spain	1,9	0,7	1,2	0,9	0,4	1,9
France	0,8	0,5	0,3	0,2	0,1	1,0
Italy	1,7	0,6	1,1	0,7	0,2	2,1
Luxembourg	0,7	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2
Netherlands	0,8	0,3	0,6	0,4	...	1,0
Portugal	2,5	1,6	1,0	0,8	...	1,6
UK	1,8	1,2	0,6	0,3	0,2	1,9
Norway	1,2	1,9	-0,6	-0,7	0,0	1,4
Austria	0,8	0,5	0,5	0,4	...	1,0
Finland	-0,1	0,3	-0,3	-0,4	0,1	1,3
Sweden	0,5	-0,4	0,9	0,7	0,1	0,9

Source: Bank Profitability, OECD, Paris.

Table 4
Interest Rates and their Margins in EU (1993)

	Interest Rate		Margin
	Deposits	Loans	
Greece	19,3	28,5	9,2
Belgium	7,1	11,8	4,7
France	-	-	-
Germany	6,2	12,8	6,5
Denmark	6,5	10,4	3,9
Ireland	-	-	-
Spain	9,3	12,7	3,4
Italy	6,1	13,8	7,7
Luxembourg	6,0	8,5	2,5
United Kingdom	3,7	5,9	2,1
Netherlands	3,1	10,4	7,2
Portugal	11,0	16,4	5,4

Source: Bank Profitability, OECD, Paris.

Table 5
Income Statement as a percentage of Gross Income (1987-92)

	Net Interest Income	Non-Interest Income (net)	Operating Expenses	Net Income	Provisions (net)	Profit before Tax	Profit after Tax	Staff Costs
Greece	44,0	56,1	62,8	37,2	11,5	25,7	20,2	47,3
Belgium	76,2	23,8	67,9	32,1	16,4	15,7	11,0	43,9
Denmark	85,5	14,5	66,6	33,4	34,6	-1,1	-3,3	41,2
Germany	76,8	23,2	65,5	34,5	13,9	20,6	8,4	41,8
Spain	81,7	18,3	61,2	38,8	13,6	25,3	18,7	39,3
France	78,8	21,2	66,8	33,2	21,8	11,3	7,9	40,5
Italy	74,6	25,4	63,3	36,7	12,7	23,9	14,4	44,9
Luxembourg	72,8	27,2	38,6	61,4	36,0	25,4	16,5	20,4
Netherlands	71,4	28,7	69,2	30,8	11,8	19,0	14,2	40,0
Portugal	80,9	19,1	48,7	51,3	31,6	19,7	15,7	30,7
Unit. Kingdom	61,2	38,8	65,0	35,0	23,8	11,1	6,0	37,1
Norway	79,0	21,0	70,9	29,1	46,1	-17,0	-18,4	33,2
Austria	72,4	27,6	66,3	33,7	19,8	20,5	17,3	39,1
Finland	49,0	51,0	105,7	-5,7	6,1	-11,8	-14,0	34,2
Sweden	70,2	29,8	84,4	15,6	-9,1	24,7	17,3	25,1

Source: Bank Profitability, *OECD*, Paris

Table 5 a

Income Statement as a percentage of Net Income (1987-92)

	Provisions	Profit before Tax	Tax	Profit after Tax
Greece	31,9	68,1	14,4	53,6
Belgium	50,6	49,4	14,7	34,7
Denmark	85,0	15,0	6,3	8,7
Germany	40,1	59,9	35,5	24,4
Spain	35,1	64,9	16,8	48,1
France	65,7	34,3	12,0	22,4
Italy	35,0	65,0	26,2	38,8
Luxembourg	58,6	41,4	14,5	27,0
Netherlands	38,3	61,8	15,8	45,9
Portugal	61,9	38,1	7,6	30,4
Unit. Kingdom	68,0	32,0	14,7	17,3
Norway	112,3	-12,3	4,8	-17,0
Austria	66,2	62,6	9,6	53,0
Finland	48,6	61,5	13,8	37,7
Sweden	168,0	-68,0	-16,2	-51,8

Source: Bank Profitability, OECD, Paris.

Table 6

Indicators of Banking Market Structure (1990)

	5-firm concentration	Foreign bank share
Belgium	55	47
Denmark	77	1
Germany	26	4
France	35	10
France	49	11 (1987)
Spain	35	10
Italy	38	3
United Kingdom	31	47
Netherlands	84	10

Source: Davis (1994)

Effects of EMU on the EU banking systems

by S. E. Lolos

May 1999

Contents¹

1. Introduction
2. Recent Developments in the EU Banking Systems
 - General Developments
 - Bank Profitability
3. Effects of EMU on Banking Activities
4. Effects of EMU on Banking Structure
 - Banking Capacity, Concentration
 - Disintermediation
5. Effects of EMU on Banks' Strategies
 - Internationalisation
 - Geographical Diversification
 - Mergers & Acquisitions
6. Effects of EMU on Banking Risk
7. Main Results - Summary

1. Introduction

Discussion of possible effects of Economic and Monetary Union (EMU) on the EU banking systems.

Evaluation of how banks are responding to the related forces for change, in terms of banking:

- activities
- structure
- strategies, and
- risk

¹ Notes based, mainly, on *The Possible Effects of EMU in the Banking Systems in the Medium to Long Term*, European Central Bank, Frankfurt, February. 1999 (<http://www.ecb.int>).

2. Recent developments in the EU banking systems

2.1 General developments

- First, further decreases in *interest rates* recorded in 1998.

This downward trend was especially pronounced in EU countries which were still recording a substantial differential with long-term German rates.

As a consequence, the banks concerned have made substantial gains on their securities portfolios: In the short term, the decrease in interest rates is beneficial to banks due to capital gains and increased income from maturity transformation. In the long term, a low level of interest rates will reduce the margin earned by banks on their interest-free or low interest rate resources.

- Second, against the rather favourable intra-European developments, the protracted Asian financial crisis, the developments in Russia and Latin America and the prolonged difficulties in the Japanese banking sector have been and continue to be a source of concern.

Time will be necessary to assess all financial consequences for the EU banking systems.

In particular, the impact of the increased provisioning for doubtful loans on banks' profit and loss accounts has not yet been fully assessed.

- Third, a shift on the assets side from the public to the private debtors has been observed as a consequence of the reduction in public debt due to the Stability and Growth Pact.

The consolidation of this process might entail a more risky asset profile of credit institutions.

- Fourth, an increase in mergers and acquisitions within the EU banking systems has been a part of a wider trend affecting other regions of the world and other sectors.

Some of the mergers and acquisitions have occurred on a cross-border basis.

2.2 Bank Profitability

Reversal in the downward trend in *profitability* in EU in the period 1994-97 (see **Table² 9**):

- Average return on equity (*ROE*) has increased from a low of 8.1% in 1994 to 11.1% in 1996, while average return on assets (*ROA*) rose, during the same period, from 0.42% to 0.54%.

The 1997 figures tend to stagnate at the 1996 level.

- Despite its recent improvement, *bank profitability* in the EU is still at a *lower level than in the United States*, where banks are recording, on average, a ROE in the range of 20% according to OECD data and in the range of (a historically high) 15% of ROE for commercial banks according to data published by the US Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC).

² Note that all Tables refer to *The Possible Effects of EMU in the Banking Systems in the Medium to Long Term*, European Central Bank, Frankfurt, February 1999 (<http://www.ecb.int>).

- Those good results were mainly due to favourable economic conditions. This is reflected by both the 1994 to 1997 increase in non-interest income and the relative reduction in net provisions.
- One of the reasons is the *downward trend in interest rates*, which contributed to the boosting of capital gains and, more generally, trading and underwriting activities.

However, this additional income has to be considered to a large extent as a windfall gain: Despite those favourable cyclical conditions which prevailed until recently, the more general pressure on bank profitability still exists, given that the overall net interest margin has continued to decrease over recent years and that costs are reduced at a rather slow pace.

3. Effects of EMU on banking activities

Results from *interviews* (mid-1997 to spring 1998), to investigate banks' own assessment on different banking activities:

- Bankers were of the opinion that *EMU* would mainly *reinforce existing trends* in the banking industry.
- A majority of banks expected their *overall profitability* to be *negatively affected* after the introduction of the *Euro* (but size of profitability loss considered relatively *small*).
- *Small and medium-sized* banks generally more *pessimistic* than large ones.
- A slight *positive change* in banks' assessments occurred in *spring 1998* (attributed to favourable macroeconomic situation and improved profitability).

The *establishment of EMU* expected to affect various banking activities in different ways:

- The *reduction in foreign exchange activity* of currencies replaced by the Euro was regarded by banks as the *main negative consequence* of EMU.
- However, banks are likely to *increase their money and especially securities market activities* to counterbalance lower revenues from foreign exchange trading.
- The introduction of the Euro and the single monetary policy will favour *the setting-up of deep and liquid integrated money and capital markets that will generate growth*.
- The introduction of the Euro and the single monetary policy will also *trigger further competition*.
- The *reduction of government debt* (owing to fiscal consolidation under EMU) is likely to *boost the spreading of other securities* (possibly the securities activities of banks).
- Retail deposit business might be affected since the low interest rate environment would *induce* customers to seek *alternative investments to deposits*.
- *Lending business might be favoured* by the positive macroeconomic environment brought about by EMU, but the expected further securitisation and disintermediation might operate in the reverse direction (see below).
- Correspondent banking services likely to decrease (owing to the centralization of treasury functions at large banks).

The final result on banking activities will depend on the interaction among all the above factors that is *difficult to predict*.

4. Effects of EMU on banking structure

4.1 *Banking Capacity (Tables 4)*

EMU is expected to *reinforce* the current tendency in the EU banking systems towards a *reduction of banking capacity*.

- There are good reasons to assume that *excess capacity* exists in several Member States. A result of imperfect competition and/or active regulation in the past.

Already a reduction in capacity in many countries over the past few years.

- EMU is expected to exert *further pressure* towards the reduction of excess capacity (through increased competition).

In particular, the branch network and staffing levels are expected to be affected. Thus enabling banks to achieve efficiency gains.

- Note, also, the high concentration of the banking system (**Tables 3**)

4.2 *Disintermediation (reduction of the share of banks in the borrowing or saving activities within an economy) (Tables 1 and 2)*

EMU is likely to *speed up* the process of *disintermediation* which already under way in the EU banking systems.

- Over the past few years, the relative importance of credit institutions has *decreased* in the majority of Member States in favour of institutional investors (investment funds, insurance companies and pension funds) (**Table 1.1a**)
- Although this took place in a context within which financial assets (including assets of credit institutions) increased in general at a considerably higher pace than GDP.
- Among the institutional investors, *investment funds* recorded the highest rate of growth (**Table 1.2a**).

However, in many Member States, more than 80% of undertakings for collective investments in transferable securities are controlled by banks (**Table 1.2b**).

- Increase in pension funds lower (**Table 1.3**)
- Institutional investors are expected to continue to grow mainly owing to demographic and social changes.
- In terms of the relative importance of the different financial instruments, disintermediation is still at an early stage (e.g. with regard to the use of commercial paper or private bonds instead of bank credit) and it is *difficult to foresee the possible effects of EMU* (See **Tables**

2)

- One aspect relates to the consolidation efforts under way in public finance in the EU countries and entails a possible reduction in the issuance of government bonds (**Table 2.8**).
- In addition, as the single currency will increase market liquidity, the lower costs associated with commercial paper or bonds are expected to encourage the issuance of these instruments, thus giving a boost to disintermediation.

5. Effects of EMU on banks' strategies

EMU will create a more competitive environment and put further pressure on banks' profitability.

In view of these challenges, EU banking systems have already adopted (or are in the process of devising) appropriate *strategic responses*.

Banks are devising *strategic responses* in **three main directions**:

I. Through improvements in services and procedures

(concerning the quality of services, staff and IT; risk management and internal control systems, cost-cutting and efficiency improvements);

II. Through changes in product ranges

(shift from operating services to consulting; reconsideration of product ranges, development of alternative sources of income, e.g. through geographical expansion);

III. Through mergers, strategic alliances and co-operation agreements.

All these are undertaken *for a variety of reasons*:

- cost and efficiency improvements (economies of scale and scope),
- product diversification,
- new distribution channels (electronic banking), and
- geographical expansion.

5.1 Internationalisation (Tables 5)

Further internationalisation of the EU banking systems can be expected to occur under EMU.

Currently, the level of internationalisation of most EU banking systems is relatively *low*.

The EU countries (with the exception of E, LU, UK) are reporting a domestic market share of branches and subsidiaries from foreign countries below 11%.

This may be, at least partly, caused by still existing legal, fiscal and institutional obstacles.

A higher degree of internationalisation might help banks to ensure a sound preparation for future waves of international competitive pressure.

5.2 Geographical Diversification (Table 7)

With regard to geographical diversification in bank lending, the EU banking systems seem to have adopted an important, if not leading, role as *international lender* in comparison with other banking systems.

- This may partly be explained by increased diversification efforts in view of EMU, but can also be seen as a sign of excess capacity and liquid funds, market saturation and/or lower growth rates within the EU, and lower returns on investment within the EU than elsewhere.
- As of mid-1998, total lending by EU banks to all reported emerging, transitional or developing “BIS debtor countries” amounted to 57% of all international banks’ lending, compared with 14% for Japan and 12% for the United States.
- The rest is covered by Swiss, Canadian and other banks.
- The recent financial crisis prevailing in emerging countries might induce the EU banks to become more cautious in the process of geographical diversification.

5.3 Mergers and Acquisitions (M&As) (Table 8)

Difficult to assess the extent of mergers and acquisitions (M&As) triggered by EMU, since similar activity is observed elsewhere (USA, Canada and Japan).

The current wave of M&As in EU banking seems to indicate that many *credit institutions are reconsidering their strategies*.

Two main types of mergers are observed at the EU level.

- I. *Strategic mergers*, involving at least one large player, aimed at repositioning in the EMU markets.
- II. *Mergers to mop up excess capacities* (in smaller banks): to reduce excess capacity in local retail bank area, to consolidate central functions (e.g. IT services) and to resolve solvency problems from bad debts.

Note also, that:

- The establishment of EMU will require a revision of the notion of “local”, “regional” and “national” markets.
- Seems to be room for further consolidation within the EU banking systems (degree of concentration in EU is low: 10-15%, against 18% for US banks).
- Strategic choices are gaining additional importance at a time when considerable structural pressures for change are mounting and strategic mistakes (failure to react or acting in an ill-prepared manner) may undermine the soundness of the institutions in question.

6. Effects of EMU on banking risks

The establishment of EMU is likely to have a *significant impact* on the risks incurred by banks in their activity.

The positive macroeconomic effects of EMU are expected to mitigate credit risk in the euro area. But a number of factors could operate in the reverse direction.

- First, the possibility exists of a concentration of likely “EMU losers” among individual banks’ debtors that could increase credit risk.
- Second, individual small and medium-sized enterprises, in particular, may face the risk of not being adequately prepared with regard to their systems and strategies concerning EMU and the Year 2000 with possible spillover effects into the banking system.
- Third, under competitive pressure banks might shift their business towards *more profitable* but also *more risky* business.

Market risk under EMU is expected to decrease, especially with regard to foreign exchange and interest rate risk. It is likely that banks will seek to replace a part of their lost foreign exchange business with new or increased involvement in non-EMU markets with the possibility of increased *country risk*.

Liquidity risk is likely to decrease owing to deeper and more liquid markets within the euro area.

Legal risks and *operational risks* may be relevant in the short-term owing respectively to the overall new legal environment in the euro area and the necessary system adaptations for the transition to the euro and the imminent Year 2000 problem.

7. Main Results and Summary

- We discussed the possible effects of Economic and Monetary Union (EMU) on the EU banking systems
- We made an evaluation of how banks are responding to the related forces for change.

Main result: EMU is likely to act as a catalyst to reinforce already prevailing trends in the EU banking systems (in the medium and long term).

In particular, EMU is expected:

- to reinforce the pressure for the reduction of existing excess capacity,
- to put profitability under pressure,
- to increase internationalisation and geographical diversification, also outside EMU,
- to increase conglomeration and mergers & acquisitions,
- to increase considerably overall competition in banking within the Euro area,

Over the *recent past* (last few months) EU banks:

- Seem to have increased significantly their awareness of the challenges that EMU will bring in the medium and long term.
- Have started reconsidering their strategic orientation. This should be seen as a very positive aspect.
- Also, the favourable situation of profitability recorded in the recent past by the EU banking systems strengthens their position in the new environment.

Two **relevant aspects** should, however, be borne in mind:

- First, in the *short-term*, the possible protracted nature of the Asian and Russian crises, the possible further spill over effects of developments in Latin America or other emerging markets and the Year 2000 problem might represent a dangerous combination for the EU banking systems.
- Must also mention the revenue and cost implications of the transition to the euro.
- The current international crises (including Yugoslavia) represent a source of uncertainty for the future profitability of EU banks exposed to crisis-stricken countries.
- Second, in the *medium-term*, the negative effects of the structural adjustment process in the EU banking systems could be concentrated in strategically unfavourably placed banks that may not cope with the risks and difficulties associated with the adaptation to that process.

Nevertheless, in the *longer-term*, the adjustment process should result in a stronger and fitter banking sector and generate customer gains due to increased competition.

In addition, the transition to a stable monetary environment should bring positive effects to the EU banking systems (to be felt especially by the national banking systems previously operating in a high inflation environment).