

Α.Ε.Β. 600

PL 2000 - 0499

ΤΕΙ ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ: ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ

**ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ  
ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ**



Σπουδαστές

Χαρίλαος Σταθόπουλος      Εξάμηνο Πτυχίο ΙΙΙ

Δημήτριος Χρυσικόπουλος   Εξάμηνο Πτυχίο ΙΙΙ

Παναγιώτης Κούτρας      Εξάμηνο Πτυχίο ΙΙ

Εισηγητής

ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΔΗΜΗΤΡΟΥΚΑΣ

1996

## ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ

### ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η μελέτη αυτή σκοπό έχει να δώσει αφενός μια συνθετική εικόνα του μετασχηματισμού που χαρακτηρίζει τον ελληνικό χρηματοπιστωτικό χώρο στην τελευταία περίπου δεκαετία και αφετέρου να διαγράψει τις κεντρικές τάσεις και τη δυναμική του, όπως αυτές φαίνεται να διαμορφώνονται στην προοπτική της διεθνοποίησης και της ενοποίησης στο χώρο της Ευρωπαϊκής Κοινότητας.

Κάτω από την πίεση πολλαπλών σημαντικών μεταβολών τόσο στο εσωτερικό της οικονομίας, όσο και στο διεθνές επίπεδο, το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα στη δεκαετία του 1980 περνάει σε συνθήκες έντονων πιέσεων, καθώς από τη μια πλευρά δέχεται τους αντίκτυπους της συνολικής κρίσης της οικονομίας, και από την άλλη το ίδιο περνάει από καθεστώς προστατευτισμού σε συνθήκες όλο και εντονότερου ανταγωνισμού. Στην περίοδο αυτή, το πιο χαρακτηριστικό στοιχείο είναι το σταδιακό πέρασμα της οικονομίας σε συνθήκες ανοικτού ανταγωνισμού και η κρίση που δημιουργείται σε σημαντικά τμήματα του παραγωγικού συστήματος, κυρίως λόγω αδυναμίας άμεσης προσαρμογής τους στα νέα δεδομένα, αλλά και λόγω συνεχών αθροιστικών πιέσεων, στις οποίες πολλές επιχειρήσεις αδυνατούν να ανταπεξέλθουν. Η ανατροπή και-ριων χρηματοοικονομικών ισορροπιών σε σημαντικούς επιχειρησιακούς φορείς της οικονομίας και η εμφάνιση των προ-

βληματικών ή γενικότερα των υπερχρεωμένων επιχειρήσεων, στις οποίες συγκαταλέγονται αρκετές από τις πιο σημαντικές μονάδες διαφόρων κλάδων, είχαν ουσιαστικό αντίκτυπο στο τραπεζικό σύστημα.

Γενικά, οι χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις της Ελλάδας αντιμετωπίζουν σήμερα σημαντικά προβλήματα, λόγω του μεγάλου βάρους που φαίνεται να έχουν τα ακινητοποιημένα δάνεια στο χαρτοφυλάκιο τους. Το τραπεζικό σύστημα δέχτηκε τις επιπτώσεις της "εξυγίανσης" άλλων τομέων παραγωγής, λόγω της απελευθέρωσης των αγορών προϊόντων στα πλαίσια της Ε.Κ. Τα φαινόμενα της αποβιομηχάνισης και της κρίσης μιας σειράς τομέων παραγωγής (κυρίως στη μεταποίηση) στη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας, η πίεση του ανταγωνισμού πάνω στους τομείς αυτούς, η μετατροπή σημαντικών βιομηχανικών επιχειρήσεων σε προβληματικές επιχειρήσεις και η γενικότερη διαδικασία προσαρμογής σε συνθήκες ανοικτής οικονομίας δημιούργησαν σοβαρά προβλήματα στο μη-τραπεζικό τομέα, με σοβαρότατους αντίκτυπους και στις τραπεζικές μονάδες.

Οι τελευταίες δέχθηκαν τις επιπτώσεις των εξελίξεων αυτών, με αποτέλεσμα να υποστούν σημαντικές πιέσεις, που εκφράστηκαν στο επίπεδο της ανταγωνιστικής τους ικανότητας, αποδοτικότητας και ευελιξίας προσαρμογής στις νέες συνθήκες ανταγωνισμού.

Εκτός όμως από τα προβλήματα των επιχειρησιακών μονάδων, και οι διογκούμενες ανάγκες του δημοσίου σε χρηματικούς πόρους άσκησαν πιέσεις στο πιστωτικό σύστημα, καθώς ένα αυξανόμενο ύψος των χρηματοοικονομικών διαθεσίμων του

τραπεζικού συστήματος κατευθυνόταν σε τοποθετήσεις με χαμηλή απόδοση για τις τράπεζες. Επίσης, η αδυναμία του δημοσίου να ανταποκριθεί στις ανειλημμένες υποχρεώσεις του απέναντι στο τραπεζικό σύστημα μετακύλισε σημαντικά βάρη στις κρατικές τράπεζες.

Ωστόσο, στη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας, η πιο κρίσιμη μεταβολή συντελείται στις ίδιες τις παραμέτρους που προσδιορίζουν τους κανόνες παιχνιδιού στο χρηματοπιστωτικό χώρο, και που μπορούν να συνοψισθούν στα εξής:

α) Η σχετικά ταχύρρυθμη απελευθέρωση του συστήματος και κάποιος περιορισμός του-ασφυκτικού- κρατικού παρεμβαιτισμού στη λειτουργία των τραπεζών, σε σύγκριση με προγενέστερες περιόδους. Ιδιαίτερα η αποδυνάμωση του προστατευτισμού γίνεται αισθητή, όχι μόνο με τη σταδιακή κατάργηση των επιδοτούμενων επιτοκίων προς τις μη τραπεζικές επιχειρήσεις, αλλά και προς τις τράπεζες τις ίδιες (π.χ. ομόλογα επενδυτικών τραπεζών, κρυφές επιδοτήσεις εμπορικών τραπεζών, κ.ά.).

Γενικότερα, το πιστωτικό σύστημα συνολικά λειτούργησε στο παρελθόν σε μια αγορά της οποίας κεντρικό χαρακτηριστικό ήταν ο προστατευτισμός και οι κρατικές παρεμβάσεις στις τιμές των αγορών χρήματος και κεφαλαίου.

Σήμερα, βαθμιαία, οι αγορές απελευθερώνονται, οι κανόνες του παιχνιδιού μεταβάλλονται, οι φορείς πιστωτικών - τραπεζικών υπηρεσιών πολλαπλασιάζονται και διαφοροποιούνται, και οι ανταγωνιστικές πιέσεις, τόσο στο πεδίο του κόστους, όσο και σε αυτό του είδους των παρεχόμενων υπηρεσιών, καθώς και της σύνθεσής (πακέτο) τους, αποτελούν

νέα δεδομένα για κάθε πιστωτικό οργανισμό.

Η ένταση του ανταγωνισμού, πέρα από την εσωτερική διάσταση, παίρνει όλο και εντονότερα διεθνή διάσταση. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι αυτό στο οποίο κατ'εξοχήν εκφράζονται οι τάσεις "παγκοσμιοποίησης" (globalization), που δίνουν ένα νέο προσανατολισμό στο όλο πλέγμα ανταγωνιστικών σχέσεων μεταξύ επιχειρήσεων και χωρών σε παγκόσμια κλίμακα.

Ως "παγκοσμιοποίηση" δεν χαρακτηρίζεται απλώς το φαινόμενο της παγκόσμιας επέκτασης των τραπεζών σε περισσότερους χώρους εγκατάστασης, φαινόμενο που κυριάρχησε στη δεκαετία του 1960 και μετά. Χαρακτηριστικό της παγκοσμιοποίησης είναι το ευρύ πλέγμα διαδικασιών και σχέσεων, ως αποτέλεσμα του οποίου οι επιχειρήσεις, οι βιομηχανίες και οι χώρες αποκομίζουν ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα με την ολοκλήρωση δραστηριοτήτων σε παγκοσμιοποιημένη κλίμακα. Στη διαδικασία αυτή, η παγκοσμιοποίηση δημιουργεί νέα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα για τις επιχειρήσεις που συμμετέχουν σε αυτήν, τα οποία είναι ανεξάρτητα από συγκεκριμένα προϊόντα και διαδικασίες. Προκύπτουν από το οργανωτικό σχήμα που υιοθετείται από τις παγκοσμιοποιούμενες επιχειρήσεις, που δημιουργεί σωρευτικά νέα πλεονεκτήματα για αυτές. Αυτό σημαίνει ότι τα πλεονεκτήματα αυτά δεν είναι δεμένα με κάποιο γεωγραφικό χώρο. Δεν συνδέονται πλέον με χώρο εγκατάστασης, αλλά με την οργάνωση μίας επιχείρησης συνολικά.

Η μεταβολή αυτή έχει κρίσιμες επιπτώσεις στο ανταγωνιστικό περιβάλλον και στις ανταγωνιστικές σχέσεις και ικα-

νότητες των ελληνικών τραπεζών. Μάλιστα η ενοποίηση της χρηματοπιστωτικής αγοράς στο επίπεδο της Ευρωπαϊκής Κοινοότητας συνεπάγεται το μετασχηματισμό των ανταγωνιστικών δομών και σχέσεων με ρυθμούς που δημιουργούν σοβαρά προβλήματα και πιέσεις προσαρμογής στις ελληνικές τράπεζες.

β) Εκτός από το πέρασμα σε συνθήκες έντονου ανταγωνισμού, μια δεύτερη κρίσιμη μεταβολή συνίσταται στην ανάδειξη της καινοτομίας σε χαρακτηριστικό παράγοντα ευελιξίας και εμπλουτισμού του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η τεχνολογία, με την ευρύτερη έννοια, και τα καινοτομικά αποτελέσματα στα οποία οδηγεί χαρακτηρίζουν όχι μόνο το πεδίο παραγωγής των "μη-τραπεζών", αλλά και τις τραπεζικές δραστηριότητες τις ίδιες. Ως αποτέλεσμα της διαδικασίας αυτής νέες μορφές ανταγωνισμού αναπτύσσονται, οι οποίες προϋποθέτουν διαφορετικά ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα και οδηγούν σε νέες ιεραρχήσεις μεταξύ των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, αλλά και μεταξύ χρηματοπιστωτικών συστημάτων συνολικότερα.

γ) Τρίτο στοιχείο αποτελεί η εμφάνιση νέων φορέων στη διαχείριση των χρηματοπιστωτικών πόρων, που είτε διευρύνουν το φάσμα των τραπεζικών οργανισμών είτε ανήκουν σε διαφορετικές κατηγορίες δραστηριότητας, συμπληρωματικές στο τραπεζικό σύστημα. Έτσι, το τραπεζικό σύστημα υπόκειται σε ανταγωνιστικές πιέσεις που προέρχονται όλο και περισσότερο από μη τραπεζικούς φορείς. Το Χρηματιστήριο, οι εταιρίες επενδύσεων, οι εταιρίες leasing, τα ασφαλιστικά ομόλογα, η ανάπτυξη των ασφαλειών ζωής, αποτελούν δραστηριότητες που ανταγωνίζονται το παραδοσιακό τραπεζικό σύστημα

στην παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και στη διαχείριση πόρων.

Η ανάπτυξη αρκετών από τις εργασίες αυτές γίνεται από τις υφιστάμενες τράπεζες. Ωστόσο, η εξειδικευμένη γνώση που απαιτείται, οδηγεί συχνά στην ανάγκη συνεργασιών με ξένους φορείς. Έτσι, οι πολυεθνικές τράπεζες και γενικότερα χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί επεκτείνονται στην ελληνική αγορά στη φάση αυτή περισσότερο μέσα από τις εξειδικευμένες αυτές δραστηριότητες και λιγότερο με την εγκατάσταση τραπεζών παραδοσιακής μορφής.

Τα παραπάνω στοιχεία δεν επικεντρώνονται μόνο στην Ελλάδα. Χαρακτηρίζουν γενικότερα τις αλλαγές στον ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό χώρο, αλλά και στις άλλες περιοχές με ανεπτυγμένα χρηματοπιστωτικά συστήματα. Αποτέλεσμα των τάσεων αυτών είναι τα τραπεζικά ιδρύματα γενικότερα να υποστούν στη δεκαετία του 1980 μια έντονη πίεση πάνω στα κέρδη και στις επιδόσεις τους. Στην Ελλάδα, στην περίοδο αυτή των παραπάνω αλλαγών, τα προβλήματα που προέκυψαν για ευρύτερα τμήματα των μη τραπεζικών επιχειρήσεων επέτειναν ίσως τα προβλήματα προσαρμογής του τραπεζικού συστήματος και τη δυνατότητα χάραξης πολιτικών για τη στόχευση μιας νέας ισορροπίας. Στη φάση αυτή ουσιαστικά οι τράπεζες, όπως και η οικονομία συνολικότερα, καλούνται να πληρώσουν το τίμημα της χαμηλής ανταγωνιστικής ικανότητας που έχουν σωρεύσει στο παρελθόν, καθώς το πέρασμα σε διεθνικές μορφές ανταγωνισμού αίρει το προστατευτικό πλέγμα μέσα στο οποίο κινούνται.

Στόχος της μελέτης αυτής είναι ο προσδιορισμός των πα-

ραγόντων εκείνων που παίζουν καθοριστικό ρόλο στη δυναμική του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος, τόσο σε εθνική, όσο και σε διεθνή βάση, έτσι ώστε να γίνει εφικτή η διαμόρφωση πολιτικών που θα επιτρέψουν την προσαρμογή των ελληνικών τραπεζών στα νέα δεδομένα της αγοράς.

Ενας απ' αυτούς τους παράγοντες, για τον οποίον θα μιλήσουμε αναλυτικά στη συνέχεια, είναι και τα επιτόκια.

Γενικά, θα μπορούσαμε να πούμε ότι

Το επιτόκιο είναι ένα από τα ισχυρότερα όπλα που διαθέτει η κεντρική τράπεζα για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής της:

Συγκεκριμένα:

Με τη ρύθμιση και έλεγχο των επιτοκίων, η κεντρική τράπεζα μπορεί να ρυθμίζει και να ελέγχει:

α) Τις χορηγήσεις δανείων (πιστώσεων) των εμπορικών τραπεζών στο εξωτραπεζικό κοινό.

β) Τις χρηματοδοτήσεις των αναγκών του Δημοσίου Τομέα. Παραδείγματος χάρη, μία αύξηση των επιτοκίων κάνει πιο ελκυστική την αγορά των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου και έτσι διοχετεύεται χρήμα για χρηματοδότηση των δημοσίων δαπανών.

γ) Τις τιμές του εξωτερικού συναλλάγματος και γενικότερα τις ροές της οικονομίας προς το εξωτερικό.

Στην οικονομική επιστήμη αναπτύχθηκαν διάφορες θεωρίες οι οποίες ασχολήθηκαν με τον τόκο και το επιτόκιο και προσπαθούν να δώσουν απαντήσεις στα πιο κάτω κύρια ερωτήματα:

α) Πως προσδιορίζεται το επίπεδο του επιτοκίου και



β) Ποιοί παράγοντες επηρεάζουν τη διάρθρωση των επιτοκίων.

Οι θεωρίες που αναπτύχθηκαν και ασχολούνται με τον προσδιορισμό του επιπέδου του επιτοκίου διακρίνονται σε δύο βασικές ομάδες:

α) Οι πραγματικές θεωρίες που εξετάζουν τον τόκο σαν αποτέλεσμα της εξέλιξης της αποδοτικότητας του κεφαλαίου, με κύριο εκπρόσωπο τον κλασικό μηχανισμό προσδιορισμού του επιτοκίου.

β) Οι νομισματικές θεωρίες που βασίζονται στην ανάλυση του επιτοκίου, σαν αποτέλεσμα της προσφοράς και της ζήτησης χρήματος.

Υπάρχουν και οι ενδιάμεσες θεωρίες, όπως η θεωρία των δανειακών κεφαλαίων, που υποστηρίζει ότι το επίπεδο του επιτοκίου καθορίζεται από την προσφορά και ζήτηση δανειακών κεφαλαίων.

Παρακάτω θα εξετάσουμε:

α) Τον καθορισμό της τιμής του επιτοκίου βάσει της κλασικής θεωρίας.

β) Τον καθορισμό της τιμής του επιτοκίου βάσει της προσφοράς και ζήτησης χρήματος και

γ) Τον καθορισμό της τιμής του επιτοκίου βάσει της θεωρίας των δανειακών κεφαλαίων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

1960 - 1980

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

### ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

#### Τάσεις και εξελίξεις κατά την περίοδο 1960-1980

Η διεθνοποίηση των τραπεζικών εργασιών αποτέλεσε πάγια τάση αυτού του χώρου οικονομικών υπηρεσιών κατά τη μεταπολεμική περίοδο. Ως βασικό ορισμό της διεθνοποίησης μπορούμε να εκλάβουμε την επέκταση των τραπεζικών εργασιών που πραγματοποιεί ένα πιστωτικό ίδρυμα σε άλλες χώρες από τη χώρα εθνικότητάς του, ή ακόμη την επέκταση των δραστηριοτήτων σε εξωχώρια κέντρα offshore και των συναλλαγών στις ευρωπαϊκές.

Μέχρι και τις αρχές της δεκαετίας του 1970, βασικούς φορείς της διεθνοποίησης των τραπεζικών εργασιών αποτέλεσαν οι τράπεζες των ΗΠΑ και ειδικότερα οι μεγάλοι τραπεζικοί οργανισμοί της χώρας αυτής. Τα τρία κεντρικά πλεονεκτήματα των μεγάλων αμερικάνικων τραπεζών κατά την περίοδο εκείνη μπορούν να συνοψισθούν ως εξής: Πρώτον, στο μεγάλο τους μέγεθος που τις κατέτασσε τότε στην κορυφή της παγκόσμιας τραπεζικής ιεραρχίας, φήμης και ισχύος. Δεύτερον, στον κεντρικό ρόλο του δολλαρίου που αποτελούσε το νόμισμα-βάση του διεθνούς νομισματικού συστήματος. Τρίτον, στη δυναμική ανάπτυξη των αμερικάνικων πολυεθνικών εταιριών, που οδηγούσε σε εύκολη μεταφύτευση των πελατειακών σχέσεων με τράπεζες από το εσωτερικό των ΗΠΑ στο εξωτερικό. Αυτή η βασική μορφολογία της διεθνοποίησης των τραπεζικών εργασιών της πρώτης μεταπολεμικής περιόδου σή-

μαινε ότι τα τραπεζικά ιδρύματα στις χώρες υποδοχής των αμερικάνικων τραπεζών δέχονταν όλο και μεγαλύτερη πίεση ανταγωνισμού στις εθνικές τους αγορές. Δεδομένου ότι σημαντικό τμήμα της διεθνοποίησης των εργασιών των αμερικάνικων τραπεζών εστιάσθηκε σε ευρωπαϊκές χώρες και κέντρα χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, οι ευρωπαϊκές τράπεζες αποτελούσαν πρωταρχικούς δέκτες του ανταγωνισμού αυτού.

Η στρατηγική ανταπόκριση των τραπεζικών ιδρυμάτων των χωρών υποδοχής στην πίεση των αμερικάνικων τραπεζών έπαιρνε διάφορες μορφές. Τέσσερις αξίζουν ιδιαίτερη επισήμανση διότι προοιωνίζονται σημαντικά χαρακτηριστικά των μεταγενέστερων εξελίξεων. Η πρώτη μορφή ανταπόκρισης ήταν η κλασική ανάπτυξη ανταγωνιστικής προσφοράς προϊόντων και υπηρεσιών προς εκείνες τις κατηγορίες πελατών που διεκδικούσαν οι αμερικάνικες τράπεζες. Η δεύτερη μορφή ανταπόκρισης ήταν η επίσης κλασική προστατευτική πολιτική των εθνικών νομισματικών αρχών των χωρών υποδοχής, οι οποίες συχνά ενεργούσαν προς το συμφέρον των εγχώριων τραπεζών, θέτοντας περιορισμούς στην είσοδο και τη λειτουργία των αμερικάνικων τραπεζών. Η τρίτη μορφή ανταπόκρισης ήταν η απόπειρα εγχώριων τραπεζικών ιδρυμάτων να αναπτύξουν σχέσεις συνεργασίας σε συγκεκριμένες χρηματοοικονομικές υπηρεσίες με τις εισερχόμενες ξένες τράπεζες. Τέλος η τέταρτη (και πιο επιθετική) μορφή ανταπόκρισης βασιζόταν στη στρατηγική της αμοιβαίας διείσδυσης, σύμφωνα με την οποία οι (ισχυρότερες τουλάχιστον) μη-αμερικανικές τράπεζες επιχειρούσαν αν αντεπιτεθούν διεισδύοντας στην αμερικάνικη αγορά.

Κύρια πεδία της διεθνοποίησης των τραπεζικών εργασιών μέχρι και τις αρχές της δεκαετίας του 1970 αποτελούσαν οι εργασίες υποστήριξης συναλλαγών διεθνούς εμπορίου (συναλλαγματικές υπηρεσίες και εμπορικές πιστώσεις), η παροχή εταιρικών υπηρεσιών και δανείων σε πελάτες υψηλής αξιοπιστίας και κυρίως πολυεθνικές επιχειρήσεις, η άντληση πόρων από την αγορά "ευρωδολλαρίου" η οποία επέτρεπε την παράκαμψη δεσμεύσεων και κανονισμών της εγχώριας τραπεζικής αγοράς των ΗΠΑ.

Η δεκαετία του 1970 συμπυκνώνει τα φαινόμενα μιας μεταβατικής περιόδου προς την ποσοτική αλλά και την ποιοτική διεύρυνση του πεδίου διεθνοποίησης των τραπεζικών εργασιών και των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών γενικότερα. Οι βασικές μεταβολές του διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος που ώθησαν τη διαδικασία της διεθνοποίησης των τραπεζικών εργασιών κατά την περίοδο αυτή ήταν η κρίση του πετρελαίου που οδήγησε σε απότομη μεταβολή της διεθνούς κατανομής συναλλαγματικών πλεονασμάτων/ελλειμμάτων και η συνδεδεμένη εγκατάλειψη του νομισματικού συστήματος σταθερών ισοτιμιών που είχε επικρατήσει από τη συμφωνία Bretton Woods μετά τον πόλεμο. Στο νέο περιβάλλον ασταθών ισοτιμιών, επιτάχυνσης του πληθωρισμού, συσσώρευσης κρατικών ελλειμμάτων και σχετικής κάμψης του διεθνούς εμπορίου, η διεθνής τραπεζική δραστηριότητα στράφηκε με ιδιαίτερη έμφαση στην ανακύκλωση "πετροδολλαρίων" και στην αύξηση της χρηματοδότησης εξωτερικών ελλειμμάτων των αναπτυσσόμενων αλλά και των αναπτυσσόμενων χωρών στην Ασία, τη Λατινική Αμερική και την Ανατολική Ευρώπη. Η εξέλιξη αυτή

ήταν αποτέλεσμα ενός συνδυασμού παραγόντων τόσο από την πλευρά της προσφοράς όσο και από την πλευρά της ζήτησης διεθνούς κεφαλαίου.

Από την πλευρά της προσφοράς κεφαλαίων οι κάτοχοι διεθνών πλεονασμάτων (κυρίως φορείς των πετρελαιοπαραγωγικών χωρών) επέδειξαν σαφή προτίμηση σε τραπεζικές τοποθετήσεις, τόσο σε ευρωπαϊκές όσο και σε αμερικάνικες τράπεζες, με αποτέλεσμα τη σημαντική αύξηση της τραπεζικής ρευστότητας και την πιεστική αναζήτηση από πλευράς τραπεζών μεγάλων τοποθετήσεων διεθνούς κεφαλαίου. Από την πλευρά της ζήτησης, η απαιτούμενη διέξοδος μορφοποιήθηκε αντίστοιχα από φορείς χωρών με συναλλαγματικά ελλείμματα, όπως άλλωστε ήταν φυσικό στις συνθήκες που δημιούργησε η ίδια η πετρελαϊκή κρίση. Στο μέτρο που οι ίδιες οι ΗΠΑ άρχισαν να εμφανίζουν διεθνή ελλείμματα και το αμερικάνικο δολλάριο έχασε το θεσμοποιημένο προνόμιο του "νομίσματος κλειδιού" στις διεθνείς πληρωμές, οι αμερικάνικες τράπεζες αντιμετώπισαν μια πίεση τόσο στην κερδοφορία τους όσο και στη διατήρηση των ανταγωνιστικών τους πλεονεκτημάτων έναντι των ευρωπαϊκών και αργότερα των ιαπωνικών τραπεζών. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε τόσο σε πιέσεις στο εσωτερικό του πιστωτικού συστήματος των ΗΠΑ για αποκανονικοποίηση και απελευθέρωση των πιστωτικών αγορών, όσο και σε αναζήτηση διεξόδων σε νέες μορφές δανεισμού, υπηρεσιών και χρηματοοικονομικών εργαλείων. Από την άποψη αυτή μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η διαδικασία αποκανονικοποίησης (deregulation), που ξεκίνησε στις ΗΠΑ κατά τη δεκαετία του 1970, αποτέλεσε το έναυσμα για ένα διεθνές κύμα αποκανονικο-

ποίησης που επεκτάθηκε αργότερα στην Ευρώπη και που έπαιξε καθοριστικό ρόλο στις εξελίξεις της επόμενης δεκαετίας που περιγράφονται παρακάτω.

Κατά τη δεκαετία του 1970 οι τραπεζικές πιστώσεις δέσποσαν στη διεθνή κίνηση κεφαλαίων. Στον τομέα των μεσοπρόθεσμων τοποθετήσεων, που αποτέλεσε κύριο χώρο διεθνούς τραπεζικής δραστηριότητας κατά την περίοδο αυτή, τα κοινοπρακτικά δάνεια (syndicated loans) κυριάρχησαν ως μορφή πιστοδοσίας. Οι βασικές καινοτομίες που συνόδευσαν την ανάπτυξη αυτής της μορφής δανεισμού ήταν δύο. Πρώτον, τα δάνεια αυτά ήταν κατά κανόνα δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου με βάση τη διατραπεζική London interbank rate (Libor).

Η σύναψη χρηματοοικονομικών συμβολαίων κυμαινόμενου επιτοκίου επιβλήθηκε από τις συνθήκες πληθωρισμού και διακύμανσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών που επικράτησαν κατά τη δεκαετία του 1970. Δεύτερον, τα δάνεια αυτά ήταν σε σημαντικό ποσοστό τοποθετήσεις μεγάλου όγκου και επέβαλλαν ως κανόνα μια διευθέτηση που ως τότε ήταν μάλλον εξαίρεση: Δηλαδή, την ανάληψη του δανείου από ομίλους πολλών τραπεζών στους οποίους υπήρχε μια ιεράρχηση ανάμεσα στον επικεφαλής του ομίλου (lead manager), τους αναδόχους και τους δευτερεύοντες συμμετόχους. Η διευθέτηση αυτή εξυπηρέτούσε αφενός την ανάγκη για διασπορά των κινδύνων μεταξύ των μελών του ομίλου και αφετέρου δημιούργησε μια νέα κατηγορία τραπεζικών υπηρεσιών στον τομέα συγκρότησης και διαχείρισης ομίλων, για τις οποίες οι επικεφαλής ή οι ανάδοχοι ελάμβαναν διακεκριμένη αμοιβή. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε τις μεγάλες διεθνείς εμπορικές τράπεζες (αμερικάνι-

κες, ευρωπαϊκές, ιαπωνικές) σε εργασίες, συμπεριφορές και τεχνογνωσία ανάλογες με εκείνες που παραδοσιακά ακολουθούσαν οι λεγόμενες επενδυτικές τράπεζες (investment banks) στις εθνικές κεφαλαιαγορές των ΗΠΑ και της μεγάλης Βρετανίας, όταν ανελάμβαναν την τοποθέτηση νέων εκδόσεων εταιρικών μετοχών ή ομολογιών. Επήλθε κατά αυτόν τον τρόπο μια σύγκλιση εργασιών και μεθόδων μεταξύ παραδοσιακά εμπορικών τραπεζών και κλασικών (στην εμπειρία των αναπτυγμένων χωρών) επενδυτικών τραπεζών.

Εκτός από τη σημαντική απαρχή υπέρβασης των παραδοσιακών ορίων μεταξύ εμπορικών και επενδυτικών τραπεζικών εργασιών που σημειώσαμε, η δυναμική ανάπτυξη διεθνών εργασιών από πλευράς ευρωπαϊκών και ιαπωνικών τραπεζών κατά τη δεκαετία του 1970 οδήγησε και σε σημαντική υπέρβαση των γεωγραφικών συνόρων στην επέκταση των ίδιων των τραπεζικών οργανισμών. Πράγματι, σημειώθηκε κατά τη δεκαετία σημαντική πολυεθνικοποίηση των τραπεζών και αλληλοδιείσδυση μέσω υποκαταστημάτων ή θυγατρικών στις διάφορες αναπτυγμένες χώρες. Έτσι, σύμφωνα με στοιχεία της BIS η παρουσία ξένων τραπεζών στις ΗΠΑ αυξήθηκε από 50 μονάδες το 1970 σε 579 το 1980, ενώ σε επτά χώρες της ΕΟΚ (UK, FRG, FR, BENELUX, IT) αυξήθηκε από 306 μονάδες το 1970 σε 761 μονάδες το 1980, και στην Ιαπωνία από 38 μονάδες το 1970 σε 85 μονάδες το 1980. Η κατά πολύ μεγαλύτερο ρυθμό διείσδυση ξένων τραπεζών στην εθνική αγορά των ΗΠΑ αντικατοπτρίζει κατά την περίοδο αυτή τόσο τη διαδικασία αποκανονικοποίησης που εγκαινιάσθηκε στη χώρα εκείνη, όσο και την εκπλήρωση των στρατηγικών αντίστροφης διείσδυσης που ακο-



λούθησαν οι μη-αμερικάνικες τράπεζες σε απάντηση της προγενέστερης πολυεθνικοποίησης των αμερικάνικων τραπεζών. Αποτέλεσμα της αλληλοδιείσδυσης των τραπεζικών ιδρυμάτων στις αναπτυγμένες χώρες ήταν η εντατικοποίηση του τραπεζικού ανταγωνισμού σε παγκόσμια πλέον κλίμακα.

Η υπερσυγκέντρωση διεθνών δανείων προς αναπτυσσόμενες χώρες στα χαρτοφυλάκια των διεθνών τραπεζών δημιούργησε μεγάλους κινδύνους για το παγκόσμιο πιστωτικό σύστημα όταν, στις αρχές της δεκαετίας του 1980, σημειώθηκε η γνωστή κρίση αδυναμίας εξυπηρέτησης του χρέους από πλευράς μεγάλων οφειλετριών χωρών του τρίτου κόσμου. Το πιο από αποτέλεσμα αυτής της κρίσης ήταν ο σοβαρός περιορισμός των δανειακών ροών προς τις αναπτυσσόμενες χώρες και ο επαναπροσανατολισμός των ροών κεφαλαίου προς χρήστες στις χώρες του ΟΟΣΑ με υψηλότερη αξιοπιστία και δανειοληπτική ικανότητα. Η εξέλιξη αυτή πρόσθεσε άλλη μια σοβαρή διάσταση στην εντατικοποίηση του ανταγωνισμού χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στις αναπτυγμένες χώρες. Ενώ κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1970 ο κεντρικός άξονας της διεθνοποίησης των τραπεζικών εργασιών αναπτύχθηκε με βάση την ανακύκλωση "πετροδολλαρίων" προς αναπτυσσόμενες χώρες, η κρίση των αρχών της δεκαετίας του 1980 εγκαινίασε τη μετατόπιση της διαδικασίας διεθνοποίησης προς τις άμεσες αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Η μετατόπιση αυτή σημαίνει ταυτόχρονα τη γεωγραφική συγκέντρωση των προσφορέων αλλά και των χρηστών του κεφαλαίου στις αναπτυγμένες χώρες. Η πίεση αυτής της εξέλιξης οδήγησε στην επιτάχυνση της αποκανονικοποίησης στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη, με απο-

τέλεσμα τη διεθνοποίηση πλέον των ίδιων των όρων ανταγωνισμού τόσο από την πλευρά της προσφοράς όσο και από την πλευρά της ζήτησης στα χρηματοοικονομικά συστήματα των αναπτυγμένων χωρών.

Πρόσφατα υπήρξαν εξελίξεις στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Ειδικοί πιστωτικοί οργανισμοί μετατράπηκαν σε εμπορικές τράπεζες, μια επενδυτική τράπεζα σταμάτησε τη λειτουργία της, δημιουργήθηκαν νέες τράπεζες ενώ ορισμένες τράπεζες άλλαξαν ιδιοκτησία. Ωστόσο για τη διευκόλυνση της ανάλυσης που ακολουθεί η οποία εξετάζει κυρίως στοιχεία της δεκαετίας του '80, για τις ελληνικών-συμφερόντων εμπορικές και άλλες τράπεζες διατηρείται ο διαχωρισμός των τραπεζικών ιδρυμάτων όπως αυτός ίσχυε κατά την περασμένη δεκαετία. Ετσι άλλωστε παρέχονται τα σχετικά στοιχεία από κεντρικές στατιστικές πηγές όπως είναι η Τράπεζα της Ελλάδος. Ακόμα για τις τράπεζες που δημιουργήθηκαν πρόσφατα δεν υπάρχει μία ικανοποιητική χρονολογική σειρά στοιχείων και έτσι δεν περιλαμβάνονται σε αυτή την ανάλυση.

#### ΠΙΝΑΚΑΣ Ι

Τραπεζικά ιδρύματα στην Ελλάδα.

Ελληνικές Εμπορικές Τράπεζες	Ειδικό Πιστωτικοί Οργανισμοί	Υποκαταστήματα Άλλοδαπών Τραπεζών στην Ελλάδα	Κεντρική Τράπεζα		
Ελληνικών συμφερόντων	Ξένων συμφερόντων	Ελληνικών συμφερόντων	Χωρών Ευρωπαϊκής Ένωσης		
Ελληνικών συμφερόντων	Ξένων συμφερόντων	Ελληνικών συμφερόντων	Άλλων χωρών		
Δημόσιες	Ιδιωτικές	Δημόσιες	1. Barclays	1. Citibank	Τράπεζα της Ελλάδος
1. Εθνική	1. Citibank Ναυτιλιακή	1. ΕΤΒΑ	2. ABN-AMRO	2. American Express	
2. Αγροτική	2. Ευρωκενδυτική	2. ΕΤΕΒΑ	3. Midland	3. Bank of Nova Scotia	
3. Εμπορική	3. Ιντερβανκ	3. ΕΚΤΕ	4. Nat westminster	4. Τράπεζα Κύπρου	
4. Ιονική	4. Ελληνογαλλική	4. ΕΣΤΕ	5. Societe General	5. Chase Manhattan	
5. Γενική	5. Αθηνών	5. Ταχυδρομικό Ταμειτήριο	6. BNP	6. Bank of America	
6. Κρήτης	6. Δαρική	6. Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων	7. Royal Bank of Scotland	7. Arab Bank	
7. Μακεδονίας-Θράκης	7. Ευρωπαϊκή-Ασική		8. Bayerische Vereinsbank	8. Bank Saderat Iran	
8. Κεντρικής Ελλάδος	8. Αραβοελληνική		9. CCP		
9. Αιτικής			10. Grindlays Bank		
Ιδιωτικές		Ιδιωτικές	11. Banque Paribas		
10. Πιστεως		7. Aspis Bank	12. Instituto Bancario san Paolo di Torino		
11. Εργασίας					
12. Χίου					
13. Εργατία					
14. Πειραιώς					

Πηγή: Ένωση Ελληνικών Τραπεζών.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗ ΔΟΜΗ ΣΤΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΚΑΙ ΣΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ  
ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

### ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗ ΔΟΜΗ ΣΤΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΚΑΙ ΣΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.

#### 2.1 Η ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΞΕΤΑΣΗ ΤΩΝ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ.

Η ανάλυση της εξέλιξης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος θα πρέπει να λάβει υπόψη συγκεκριμένους παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν την εξέλιξη αυτή και ταυτόχρονα προσδιορίζουν τα κριτήρια τα οποία αξιολογούν τη δυναμική του συστήματος. Έτσι, οι εσωτερικές, οι κοινοτικές και οι άλλες διεθνείς εξελίξεις είναι εκείνες οι οποίες επιδρούν και οδηγούν στην αναμόρφωση του τραπεζικού συστήματος και στη λειτουργία του κάτω από ανταγωνιστικές συνθήκες. Επομένως, η ανάλυση που ακολουθεί δεν μπορεί παρά να εξετάσει κατά πόσο το ελληνικό τραπεζικό σύστημα πράγματι προβαίνει στις απαιτούμενες μεταβολές ώστε να λειτουργήσει κάτω από αυτές τις συνθήκες. Με τη σειρά τους χρειάζεται να προσδιοριστούν οι μεταβολές που απαιτούνται, οι οποίες θα αποτελέσουν και το μέτρο αξιολόγησης για το κάθε πιστωτικό ίδρυμα.

Η ανάλυση των τάσεων για τη θέση των τραπεζών με βάση ορισμένα σημαντικά χρηματοοικονομικά τους μεγέθη, όπως αυτά εμφανίζονται στις οικονομικές τους καταστάσεις, βοηθά να καταδειχθεί η θέση και ο ρόλος του τραπεζικού συστή-

ματος στην χρηματοπιστωτική λειτουργία σε σύγκριση με τα υπόλοιπα τμήματα της αγοράς, όπως και η σχετική θέση ομάδων τραπεζών αλλά και κάθε τράπεζας. Ακόμα, συνεισφέρει στην εξακρίβωση της δυναμικής του πορείας από την πλευρά της χρηματοοικονομικής λειτουργίας, η οποία είναι αναγκαίο να επιχειρηθεί αλλά και να συνδεθεί με τις εσωτερικές εξελίξεις οι οποίες λαμβάνουν χώρα στο κάθε ίδρυμα. Η ανάλυση της εξέλιξης βασικών τραπεζικών μεγεθών, όπως είναι οι καταθέσεις, οι χορηγήσεις, τα επενδυμένα κεφάλαια, τα ίδια κεφάλαια, τα οικονομικά αποτελέσματα, η εκτίμηση της κεφαλαιουχικής διάρθρωσης, της επάρκειας των κεφαλαίων, της αποτελεσματικότητας, της αποδοτικότητας, της ανάπτυξης και της διαχειριστικής πολιτικής των ιδρυμάτων βοηθούν ώστε να καταγραφεί η δυναμική πορεία τους αλλά και οι τυχόν περιοριστικοί παράγοντες οι οποίοι τα εμποδίζουν να προχωρήσουν στις αναγκαίες μεταβολές κάτω από το νέο πλαίσιο λειτουργίας που έχει διαμορφωθεί κατά την τελευταία πενταετία.

Είναι σημαντικό, ωστόσο, για την όλη ανάλυση να καταστούν γνωστά η κατάσταση, τα χαρακτηριστικά και οι τυχόν αδυναμίες που παρατηρούνται στο σύστημα ώστε να προσδιοριστεί το σημείο εκκίνησης για την αξιολόγηση των εξελίξεων και των μεταβολών που παρατηρούνται σε κάθε πιστωτικό ίδρυμα. Ταυτόχρονα, η αναφορά στις θεσμικές αποφάσεις που λαμβάνονται στη χώρα σε σχέση με τη λειτουργία του ελληνικού τραπεζικού συστήματος και οι οποίες απορρέουν από εσωτερικούς, κοινοτικούς και διεθνείς παράγοντες καθιστά δυνατό τον προσδιορισμό των εσωτερικών αλλαγών που

απαιτούνται σε ότι αφορά την οργάνωση και διοίκηση αλλά και τις λειτουργίες και τις υπηρεσίες που παρέχει το κάθε ίδρυμα ώστε να παραμένει ανταγωνιστικό και βιώσιμο. Ταυτόχρονα, λαμβάνονται υπόψη οι άλλες εξελίξεις που παρατηρούνται στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό τομέα και οι οποίες επιδρούν στην οργάνωση και στις λειτουργίες των τραπεζικών ιδρυμάτων. Έτσι, καθορίζονται οι απαιτούμενοι μετασχηματισμοί για το κάθε τραπεζικό ίδρυμα ενώ εξετάζεται στη συνέχεια ο βαθμός υλοποίησής τους.

Γίνεται έτσι δυνατό να εξαχθούν συμπεράσματα σχετικά με τις τάσεις προσαρμογής των ελληνικών τραπεζών και τη διαγραφόμενη ικανότητά τους να ανταγωνιστούν κάτω από τις νέες συνθήκες οι οποίες προσδιορίζουν συγκεκριμένο πλαίσιο συμπεριφοράς, τόσο σε ότι αφορά την εσωτερική τους οργάνωση όσο και τις παρεχόμενες υπηρεσίες.

## 2.2 ΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΟΙ ΤΕΛΕΥΤΑΙΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ.

Η ανάλυση των εξελίξεων αναφορικά με τις ανταγωνιστικές συνθήκες μεταξύ των ιδρυμάτων που ακολουθεί αλλά και των πολιτικών προσαρμογής τους διευκολύνεται αφού αν ληφθούν υπόψη ορισμένα από τα χαρακτηριστικά του χρηματοπιστωτικού συστήματος της χώρας, τόσο από την πλευρά των πιστωτικών ιδρυμάτων όσο και από αυτή της ακολουθούμενης νομισματικής πολιτικής, κυρίως αυτών που σχετίζονται με το θέμα που εξετάζεται. Πέρα από την εσωτερική κατάσταση και τις εξελίξεις είναι αναγκαίο να εξεταστούν οι εξελί-

Ξεις και οι ρυθμίσεις σε ότι αφορά τη κοινοτική τραπεζική πολιτική αλλά και οι άλλες διεθνείς εξελίξεις στο τραπεζικό τομέα, καθώς και οι συνέπειές τους για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα.

Το ελληνικό πιστωτικό σύστημα παρουσίαζε βασικές διαρθρωτικές ιδιορρυθμίες υποκείμενο σε σημαντικούς εξωγενείς περιορισμούς. Κατ'αυτόν τον τρόπο διαμορφώθηκε ένα δύσκαμπτο θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας, μέσα από εκτεταμένες διοικητικές ρυθμίσεις σχετικά με το κόστος, τον όγκο και την κατανομή των πιστωτικών πόρων της οικονομίας. Οι θεσμικές αδυναμίες εξακολουθούσαν να παραμένουν και περιόριζαν σημαντικά τις δυνατότητες και την αποτελεσματικότητά του.

Βασικά χαρακτηριστικά από τα οποία απόρρεαν οι περισσότεροι περιορισμοί και τα μειονεκτήματα του συστήματος αναφέρονταν στην κυριαρχία των τραπεζικών ιδρυμάτων, στον εξωγενή καθορισμό των επιτοκίων καταθέσεων και χορηγήσεων και στην, λόγω της ιδιορρυθμίας στην κατανομή των αποταμιεύσεων, χρηματοδότηση των κρατικών ελλειμμάτων μέσω των υποχρεωτικών δεσμεύσεων των τραπεζικών διαθεσίμων. Αναφέρονταν, επίσης, στον έλεγχο των τραπεζικών πιστώσεων από τις αρχές μέσω της επιβολής υποχρεωτικών δεσμεύσεων στα διαθέσιμα των εμπορικών τραπεζών και του καθορισμού ορίων πιστωτικής επέκτασης για τους ειδικούς πιστωτικούς οργανισμούς. Σχετίζονταν και με την εφαρμογή μιας επιλεκτικής πιστωτικής πολιτικής για την κατανομή των πιστώσεων σε παραγωγικές δραστηριότητες με μέσα όπως ο διαφορισμός των όρων δανεισμού αλλά και η διαμόρφωση συχνά χαμηλών επιπέ-

δων ονομαστικών επιτοκίων.

Η επίδραση των πιο πάνω αυτοτροφοδοτούσε τις διαρθρωτικές αδυναμίες του πιστωτικού συστήματος, ενώ περιόριζε το βαθμό ευελιξίας του σε ότι αφορά βασικά θέματα, -διάρθρωσης του ενεργητικού, αποδοτικότητας - αυξανόταν το κόστος λειτουργίας του, γινόταν δύσκαμπτη η πολιτική των επιτοκίων, ενώ ταυτόχρονα αμβλύνονταν η πίεση για την τόνωση του ανταγωνισμού και τη βελτίωση της αποδοτικότητας των τραπεζών. Πέντε βασικά μειονεκτήματα απόρρεαν από τον τρόπο λειτουργίας του ελληνικού πιστωτικού συστήματος.

Συγκεκριμένα, η περιορισμένη ανάπτυξη κεφαλαιαγοράς, η ανελαστικότητα στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής, ο περιορισμός της ευελιξίας του τραπεζικού συστήματος, οι πιστωτικές διαρροές και η ενθάρυνση αρνητικών φαινομένων, όπως ο υπερδανεισμός και στη συνέχεια η αδρανοποίηση τραπεζικών κεφαλαίων και η μη ορθολογική κατανομή των πόρων που δημιουργούνταν από το διοικητικό καθορισμό των επιτοκίων.

Η επερχόμενη ένταξη της χώρας στις Ε.Κ. και οι συνέπειές της για το πιστωτικό σύστημα το οποίο έπασχε από διαρθρωτικές στρεβλώσεις και αδυναμίες, οδήγησε σε συστηματικές μελέτες - Επιτροπή Χαρισσοπούλου (1981) - αλλά και στη λήψη μέτρων για τον εκσυγχρονισμό και την εκλογίκευση του συστήματος - συναλλαγματικά μέτρα, Ν.1266/82. Ωστόσο, η ανάγκη για παραπέρα ενέργειες παρέμενε διαρκής. Η Έκθεση της Επιτροπής Καρατζά (1987) σηματοδότησε τη διαδικασία νέων σταδιακών μεταβολών - μέσα σε τρεις φάσεις - στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα προς την κατεύθυνση



του εκσυγχρονισμού του. Οι βασικές προτάσεις της έκθεσης αυτής αναφέρονταν στη μείωση των ρυθμιστικών παρεμβάσεων με την κατάργηση του διοικητικού καθορισμού των επιτοκίων, την άρση των πιστωτικών κανόνων και των περιορισμών, την απλοποίηση και βελτίωση της λειτουργίας των πιστωτικών μηχανισμών, την εξυπηρέτηση των μακροχρόνιων αναπτυξιακών στόχων από τον κρατικό προϋπολογισμό, τον εμπλουτισμό του πιστωτικού συστήματος με νέα χρηματοδοτικά προϊόντα και χρηματοοικονομικές τεχνικές, την αυτοδύναμη λειτουργία όλων των πιστωτικών ιδρυμάτων και τέλος την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς μέσω της εφαρμογής μέτρων αναφορικά με την προσφορά και τη ζήτηση τίτλων καθώς και την οργάνωσή της.

Ενας ακόμα παράγοντας που έκανε αναπόφευκτη τη μεταρρύθμιση του ελληνικού πιστωτικού συστήματος υπήρξε η προώθηση της ενιαίας εσωτερικής αγοράς και της νομισματικής ολοκλήρωσης στο χώρο των Ε.Κ.

Οι τελευταίες οδηγούν στην ανάγκη απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων μέσα στις Ε.Κ. Η κινητικότητα στα κεφάλαια δεν μπορεί παρά να συνδυάζεται με τη μείωση των εθνικών ρυθμιστικών κανόνων και το άνοιγμα του συστήματος σε μεγαλύτερο, κοινοτικό τώρα, ανταγωνισμό. Η ελευθερία στις κινήσεις κεφαλαίων δημιουργεί την προϋπόθεση αλλά και οδηγεί στην αναγκαιότητα της λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος σε κοινοτική κλίμακα, αλλά και στην ανάγκη τραπεζικής εναρμόνισης, την οποία προωθούν οι Ε.Κ. Έτσι, τα πιστωτικά ιδρύματα, πρέπει να αναδιαρθρώσουν τη διαχείρισή τους, τη λειτουργία και τις υπηρεσίες που παρέχουν σύμ-

φωνα με τους νέους, κοινούς για όλα τα κοινοτικά χρηματοδοτικά ιδρύματα, όρους που δημιουργούνται, ώστε να συνεχίσουν να εργάζονται σε ανταγωνιστικότερες τώρα συνθήκες και να εξασφαλίζουν ικανοποιητικό ρυθμό απόδοσης στους πόρους - κεφάλαια, προσωπικό, γνώση - που κατέχουν και χρησιμοποιούν. Η Δεύτερη Συντονιστική Τραπεζική Οδηγία, και οι απαιτούμενες προσαρμογές μέχρι το τέλος του 1992, αποσκοπεί στην ολοκλήρωση της ενιαίας τραπεζικής αγοράς, σύμφωνα με τους στόχους και τις μεθόδους που έχουν τεθεί. Συνδέεται με την ενιαία τραπεζική άδεια και την αμοιβαία αναγνώριση των κανόνων τραπεζικής εποπτείας, καθώς και με μία σειρά από κοινοτικά μέτρα για την ενίσχυση της τραπεζικής εποπτείας για τα ίδια κεφάλαια των ιδρυμάτων, για το συντελεστή φερεγγυότητας, για τα μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα και για τα συστήματα εγγύησης των καταθέσεων, που συνιστούν τις αναγκαίες και επαρκείς συνθήκες για την ολοκλήρωση της ενιαίας τραπεζικής αγοράς.

Τέλος, ορισμένες διεθνείς τάσεις, που εκτείνονται πέρα από τους εθνικούς και κοινοτικούς παράγοντες, ενισχύουν την ανάγκη για τον εκσυγχρονισμό του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Κατά τα τελευταία χρόνια έχουν παρατηρηθεί διεθνώς σημαντικές μεταβολές σχετικά με το ανταγωνιστικό κλίμα που περιβάλλει τις τραπεζικές δραστηριότητες. Οι μεταβολές, που αναφέρονται στη μείωση των ρυθμιστικών παρεμβάσεων, στις τεχνολογίες, στη διάρθρωση της αγοράς, στις ροές των κεφαλαίων και στην προληπτική τραπεζική εποπτεία οδηγούν στη δημιουργία νέων χρηματοδοτικών μέσων με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά, ενώ επιδρούν στη διοίκηση των

τραπεζικών επιχειρήσεων σε ότι αφορά την αγορά που δραριοποιούνται, τις δραστηριότητες που επιλέγουν, τις επενδύσεις που αναλαμβάνουν και τον τρόπο προώθησης των προϊόντων τους. Γενικά, οι τραπεζικές δραστηριότητες μεταβάλλονται από πράξεις θεσμικού χαρακτήρα, σε διαρθρώσεις εμπορικού και επιχειρηματικού τύπου. Η τραπεζική γίνεται μία τελείως ανταγωνιστική δραστηριότητα, επιτελείται σε παγκόσμια κλίμακα, ενώ η συμπεριφορά που διαμορφώνεται μοιάζει με αυτή των επιχειρήσεων άλλων οικονομικών τομέων στους οποίους η διοικητική παρέμβαση ήταν παραδοσιακά χαμηλή. Όπως συμβαίνει με όλες τις επιχειρήσεις, ορισμένες τράπεζες ίσως δεν αντέξουν στον ανταγωνισμό και ίσως, μειώσουν ή εξειδικεύσουν τις δραστηριότητές τους, σύμφωνα με το μέγεθος των πόρων που διαθέτουν, σταματήσουν να λειτουργούν, συγχωνευθούν ή εξαγοραστούν από άλλες.

Οι τρεις πιο πάνω παράγοντες - οι εσωτερικές, οι κοινωνικές και οι άλλες διεθνείς εξελίξεις - τείνουν να οδηγήσουν το ελληνικό πιστωτικό σύστημα προς την ίδια μάλλον κατεύθυνση σε ότι αφορά τις μεταβολές που υπονοούνται από την πλευρά της προσαρμογής του, ενώ τα θεσμικά μέτρα που υλοποιούνται δημιουργούν τις προϋποθέσεις αλλά και ωθούν τα πιστωτικά ιδρύματα να λειτουργήσουν σε ανταγωνιστική βάση.

Προκύπτουν λοιπόν σημαντικά θέματα για τη θέση και τις στρατηγικές επιλογές των ελληνικών τραπεζών. Αναφέρονται στη βελτίωση της αποδοτικότητάς τους, στην επάρκεια των κεφαλαίων τους, στις συμμετοχές τους σε άλλες επιχειρήσεις, στα χρηματοδοτικά τους ανοίγματα, στην ορθολογικότερη

οργάνωσή τους, στην υιοθέτηση νέων οργανωτικών σχημάτων εσωτερικής λειτουργίας και παρέμβασης στις αγορές που να ανταποκρίνονται στις νέες συνθήκες, οι οποίες απαιτούν από τις τράπεζες μία ενεργητική και ευέλικτη διαχείριση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού τους. Σημαντικό είναι το θέμα της βελτίωσης της ποιότητας των υπηρεσιών που προσφέρουν, σε τομείς όπως η ταχύτητα της εξυπηρέτησης και οι καλές συμβουλευτικές υπηρεσίες, ανάμεσα σε άλλα. Είναι επίσης ανάγκη να δοθεί έμφαση στον εντοπισμό και στην ικανοποίηση των αναγκών της πελατείας, να διευθετηθούν ειδικότερα θέματα, όπως η σχέση τραπεζών με άλλες χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, όπως είναι οι ασφαλιστικές, ώστε να υπάρξει επικερδής συνεργασία, μέχρι το ενδεχόμενο για συγχωνεύσεις, εξαγορές, κοινές επιχειρήσεις και άλλες φιλικές συνεργασίες. Ακόμα, αναφέρονται η παροχή νέων προϊόντων και βελτιωμένου φάσματος υπηρεσιών, ή η καλλίτερη εξειδίκευσή τους σε ορισμένα μόνο προϊόντα και η δημιουργία αποτελεσματικού δικτύου καταστημάτων. Η συνεργασία ανάμεσα στις ελληνικές και ξένες τράπεζες, η οποία πραγματοποιείται στον τομέα των πιστωτικών καρτών, είναι ιδιαίτερα σημαντική για τον τομέα των νέων τεχνολογιών, των συστημάτων πληρωμών και της έρευνας, για τη δημιουργία νέων ελκυστικών προϊόντων και χρηματοοικονομικών τεχνικών. Απαιτούνται ακόμα επαρκής στελέχωση των τραπεζών με εξειδικευμένο προσωπικό, και πραγματοποίηση τεχνολογικών επενδύσεων, μία απόφαση υψηλού κόστους, από τις οποίες θα εξαρτηθεί το εύρος, η ποιότητα και η τιμή των υπηρεσιών που προσφέρουν. Η πίεση είναι μεγαλύτερη καθώς θα πρέπει

να αναμένεται άμβλυση του σημερινού ολιγοπωλιακού χαρακτήρα του ελληνικού πιστωτικού συστήματος, κάτω από την επίδραση παραγόντων, όπως η λειτουργία όλων των ελληνικών τραπεζών σε αυτόνομη βάση, η ελευθερία στην κίνηση κεφαλαίων, η διεΐσδυση αλλοδαπών τραπεζών στην ελληνική αγορά, οι οποίες υπερτερούν σε στελέχη και τεχνολογικές επενδύσεις, ή, τέλος, ο ανταγωνισμός που μπορεί να προέλθει από μη τραπεζικά ιδρύματα, όπως είναι οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις.

### 2.3 ΘΕΣΜΙΚΑ ΜΕΤΡΑ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Η αποδοχή της Έκθεσης της Επιτροπής Καρατζά (1987) σηματοδότησε νέες και ουσιαστικότερες θεσμικές εξελίξεις. Πριν την υλοποίηση των προτάσεων αυτής της έκθεσης μέτρα που εισήχθησαν από τις αρχές της δεκαετίας του '80 ήσαν η ανάπτυξη της αγοράς συναλλάγματος, η απευθείας προσφυγή των επιχειρήσεων σε κοινοτικούς χρηματοδοτικούς οργανισμούς, η κατάργηση των χαμηλότοκων εξαγωγικών πιστώσεων, η βαθμιαία προσαρμογή των επιτοκίων σε ορθολογικότερα επίπεδα και η απευθείας διάθεση εντόκων γραμματίων στο κοινό.

Από το 1987 προωθήθηκαν και άλλα μέτρα προς την ίδια κατεύθυνση με σπουδαιότερα εκείνα για την πλήρη απελευθέρωση των επιτοκίων καταθέσεων και χορηγήσεων, ενώ έχει σχεδόν ολοκληρωθεί η κατάργηση του συστήματος των εξειδικευμένων πιστωτικών κανόνων δίνοντας στις τράπεζες τη δυ-

νατότητα να χρηματοδοτούν ελεύθερα σχεδόν όλους τους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας και να καθορίζουν τους όρους χρηματοδοτήσεών τους προς τις επιχειρήσεις. Περιορισμοί ίσχυαν ακόμα στην άσκηση καταναλωτικής πίστης, καθώς επίσης και στην κατανομή μέρους των καταθέσεων των εμπορικών τραπεζών για χορηγήσεις προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Το ποσοστό αυτό μειώθηκε στο 7% τον Ιούλιο του 1992.

Ακόμα επιτράπησαν οι επενδύσεις των ΝΠΔΔ και των ΝΠΙΔ σε τίτλους κεφαλαιαγοράς, η επένδυση εισαγομένων από το εξωτερικό κεφαλαίων σε τίτλους της κεφαλαιαγοράς και η μεταφορά των αποτελεσμάτων τους στο εξωτερικό, ενώ λήφθηκαν αποφάσεις οι οποίες εξομοίωναν, σε ότι αφορά τη ρευστότητα και τις δραστηριότητες, τα ειδικά πιστωτικά ιδρύματα με τις εμπορικές τράπεζες. Επίσης, η Τράπεζα της Ελλάδος για πρώτη φορά από το 1992 δεν έθεσε ανώτατα πιστωτικά όρια για τα ιδρύματα αυτά και θα ήλεγχε πλέον την πιστωτική τους επέκταση μέσω του ελέγχου της ρευστότητάς τους, όπως συμβαίνει με τις εμπορικές τράπεζες. Η πολιτική αυτή κατέστη αναγκαία καθώς, με την εξάλειψη των επιδοτήσεων επιτοκίου τα ιδρύματα αυτά αύξησαν τα επιτόκια χορηγήσεών τους. Επιτράπησαν οι αγοραπωλησίες εντόκων γραμματίων μεταξύ τραπεζών, ενώ δημιουργήθηκε θεσμικό πλαίσιο για νέα χρηματοπιστωτικά προϊόντα - χρηματοδοτική μίσθωση, ανάληψη απαιτήσεων τρίτων. Οι επιχειρήσεις μπορούσαν να προβούν στη σύναψη δανείων σε συνάλλαγμα, και στην τήρηση στις τράπεζες λογαριασμών σε συνάλλαγμα, στην επένδυση σε ομόλογα του δημοσίου και σε ομόλογα με ρήτρα ECU,

τα οποία στο μεταξύ εισήχθησαν στην ελληνική οικονομία. Ακόμα οι τράπεζες μπορούσαν να χορηγούν δάνεια με ενέχυρο ομόλογα του δημοσίου, ενώ καθιερώθηκαν και οι βραχυπρόθεσμες καταθέσεις με ελεύθερα διαπραγματεύσιμο επιτόκιο.

Σταδιακά καταργήθηκαν τα ποσοστά δεσμεύσεων - αποδεσμεύσεων επί τραπεζικών χορηγήσεων, ενώ στο πλαίσιο της ξυγίανσης των εξαγωγικών επιδοτήσεων έπαυσε να καταβάλλεται η διαφορά τόκων πάνω στο δραχμοποιούμενο συνάλλαγμα. Καταργήθηκαν ορισμένοι προληπτικοί συναλλαγματικοί έλεγχοι για συγκεκριμένες εργασίες των επιχειρήσεων ενώ επετράπηκε η ελεύθερη ανάληψη υπηρεσιών αντασφάλισης - *underwriting* - από τις εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες. Ακόμα από 1.1.1992 λειτούργησε η προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος, απελευθερώνοντας περισσότερο τις εξωτερικές συναλλαγές και εντείνοντας τον ανταγωνισμό ανάμεσα στα τραπεζικά ιδρύματα.

Ας σημειωθεί ωστόσο ότι ο ανταγωνισμός στις τιμές - επιτόκια - παραμένει ακόμα αδύναμος, λόγω της ολιγοπωλιακής διάρθρωσης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Η έλλειψη αυτής της μορφής ανταγωνισμού συνεχίζεται παρά τις σημαντικές διαφορές στη διάρθρωση των τραπεζικών χαρτοφυλακίων, των λόγων ρευστότητας και του κόστους των κεφαλαίων, συνθηκών οι οποίες σε μία πιο ανταγωνιστική αγορά θα είχαν οδηγήσει σε εντονότερη πολιτική επιτοκίων (Τράπεζα της Ελλάδος, 1992).

Για τον εκσυγχρονισμό και την αντιμετώπιση βασικών αδυναμιών της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, ψηφίστηκε το 1988 ο νόμος 1806 για την αναμόρφωση και το λειτουργικό εκσυγ-

χρονισμό της. Με το νόμο αυτόν αναμορφώθηκαν υφιστάμενοι θεσμοί - νέοι όροι λειτουργίας και ανασύνθεση οργάνων διοίκησης - του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, με πρότυπο τα μεγάλα διεθνή χρηματιστήρια. Παράλληλα, δημιουργήθηκαν νέοι θεσμοί, κυριότεροι από τους οποίους είναι οι ανώνυμες χρηματιστηριακές εταιρίες, η παράλληλη χρηματιστηριακή αγορά και το αποθετήριο τίτλων. Με τον τρόπο αυτό, διευρύνεται το πεδίο ανταγωνισμού όσον αφορά την προσέλκυση αποταμιευτικών πόρων, ενισχύοντας τη ροή αποταμιεύσεων προς την κεφαλαιαγορά; εξέλιξη που βοηθά στην παραγωγικότερη αξιοποίηση των αποταμιεύσεων της οικονομίας. Ο νόμος δίνει τη δυνατότητα και στα τραπεζικά ιδρύματα να μετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο χρηματιστηριακών εταιριών και έτσι να αποφύγουν τυχόν μείωση του κύκλου εργασιών τους, να αυξήσουν και να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους σε τομείς, όπως η αντασφάλιση και οι υπηρεσίες χρηματομεσίτη.

Ο θεσμικός εκσυγχρονισμός του ελληνικού τραπεζικού και χρηματιστηριακού συστήματος και η προσαρμογή τους προς τα ευρωπαϊκά πρότυπα υλοποιείται με τη σταδιακή ενσωμάτωση στο εσωτερικό δίκαιο των κοινοτικών οδηγιών που αναφέρονται στην ενιαία χρηματοπιστωτική αγορά. Ηδη, η Δεύτερη Τραπεζική Οδηγία (89/646/ΕΟΚ) αποτελεί τμήμα της ελληνικής τραπεζικής νομοθεσίας (νόμος 2076/92), ενώ με πράξεις του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος έχει εναρμονιστεί η νομοθεσία με το περιεχόμενο των οδηγιών για τα ίδια κεφάλαια, το συντελεστή φερεγγυότητας, τα μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα και την εποπτεία του κινδύνου από ανοικτές συναλλαγματικές θέσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων.



Επίσης, η Επιτροπή Ζαββού για τον εκσυγχρονισμό του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος προώθησε την έκδοση των Προεδρικών Διαταγμάτων σχετικά με την εποπτεία και τη διαφάνεια της χρηματιστηριακής αγοράς και την κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών (insider trading).

Ταυτόχρονα, το 1993 εκδόθηκε ο νόμος για τη σύσταση και λειτουργία ενός συστήματος εγγύησης των καταθέσεων στην Ελλάδα: Η διαχείριση του συστήματος εγγύησης καταθέσεων ανατίθεται στο Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων. Με την υιοθέτηση της σχετικής κοινοτικής οδηγίας τον Μάιο του 1994, αναμένεται σύντομα η έκδοση του Προεδρικού Διατάγματος με το οποίο θα καθοριστούν οι όροι λειτουργίας του συστήματος και τον φορέα διοίκησής του και εκτιμάται ότι το σύστημα θα τεθεί σε λειτουργία μέσα στο 1995.

Επίσης, μέσα στο 1994 πρόκειται να αρχίσει η εφαρμογή της οδηγίας για την εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων σε ενοποιημένη βάση, η οποία ενσωματώνεται με Προεδρικό Διάταγμα. Θεμελιώδους σημασίας είναι, τέλος, και οι οδηγίες για τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών, με τις οποίες εγκαθιδρύεται η ενιαία κοινοτική χρηματιστηριακή αγορά, καθώς και για την εποπτεία της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων και των εταιριών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, ως προς την κάλυψη των κινδύνων της αγοράς. Οι οδηγίες αυτές θα ενσωματωθούν το αργότερο μέχρι το τέλος του 1995.

Κατά τη διάρκεια του 1993 πραγματοποιήθηκαν σημαντικά βήματα στην πορεία για την πλήρη απελευθέρωση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Έτσι, καταργήθηκαν οι υποχρεω-

τικές δεσμεύσεις των τραπεζών επί των μεταβολών των καταθέσεων τους για επενδύσεις σε τίτλους του Δημοσίου και τη δανειοδότηση βιοτεχνικών επιχειρήσεων. Από τον Ιούνιο του 1994 αποδεσμεύτηκαν μάλιστα και οι τυχόν υφιστάμενες τοποθετήσεις σε τίτλους του Δημοσίου που είχαν σωρευτεί κατά την περίοδο ισχύος των δεσμεύσεων. Επίσης, καταργήθηκαν και οι τελευταίοι περιορισμοί στη βραχυχρόνια κίνηση κεφαλαίων από και προς το εξωτερικό καθώς και οι προληπτικοί συναλλαγματικοί έλεγχοι. Κατ'αυτόν τον τρόπο διερευνήθηκαν οι επιλογές των τραπεζών για επένδυση των διαθεσίμων τους σε χρηματοπιστωτικά στοιχεία που συντελούν στη μεγιστοποίηση της αποδοτικότητας του χαρτοφυλακίου τους.

Συμπερασματικά, οι σημαντικές θεσμικές μεταβολές για την αναμόρφωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος που προαναφέρθηκαν έχουν θέσει σε κίνηση τους μηχανισμούς ανταγωνισμού τιμών των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Ελλάδα. Τα περιθώρια των τραπεζών για αυτόνομη βελτίωση της απόδοσής τους - επιλογή τιμών, εργασιών - έχουν επίσης διερευνηθεί. Ωστόσο, το ασταθές μακροοικονομικό περιβάλλον με τα σημαντικά δημοσιονομικά ελλείμματα, σε συνδυασμό με την μη λειτουργική δομή του συστήματος των τιμών, τα φορολογικά προνόμια ορισμένων δραστηριοτήτων και τη δυνατότητα εκτεταμένης φοροδιαφυγής επιδρούν ακόμα ανασταλτικά στην προσπάθεια πλήρους εκσυγχρονισμού του τραπεζικού συστήματος.

#### 2.4 ΠΡΟΣ ΕΝΑ ΔΙΑΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΠΛΗΡΩΜΩΝ

Μια από τις πιο σημαντικές μεταβολές στο ελληνικό τρα-

πεζικό σύστημα, η οποία βρίσκεται στο στάδιο της υλοποίησής της και προγραμματίζεται να λειτουργήσει σύντομα, είναι αυτή που αναφέρεται στο διατραπεζικό σύστημα πληρωμών, ΔΙΑΣ. Το σχετικό πρόγραμμα εκπονείται από 15 ελληνικές τράπεζες - εμπορικές, στεγαστικές, την ΕΤΒΑ και την Αγροτική.

Με το σύστημα αυτό, αναμένεται να προωθηθεί περισσότερο η ηλεκτρονική εξυπηρέτηση των συναλλαγών και ο διατραπεζικός ηλεκτρονικός συμψηφισμός. Σχετικά, απαιτείται μηχανολογικός εξοπλισμός νέων τεχνολογιών, στελέχωση και σύνδεση με τις σχετικές τράπεζες. Προβλέπεται αρχικά να προσφέρουν οι συνδεδεμένες τράπεζες, μέσω του ΔΙΑΣ, υπηρεσίες όπως αυτόματη κατάθεση μισθοδοσίας και άλλων εσόδων σε τραπεζικούς λογαριασμούς, εξόφληση οφειλών, φόρων και τελών προς το Δημόσιο, εξόφληση πιστωτικών τίτλων, εξαργύρωση επιταγών, ανάληψη μετρητών, ενημέρωση για κίνηση λογαριασμών, καταβολή χρημάτων από την τράπεζα έκδοσης στην τράπεζα πληρωμής και διακανονισμούς συναλλαγών με κάρτες.

Με την εφαρμογή του ΔΙΑΣ αναμένεται να προκύψουν οφέλη για το κοινό καθώς οι συναλλαγές θα διεκπεραιώνονται σύντομα, θα εκσυγχρονιστούν με τη χρήση προηγμένων ηλεκτρονικών συστημάτων, θα γίνονται αυτόματα χωρίς προσωπική μεσολάβηση, ενώ θα περιοριστούν οι ταμειακές συναλλαγές, θα μειωθεί ο χρόνος των συναλλαγών και ο συνωστισμός στα τραπεζικά καταστήματα. Ο κάτοχος κάρτας συναλλαγής με ATM θα μπορεί να συναλλάσσεται με ένα ATM εφόσον αυτό ανήκει, όχι μόνο στη συγκεκριμένη τράπεζα που διατηρεί το λογα-

ριασμό του, αλλά σε οποιαδήποτε από τις 15 τράπεζες συστήματος, αφού στη συνέχεια θα ακολουθεί ο σχετικός συμψηφισμός από το σύστημα. Ακόμα, θα αυξηθεί η παραγωγικότητα του κράτους, θα υπάρξει κυκλοφοριακή αποσυμφόρηση, περιβαλλοντική βελτίωση, εθισμός του κοινού στις νέες τεχνολογίες, θα μειωθεί το κοινωνικό κόστος, θα προωθηθεί η παραγωγικότητα σημαντικών κλάδων της χώρας, όπως ο τουρισμός, η παραγωγικότερη αξιοποίηση του προσωπικού των φορέων συναλλαγών του δημοσίου τομέα, η αύξηση του ηλεκτρονικού λογιστικού χρήματος και απόδοσή του στον παραγωγικό μηχανισμό.

Οι τράπεζες, θα φέρουν το βάρος του εκσυγχρονισμού των συναλλαγών - επενδυτικό κόστος, ταμειακές συναλλαγές - μέχρι τον εθισμό του κοινού. Ετσι, τα οφέλη τους κατά τα πρώτα χρόνια λειτουργίας του ΔΙΑΣ θα είναι αναλογικά μικρότερα. Όταν όμως επιτευχθεί ο εκσυγχρονισμός θα επιτύχουν σημαντική μείωση του λειτουργικού κόστους των συναλλαγών, ενώ εκείνες που υπολείπονται τεχνολογικά θα επιταχύνουν τον εκσυγχρονισμό τους για λόγους ανταγωνισμού.

Το σύστημα ΔΙΑΣ αντιμετωπίζεται ευνοϊκά κυρίως από τις μεγάλες εμπορικές τράπεζες με εκτεταμένο δίκτυο, τις οποίες πιστεύεται ότι θα βοηθήσει ιδιαίτερα. Οι μικρότερες, ειδικότερα αυτές που βρίσκονται στο στάδιο της επέκτασής τους, υποστήριζαν ότι υπήρχε κίνδυνος να μειωθεί η ανάπτυξή τους.

## 2.5 ΑΛΛΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

## 2.5.α ΟΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

Η εξέταση αυτών των εξελίξεων είναι σημαντική για το τραπεζικό τομέα. Η κεφαλαιαγορά κατά τα τελευταία χρόνια αποσπά ένα αυξανόμενο μέρος των πόρων τόσο σε ότι αφορά την άντληση αποταμιευτικών πόρων όσο και την παροχή τους στις ελλειμματικές μονάδες. Επομένως, οι τράπεζες για να αποφύγουν μία μείωση του κύκλου εργασιών τους, πέρα από τη βελτίωση των καθαρά τραπεζικών λειτουργιών, προωθούν και δραστηριότητες που σχετίζονται με την κεφαλαιαγορά - χρηματιστηριακές, διαμεσολαβητικές, διαχειριστικές - αποκτώντας εισόδημα και από αυτόν τον τομέα. Η νομοθεσία περιέχει πλέον και τις χρηματιστηριακές υπηρεσίες, στο σύνολο των υπηρεσιών που προσφέρει ένα τραπεζικό ίδρυμα.

Ετσι, μετά την ψήφιση του Ν.1806/88 ακολούθησαν ορισμένα σημαντικά γεγονότα. Πρώτο, υπήρξε μία δραματική αύξηση των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από την κεφαλαιαγορά - σε συνδυασμό και με την είσοδο αρκετών, 28, νέων επιχειρήσεων - που έφθασαν κατά το 1990 το ποσό των 133 δισ. δρχ., σχεδόν το 30% της συνολικής ιδιωτικής χρηματοδότησης. Ενώ αυτή η τάση δεν συνεχίστηκε, δείχνει τις νέες δυνατότητες, και προοπτικές της κεφαλαιαγοράς. Δεύτερο, δημιουργήθηκε η παράλληλη αγορά, Ιούνιος 1990, ανοίγοντας το δρόμο για την είσοδο στο χρηματιστήριο μεσαίου μεγέθους υγειών επιχειρήσεων. Ετσι, κατά το 1991 εισήλθαν 14 επιχειρήσεις στην κύρια αγορά και άντλησαν 52 δισ. δρχ. καθώς και 3 επιχειρήσεις στην παράλληλη που άντλησαν 1,3 δισ. δρχ. Το 1992 ωστόσο η αγορά σημείωσε σημαντική πτώση

αφού εισήλθαν 2 μόνο επιχειρήσεις στην κύρια αγορά. Από το 1993 όμως η τάση μετατράπηκε σε ισχυρά αυξητική. Τρίτο, αυξήθηκε ο αριθμός των μελών του χρηματιστηρίου, με παράλληλη υποχρέωσή τους για δομή ανώνυμης εταιρίας. Αυτό επέτρεψε τη δημιουργία χρηματιστηριακών εταιριών, οι οποίες, ανάλογα με το ύψος του μετοχικού τους κεφαλαίου, παρέχουν χρηματιστηριακές εργασίες αγοράς και πώλησης τίτλων, υπηρεσίες φύλαξης και εξυπηρέτησης των χρεωγράφων, χρηματιστηριακού ή επενδυτικού συμβούλου, διαχείρισης χαρτοφυλακίου πελατών, επενδύσεων και νέων εκδόσεων, καθώς και υπηρεσιών αναδόχου εκδόσεων. Παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση στον αριθμό των χρηματιστηριακών εταιριών που έφτασαν τις 46 τον Μάρτιο 1992, ενώ μειωνόταν συνεχώς ο αριθμός των παραδοσιακών χρηματιστών που είχαν απομείνει μόνο 7. Τον Ιούλιο 1994 υπήρχαν 52 χρηματιστηριακές εταιρίες και 6 γραφεία χρηματιστών. Ορισμένες από αυτές τις εταιρίες - ΑΛΦΑ Χρηματιστηριακή, Χρηματιστηριακή Εργασίας, Εμπορική Χρηματιστηριακή, Εθνική Χρηματιστηριακή, ΑΣΠΙΣ Χρηματιστηριακή και η Χρηματιστηριακή Εταιρία της Μακεδονίας-Θράκης - έχουν ιδρυθεί από τράπεζες. Τέταρτο, από το τέλος 1991 λειτουργεί αποθετήριο ονομαστικών χρεωγράφων, που μειώνει τη γραφειοκρατία και τον όγκο των μεταβιβαζομένων τίτλων. Παράλληλα, βοηθά να γίνονται οι συναλλαγές αυτόματα μέσω των τραπεζών. Πέμπτο, το χρηματιστήριο αποδεσμεύτηκε από το δημόσιο τομέα και έτσι απέκτησε μεγαλύτερη ευελιξία. Αυτό που απομένει είναι η μηχανοργάνωση του χρηματιστηρίου και η θεσμοθέτηση ενός πλαισίου λειτουργίας που θα εξασφαλίζει την μεγαλύτερη διαφάνεια των συ-

ναλλαγών. Το τελευταίο προωθείται με προεδρικά διατάγματα όπως σημειώθηκε πιο πάνω.

Τα προϊόντα του χρηματιστηρίου αναφέρονται σε μετοχές, ομολογίες, μετατρέψιμες ομολογίες, τραπεζικά ομόλογα, κρατικά ομόλογα με ρήτρα ECU καθώς και έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου.

Αλλά, για την περίπτωση της κεφαλαιαγοράς, η συλλογή κεφαλαίων των επενδυτών και η διαχείρισή τους στη συνέχεια προς απόκτηση εισοδήματος, μπορεί να γίνει και μέσω εταιριών επενδύσεων. Αυτές συγκεντρώνουν τις αποταμιεύσεις πολλών επενδυτών, με σκοπό την επένδυσή τους έτσι ώστε να επιτευχθεί ο καλύτερος συνδυασμός κινδύνου - απόδοσης, κάτι που είναι ιδιαίτερα επιθυμητό για τους αποταμιευτές - επενδυτές, οι οποίοι συνήθως δεν διαθέτουν επαρκή πληροφόρηση και σχετική γνώση διαχείρισης τέτοιων επενδύσεων ή δεν διαθέτουν τον απαιτούμενο χρόνο. Οι εταιρίες επενδύσεων συναντώνται σε δύο μορφές: Πρώτο, σε αμοιβαία κεφάλαια, όπου κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο είναι σύνολο ενεργητικού που αποτελείται από μετρητά και χρεώγραφα, και διαιρείται σε ισόποσα μικρά μερίδια (ονομαστικοί τίτλοι). Το ενεργητικό κατατίθεται σε θεματοφύλακα, ενώ η διαχείριση ανατίθεται σε Α.Ε. Διαχειρίσεως. Δεύτερο, σε εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, όπου κάθε μία αντλεί τα κεφάλαιά της εκδίδοντας μετοχές, ο αριθμός των οποίων είναι καθορισμένος και μπορεί να αλλάξει μόνο με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Τα κεφάλαια που αντλεί η εταιρία τα επενδύει στη συνέχεια σε χρεώγραφα, από τα οποία αποκτά εισόδημα.

Ετσι, σε ό,τι αφορά τις εταιρίες αμοιβαίων κεφαλαίων

το θεσμικό πλαίσιο τέθηκε με το Ν.Δ.608/70. Το 1972 ξεκίνησαν τα μικτά αμοιβαία κεφάλαια ΔΗΛΟΣ του ομίλου της Εθνικής και ΕΡΜΗΣ του ομίλου της Εμπορικής, αντίστοιχα. Η κατάσταση δεν μεταβλήθηκε έως το 1989 όπου ιδρύθηκε το μικτό αμοιβαίο κεφάλαιο INTERTRUST του ομίλου της INTER-AMERICAN. Από το σημείο αυτό και στη συνέχεια η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων επεκτάθηκε με μεγάλους ρυθμούς. Το 1990 η Τράπεζα Πίστεως ίδρυσε δύο αμοιβαία κεφάλαια, το ΑΛΦΑ Αξιών Σταθερού Εισοδήματος, με επενδύσεις σε αξίες σταθερού επιτοκίου και το ΑΛΦΑ Αναπτυξιακό, με επενδύσεις και σε μετοχές και σε αξίες σταθερής απόδοσης. Κατά το 1990 λειτούργησε και το μικτό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Πίστης του ομίλου της Ευρωπαϊκής Πίστεως, καθώς και το μικτό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ασπίς Πρόνοια του ομώνυμου ασφαλιστικού ομίλου. Στη συνέχεια λειτούργησαν τα Generali Life αναπτυξιακό (Μάρτιος 1991), και ΑΛΦΑ Διαχείρισης Διαθεσίμων χαμηλού κινδύνου και απόδοσης (Απρίλιος 1991), του ομίλου της Τράπεζας Πίστεως, το Nationale Nederlanden μικτό (Μάρτιος 1991), το Intertrust δυναμικό (Μάιος 1991), και το Intertrust σταθερό, το Ασπίς Πρόνοια σταθερό, τα Schweizfund μικτό και το Ελληνοβρετανικό μικτό, τον Αύγουστο 1991. Λειτούργησαν ακόμα κατά το 1991 το ΧΙΟΣINVEST κοινοτικό της Τράπεζας Χίου, το ΔΕΛΦΟΙ μικτό της Κτηματικής, το ΔΗΛΟΣ μικτό και το ΔΗΛΟΣ υψηλού κινδύνου και απόδοσης. Τον Μάρτιο 1992 λειτούργησε και το αμοιβαίο κεφάλαιο της Εθνικής Ασφαλιστικής και η ανοδική τάση στην αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων συνεχίστηκε. Έτσι, από τρία αμοιβαία κεφάλαια το 1989 με 3 ανώνυμες εταιρίες διαχείρισης αμοι-



βαίων κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ) τα αμοιβαία κεφάλαια έγιναν 7 το 1990, 41 το 1992, 69 το 1993 και 86 τον Ιούνιο του 1994. Ο αριθμός των ΑΕΔΑΚ είναι τώρα 24 έναντι 6 το 1990, 1) το 1991, 18 το 1992 και 22 το 1993. Το μέγεθος της αγοράς των αμοιβαίων κεφαλαίων από 20 δισ.δρχ. το 1990 έφθασε στα 147 δισ.δρχ. το 1990, στα 170 δισ.δρχ.το 1991, στα 212 δισ.δρχ.το 1992, στα 820 δισ.δρχ.το 1993 και στα 1500 δισ.δρχ. τον Ιούνιο του 1994. Οι προοπτικές αγοράς είναι ανοδικές αν ληφθεί υπόψη ότι τα αμοιβαία κεφάλαια στην Ελλάδα απορροφούν το 8% της ιδιωτικής αποταμίευσης έναντι 28% για την αγορά των ΗΠΑ.

Η Εθνική, η Εμπορική, η Πίστεις, η Κτηματική, η Αγροτική, η Δωρική, η Εργασίας, η Εγνατία η Ιονική, η Μακεδονίας-Θράκης, η Midland, η Citibank, η Τράπεζα Χίου και η Πειραιώς καθώς και ορισμένες ασφαλιστικές εταιρίες 29 είναι εκείνες οι οποίες έχουν μέχρι τώρα εισέλθει ενεργώς στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων μέσω της ίδρυσης ανώνυμων εταιριών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ).

Σε ότι αφορά τις εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, οι περισσότερες δημιουργήθηκαν κατά τη δεκαετία του '80. Στο τέλος του 1993 λειτουργούσαν 15 τέτοιες επιχειρήσεις. Από την πλευρά των τραπεζών αναφέρονται η "Ελληνική Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου" της ΕΤΒΑ, η "Εθνική Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου" της Εθνικής, οι "Επενδύσεις Πίστεις" της Πίστεις, οι "Επενδύσεις Εργασίας" και "Πρόδος" της Εργασίας, η "Εταιρία Διεθνών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου" της ΕΤΕΒΑ, η "Επενδύσεις Αναπτύξεως" της Κρήτης, και η "Interinvest Διεθνής Επενδυτική", με συμμετοχή της

τράπεζας ABN.

Από τα πιο πάνω γίνεται αντιληπτή η ουσιαστική αλλά και δυναμική συμμετοχή των τραπεζών στην κεφαλαιαγορά μέσω των χρηματιστηριακών εταιριών, των αμοιβαίων κεφαλαίων και των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Έτσι, θα μπορέσουν να εκμεταλλευτούν τις νέες δυνατότητες που δημιουργούνται στην αγορά αυτή, να διαφοροποιήσουν τις εργασίες τους, να ανταπεξέλθουν στον ανταγωνισμό και να αποκομίσουν οικονομικά οφέλη.

#### 2.5.6 ΟΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

Ο ασφαλιστικός τομέας αποκτά μεγάλη σημασία από την τραπεζική πλευρά καθώς η ανάπτυξη συνεργασίας ανάμεσα στις τράπεζες και στις ασφαλιστικές εταιρίες βοηθά τις τράπεζες να εμπλουτίζουν τις παρεχόμενες υπηρεσίες τους προς τους καταναλωτές και να γίνονται ανταγωνιστικότερες στις εργασίες τους. Ο ασφαλιστικός τομέας γνωρίζει άνθηση στην Κοινότητα, καθώς διευρύνει τις σχέσεις τράπεζας - πελάτη πέρα από τις αυστηρές τραπεζικές υπηρεσίες, προσελκύει νέους πελάτες, ενώ επιτυγχάνεται διασπορά του επιχειρηματικού κινδύνου. Από την άλλη πλευρά οι τράπεζες επιτυγχάνουν διεύρυνση της κεφαλαιακής τους βάσης, βελτιώνουν και αυξάνουν τις υπηρεσίες τους, διευρύνουν το δίκτυο πωλήσεών τους, διεκδικούν νέους πελάτες, ασκούν επιθετική πολιτική και εισέρχονται σε νέες αγορές.

Στην Ελλάδα, παρά την ισχυρή διασύνδεση ορισμένων κρατικών τραπεζών με σημαντικές ασφαλιστικές εταιρίες, οι

τράπεζες δεν είχαν κατορθώσει να αναπτύξουν τη σχέση τράπεζας - ασφάλισης στα επιθυμητά επίπεδα, από την πλευρά της συνολικής απόδοσης. Η ελληνική ασφαλιστική αγορά παρουσιάζει ιδιοτυπίες - ο κλάδος κυριαρχείται από τις εταιρίες που είναι θυγατρικές ή ελέγχονται από τις κρατικές τράπεζες - 7 κρατικές εταιρίες κυριαρχούν σε σύνολο 150 περίπου εταιριών - ενώ η ελληνική νομοθεσία δεν εξασφάλιζε συνθήκες αμιγούς ανταγωνισμού. Η ασφαλιστική δαπάνη στην Ελλάδα είναι η χαμηλότερη στην Ευρωπαϊκή Ένωση, με σημαντική απόκλιση, και διαμορφωνόταν στο τέλος του 1991, μόλις στο 1% του ΑΕΠ. Το ίδιο ισχύει και για τη συμμετοχή του ενεργητικού των ασφαλιστικών εταιριών στο σύνολο του ενεργητικού του νημισματοπιστωτικού τομέα της χώρας - 1,5%.

Ομως, ο κλάδος των ασφαλειών ζωής, κυρίως, θα μπορούσε να αποτελέσει μία από τις κύριες πηγές αποταμιευτικής, μακροπρόθεσμης, τοποθέτησης των πόρων του κοινού, και χρησιμοποίησής τους, στη συνέχεια, στην παραγωγική διαδικασία. Η ολιγοπωλιακή διάρθρωση της ασφαλιστικής αγοράς, καθώς και η μείωση του εύρους των παρεχομένων ασφαλιστικών υπηρεσιών αποτελούν τους καίριους παράγοντες ανεπαρκούς ανάπτυξης αυτού του κλάδου. Το φαινόμενο αυτό εντάθηκε κατά την τελευταία περίοδο όπου η αγορά σημείωσε ζημίες, ενώ χαρακτηρίζεται από σχεδόν ανύπαρκτη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων της.

Ωστόσο, η απελευθέρωση της αγοράς στο πλαίσιο των κοινοτικών οδηγιών, σε συνδυασμό με την κατάσταση που επικρατεί στη χώρα, δημιουργούν προσδοκίες ανάπτυξης του

κλάδου. Ήδη κατά την τελευταία περίοδο παρατηρούνται ανακατατάξεις στην αγορά, η οποία μαζί με τους κλάδους τροφίμων - ποτών παρουσιάζει την μεγαλύτερη δραστηριότητα εξαγορών και συγχωνεύσεων. Αναφέρονται οι συνεργασίες της Interamerican με τη γαλλική UAP, της Ασπίς Πρόνοια με την AEGON V.A. (Ολλανδική), της Κόσμος που εξαγοράστηκε από γαλλική εταιρία και προήλθε η AGF Kosmos, της Ελληνοβρετανικής όπου οι μετοχές της μεταβιβάστηκαν σε αγγλική εταιρία (Eagle Star) και δημιουργήθηκε η "Ελληνοβρετανική ΑΕΑΖ", της "Αιολική" που απορροφήθηκε από την Helvetia, της "Πρόοδος" που απορροφήθηκε από την Nationale Nederlanden και της "Κεντρική" που ελέγχεται από την βρετανική WFE. Θα πρέπει ακόμα να σημειωθεί και η προσπάθεια λίγων, για την ώρα, ασφαλιστικών εταιριών να προσελκύσουν αποταμιευτικούς πόρους μέσω της έκδοσης μεταβιβάσιμων ομολόγων, όπως είναι η Commercial Union Life.

Αντίθετα, συνεργασίες ιδιωτικών τραπεζών με ασφαλιστικές εταιρίες έχουν πραγματοποιηθεί λίγες στην Ελλάδα - Τράπεζα Πίστωσης, Τράπεζα Εργασίας - λόγω του μικρού μεριδίου αγοράς που κατέχουν οι ιδιωτικές ελληνικές τράπεζες - οι περισσότερες δημόσιες ήδη διαθέτουν θυγατρικές - της περιορισμένης, ακόμα, ανάπτυξης των ξένων τραπεζών στην Ελλάδα, της ανεπαρκούς ποιοτικής ανάπτυξης της ελληνικής ασφαλιστικής αγοράς και της καθυστέρησης της προσαρμογής της ελληνικής ασφαλιστικής και τραπεζικής νομοθεσίας στην κοινοτική.

Θα πρέπει να αναμένεται ότι στο μέλλον η ελληνική ασφαλιστική αγορά θα αναλάβει τον ουσιαστικό της ρόλο στην

κινητοποίηση της ιδιωτικής αποταμίευσης, στην αποτελεσματική κατανομή αυτών των κεφαλαίων στο χρηματιστήριο, καθώς και στην ανάδειξη της ως υπολογίσιμου τομέα για την κυβερνητική οικονομική πολιτική. Για τις ελληνικές τράπεζες δημιουργούνται ευνοϊκές ευκαιρίες για συνεργασία με ελληνικές ή ξένες ασφαλιστικές εταιρίες, για να αποκομίσουν κέρδη από την απόκτηση μεριδίου σε αυτές καθώς και από την πελατεία που θα αποκτήσουν από τις ασφαλιστικές εταιρίες και έτσι να προσφέρουν ολοκληρωμένες χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ  
ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΕΝΩΣΗ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΟΥ  
ΓΙΑ ΤΗΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΑΓΟΡΑ.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

### ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΕΝΩΣΗ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

#### 3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η δημιουργία της εσωτερικής αγοράς του 1992 θεμελιώθηκε σε δύο κοινοτικές πράξεις. Η πρώτη ήταν το πρόγραμμα δράσης που η Επιτροπή Ε.Κ. ανακοίνωσε στο Συμβούλιο Ε.Κ. τον Ιούνιο του 1985 με τίτλο "Η ολοκλήρωση της εσωτερικής αγοράς" και έγινε γνωστό σαν "Λευκή Βίβλος". Η δεύτερη ήταν η Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη (ΕΕΠ) που υπογράφηκε τον Φεβρουάριο του 1986, τέθηκε σε ισχύ την 1.7.1987 και περιλαμβάνει τη διαδικασία για την υλοποίηση του προγράμματος δράσης, ενώ παράλληλα τροποποιεί και συμπληρώνει τη Συνθήκη της Ρώμης του 1957.

Με τις δύο αυτές πράξεις επιχειρήθηκε ταυτόχρονα και η μετάβαση από τη μέθοδο των αποσπασματικών και βαθμιαία κλιμακούμενων στο χρόνο προσπαθειών συντονισμού των ρυθμίσεων για την οικοδόμηση της εσωτερικής αγοράς στη μέθοδο της "συνολικής προσέγγισης", σε τρόπο δηλ. που να συνδέονται οι ενέργειες σε διάφορους τομείς, όπως επιβάλλεται από τη φύση των προβλημάτων που έθετε η εσωτερική αγορά μέχρι το τέλος του 1992.

Ειδικότερα, αναφορικά με τις χρηματοπιστωτικές υπηρε-

σίεις άμεσος στόχος της συνολικής αυτής προσέγγισης ήταν οποιοδήποτε χρηματοπιστωτικό αλλά και χρηματοδοτικό ίδρυμα, όπως ασφαλιστική επιχείρηση ή εταιρία επενδύσεων, να μπορεί να ιδρύει υποκαταστήματα σε οποιοδήποτε άλλο κράτος μέλος με τις ίδιες προϋποθέσεις όπως και στη χώρα εγκατάστασής του. Απώτερος στόχος ήταν οποιοδήποτε από τα ιδρύματα αυτά να μπορεί να εμπορεύεται και να πωλεί το σύνολο των χρηματοπιστωτικών του προϊόντων και υπηρεσιών διασυννοριακά στον οποιονδήποτε πελάτη εγκατεστημένο σε κάποιο άλλο κράτος μέλος. Η συνολική προσέγγιση στο θέμα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών συνεπάγεται προφανώς την άρση των συναλλαγματικών περιορισμών, των διοικητικών, νομοθετικών και φορολογικών εμποδίων στην κίνηση κεφαλαίων, το δικαίωμα εγκατάστασης και την παροχή υπηρεσιών.

Με γνώμονα τη συνολική προσέγγιση και με βάση τις επιταγές του νέου άρθρου 8Α παρ.2 της Συνθήκης της Ρώμης που πρόσθεσε η Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη (ΕΕΠ), η Ευρωπαϊκή Κοινότητα είχε ξεκινήσει ένα φιλόδοξο πρόγραμμα για την ολοκλήρωση της ενιαίας εσωτερικής αγοράς και τον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών μέχρι το 1992. Συγκεκριμένα το νέο άρθρο όριζε ότι: "Η εσωτερική αγορά περιλαμβάνει ένα χώρο χωρίς εσωτερικά σύνορα μέσα στον οποίο εξασφαλίζεται η ελεύθερη κυκλοφορία των εμπορευμάτων, των προσώπων, των υπηρεσιών και των κεφαλαίων σύμφωνα με τις διατάξεις της παρούσας Συνθήκης".

Σχετικά με το χρονοδιάγραμμα του χρηματοπιστωτικού τομέα θα πρέπει να επισημάνουμε ότι το 1992 δεν σήμαινε ασφαλώς την αφετηρία για την ανατροπή της υπάρχουσας κα-



τάστασης στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Κοινότητας. Αποτέλεσε απλά έναν ακόμα σταθμό στη διαδικασία της διαρκούς μετεξέλιξης, που είχε ήδη αρχίσει και που συνεχίζεται δυναμικά και μετά το 1992 στην πορεία προς την Ευρωπαϊκή Ένωση. Θα πρέπει εδώ να τονισθεί ότι οι χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες εξακολουθούν να αποτελούν ένα σημαντικό τμήμα των ρυθμίσεων της ενιαίας εσωτερικής αγοράς και να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην ευρωπαϊκή οικονομία, εισφέροντας στις αρχές της δεκαετίας του 1990 περισσότερο από 3% στο ΑΕΠ, υπερδιπλάσιο δηλ. από το ποσοστό συμμετοχής της γεωργίας. Σε οκτώ μόνο κοινοτικές χώρες το ποσό των ασφαλιστρών ανερχόταν σε 5% του ΑΕΠ, ενώ οι τραπεζικές χρηματοδοτήσεις και η κεφαλαιοποίηση στις χρηματαγορές ανερχόταν στο 142% και 116% του ΑΕΠ αντίστοιχα.

Αντικείμενο του κεφαλαίου αυτού είναι, αφενός, μία γενική καταγραφή του θεσμικού πλαισίου για την επίτευξη της ενιαίας εσωτερικής αγοράς στο χρηματοπιστωτικό τομέα και αφετέρου, μια αναφορά στις επιπτώσεις στην ελληνική τραπεζική αγορά και γενικότερα στον τομέα των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών από την εφαρμογή του πλέγματος των κοινοτικών πράξεων που υιοθετήθηκαν μέχρι σήμερα στους τομείς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, της κίνησης κεφαλαίων, των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και των χρηματιστηριακών αγορών.

Για καθένα από τους τομείς αυτούς θα γίνει σύντομη αναφορά στις κατευθυντήριες αρχές και τις αρχικές ρυθμίσεις της Συνθήκης της Ρώμης, όπως επίσης στην υλοποίηση των αρχών αυτών με βάση τις υιοθετηθείσες σχετικές κοι-

νοτικές οδηγίες. Στη συνέχεια θα εξετάσουμε τη νέα προσέγγιση που εισήγαγε η ΕΕΠ για την προώθηση της ολοκλήρωσης της ενδοκοινοτικής απελευθέρωσης των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, με συγκεκριμένες αναφορές στο παράγωγο κοινοτικό δίκαιο. Τέλος, θα γίνει αναφορά στις ρυθμίσεις της Συνθήκης του Μάαστριχτ αναφορικά με την Οικονομική και Νομισματική Ένωση και τις επιπτώσεις από την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος στις τράπεζες.

### 3.1.1. ΟΙ ΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΤΗΣ ΣΥΝΘΗΚΗΣ ΤΗΣ ΡΩΜΗΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Η καθίδρυση μιας ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς σχετίζεται με πολύπλευρες εκφράσεις της οικονομικής δραστηριότητας και για το λόγο αυτό οι διατάξεις της Συνθήκης της Ρώμης που έχουν σχέση με το θέμα είναι πολυάριθμες. Συγκεκριμένα, στις ρυθμίσεις αυτές περιλαμβάνονται αφενός μεν οι γενικές διατάξεις για την προσέγγιση των νομοθεσιών (άρθρο 3) και την κατάργηση των διακρίσεων λόγω εθνικότητας (άρθρο 7) όπως και οι τρέχουσες πληρωμές που συνδέονται με υπηρεσίες (άρθρο 10), αφετέρου δε ειδικές ρυθμίσεις για το δικαίωμα εγκατάστασης (άρθρο 52 και επ.), την ελεύθερη παροχή υπηρεσιών (άρθρο 59 και επ.) και την κίνηση κεφαλαίων (άρθρο 67 και επ.).

Η διασύνδεση μεταξύ της ελευθερίας στο δικαίωμα εγκατάστασης και της παροχής υπηρεσιών (χωρίς εγκατάσταση) διαγράφεται με σαφή τρόπο μέσα από τις διατάξεις της Συνθήκης της Ρώμης. Συγκεκριμένα, το άρθρο 52 ορίζει ότι η

ελευθερία εγκατάστασης περιλαμβάνει την ανάληψη και την άσκηση μη μισθωτών δραστηριοτήτων καθώς και τη σύσταση και τη διαχείριση επιχειρήσεων, με την επιφύλαξη των διατάξεων που αναφέρονται στην κυκλοφορία των κεφαλαίων. Η εξάρτηση της απελευθέρωσης των τραπεζικών και ασφαλιστικών υπηρεσιών που συνδέονται με τις κινήσεις κεφαλαίων είναι ακόμα πιο άμεση και το άρθρο 61 ορίζει ότι η απελευθέρωση αυτή πρέπει να πραγματοποιηθεί σε αρμονία με την προοδευτική ελευθέρωση της κυκλοφορίας κεφαλαίων.

Η ελεύθερη κυκλοφορία κεφαλαίων γίνεται μ' αυτό τον τρόπο η κινητήρια δύναμη για την ολοκλήρωση της ενιαίας αγοράς και οι συντάκτες της Συνθήκης της Ρώμης καλούν τα κράτη μέλη να χορηγούν με τη μεγαλύτερη δυνατή ελευθερία εγκρίσεις συναλλάγματος κατά το μέτρο που είναι απαραίτητες. Επίσης καλούν τα κράτη μέλη να μην προβαίνουν σε διακρίσεις, όταν εφαρμόζουν στις κινήσεις των κεφαλαίων που απελευθέρωσαν την εσωτερική τους ρύθμιση σχετικά με την κεφαλαιαγορά και το πιστωτικό τους σύστημα (άρθρο 68). Στη συνέχεια, τα κράτη μέλη καλούνται να καταβάλλουν προσπάθεια να μην εισάγουν στην Κοινότητα νέους συναλλαγματικούς περιορισμούς (στα πλαίσια της ρήτρας (standstill) που επηρεάζουν τις κινήσεις κεφαλαίων και τις σχετικές με τις κινήσεις αυτές τρέχουσες πληρωμές, όπως επίσης και να μην καθιστούν περισσότερο περιοριστικές τις υπάρχουσες ρυθμίσεις (άρθρο 71).

Με τις ρυθμίσεις αυτές τίθενται οι βάσεις της κοινής νομισματικής και οικονομικής πολιτικής των κρατών μελών έναντι τρίτων χωρών (άρθρο 70). Παράλληλα όμως παρέχονται

και δικλείδες ασφάλειας για τη λήψη μέτρων προστασίας της κεφαλαιαγοράς (άρθρο 73) και κυρίως προστασίας του ισοζυγίου πληρωμών των κρατών μελών που αντιμετωπίζουν δυσχέρειες (άρθρο 103). Τα μέτρα δυνατόν να είναι όχι μόνο κατασταλτικά αλλά και προληπτικά, με την προϋπόθεση όμως της εκ των υστέρων έγκρισής τους από την Επιτροπή Ε.Κ. (άρθρο 109).

### 3.1.2. ΟΙ ΚΟΙΝΟΤΙΚΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

#### A. ΤΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΤΗΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

##### 1. Οι ρυθμίσεις του αρχικού σταδίου (1960 - 1986)

Σε εφαρμογή των διατάξεων της Συνθήκης της ΕΟΚ για την ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων εκδόθηκαν δύο οδηγίες: η πρώτη στις 11 Μαΐου 1960 για την εφαρμογή του άρθρου 67 και η δεύτερη, τροποποιητική της πρώτης, δύο χρόνια αργότερα, στις 18 Δεκεμβρίου 1962. Η δομή και των δύο αυτών οδηγιών είναι η ακόλουθη: α) Το κυρίως κείμενο περιλαμβάνει τις βασικές διατάξεις, β) το Παράρτημα Α περιέχει κατάταξη των διάφορων κατηγοριών κινήσεων κεφαλαίων σε τέσσερις πίνακες, με βάση το είδος της χορηγούμενης έγκρισης (Πίνακες Α και Β) και τη δυνατότητα διατήρησης ή επανεισαγωγής συναλλαγματικών περιορισμών (Πίνακες Γ και Δ), γ) το Παράρτημα Β περιέχει αναλυτική ονοματολογία των κινήσεων κεφαλαίων, που, με κάποιες διαφοροποιήσεις, προέρ-

χονται από τον κώδικα ελευθέρωσης κινήσεων κεφαλαίων του ΟΟΣΑ που είχε ήδη υιοθετηθεί από το Δεκέμβριο του 1959, δ) κριτήριο για την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων αποτελεί η κατοικία, όπως ορίζεται από τη συναλλαγματική νομοθεσία κάθε κράτους μέλους.

Ειδικότερα, οι Πίνακες Α και Β των σχετικών οδηγιών καλύπτουν τις άμεσες επενδύσεις, τις επενδύσεις σε ακίνητα, τις κινήσεις κεφαλαίων προσωπικού χαρακτήρα, τις βραχυπρόθεσμες και μεσοπρόθεσμες πιστώσεις που συνδέονται με εμπορικές συναλλαγές ή με παροχές υπηρεσιών στις οποίες συμμετέχει ένας κάτοικος, τις μεταβιβάσεις για εκτέλεση συμβολαίων ασφαλίσεων, την απόκτηση τίτλων διαπραγματεύσιμων στο χρηματιστήριο. Η απελευθέρωση των συναλλαγών αυτών θεωρείται αμετάκλητη (άνευ όρων), με μόνη εξαίρεση την επίκληση της εφαρμογής των άρθρων 73, 108 και 109 της ΣυνθΕΟΚ. Οι πίνακες Γ και Δ περιλαμβάνουν κινήσεις κεφαλαίων σε τίτλους και τρεχούμενους λογαριασμούς, η απελευθέρωση των οποίων μπορούσε να γίνει με ορισμένους όρους, που τελούσαν υπό τη διακριτική ευχέρεια των ίδιων των κρατών μελών. Οι όροι έπρεπε να ήταν σε ισχύ κατά την ημερομηνία της θέσης σε εφαρμογή της οδηγίας (ή κατά την ημερομηνία της ένταξης του κράτους μέλους στην Ε.Κ.), ενώ η εξακολούθηση του καθεστώτος απελευθέρωσης στην κίνησή τους θα έπρεπε αποδεδειγμένα να δημιουργεί εμπόδια στους στόχους της οικονομικής του πολιτικής.

Η δυσμενής παγκόσμια οικονομική συγκυρία που κυριάρχησε στα μέσα της δεκαετίας του 1960 χαρακτηρίστηκε από μια σειρά διεθνών οικονομικών ανακατατάξεων, στις οποίες οι

ισοτιμίες του αμερικανικού νομίσματος έπαιξαν προσδιοριστικό ρόλο ανακατατάξεων, που κατέληξαν στην πρώτη πετρελαϊκή κρίση και εξανάγκασαν πολλά από τα ιδρυτικά κράτη μέλη να διατηρήσουν ή να επαναφέρουν τους περιορισμούς στις κινήσεις κεφαλαίων από και προς την επικράτειά τους. Ταυτόχρονα, συνέβαλαν στην αναβολή της υλοποίησης της πρώτης φάσης της οικονομικής και νομισματικής ένωσης, που είχε συμφωνηθεί στη Διάσκεψη Κορυφής της Χάγης το 1969. Λίγο αργότερα, η συναλλαγματική πολιτική των Ηνωμένων Πολιτειών επηρέασε και πάλι σημαντικά τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, που προσπάθησαν να διατηρήσουν μια διακύμανση της τάξης του 2,25% στις ισοτιμίες τους με το δολλάριο. Οι προσπάθειες αυτές δυσχεράνθηκαν από τις επιπτώσεις της δεύτερης και της τρίτης πετρελαϊκής κρίσης, το 1973 και 1979 αντίστοιχα.

Με την πάροδο του χρόνου έγινε ακόμα πιο φανερό ότι η πολιτική του κατακερματισμού των κεφαλαιαγορών και των χρηματοδοτικών πόρων της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, όπως επίσης και ο καθοριστικός ρόλος του δολλαρίου στην οικονομική πολιτική της Ευρώπης δεν μπορούσε να συνεχισθεί και ήταν αναγκαίο να βρεθούν τρόποι αξιοποίησης των χρηματοδοτικών ενδοκοινοτικών πόρων της με τη διοχέτευσή τους σε παραγωγικές επενδύσεις. Η διαπίστωση αυτή έδωσε μια νέα πνοή στην πολιτική της Ευρωπαϊκής Κοινότητας.

Το 1983 εκδίδεται ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την χρηματοπιστωτική ενοποίηση, στην οποία τονίζεται ο θεμελιώδης ρόλος που διαδραματίζει η ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων και η ανάγκη επαναδραστηριοποίησης των προσα-

θειών για την ολοκλήρωσή της μετά από μια μακρόχρονη περίοδο συναλλαγματικών περιορισμών. Στη συνέχεια, στα μέσα του 1985, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προτείνει στο Συμβούλιο Ε.Κ. τη Λευκή Βίβλο για την ολοκλήρωση της εσωτερικής αγοράς, που περιλαμβάνει συγκεκριμένο χρονοδιάγραμμα για την άρση όλων των νομικών, τεχνικών και φορολογικών εμποδίων μεταξύ των κρατών μελών της μέχρι τέλους του 1992 και την οριστική υιοθέτηση των 300 προτάσεων οδηγιών που βρίσκονταν σε κάποιο στάδιο επεξεργασίας στα όργανα της Ευρωπαϊκής Κοινότητας. Η εισήγηση αυτή της Ευρωπαϊκής Επιτροπής υιοθετείται από τη Διακυβερνητική Διάσκεψη του Δεκεμβρίου 1985, εντάσσεται στο άρθρο 8Α της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Πράξης και αρχίζει μια αντίστροφη μέτρηση με στόχο την τήρηση του χρονοδιαγράμματος του 1992.

## 2. Οι ρυθμίσεις μετά την υιοθέτηση της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Πράξης

Παράλληλα με την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προχωρεί το 1984 στη θέσπιση νέων και πιο αυστηρών κριτηρίων παρέκκλισης από τους γενικούς κανόνες αναφορικά με την επίκληση των ρητρών διαφυγής εκ μέρους των κρατών μελών, με την αναθεώρηση των αποφάσεών της και της ακολουθούμενης μέχρι τότε πολιτικής. Πρόκειται για τον επαναπροσδιορισμό των λόγων που οδήγησαν στην έγκριση εφαρμογής των ρητρών διαφυγής και στον καθορισμό της χρονικής διάρκειας για τη διατήρησή τους. Συγκεκριμένα, ενώ επετράπηκε στη Γαλλία, την Ιρλανδία και την Ιτα-

λία να διατηρήσουν την εφαρμογή ορισμένων προστατευτικών μέτρων, που εξάλλου άρθηκαν το 1988, ανακλήθηκε σχετική άδεια που είχε χορηγηθεί στη Δανία, τέθηκε τριετής χρονικός περιορισμός για την Ελλάδα με τη λήψη του κοινοτικού δανείου το 1985 και ορίστηκε το τέλος του 1990 για την Ισπανία και του 1992 για την Πορτογαλία για την άρση των συναλλαγματικών περιορισμών.

Για την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων, στις 16 Νοεμβρίου 1986, το Συμβούλιο Ε.Κ. με την υιοθέτηση της οδηγίας 86/566/ΕΟΚ επεκτείνει τη διαδικασία απελευθέρωσης σε τρεις ακόμη κατηγορίες κινήσεων κεφαλαίων, επιπλέον εκείνων που προβλέπονταν από τις οδηγίες του 1960 και 1962, και οι οποίες αφορούν: α) τις μακροπρόθεσμες εμπορικές πιστώσεις ή τις πιστώσεις που συνδέονται με την παροχή των υπηρεσιών όπου μετέχει κάτοικος, β) τις συναλλαγές σε τίτλους (μετοχές, ομολογίες ή μερίδια Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες - ΟΣΕΚΑ) που δεν είναι διαπραγματεύσιμοι σε χρηματιστήριο αξιών, γ) τις πράξεις εισαγωγής τίτλων (μετοχές ή ομολογίες) επιχείρησης κράτους μέλους στην κεφαλαιαγορά άλλου κράτους μέλους, εφόσον είναι ήδη διαπραγματεύσιμοι ή πρόκειται να εισαχθούν σε χρηματιστήριο αξιών της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, δ) την κατάργηση μέχρι το 1992 της διπλής αγοράς συναλλάγματος που ίσχυε στο Βέλγιο και το Λουξεμβούργο.

Στις 24 Ιουνίου 1988 υιοθετείται η οδηγία 88/361/ΕΟΚ για την πλήρη απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων που επεκτείνει την απελευθέρωση και στις υπόλοιπες μεταφορές κεφαλαίων που αφορούν: α) επενδύσεις σε βραχυπρόθεσμους τί-



τλους, β) κινήσεις σε τρεχούμενους λογαριασμούς και λογαριασμούς καταθέσεων, γ) χρηματοοικονομικά δάνεια και πιστώσεις. Η οδηγία παρέχει περιορισμένες μεταβατικές περιόδους σε τέσσερα κράτη μέλη και ρυθμίζει τον τρόπο εφαρμογής των ρητρών διασφάλισης από κινδύνους που δημιουργεί η απελευθέρωση των βραχυπρόθεσμων μεταφορών χρήματος με τη λήψη ειδικών προστατευτικών μέτρων, για χρονικό διάστημα που δεν μπορεί να υπερβαίνει τους έξι μήνες.

## Β. ΤΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΤΗΝ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ

### 1. Οι ρυθμίσεις του αρχικού σταδίου (1960- 1986)

Με την οδηγία του Συμβουλίου της 28ης Ιουνίου 1973 για την κατάργηση των περιορισμών στην ελευθερία εγκατάστασης και στην ελεύθερη παροχή υπηρεσιών για τις μη μισθωτές δραστηριότητες τραπεζών και λοιπών πιστωτικών ιδρυμάτων (73/183/ΕΟΚ) εισάγεται και στις τράπεζες η γενική αρχή της ίσης μεταχείρισης μεταξύ υπηκόων των κρατών μελών (άρθρο 7 ΣυνθΕΟΚ) με την κατάργηση των περιορισμών λόγω εθνικότητας. Οι περιορισμοί αυτοί εμπόδιζαν τις κοινοτικές τράπεζες να εγκαθίστανται και να παρέχουν τις υπηρεσίες τους στα κράτη μέλη με τους ίδιους όρους όπως και οι αντίστοιχες εγχώριες τράπεζες.

Η οδηγία καταγράφει ποιές συγκεκριμένες ρυθμίσεις της εθνικής νομοθεσίας για καθένα από τα έξι ιδρυτικά κράτη

μέλη περιείχαν διακριτικές διατάξεις λόγω εθνικότητας. Επίσης διέκρινε το καθεστώς απελευθέρωσης της παροχής υπηρεσιών από τις τράπεζες σε υπηρεσίες που συνδέονται με κινήσεις κεφαλαίων των οδηγιών του 1960 και 1962 και σε υπηρεσίες που δεν συνδέονται με κινήσεις κεφαλαίων στις οποίες δεν εφαρμόζεται η οδηγία.

Τον ίδιο χρόνο που υιοθετήθηκε η οδηγία, το 1973, εκδόθηκαν οι αποφάσεις του Δικαστηρίου Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων επί των υποθέσεων *Reyners* και *Van Binsbergen* (2/1974 και 33/1974 αντίστοιχα) σύμφωνα με τις οποίες οι διατάξεις της Συνθήκης της Ρώμης για την κατάργηση των διακρίσεων λόγω εθνικότητας θεωρούνται άμεσης εφαρμογής στο εσωτερικό δίκαιο των κρατών μελών σε όλους τους τομείς, χωρίς να απαιτείται πλέον η έκδοση ειδικών οδηγιών.

Η εφαρμογή των ρυθμίσεων για την άρση των διακρίσεων λόγω εθνικότητας, που εισήχθη με βάση τις διατάξεις της Συνθήκης της Ρώμης (άρθρα 7, 52, 59) και τις ρυθμίσεις της αρχικής οδηγίας 73/183/ΕΟΚ, δεν απέφερε τα αναμενόμενα αποτελέσματα, αφού εξακολουθούσαν να υπάρχουν εννέα διαφορετικά τραπεζικά συστήματα, ενώ παράλληλα διατηρούνταν οι διαφορετικοί κανόνες εποπτείας μεταξύ των κρατών μελών. Για το λόγο αυτό μπορεί να θεωρηθεί ότι μόνο με την έκδοση της πρώτης συντονιστικής οδηγίας του Συμβουλίου της 12ης Δεκεμβρίου 1977, για το συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων που αφορούν την ανάληψη και την άσκηση τραπεζικής δραστηριότητας (77/780/ΕΟΚ), τέθηκαν οι βάσεις για την ενοποίηση της τραπεζικής αγοράς με απώτερο στόχο την περαιτέρω εναρμό-

νιση των τραπεζικών δραστηριοτήτων.

Οι βασικές ρυθμίσεις που εισήγαγε η πρώτη συντονιστική οδηγία είναι, επιγραμματικά, οι ακόλουθες:

- α. Διαδικασία πρόσβασης στην τραπεζική αγορά εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων και οριοθέτηση του πεδίου εφαρμογής της οδηγίας
- β. Κανόνες άσκησης τραπεζικών εργασιών
- γ. Αντιμετώπιση οικονομικών δυσχερειών των πιστωτικών ιδρυμάτων
- δ. Συνεργασία των εποπτικών αρχών
- ε. Αρση των περιορισμών πρόσβασης στην τραπεζική αγορά των κρατών μελών.

Είναι φανερό ότι ο επιδιωκόμενος από την οδηγία σκοπός ήταν η καθιέρωση σ'ένα δεύτερο στάδιο και στο σύνολο της Ευρωπαϊκής Κοινότητας ομοιόμορφων όρων έγκρισης άδειας λειτουργίας για παρόμοιες κατηγορίες πιστωτικών ιδρυμάτων. Το τελικό αποτέλεσμα της διαδικασίας αυτής θα ήταν η διευκόλυνση της συνολικής εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων που λειτουργούν σε πολλά κράτη μέλη από τις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους στο οποίο το πιστωτικό ίδρυμα έχει την έδρα του.

Το επόμενο βήμα προς την ενοποίηση της τραπεζικής αγοράς ήταν η οδηγία του Συμβουλίου της 13ης Ιουνίου 1983 για την εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων σε ενοποιημένη βάση (83/350/ΕΟΚ), προκειμένου να εξασφαλισθεί ότι σε μια εποχή προϊούσας διεθνοποίησης των τραπεζών, η συνολική εποπτεία ενός πιστωτικού ιδρύματος, που θα λειτουργεί σε διάφορα κράτη μέλη και θα έχει συμμετοχές σε άλλα πιστω-

τικά ή χρηματοδοτικά ιδρύματα των κρατών μελών, θα διενεργείται από τις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους στο οποίο το ίδρυμα αυτό έχει την έδρα του, σε συνεννόηση, ενδεχόμενα, με τις αρμόδιες αρχές των άλλων ενδιαφερόμενων κρατών μελών, ώστε να αποφεύγονται οι στρεβλώσεις του ανταγωνισμού μεταξύ αυτών των πιστωτικών ιδρυμάτων και των εθνικών πιστωτικών ιδρυμάτων των χωρών υποδοχής.

Τρία χρόνια αργότερα, την 1.1.1986, υιοθετείται η οδηγία για τους ετήσιους και ενοποιημένους ισολογισμούς των τραπεζών και των άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (86/635/ΕΟΚ), η οποία προσπαθεί να επεκτείνει τις γενικές ρυθμίσεις για τη δημοσίευση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, ατομικών και ενοποιημένων, των ανώνυμων εταιριών, που είχαν θεσπισθεί με την έκδοση της τέταρτης και έβδομης εταιρικής οδηγίας, και στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με σκοπό την ενιαία πληροφόρηση των καταθετών, των τρίτων και των μετόχων τους. Συγχρόνως η οδηγία επιβάλλει τη δημοσίευση των οικονομικών καταστάσεων σε όλα τα κράτη μέλη όπου το πιστωτικό ίδρυμα διατηρεί υποκαταστήματα.

## 2. Οι χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες στην Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη

Παρά την πρόοδο προς την κοινή τραπεζική αγορά, που σημειώθηκε με την υιοθέτηση της πρώτης συντονιστικής οδηγίας (77/780/ΕΟΚ), παρέμεναν ακόμα σημαντικά εμπόδια για την ολοκλήρωσή της, αφού οι κοινοτικές τράπεζες ε-

Ξακολουθούσαν να λαμβάνουν την άδεια λειτουργίας των υποκαταστημάτων τους από τις εποπτικές αρχές της χώρας υποδοχής και κατά συνέπεια να υπάγονται σε μια διαφορετική κατά κράτος μέλος αρμόδια εποπτική αρχή. Ο διαφοροποιημένος, εξάλλου, κατά κράτος μέλος ορισμός για το τι αποτελεί τραπεζική δραστηριότητα και τι όχι άφηνε πολλά περιθώρια αθέμιτου ανταγωνισμού μεταξύ των κρατών μελών. Ακόμη, ο εννοιολογικός προσδιορισμός "επαρκών" ιδίων κεφαλαίων διευκόλυνε την εγκατάσταση πιστωτικών ιδρυμάτων στα κράτη μέλη με τις μικρότερες απαιτήσεις και τους πιο χαλαρούς ελέγχους.

Τα τρία βασικά θέματα που έθεσε, αλλά δεν έλυσε, η πρώτη συντονιστική οδηγία του 1977 και τα οποία αποτέλεσαν την πρόκληση για τη δεύτερη συντονιστική οδηγία ήταν: πρώτον, το θέμα της υποχρεωτικής άδειας λειτουργίας και από τις εποπτικές αρχές της χώρας εγκατάστασης για το άνοιγμα υποκαταστήματος πιστωτικού ιδρύματος με έδρα σε άλλο κράτος μέλος, δεύτερον, η δυνατότητα των εποπτικών αρχών να επιβάλλουν περιορισμούς στη δραστηριότητα των υποκαταστημάτων αυτών, και τρίτον το ποσό που απαιτούνταν από τη χώρα υποδοχής να καταβληθεί για την έκδοση άδειας λειτουργίας υποκαταστήματος, ποσό που ήταν ισοδύναμο με κείνο που απαιτούνταν για την ίδρυση μιας καινούργιας τράπεζας.

Τις ελλείψεις αυτές προσπάθησε να θεραπεύσει η δεύτερη συντονιστική οδηγία για την άσκηση τραπεζικής δραστηριότητας εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων (88/646/ΕΟΚ), οι βασικές ρυθμίσεις της οποίας είναι οι ακόλουθες:

α. Διεύρυνση του εννοιολογικού προσδιορισμού του πιστω-

τικού ιδρύματος έτσι ώστε να θεωρείται χρηματοπιστωτικό ίδρυμα κάθε επιχείρηση που δέχεται καταθέσεις και άλλα κεφάλαια από το κοινό, ανεξάρτητα από το αν χορηγεί ή όχι πιστώσεις για λογαριασμό της.

β. Εναρμόνιση των προϋποθέσεων για την ίδρυση χρηματοδοτικών ιδρυμάτων με:

- την καθιέρωση ενιαίας άδειας λειτουργίας από τη χώρα εγκατάστασης, που θα πρέπει υποχρεωτικά να αναγνωρίζεται εκ μέρους όλων των άλλων κρατών μελών της Κοινότητας στα οποία ιδρύονται υποκαταστήματα,
- τον καθορισμό του ελάχιστου ποσού κεφαλαίου που είναι απαραίτητο για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας χρηματοπιστωτικού ιδρύματος (5 εκ. ECU) προκειμένου να αποφεύγονται μετακινήσεις χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε κράτη μέλη με μικρότερες απαιτήσεις καταβολής αρχικού κεφαλαίου,
- την κατάργηση της υποχρέωσης εισαγωγής κεφαλαίων για την ίδρυση υποκαταστημάτων κοινοτικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε άλλα κράτη μέλη.

γ. Εναρμόνιση των άλλων προϋποθέσεων άσκησης τραπεζικής δραστηριότητας.

δ. Καθορισμός καταλόγου, με τη μορφή παραρτήματος, συγκεκριμένων τραπεζικών δραστηριοτήτων, η προσφορά των οποίων θα καθίσταται δυνατή με τη λήψη της ενιαίας άδειας λειτουργίας. πρόκειται για εργασίες χρηματοπιστωτικού ιδρύματος πολλαπλών δραστηριοτήτων, που περιλαμβάνουν πέρα από τις παραδοσιακές εργασίες και επενδυτικές υπηρεσίες από συναλλαγές σε τίτλους είτε

για ίδιο λογαριασμό είτε για λογαριασμό τρίτων, χρηματοδοτική μίσθωση, διαχείριση χαρτοφυλακίου κ.λ.π.

ε. Αμοιβαία αναγνώριση των χρηματοδοτικών τεχνικών βάσει των οποίων παρέχονται σε διασυννοριασκή βάση οι τραπεζικές υπηρεσίες.

στ. Υποχρέωση παράλληλης εφαρμογής ορισμένων άλλων οδηγιών τεχνικής φύσης, όπως τα ίδια κεφάλαια (89/299/ΕΟΚ) και ο συντελεστής φερεγγυότητας (89/647/ΕΟΚ), με τις οποίες θα εξασφαλίζεται με ενιαίο τρόπο η προστασία των αποταμιευτών και των καταθετών που συναλλάσσονται με τις τράπεζες.

Σχεδόν ταυτόχρονα με την υιοθέτηση της οδηγίας 89/299/ΕΟΚ ολοκληρώνονται οι εργασίες για την υιοθέτηση της οδηγίας για τον συντελεστή φερεγγυότητας (89/647/ΕΟΚ). Πρόκειται για προσπάθεια εναρμόνισης του ευρύτατα διαφοροποιημένου ορισμού των κρατών μελών περί των ιδίων κεφαλαίων, κυρίως σχετικά με τα αποθεματικά, και προσέγγισης των σχετικών επί του θέματος αποφάσεων της Επιτροπής της Βασιλείας για την κεφαλαιακή επάρκεια. Ο συντελεστής φερεγγυότητας είναι μια απλή αριθμητική σχέση μεταξύ των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών και των στοιχείων του ενεργητικού του ισολογισμού, σταθμισμένων, ανάλογα με το βαθμό πιστωτικού κινδύνου που εμπεριέχουν, με τέσσερις συντελεστές κινδύνου (0%, 20%, 50% και 100%). Ο δείκτης αποσκοπεί στη δυνατότητα παρακολούθησης της επάρκειας των κεφαλαίων και της ρευστότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων που ορίζεται σε ένα ελάχιστο όριο 8%. Σημειώνεται ότι το ίδιο αυτό όριο είχε προσδιορισθεί σαν ελάχιστο και από

την ομάδα εργασίας της Βασιλείας.

Ο συντελεστής φερεγγυότητας, σε συνδυασμό με τις ρυθμίσεις των οδηγιών για τα μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα (92/121/ΕΟΚ), για την άσκηση εποπτείας σε ενοποιημένη βάση (92/30/ΕΟΚ) και για την εγγύηση των καταθέσεων (94/19/ΕΚ), αποσκοπεί στην προστασία των καταθετών από την ανάληψη μεγάλων κινδύνων εκ μέρους των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ειδικότερα, με την οδηγία για την εποπτεία και τον έλεγχο των μεγάλων χρηματοδοτικών ανοιγμάτων καθιερώνεται η τακτική της ανακοίνωσης στις αρμόδιες εποπτικές αρχές της συγκέντρωσης μεγάλων κινδύνων. Παράλληλα απαγορεύεται η υπέρβαση δύο ορίων: πρώτον, εκείνου της χρηματοδότησης μιας μεμονωμένης επιχείρησης ή μιας ομάδας συνδεδεμένων πελατών με δάνεια, εγγυήσεις, συμμετοχές ή άλλες μορφές πιστοδοτήσεων σε ποσοστό μεγαλύτερο του 25% των ιδίων κεφαλαίων και δεύτερον, εκείνου του συνόλου των μεγάλων ανοιγμάτων σε μεμονωμένες ή συνδεδεμένες επιχειρήσεις που δεν μπορεί να υπερβαίνει το 800% των ιδίων κεφαλαίων του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος. Με την οδηγία δε για την εγγύηση των καταθέσεων δημιουργείται η υποχρέωση εξασφάλισης μέχρι ποσού 20.000 ECU κατά καταθέτη.

#### Γ. ΤΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΙΔΙΩΤΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ ΚΑΙ ΤΗΝ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΤΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΣΤΟΝ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

##### 1. Οι ρυθμίσεις του αρχικού σταδίου (1960 - 1986)

Κατά την περίοδο αυτή, στη διάρκεια της οποίας υιοθε-



τήθηκε ένας σημαντικός αριθμός συντονιστικών οδηγιών, ο επιδιωκόμενος αντικειμενικός σκοπός συνίστατο, αφενός μεν, στη δυνατότητα σύστασης και λειτουργίας ασφαλιστικών εταιριών με τους ίδιους όρους και προϋποθέσεις που ιδρύονται και λειτουργούν στη χώρα προέλευσής τους, αφετέρου δε, στη δυνατότητα των ασφαλιστικών επιχειρήσεων να προσφέρουν στο σύνολο των κρατών-μελών της Κοινότητας όλη την ποικιλία των ασφαλιστικών προϊόντων και με τους ίδιους όρους όπως ακριβώς και στη χώρα εγκατάστασής τους.

Οι οδηγίες που υιοθετήθηκαν στη διάρκεια της περιόδου αυτής είναι σημαντικές κατ' συνείησιν τόσο στην απελευθέρωση της ευρωπαϊκής ασφαλιστικής αγοράς, με την εμπέδωση του δικαιώματος εγκατάστασης και σε μεγάλο βαθμό του δικαιώματος της ελεύθερης παροχής των υπηρεσιών, όσο και στη διασφάλιση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και την προστασία των ασφαλιζομένων. Οι κυριότερες από αυτές είναι:

- α. Οδηγία 73/239/ΕΟΚ σχετικά με την πρόσβαση στη δραστηριότητα της πρωτασφάλισης, εκτός από την ασφάλιση ζωής, που αποτελεί το βασικό κοινοτικό νομοθέτημα στον τομέα της ιδιωτικής ασφάλισης και περιλαμβάνει μεταξύ άλλων και κανόνες αναφορικά με τη χορήγηση αδείας ίδρυσης νέων ασφαλιστικών εταιριών, πρακτορείων ή υποκαταστημάτων αυτών, με τη σύσταση τεχνικών αποθεματικών και περιθωρίων φερεγγυότητας.
- β. Οδηγία 78/473/ΕΟΚ σχετικά με τη συνασφάλιση, την κάλυψη δηλαδή ενός ασφαλιστικού κινδύνου από πολλές ασφαλιστικές εταιρίες που ανήκουν σε διαφορετικά κρά-

τη - μέλη.

- γ. Οδηγία 79/267/ΕΟΚ σχετικά με την πρόσβαση και την άσκηση δραστηριοτήτων στον κλάδο της πρωτασφάλισης ζωής.
- δ. Οδηγία 84/641/ΕΟΚ σχετικά με την ασφάλιση τουριστικής βοήθειας.
- ε. Οδηγία 87/343/ΕΟΚ σχετικά με την ασφάλιση πιστώσεων και εγγυήσεων.
- στ. Οδηγία 87/344/ΕΟΚ σχετικά με την ασφάλιση νομικής προστασίας.

## 2. Οι ρυθμίσεις στον ασφαλιστικό τομέα μετά την Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη

Οι αρχές που διέπουν την Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη και τείνουν στην υλοποίηση μίας κοινής ασφαλιστικής αγοράς κατευθύνονται: πρώτον, προς την εναρμόνιση των προληπτικών κανόνων για την εποπτεία των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και την προστασία των καταναλωτών, δεύτερον προς την αμοιβαία αναγνώριση απ' τα διάφορα κράτη μέλη του τρόπου με τον οποίο εφαρμόζουν αυτούς τους προληπτικούς κανόνες οι εποπτικές τους αρχές και τρίτον, προς τον ενιαίο έλεγχο της επιχείρησης για το σύνολο των δραστηριοτήτων της στην Κοινότητα, έλεγχος που ασκείται από την εποπτική αρχή του κράτους μέλους που χορήγησε την άδεια σύστασης και λειτουργίας της ασφαλιστικής επιχείρησης.

Στα πλαίσια της επεξεργασίας μιας δεύτερης συντονιστικής οδηγίας αναφορικά με την ελεύθερη παροχή υπηρεσιών

στην πρωτασφάλιση (εκτός από την ασφάλιση ζωής) διαπιστώθηκε μια έντονη αντίθεση μεταξύ των κρατών μελών που επιθυμούσαν πλήρη απελευθέρωση των ασφαλιστικών υπηρεσιών και εκείνων που επιδίωκαν ένα μικρότερο βαθμό απελευθέρωσης. Η αντίθεση αυτή αποτέλεσε αιτία παρέμβασης του Δικαστηρίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (ΔΕΚ) που με αποφάσεις του το 1986 επισήμανε κατ'αρχήν, ότι η ελευθερία παροχής υπηρεσιών αποτελεί μια απόλυτη αρχή της Συνθήκης που κανένας δεν μπορεί να παρακάμψει.

Η δεύτερη συντονιστική οδηγία δεν υιοθετήθηκε παρά μετά την έκδοση των παραπάνω αποφάσεων του ΔΕΚ, περιλαμβάνει δε και οργανώνει το σύνολο των ρυθμίσεων της πάνω στη βασική διάκριση των ασφαλιστικών κινδύνων σε "μαζικούς κινδύνους" και σε "μεγάλους κινδύνους". Οι πρώτοι αφορούν, κατ'αρχήν, τους μικρούς ασφαλισμένους που έχουν ανάγκη μεγαλύτερης προστασίας, ενώ οι δεύτεροι αφορούν συχνότερα τις επιχειρήσεις. Για τους τελευταίους εφαρμοστέα ρύθμιση είναι βασικά αυτή του κράτους μέλους του ασφαλιστή, αντίθετα για τους μαζικούς κινδύνους εφαρμοστέο είναι το δίκαιο του τόπου του "κινδύνου". Η σημασία της δεύτερης συντονιστικής οδηγίας είναι αποφασιστική για τη δημιουργία μιας ενιαίας ασφαλιστικής αγοράς που ως προς ορισμένα ασφαλιστικά συμβόλαια καλύπτει τους μαζικούς κινδύνους στη βάση ενός ενιαίου συμβολαίου.

Στην ίδια λογική κινείται και η οδηγία για την ασφάλιση ζωής, η οποία στηρίζεται σε μια βασική διάκριση μεταξύ ενεργητικής και παθητικής παροχής υπηρεσιών και καθορίζει ορισμένους κανόνες απελευθέρωσης προορισμένους να εξουδε-

τερώσουν τα εμπόδια μιας διεθνικής ασφάλισης. Η τελευταία γίνεται με πρωτοβουλία του ασφαλιζόμενου που επιθυμεί να συμβληθεί μ'έναν ασφαλιστή εγκατεστημένο σε άλλη χώρα.

#### Δ. ΤΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗΣ ΤΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΣΤΟΝ ΤΟΜΕΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ

##### 1. Οι ρυθμίσεις του αρχικού σταδίου (1960-1986)

Στον χρηματιστηριακό τομέα οι στόχοι της Επιτροπής Ε.Κ. σε ότι αφορά τις τρεις κατηγορίες των ενδιαφερόμενων μερών (επενδυτές, εκδότες και χρηματιστές) που μέχρι πρόσφατα αντιμετώπιζαν κατακερματισμένες αγορές, είναι, κατ' αρχήν, να επιτραπεί στους επενδυτές να τοποθετούν ελεύθερα τα χρήματά τους οπουδήποτε επιθυμούν μέσα στην Κοινότητα. Δεύτερον, να μπορούν οι εκδότες να αντλούν πόρους από όλες τις πηγές αποταμίευσης της Κοινότητας, κατά το δυνατόν με τους ίδιους όρους και με την ίδια ευκολία που νομιμοποιούνται να αντλούν από το σύνολο των αποταμιεύσεων των εγχώριων χρηματιστηριακών αγορών. Τρίτον, να αρθούν τα εναπομείναντα εμπόδια στον ανταγωνισμό μεταξύ διάφορων μορφών επενδυτικής διαμεσολάβησης στα κράτη μέλη με σκοπό την ενίσχυση του ανταγωνισμού, τη μείωση του κόστους και τη βελτίωση της ποιότητας και του φάσματος των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών που προσφέρονται.

Συγχρόνως η Επιτροπή αποβλέπει στον εκσυγχρονισμό των συστημάτων που ρυθμίζουν τις χρηματιστηριακές αγορές στην Κοινότητα έτσι ώστε οι εποπτικές αρχές να μη στηρίζονται

σε αυστηρές απαγορεύσεις, λεπτομερείς ρυθμίσεις κατά προϊόν ή ξεπερασμένες απαιτήσεις εξειδίκευσης, αλλά, αντίθετα, να μπορούν να εντείνουν την προσοχή τους στα βασικά στοιχεία που αφορούν τη φερεγγυότητα και τη διάδοση της πληροφορίας.

Οι σχετικές με την εισδοχή τίτλων στα χρηματιστήρια αξιών και με τις συναλλαγές, γενικότερα, σε τίτλους κοινοτικές οδηγίες, που έχουν σαν σκοπό την εξασφάλιση μιας ισοδύναμης προστασίας στους αποταμιευτές και στους επενδυτές και τη δημιουργία μιας ευρωπαϊκής αγοράς τίτλων, είναι κατά σειρά οι ακόλουθες:

- α. Οδηγία 79/279/ΕΟΚ σχετικά με το συντονισμό των όρων εισδοχής χρηματιστηριακών τίτλων (μετοχών, ομολογιών) τόσο του ιδιωτικού όσο και του δημόσιου τομέα.
- β. Οδηγία 80/390/ΕΟΚ σχετικά με το συντονισμό των όρων κατάρτισης, ελέγχου και διάδοσης του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται για την εισδοχή τίτλων στην επίσημη διαπραγμάτευση ενός χρηματιστηρίου αξιών.
- γ. Οδηγία 82/121/ΕΟΚ σχετικά με την περιοδική πληροφόρηση (εξαμηνιαίες εκθέσεις) που γίνεται από τις εταιρίες, οι μετοχές των οποίων έχουν εισαχθεί στην επίσημη διαπραγμάτευση ενός χρηματιστηρίου αξιών.
- δ. Οδηγία 85/611/ΕΟΚ σχετικά με το συντονισμό των νομοθετικών, διοικητικών και κανονιστικών ρυθμίσεων αναφορικά με τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων Αξιών σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ).

2. Οι ρυθμίσεις στο χρηματιστηριακό τομέα με την Ενιαία

## Ευρωπαϊκή Πράξη

Ηδη με την υιοθέτηση της οδηγίας 87/345/ΕΟΚ (που τροποποιεί την οδηγία 80/390/ΕΟΚ) σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο, υλοποιούνται οι αρχές και το πνεύμα της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Πράξης και ιδιαίτερα η αρχή της αμοιβαίας αναγνώρισης. Η οδηγία αυτή εφαρμόζεται σε περίπτωση αίτησης εισαγωγής σε χρηματιστήρια πολλών κρατών μελών του ίδιου τίτλου. Εδώ αρκεί η εγγραφή σε ένα μόνο ενημερωτικό δελτίο, αρμόδια δε αρχή για την έγκρισή του είναι καταρχήν εκείνη του κράτους μέλους όπου ο εκδότης του τίτλου έχει την καταστατική έδρα.

Συγχρόνως αποφασίστηκε μια σειρά από μέτρα που αποβλέπουν στη διεύρυνση της διαφάνειας των χρηματιστηριακών αγορών και στη βελτίωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών για την ορθότητα των αγορών αυτών. Πρόκειται για την οδηγία που αφορά τη γνωστοποίηση πληροφοριών που πρέπει να δημοσιεύονται κατά την απόκτηση ή τη μεταβίβαση μιας σημαντικής συμμετοχής σε εταιρία εισηγμένη στο χρηματιστήριο και για τη συμφωνία, που μετατράπηκε ήδη σε οδηγία, αναφορικά με την απαγόρευση πράξεων προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών σε ολόκληρη την Κοινότητα.

Μέχρι το τέλος του 1992 είχαν ήδη υιοθετηθεί:

- η οδηγία 89/298/ΕΟΚ (συμπληρωματική της οδηγίας 80/390/ΕΟΚ) για το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται όταν απευθύνεται πρόσκληση για κινητές αξίες,
- η οδηγία 89/592/ΕΟΚ σχετικά με το συντονισμό των ρυθμί-

- σεων αναφορικά με τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών,
- η οδηγία 93/6/ΕΟΚ για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επενδυτικών εταιριών και των πιστωτικών ιδρυμάτων,
  - η οδηγία 93/22/ΕΟΚ σχετικά με την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών στον τομέα των κινητών αξιών (αρχή χορήγησης άδειας πιστωτικού ή μη πιστωτικού ιδρύματος από τη χώρα προέλευσης).

Το βασικό μέλημα είναι η εξάλειψη των εμποδίων στην άσκηση δραστηριοτήτων από τους μεσίτες, χρηματιστές, διαχειριστές χαρτοφυλακίου και άλλους, προκείμενου να αναπτύξουν τη δραστηριότητά τους σε όλη την κοινοτική επικράτεια. Η γενική προσέγγιση που υιοθετείται στην οδηγία για τις επενδυτικές υπηρεσίες είναι σε μεγάλο βαθμό παρόμοια με εκείνη της δεύτερης τραπεζικής οδηγίας και πολλές ρυθμίσεις που αφορούν θέματα τέτοια, όπως η αμοιβαιότητα, οι κοινοποιήσεις που θα πρέπει να γίνονται στις εποπτικές αρχές πριν την εγκατάσταση των υποκαταστημάτων ή την παροχή υπηρεσιών σε χώρες υποδοχής και οι διαβουλεύσεις για συνεργασία μεταξύ εποπτικών αρχών σε διάφορα κράτη μέλη, μεταφέρονται αυτολεξεί στην πρόταση οδηγίας για τις επενδυτικές υπηρεσίες. Υπάρχει όμως και ένα πρόσθετο χαρακτηριστικό που δεν απαντάται στη δεύτερη τραπεζική οδηγία. Πρόκειται για την απελευθέρωση και επέκταση της ιδιότητας του μέλους σε χρηματιστήριο της Κοινότητας όχι μόνο αξιών αλλά και εμπορευμάτων και ανταλλαγών.

Τα επόμενα χρόνια αναμένεται να υπάρξουν εντονότερες κινήσεις για την εγκατάσταση ευρωπαϊκών ηλεκτρονικών συ-

στημάτων διαπραγμάτευσης τίτλων ή συστημάτων που θα βασίζονται στην ιδιότητα μέλους διασυνοριακά και θα στηρίζονται σε ηλεκτρονική επεξεργασία επιδιώκοντας να διευρύνουν τη δραστηριότητά τους (SEAQ, NASDAQ, REUTERS κ.λ.π.) με αποτέλεσμα να εμφανισθούν και νέοι ανταγωνιστές στο πεδίο. Εξάλλου, οι επενδυτικές εταιρίες μπορούν να εκτελούν τις εντολές των πελατών τους στο χρηματιστήριο του κράτους μέλους της κατοικίας τους. Επίσης, επιδιώκεται η αντιμετώπιση τριών κύριων μορφών κινδύνων: του κινδύνου της τιμής από την ανοικτή θέση σε τίτλους και τα παράγωγα προϊόντα, του κινδύνου συναλλάγματος και του κινδύνου του αντισυμβαλλόμενου. Όπως και στη δεύτερη τραπεζική οδηγία ο έλεγχος για την επάρκεια των κεφαλαίων ανατίθεται στις εποπτικές αρχές της χώρας προέλευσης.

#### Ε. ΟΙ ΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΤΗΣ ΣΥΝΘΗΚΗΣ ΤΟΥ ΜΑΑΣΤΡΙΧΤ ΑΝΑΦΟΡΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΕΝΩΣΗ

Η καθιέρωση μιας "Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης που θα περιλαμβάνει ένα σταθερό και ενιαίο νόμισμα" αποτελεί τον ακρογωνιαίο λίθο της Συνθήκης του Μάαστριχτ που επικυρώθηκε από όλα τα κράτη-μέλη και τέθηκε σε ισχύ την 1η Νοεμβρίου 1993. Σύμφωνα με τη Συνθήκη του Μάαστριχτ η πορεία προς την Ενωμένη Ευρώπη περιλαμβάνει τα ακόλουθα τρία στάδια.

Το πρώτο, προπαρασκευαστικό στάδιο, άρχισε την 1η Ιουλίου 1990 με τη θέση σε εφαρμογή της τέταρτης οδηγίας για την ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων (88/361/ΕΟΚ) και ολο-



κληρώθηκε την 31η Δεκεμβρίου 1993. Στη διάρκεια του σταδίου αυτού καταγράφονται συνοπτικά τα παρακάτω κοινοτικά επιτεύγματα:

- καθιέρωση της ενιαίας εσωτερικής αγοράς,
- επίτευξη πλήρους απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων, με την εξαίρεση ορισμένων μεταβατικών περιόδων που προβλέφθηκαν για την Ελλάδα, την Πορτογαλία και την Ισπανία και αφορούσαν τις βραχυπρόθεσμες κινήσεις κεφαλαίων,
- ενίσχυση του συντονισμού της ακολουθούμενης οικονομικής και νομισματικής πολιτικής των κρατών μελών,
- απαγόρευση της με προνομιακούς όρους χρηματοδότησης του δημοσίου εκ μέρους της κεντρικής δημόσιας διοίκησης,
- παγίωση των ισοτιμιών και του τρόπου σύνθεσης του ECU,
- επεξεργασία και υποβολή για έγκριση προς τα αρμόδια κοινοτικά όργανα ενός πολυετούς προγράμματος με σκοπό την επίτευξη διαρκούς σύγκλισης των οικονομικών στοιχείων κάθε κράτους μέλους απαραίτητη για την πραγματοποίηση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης και ειδικότερα αναφορικά με τη σταθερότητα των τιμών και τη δημοσιονομική πειθαρχία.

\_\_ Το δεύτερο στάδιο, που άρχισε από την 1η Ιανουαρίου 1994, αποτελεί τη βασική περίοδο για την ενεργητική προετοιμασία της Νομισματικής Ένωσης. Με την έναρξη του δεύτερου σταδίου η Επιτροπή ΕΕ νομιμοποιείται να παρακολουθεί τη δημοσιονομική κατάσταση των κρατών μελών και να διατυπώνει συστάσεις προς τα κράτη μέλη εκείνα όπου διαπιστώνονται υπερβολικά ελλείμματα.

Πριν την 31η Δεκεμβρίου 1996 το Συμβούλιο της ΕΕ, θα-  
σισμένο στις σχετικές μελέτες που θα έχει εν τω μεταξύ  
καταρτίσει η Επιτροπή ΕΕ για την οικονομική καθενός κρά-  
τους μέλους, οφείλει να διατυπώσει τις εκτιμήσεις του α-  
ναφορικά με τις δυνατότητες που υπάρχουν για καθένα από  
τα κράτη μέλη να εκπληρώσει τους όρους σύγκλισης της οι-  
κονομίας του (χαμηλός πληθωρισμός, όπως επίσης και μειωμέ-  
να δημοσιονομικά ελλείμματα και χαμηλό δημόσιο χρέος σε  
σχέση με το ακαθάριστο εθνικό προϊόν). Σε περίπτωση που η  
πλειοψηφία των κρατών μελών ανταποκρίνεται στους στόχους  
αυτούς, το Συμβούλιο, στη διάρκεια της Συνόδου Κορυφής  
των αρχηγών κρατών και κυβερνήσεων που θα πρόκειται να  
συγκληθεί τότε, θα μπορεί να προσδιορίσει την ημερομηνία  
λήξης του δεύτερου και έναρξης του τρίτου σταδίου της Οι-  
κονομικής και Νομισματικής Ένωσης. Στην αντίθετη περίπτω-  
ση, και εάν μέχρι το τέλος του 1977 δεν έχει γίνει δυνατό  
να προσδιορισθεί μια τέτοια ημερομηνία, το τρίτο στάδιο  
θα αρχίσει υποχρεωτικά την 1η Ιανουαρίου 1999 με τη συμ-  
μετοχή μόνο εκείνων των κρατών μελών που θα ικανοποιούν  
τους όρους σύγκλισης, όσα και αν είναι αυτά.

Το τρίτο στάδιο θα αποτελέσει την ολοκλήρωση της ευ-  
ρωπαϊκής νομισματικής ένωσης με τη φροντίδα του Ευρωπαϊ-  
κού Συστήματος των Κεντρικών Τραπεζών και της Ευρωπαϊκής  
Κεντρικής Τράπεζας. Το Συμβούλιο προβαίνει στο διορισμό  
του προέδρου και των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου της  
Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, που μαζί με τις εθνικές  
κεντρικές τράπεζες προβλέπεται να αποτελέσουν το Ευρωπαϊ-  
κό Σύστημα των Κεντρικών Τραπεζών. Με Νομισματικό Ινστι-

τούτο που είχε ιδρυθεί στη διάρκεια του δεύτερου σταδίου. Στόχος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών είναι :

- η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών,
- ο καθορισμός και η παρακολούθηση της εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Ένωσης,
- η μεθόδευση του τρόπου διενέργειας εργασιών ανταλλαγής συναλλάγματος, η διαχείριση και η διατήρηση των επίσημων νομισματικών αποθεμάτων,
- η προώθηση της ορθής λειτουργίας του συστήματος πληρωμών.

Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών αναλαμβάνει την ευθύνη για την παρακολούθηση της λειτουργίας των πολιτικών που ακολουθούνται από τις αμόδιες αρχές των κρατών μελών σχετικά με την άσκηση προληπτικού ελέγχου στα πιστωτικά ιδρύματα και τη σταθερότητα του χρηματοδοτικού συστήματος. Στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ανατίθεται η ευθύνη της έκδοσης των χαρτονομισμάτων, που νόμιμα θα κυκλοφορούν στο εσωτερικό των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η εκτύπωση των χαρτονομισμάτων ανατίθεται τόσο στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα όσο και στις εθνικές κεντρικές τράπεζες. Με την έναρξη του τρίτου σταδίου θα προσδιορισθεί αμετάκλητα η ισοτιμία των εθνικών νομισμάτων των κρατών μελών υπό την προϋπόθεση ότι δεν θα τεθεί σε κίνδυνο η κυκλοφορία του ECU. Στη συνέχεια, το Συμβούλιο ΕΕ θα λάβει τα κατάλληλα μέτρα για τη σύντομη εισαγωγή του ECU ως μοναδικής νομισματικής μονάδας στα κράτη μέλη που θα μετέχουν στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

Η ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΟΙ  
ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

Η ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΟΙ  
ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

## 4.1. ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Η ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών αποτελεί φαινόμενο οι διαστάσεις του οποίου συνεχώς διευρύνονται στη διάρκεια της δεκαετίας του 1970 και μετά, με τη διεθνοποίηση των τραπεζικών δραστηριοτήτων, την ανάπτυξη των ευρωπαϊκών, την απελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίου. Στο ευρωπαϊκό επίπεδο, η Ευρωπαϊκή Κοινότητα (ΕΚ) ανήγαγε τη δημιουργία ενός ενοποιημένου χρηματοπιστωτικού και νομισματικού χώρου σε στόχο πρώτης προτεραιότητας για τη δεκαετία του 1990.

Τα μέτρα που προωθεί η ΕΚ μπορούν να θεωρηθούν ως μια προσπάθεια προσαρμογής των θεσμικών δομών σε μια νέα πραγματικότητα και δημιουργία ευνοϊκών προϋποθέσεων για την ανάπτυξη των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σύμφωνα με τα νέα δεδομένα της διεθνούς αγοράς. Η ενοποίηση των κεφαλαιακών αγορών σε ευρωπαϊκό επίπεδο μπορεί να ερμηνευτεί στα πλαίσια της γενικότερης τάσης (παγκοσμιοποίησης) (globalisation) των αγορών και του ανταγωνισμού, που χαρακτηρίζει ήδη de facto τις αγορές προϊόντων και άλλων υπηρεσιών, αλλά και τις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Το πέρασμα από τη φάση της "διεθνοποίησης" σε αυτήν

της "παγκοσμιοποίησης" δεν εκφράζει απλώς μια αλλαγή μόδας στην οικονομική ορολογία. Η "παγκοσμιοποίηση" εκφράζει τη "φυσική" εξέλιξη της στρατηγικής των διεθνικών επιχειρήσεων, γενικότερα, και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, ειδικότερα, που περνούν έτσι σε μια νέα φάση επέκτασής τους στη διεθνή οικονομία (ή σε τμηματά της, όπως η ΕΚ). Αντανakλά, συνεπώς, ουσιαστικές ανακατατάξεις στην οργάνωση της διεθνούς οικονομίας και του παγκόσμιου ανταγωνισμού, που βέβαια έχουν τις ρίζες τους σε προγενέστερες εξελίξεις, αλλά που ταυτόχρονα βάζουν σε κίνηση μια νέα δυναμική στη διεθνή οικονομία.

Η προσαρμογή του τραπεζικού και χρηματοπιστωτικού συστήματος στις γενικότερες τάσεις διεθνοποίησης των οικονομικών σχέσεων δεν είναι φαινόμενο που παρουσιάζεται για πρώτη φορά στο επίπεδο των διεθνών οικονομικών σχέσεων. Στα μέσα της δεκαετίας του 1960 οι τράπεζες - ακολουθώντας με καθυστέρηση τη διεθνοποίηση των μεγάλων βιομηχανικών ή άλλων εταιριών - επεκτείνονται και αυτές στη διεθνή αγορά είτε με τη μορφή της "πολυεθνικής" (multinationalised) είτε με τη μορφή της "διεθνικής" (internationalised) τράπεζας.

Η θεώρηση της απελευθέρωσης και της ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών κάτω από την οπτική γωνία της γενικότερης τάσης παγκοσμιοποίησης δίνει μια πρόσθετη διάσταση στην προβληματική. Η ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών δημιουργεί ένα χαρακτήρα "καταναγκασμού" για τα διεθνοποιημένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τα οποία, ταυτόχρονα, διαμορφώνουν νέες συνθήκες στην παγκόσμια αγορά,

αλλά και είναι υποχρεωμένα να αναπροσαρμόζουν συνεχώς τη στρατηγική τους στις συνθήκες που δημιουργούνται στο σύστημα του παγκόσμιου ανταγωνισμού.

Η ανάδειξη της απελευθέρωσης και της "απο-ρύθμισης" (deregulation) των χρηματικών αγορών σε κεντρικά στοιχεία της διαδικασίας ενοποίησης των αγορών στην ΕΚ έχει για τις μικρές και σχετικά αδύναμες οικονομίες, όπως η ελληνική, αλλά και η πορτογαλική ή και η ισπανική, επιδράσεις και προβλήματα που σκόπιμο είναι να διαφοροποιηθούν από τα γενικότερα ζητήματα που συνήθως αναλύονται γύρω από την προβληματική της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης (financial integration).

Για τις χώρες αυτές, η ενοποίηση-ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών έρχεται να συμπληρώσει την ενοποίηση-ολοκλήρωση στις αγορές προϊόντων που προέκυψε από την ένταξή τους στην ΕΚ μέσα σε μια χρονική περίοδο που συνολικά θα φτάνει γύρω στα δέκα χρόνια. Η χρονική διάσταση της σωρευτικής αυτής διαδικασίας ολοκλήρωσης αποτελεί κρίσιμο προσδιοριστικό παράγοντα των αποτελεσμάτων της, δεδομένου ότι η ικανότητα και ο τρόπος προσαρμογής (ή όχι) μιας οικονομίας σε ουσιαστικά νέο περιβάλλον αποτελεί συνάρτηση μιάς σειράς στοιχείων, μεταξύ των οποίων η χρονική διάρκεια της προσαρμογής παίζει ιδιαίτερο ρόλο.

Μετά την ένταξή της στην ΕΚ το 1981, η Ελλάδα πέρασε και εξακολουθεί να περνάει μια περίοδο σοβαρών ανισσοροπιών και δυσκολιών σε σοβαρά πεδία οικονομικών σχέσεων και μεγεθών. Εδிகότερα στον τομέα των εξωτερικών ανταλλαγών που αποτελεί το κατ'εξοχήν πεδίο στο οποίο εκφράστηκε

η ολοκλήρωση, σημειώνονται σημαντικότερες μορφές "δημιουργίας εμπορίου", "εκτροπής εμπορίου" και "επέκτασης εμπορίου", με θεαματικά έντονους ρυθμούς εισαγωγικής διείσδυσης, αλλά και ευρύτερες επιπτώσεις για την οικονομία της χώρας.

Το πέρασμα από την ολοκλήρωση των αγορών προϊόντων στην ολοκλήρωση των αγορών κεφαλαίου και υπηρεσιών με ρυθμούς πολύ πιο ταχείς σε σύγκριση με την ίδια διαδικασία στις πιο ισχυρές οικονομικά χώρες μέλη της ΕΚ αποτελεί ένα πολύ σοβαρό πρόβλημα σχετικά με τη σταθερότητα των οικονομιών των νέων χωρών-μελών και την επιτυχία της διαδικασίας προσαρμογής τους. Η ολοκλήρωση στη διεθνή χρηματοπιστωτική αγορά, εξάλλου, δεν μπορεί να εξεταστεί σε αυτόνομη βάση, χωρίς δηλαδή μια παράλληλη ανάλυση των άλλων προβλημάτων που στη φάση αυτή περνούν οι οικονομικά πιο αδύναμες χώρες μέλη της ΕΚ και ιδιαίτερα των προβλημάτων από την ίδια την ολοκλήρωσή τους στην ΕΚ. Αυτό, όμως θα ξεπερνούσε τα όρια της ανάλυσης αυτής.

#### 4.2. ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ ΣΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΚΑΙ ΣΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΤΟΥ ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟΥ ΧΩΡΟΥ

Η πίεση της ΕΚ προς την κατεύθυνση της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης πρέπει να τοποθετηθεί στα πλαίσια των γενικότερων αποφάσεων που οδήγησαν στην ανάδειξη της Ενιαίας Αγοράς σε κεντρική επιδίωξη για τη δεκαετία του 1990. Η προώθηση της ολοκλήρωσης των αγορών στον οικονομικό χώ-



ρο της ΕΚ δημιουργεί ένα ποιοτικό άλμα για τα χρηματοπιστωτικά συστήματα των χωρών μελών της και για την ίδια ως σύνολο.

Για την ΕΚ οι ενοποιήσεις αυτές των αγορών προϊόντων και των χρηματοπιστωτικών αγορών αποτελούν αλληλένδετα στοιχεία μιας ενιαίας στρατηγικής, που κεντρική επιδίωξη έχει την ισχυροποίησή της ως διεθνοπολιτικής και οικονομικής οντότητας απέναντι στους άλλους δύο ισχυρούς πόλους δηλαδή των ΗΠΑ και της Ιαπωνίας.

Η προώθηση συνεπώς της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης υπακούει στη λογική του παγκόσμιου ανταγωνισμού και της σύγκρουσης μεταξύ χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και συστημάτων για μερίδια αγοράς, για έλεγχο πόρων, για εξεύρεση νέων πηγών κέρδους, για δημιουργία συνθηκών που θα ενισχύουν τις τάσεις παγκοσμιοποίησης στις αγορές προϊόντων και τραπεζικών υπηρεσιών.

Η ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών στηρίζεται στο ίδιο κεντρικό στοιχείο που βρίσκεται στη βάση του οικοδομήματος της Ενιαίας Αγοράς. Όπως ακριβώς και στις αγορές προϊόντων και μη τραπεζικών υπηρεσιών, το στοιχείο αυτό συνίσταται στην ανάγκη διεύρυνσης του χώρου δράσης των βασικών πρωταγωνιστών, στο "σπάσιμο" των εμποδίων μεταξύ εθνικών χώρων, τη δυνατότητα επιχειρησιακής εξάπλωσης σε υπερεθνικό επίπεδο και την επίτευξη οικονομιών κλίμακας σε παγκοσμιοποιημένη βάση. Τα στοιχεία αυτά δείχνουν την ύπαρξη μιας έντονης εξωτερικής διάστασης του ανταγωνισμού μεταξύ χρηματιστικών επιχειρήσεων και μεταξύ γεωγραφικών μπλοκ δύναμης στο παγκόσμιο σκηνικό.

Οι νέοι κανόνες του παιχνιδιού στην ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική αγορά συνεπάγονται το μετασχηματισμό του σημερινού τρόπου οργάνωσης των αγορών αυτών και ουσιαστικές μεταβολές στη θέση στην αγορά και στην ανταγωνιστική ικανότητα των χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Οι αλλαγές αυτές στο συσχετισμό ισορροπιών δεν περιορίζονται μόνο στο δίδυμο "κοινοτικά-μη κοινοτικά διεθνικά επιχειρησιακά συγκροτήματα".

Μια μεταβολή της σημερινής σχέσης των πρωταγωνιστών αυτών περνάει και μέσα από ουσιαστικές μεταβολές των σχέσεων στο εσωτερικό της ομάδας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων της Κοινότητας. Η ολοκλήρωση των αγορών στον ευρωπαϊκό χώρο δεν θα δημιουργήσει απλώς ευνοϊκότερες προϋποθέσεις για τη θέση της ΕΚ (ως σύνολο) στις "παγκοσμιοποιημένες" μορφές ανταγωνισμού. Η ισχυροποίηση των πιο ικανών επιχειρησιακών φορέων της Ευρώπης συνδέεται, εν μέρει, με την αποδυνάμωση των πιο αδύναμων τμημάτων του ίδιου οικονομικού χώρου, τμημάτων που μπορεί να αποτελούνται όχι μόνο από μεμονωμένους επιχειρησιακούς οργανισμούς, αλλά και από εθνικά συστήματα ολόκληρα.

Συνεπώς, στην παραπάνω "εξωτερική διάσταση" του ανταγωνισμού, αντιστοιχεί μια "εσωτερική διάσταση". Η ανάδειξη ενός ισχυρότερου κοινοτικού χρηματοπιστωτικού συστήματος, ικανού να στηρίξει τη διεθνή ανταγωνιστική ικανότητα της Κοινότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές σε παγκοσμιοποιημένη βάση περνάει αναγκαστικά μέσα από ένα ενδο-κοινοτικό ξεκαθάρισμα των ανταγωνιστικών ικανοτήτων των πρωταγωνιστών του νέου παιχνιδιού. Στη διαδικασία αυτή ένα

κεντρικό ερώτημα αφορά τις δυνατότητες και τις προϋποθέσεις κάτω από τις οποίες πιστωτικά ιδρύματα ή και πιστωτικά συστήματα θα μπορούν να αντλήσουν οφέλη από την ολοκλήρωση.

Το ερώτημα αυτό έχει ως αφετηρία το γεγονός ότι τόσο στο εσωτερικό των εθνικών συστημάτων, όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο, οι δομές των αγορών χαρακτηρίζονται από μια αυστηρή ιεράρχηση ως προς τις ανταγωνιστικές ικανότητες, το ρυθμό επέκτασης και τις επιδόσεις. Η σύγκριση των χρηματοπιστωτικών συστημάτων των χωρών της Νότιας Ευρώπης με αυτά των άλλων χωρών μελών της ΕΚ δείχνει μια άνιση ανταγωνιστική ικανότητα από πολλές απόψεις. Η ανομοιογένεια των χρηματοπιστωτικών συστημάτων επιτρέπει να διατυπωθεί η υπόθεση ότι με την αλλαγή των κανόνων του παιχνιδιού, θα σημειωθούν ουσιαστικές μεταβολές στους χώρους εγκατάστασης, στο βαθμό εξειδίκευσης, το βαθμό συγκεντρωτικότητας και το χαρακτήρα των χρηματοπιστωτικών συστημάτων των χωρών μελών.

Η κεντρική έννοια από την οποία απορρέουν οι επιδράσεις από την απελευθέρωση και ενοποίηση των αγορών είναι η ένταση του ανταγωνισμού. Ειδικότερα, ο ανταγωνισμός εκτιμάται ότι θα εκφραστεί τόσο μέσα από τις τιμές των τραπεζικών υπηρεσιών, όσο και μέσα από τη διεύρυνση ή τη βελτίωση της μορφής των υπηρεσιών που θα μπορεί να χρησιμοποιήσει ο καταναλωτής τους. Από την άποψη αυτή, οι επιδράσεις του ανταγωνισμού θα επηρεάσουν αναγκαστικά τη στρατηγική και τη συμπεριφορά τους στην αγορά, τη δυνατότητα προσαρμογής τους, τις επιδόσεις τους και γενικά τα

οικονομικά τους μεγέθη.

Δεδομένου, ωστόσο, ότι η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση περιλαμβάνει και σοβαρές μεταβολές σε μακροοικονομικά μεγέθη των οικονομιών, όπως η κίνηση κεφαλαίων, οι επιδράσεις εκτείνονται σε μεγέθη που επηρεάζονται από την απελευθέρωση των κεφαλαιακών ροών και αφορούν τη συνολικότερη συμπεριφορά και τις δομές των οικονομικών συστημάτων, των οποίων η ολοκλήρωση επεκτείνεται και βαθαίνει μέσα από την απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών.

#### 4.3. ΟΙ ΚΕΝΤΡΙΚΕΣ ΘΕΣΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΠΟΥ ΣΥΝΔΕΟΝΤΑΙ ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ

Η απελευθέρωση της χρηματοπιστωτικής αγοράς στην Ελλάδα δεν θα είναι απλώς το αποτέλεσμα των γενικότερων τάσεων που επικρατούν στην παγκόσμια οικονομία και πιέζουν για συγκεκριμένες ρυθμίσεις στο επίπεδο της εθνικής πολιτικής. Σημαντική επίδραση θα ασκήσει η πολιτική της ΕΚ, που στοχεύει στη δημιουργία ενός ενοποιημένου χρηματοπιστωτικού χώρου, σε αντιστοιχία με την ενοποίηση των αγορών προϊόντων και υπηρεσιών που συγκροτούν την έννοια της Ενιαίας Αγοράς.

Οι βασικές θεσμικές μεταβολές εκφράζονται με την άρση μιάς σειράς τεχνικών εμποδίων και με τις ακόλουθες ρυθμίσεις που προβλέπονται από την 2η τραπεζική Οδηγία, την Οδηγία για την πλήρη απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων και άλλα σχέδια Οδηγιών:

- Απελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίου σε όσες κατηγορίες

αυτό δεν έχει θεσπιστεί.

- Εναρμόνιση των προϋποθέσεων για τη χορήγηση μίας ενιαίας κοινοτικής άδειας για την εγκατάσταση τραπεζών και την ελεύθερη παροχή υπηρεσιών στον τραπεζικό τομέα.
- Εναρμόνιση των όρων για την άσκηση πιστωτικής δραστηριότητας.
- Αμοιβαία αναγνώριση των τραπεζικών τεχνικών στην παροχή υπηρεσιών.
- Εποπτεία και έλεγχος από τις αρμόδιες αρχές της χώρας προέλευσης των πιστωτικών ιδρυμάτων.
- Περιορισμός των πιστωτικών ιδρυμάτων στο να έχουν ή να διατηρούν συμμετοχές σε μη τραπεζικά ιδρύματα. Το όριο είναι 10% των ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας για κάθε μεμονωμένη συμμετοχή και 50% για το σύνολο των συμμετοχών αυτών.

Οι παραπάνω ρυθμίσεις θα δημιουργήσουν οπωσδήποτε πιέσεις προσαρμογής στα ελληνικά ιδρύματα, ιδιαίτερα στις μεγάλες τράπεζες, παρόλο ότι οι μεταβατικές περίοδοι προσαρμογής είναι πιά ευέλικτες για τις χώρες που αντιμετωπίζουν προβλήματα. Για παράδειγμα, τα προβλεπόμενα όρια για τις συμμετοχές των πιστωτικών ιδρυμάτων σε μη πιστωτικά ιδρύματα θα οδηγήσουν τις 4 μεγαλύτερες εμπορικές τράπεζες είτε σε αύξηση του ίδιου κεφαλαίου τους είτε στην ανάγκη μεταβίβασης σημαντικών τμημάτων του χαρτοφυλακίου τους προς τρίτους φορείς, πιθανότατα ιδιώτες. Οι σημαντικότερες συμμετοχές των τελευταίων ετών είχαν "αναγκαστικό" χαρακτήρα, λόγω κακής εξέλιξης των επιχειρήσεων, και δεν αποτελούσαν εκούσια επιλογή των τραπεζικών ιδρυμάτων. Πρό-

σφατες τάσεις της πολιτικής φαίνεται να οδηγούν ήδη, ίσως και ανεξάρτητα από τις υποχρεώσεις που απορρέουν από τις κοινοτικές ρυθμίσεις, προς τη μεταβίβαση μεγάλου αριθμού επιχειρήσεων από τις τράπεζες σε μη τραπεζικούς φορείς.

Ωστόσο, δεν φαίνεται ότι τα περισσότερα από τα παραπάνω προβλήματα αποτελούν σημεία αιχμής. Οι δύο μεταβολές που έχουν στρατηγικό χαρακτήρα είναι η αμοιβαία απελευθέρωση των τεχνικών και υπηρεσιών που παρέχονται στις χώρες-μέλη της ΕΚ και η απελευθέρωση στην κίνηση κεφαλαίων. Τα δύο αυτά στοιχεία θα προσδιορίσουν με αποφασιστικό τρόπο τις επιπτώσεις της απελευθέρωσης του ανταγωνισμού στο μικρο-οικονομικό επίπεδο, αλλά και στο επίπεδο ορισμένων βασικών μακρο-οικονομικών σχέσεων των χωρών-μελών.

#### 4.4. ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΚΑΙ ΑΝΑ-ΙΕΡΑΡΧΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΡΙΔΙΩΝ ΑΓΟΡΑΣ

Η άρση των θεσμικών-τεχνικών εμποδίων για την εγκατάσταση και την παροχή τραπεζικών υπηρεσιών και οι ρυθμίσεις της δεύτερης τραπεζικής Οδηγίας της ΕΚ έχουν ως κεντρικό αποτέλεσμα τον εντονότερο ανταγωνισμό μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Η μείωση του προστατευτισμού δεν θα επηρεάσει μόνο τους κινδύνους των τραπεζικών επιχειρήσεων, τη θέση τους στην αγορά, το κόστος και την ποιότητα των παρεχόμενων υπηρεσιών. Στη φάση αυτή, η ολοκλήρωση των αγορών συνοδεύεται από αισθητές ανακατατάξεις στην ίδια την οργάνωσή τους, καθώς και στο χαρακτήρα των υπηρεσιών που προσφέρονται από τους χρηματοπιστωτικούς φορείς.

Η ένταση του ανταγωνισμού δεν μπορεί, ωστόσο, να θεωρη-

θεί ανεξάρτητα από τους παράγοντες που προηγουμένως περιόριζαν τις δυνάμεις του ανταγωνισμού. Κεντρικό στοιχείο που πρέπει να ληφθεί υπόψη είναι ο βαθμός θεσμικής προστασίας που ίσχυε πριν. Συνεπώς, οι επιδράσεις της απελευθέρωσης θα είναι εντονότερες στις χώρες εκείνες και στις ειδικές τραπεζικές υπηρεσίες στις οποίες ο θεσμικός προστατευτισμός ήταν πιο ισχυρός.

Στην Ελλάδα, ο προστατευτισμός κάτω από τον οποίο αναπτύχθηκαν οι τράπεζες, σε συνδυασμό με τον κρατικό παρεμβατισμό σε θέματα τιμολόγησης των τραπεζικών υπηρεσιών και κατανομής των πιστωτικών πόρων καθώς και η ολιγοπωλική δομή της τραπεζικής αγοράς είχαν οδηγήσει σε περιορισμένη διαφοροποίηση των τραπεζικών προϊόντων και σε σαφώς χαμηλή ποιότητα υπηρεσιών σε σύγκριση με άλλες χώρες της ΕΚ.

Οι επιδόσεις αυτές, όμως, δεν προσδιορίζονται μόνο από το θεσμικό περιβάλλον και την οργάνωση της χρηματοπιστωτικής αγοράς, αλλά και από τον τρόπο λειτουργίας και τα χαρακτηριστικά του μη-τραπεζικού τομέα της οικονομίας, προς τον οποίο κατευθύνονται οι τραπεζικές υπηρεσίες. Τα ίδια, δηλαδή, τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά της οικονομίας αποτελούν έναν παράγοντα που επίσης επηρέασε αρνητικά τις δυνατότητες ανάπτυξης και διαφοροποίησης των τραπεζικών υπηρεσιών. Για παράδειγμα, το μικρό μέγεθος, η αστάθεια της επιχειρησιακής συμπεριφοράς και επιδόσεων, η περιορισμένη τεχνολογική και ανταγωνιστική βάση, το αδύναμο management των μη τραπεζικών επιχειρήσεων βάζουν περιορισμούς στην ανάπτυξη νέων τραπεζικών υπηρεσιών, καθώς η ζήτηση για

τέτοιες υπηρεσίες είτε είναι ανύπαρκτη είτε και όταν υπάρχει δεν παρέχει αξιολογικά τραπεζικά εχέγγυα ώστε να αναπτυχθεί η προσφορά.

Η αλληλεπίδραση των δύο αυτών στοιχείων δείχνει ότι η άρση των τεχνικών και θεσμικών ρυθμίσεων δεν είναι το μοναδικό στοιχείο που θα επηρεάσει τις εξελίξεις και μια πιο σύνθετη και ολοκληρωμένη αντίληψη του τρόπου που αλληλοεπηρεάζονται τραπεζικός και μη τραπεζικός τομέας είναι απαραίτητη.

Η απελευθέρωση των αγορών μπορεί να εξεταστεί από δύο σκοπιές: τις επιδράσεις της στις δομές οργάνωσης της αγοράς από πλευράς προσφοράς και στους χρήστες των υπηρεσιών που συγκροτούν την πλευρά της ζήτησης.

Στο επίπεδο της προσφοράς υπηρεσιών η απελευθέρωση θα βάλει σε κίνηση δύο εναλλακτικούς μηχανισμούς: κατ'αρχήν, ο εντονότερος ανταγωνισμός θα πιέσει τις χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις να ενισχύσουν τον εκσυγχρονισμό τους, να βελτιώσουν τις υπηρεσίες τους, να προσαρμοστούν στις ανταγωνιστικές πιέσεις της αγοράς. Η τάση αυτή είναι συνάρτηση ενός εσωτερικού και ενός εξωτερικού στοιχείου. Το πρώτο αφορά στην ικανότητα προσαρμογής των πιστωτικών ιδρυμάτων στο πιο ανταγωνιστικό περιβάλλον. Η ικανότητα αυτή όμως δεν έχει απεριόριστα όρια. Συν-προσδιορίζεται από παράγοντες που βρίσκονται έξω από τη δυνατότητα ελέγχου των τραπεζών, όπως για παράδειγμα η συγκριτική ανταγωνιστικότητα με άλλα πιστωτικά ιδρύματα.

Ετσι, αντίθετα προς την παραπάνω υπόθεση, ένα εναλλακτικό σενάριο θα ήταν ότι η ανταγωνιστική πίεση μπορεί να



οδηγήσει και σε συρρίκνωση της θέσης των ελληνικών τραπεζών στην αγορά, την απώλεια εργασιών και γενικότερα τον περιορισμό τους σε τμήματα της αγοράς με το μικρότερο δυναμισμό και δυνατότητα παραγωγής κερδών.

Ποιό από τα παραπάνω δύο σενάρια (ή κάποιος συνδυασμός τους) είναι πιθανότερο, αποτελεί συνάρτηση δύο τουλάχιστον κρίσιμων παραγόντων:

Πρώτον, των πεδίων στα οποία θα αναπτυχθούν εντονότερα οι νέες ανταγωνιστικές πιέσεις, και δεύτερον, το είδος των ανταγωνιστικών πιέσεων που προβλέπεται να δημιουργηθούν.

Απ' την άλλη πλευρά όμως, η βασική διαφορά μεταξύ των δύο σεναρίων αφορά τη σχετική θέση των ελληνικών τραπεζών στην εσωτερική (ή και στη διεθνή) αγορά, σε σύγκριση με τις άλλες τράπεζες. Ο τραπεζικός τομέας παράγει σήμερα το 3% του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος και απασχολεί πάνω από το 3.5% του ενεργού πληθυσμού της χώρας. Η ικανότητα προσαρμογής του στις νέες συνθήκες δεν αφορά μόνο τον ίδιο. Λόγω του στρατηγικού χαρακτήρα των δραστηριοτήτων του, σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο τουλάχιστον, επηρεάζει γενικότερα το βαθμό σταθερότητας της οικονομίας και επηρεάζει άμεσα ή έμμεσα τις οικονομικές εξελίξεις σε όλους τους τομείς οικονομικής δραστηριότητας.

Οπωσδήποτε, ανεξάρτητα από τις επιπτώσεις στην οργάνωση της αγοράς, η ένταση του ανταγωνισμού θεωρείται ότι θα τείνει να ωφελήσει τους χρήστες τραπεζικών υπηρεσιών λόγω της βελτίωσης του επιπέδου των προσφερόμενων υπηρεσιών, της μείωσης του κόστους τους ή της διεύρυνσης του προσφερόμενου φάσματος υπηρεσιών. Θα τείνουν, επίσης, να εξαλεί-

ψουν σημερινές λειτουργικές διακρίσεις μεταξύ των τραπεζών. Ήδη, οι μικρές τράπεζες χρηματοδότησης επενδύσεων που αντλούσαν τα κεφάλαιά τους σε επιδοτούμενα επιτόκια αντιμετωπίζουν δυσκολίες συνέχισης των παραδοσιακών τους εργασιών και αναπροσανατολίζονται στην παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών (κυρίως investment banking). Ο ανταγωνισμός θα οδηγήσει ακόμα στην ανάπτυξη νέων υπηρεσιών, όπως το leasing, το factoring, το venture capital, που μπορούν να συμβάλουν αποτελεσματικότερα στην επιχειρησιακή επέκταση και στην καλύτερη κατανομή των πόρων.

Το άνοιγμα των αγορών συνεπάγεται επίσης τον εντονότερο ανταγωνισμό μέσω των τιμών. Ωστόσο, η διεθνοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών μέχρι σήμερα έδειξε ότι, τουλάχιστον άμεσα, θα επηρεάσει σε περιορισμένη έκταση εκείνες τις παραδοσιακές εργασίες που προϋποθέτουν εκτεταμένο δίκτυο καταστημάτων και άμεση επαφή με μεγάλο αριθμό πελατών.

Μεταξύ των χρηστών όμως θα υπάρξει ένας πόλος ο οποίος θα αντιμετωπίσει ιδιαίτερα αυξημένες πιέσεις από τη φιλελευθεροποίηση των αγορών: το Δημόσιο. Στο μέτρο που η φιλελευθεροποίηση συνδέεται με σταδιακή κατάργηση της διοικητικής παρέμβασης στην κατανομή των πιστωτικών πόρων, το Δημόσιο θα χάσει τη δυνατότητα πρόσβασης που έχει σήμερα να επιβάλλει στις τράπεζες υποχρεωτικές επενδύσεις σε τίτλους του και μάλιστα σε επιτόκια που αυτό καθορίζει.

Γενικά, η απελευθέρωση της αγοράς θα αναγκάσει το δημόσιο τομέα να καλύπτει τις δανειακές του ανάγκες από την ελεύθερη αγορά σε επιτόκια ελεύθερα, με αποτέλεσμα να ανέβει το κόστος της επιβάρυνσής του. Αλλά και ο ιδιωτικός

τομέας θα βρεθεί μπροστά σε αντίστοιχες εξελίξεις. Η ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών δεν μπορεί παρά να συνοδεύεται και από μια γενικότερη απελευθέρωση των επιτοκίων, ορισμένα από τα οποία, παρά την απελευθέρωση των τελευταίων ετών, εξακολουθούν να διαμορφώνονται με κρατική παρέμβαση. Στην περίπτωση αυτή όμως, τα επιτόκια με τα σημερινά δεδομένα, αλλά όχι μόνο με αυτά, θα σημείωναν ουσιαστική αύξηση, δεδομένου ότι πολλά από τα επιτόκια καταθέσεων είναι αρνητικά σε πραγματικούς όρους (κινούνται σε επίπεδα κάτω από τον πληθωρισμό).

Οι παραπάνω-εξελίξεις, αν σημειωθούν, θα σημαίνουν σημαντικές ανακατατάξεις στις δομές της αγοράς, τόσο ως προς τις ροές των πιστωτικών πόρων, όσο και ως προς το κόστος τους. Οι καταθέτες μεσαίων ή μικρών ποσών, που συστηματικά σχεδόν φορολογούνται λόγω των αρνητικών επιτοκίων που τους δίνονται, θα βελτιώσουν τη θέση τους στην αγορά. Αντίθετα, ο δημόσιος τομέας θα υποστεί τις ουσιαστικότερες πιέσεις, όπως και οι κλάδοι εκείνοι στους οποίους διοχετεύονταν πιστώσεις σε τιμές παρεμβατικές (βιομηχανία, εξαγωγές, αγροτικός τομέας). Οι επιπτώσεις από τις παραπάνω μεταβολές και για τις δύο αυτές κατηγορίες δανειζόμενων έχουν σοβαρότατες προεκτάσεις, που η εκτίμησή τους θα ξεφευγε από τα όρια της ανάλυσης αυτής.

#### 4.5. ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΩΝ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΩΝ ΙΚΑΝΟΤΗΤΩΝ

Τα παραπάνω οδηγούν στο ερώτημα για τις συνθήκες κάτω

από τις οποίες λειτουργούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στις διάφορες αγορές και τα συγκριτικά ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα που διαθέτουν οι τραπεζικές επιχειρήσεις με τους νέους κανόνες παιχνιδιού.

Το σχετικά χαμηλό επίπεδο τραπεζικών υπηρεσιών της ελληνικής οικονομίας, το μέσο προς χαμηλό επίπεδο παραγωγικότητας του τραπεζικού τομέα σε σύγκριση με άλλες χώρες της ΕΚ, και η περιορισμένη διεθνοποίηση των ελληνικών τραπεζών αποτελούν παράγοντες που θα δημιουργήσουν δυσκολίες προσαρμογής στις χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις της χώρας.

Κάτω από συνθήκες εντεινόμενης παγκοσμιοποίησης των αγορών, στις οποίες όχι μόνο η εγκατάσταση φορέων, αλλά και η κίνηση των κεφαλαίων θα γίνονται χωρίς περιορισμούς, τα πλεονεκτήματα θα τείνουν να συγκεντρώνονται στα ιδρύματα εκείνα που θα είναι σε θέση να αξιοποιήσουν καλύτερα τους πιστωτικούς πόρους. Η δυνατότητα αναζήτησης και αξιοποίησης ευκαιριών τοποθέτησης πιστωτικών πόρων σε παγκόσμια κλίμακα θα επιτρέπει στις παγκοσμιοποιημένες τράπεζες να προσφέρουν και τις ικανοποιητικότερες αμοιβές στους κατόχους χρηματικού κεφαλαίου. Ταυτόχρονα θα εξασφαλίζει στις επιχειρήσεις αυτές ένα πλέγμα γνώσης και πληροφόρηση, με το οποίο θα παρέχουν ένα ευρύτατο φάσμα υπηρεσιών σε επιχειρήσεις και φυσικά πρόσωπα. Αποτέλεσμα της εξέλιξης αυτής θα είναι μια γενικότερη ενίσχυση της θέσης τους και η διεύρυνση του χάσματος με τις τράπεζες που παραμένουν περιορισμένες στις τοπικές αγορές.

Επιπλέον, οι "εξωτερικές οικονομίες" που δημιουργούνται

στα κέντρα συγκέντρωσης μεγάλου αριθμού χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, όπως στο Λονδίνο και άλλες πόλεις της Ευρώπης, φαίνεται ότι θα οδηγήσουν περισσότερο προς μια περαιτέρω συγκέντρωση παρά "περιφερειοποίηση" των αγορών αυτών. Η δυναμική της αγοράς θα εντείνει συνεπώς περισσότερο, παρά θα περιορίσει, το σημερινό ιεραρχημένο σχήμα ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων. Τα ιδρύματα των μικρών χωρών της Ευρώπης παρόλο ότι συγκεντρώνουν ισχυρά μερίδια αγοράς στην εσωτερική τους αγορά, δεν διαθέτουν μια ελάχιστη "κρίσιμη μάζα" σε ευρωπαϊκή βάση, στοιχείο που τους επιβάλλει ένα αναπροσανατολισμό της όλης στρατηγικής τους.

Εκτός, όμως, από τις παραπάνω μακρο-οικονομικές διαστάσεις τις διεθνοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών, προκύπτουν και σοβαρά ζητήματα σε μικρο-οικονομικό επίπεδο. Το καθοριστικό στοιχείο στο μικρο-επίπεδο είναι η αφετηρία από την οποία ξεκινούν τα επιμέρους ιδρύματα για να διασφαλίσουν ή να βελτιώσουν τη θέση τους στον νέο διεθνή καταμερισμό τραπεζικών υπηρεσιών.

Οι χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις της Ελλάδας αντιμετωπίζουν σήμερα σημαντικά προβλήματα, λόγω του μεγάλου βάρους που φαίνεται να έχουν τα ακινητοποιημένα δάνεια στο χαρτοφυλάκιό τους. Χωρίς να υπάρχουν συγκεκριμένα ποσοτικά στοιχεία, φαίνεται ότι σημαντικός αριθμός επιχειρήσεων που έχουν χρηματοδοτηθεί από τις μεγαλύτερες τράπεζες της χώρας βρίσκονται σε άσχημη οικονομική θέση και αδυνατούν να εξυπηρετήσουν τα δάνειά τους, ενώ άλλες καλύπτουν μόνο την πληρωμή τόκων στο τραπεζικό σύστημα (με αναχρηματοδότηση από αυτό).

Ειδικότερα, το τραπεζικό σύστημα δέχτηκε τις επιπτώσεις της "εξυγίανσης" άλλων τομέων παραγωγής, λόγω της απελευθέρωσης των αγορών προϊόντων στα πλαίσια της ΕΚ. Τα φαινόμενα της αποβιομηχάνισης και της κρίσης μιας σειράς τομέων παραγωγής (κυρίως στη μεταποίηση) στη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας, η πίεση του ανταγωνισμού πάνω στους τομείς αυτούς από την ένταξη στην ΕΚ, η μετατροπή σημαντικών βιομηχανικών επιχειρήσεων σε προβληματικές επιχειρήσεις και η γενικότερη διαδικασία προσαρμογής σε συνθήκες ανοικτής οικονομίας δημιούργησαν σοβαρά προβλήματα στον μη-τραπεζικό τομέα, με σοβαρότατο αντίκτυπο και στα τραπεζικά ιδρύματα.

Η εξέλιξη αυτή έχει οδηγήσει στη συσσώρευση σημαντικών "κακών δανείων", ορισμένα από τα οποία μετατράπηκαν σε μετοχικές συμμετοχές των τραπεζών σε ορισμένες επιχειρήσεις. Έχει, επίσης, δημιουργήσει σοβαρότατα προβλήματα αποδοτικότητας του τραπεζικού συστήματος που βαθμιαία επιδιώκει να απελευθερωθεί από τις επιβαρύνσεις αυτές.

Η εξυγίανση των τραπεζών που θα προκύψει από την απελευθέρωση των αγορών και η πίεση που θα προκύψει για την εφαρμογή κριτηρίων ελεύθερης αγοράς στις δανειοδοτήσεις τους θα εντείνει τις τάσεις "κάθαρσης" του μη-τραπεζικού τομέα από επιχειρησιακές μονάδες που η βιωσιμότητά τους στηριζόταν στους μηχανισμούς διοικητικής παρέμβασης στη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος. Μια τέτοια εξέλιξη, στο μέτρο που θα είχε σοβαρές διαστάσεις, θα ανατροφοδότησε τις πιέσεις πάνω στο ίδιο το τραπεζικό σύστημα.

Κάτω από τις συνθήκες αυτές, η δυνατότητα επιχειρησια-

κής αναδιάρθρωσης, ο βαθμός ευελιξίας και η ικανότητα ανάπτυξης καινοτομικών υπηρεσιών, αποτελούν κρίσιμα στοιχεία για τη θέση των τραπεζικών ιδρυμάτων στην ενιαία αγορά. Τα ελληνικά τραπεζικά ιδρύματα φαίνεται να επιδιώκουν την προσαρμογή τους στις νέες συνθήκες αγοράς κυρίως μέσα από συνεργασίες με διεθνικές τράπεζες. Η περιορισμένη ροπή των εγχώριων τραπεζών να στηρίξουν από μόνες τους τον εμπλουτισμό της αγοράς με καινοτομικές υπηρεσίες είναι εμφανής στην περίπτωση των νέων μορφών τραπεζικών υπηρεσιών που θεσμικά δημιουργήθηκαν στη δεκαετία του 1980, αλλά που μέχρι σήμερα αξιοποιούνται κυρίως από ξένες τράπεζες εγκατεστημένες στη χώρα.

Η είσοδος νέων τραπεζών στην αγορά, που δεν είναι επιβαρυνμένες από καταστάσεις που έχουν σχέση με την ανάπτυξη και την εξέλιξη της ελληνικής οικονομίας, θα τους επιτρέψει να κινηθούν με μεγαλύτερη ευελιξία και να προσελκύσουν τα πιο αποδοτικά τμήματα της αγοράς. Αλλωστε, αντίστοιχες τάσεις σημειώθηκαν και στο παρελθόν, με την ουσιαστική, αλλά επιλεκτική επέκταση αρκετών ξένων τραπεζών σε εξειδικευμένα και ιδιαίτερα αποδοτικά τμήματα της ελληνικής αγοράς.

Ένα σενάριο όπου η δυναμική της αγοράς θα οδηγούσε στη δημιουργία δυαδικών τάσεων, ώστε οι πιο επικερδείς εργασίες να πραγματοποιούνται κατά κύριο λόγο από διεθνοποιημένες τράπεζες και οι λιγότερο επικερδείς από τις τοπικές τράπεζες, θα είχε ως πρόσθετη συνέπεια και την αδυναμία της σταυροειδούς επιδότησης άλλων εργασιών. Η ευκολία αυτή θα περνούσε αντίστοιχα στα ανταγωνιστικά ισχυρότερα ιδρύ-

ματα. Λαμβάνοντας υπόψη την έκταση στην οποία σήμερα συντελείται σταυροειδής επιδότηση των υπηρεσιών στις τράπεζες, οι επιπτώσεις μπορεί να είναι σημαντικές.

Ο συνδυασμός από τις απώλειες σε εργασίες που μπορεί να προκαλέσει η υποκατάσταση τραπεζών από νέους φορείς (όπως ξένες τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, χρηματιστήριο, κ.ά.) και η συμπίεση των περιθωρίων κέρδους λόγω εντονότερου ανταγωνισμού μπορεί να αποδειχθεί ιδιαίτερα αποσταθεροποιητικός για τα ελληνικά ιδρύματα, όπως έδειξε η αντίστοιχη εμπειρία στις ΗΠΑ. Επιπλέον, όμως, μπορεί να δημιουργήσει και κινδύνους μιας συνολτικότερης αποσταθεροποίησης της αγοράς. Οι πιθανότητες ενός τέτοιου σεναρίου είναι τόσο μεγαλύτερες, όσο πιο περιορισμένο είναι το διαθέσιμο χρονικό διάστημα ομαλής μετάβασης και προσαρμογής στις νέες συνθήκες.

#### 4.6. ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΚΙΝΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΑΠΟΣΤΑΘΕΡΟΠΟΙΗΣΗΣ

Η πλήρης απελευθέρωση στην κίνηση κεφαλαίων που συνοδεύει την απελευθέρωση στην εγκατάσταση των τραπεζών αποτελεί μαζί με την ελεύθερη παροχή υπηρεσιών το δεύτερο κρίσιμο στοιχείο της ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών. Η μεταβολή αυτή θα αποτελέσει, όταν εφαρμοστεί, σημαντικότερη αλλαγή για χώρες με συναλλαγματικούς περιορισμούς, όπως η Ελλάδα ή και άλλες χώρες της ΕΚ. Με τη ρύθμιση αυτή, οι αποταμιευτές αποκτούν τη δυνατότητα να τοποθετήσουν ελεύθερα τα κεφάλαιά τους σε οποιοδήποτε τραπε-



ζικό ίδρυμα οποιασδήποτε χώρας-μέλους της ΕΚ, με κριτήριο την αποδοτικότητα που μπορούν να πετύχουν.

Η διεύρυνση του φάσματος των διαθέσιμων χρηματικών περιουσιακών στοιχείων για τον αποταμιευτή είναι στενά δεμένη με το συντονισμό των οικονομικών πολιτικών των χωρών και ιδιαίτερα της νομισματικής πολιτικής και της συναλλαγματικής πολιτικής. Με πλήρη κινητικότητα κεφαλαίου και σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες μια μικρή χώρα δεν μπορεί παρά να είναι "δέκτης τιμών" και επομένως να προσαρμόσει τα εθνικά της επιτόκια στα επιτόκια που κυριαρχούν στον ενοποιημένο χρηματοπιστωτικό χώρο.

Συνεπώς, η εντεινόμενη χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση θα τείνει να περιορίσει τις διαφορές στις αποδόσεις χρηματιστικών περιουσιακών στοιχείων μεταξύ των διαφόρων νομισμάτων, με την προϋπόθεση ότι οι διαφορές στο φορολογικό σύστημα θα τείνουν να εξαλειφθούν και ότι οι συναλλαγματικές ισοτιμίες θα είναι σταθερές.

Για χώρες με αδύναμα νομίσματα και αδύναμη οικονομία γενικότερα, η απελευθέρωση των κεφαλαίων δεν μπορεί παρά να στηριχτεί είτε σε πιο ευέλικτη συναλλαγματική πολιτική είτε στην υιοθέτηση μακροοικονομικών στόχων που θα κάνουν εφικτή τη διατήρηση σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Στο επίπεδο της νομισματικής πολιτικής, η απελευθέρωση των κεφαλαίων θα ασκήσει θεμελιακές επιδράσεις είτε πάνω στις ροές κεφαλαίων, είτε στα επιτόκια. Κατά βάση, θα δημιουργήσει ισχυρές αυξητικές πιέσεις πάνω στα επιτόκια, καθώς οι σημερινές ανισορροπίες στα μακροοικονομικά μεγέθη σε σχέση με τις άλλες χώρες της Ενιαίας Χρηματοπιστω-

τικής Αγοράς (πληθωρισμός, ελλείμματα στο ισοζύγιο πληρωμών, δημοσιονομικά ελλείμματα, χαμηλοί ρυθμοί μεγέθυνσης) θα τείνουν να ωθήσουν τα κεφάλαια έξω προς ισχυρότερες οικονομίες. Η ανάγκη συγκράτησης της εθνικής αποταμίευσης στο εσωτερικό της χώρας θα κάνει αναγκαία την επιλογή υψηλών επιτοκίων.

Απο μια γενικότερη σκοπιά όμως, οι βραχυπρόθεσμες ροές κεφαλαίων εξασφαλίζουν την αποδοτικότητά τους όχι μόνο από τα επιτόκια, αλλά και από τις αναμενόμενες μεταβολές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Για χώρες με αδύναμη οικονομία, οι κάτοχοι ρευστών στοιχείων έχουν μια γενικότερη τάση μεταφοράς κεφαλαίων στο εξωτερικό, και με την απελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίων θα δημιουργούνταν ο κίνδυνος μαζικής φυγής κεφαλαίων, με σημαντικές επιπτώσεις πάνω στη δυνατότητα χρηματοδότησης των παραγωγικών και επενδυτικών αναγκών, πάνω στη σύγκλιση των οικονομιών και τη σταθερότητα της διαδικασίας ενσωμάτωσής τους όχι μόνο στην ενιαία χρηματοπιστωτική αγορά, αλλά γενικότερα στην ευρωπαϊκή ολοκλήρωση. (βλ. ανάλογους προβληματισμούς για τη Γαλλία).

Από μακροοικονομική σκοπιά, η κίνηση μακροπρόθεσμων τοποθετήσεων σε ένα ανοικτό σύστημα, όπως αυτό της Ενιαίας Αγοράς, προσδιορίζεται από τις ευκαιρίες για επένδυση, την αποδοτικότητα των επενδύσεων και τις συγκριτικές προοπτικές ανάπτυξης των οικονομιών. Με τα σημερινά δεδομένα, η γεωγραφική κατανομή των επενδυτικών ευκαιριών, οι τάσεις παγκοσμιοποίησης των αγορών και του ανταγωνισμού, το τεχνολογικό υπόβαθρο και οι άλλοι παράγοντες των ανταγωνι-

στικών ικανοτήτων οδηγούν σε μια συγκέντρωση έξω από τις περιοχές που δεν διαθέτουν τα στοιχεία αυτά.

Ενας σημαντικός περιορισμός που αντιμετωπίζει η Ελλάδα σήμερα είναι και το σημαντικό ύψος του δημόσιου χρέους που ξεπερνάει το ύψος του ακαθάριστου εθνικού εισοδήματος, καθώς και η εξυπηρέτηση του. Το μέγεθος αυτό του δημόσιου χρέους δημιουργεί σοβαρούς περιορισμούς πάνω στην ικανότητα του επηρεασμού των επιτοκίων, τον έλεγχο της ρευστότητας της οικονομίας, των ροών κεφαλαίων και της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ο περιορισμός, συνεπώς, των δημοσιονομικών ελλειμμάτων αποτελεί μια από τις κεντρικές προϋποθέσεις για την ολοκλήρωση των αγορών. Μια τέτοια εξέλιξη, όμως, απαιτεί χρονική διάρκεια και συνδέεται με σημαντικές διαρθρωτικές μεταβολές στη λειτουργία της οικονομίας.

Ενα τέτοιο σενάριο οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η ισορροπία στις χρηματοπιστωτικές αγορές των χωρών αυτών, ακόμα και αν μπορούσε να επιτευχθεί, θα κινδύνευε να συνοδεύεται από σοβαρά προβλήματα διαρθρωτικού χαρακτήρα στον τομέα των επενδύσεων και της ανάπτυξης. Ομως, αυτό θα μπορούσε να οδηγήσει τις ίδιες τις χρηματοπιστωτικές αγορές σε ανισορροπία. Η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση, συνεπώς, δεν μπορεί να επιτευχθεί με απλή απελευθέρωση στην παροχή υπηρεσιών και στην κίνηση κεφαλαίων. Η πλήρης απελευθέρωση προϋποθέτει τη βαθμιαία μείωση των αποκλίσεων σε πόρους, παραγωγικότητα, ανταγωνιστική ικανότητα, καθώς και τη σύγκλιση των μακροοικονομικών επιδόσεων.

#### 4.7. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΙΚΗΣ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗΣ ΣΤΟ ΠΕΔΙΟ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ

Η ανάδειξη των χρηματοπιστωτικών δραστηριοτήτων σε πεδίο έντονης διεθνικής επιχειρησιακής δραστηριότητας αποτελεί χαρακτηριστικό των τάσεων στις στρατηγικές των πολυεθνικών εταιριών ήδη από τα μέσα της δεκαετίας του 1960. Στην Ελλάδα, η εγκατάσταση ξένων τραπεζών ξεκινάει μεταπολεμικά από το 1965 με την Citibank και παίρνει σημαντικές διαστάσεις στη συνέχεια.

Ωστόσο, ο αντίκτυπος της υπερχρέωσης του Τρίτου Κόσμου στις πολυεθνικές τράπεζες, οι αλλαγές στις συνθήκες ρευστότητας στη διεθνή κεφαλαιαγορά μετά το 1979 και γενικότερα η ένταση του ανταγωνισμού και η διαμόρφωση μεγαλύτερων κινδύνων περιόρισαν τις επεκτατικές τάσεις των πολυεθνικών τραπεζών σε τρίτες χώρες. Οπως και αλλού, έτσι και στην Ελλάδα ορισμένες από τις εγκατεστημένες ξένες τράπεζες εγκαταλείπουν την αγορά (από πλευράς παρουσίας υποκαταστημάτων τους) ή μειώνουν τα υποκαταστήματά τους, στα πλαίσια ευρύτερων σχεδίων αναδιάρθρωσης του επιχειρησιακού τους δυναμικού (όπως η Continental Illinois το 1986, η First National Bank of Chicago το 1987). Σε κάποιες περιπτώσεις εντείνεται η τάση επιλεκτικότητας στις τραπεζικές εργασίες με περιορισμό ορισμένων κατηγοριών εργασιών, ιδιαίτερα αυτών που προϋποθέτουν ευρύτερο δίκτυο καταστημάτων και συνεπώς αυξημένο κόστος. Αντίστοιχες τάσεις χαρακτηρίζουν τις ξένες τράπεζες που συμμετείχαν στο κεφάλαιο ελληνικών τραπεζών, πολλές από τις οποίες μεταβιβά-

ζουν τα μερίδιά τους σε ελληνικούς φορείς (περίπτωση ΕΤΕΒΑ, Τράπεζας Επενδύσεων, συμμετοχή Banque Nationale de Paris στην Τράπεζα Αττικής).

Ετσι, μέχρι περίπου το 1987 διαφαινόταν μια τάση συρρίκνωσης του ενδιαφέροντος ξένων τραπεζών για εγκατάσταση στην ελληνική αγορά. Οπωσδήποτε, μπορεί να διακριθούν διαφοροποιημένες στρατηγικές μεταξύ των ξένων τραπεζών, με την έννοια ότι στην ίδια περίοδο μια σειρά από τράπεζες εντείνουν την προσπάθεια ενίσχυσης της παρουσίας τους στην ελληνική αγορά. Οι επιχειρησιακές αυτές συμπεριφορές προσδιορίζονται όχι μόνο από τις εξελίξεις στην εσωτερική χρηματοπιστωτική αγορά, αλλά σε μεγάλο βαθμό και από τα διεθνή προβλήματα αναδιάρθρωσης που αντιμετωπίζουν ορισμένες από τις τράπεζες αυτές, όπως και από τους στόχους που διαμορφώνουν.

Οι τάσεις συρρίκνωσης αντιστρέφονται πάντως στα επόμενα χρόνια, οπότε διαφαίνονται ξανά τάσεις εγκατάστασης νέων τραπεζών στη χώρα, που συμβαδίζουν εξάλλου και με σημαντικό αριθμό ιδρύσεων νέων μικρών ιδιωτικών τραπεζών. Ετσι, στα τελευταία χρόνια σημειώνονται οι ακόλουθες νέες ιδρύσεις:

- Interbank (συνεργασία της ασφαλιστικής εταιρίας Interamerican -της οποίας το 40% των κεφαλαίων εξαγοράστηκε από τη γαλλική Union Assurances de Paris το 1989- με τη γαλλική Banque Worms, η οποία ελέγχει το 98% του κεφαλαίου της νέας τράπεζας).
- Δωρική Τράπεζα (με συμμετοχή 30% της αγγλικής Bank of Scotland)

- Τράπεζα Εγνατία
- Τράπεζα Χίου (από τον όμιλο Βαρδινογιάννη)
- Ευρωεπενδυτική (από τον όμιλο Λάτση)

Από τα παραπάνω συμπεραίνεται μια ισχυρή τάση εγκατάστασης ξένων τραπεζών στη χώρα, όχι πλέον μόνο μέσω υποκαταστημάτων, όπως στο παρελθόν, αλλά και με την ίδρυση νέων τραπεζικών φορέων, σε ορισμένες περιπτώσεις σε συνεργασία με ελληνικό επιχειρηματικό δυναμικό.

Στις παραπάνω ιδρύσεις πρέπει να προστεθεί και η εγκατάσταση υποκαταστημάτων της Τράπεζας Κύπρου, της γερμανικής Bayerische Vereinsbank, καθώς και εγκρίσεις για γραφείο αντιπροσωπείας της Dresdner Bank (Γερμανία) το 1982, της ιταλικής Credito Italiano (με προοπτική τη μετεξέλιξη σε υποκατάστημα) το 1990, του Istituto Bancario San Paolo di Torino (Ιταλία), το 1988 που είχε αποφασίσει να αναλάβει ουσιαστικό μερίδιο συμμετοχής στην αύξηση του κεφαλαίου της Ιονικής Τράπεζας (1988, που όμως δεν πραγματοποιήθηκε), της Banque Indosuez στον Πειραιά (Γαλλία) το 1987 και την απόκτηση 3% στο μετοχικό κεφάλαιο της Τράπεζας Επαγγελματικής Πίστewς από την Banca Popolare di Novara.

Από την άλλη πλευρά, μεταξύ των ξένων τραπεζών ορισμένες τάσεις που είχαν ήδη εκδηλωθεί στη δεκαετία του 1970 εντείνονται. Μερικά, ιδιαίτερα έντονα χαρακτηριστικά είναι:

Πρώτον, η στρατηγική ορισμένων ξένων τραπεζών (της Citibank κατά κύριο λόγο, και της American Express και της Barclays, κατά δεύτερο) να δημιουργήσουν ένα ευρύτερο δι-

κτυο μονάδων στη χώρα και σε βασικά σημεία της Αθήνας ειδικότερα, ώστε να επεκτείνουν τις εργασίες τους στο πεδίο του retail banking και να διευρύνουν το φάσμα των παρεχόμενων προϊόντων.

Δεύτερον, η έντονη παρουσία των ξένων τραπεζών στη δημιουργία νέων εξειδικευμένων οργανισμών παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, κυρίως σε συνεργασία με ελληνικές τράπεζες.

Τρίτον, η σημαντικότερη επέκταση της δραστηριότητας των ξένων τραπεζών (είτε μέσω των υποκαταστημάτων τους στην Ελλάδα είτε χωρίς εγκατάσταση) στην παροχή νέων μορφών χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών (π.χ., εξαγορές επιχειρήσεων, εκτιμήσεις περιουσιακής θέσης, μεσολάβηση στην πώληση επιχειρήσεων του Ο.Α.Ε. κ.ά.).

Τέταρτον, η στροφή του ενδιαφέροντος των πολυεθνικών εταιριών στις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες δεν εκφράζεται μόνο μέσω των τραπεζών, αλλά, όπως και στο διεθνή χώρο, και με την μεφάνιση νέων ανταγωνιστών. Κατά κύριο λόγο αναπτύσσεται η παρουσία των ασφαλιστικών εταιριών, είτε με την ίδρυση αμοιβαίων κεφαλαίων, την έκδοση ασφαλιστικών ομολόγων, τις ασφαλίσσεις ζωής κ.ά., ενώ δημιουργούνται και αρκετές νέες μονάδες με στήριξη επιχειρηματικού κεφαλαίου από άλλους χώρους επιχειρηματικής δράσης (στην περίπτωση της Ελλάδας είναι εμφανής η παρουσία δύο μεγάλων επιχειρηματικών συγκροτημάτων, του Βαρδινογιάννη και Λάτση, αλλά και άλλων συμφερόντων από άλλους επιχειρηματικούς χώρους στην περίπτωση της Δωρικής Τράπεζας και της Εγνατίας).

Οι παράγοντες που φαίνεται να έδωσαν σημαντική ώθηση

στη δημιουργία νέων φορέων, νέων υπηρεσιών και νέων επιχειρησιακών στρατηγικών γενικότερα στην ελληνική οικονομία είναι αφ'ενός μεν οι γενικότερες τάσεις που χαρακτηρίζουν τη χρηματοπιστωτική αγορά στη δεκαετία του 1980 (και ιδιαίτερα από τα μέσα και μετά), και αφετέρου η ταχεία απελευθέρωση της αγοράς που ξεκίνησε στη χώρα μετά το 1985, σύμφωνα με τις θέσεις που διαμορφώθηκαν στην Έκθεση Καρατζά για την αναμόρφωση του τραπεζικού συστήματος.

Η απελευθέρωση αυτή των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, για την οποία η ολοκλήρωση στην ΕΚ αποτέλεσε προσδιοριστικό παράγοντα, αποκτά νέες προοπτικές μετά τις αποφάσεις για υλοποίηση του ενιαίου χρηματοπιστωτικού χώρου στην περιοχή της ΕΚ, που ακολουθήθηκαν από την έκδοση της Β' Οδηγίας για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Η σταδιακή απελευθέρωση της ελληνικής αγοράς στα τέλη της δεκαετίας του 1980, σε συνδυασμό αφ'ενός με τις παγκόσμιες εξελίξεις και τις κοινοτικές ρυθμίσεις και αφετέρου με τις μετασχηματιζόμενες ανάγκες των επιχειρήσεων του μη-τραπεζικού τομέα, είχε ως αποτέλεσμα μια έξαρση της προσφοράς νέων χρηματοπιστωτικών προϊόντων και υπηρεσιών στην ελληνική αγορά. Η προσφορά αυτή φαίνεται να στηρίζεται σε έντονο βαθμό στη μεταφορά τεχνογνωσίας από διεθνικές τράπεζες, δεδομένου ότι η εμπειρία των ελληνικών τραπεζών, αλλά και η ικανότητά τους να αναπτύξουν εγγενώς αντίστοιχες υπηρεσίες φαίνεται να είναι περιορισμένη.

Ετσι, η ανάπτυξη της προσφοράς νέων χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στηρίζεται σε πολλές περιπτώσεις είτε στη δη-



μιουργία μικτών επιχειρήσεων (joint ventures) μεταξύ ελληνικών και ξένων τραπεζών είτε στη δημιουργία ειδικών οργανισμών που ελέγχονται από διεθνικές τράπεζες. Η τάση αυτή της έντονης συμμετοχής των διεθνικών τραπεζών στις νέες εξειδικευμένες τράπεζες ή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δεν είναι άλλωστε νέα. Ξεκινάει από τα μέσα της δεκαετίας του 1960, με την ισχυρή συμμετοχή στο κεφάλαιο των δύο επενδυτικών τραπεζών (ΕΤΕΒΑ και Τράπεζα Επενδύσεων) και συνεχίζεται στη δεκαετία του 1970, στις περιπτώσεις της Ελληνικής Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (συμμετοχή Citibank-20%), της Ελληνικής Εταιρίας Διαχειρίσεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων (συμμετοχή Barclays και Merrill Lynch, από 24%), και της Διεθνικής Εταιρίας Διαχειρίσεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων (συμμετοχή Deutsche Bank 25%).

Επίσης, τα σημαντικά προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι μεγάλες κρατικές τράπεζες κάτω από την πίεση της κατάρρευσης σημαντικών βιομηχανικών επιχειρήσεων, και της γενικότερης υπερχρέωσης του βιομηχανικού κυρίως τομέα, τις οδηγεί στην εκποίηση (για την ώρα με εκδήλωση προθέσεων) θυγατρικών τραπεζών ή πακέτων μετοχών σε αυτές που προσελκύουν το έντονο ενδιαφέρον ξένων επενδυτών (διαπραγματεύσεις ΕΤΕΒΑ-Credit Agricole, περίπτωση Τράπεζας Επαγγελματικής Πίστεως, διαπραγματεύσεις Ιονικής - που δεν υλοποιήθηκαν τελικά λόγω αντιδράσεων - πρόθεση εκποίησης 20% της Τράπεζας Μακεδονίας-Θράκης από την ΕΤΕΒΑ και το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο κ.ά.).

Οι νέες χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες που δεν στηρίζονται τόσο στις κλασικές εργασίες των καταθέσεων και χρη-

ματοδοτήσεων, αλλά στην πώληση γνώμης, τεχνογνωσίας και συνθέτουν τις λεγόμενες εργασίες εκτός ισολογισμού, αποτελούν το προνομιακό πεδίο επέκτασης των διεθνικών τραπεζών στη χώρα. Ειδικότερα:

## 1. LEASING

Στην αγορά του leasing, που αναπτύχθηκε πρόσφατα ως θεσμός στη χώρα (Ν.1665/86), μπήκαν οι εξής μέχρι στιγμής μονάδες:

- η ETBA Leasing (της ETBA), με 29% περίπου της αγοράς, της οποίας ένα πακέτο μετοχών (6%) αγοράστηκε τον Ιούλιο 1991 από τον αγγλικό επενδυτικό όμιλο Schroeder
- η Ergoleasing (της Τράπεζας Εργασίας)
- η Citileasing (της Citibank, με 33% περίπου των εργασιών)
- η Alphaleasing από το 1987, (της Τράπεζας Πίστεως, με 29% περίπου της αγοράς)
- η Eurolease (θυγατρική της Banque Nationale de Paris και της Εμπορικής Τράπεζας), από το 1989 (16% περίπου της αγοράς)
- η ABN-AMRO Leasing Ελλάς (των ομώνυμων ολλανδικών τραπεζών, με επίκεντρο την αγορά της Θεσσαλονίκης και της Β.Ελλάδας)
- η ABN Χρηματοδοτικής Μίσθωσης ΑΕ (της Ολλανδικής ABN), η έγκριση της οποίας δόθηκε στις αρχές 1991.
- η Εθνική Lyonnais ΑΕ σε συνεργασία Εθνικής Τράπεζας, ΕΤΕΒΑ και Credit Lyonnais, από το 1990

- η ATE leasing AE από τον Απρίλιο του 1991.

## 2. FACTORING

Το Factoring αποτελεί ακόμα περιορισμένο χώρο δραστηριοποίησης. Για την ώρα έχει ιδρυθεί (το 1990) η FMN Factoring (ολλανδική), με επίκεντρο το εξαγωγικό factoring.

## 3. ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ (VENTURE CAPITAL)

Στο χώρο του venture capital έχουν δραστηριοποιηθεί μόνο η ΕΤΕΒΑ και η Τράπεζα Πίστεως. Η τελευταία ίδρυσε την Alpha AE Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου, μέσω της Alpha Finance της οποίας μέτοχοι εκτός της Τράπεζας Πίστεως είναι και η Samuel Montagu and Co Ltd. (Αγγλία).

## 4. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ

Οι χρηματιστηριακές εργασίες αποτελούν πρόσφατο θεσμό για τη χώρα. Φαίνεται ότι έχει υπάρξει συμφωνία της αγγλικής Midland Bank με Έλληνα χρηματιστή, για τη δημιουργία νέας χρηματιστηριακής εταιρίας με μερίδια συμμετοχής 60% και 40% αντίστοιχα.

## 5. ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ - ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Οι θεσμοί των αμοιβαίων κεφαλαίων και των επενδύσεων χαρτοφυλακίου αναπτύχθηκαν έντονα τα τελευταία χρόνια.

Πολλά από αυτά (αμοιβαία κεφάλαια των εταιριών ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ, INTERAMERICAN, GENERALI LIFE, NATIONALE NEDERLANDEN ΚΑΙ ΑΛΦΑ) προωθήθηκαν από εταιρίες που ελέγχονται ή συνεργάζονται με διεθνικές επιχειρήσεις παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών ή από ξένες ασφαλιστικές επιχειρήσεις που εισέρχονται με τον τρόπο αυτό στο γενικότερο χώρο των χρηματοπιστωτικών δραστηριοτήτων. Στο πεδίο των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου, πέρα από τις παλαιότερες εταιρίες του κλάδου, πρόσφατα η είσοδος της Τράπεζας Εργασίας στην αγορά (με την ίδρυση της Πρόοδος) συνδέθηκε επίσης με διεθνική συνεργασία (συμμετοχή αγγλικών και γαλλικών εταιριών γύρω στα 81% του μετοχικού κεφαλαίου).

## 6. ΔΙΑΦΟΡΑ

Στον ευρύτερο χώρο των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών εντάσσονται η δημιουργία εταιριών που παρέχουν κατά κανόνα συμβουλές σε επενδυτές, επιχειρήσεις κ.λ.π. ή παίζουν στρατηγικό ρόλο για τον επιχειρησιακό τους όμιλο σε θέματα εξαγορών και επενδύσεων στην ελληνική οικονομία. Στην κατηγορία αυτή, ωστόσο, ανήκουν και μονάδες παροχής υπηρεσιών σε Έλληνες επενδυτές σε διεθνείς τίτλους. Είναι προφανές, ότι η παροχή επενδυτικών συμβουλών και μάλιστα σε διεθνείς τίτλους κάνει αναπόφευκτη τη στενή συνεργασία με αντίστοιχες επιχειρήσεις του διεθνούς χώρου, που είναι σε θέση να γνωρίζουν τις τάσεις και τα χαρακτηριστικά των διεθνών αγορών κεφαλαίου. Ωστόσο, ακόμα και για εργασίες προσανατολισμένες κατά κύριο λόγο στην εσωτερική αγορά, η

στενή διασύνδεση ελληνικών και διεθνικών εταιριών είναι εμφανής.

1. Η ΑΛΦΑ ΑΕ Παροχής Οικονομικών Υπηρεσιών και Συμβουλών (Alpha Finance) ως μικτή εταιρία μεταξύ Τράπεζας Πίστεως και Samuel Montagu-Αγγλία, το 1988. Η εταιρία αυτή δραστηριοποιείται σε θέματα αγοράς-πώλησεως εταιριών, υπηρεσιών κεφαλαιαγοράς, επιχειρηματικών αναδιορθώσεων, ιδιωτικοποιήσεων κ.ά. Ωστόσο, πέρα από αυτά, η ΑΛΦΑ ΑΕ αποτελεί κεντρική μονάδα μέσω της οποίας ιδρύθηκαν και ελέγχονται σειρά άλλων πιο εξειδικευμένων εταιριών στον ίδιο χώρο, όπως:

- Η ΑΛΦΑ Διαχείρισεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων (κατά 50% με την Τράπεζα Πίστεως, το 1989,
- Μια εταιρία Επιχειρηματικού Κινδύνου του Ν.1775 (υψηλής τεχνολογίας) (ΑΛΦΑ ΑΕ Παροχής Επιχειρηματικού Κεφαλαίου), και μια αντίστοιχη απλή (ΑΛΦΑ ΑΕ Αναλήψεως Επιχειρηματικών Πρωτοβουλιών).
- Η ΑΛΦΑ Χρηματιστηριακή ΑΕ (το 1989).

2. Η ΕΥΡΩΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΕ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ που ιδρύθηκε από τον ιταλικό πολυεθνικό όμιλο De Benedetti μέσω γαλλικών και άλλων εταιριών (έλεγχος κατά 85%) και με συμμετοχή της ΑΛΦΑ ΑΕ (10%) και της ΓΕΜΛΕ ΑΕ (θυγατρική της ΑΕ Τιτάν) (5%), το 1990.

3. Η ΙΔΙΩΤΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ και η Α.ΜΠΟΥΜΗΣ ΑΕ που, επίσης, κινούνται στο χώρο των επενδυτικών υπηρεσιών, έχουν διεθνικές συνεργασίες που δεν φαίνονται να επεκτείνονται στις κεφαλαιακές σχέσεις των εταιριών αυτών.

Πέρα από αυτά, μπορούν να αναφερθούν οι στενές συνεργ-

γασίες της ΕΤΕΒΑ και της Τράπεζας Επενδύσεων, αλλά και άλλων τραπεζών. με ξένες χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις προκειμένου να μπουν σε νέες χρηματοπιστωτικές εργασίες.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ  
ΚΑΤΩ ΑΠΟ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΜΕΤΑΒΑΛΛΟΜΕΝΩΝ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΩΝ ΔΟΜΩΝ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ  
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΚΑΤΩ ΑΠΟ ΣΥΝΘΗΚΕΣ  
ΜΕΤΑΒΑΛΛΟΜΕΝΩΝ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΩΝ ΔΟΜΩΝ

Οι διαπιστώσεις από την ανάλυση των κεντρικών τάσεων στη δυναμική του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος και των αντίστοιχων διεθνών εξελίξεων που το επηρεάζουν μπορούν να ταξινομηθούν στις ακόλουθες κατηγορίες:

## 5.1. ΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΣΚΗΝΙΚΟ

Κάτω από την επίδραση της παγκοσμιοποίησης των χρηματοπιστωτικών δραστηριοτήτων, δύο κρίσιμες μεταβολές χαρακτηρίζουν το σκηνικό της σημερινής περιόδου:

- η "απο-κανονικοποίηση", που ανάγεται σε κεντρική τάση στα επιμέρους εθνικά συστήματα, και
- η κατάργηση του προστατευτισμού με την ελεύθερη εγκατάσταση αλλά και την ελεύθερη παροχή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στο επίπεδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Ως αποτέλεσμα διαγράφονται έντονες τάσεις:

α) διεθνοποίησης του ανταγωνισμού, όπου οι τράπεζες με παγκοσμιοποιημένη στρατηγική αντλούν πλεονεκτήματα που ξεπερνούν τα κλασικά ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα που στηρίζονται στον εθνικό περίγυρο, και

β) υπέρβασης των παραδοσιακών διακρίσεων μεταξύ διά-



φορων κατηγοριών τραπεζών και σύγκλισης στις τεχνικές, το είδος των εργασιών και του πεδίου ανταγωνισμού μεταξύ τραπεζών.

Η σημασία των παραπάνω μεταλλαγών πρέπει να εκτιμηθεί στο φως των γενικότερων εξελίξεων στο εθνικό και διεθνικό οικονομικό πεδίο, όπου επίσης ο ανταγωνισμός εντείνεται, οι επιχειρησιακές αναδιαρθρώσεις και συνεργασίες πολλαπλασιάζονται και νέες ανάγκες αναφύονται.

Η αλληλόδραση των παραγόντων αυτών ανάγει την ευελιξία σε στρατηγικό στοιχείο προσαρμογής τόσο του τομέα των τραπεζών, όσο και των μη-τραπεζών, ευελιξία η οποία εκφράζεται με την εμφάνιση ευρύτατου φάσματος νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών, με τη διαμόρφωση νέων στρατηγικών και μορφών ανταγωνισμού μεταξύ τραπεζών και ακόμα με ουσιαστικές διαφοροποιήσεις στο ρόλο και στις λειτουργίες των τραπεζών στην οικονομία μιας χώρας. Αμεση απόρροια των παραπάνω είναι και η ραγδαία εξάπλωση άλλων φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, που λειτουργούν ανταγωνιστικά προς τις τράπεζες, όπως οι εταιρίες leasing, factoring, venture capital, αμοιβαίων κεφαλαίων, οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, οι ασφαλιστικές εταιρίες, εταιρίες παροχής συμβουλών σε χρηματοοικονομικά θέματα κ.α.

## 5.2.ΟΙ ΑΝΑΚΑΤΑΤΑΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

Στο επίπεδο της ελληνικής οικονομίας, το πέρασμα στη δεκαετία του 1980 συνδέεται επίσης με ριζικούς μετασχημα-

τισμούς και ανακατατάξεις, που προεκτείνονται και στη δεκαετία του 1990. Συγκεκριμένα:

- περιορίζεται σημαντικά ο κρατικός παρεμβατισμός στη διαμόρφωση βασικών μεγεθών του χρηματοπιστωτικού συστήματος, παρόλο ότι λόγω των μακροοικονομικών ανισορροπιών διατηρούνται χώροι όπου η κρατική ρύθμιση είναι ακόμα αποφασιστική στη διαμόρφωση της αγοράς,
- αναπτύσσονται επίσης ουσιαστικά οι νέες μορφές εργασιών και τα νέα προϊόντα (leasing, πιστοποιητικά καταθέσεων, εργασίες σε συνάλλαγμα, πλαστικό χρήμα, υπηρεσίες συμβούλου σε εξαγορές, εκδόσεις στο χρηματιστήριο, αποτιμήσεις επιχειρήσεων κ.ά.),
- δημιουργείται από τράπεζες, αλλά και μη-τράπεζες, σε ταχύτατο χρονικό διάστημα, μεγάλος αριθμός ειδικών φορέων για την παροχή των νέων αυτών προϊόντων και υπηρεσιών, συχνά σε συνεργασία με ξένες εξειδικευμένες επιχειρήσεις,
- προωθείται ο εκσυγχρονισμός και η προσαρμογή ορισμένων τουλάχιστον τραπεζών, με την εισαγωγή νέων τεχνολογικών συστημάτων, νέων συστημάτων πληροφόρησης, εκπαίδευσης και εμπλουτισμού του προσωπικού, που είναι κρίσιμα στοιχεία για την ενίσχυση της ικανότητας συμμετοχής τους στις διαμορφούμενες νέες αγορές, αλλά και αντίστασής τους στις νέες ανταγωνιστικές πιέσεις.

Κάτω από την πίεση των μεταλλαγών αυτών οι ελληνικές τράπεζες παρουσιάζουν ουσιαστικές διαφοροποιήσεις ως προς τη δυνατότητα προσαρμογής και τις επιδόσεις. Οι κρατικές τράπεζες κυρίως περνούν στις νέες συνθήκες ανταγωνισμού

με το βάρος των καταστάσεων που έχει δημιουργήσει για δεκαετίες η λειτουργία του τραπεζικού και μη-τραπεζικού τομέα κάτω από συνθήκες έντονου προστατευτισμού και κρατικής παρέμβασης στην κατανομή των χρηματοοικονομικών πόρων.

Ετσι, στη δεκαετία του 1980 σημειώνεται μια έντονη κάμψη των κερδών και της αποδοτικότητας στο σύνολο του τραπεζικού συστήματος, αλλά με εντονότερη έκφραση στις κρατικές εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες. Αντίθετα οι ιδιωτικές τράπεζες (Πίστεως και νέες τράπεζες) χαρακτηρίζονται από ανοδική τάση τουλάχιστον στα μέρη (δια αγοράς) σε βασικές τραπεζικές εργασίες (καταθέσεις, χρηματοδοτήσεις), αλλά και στα κέρδη. Αντίστοιχη βελτίωση εμφανίζουν όμως και ορισμένες κρατικές τράπεζες ειδικού προσανατολισμού, όπως κυρίως η ΕΚΤΕ και η ΑΤΕ. Βέβαια, στα τελευταία χρόνια της δεκαετίας 1980-90, η διαμόρφωση των επιτοκίων έκανε δυνατή μια γενικότερη βελτίωση των κερδών για τις περισσότερες τράπεζες.

Επίσης, η απελευθέρωση των αγορών και ο περιορισμός του φαινομένου των αρνητικών επιτοκίων στις χορηγήσεις οδηγούν ώστε το τραπεζικό σύστημα να χάνει τον κυρίαρχο χαρακτήρα που κατείχε στο παρελθόν στην κατανομή των χρηματοπιστωτικών πόρων. Ετσι, παράλληλα με το τραπεζικό σύστημα, αναπτύσσονται νέοι πόλοι διαχείρισης των χρηματοοικονομικών πόρων. Το χρηματιστήριο, το διεθνές τραπεζικό σύστημα όχι μόνο για συναλλαγματικά δάνεια προς το δημόσιο, αλλά και προς τις επιχειρήσεις που θέλουν να αποφύγουν τα υψηλά επιτόκια της εγχώριας αγοράς, το δημόσιο με τις εκ-

δόσεις τίτλων, ακόμα και προϊόντα άλλων τομέων όπως οι ασφάλειες ζωής, που συνεπάγονται αναπροσανατολισμό ενός τμήματος των αποταμιεύσεων προς νέους φορείς, και οι διάφοροι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που ιδρύονται, αποτελούν παράλληλους και ανταγωνιστικούς πόλους στην αγορά των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

Από τα διαθέσιμα στοιχεία της μελέτης, τα προβλήματα που φαίνεται να αντιμετωπίζουν σήμερα οι περισσότερες τράπεζες του δημόσιου τομέα μπορούν να ταξινομηθούν στις ακόλουθες ευρύτερες κατηγορίες:

- μετατόπιση από το Κράτος στις τράπεζες του κόστους των παρεμβάσεων που προέκυψαν στο παρελθόν (ή και στη φάση αυτή) από την ανάληψη δράσεων με μη τραπεζικά κριτήρια (ιδρύσεις εταιριών, χρηματοδοτήσεις, συμμετοχές, εξαγορές, ανάληψη δραστηριοτήτων ευρύτερης χρησιμότητας, όπως βιομηχανικές περιοχές κ.ά.),
- για ορισμένες ειδικές τράπεζες (π.χ.ΕΤΒΑ) διατήρηση περιορισμών στην επέκτασή τους και σε άλλες τραπεζικές εργασίες, όπως άντληση καταθέσεων, χορηγήσεις κεφαλαίων κίνησης και βραχυπρόθεσμων δανείων, κάτω από την πίεση καταστάσεων που είχαν διαμορφωθεί με διαφορετικά δεδομένα στο παρελθόν,
- σταδιακή κατάργηση της επιδότησης του επιτοκίου στα ομόλογα των επενδυτικών τραπεζών, χωρίς η απελευθέρωση της αγοράς να έχει προχωρήσει τόσο, ώστε τα επιτόκια μακροπρόθεσμου δανεισμού να διαμορφωθούν στο επίπεδο που θα βρίσκονταν χωρίς κρατική παρέμβαση,

- κρατική παρέμβαση σε θέματα επιχειρησιακής λειτουργίας των τραπεζών, που επιβαρύνει την απόδοση, την ικανότητα προσαρμογής σε ένα περιβάλλον στο οποίο όλο και περισσότερο τα περιθώρια δράσης των πρωταγωνιστών προσδιορίζονται από την ανταγωνιστική τους δύναμη.

### 5.3. Η ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Οι ελληνικές τράπεζες βρίσκονται σήμερα σε μια περίοδο που μπορεί να χαρακτηριστεί ως μεταβατική, καθώς συνδέεται με πολλές μεταβολές στον τρόπο λειτουργίας του πιστωτικού συστήματος, με νέες στρατηγικές, με συνεχείς καινοτομίες στα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, που δημιουργούν νέου τύπου πιέσεις. Ο μεταβατικός χαρακτήρας της σημερινής περιόδου διευκολύνει, αλλά και βάζει όρια στην εφαρμογή πολιτικών προσαρμογής στις τράπεζες. Διευκολύνει, καθώς η τάση προς ενίσχυση του τύπου των τραπεζών πολλαπλών εργασιών (universal bank) δημιουργεί γενικότερα ζητήματα προσδιορισμού της ταυτότητας των ειδικών πιστωτικών οργανισμών, όχι μόνο στην Ελλάδα, αλλά και στις άλλες ευρωπαϊκές χώρες, που ακόμα δεν φαίνεται να έχει οδηγήσει σε αποκρυσταλλωμένες κατευθύνσεις. Διευκολύνει επίσης στο μέτρο που η περίοδος αυτή είναι φάση ανακατατάξεων, όπου η αναζήτηση ανταγωνιστικών στηριγμάτων και θέσεων χαρακτηρίζει όλες τις τράπεζες.

Από την άλλη πλευρά, τίθενται όρια, καθώς θεσμικοί ή άλλοι παράγοντες, που περιορίζουν την προώθηση στρατηγικών εξυγίανσης και χάραξης ξένων όρων συμμετοχής στο χρη-

ματοπιστωτικό σύστημα, συνεπά γονται διογκούμενες δυσκολίες στην είσοδο στην αγορά για όσους καθυστερούν να προωθήσουν τη θέση τους. Οι πρώτοι στην αγορά θα τείνουν να εδραιώσουν θέσεις, ειδικές σχέσεις με την πελατεία, image, θα συσσωρεύσουν εμπειρίες και γνώσεις, που θα δημιουργούν εμπόδια εισόδου και αυξημένο κόστος σε όσους αποφασίζουν να μπουν καθυστερημένα.

Το ζητούμενο στην περίπτωση αρκετών τραπεζών οριοθετείται από τα εξής στοιχεία:

α) Στην ανάγκη απεγκλωβισμού τους από χρηματοδοτήσεις και συμμετοχές του παρελθόντος με αρνητικές ή μηδενικές προοπτικές απόδοσης.

β) Στον προσδιορισμό των προϊόντων και των υπηρεσιών που θα αναπτύξουν, θα βελτιώσουν ή θα "συνθέσουν", δηλαδή το "πακέτο" εκείνο υπηρεσιών στο οποίο θα ρίξουν το κέντρο βάρους, και με το οποίο θα απευθυνθούν στην αγορά, και με βάση το οποίο θα διαφοροποιούνται από άλλους οργανισμούς σε ανταγωνιστική βάση, και το οποίο θα προσαρμόζεται δυναμικά στις ανάγκες της αγοράς.

Ο ανταγωνισμός σήμερα διεξάγεται έντονα μέσα από νέα προϊόντα, νέες υπηρεσίες και χρηματοοικονομικές καινοτομίες. Επιπλέον, σημαντικό ρόλο παίζει η ικανότητα ειδίκευσης μιας τράπεζας στην παροχή σύνθετων πακέτων υπηρεσιών προς την πελατεία, άλλες από τις οποίες είναι πιο αποδοτικές για την τράπεζα, και άλλες λιγότερο, αλλά που συνολικά διαφοροποιούν τη θέση της και διαμορφώνουν το image της στην αγορά. Σημαντικοί περιορισμοί στην παροχή συγκεκριμένων νέων ή και κλασικών υπηρεσιών επιδρούν (αρνητικά)

πολλαπλασιαστικά στην ευελιξία και στην ανταγωνιστική θέση.

γ) Στη διαμόρφωση συνθηκών κατάλληλων, μέσα στις οποίες στο νέο τραπεζικό περιβάλλον, ειδικοί πιστωτικοί οργανισμοί θα εξακολουθήσουν, όπως και σε άλλες χώρες της ΕΚ, να αποτελούν αναπτυξιακό εργαλείο για τη στήριξη πολιτικών που αφετηρία τους έχουν κρατικές επιλογές ή/και την Ευρωπαϊκή Κοινότητα, αλλά σε ένα πλαίσιο μεγαλύτερης αποτελεσματικότητας (οικονομικής ή κοινωνικής) απ'ό,τι στο παρελθόν.

Η ανάληψη ευρύτερων οικονομικών λειτουργιών από ορισμένες ειδικές τράπεζες δεν βρίσκεται καταρχήν σε σύγκρουση με όσα αναφέρθηκαν πιο πάνω. Βάζει ωστόσο επιτακτικότερα την ανάγκη εξορθολογισμού των τραπεζικών λειτουργιών, δεδομένου ότι μόνο μέσα από μια αποτελεσματική προσαρμογή στις νέες πιέσεις της αγοράς, θα είναι δυνατόν να εξασφαλιστούν οι πόροι (κεφάλαια αλλά και κέρδη) για τη στήριξη (μέσω cross-subsidization) αφενός υπηρεσιών με χαμηλό ή και μηδενικό κέρδος, αλλά αναγκαίων για τη γενικότερη ανταγωνιστικότητα της οικονομίας, και αφετέρου της ίδιας της βιωσιμότητας και του δυναμισμού τους, προκειμένου να μην αποσταθεροποιηθούν σε βαθμό επικίνδυνο για την ίδια τους την υπόσταση.

Στη φάση που ακολουθεί ορισμένοι από τους ειδικότερους πιστωτικούς οργανισμούς θα αντιμετωπίσουν πιο έντονα το διεθνή ανταγωνισμό, καθώς οι ξένες τράπεζες και άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί θα τείνουν να δραστηριοποιούνται σε εργασίες που δεν προϋποθέτουν την ανάπτυξη τραπε-

ζικού δικτύου, στο οποίο οι μεγάλες εμπορικές τράπεζες της χώρας διαθέτουν ισχυρά ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα. Το κεντρικό ερώτημα συνεπώς συνδέεται με τη χάραξη μιας πορείας που θα συνδυάζει την εξειδίκευση, αλλά και τον εμπλουτισμό των εργασιών, έτσι ώστε να μην παγιδευτούν σε ένα τόσο στενό φάσμα δραστηριότητας, με το οποίο δεν θα μπορούν να καλύψουν ένα σύνολο εργασιών που θα ανταποκρίνεται ανταγωνιστικά στις επιχειρησιακές ανάγκες της ζήτησης.

Γενικά, σε αντίθεση με το παρελθόν, όπου οι τραπεζικές δραστηριότητες στηρίζονταν σε σχετικά απλές λειτουργίες, χαρακτηριστικό των σύγχρονων τάσεων είναι η μετάβαση σε πολύπλοκες δράσεις, σε πιο σύνθετες απαιτήσεις. Συνεπώς, εσωτερικές δομές, τραπεζικές εργασίες και σχέσεις με το κράτος και το παραγωγικό σύστημα, που αναπτύχθηκαν για διάφορους λόγους σε προγενέστερες φάσεις, θα πρέπει να μετεξελιχθούν ώστε να ανταποκρίνονται στους νέους όρους που επιβάλλει η ολοκλήρωση των αγορών και το ανταγωνιστικό περιβάλλον.

Η αποκανονικοποίηση τείνει να εξαλείψει τους θεσμικούς φραγμούς στην προσφορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, με αποτέλεσμα να εισέρχονται στην αγορά πολλοί νέοι φορείς και να προσφέρονται πολλά νέα προϊόντα. Επίσης, η ενοποίηση του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού χώρου θα τείνει να ομογενοποιήσει τους όρους λειτουργίας του όλου συστήματος, και θα κάνει εφικτή την παροχή υπηρεσιών και από όλο το φάσμα των φορέων των άλλων χωρών της ΕΚ. Κατά συνέπεια, είναι, επιτακτική η αναθεώρηση όλου του θεσμικού



πλασίου λειτουργίας των τραπεζών, και ειδικότερα των εξειδικευμένων, προκειμένου να αναπροσαρμοστούν συνθήκες, που διαφορετικά μπλοκάρουν τη μετεξέλιξή τους και τη διαμόρφωση μιας στρατηγικής προσαρμογής.

Στα πλαίσια μιας πολιτικής ανάπτυξης και προσαρμογής τους, οι ελληνικές τράπεζες μπορούν, παράλληλα με τις κλασικές εργασίες, να στραφούν στην ανάπτυξη καινοτομικών προϊόντων, μερικά παραδείγματα από τα οποία κινούνται προς τις ακόλουθες κατευθύνσεις:

α) Υπηρεσίες συμβούλου σε θέματα κεφαλαιαγοράς, με δραστηριότητες υποστήριξης εκδόσεων τίτλων (underwriting), συγκρότησης και διαχείρισης χαρτοφυλακίου τίτλων μακροπρόθεσμης ή βραχυπρόθεσμης διάρκειας (portfolio and money market fund management), στήριξης δραστηριοτήτων εξαγορών-συγχωνεύσεων, διαχείρισης διαθεσίμων επιχειρήσεων, ανταλλαγές νομισμάτων, εργασίες σε futures, options, κ.ά. Η απελευθέρωση των αγορών, στην Ελλάδα, αλλά και μεταξύ της χώρας και της ΕΚ, θα πολλαπλασιάσει τις ευκαιρίες για εργασίες στο χώρο της κεφαλαιαγοράς.

β) Ανάπτυξη διαφοροποιημένων πηγών κεφαλαίου με την προώθηση στην αγορά τίτλων σε ευρύτερη ποικιλία, από πλευράς ρευστότητας, διάρκειας ή άλλων στοιχείων (ρήτρες, δικαιώματα κ.λ.π.).

γ) Ανάπτυξη του καινοτομικού κεφαλαίου (venture capital) ως κεντρικού εργαλείου άσκησης αναπτυξιακής πολιτικής στην περίοδο που ακολουθεί. Το καινοτομικό κεφάλαιο, είτε για την χρηματοδότηση επενδυτικών ευκαιριών υψηλού

κινδύνου, αλλά και υψηλά κερδοφόρων ευκαιριών, είτε για τη στήριξη και την έναρξη λειτουργίας μικρών μονάδων που ειδικεύονται σε νέες ιδέες ή τεχνολογίες, είναι μια σύνθετη μορφή τραπεζικής υπηρεσίας, που δεν εξαντλείται στην παροχή χρηματικών μέσων. Η μορφή αυτή έχει αναπτυχθεί ιδιαίτερα στις άλλες χώρες της ΕΚ στο πρόσφατο παρελθόν, και χωρίς να είναι δυνατόν να διεκδικήσει πρωτεύοντα ρόλο στην όλη τραπεζική δραστηριότητα, ωστόσο αποτελεί ένα κρίσιμο εργαλείο στήριξης επιχειρηματικών δραστηριοτήτων που μπορούν να εμπλουτίσουν την οικονομία της χώρας και να εκσυγχρονίσουν το παραγωγικό σύστημα.

Γενικότερα, στη φάση αυτή είναι σκόπιμη η χάραξη μιας πολιτικής συμμετοχών, στη βάση επιχειρησιακών κριτηρίων, που θα εντάσσεται σε μια συνολικότερη πολιτική στήριξης νέων επιχειρήσεων, με εχέγγυα δυναμικής εξέλιξης, αλλά και με δυνατότητα κάλυψης από το πιστωτικό σύστημα, με μεθόδους και εργαλεία που δεν θα οδηγούν σε αναπαραγωγή προβληματικών.

δ) Προετοιμασία και μεγαλύτερη ενεργοποίηση στη διατραπεζική αγορά. Η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος θα τείνει να μειώσει το κόστος άντλησης κεφαλαίων από την αγορά αυτή, και η ικανότητα αξιοποίησης του στοιχείου αυτού θα εξασφαλίσει οφέλη στους φορείς εκείνους που θα είναι σε θέση να μεσολαβούν για λογαριασμό τρίτων ή για ίδιο λογαριασμό στην πηγή αυτή.

ε) Προετοιμασία και εντεινόμενη συμμετοχή στις εργασίες συναλλάγματος. Η απελευθέρωση στην κίνηση κεφαλαίων και οι παράλληλες εξελίξεις στον ευρωπαϊκό χώρο θα τεί-

νουν να αυξάνουν τη ζήτηση των οικονομικών μονάδων σε εργασίες του τύπου αυτού, όχι μόνο για θέματα εισαγωγών, εξαγωγών κ.λ.π., αλλά και για διαχείριση διαθεσίμων, περιουσιακών στοιχείων κ.ά. Οι πιο ισχυρές και διεθνοποιημένες μονάδες θα έχουν ουσιαστικές ανάγκες κάλυψης σε θέματα συναλλαγματικών εργασιών, και η δυνατότητα κάλυψής τους από τον τραπεζικό οργανισμό με τον οποίο συναλλάσσονται θα είναι κρίσιμο κριτήριο επιλογής.

#### 5.4. ΜΕΡΙΚΕΣ ΒΑΣΙΚΕΣ ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ

Η αποτελεσματική κάλυψη των παραπάνω δυνατών στόχων ή συνδυασμών τους στηρίζεται σε ορισμένες βασικές προϋποθέσεις, και κυρίως:

α) Τη σημαντική ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης. Η ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης θα προκύψει και μέσα από την εκκαθάριση του χαρτοφυλακίου χορηγήσεων και των συμμετοχών, και μέσα από τη διαφοροποίηση των πηγών κεφαλαίων. Ωστόσο, η ενίσχυση των ίδιων κεφαλαίων αποτελεί βασικό στοιχείο στρατηγικής για την αύξηση της αντοχής ενός ιδρύματος στις εντεινόμενες ανταγωνιστικές πιέσεις, στοιχείο που χαρακτηρίζει και την πολιτική των ευρωπαϊκών τραπεζών.

β) Τη διατήρηση αποτελεσματικών σχέσεων εργασίας. Σε κάθε περίπτωση ο βαθμός έντασης εργασίας των τραπεζικών δραστηριοτήτων κάνει αναγκαίο το στοιχείο αυτό. Ακόμα περισσότερο όμως, οι εργασιακές σχέσεις αποτελούν σημείο-

κλειδί για τον εκσυγχρονισμό και την αναδιάρθρωση των τραπεζών. Οι εργασιακές σχέσεις περιλαμβάνουν πολλές πτυχές που από τη μια αναφέρονται σε θέματα κόστους για την τράπεζα, και από την άλλη σε θέματα αποτελεσματικής και δυναμικής λειτουργίας.

γ) Αμεσα συνδεδεμένο με το θέμα αυτό είναι και το πρόβλημα της παρέμβασης του κρατικού μηχανισμού σε θέματα λειτουργίας των τραπεζών, και ιδιαίτερα σε θέματα προσωπικού. Λειτουργία σε αγορές με υψηλές ανταγωνιστικές πιέσεις και κρατικές παρεμβάσεις στο management και στις εσωτερικές λειτουργίες μιας τράπεζας θα βρίσκονται σε όλο και πιο έντονη αντίθεση, με αποτέλεσμα να επηρεάζονται αρνητικά οι επιδόσεις και η θέση στην αγορά των κρατικών τραπεζών.

δ) Την εφαρμογή πολιτικών βελτίωσης των γνώσεων και ικανοτήτων του προσωπικού, παράλληλα με τον εμπλουτισμό σε στελέχη υψηλής ειδίκευσης. Προγράμματα επιμόρφωσης σε συστηματική βάση με εθνικές και διεθνείς συνεργασίες, αποτελούν σημαντικό παράγοντα προς την κατεύθυνση αυτή.

ε) Την ανάπτυξη μηχανισμών τακτής ενημέρωσης για τις διεθνείς τραπεζικές τεχνικές και εργασίες, τις τραπεζικές καινοτομίες, τις τάσεις στα μερίδια αγοράς στην ελληνική χρηματοπιστωτική αγορά, τις πολιτικές προσαρμογής και εκσυγχρονισμού άλλων τραπεζών, και γενικά την κριτική αξιολόγηση των στοιχείων εκείνων που θα ήταν χρήσιμα για τη διαμόρφωση πολιτικών.

στ) Την προώθηση συνεργασιών με άλλους τραπεζικούς ή γενικότερα χρηματοπιστωτικούς φορείς, ανάλογα με το βάρος

και το χαρακτήρα της κάθε τράπεζας. Στη σημερινή φάση οι τάσεις συγκεντροποίησης ή η σύναψη στρατηγικών συνεργασιών είναι έκδηλες στο χώρο των τραπεζών. Μέσα από τέτοιες συνεργασίες οι τράπεζες μπορούν να αξιοποιήσουν το δίκτυο καταστημάτων, την εξειδικευμένη εμπειρία, την ανάπτυξη του image ή άλλων στοιχείων που διαθέτει ο πιθανός εταίρος (ή εταίροι, ανάλογα με το είδος των στόχων), και να καλύψουν σε συμπληρωματική βάση δικά τους κενά.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ

ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ  
ΤΑ ΤΩΡΙΝΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ

## 6.1. ΚΑΤΑ ΠΟΣΟ ΣΥΝΔΕΟΝΤΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΤΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΜΕ ΤΑ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΛΛΕΙΜΜΑΤΑ ΚΑΘΩΣ ΚΑΙ ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ

Στο αναθεωρημένο πρόγραμμα σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας 1994-99 αναφέρεται ότι: "... τα πραγματικά επιτόκια, που είναι σημαντικότερα για την οικονομική δραστηριότητα, προβλέπεται να μειωθούν σημαντικά (κατά τη διάρκεια του προγράμματος), χάρις στη βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών". Το ερώτημα που τίθεται, είναι κατά πόσο συνδέονται στατιστικά τα επιτόκια με τα δημόσια ελλείμματα και το δημόσιο χρέος στην Ελλάδα, δεδομένου ότι μελέτες που έχουν γίεινι σε άλλες χώρες (πχ ΗΠΑ) δείχνουν ότι δεν υπάρχει μια στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των δύο αυτών μεταβλητών.

Στα Διαγράμματα 1 και 2 απεικονίζεται η εξέλιξη των δημοσίων ελλειμμάτων και του δημοσίου χρέους στην Ελλάδα από το 1970 μέχρι το 1992. Η αύξηση των δημοσίων ελλειμμάτων ουσιαστικά άρχισε από το 1981, συνεχίστηκε δε έντονη σε όλη τη δεκαετία του '80 και στο πρώτο μισό της δεκαετίας του '90. Οι βασικές αιτίες της απότομης διόγκωσης των δημοσίων ελλειμμάτων βρίσκονται τόσο στην πλευρά των δημοσίων δαπανών όσο και στην πλευρά των δημοσίων εσόδων. Οι συνολικές δημόσιες δαπάνες σαν ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκαν από 32,2% κατά τη δεκαετία του 1970 σε 45,7% κατά τη δεκαετία του 1980, καταλήγοντας στο 52% στις αρχές της δεκαετίας του 1990. Η συνεχής αυτή αύξηση των δημοσίων δαπανών ήταν το αποτέλεσμα μιας συνεχούς διεύρυνσης του

κράτους, της "γενναιόδωρης" κοινωνικής πολιτικής, αλλά και της αύξησης των αναγκών εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους. Τα δημόσια έσοδα, εξ' άλλου, παρέμειναν σταθερά ως ποσοστό του ΑΕΠ (γύρω στο 39%), παρά την αύξηση των δημοσίων δαπανών. Η αδυναμία άντλησης φορολογικών εσόδων και η μεγάλη έκταση της παραοικονομίας και της φοροδιαφυγής συνέβαλαν σημαντικά στη διαμόρφωση της παραπάνω εικόνας.

Το δημόσιο χρέος στην Ελλάδα κατά τη μεταπολεμική περίοδο και μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1970 ήταν σχετικά μικρό. Οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης παρείχαν τη δυνατότητα στις δημοσιονομικές αρχές να χρηματοδοτήσουν τις δημόσιες δαπάνες από τα δημόσια έσοδα, αφήνοντας ένα μικρό μόνο ποσοστό για δανεισμό. Στη δεκαετία του 1980 όμως, όταν συσσωρεύτηκαν υψηλά ελλείμματα, το δημόσιο χρέος άρχισε να αυξάνεται. Έτσι, στα πρώτα χρόνια της δεκαετίας του 1990 η Ελλάδα είχε να αντιμετωπίσει ένα τεράστιο εσωτερικό και εξωτερικό χρέος.

Στη διεθνή βιβλιογραφία υπάρχουν, σε γενικές γραμμές, δύο μέθοδοι εξέτασης της σχέσης μεταξύ επιτοκίων και ελλειμμάτων-χρέους. Η πρώτη εξετάζει άμεσα την επίπτωση των δημοσίων ελλειμμάτων πάνω στα επιτόκια, εκτιμώντας συναρτήσεις με ενδογενή μεταβλητή τα τελευταία.

Η δεύτερη μέθοδος εξετάζει την επίπτωση των δημοσίων ελλειμμάτων στα επιτόκια έμμεσα, δηλαδή μέσω της επίπτωσής του στη ζήτηση χρήματος. Οι στατιστικές εκτιμήσεις περιλαμβάνουν στην περίπτωση αυτή μια συνάρτηση με ενδογενή μεταβλητή τη ζήτηση χρήματος και ερμηνευτικές μεταβλητές, μεταξύ άλλων, το δημόσιο έλλειμμα ή χρέος. Θετικό



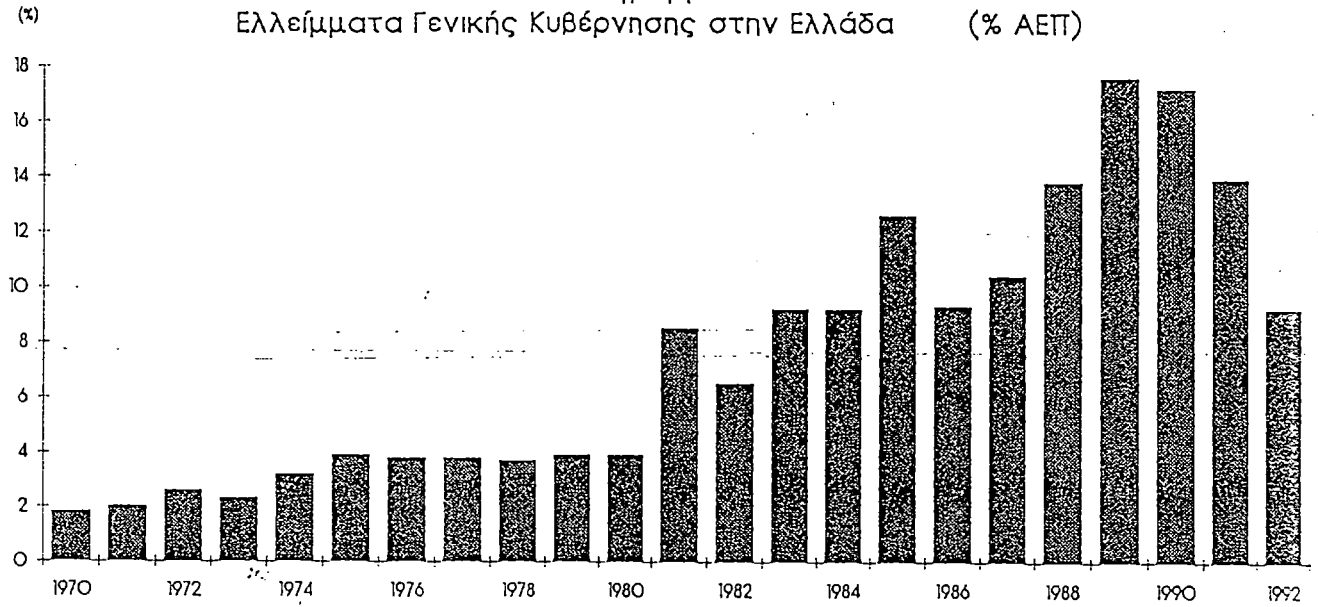
πρόσημο στη συγκεκριμένη ερμηνευτική μεταβλητή σημαίνει ότι τα δημόσια ελλείμματα επηρεάζουν τα επιτόκια μέσω της ζήτησης χρήματος.

## 6.2. Η ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΚΤΙΜΗΣΗ

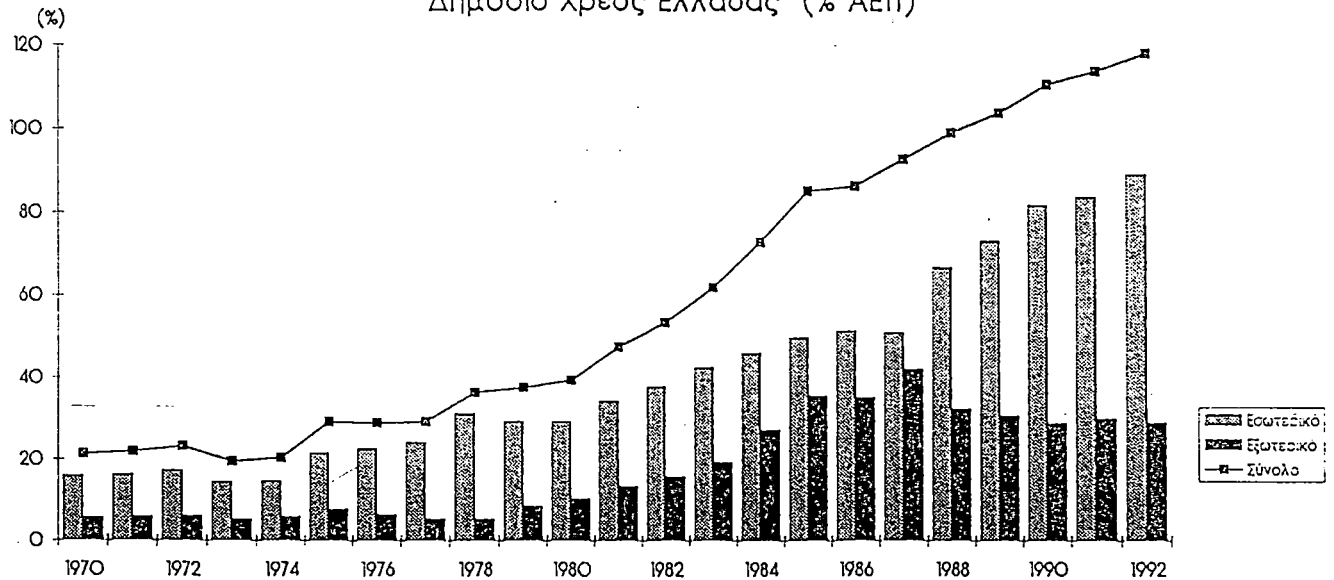
Σε προγενέστερη εργασία, που αφορούσε την Ελλάδα στην περίοδο 1980 - 1994, η προσπάθεια εκτίμησης κάποιας συνάρτησης με εξαρτημένη μεταβλητή τα επιτόκια και εξωγενείς, διάφορες μεταβλητές που την επηρεάζουν (πχ πληθωρισμός, ζήτηση χρήματος), καθώς και το χρέος, δεν έδωσε καθόλου ικανοποιητικά αποτελέσματα όσον αφορά τη στατιστική σημαντικότητα των μεταβλητών και τα ανεμενόμενα πρόσημα βάσει της οικονομικής θεωρίας. Βέβαια, τα αποτελέσματα αυτά ήταν αναμενόμενα, διότι στις περιπτώσεις που τα επιτόκια δεν καθορίζονται αποκλειστικά από την αγορά, αλλά ορίζονται διοικητικά από τις νομισματικές αρχές (περίπτωση της Ελλάδας πριν το 1992), οι οικονομετρικές εκτιμήσεις παρουσιάζουν πρόβλημα.

Αντίθετα, η εξέταση της σχέσης μεταξύ ελλείματος και επιτοκίων, έμμεσα, μέσω της επίπτωσης του δημόσιου χρέους πάνω στη ζήτηση χρήματος έδωσε ικανοποιητικά αποτελέσματα. Ειδικότερα, εξετάστηκε η σχέση μεταξύ της ζήτησης χρήματος υπό την ευρεία έννοια  $M3 (M)$ , του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος -ΑΕΠ- σε σταθερές τιμές (GDP), του δείκτη Τιμών Καταναλωτή -ΔΤΚ- (P), του πραγματικού επιτοκίου των ετήσιων έντοκων γραμματίων του Δημοσίου (TBR), που αντανακλά το κόστος ευκαιρίας διακράτησης χρήματος, του πραγ-

Διάγραμμα 1  
Ελλείμματα Γενικής Κυβέρνησης στην Ελλάδα (% ΑΕΠ)



Διάγραμμα 2  
Δημόσιο Χρέος Ελλάδας (% ΑΕΠ)



ματικού επιτοκίου καταθέσεων -*own rate of return*- ( $R$ ), και του χρέους της Κεντρικής Κυβέρνησης (GDEBT). Οι μεταβλητές της ζήτησης χρήματος, του χρέους και των επιτοκίων αποπληθωρίστηκαν χρησιμοποιώντας το ΔTK.

Η σχέση μεταξύ της ζήτησης χρήματος και των μεταβλητών που την προσδιορίζουν εξετάστηκε ακολουθώντας τη μέθοδο των δύο σταδίων, γνωστή από τους Engle και Granger (1987). Στο πρώτο στάδιο εξετάστηκε η στασιμότητα των χρονολογικών σειρών με τον έλεγχο της ύπαρξης μοναδιαίων ριζών (unit root test). Τα στατιστικά τεστ "Dickey Fuller" (DF) και "augmented Dickey-Fuller" (ADF) έδειξαν ότι όλες οι μεταβλητές μας είναι στάσιμες ως προς τις πρώτες διαφορές τους.

Στο δεύτερο στάδιο διερευνήθηκε η ύπαρξη μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ των υπό μελέτη μεταβλητών χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία της συνολοκλήρωσης (cointegration), όπως αυτή αναπτύχθηκε από τους Engle και Granger (1987) και Johansen και Juselius (1990). Τα αποτελέσματα της συνολοκλήρωσης

πράγματι επιβεβαίωσαν την ύπαρξη μακροχρόνιας σχέσης (βρέθηκε ένα συνολοκληρούμενο διάνυσμα) μεταξύ της ζήτησης χρήματος, του ΔΤΚ, του ΑΕΠ, των επιτοκίων και του χρέους. Στη συνέχεια, χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της διόρθωσης σφάλματος (error correction model) εκτιμήθηκε η βραχυχρόνια συμπεριφορά της σχέσης αυτής.

Στις σχετικές παλινδρομήσεις (βλ. Πίνακα 1), εκτός των μεταβλητών που αναφέρθηκαν παραπάνω, χρησιμοποιήθηκαν και δύο ψευδομεταβλητές. Η πρώτη αντιπροσώπευε την επιβολή φόρου στις τραπεζικές καταθέσεις κατά το πρώτο τρίμηνο του 1991 (D91Q1), ενώ η δεύτερη υπολόγιζε τις επιπτώσεις της απελευθέρωσης του τραπεζικού συστήματος, παίρνοντας την τιμή 0 πριν από το 1992 και 1 μετά το 1992 (D92).

Όλες οι μεταβλητές εμφάνισαν στατιστική σημαντικότητα και είχαν τα αναμενόμενα πρόσημα, ενώ η ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος ήταν ικανοποιητική και πέρασε όλους τους ελέγχους αυτοσυσχέτισης και ετεροσκεδαστικότητας. Ο συντελεστής του δημοσίου χρέους ήταν θετικός και στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο 10%.

### 6.3. Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

Τι μπορεί να σημαίνουν όλα αυτά στη συγκεκριμένη περίπτωση της Ελλάδας; Στο επίπεδο της θεωρίας, η εμπειρική αυτή παρατήρηση ενισχύει τα Κεϋνσιανά μοντέλα και απορρίπτει την υπόθεση ισοδυναμίας Barro-Ricardo (Ricardian equivalence). Υπενθυμίζουμε ότι στα Κεϋνσιανά μοντέλα, η αύξηση των δημοσίων ελλειμμάτων αυξάνει τις δαπάνες και

**ΠΙΝΑΚΑΣ Ι**  
Αποτέλεσμα παλινδρόμησης  
της ζήτησης χρήματος

Μεταβλητή	Συντελεστής	Τιμή t
Σταθερά	0.028	2.50*
$P_t$	-0.589	-2.60*
$GDP_t$	0.080	3.40*
$TBR_t$	-0.021	-1.77+
$R_t$	0.026	2.19*
$GDEBTR_t$	0.100	1.68+
D92	-0.013	-2.24*
D91Q1	-0.048	-3.22*
$M_{t-1}$	0.432	3.79*
$M_{t-2}$	0.236	2.59*
$\mu_{t-1}$	-0.279	-3.29*

Στατιστικές

SE	0.013
Adj.R <sup>2</sup>	0.841
Q	9.36
JB	27.1*
ARCH	8.0

Όλες οι μεταβλητές είναι σε πρώτες διαφορές και, με εξαίρεση τα επιτόκια, σε λογαριθμική μορφή. Ο συντελεστής της μεταβλητής  $\mu_{t-1}$  είναι ο συντελεστής διόρθωσης του σφάλματος (error correction coefficient). SE είναι το τυπικό σφάλμα της εξίσωσης, Adj.R<sup>2</sup> είναι ο διορθωμένος συντελεστής προσδιορισμού, Q είναι το τεστ του Godfrey (1978) για αυτοσυσχέτιση, JB είναι το τεστ του Jarque-Bera (1980) για κανονικότητα των καταλοίπων και ARCH είναι το τεστ του Engle (1982) για ετεροσκεδαστικότητα. \*, + δείχνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 0.05 και 0.1 αντίστοιχα.

τον πλούτο των νοικοκυριών και συνεπώς επηρεάζει τη ζήτηση χρήματος. Αντίθετα, με βάση την υπόθεση ισοδυναμίας των Barro-Ricardo, η αξία του νέου χρέους θεωρείται ότι είναι η παρούσα αξία μελλοντικών φορολογικών επιβαρύνσεων και συνεπώς το αυξημένο έλλειμμα δεν αποτελεί καθαρό πλούτο. Αρα η ζήτηση χρήματος δεν επηρεάζεται και συνεπώς τα επιτόκια δεν μεταβάλλονται.

Στο επίπεδο πολιτικής, ενισχύεται η αξιοπιστία της συγκεκριμένης πρότασης του προγράμματος σύγκλισης σύμφωνα με την οποία τα πραγματικά επιτόκια θα μειωθούν σημαντικά . . . . "χάρης στη βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών". Οι δημοσιονομικές αρχές, συνεπώς, θα πρέπει να συνεχίσουν την εντατική προσπάθεια μείωσης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του δημοσίου χρέους. Η πτώση τους θα οδηγήσει σε χαμηλότερα πραγματικά επιτόκια, αυξάνοντας έτσι τις επενδύσεις και ενισχύοντας την οικονομική δραστηριότητα.

Οι τελευταίοι μήνες χαρακτηρίζονται από τη συνέχιση της πτώσης των επιτοκίων, τόσο των τίτλων του Δημοσίου όσο και των τραπεζικών επιτοκίων καταθέσεων και κυρίως χορηγήσεων. Η ταχύτερη πτώση των επιτοκίων στις χορηγήσεις σε σχέση με τις καταθέσεις είχε ως αποτέλεσμα τον περιορισμό της παραπάνω διαφοράς των επιτοκίων.

Συγκεκριμένα, το μέσο επιτόκιο των βραχυπρόθεσμων χορηγήσεων από το τέλος του 1993 μέχρι και τον Οκτώβριο του 1995 μειώθηκε κατά 6,8 ποσοστιαίες μονάδες και το επιτόκιο καταθέσεων ταμειευτηρίου υποχώρησε αντίστοιχα κατά 4 μονάδες, ενώ η πτώση του πληθωρισμού ήταν 3,8 μονάδες. Η μείωση των επιτοκίων για τα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου π.χ. των 12μηνων έφθασε σε 6,25 μονάδες, ενώ η μείωση των επιτοκίων της διατραπεζικής αγοράς (τοποθετήσεις μιας ημέρας) ήταν μικρότερη (4,5 μονάδες).

Η μείωση των επιτοκίων, όταν είναι συμβατή με τις μακροοικονομικές εξελίξεις, στηρίζει την οικονομική ανάκαμψη, και παράλληλα διευκολύνει τη μείωση των ελλειμμάτων του προϋπολογισμού και του δημόσιου χρέους.

Η πτωτική πορεία των επιτοκίων οφείλεται κυρίως στη μείωση του πληθωρισμού, καθώς επίσης στον περιορισμό των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, στη μείωση των ξένων επιτοκίων και στην αξιοπιστία της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής, που ελαχιστοποίησε το ασφάλιστρο κινδύνου (risk premium).

Στην αποκλιμάκωση των επιτοκίων συντέλεσε ασφαλώς και ο έντονος ανταγωνισμός μεταξύ των εμπορικών τραπεζών, φαινόμενο που ξεκίνησε μετά την απελευθέρωση (deregulation)

του ελληνικού τραπεζικού συστήματος και ενισχύθηκε με την κατάργηση των περιορισμών της κίνησης κεφαλαίων.

Γενικά, η πτώση των επιτοκίων, ονομαστικών και πραγματικών, είναι ενθαρρυντική γιατί αντανakλά την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και τις προσδοκίες της αγοράς για περαιτέρω μείωσή του στο μέλλον ώστε ο πληθωρισμός μέχρι το 1998 να εκπληρώσει το κριτήριο για τη συμμετοχή της Ελλάδας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ), να μην υπερβαίνει δηλαδή το μέσο όρο του πληθωρισμού στις τρεις χώρες της ΕΕ με τις καλύτερες επιδόσεις, προσαυξημένο κατά 1,5 ποσοστιαία μονάδα.

Πρέπει όμως να τονιστεί ότι η συνέχιση της αποκλιμάκωσης των επιτοκίων θα εξαρτηθεί κυρίως από την πορεία των μακροοικονομικών εξελίξεων: την περαιτέρω μείωση του αναμενόμενου ρυθμού πληθωρισμού, του περαιτέρω περιορισμού των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, το επιτόκιο στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, την αναμενόμενη διολίσθηση της δραχμής, το ρυθμό αύξησης της προσφοράς χρήματος και το επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας.

Παρεμβάσεις στη διαμόρφωση των επιτοκίων, γενικά, που δεν είναι σωστά σταθμισμένες, θα μπορούσαν να διαταράξουν τις εύθραυστες μακροοικονομικές ισορροπίες. Η πτώση των επιτοκίων με ρυθμό που δε συμβαδίζει με τη μείωση του πληθωρισμού και γενικότερα τη βελτίωση των μακροοικονομικών συνθηκών είναι πιθανό να ασκήσει προσωρινά μόνο ευνοϊκή επίδραση στην οικονομία και να συμβάλει στη μείωση του δημοσίου χρέους. Αντίθετα, μακροχρόνια είναι ενδεχόμενο τούτο να εγκυμονεί σοβαρούς κινδύνους τόσο για την οικο-



νομία γενικά όσο και για τη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος.

Ειδικότερα, οι παρεμβάσεις των νομισματικών αρχών όσον αφορά τα διαμορφούμενα επιτόκια απαιτείται να στοχεύουν τόσο στη διατήρηση της ισορροπίας του ισοζυγίου πληρωμών-περιλαμβανομένης και της κίνησης κεφαλαίων- όσο και στον έλεγχο της πιστωτικής επέκτασης η οποία συναρτάται με το ύψος των επιτοκίων στο εσωτερικό αλλά και με τη διαφορά των εγχώριων επιτοκίων με τα ισχύοντα στο εξωτερικό και την αναμενόμενη διολίσθηση της δραχμής. Ετσι, μέχρι πρόσφατα, λόγω της μεγάλης εισροής κεφαλαίων από το εξωτερικό που προσελκύονται από τα σχετικά υψηλότερα εγχώρια επιτόκια και της υποκατάστασης δραχμικών δανείων από δάνεια σε συνάλλαγμα, -πράγμα που είχε αρνητικές επιπτώσεις στα νομισματικά μεγέθη- η Κεντρική Τράπεζα αναγκάστηκε να αυξήσει από το φθινόπωρο 1995 το ποσοστό υποχρεωτικής δέσμευσης για λόγους ρευστότητας (primary reserve ratio) από 9% σε 11% και να επεκτείνει την επιβολή της δέσμευσης και σε ορισμένες κατηγορίες δανείων σε συνάλλαγμα. Το γεγονός αυτό είχε ως συνέπεια την αύξηση του κόστους του χρήματος για τις εμπορικές τράπεζες.

Ο ανταγωνισμός στον τομέα των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων, ιδιαίτερα στα στεγαστικά δάνεια και στην καταναλωτική πίστη, καθώς και στα δάνεια σε συνάλλαγμα έχει ενταθεί κατά τους τελευταίους μήνες, πράγμα που συνεπάγεται τον περιορισμό του περιθωρίου κέρδους, όπως αναφέρθηκε προηγουμένως.

Ας σημειωθεί ότι η Τράπεζα της Ελλάδος με τις παρεμβά-

σεις της στη διατραπεζική αγορά ακολούθησε σχετικά βραδύτερη πορεία μείωσης των επιτοκίων, με αποτέλεσμα να διευρυνθεί η διαφορά μεταξύ των διατραπεζικών επιτοκίων και των τίτλων του Δημοσίου. Συνέπεια αυτής της εξέλιξης ήταν να γίνουν πιο ελκυστικά τα προσφερόμενα από τις τράπεζες προϊόντα άντλησης ρευστότητας, πράγμα που αν συνεχιστεί θα δυσχεράνει τη χρηματοδότηση των αναγκών του Δημοσίου με τη διάθεση τίτλων στην πρωτογενή αγορά. Ας σημειωθεί επίσης ότι σημαντική ήταν και η πτώση των επιτοκίων για τα κρατικά ομόλογα 3,5 και 7 ετών (π.χ. κατά 6,6 μονάδες για τα 3ετή μεταξύ τέλους του 1993 και τα μέσα Νοεμβρίου 1995). Παρόλα αυτά η διάθεση των τίτλων ήταν ικανοποιητική μέχρι πρόσφατα, κυρίως λόγω της ζήτησης που υπάρχει για τους παραπάνω τίτλους από θεσμικούς επενδυτές.

Σχετικά με τον ανταγωνισμό στον τομέα των επιτοκίων θα πρέπει να τονιστεί η ανάγκη διαμόρφωσης μηχανισμών συνολικής αποτελεσματικής διαχείρισης των κινδύνων επιτοκίου μετά την απελευθέρωση των αγορών. Ας θυμηθούμε τις περιπτώσεις τραπεζών σε προηγμένες οικονομικά χώρες, όπως στις Σκανδιναβικές και στις ΗΠΑ, όπου η μη επαλήθευση των προσδοκιών όσον αφορά την εξέλιξη των επιτοκίων και η ανισομερής ανάπτυξη του Ενεργητικού οδήγησαν σε σημαντικά προβλήματα και στην ανάγκη κρατικής παρέμβασης για τη στήριξη και εξυγίανση του τραπεζικού συστήματος.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η απελευθέρωση των αγορών και η δυνατότητα προσφοράς από τις τράπεζες νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων επιβάλλει την ανάγκη όπως οι παραπάνω πρωτοβουλίες εντάσσονται σε ένα ενιαίο πλαίσιο διαχείρισης ενεργητικού/παθητικού (asset/liability manage-

ment) των τραπεζών και αντιμετώπισης των κινδύνων αγοράς (κινδύνων που προκύπτουν κυρίως από τη διακύμανση των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών), καθώς και εξασφάλισης επαρκούς ρευστότητας. Την ανάγκη αυτή έρχεται να καλύψει η επικείμενη υιοθέτηση της κοινοτικής Οδηγίας για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων προς αντιμετώπιση των κινδύνων αγοράς. Η αντιμετώπιση των σχετικών κινδύνων και η συμμόρφωση των πιστωτικών ιδρυμάτων προς το σχετικό νομοθετικό πλαίσιο προϋποθέτει την ύπαρξη της απαραίτητης υποδομής στις τράπεζες για την παρακολούθηση και την αντιμετώπιση των κινδύνων, πράγμα που συνεπάγεται σοβαρές δαπάνες που επιδρούν αυξητικά στο κόστος των τραπεζών. Η Εθνική Τράπεζα έχει ήδη δημιουργήσει σημαντική υποδομή σύγχρονης διαχείρισης του Ενεργητικού και του Παθητικού της.

Επίσης, η προστασία της αξιοπιστίας του πιστωτικού συστήματος προϋποθέτει διαφάνεια στις τραπεζικές συναλλαγές και πλήρη γνώση και κατανόηση των επιμέρους όρων των δανείων από τους δανειολήπτες ώστε να είναι σε θέση να σταθμίσουν επακριβώς τους κινδύνους που αναλαμβάνουν, όπως άλλωστε συνιστά και η Τράπεζα της Ελλάδος.

Από την πλευρά του Δημοσίου, εξάλλου, η ορθολογική ανάπτυξη των αγορών χρήματος και κεφαλαίου προϋποθέτει να υπάρχει μόνιμο σύστημα διάθεσης των τίτλων με δημοπρασίες, ένα σύστημα δηλαδή που να λαμβάνει υπόψη τις δυνάμεις της αγοράς στη διαμόρφωση των επιτοκίων και να έχει συμφωνηθεί από όλους τους ενδιαφερόμενους.

Εν κατακλείδι, η συνέχιση της πτωτικής πορείας των ε-

πιτοκίων θα πρέπει αφενός να είναι συμβατή με την περαιτέρω βελτίωση των μακροοικονομικών μεγεθών και αφετέρου να στάθμιζονται επαρκώς οι αναλαμβανόμενοι από τις τράπεζες κίνδυνοι.

#### 6.4. ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ

Τα επιτόκια βρίσκονται επί σειρά ετών στο επίκεντρο της οικονομικής επικαιρότητας, τόσο στην Ελλάδα όσο και διεθνώς. Το πρόβλημα εστιάζεται στη συνεχιζόμενη επί δεκαετίες διαμάχη μεταξύ αυτών, που θεωρούν τη σταθεροποίηση της οικονομίας σε χαμηλά επίπεδα πληθωρισμού ως απαραίτητη προϋπόθεση για την τόνωση των επενδύσεων της καταναλωτικής ζήτησης και της οικονομικής δραστηριότητας, και αυτών, που δίνουν έμφαση στην αναπτυξιακή διάσταση για την περιστολή της ανεργίας και τη συγκράτηση του πληθωρισμού μέσω της αύξησης της προσφοράς. Η διαμάχη αυτή οφείλεται κατά βάση στις διαμετρικά αντίθετες επιπτώσεις που ασκούν τα επιτόκια στους επιμέρους στόχους της οικονομικής πολιτικής: τα υψηλά π.χ. επιτόκια συμβάλλουν, μέσω της ενίσχυσης της αποταμιευτικής ροπής και της αποθάρρυνσης της ζήτησης για κατανάλωση και επένδυση, στην αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Από την άλλη μεριά όμως, αυξάνουν το χρηματοδοτικό κόστος των επιχειρήσεων, δημιουργώντας έτσι ένα δυσμενές επιχειρηματικό περιβάλλον για ανάληψη επενδύσεων.

Η διαπλοκή των επιτοκίων με τις επιμέρους επιδιώξεις των δημόσιων και ιδιωτικών φορέων είναι πιο εκτεταμένη

στην Ελλάδα σήμερα, λόγω των υφιστάμενων δημοσιονομικών ανισορροπιών. Στις πιέσεις, που ασκούνται από τον ιδιωτικό τομέα για την πτώση των επιτοκίων, προστίθεται το έντονο ενδιαφέρον των δημοσιονομικών αρχών για χαμηλά επιτόκια, ενώ αντίθετη ή πιο συγκρατημένη άποψη εμφανίζονται να έχουν οι νομισματικές αρχές. Σε γενικές γραμμές, τα επιχειρήματα που προβάλλονται υπέρ της διαμόρφωσης των (πραγματικών) επιτοκίων σε χαμηλά επίπεδα μπορούν να συνοψιστούν ως εξής:

Η πτώση των επιτοκίων θα τονώσει το επιχειρηματικό ενδιαφέρον για επενδύσεις και θα αντιστρέψει μια δεκαπενταετή πορεία αποβιομηχανοποίησης της χώρας. Νέες θέσεις εργασίας θα δημιουργηθούν με παράλληλη μείωση του ποσοστού της ανεργίας. Με τα χαμηλότερα επιτόκια στα καταναλωτικά και στεγαστικά δάνεια, θα ενισχυθεί η ιδιωτική ζήτηση, δίνοντας έτσι πρόσθετα κίνητρα για επέκταση της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Οι παραγωγικές μονάδες θα υποκαταστήσουν τον εξωτερικό δανεισμό με προσφυγή στο εγχώριο πιστωτικό σύστημα, ελαχιστοποιώντας έτσι το συναλλαγματικό κίνδυνο και τις πιθανότητες δημιουργίας μιας νέας γενιάς προβληματικών επιχειρήσεων. Η επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης, που θα προκύψει, θα συμβάλλει στην πραγματική σύγκλιση της ελληνικής οικονομίας με τις οικονομίες των εταίρων της στην Ευρωπαϊκή Ένωση και θα μειώσει τη διαφορά στο ύψος του κατά κεφαλή εισοδήματος. Το ανετότερο χρηματοδοτικό περιβάλλον και η εντονότερη οικονομική δραστηριότητα θα αμβλύνουν τις κοινωνικές προστριβές και θα περιορίσουν τα φαινόμενα περιθωριοποίησης μεγάλων τμημάτων

του πληθυσμού.

Η μείωση των επιτοκίων θα ανακουφίσει τον κρατικό προϋπολογισμό από το βάρος της εξυπηρέτησης του υψηλού δημόσιου χρέους, το οποίο είναι πλέον ανατροφοδοτούμενο: τα υψηλά επιτόκια αυξάνουν τις τοκοχρεολυτικές δαπάνες για τη χρηματοδότηση των οποίων συνάπτονται νέα δάνεια, που διογκώνουν με τη σειρά τους το δημόσιο χρέος κ.ο.κ. Ομοίως, οι υψηλότεροι ρυθμοί ανάπτυξης, που θα προκύψουν από την αποκλιμάκωση των επιτοκίων, θα διευρύνουν τη φορολογική βάση και θα συγκρατήσουν τις κοινωνικής φύσης δαπάνες, με ευνοϊκές επιπτώσεις στα δημοσιονομικά ελλείμματα. Ακόμη και με αμετάβλητο το απόλυτο μέγεθος του δημοσίου χρέους, ο λόγος του προς το ΑΕΠ -που είναι κριτήριο σύγκλισης σύμφωνα με τη συνθήκη του Μάαστριχτ- θα μειώνεται, καθώς θα προωθείται η αναπτυξιακή διαδικασία.

Εφόσον το κόστος δανεισμού επηρεάζει αυξητικά τις τιμές, η μείωση των επιτοκίων θα συγκρατήσει, *ceteris paribus* τις πληθωριστικές τάσεις και θα αυξήσει την ανταγωνιστικότητα των ελληνικών προϊόντων.

Εξίσου σημαντικά όμως είναι και τα επιχειρήματα υπέρ της διατήρησης των (πραγματικών) επιτοκίων σε υψηλά επίπεδα:

Τα υψηλά επιτόκια εξουδετερώνουν ένα σημαντικό τμήμα της υπερβάλλουσας ζήτησης, διευκολύνοντας έτσι την εκτόνωση των πληθωριστικών πιέσεων σε ένα οικονομικό περιβάλλον, που μαστίζεται από υψηλούς ρυθμούς αύξησης του επιπέδου των τιμών. Με υπερδιπλάσιους ρυθμούς πληθωρισμού σε σχέση με εκείνους των εταίρων μας, τα ελληνικά προϊό-

ντα δεν είναι δυνατό να καταστούν ανταγωνιστικά ούτε στις διεθνείς αγορές ούτε στο εσωτερικό ακόμη και ύστερα από μια δραστική μείωση των επιτοκίων.

Η αντιπληθωριστική πολιτική, αναπόσπαστο στοιχείο της οποίας αποτελούν τα υψηλά επιτόκια, βοηθά στην εκτόνωση των πιέσεων επί ενός χρόνια ελλειμματικού εμπορικού ισοζυγίου. Ενδεχόμενη χαλάρωση της πολιτικής αυτής θα ενθαρρύνει μεν τη ζήτηση, αλλά η αυξημένη ζήτηση θα κατευθυνθεί κατά κύριο λόγο στα εισαγόμενα προϊόντα, συμβάλλοντας ελάχιστα στη διεύρυνση της εγχώριας παραγωγικής βάσης.

Τα υψηλά επιτόκια διευκολύνουν σε μεγάλο βαθμό την εφαρμογή της πολιτικής της "σκληρής" δραχμής.

Ο συνδυασμός υψηλών επιτοκίων και χαμηλού ρυθμού διολίσθησης δεν αμβλύνει μόνο τις πιέσεις επί του επιπέδου των τιμών και του εμπορικού ισοζυγίου. Αποθαρρύνει επιπλέον την εκροή κεφαλαίων και προσελκύει κεφάλαια από το εξωτερικό για τη χρηματοδότηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και την ενίσχυση των συναλλαγματικών αποθεμάτων της χώρας. Αν η δημοσιονομική εξυγίανση δεν προχωρήσει σε βάθος, μια σημαντική πτώση των επιτοκίων θα υπονομεύσει τη νομισματική σταθερότητα και θα κλονίσει τις εύθρααστες ισορροπίες της ελληνικής οικονομίας.

Δεν είναι επαρκώς θεμελιωμένο, από θεωρητικής ή εμπειρικής άποψης, το επιχείρημα ότι το επιτόκιο αποτελεί βασικό προσδιοριστικό παράγοντα των επενδύσεων και ότι, επομένως, αρκεί απλώς η πτώση του για να αναζωογονηθεί η επενδυτική δραστηριότητα στην Ελλάδα. Οι αποφάσεις για την ανάληψη επενδυτικών πρωτοβουλιών είναι σύνθετες και πολύ-

πλοκες, εξαρτώνται δε από πολλούς παράγοντες (επίπεδο και ρυθμός μεταβολής ζήτησης, αποδοτικότητα κεφαλαίου, επιχειρηματικές προσδοκίες, υποδομή, εργασιακές σχέσεις, κοινωνικοπολιτικές συνθήκες, διοικητικές παρεμβάσεις κλπ), στους οποίους μπορεί να συμπεριληφθεί και το επιτόκιο ως ένας από τους προσδιοριστικούς παράγοντες του κόστους.

Με την παγκοσμιοποίηση των αγορών χρήματος και κεφαλαίου, τα υψηλά ελληνικά επιτόκια δε φαίνεται να επηρεάζουν τις επενδυτικές επιλογές μεγάλης μερίδας του επιχειρηματικού κόσμου, ο οποίος προσφεύγει για δανεισμό στο εξωτερικό με χαμηλά επιτόκια και με διαφαινόμενο μικρό βαθμό συναλλαγματικού κινδύνου, λόγω της ακολουθούμενης πολιτικής της "σκληρής" δραχμής.

### 6.3. ΟΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ

Το μείζον πρόβλημα των φορέων άσκησης οικονομικής πολιτικής δεν είναι βέβαια το αν η άποψη περί υψηλών επιτοκίων είναι περισσότερο ή λιγότερο σωστή σε σχέση με την άποψη περί χαμηλών επιτοκίων. Το ενδιαφέρον εστιάζεται στο κατά πόσο είναι οικονομικά εφκτή η ταχεία αποκλιμάκωση των ήδη υψηλών επιτοκίων, με δεδομένα τα μεγάλα ελλείμματα του δημόσιου τομέα, το σχετικό υψηλό ρυθμό πληθωρισμού και την πορεία των επιτοκίων στις διεθνείς αγορές. Η πάγια θέση της Κεντρικής Τράπεζας είναι ότι και τα τρία στοιχεία θα πρέπει να συνεκτιμώνται, όταν λαμβάνονται αποφάσεις για τη μεταβολή των επιτοκίων. Η αντίθετη άποψη υποστηρίζει τη "φυγή προς τα εμπρός", δηλ. την ταχεία μείω-



ση των επιτοκίων προκειμένου να περιοριστούν τα δημοσιονομικά ανοίγματα και να καταπολεμηθεί ο πληθωρισμός.

Είναι λοιπόν εμφανές ότι δύο σοβαρά θέματα αναφύονται από την αντιπαράθεση των πολέμιων και των υποστηρικτών των υψηλών (πραγματικών επιτοκίων):

Τα επιτόκια επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τα τρία κριτήρια (ελλείμματα, πληθωρισμός, ξένα επιτόκια προσαυξημένα με το ρυθμό διολίσθησης της δραχμής), που έχει υιοθετήσει η Κεντρική Τράπεζα; Αν επηρεάζονται, τότε οποιαδήποτε κίνηση για ταχεία μείωση των επιτοκίων μπορεί να προκαλέσει σοβαρές παρενέργειες στη λειτουργία του οικονομικού συστήματος. Αν δεν επηρεάζονται, μπορούμε να προχωρήσουμε άφοβα στη μείωσή τους, ανεξάρτητα από το πως εξελίσσονται οι λοιποί οικονομικοί δείκτες στην Ελλάδα και το εξωτερικό.

Τα κριτήρια της Κεντρικής Τράπεζας (κυρίως ο πληθωρισμός και τα ελλείμματα) επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τα επιτόκια; Αν τα κριτήρια επηρεάζονται από το επιτόκιο, χωρίς ταυτόχρονα να το επηρεάζουν, τότε επιβάλλεται η αποκλιμάκωση των επιτοκίων, προκειμένου να διορθωθούν οι μακροοικονομικές ανισορροπίες.

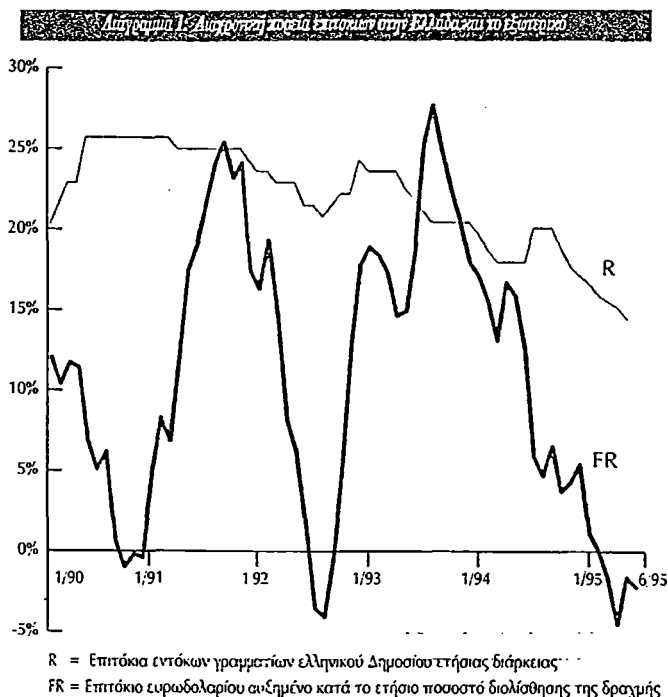
Η απάντηση στα δύο παραπάνω ερωτήματα είναι ένα καθαρά στατιστικοεμπειρικό θέμα, με το οποίο θα ασχοληθούμε κατωτέρω. Στο κύριο μέρος του άρθρου θα παρουσιαστούν μόνο τα αποτελέσματα των οικονομετρικών εκτιμήσεων στην απλούστερη δυνατή μορφή τους, έτσι ώστε να γίνουν κατανοητά από όλους, ενώ οι τεχνικές λεπτομέρειες εμφανίζονται περιληπτικά στο παράρτημα. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονι-

στεί ότι, από θεωρητικής άποψης, οι προσδιοριστικοί παράγοντες του επιτοκίου είναι περισσότεροι από τρεις. Πέρα από τα ελλείμματα του Δημοσίου, τα επιτόκια στο εξωτερικό και τον πληθωρισμό, που αναφέρθηκαν ήδη, και των οποίων η αύξηση οδηγεί σε ύψωση των επιτοκίων, η βιβλιογραφία παραπέμπει και σε άλλους παράγοντες, οι κυριότεροι από τους οποίους είναι οι εξής:

Ο ρυθμός μεταβολής της προσφοράς χρήματος: η επιτάχυνση του εν λόγω ρυθμού αυξάνει τη ρευστότητα της οικονομίας και οδηγεί σε πτώση των επιτοκίων, τουλάχιστον στη βραχυχρόνια περίοδο. Μακροχρόνια, η αύξηση της προσφοράς χρήματος μπορεί να επηρεάσει αυξητικά ή μειωτικά τα επιτόκια: αν καλλιεργήσει στους ιδιωτικούς φορείς πληθωριστικές προσδοκίες, οι τελευταίες μπορούν να οδηγήσουν σε υψηλότερα επιτόκια, διαφορετικά τέτοιος κίνδυνος δεν υφίσταται. Αλλά, ακόμη και στην περίπτωση που υψωθούν τελικά τα επιτόκια, η επίδραση αυτή θα εκδηλωθεί μέσω της μεταβλητής του πληθωρισμού και όχι της προσφοράς χρήματος.

Το επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας, όπως είναι π.χ. το μέγεθος του (κατά κεφαλή) εισοδήματος: η τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας ασκεί αυξητικές πιέσεις στα επιτόκια, λόγω της μεγαλύτερης ζήτησης κεφαλαίων.

Ο ρυθμός μεταβολής της (σταθμισμένης) συναλλαγματικής ισοτιμίας: σε μια ανοικτή οικονομία, το επιτόκιο του εσωτερικού πρέπει να είναι ίσο, σε συνθήκες ισορροπίας, με το επιτόκιο του εξωτερικού συν τον αναμενόμενο ρυθμό διολίσθησης της δραχμής. Στην Ελλάδα, όμως, τα εγχώρια επιτόκια τείνουν να καθορίζονται κατά κανόνα σε υψηλότερα ε-



πίπεδα, προκειμένου να αποτραπεί η εκροή κεφαλαίων ή/και να αποθαρρυνθεί η εισροή κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και την ενίσχυση του ισοζυγίου πληρωμών (όπως προκύπτει από το Διάγραμμα 1). Σε πιο προχωρημένες μελέτες γίνεται διάκριση μεταξύ διαρθρωτικών και κυκλικών ελλειμμάτων του προϋπολογισμού, μεταξύ πραγματοποιούμενου και δυνητικού προϊόντος πλήρους απασχόλησης, μεταξύ πραγματικών και προσδοκώμενων μακροοικονομικών μεγεθών κ.ο.κ. Επειδή όμως η παρούσα μελέτη δε μπορεί από τη φύση της να είναι τόσο εξειδικευμένη, θα αρκεστούμε στη διερεύνηση των επιπτώσεων επί των επιτοκίων που ασκούν οι πέντε βασικοί προσδιοριστικοί τους παράγοντες:

Το επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας όπως μετράται με το δείκτη όγκου βιομηχανικής (μεταποιητικής) παραγωγής, δεδομένου ότι δεν υπάρχουν μηνιαία στοιχεία για το ύψος

του ΑΕΠ.

Ο πληθωρισμός, όπως μετράται με το ρυθμό μεταβολής του δείκτη τιμών καταναλωτή σε ετήσια βάση (ο κάθε μήνας του έτους προς τον αντίστοιχο μήνα του προηγούμενου έτους).

Τα ελλείμματα του Δημοσίου σε ταμειακή βάση, και ειδικότερα ο καθαρός δανεισμός της Κεντρικής Διοίκησης στο εσωτερικό της χώρας, δεδομένου ότι ο εξωτερικός δανεισμός δεν επηρεάζει τα εγχώρια επιτόκια.

Το επιτόκιο εξωτερικού προσαυξημένο με τον (αναμενόμενο) ρυθμό διολίσθησης της δραχμής σε ετήσια βάση. Για τον προσδιορισμό του επιτοκίου χρησιμοποιήθηκαν εναλλακτικά δύο μεταβλητές: το επιτόκιο των εντόκων γραμματίων ετήσιας διάρκειας του γερμανικού Δημοσίου, λόγω της βαρύτητας της γερμανικής κεφαλαιαγοράς στη διαμόρφωση των ευρωπαϊκών επιτοκίων, και το επιτόκιο ευρώδολαρίου στην αγορά του Λονδίνου, επειδή είναι ο πιο αντιπροσωπευτικός διαθέσιμος δέκτης των εξελίξεων στις παγκόσμιες κεφαλαιαγορές. Από τις δύο αυτές μεταβλητές, το επιτόκιο των γερμανικών εντόκων γραμματίων ήταν το λιγότερο αξιόπιστο, λόγω των ελάχιστων διακυμάνσεων που παρουσιάζει από μήνα σε μήνα. Για τον υπολογισμό του ρυθμού διολίσθησης της δραχμής χρησιμοποιήθηκε ο σταθμισμένος δείκτης της ονομαστικής τιμής συναλλάγματος του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου.

Ο ρυθμός αύξησης της προσφοράς χρήματος και ειδικότερα της νομισματικής βάσης (ΜΟ).

Ως εγχώριο επιτόκιο χρησιμοποιήθηκε το επιτόκιο των εντόκων γραμματίων του ελληνικού Δημοσίου ετήσιας διάρκειας. Ο λόγος είναι ότι, με βάση το επιτόκιο αυτό, προσδιορίζονται

στην ουσία όχι μόνο τα επιτόκια των λοιπών κατηγοριών τίτλων του Δημοσίου, αλλά και τα επιτόκια χορηγήσεων και καταθέσεων στην ελληνική τραπεζική αγορά; λόγω του υψηλού ποσοστού των εγχώριων αποταμιευτικών πόρων που αντλούνται από το δημόσιο τομέα για την κάλυψη των ελλειμμάτων του. Όλα τα χρησιμοποιηθέντα στοιχεία είναι μηνιαία και καλύπτουν την περίοδο Ιανουαρίου 1990 μέχρι και τον Ιούνιο 1995. Η περίοδος αυτή επελέγη διότι συμπίπτει με τη φάση της ουσιαστικής (αν και σταδιακής) απελευθέρωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, στη διάρκεια της οποίας μπορεί να υποστηριχθεί ότι τα επιτόκια προσδιορίζονται σε μεγαλύτερο βαθμό από το μηχανισμό της αγοράς και σε μικρότερο από διοικητικές παρεμβάσεις.

#### 6.5. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Η χρησιμοποίηση μηνιαίων στοιχείων για την ποσοτικοποίηση των βραχυχρόνιων επιπτώσεων, που ασκούν επί του επιτοκίου οι προσδιοριστικοί του παράγοντες, προσέκρουσε εξ αρχής σε μεγάλες δυσκολίες, οποιαδήποτε οικονομετρική μέθοδος και αν χρησιμοποιήθηκε (μέθοδοι ελαχίστων τετραγώνων, αυτοπαλίνδρομων σχημάτων πρώτης τάξης, πολυωνυμικών κατασκευών κλπ).

Ο λόγος είναι απλός. Όταν οι δημοσιονομικές αρχές προσφεύγουν, στο τέλος (ή στα μέσα) κάθε μήνα, στην κεφαλαιαγορά για να αντλήσουν κεφάλαια, είναι φυσικό να διαμορφώνουν τα (προαναγγελλόμενα) επιτόκια με βάση τον πληθωρισμό του τρέχοντα μήνα (σε ετήσια βάση) ή έστω και των

αμέσως προηγούμενων λίγων μηνών. Μπορεί επίσης να λαμβάνουν υπόψη και τον προσδοκώμενο πληθωρισμό για τους αμέσως επόμενους λίγους μήνες. Για να αποφύγουμε πολύπλοκες οικονομετρικές κατασκευές, υποθέτουμε στο παρόν άρθρο ότι οι προσδοκίες για την εξέλιξη των μακροοικονομικών δεικτών ή μεγεθών στο μέλλον διαμορφώνονται με βάση τις τάσεις τους στο παρελθόν.

Περιορισμένος επίσης φαίνεται να είναι ο χρονικός ορίζοντας των δημοσιονομικών αρχών και σε σχέση με τους εξωτερικούς παράγοντες (επιτόκια στο εξωτερικό και ρυθμός διολίσθησης), που επηρεάζουν τις αποφάσεις τους επί των επιτοκίων. Η συναλλαγματική πολιτική της χώρας καθορίζεται κατά τρόπο αξιόπιστο από την Κεντρική Τράπεζα στην αρχή του κάθε έτους και εφαρμόζεται πιστά στη διάρκεια του έτους, τα δε επιτόκια του εξωτερικού βρίσκονται έξω από το πεδίο ελέγχου των εγχώριων αρχών και δεν παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις. Επομένως, το ύψος των ξένων επιτοκίων και ο ρυθμός διολίσθησης της δραχμής στη διάρκεια του τρέχοντα μήνα, ή έστω των λίγων προηγούμενων (ή επόμενων) μηνών, είναι αρκετό για να βοηθήσει τις δημοσιονομικές αρχές στη χάραξη της τρέχουσας πολιτικής επιτοκίων.

Δε συμβαίνει όμως το ίδιο και με τις τρεις άλλες κατηγορίες προσδιοριστικών παραγόντων. Συγκεκριμένα, όταν το Υπουργείο Οικονομικών προγραμματίζει κάθε μήνα το ποσό που θα αντλήσει από την κεφαλαιαγορά και το επιτόκιο που θα προσφέρει, είναι επόμενο να έχει υπόψη του όχι τις δανειακές του ανάγκες για το συγκεκριμένο μήνα, αλλά τις

δανειακές ανάγκες ολόκληρου του έτους, όπως αυτές αποτυπώνονται στον προϋπολογισμό, για να μην αναφέρουμε και τα μεταφερόμενα ανοίγματα του προϋπολογισμού από έτος σε έτος. Αυτός είναι και ο λόγος, για τον οποίο παρουσιάζεται συχνά το παράδοξο να προσφεύγει το κράτος για δανεισμό μεγάλων ποσών σε υψηλά επιτόκια, παρά το γεγονός ότι στο συγκεκριμένο μήνα (ή μήνες) οι δανειακές του ανάγκες είναι μηδενικές ή ακόμη και αρνητικές (αποπληρωμή χρέους). Επομένως, ο χρονικός ορίζοντας των δημοσιονομικών αρχών, στη διαδικασία διαμόρφωσης της σχέσης επιτοκίων-ελλειμμάτων, μπορεί να κυμαίνεται από λίγους μήνες (όσο πλησιάζει το τέλος του έτους τόσο μειώνεται ο χρονικός ορίζοντας) μέχρι 16 ή και περισσότερους μήνες.

Ανάλογα ισχύουν και με τις δύο τελευταίες κατηγορίες προσδιοριστικών παραγόντων (επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας και προσφορά χρήματος), τις οποίες όμως δε μπορεί να επηρεάσει το Υπουργείο Οικονομικών. Ο επιχειρηματικός κόσμος ρυθμίζει τη δανειοληπτική του συμπεριφορά με βάση όχι τις βραχυχρόνιες διακυμάνσεις των επιτοκίων, αλλά τις μεσομακροπρόθεσμες τάσεις εξέλιξής τους. Αυτές τις τάσεις είναι υποχρεωμένο να λαμβάνει υπόψη του το Υπουργείο Οικονομικών, όταν εκτιμά τη σχέση επιτοκίων-οικονομικής δραστηριότητας. Ομοίως, η (άμεση ή έμμεση) νομισματική χρηματοδότηση του δημόσιου χρέους, η έντονη εποχικότητα που παρουσιάζει ο ρυθμός μεταβολής της προσφοράς χρήματος και οι χρονικές υστερήσεις που ενυπάρχουν στην εκδήλωση των επιπτώσεων της νομισματικής κυκλοφορίας επί των επιτοκίων επιβάλλουν τη χρησιμοποίηση σε αρκετά μεγάλο χρονικό βά-

θος των δεδομένων από τις μηνιαίες νομισματικές ανακατατάξεις.

Από τα παραπάνω γίνεται εμφανές ότι, για να εκτιμήσουμε μια αξιόπιστη, βραχυχρόνια συνάρτηση επιτοκίου, θα πρέπει να χρησιμοποιήσουμε τους προσδιοριστικούς παράγοντες όχι μόνο της τρέχουσας περιόδου, αλλά και του προηγούμενου ή των προηγούμενων μηνών, ανάλογα με το βαθμό σπουδαιότητας, που έχει η χρονική διάσταση της κάθε ερμηνευτικής μεταβλητής στο σχεδιασμό των αρμόδιων φορέων.

Ενώ όμως η παραδοχή αυτή γίνεται εύκολα κατανοητή, ο προσδιορισμός με στατιστικές μεθόδους του ακριβούς αριθμού των χρονικών υστερήσεων ανά παράγοντα παρουσιάζει ανυπέρβλητες δυσκολίες. Αν και υπάρχουν κριτήρια επιλογής των χρονικών υστερήσεων, η εφαρμογή τους δεν οδήγησε σε αποδεκτά συμπεράσματα. Διαδοχικές εκτιμήσεις με διαφορετικό αριθμό υστερήσεων ανά προσδιοριστικό παράγοντα έδωσαν τα πλέον αντιφατικά αποτελέσματα.

Όταν π.χ. χρησιμοποιούμε το έλλειμμα των 2-4 τελευταίων μηνών, η επίδρασή του επί του επιτοκίου είναι αρνητική, δηλ. η αύξηση του ελλείμματος εμφανίζεται να μειώνει το επιτόκιο! Αντίθετα, όταν χρησιμοποιούμε το έλλειμμα των 12 τελευταίων μηνών, η επίδρασή του είναι θετική. Στις ενδιάμεσες καταστάσεις το έλλειμμα είτε δεν επηρεάζει σημαντικά το επιτόκιο είτε το επηρεάζει αρνητικά. Η συμπεριφορά αυτή του ελλείμματος δημιουργεί σοβαρά προβλήματα εμπειρικής θεμελίωσης των βραχυχρόνιων επιπτώσεων του στο επιτόκιο, αν και η θεωρητική ερμηνεία του φαινομένου δεν είναι δύσκολη, όπως τονίστηκε και παραπάνω: το αυξημένο



έλλειμμα της τρέχουσας ή των αμέσως προηγούμενων χρονικών περιόδων είναι δυνατό να μην ασκεί ανοδικές πιέσεις επί του επιτοκίου, στην έκταση που οι δημοσιονομικές αρχές έχουν προνοήσει για την κάλυψή του με αυξημένο δανεισμό σε προγενέστερες περιόδους.

Αντιφατικά είναι επίσης και τα αποτελέσματα από τις εκτιμήσεις των επιπτώσεων των λοιπών παραγόντων επί του επιτοκίου. Η αυξομείωση του αριθμού των χρονικών υστερήσεων, με τις οποίες ο κάθε παράγοντας υπεισέρχεται στη συνάρτηση του επιτοκίου, μεταβάλλει δραστικά το μέγεθος και την κατεύθυνση των επιδράσεών του. Εξαιτίας του αυξημένου βαθμού "ευαισθησίας" των αποτελεσμάτων στο χρονικό ορίζοντα δράσης των δημόσιων (και ιδιωτικών) φορέων κρίθηκε σκόπιμο να μην παρουσιαστούν οι βραχυχρόνιες εκτιμήσεις. Οι εκτιμήσεις όμως των μεταβολών του επιτοκίου, ύστερα από δεδομένη μεταβολή του ελλείμματος των 12 τελευταίων μηνών, της οικονομικής δραστηριότητας των 11 τελευταίων μηνών, της προσφοράς χρήματος των 12 τελευταίων μηνών, του πληθωρισμού των 4 τελευταίων μηνών και του εξωτερικού δείκτη (ξένο επιτόκιο συν διολίσθηση δραχμής) των έξι τελευταίων μηνών (αθροιστικά) είναι διαθέσιμες από το συγγραφέα σε κάθε ενδιαφερόμενο.

Ο χαμηλός βαθμός αξιοπιστίας των βραχυχρόνιων εκτιμήσεων δεν επεκτείνεται και στη μακροχρόνια περίοδο. Για το λόγο αυτό, μεγαλύτερη βαρύτητα δίνεται στις μακροπρόθεσμες εκτιμήσεις, οι οποίες στηρίζονται στην υπόθεση ότι ο χρονικός ορίζοντας των δημόσιων (και ιδιωτικών) φορέων είναι πολύ μεγαλύτερος, εφόσον καλύπτει ολόκληρη την υπό εξέταση

περίοδο. Η εκτίμηση της μακροχρόνιας σχέσης του επιτοκίου με τους προσδιοριστικούς του παράγοντες διευκολύνει σημαντικά το έργο του σχεδιασμού μιας ορθής πολιτικής για τη σταθεροποίηση και ανάπτυξη της οικονομίας, αλλά φυσικά δε δίνει ικανοποιητικές απαντήσεις στα καθημερινά προβλήματα διαχείρισης, που αντιμετωπίζουν οι δημόσιοι φορείς.

Από τη διαδικασία εκτίμησης της μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ του επιτοκίου και των προσδιοριστικών του παραγόντων (Johansens maximum likelihood procedure), στην οποία βέβαια δεν παρεμβάλλονται χρονικές υστερήσεις, προέκυψαν τα ακόλουθα συμπεράσματα:

Η αύξηση (μείωση) του δημοσιονομικού ελλείμματος κατά 100 δισεκατ.δρχ. οδηγεί σε ύψωση (πτώση) του επιτοκίου κατά 0,8 μονάδες. Για να δώσουμε μια παραστατική εικόνα της έκτασης της απαιτούμενης δημοσιονομικής προσαρμογής στη χώρα μας, θα αναφερθούμε στη δημοσιονομική διαχείριση του έτους 1994, που είναι η πιο πρόσφατη και καλύπτεται πλήρως από τα διαθέσιμα στοιχεία. Στο έτος αυτό, ο εσωτερικός δανεισμός ανήλθε σε 2.520 δισ.δρχ. και το μέσο μηνιαίο επιτόκιο των (ετήσιων) εντόκων γραμματίων σε 19%. Αν υποθέσουμε ότι όλοι οι λοιποί παράγοντες (πληθωρισμός, επιτόκια εξωτερικού, προσφορά χρήματος κλπ) παραμένουν αμετάβλητοι, θα χρειαζόταν μείωση του εσωτερικού δανεισμού κατά τα 2/3 (κατά 1,6 τρισ.δρχ. περίπου), προκειμένου να εκπληρωθεί το κριτήριο της συνθήκης του Μάαστριχτ περί επιτοκίων (προσέγγιση προς το μέσο όρο του επιτοκίου των τριών χωρών με τις καλύτερες επιδόσεις στον τομέα αυτό). Σημειώνεται ότι το μέσο μηνιαίο επιτόκιο των γερμανικών

εντόκων γραμματίων, όπως επίσης και το αντίστοιχο επιτόκιο στην αγορά του ευρώδολαρίου, διαμορφώθηκαν στο 5% περίπου το 1994.

Η αύξηση του δείκτη όγκου βιομηχανικής παραγωγής κατά 1 μονάδα οδηγεί σε μείωση του επιτοκίου κατά 0,15 μονάδες στη μακροχρόνια περίοδο. Η αντίφαση στην κατεύθυνση της επίδρασης του επιπέδου οικονομικής δραστηριότητας επί του επιτοκίου (αρνητική επίδραση, αντί της προσδοκώμενης θετικής) υποδηλώνει προφανώς τη στροφή του επιχειρηματικού κόσμου στις ξένες κεφαλαιαγορές για άντληση κεφαλαίων. Με τον τρόπο αυτό, δε μειώνεται μόνο η πίεση της εγχώριας ζήτησης αποταμιευτικών πόρων επί των επιτοκίων αλλά, επιπλέον, ενισχύεται η ρευστότητα στο εσωτερικό της χώρας, μέσω της δραχμοποίησης των εισαγόμενων δανειακών κεφαλαίων, πράγμα που ωθεί προς τα κάτω τα επιτόκια.

Η επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης της νομισματικής βάσης κατά 1 εκατ. μονάδα έχει ως αποτέλεσμα την πτώση του επιτοκίου κατά 0,15 μονάδες, δεδομένου ότι η οποιαδήποτε μακροχρόνια αυξητική επίδραση επί του επιτοκίου από την επέκταση της νομισματικής βάσης συλλαμβάνεται από τη μεταβλητή του πληθωρισμού.

Η επιβράδυνση του ρυθμού πληθωρισμού κατά 1 μονάδα οδηγεί σε μικρότερης έκτασης αποκλιμάκωση του επιτοκίου κατά 0,6 μονάδες. Αυτή η εμπειρικά επαληθευθείσα σχέση μεταξύ πληθωρισμού και επιτοκίου υπογραμμίζει το γεγονός ότι οι ανησυχίες των νομισματικών αρχών από την ταχεία αποκλιμάκωση των επιτοκίων, που παρατηρείται τους τελευταίους μήνες, δεν είναι αβάσιμες. Πράγματι, μεταξύ αρχής

Ιανουαρίου και τέλους Δεκεμβρίου 1994, ο πληθωρισμός μειώθηκε κατά 1,3 μονάδες, ενώ το επιτόκιο μειώθηκε ταχύτερα, κατά 2,7 μονάδες, ενώ κανονικά έπρεπε να μειωθεί βραδύτερα. Ομοίως, στο Α' εξάμηνο 1995, ο πληθωρισμός υποχώρησε κατά 1,05 μονάδες και το επιτόκιο κατά 1,75 μονάδες. Στο βαθμό που η ταχεία μείωση του επιτοκίου δε δικαιολογείται από την ευνοϊκή εξέλιξη άλλων μεγεθών (π.χ. των δημοσιονομικών ελλειμμάτων), υπάρχει κίνδυνος διατάραξης των εύθραυστων μακροοικονομικών ισορροπιών ακόμη και υπό την επίδραση μη οικονομικών παραγόντων.

Τέλος, αν αυξηθεί το επιτόκιο του ευρώδολαρίου (συν το ρυθμό διολίσθησης της δραχμής) κατά 1 μονάδα, το επιτόκιο στο εσωτερικό θα επηρεαστεί ανοδικά σε μικρή μόνο έκταση (κατά τι λιγότερο από 0,1 μονάδα). Η χαλαρή σχέση μεταξύ εσωτερικού και εξωτερικού επιτοκίου είναι δηλωτική του χαμηλού βαθμού ενημέρωσης ή ενδιαφέροντος, που έχουν μεγάλες κατηγορίες εγχώριων μικροαποταμιευτών για τα τεκταινόμενα στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, του γεγονότος ότι σημαντικό τμήμα των τίτλων του Δημοσίου κατέχεται από θεσμικούς επενδυτές του ευρύτερου δημόσιου τομέα και κυρίως του ότι μέχρι τα μέσα του 1994 υπήρχαν ακόμη ορισμένοι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων.

Οι μακροχρόνιες εκτιμήσεις των επιπτώσεων, που ασκούν επί του επιτοκίου οι προσδιοριστικοί του παράγοντες, θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν στη διαδικασία χάραξης της οικονομικής πολιτικής και στην πρόβλεψη της μελλοντικής πορείας των επιτοκίων, αν δεν υπήρχε το γνωστό πρόβλημα της αλληλεπίδρασης μεταξύ όλων των μεγεθών που χρησιμο-

ποιήσαμε: ο πληθωρισμός π.χ. επηρεάζει το επιτόκιο, αλλά και το επιτόκιο επηρεάζει με τη σειρά του τον πληθωρισμό, ο οποίος ταυτόχρονα ασκεί επίδραση στο επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας και στο ρυθμό διολίσθησης, με αλυσιδωτές επιδράσεις στο μέγεθος του ελλείμματος κ.ο.κ.

Από την εφαρμογή των κατάλληλων διαγνωστικών μεθόδων (Granger causality tests), επιβεβαιώθηκε η ύπαρξη αρκετών σχέσεων αλληλεξάρτησης, με κυριότερες την επίδραση του επιτοκίου στο ρυθμό μεταβολής της τιμής συναλλάγματος και στο ύψος του εσωτερικού δανεισμού. Η πιο αποτελεσματική μέθοδος για την αντιμετώπιση του προβλήματος είναι η επίλυση ενός συστήματος (πολλαπλών) εξισώσεων, πράγμα όμως που δε μπορεί να αναληφθεί στα πλαίσια του παρόντος άρθρου. Μπορούμε όμως έμμεσα να αξιολογήσουμε σε ποιό βαθμό το επιτόκιο επηρεάζεται από τους προσδιοριστικούς του παράγοντες, με τη χρησιμοποίηση μιας εναλλακτικής μεθόδου (VAR, vector autoregressions). Η μέθοδος αυτή μας επιτρέπει να υπολογίσουμε το ποσοστό της συνολικής μεταβολής του επιτοκίου (συγκεκριμένα, το ποσοστό της διακύμανσης του σφάλματος πρόβλεψης του επιτοκίου), που μπορεί να αποδοθεί στη μεταβολή του κάθε ενός προσδιοριστικού του παράγοντα στη διάρκεια ενός μεγάλου χρονικού ορίζοντα (στο παράδειγμα μας, 20 περίοδοι μπροστά).

Οι εκτιμήσεις στηρίχθηκαν σε δύο υποθέσεις. Σύμφωνα με την πρώτη υπόθεση, το μέγεθος του εσωτερικού δανεισμού υπαγορεύει τη συμπεριφορά των νομισματικών αρχών (προσφορά χρήματος, μεταβολή συναλλαγματικής ισοτιμίας) με τελικό αποδέκτη το επιτόκιο. Η δεύτερη υπόθεση αντιστρέφει τη

συλλογιστική: οι νομισματικές εξελίξεις προσδιορίζουν το περιεχόμενο της δημοσιονομικής πολιτικής και, μέσω αυτής, το επιτόκιο.

Το γενικό συμπέρασμα από την υιοθέτηση της πρώτης υπόθεσης είναι ότι, στις πρώτες 2-3 περιόδους, ο πληθωρισμός ερμηνεύει το 20-30% των μεταβολών του επιτοκίου, ενώ η συμβολή του ελλείμματος και του επιτοκίου ευρώδολαρίου (συν το ρυθμό διολίσθησης της δραχμής) είναι γύρω στο 10% (η συμβολή της προσφοράς χρήματος και του επιπέδου οικονομικής δραστηριότητας είναι μηδαμινή, ενώ το ίδιο το μέγεθος του επιτοκίου στο παρελθόν ερμηνεύει κατά 50% περίπου τις μελλοντικές του διακυμάνσεις). Με την πάροδο όμως του χρόνου, η συμβολή του ελλείμματος γίνεται καθοριστική (γύρω στο 30% μετά την έβδομη περίοδο), ακολουθούμενη από το επιτόκιο ευρώδολαρίου (20% περίπου μετά τη 14η περίοδο) και την προσφορά χρήματος (γύρω στο 20% μετά την 6η περίοδο), ενώ η επίδραση του πληθωρισμού περιορίζεται στο 10% μετά την 9η περίοδο.

Με βάση τη δεύτερη υπόθεση ότι προτεραιότητα έχουν οι νομισματικές ανακατατάξεις, η συμμετοχή του κρατικού ελλείμματος στην ερμηνεία των μεταβολών του επιτοκίου ελαχιστοποιείται. Κυρίαρχη θέση αποκτούν οι μεταβολές της προσφοράς χρήματος και του επιτοκίου ευρώδολαρίου (πάντα αυξημένο κατά το ρυθμό διολίσθησης της δραχμής) με την ερμηνευτική ικανότητα του κάθε παράγοντα να προσεγγίζει το 35% προς το τέλος της εικοστής περιόδου. Ο πληθωρισμός εμφανίζεται και πάλι να ασκεί σημαντική επίδραση στις πρώτες περιόδους (γύρω στο 30%), η οποία όμως περιορίζεται στο 13% προς το τέλος της εικοστής περιόδου.

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Το γενικό συμπέρασμα που προκύπτει από την εμπειρική ανάλυση της συμπεριφοράς του επιτοκίου είναι ότι η διαμόρφωσή του, επηρεάζεται σε υψηλό βαθμό από πέντε παράγοντες: τον πληθωρισμό, το δημοσιονομικό έλλειμμα, το επιτόκιο ευρώδολαρίου προσαυξημένο κατά το ποσοστό διολίσθησης της δραχμής, το ρυθμό αύξησης της προσφοράς χρήματος και το επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας. Η ύπαρξη τόσο ισχυρών δεσμών μεταξύ επιτοκίου και προσδιοριστικών του παραγόντων σημαίνει στην ουσία ότι οι αρμόδιοι κρατικοί φορείς δεν έχουν μεγάλα περιθώρια αυτοτελούς παρέμβασης στη διαδικασία προσδιορισμού των επιτοκίων με διοικητικές ρυθμίσεις, χωρίς τον κίνδυνο διατάραξης των εύθραυστων μακροοικονομικών ισορροπιών.

Η αποκλιμάκωση π.χ. των επιτοκίων με ρυθμό ταχύτερο από την πτώση του επιπέδου των τιμών είναι πιθανό να ασκήσει προσωρινά ευνοϊκή επίδραση στον πληθωρισμό, στο επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας και στο δημόσιο χρέος. Η αναπόφευκτη όμως αύξηση της ρευστότητας που θα ακολουθήσει είναι δυνατό να ανατροφοδοτήσει τον πληθωρισμό ή να οδηγήσει σε εκροή κεφαλαίων και σε αντιστροφή της καθοδικής πορείας των επιτοκίων. Ομοίως, ο έντονος ανταγωνισμός μεταξύ των εμπορικών τραπεζών στο θέμα των επιτοκίων, όταν δεν συνάδει με την εξέλιξη των μακροοικονομικών δεδομένων, είναι δυνατό να δημιουργήσει γενικότερους κινδύνους αποσταθεροποίησης του οικονομικού συστήματος.

Με δεδομένα τόσο τον υψηλό βαθμό εξάρτησης των επιτοκίων από την εξέλιξη των μακροοικονομικών δεικτών όσο και την πιθανολογούμενη σημαντική εξάρτηση των λεπτών ισορροπιών της ελληνικής οικονομίας από ψυχολογικούς παράγοντες, που συνδέονται άμεσα με τις εξελίξεις στον ευαίσθητο νομισματοπιστωτικό χώρο, οι κινήσεις προς την κατεύθυνση της μείωσης των επιτοκίων πρέπει να συναρτώνται με τη βελτίωση ή τις προσδοκίες για βελτίωση μεγεθών όπως τα ελλείμματα του Δημοσίου, ο πληθωρισμός, τα επιτόκια στο εξωτερικό, η μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας και η ρευστότητα της οικονομίας. Το επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας φαίνεται ότι έχει αποσυνδεθεί από το επιτόκιο στην εσωτερική αγορά, λόγω της εκτεταμένης προσφυγής στον εξωτερικό δανεισμό, ο οποίος όμως επηρεάζει μειωτικά τα επιτόκια μέσω της ενίσχυσης της ρευστότητας.

Β. Δαλαμάγκας

Ο συγγραφέας επιθυμεί να εκφράσει τις ευχαριστίες του στον καθηγητή του Παν/μίου Πειραιώς, Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοίκησης κ. Γκίκα Χαρδούβελη, για τα επικοδομητικά του σχόλια. Η τελική ευθύνη για τυχόν σφάλματα ή παραλείψεις εξακολουθεί να βαρύνει τον συγγραφέα.

#### ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Όλες οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν ελέγχθηκαν για την ύπαρξη μοναδιαίων ριζών (unit roots) με τη στατιστική των DFickey-Fullers (DF και ADF) και βρέθηκαν ότι αποτε-



λούν ολοκληρωμένες σειρές μηδενικής τάξεως.

Οι βραχυχρόνιες εκτιμήσεις της συνάρτησης επιτοκίου (οι οποίες πρέπει να ερμηνευθούν με επιφύλαξη λόγω του περιορισμού αριθμού βαθμών ελευθερίας) έγιναν με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (polynomial distributed lags) και έδωσαν αποτελέσματα, που είναι στη διάθεση κάθε ενδιαφερόμενου.

Οι μακροχρόνιες εκτιμήσεις της συνάρτησης επιτοκίου έγιναν με τη μέθοδο της μεγίστης πιθανοφάνειας των Johansen και Juselius (με 4 χρονικές υστερήσεις στο διάνυσμα). Η εφαρμογή της μεθόδου αυτής έδειξε την ύπαρξη ενός μόνο συνολοκληρωμένου διανύσματος και οι σχετικές εκτιμήσεις εμφανίζονται στον κατωτέρω πίνακα:

Ερμην. μεταβλητή	Τιμή συντελεστή	$\chi^2(1)^*$
Επιτόκιο εξωτερ. και ρυθμός διολίσθησης	0,082	5,93 (0,015)
Πληθωρισμός	0,636	6,75 (0,009)
Ρυθμός επέκτασης νομισμ. βάσης	-0,146	8,88 (0,003)
Επίπεδο οικον. δραστηριότητας	-0,0015	2,40 (0,120)
Εσωτερικός δανεισμός του Δημοσίου	0,00008	5,28 (0,020)

\*Το  $\chi^2(1)$  ελέγχει την υπόθεση ότι η εκτίμηση του συντελεστή είναι στατιστικά ασήμαντη (οι αριθμοί εντός παρενθέσεως δηλώνουν επίπεδο σημαντικότητας). Για το σύνολο των μεταβλητών βρέθηκε ότι  $\chi^2(5) = 35,3 (0,0001)$ .

Ο δανεισμός εκφράζεται σε δισεκατ. δρχ. και τα επιτόκια ως ποσοστό του κεφαλαίου.

Για την εκτίμηση των δυναμικών σχέσεων μεταξύ επιτοκίου και προσδιοριστικών του παραγόντων, χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος VAR του SIM, με έξι χρονικές υστερήσεις, προκειμένου να εξοικονομηθούν βαθμοί ελευθερίας. Οι δύο σειρές διάταξης των ενδογενών μεταβλητών ήταν οι εξής:

Δανεισμός, προσφορά χρήματος, επιτόκιο ευρώδολαρίου (συν ρυθμο διολίσθησης), πληθωρισμός, οικονομική δραστηριότητα, επιτόκιο, και

Προσφορά χρήματος, επιτόκιο ευρώδολαρίου (συν ρυθμό διολίσθησης), πληθωρισμός, δανεισμός, οικονομική δραστηριότητα, επιτόκιο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΒΔΟΜΟ

ΜΑΘΗΜΑΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ

### 7.1. ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΚΛΑΣΙΚΗΣ ΘΕΩΡΙΑΣ

Κατά την άποψη των κλασικών, το επιτόκιο προσδιορίζεται από τη ζήτηση και προσφορά αποταμιευτικών κεφαλαίων.

Όπως αναφέραμε στο κεφάλαιο 3, οι κλασικοί οικονομολόγοι θεωρούν το χρήμα ως ένα αγαθό, ακριβώς όπως τα άλλα αγαθά της οικονομίας και, επομένως, η τιμή του θα προσδιορίζεται από την προσφορά και ζήτηση αποταμιευτικών κεφαλαίων.

Η κλασική θεωρία για το επιτόκιο βασίζεται στο νόμο του Say. Σύμφωνα με το νόμο του Say η "προσφορά των αγαθών δημιουργεί τη ζήτησή τους".

Δηλαδή, τα αγαθά τα οποία παράγονται και προσφέρονται από ένα άτομο, τα ίδια ακριβώς αγαθά προσδιορίζουν και το μέγεθος της ζήτησης του ατόμου αυτού γι' άλλα αγαθά.

Επειδή κάθε άτομο που προσφέρει αγαθά επιθυμεί να τα ανταλλάξει με άλλα αγαθά, για το λόγο αυτό αποκλείεται η περίπτωση υπερβάλλουσας προσφοράς.

Ο,τι ισχύει για το μεμονωμένο άτομο, το ίδιο ισχύει για την οικονομία σαν σύνολο, δηλαδή η συνολική παραγωγή αγαθών (που αποτελεί τη συνολική προσφορά των αγαθών αυτών, σε μια ορισμένη χρονική περίοδο) αποτελεί τη συνολική ζήτηση των αγαθών αυτών για την ίδια χρονική περίοδο.

Η διατύπωση του νόμου του Say έγινε αρχικά για μια οικονομία στην οποία δεν υπήρχε χρήμα και η διενέργεια των συναλλαγών δεν γινόταν με χρήμα, αλλά με την ανταλλαγή αγαθών, δηλαδή η διατύπωση του νόμου του Say έγινε για εμ-

πράγματα οικονομία.

Οι κλασικοί οικονομολόγοι, όμως, υποστηρίζουν ότι ο νόμος του Say δεν ισχύει μόνο για εμπράγματα οικονομία, ισχύει ακόμη και για εγχρήματα οικονομία, δηλαδή για μια οικονομία που το χρήμα χρησιμοποιείται για τη διενέργεια των συναλλαγών.

Η άποψη των κλασικών ήταν ότι, τα άτομα μιας οικονομίας επιθυμούν να αποκτήσουν χρήμα για τη διενέργεια των συναλλαγών και όχι για χάρη του χρήματος.

Συνεπώς, το χρήμα που αποκτούν τα άτομα από την πώληση των αγαθών που παράγουν, το χρησιμοποιούν για την αγορά άλλων αγαθών και έτσι δημιουργούν ζήτηση ίση με την προσφορά των αγαθών που παράγουν.

Σημειώνουμε ότι, οι κλασικοί αναγνώριζαν ότι μπορεί να υπάρχει ανισορροπία μεταξύ της προσφοράς και της ζήτησης επί μέρους αγαθών, πίστευαν, όμως, ότι η συνολική ζήτηση στην οικονομία παρέμενε αμετάβλητη, επειδή το έλλειμμα στη ζήτηση ενός αγαθού αντισταθμίζεται από το πλεόνασμα στη ζήτηση για άλλο αγαθό.

Αρα, βάσει του νόμου του Say, το οικονομικό σύστημα βρίσκεται διαρκώς σε ισορροπία.

Η εξισορρόπηση μεταξύ αποταμίευσης και επένδυσης κατά την κλασική θεωρία γίνεται μέσω του επιτοκίου.

Οι κλασικοί υποστηρίζουν ότι τόσο η αποταμίευση όσο και η επένδυση είναι συνάρτηση του επιτοκίου, δηλαδή:

$$S = S(i)$$

$$I = I(i)$$

Στην κατάσταση ισορροπίας έχουμε:

$$S(i) = I(i)$$

Η αποταμίευση εξαρτάται από το επιτόκιο, με βάση την υπόθεση ότι, όσο υψηλότερο είναι το επιτόκιο, τόσο μεγαλύτερα ποσά θα αποταμιεύονται. Η υπόθεση αυτή στηρίζεται στο γεγονός ότι, η οριακή χρησιμότητα της κατανάλωσης, που εξαρτάται από την αποδοτικότητα των αποταμιεύσεων, βελτιώνεται με την αύξηση του επιτοκίου.

Από την άλλη μεριά, η επένδυση εξαρτάται από την αποδοτικότητα του κεφαλαίου για την οποία, αφού το χρήμα υποτίθεται ότι είναι ένα αγαθό, ισχύει ο νόμος της μη ανάλογης απόδοσης και, συνεπώς, καθώς παραπέρα χρησιμοποιήσή του θα έχει σαν αποτέλεσμα την πτώση της οριακής παραγωγικότητας του κεφαλαίου.

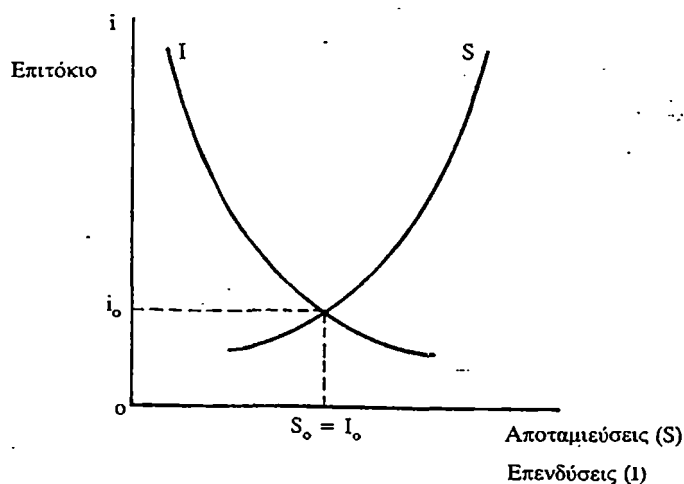
Διαγραμματικά, η εξισορρόπηση αποταμιεύσεων και επενδύσεων παρουσιάζεται στο πιο κάτω Διάγραμμα.

Στο κάθετο άξονα του διαγράμματος μετριέται το επιτόκιο και στον οριζόντιο άξονα μετριέται η ζητούμενη και η προσφερόμενη ποσότητα αποταμιευτικών κεφαλαίων.

Η ζήτηση αποταμιευτικών κεφαλαίων, δηλαδή η ζήτηση κεφαλαίων για επένδυση, παρουσιάζεται με τη καμπύλη  $I$  και η προσφορά αποταμιευτικών κεφαλαίων, δηλαδή η αποταμίευση, παρουσιάζεται με την καμπύλη  $S$ .

Η καμπύλη  $I$  έχει αρνητική κλίση, που σημαίνει ότι, όσο μειώνεται το επιτόκιο, αυξάνονται οι επενδύσεις και, αντί-

Προσδιορισμός του επιτοκίου ισορροπίας βάσει της κλασικής θεωρίας



στροφα, όσο αυξάνεται το επιτόκιο, μειώνονται οι επενδύσεις.

Ενώ, η καμπύλη  $S$  έχει θετική κλίση, που σημαίνει ότι όσο αυξάνεται το επιτόκιο, αυξάνονται και οι αποταμιεύσεις και, αντίστροφα, όσο μειώνεται το επιτόκιο, μειώνονται και οι αποταμιεύσεις.

Στο σημείο τομής των καμπυλών  $I$  και  $S$ , δηλαδή στο σημείο  $io$ , η ζήτηση κεφαλαίων για επένδυση είναι ίση με την προσφορά των αποταμιευτικών κεφαλαίων ( $S_o = I_o$ ).

Στο σημείο τομής των καμπυλών  $S$  και  $I$  επιτυγχάνεται και το επιτόκιο ισορροπίας  $io$ .

Η κλασική θεωρία για το επιτόκιο, η οποία αναπτύχθηκε σε διάφορες παραλλαγές κάνει τις παρακάτω παραδοχές:

α) Το χρήμα χρησιμοποιείται μόνο για τη διενέργεια των συναλλαγών και δεν προβλέπεται η χρήση του για κερδοσκοπικούς σκοπούς, δηλαδή για αποθησαυρισμό.

β) Η πηγή δανειακών κεφαλαίων για επενδύσεις είναι οι αποταμιεύσεις από το εισόδημα, δηλαδή, δεν προβλέπεται η ύπαρξη και η λειτουργία πιστωτικού συστήματος.

γ) Οι αποταμιεύσεις ισούνται πάντα με τις επενδύσεις, δηλαδή όσα ρευστά αποταμιεύονται διοχετεύονται στις επενδύσεις.

δ) Η αποταμίευση και η επένδυση είναι συνάρτηση του επιπέδου του επιτοκίου, το οποίο βοηθά για την εξισορρόπηση αποταμιεύσεων και επενδύσεων. Η κλασική θεωρία δέχτηκε σοβαρή κριτική από τον Keynes.

## 7.2. Ο ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΚΕΥΝΣΙΑΝΗΣ ΘΕΩΡΙΑΣ (ΤΗΣ ΘΕΩΡΙΑΣ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ)

### 7.2.1 ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ ΚΑΙ ΖΗΤΗΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

Μετά την ανάλυση που έγινε της προσφοράς στο κεφάλαιο 2 και της ζήτησης χρήματος στο Κεφάλαιο 3, μπορούμε τώρα να δούμε πως καθορίζεται το επίπεδο του επιτόκιου στην αγορά χρήματος.

Από την ανάλυση που έγινε στο προηγούμενο Κεφάλαιο (σύμφωνα με την προσέγγιση του Keynes), η ζήτηση χρήματος αποτελεί το άθροισμα της ζήτησης χρήματος για τη διευκόλυνση διενέργειας των συναλλαγών και την αντιμετώπιση ετάκτων αναγκών καθώς και της ζήτησης χρήματος για κερδοσκοπικούς σκοπούς.

Η προσφορά του χρήματος από το άλλο μέρος μπορεί να θεωρηθεί σαν ένα δεδομένο μέγεθος, επειδή δεν είναι το αποτέλεσμα οικονομικών σχέσεων και επιδράσεων, αλλά το αποτέλεσμα των αποφάσεων των νομισματικών αρχών, οι οποίες χαράζουν τη νομισματική πολιτική.

Για μια πιο απλή παρουσίαση, υποθέτουμε ότι το επίπεδο των τιμών είναι σταθερό, και, συνεπώς, δεν απαιτείται να κάνουμε διάκριση μεταξύ ονομαστικών και πραγματικών μεγεθών.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, για να υπάρχει ισορροπία στην



αγορά του χρήματος πρέπει η ζήτηση χρήματος να είναι ίση με την προσφορά χρήματος, δηλαδή να ισχύει η πιο κάτω ισότητα:

$$M_D = M_1 (Y) + M_2 (i)$$

όπου:

$M_D$  = Προσφορά χρήματος, που θεωρείται ως δεδομένο μέγεθος, καθόσον καθορίζεται από τις νομισματικές αρχές

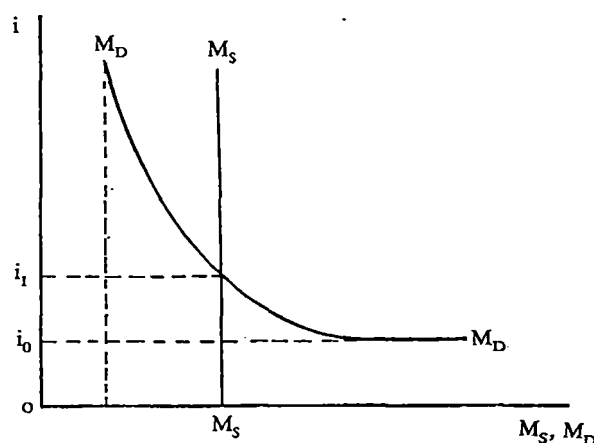
$M_1$  = Ζήτηση χρήματος για διευκόλυνση της διενέργειας των συναλλαγών και την αντιμετώπιση εκτάκτων αναγκών, η οποία είναι θετική συνάρτηση του μεγέθους του εισοδήματος (και είναι δυνατό να επηρεάζεται αρνητικά και από το ύψος του επιτοκίου)

$M_2$  = Ζήτηση χρήματος για κερδοσκοπικούς σκοπούς, η οποία είναι αρνητική συνάρτηση του επιτοκίου

Με γνωστό το μέγεθος του εισοδήματος, η πιο πάνω εξίσωση μπορεί να λυθεί και να δώσει την τιμή του επιτοκίου που οδηγεί σε ισορροπία την αγορά χρήματος.

Διαγραμματικά η ισορροπία στην αγορά του χρήματος παρουσιάζεται στο πιο κάτω Διάγραμμα 4.2.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2  
Καθορισμός του ύψους του επιτοκίου  
από την προσφορά και ζήτηση χρήματος



Στο διάγραμμα 4.2, στον κάθετο άξονα μετριέται το επίπεδο του επιτοκίου ενώ κατά μήκος του οριζοντίου άξονα μετριέται η προσφερομένη και η ζητούμενη ποσότητα χρήματος.

Η καμπύλη MD δείχνει τη ζήτηση χρήματος και έχει κατερχομένη κλίση, επειδή είναι αρνητική συνάρτηση του επιπέδου του επιτοκίου.

Η θέση της καμπύλης αυτής μετατοπίζεται κάθε φορά που μεταβάλλεται η ζήτηση χρήματος για συναλλακτικούς σκοπούς, δηλαδή κάθε φορά που μεταβάλλεται το επίπεδο του εισοδήματος.

Η προσφορά του χρήματος Ms παρουσιάζεται με μια κάθετη γραμμή προς τον οριζόντιο άξονα, επειδή υποθέτουμε ότι είναι πλήρως ανελαστική σε σχέση με (ανεξάρτητη από) το επίπεδο του επιτοκίου.

Σε μια ελεύθερη αγορά χρήματος το ύψος του επιτοκίου προσδιορίζεται από την εξισορρόπηση μεταξύ της προσφοράς και της ζήτησης χρήματος, δηλαδή από το σημείο τομής των καμπυλών προσφοράς χρήματος (Ms) και ζήτησης χρήματος (MD).

Στο Διάγραμμα 4.2 το επιτόκιο ισορροπίας της αγοράς χρήματος είναι  $i_1$ .

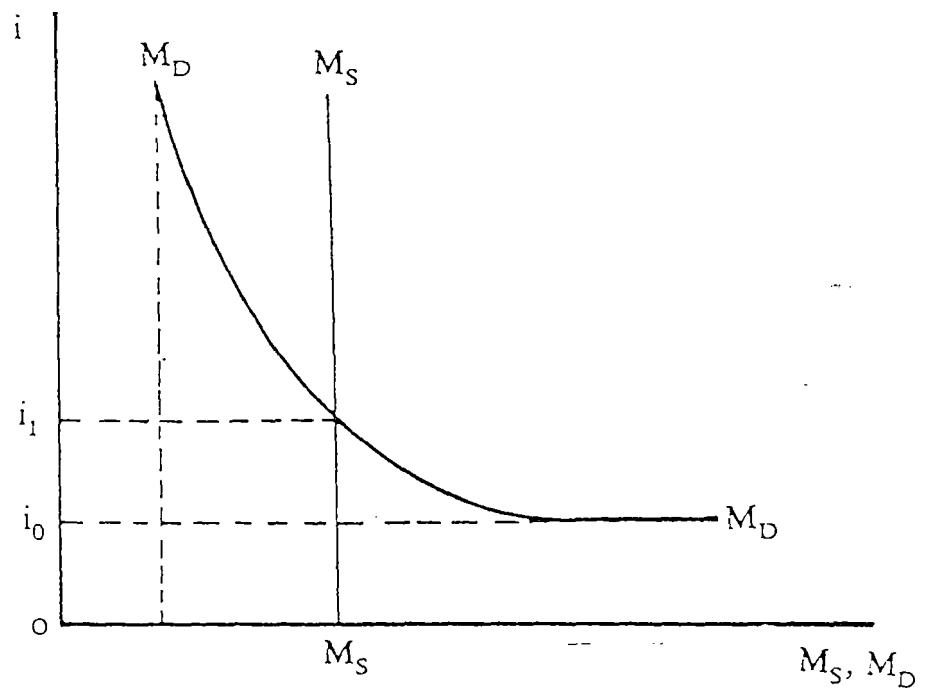
Αν το επιτόκιο της αγοράς συμβεί να είναι υψηλότερο από το  $i_1$ , τότε η προσφορά του χρήματος θα είναι μεγαλύτερη από τη ζήτηση του χρήματος και, συνεπώς, το επιτόκιο θα αυξηθεί.

Αντίθετα, αν το επιτόκιο της αγοράς συμβεί να είναι χαμηλότερο από  $i_1$ , τότε η ζήτηση χρήματος θα είναι μεγα-

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2

Καθορισμός του ύψους του επιτοκίου

— από την προσφορά και ζήτηση χρήματος



λύτερη από την προσφορά χρήματος και συνεπώς το επιτόκιο θα αυξηθεί. Μόνο όταν το επιτόκιο της αγοράς είναι  $i_1$ , τότε η προσφορά του χρήματος θα είναι ίση με τη ζήτηση χρήματος και, συνεπώς, δεν θα υπάρξει τάση για μεταβολή του επιτοκίου.

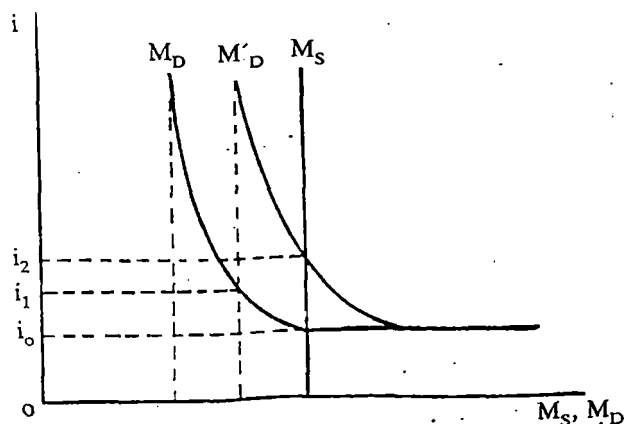
### 7.2.2 ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΛΟΓΩ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΤΟΥ ΥΨΟΥΣ ΤΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ

Αε εξετάσουμε τώρα πως επιδρά μια αύξηση του εισοδήματος στο επίπεδο του επιτοκίου.

Όπως αναφέραμε στο Κεφάλαιο 3ο, "Ζήτηση χρήματος", ένα μέρος της συνολικής ζήτησης χρήματος και συγκεκριμένα η ζήτηση χρήματος για τη διευκόλυνση των συναλλαγών εξαρτάται από το εισόδημα, δηλαδή είναι θετική συνάρτηση του μεγέθους του εισοδήματος.

Συνεπώς, μια αύξηση του επιπέδου του εισοδήματος θα προκαλέσει τη μετατόπιση της καμπύλης ζήτησης χρήματος προς τα δεξιά, δηλαδή από τη θέση  $M_D$  στη θέση  $M'_D$ , όπως φαίνεται στο παρακάτω Διάγραμμα 4.3.

Επίδραση του επιπέδου του εισοδήματος στην τιμή του επιτοκίου ισορροπίας



Με δεδομένες τις προτιμήσεις ρευστότητας των ατόμων και με δεδομένη την προσφορά του χρήματος, η τιμή του επιτοκίου θα αυξηθεί από την τιμή ισορροπίας  $i_1$ , στη νέα τιμή ισορροπίας  $i_2$ .

Αυτό θα συμβεί, επειδή με την αύξηση του εισοδήματος μεταβλήθηκε και η κατανομή της συνολικής ζήτησης χρήματος σε συναλλαγές και κερδοσκοπικούς σκοπούς.

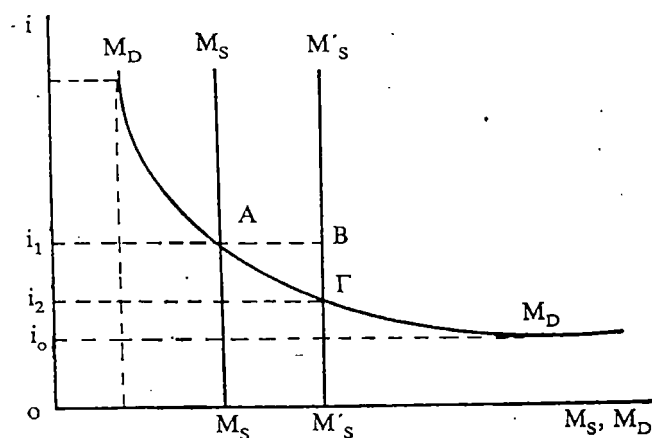
Από την παραπάνω ανάλυση συμπεραίνουμε ότι, όταν το επίπεδο του εισοδήματος αυξάνει, τότε θα ακολουθήσει και αύξηση της τιμής του επιτοκίου ισορροπίας, εφόσον η προσφορά χρήματος παραμένει σταθερή.

### 7.2.3 ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΛΟΓΩ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΤΗΣ ΠΟΣΟΤΗΤΑΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

Η μέχρι τώρα ανάλυση βασίστηκε στην υπόθεση ότι, η συνολική ποσότητα (προσφορά) χρήματος, παραμένει σταθερή.

Αν υποθέσουμε τώρα, ότι η ποσότητα προσφοράς χρήματος αυξάνει (επειδή π.χ. η κεντρική τράπεζα μείωσε το απαιτούμενο ποσοστό διατήρησης ρευστών διαθεσίμων στις εμπορικές τράπεζες) και η ζήτηση χρήματος παραμένει αμετάβλητη, τότε θα έχουμε μετατόπιση της συνάρτησης προσφοράς χρήματος προς τα δεξιά, στη θέση  $M'_s$ , όπως αυτό φαίνεται στο παρακάτω Διάγραμμα 4.4.

Επίδραση της αύξησης προσφοράς χρήματος στην τιμή του επιτοκίου



Στο πιο πάνω Διάγραμμα 4.4. παρατηρούμε ότι η νέα συνάρτηση προσφοράς χρήματος  $M^s$  τέμνει τη συνάρτηση ζήτησης χρήματος  $M^D$  (που παραμένει αμετάβλητη) σε ένα άλλο σημείο, στο σημείο Γ, το οποίο προσδιορίζει τη νέα τιμή ισορροπίας του επιτοκίου  $i_2$ .

Επίσης, στο Διάγραμμα 4.4 παρατηρούμε ότι στην αρχική τιμή ισορροπίας  $i_1$ , με την αύξηση της ποσότητας του χρήματος σε  $M^s$  μονάδες, η προσφορά του χρήματος είναι μεγαλύτερη από τη ζήτηση χρήματος κατά  $A B$ .

Αυτό σημαίνει, ότι τα άτομα της οικονομίας παρακρατούν μεγαλύτερη ποσότητα χρήματος σε μορφή μετρητών από ό,τι επιθυμούν.

Συνεπώς, τα άτομα της οικονομίας θα προσπαθήσουν τώρα να διαθέσουν τα πλεονάζοντα μετρητά που έχουν στα χέρια τους, αγοράζοντας τοκοφόρους τίτλους (ομολογίες).

Με την ενέργεια αυτή θα έχουμε αύξηση της ζήτησης ομολογιών και, συνεπώς, αύξηση της τιμής των ομολογιών.

Η αύξηση, όμως, της τιμής των ομολογιών σημαίνει μείωση του επιτοκίου απόδοσης των ομολογιών.

Η αύξηση της τιμής των ομολογιών και, συνεπώς, η μείωση της απόδοσης των ομολογιών θα συνεχιστεί ως το σημείο όπου:

α) Η πλεονάζουσα ποσότητα των μετρητών που βρίσκεται στα χέρια των ατόμων, θα διατεθεί όλη για την αγορά ομολογιών και

β) Η αύξηση της τιμής των ομολογιών έχει τελικά μειώσει την απόδοση των ομολογιών, ως την τιμή του νέου επιτοκίου ισορροπίας,  $i_2$ .

Στο σημείο αυτό,  $i_2$ , η συνολική προσφορά χρήματος  $M^s$  θα είναι ίση με τη συνολική ζήτηση χρήματος  $M^D$ , οπότε η αγορά του χρήματος βρίσκεται σε κατάσταση ισορροπίας (σημείο Γ).

Από την παραπάνω ανάλυση οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι, όταν η ποσότητα προσφοράς χρήματος αυξάνει, με σταθερή τη ζήτηση χρήματος, η τιμή του επιτοκίου στην αγορά του χρήματος μειώνεται.

Θα μπορούσε, συνεπώς, να σκεφτεί κανείς ότι, όταν οι συνθήκες της οικονομίας απαιτούν σημαντική μείωση του επιτοκίου, ο νομισματικός φορέας θα έχει τη δυνατότητα να πετύχει αυτή τη σημαντική μείωση, αυξάνοντας ανάλογα την ποσότητα του χρήματος, π.χ. με τη σημαντική μείωση του ποσοστού των υποχρεωτικών ρευστών διαθεσίμων των εμπορικών τραπεζών (που αναλυτικά θα εξετάσουμε στο επόμενο κεφάλαιο).

Η δυνατότητα, όμως, του νομισματικού φορέα να μειώσει την τιμή του επιτοκίου με την αύξηση της ποσότητας προσφοράς χρήματος έχει ορισμένα όρια, καθόσον η μείωση της τιμής του επιτοκίου μέσω της αύξησης της ποσότητας του χρήματος είναι δυνατή μόνο μέχρι ενός ορισμένου σημείου και δεν είναι δυνατή η μείωση της τιμής του επιτοκίου πέρα του σημείου αυτού, ακόμη και αν συνεχιστεί η αύξηση της ποσότητας του χρήματος.

Συγκεκριμένα, παρατηρώντας το Διάγραμμα 4.3. βλέπουμε ότι η μείωση της τιμής του επιτοκίου μπορεί να φτάσει μόνο μέχρι το σημείο  $i_0$  και όχι παρακάτω, για τους λόγους που αναφέραμε στο προηγούμενο κεφάλαιο.

Πρέπει να σημειώσουμε ότι κάθε προσπάθεια του νομισματικού φορέα για να μειώσει την τιμή του επιτοκίου κάτω της τιμής ισομέσως της αύξησης της ποσότητας του χρήματος, δεν πρόκειται να φέρει κανένα αποτέλεσμα, διότι η οικονομία στο σημείο ισο και κάτω, βρίσκεται στην παγίδα ρευστότητας.

### 7.3. Ο ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΘΕΩΡΙΑΣ ΤΩΝ ΔΑΝΕΙΑΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Η θεωρία των δανειακών κεφαλαίων αναπτύχθηκε κυρίως από τους Σουηδούς οικονομολόγους B.Ohlin και D.Roberston, οι οποίοι έκαναν σοβαρή κριτική στην κεϋνσιανή θεωρία.

Η θεωρία των δανειακών κεφαλαίων υποστηρίζει ότι, το επιτόκιο διαμορφώνεται εντός της αγοράς δανειακών κεφαλαίων (Loanable funds) από την επίδραση των δυνάμεων της συνολικής προσφοράς και της συνολικής ζήτησης δανειακών κεφαλαίων και όχι από την επίδραση των δυνάμεων της συνολικής προσφοράς (ποσότητας) του χρήματος και της συνολικής ζήτησης χρήματος (προτίμηση ρευστότητας, όπως υποστηρίζει η κεϋνσιανή θεωρία.

Έτσι, για την ανάλυση του μηχανισμού διαμόρφωσης του επιπέδου του επιτοκίου βάσει της θεωρίας αυτής απαιτείται ο καθορισμός των καμπυλών της συνολικής ζήτησης δανειακών κεφαλαίων και της συνολικής προσφοράς τους.

Η ζήτηση δανειακών κεφαλαίων προέρχεται από τρεις πηγές:

- α) Από τις επιχειρήσεις, κυρίως για τη διενέργεια ε-



πενδύσεων, καθώς και για τη χρηματοδότηση των τρεχουσών δαπανών της παραγωγής.

β) Από τους καταναλωτές, για την αγορά διαφόρων αγαθών (καταναλωτική πίστη) ή αντιμετώπιση εκτάκτων αναγκών.

γ) Από το Κράτος, για την κάλυψη των ελλειμμάτων του κρατικού προϋπολογισμού και την ομαλή διεξαγωγή των πληρωμών του, δεδομένου ότι υπάρχει ορισμένη χρονική υστέρηση μεταξύ δαπανών και εσόδων του.

Η προσφορά δανειακών κεφαλαίων εντός της κεφαλαιαγοράς μπορεί να προέρχεται από τις πιο κάτω πηγές:

- α) Από την αποταμίευση των ιδιωτών
- β) Από την αποταμίευση και τις αποσβέσεις των επιχειρήσεων και
- γ) Από την αύξηση της ποσότητας του χρήματος εντός της οικονομίας

#### Υποθέσεις

Για την ανάλυση του μηχανισμού προσδιορισμού του επιπέδου του επιτοκίου γίνονται οι πιο κάτω υποθέσεις:

- α) Στην αγορά δανειακών κεφαλαίων κρατούν συνθήκες ελευθέρου ανταγωνισμού.
- β) Οι επιχειρηματίες επιδιώκουν μεγιστοποίηση του κέρδους τους.
- γ) Το μέγεθος του εθνικού εισοδήματος είναι δεδομένο (σταθερό).
- δ) Δεδομένες προτιμήσεις των καταναλωτών, όσον αφορά το μέγεθος της αποταμίευσης και κατανάλωσης (given time preferences of the consumers).
- ε) Δεδομένη προτίμηση ρευστότητας (given liquidity

preference).

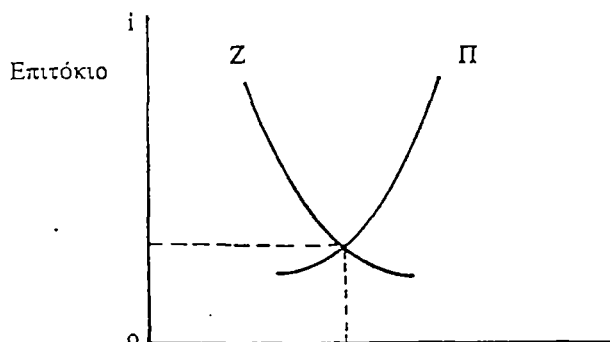
στ) Δεδομένη νομισματική πολιτική της κεντρικής τράπεζας.

ζ) Δεδομένη κλίμακα οριακού φυσικού προϊόντος και οριακού εσόδου του υλικού αγαθού.

Ο προσδιορισμός του Επιτοκίου Ισορροπίας.

Μετά τον προσδιορισμό των καμπυλών της συνολικής προσφοράς και της συνολικής ζήτησης δανειακών κεφαλαίων μπορεί να γίνει ο καθορισμός της τιμής του επιτοκίου, που φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα 4.5.

Προσδιορισμός της τιμής του επιτοκίου με βάση την Προσφορά (Π) και Ζήτηση (Ζ) δανειακών κεφαλαίων



Στο παραπάνω διάγραμμα στον κάθετο άξονα μετριέται το επιτόκιο δανειακών κεφαλαίων και στον οριζόντιο η ζήτηση και η προσφορά δανειακών κεφαλαίων.

Το επιτόκιο καθορίζεται από το σημείο τομής των καμπυλών προσφοράς και ζήτησης δανειακών κεφαλαίων.

Στο παραπάνω διάγραμμα, το επιτόκιο διαμορφώνεται στο ύψος  $i$ , στο οποίο η προσφορά και η ζήτηση δανειακών κεφαλαίων εξισώνεται.

Για να είναι η ισορροπία σταθερή (stable), πρέπει να εκπληρώνονται οι παρακάτω συνθήκες:

α) Η προσφορά δανειακών κεφαλαίων να ισούται με τη ζήτηση δανειακών κεφαλαίων στο επίπεδο του επιτοκίου του.

β) Στο επιτόκιο αυτό, η ζήτηση χρήματος για διατήρηση σε μορφή ρευστών (χρηματικών) διαθεσίμων πρέπει να ισούται με τη συνολική προσφορά χρήματος (χαρτονομίσματα + καταθέσεις όψεως).

γ) Στο επίπεδο του επιτοκίου αυτού πρέπει οι επενδύσεις να είναι ίσες με τις αποταμιεύσεις με τη λειτουργική έννοια της σχέσης επενδύσεων και αποταμιεύσεων.

Με άλλα λόγια, το επιτόκιο της αγοράς πρέπει να είναι σε τέτοιο ύψος, ώστε να επιτυγχάνεται η ισότητα:

α) Προσφερομένων και ζητούμενων δανειακών κεφαλαίων.

β) Ζήτησης ρευστών διαθεσίμων και προσφοράς χρήματος και

γ) Επενδύσεων και αποταμιεύσεων.

Αν δεν ικανοποιούνται οι σχέσεις αυτές, η ισορροπία είναι ασταθής (unstable).

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. ΧΡΗΜΑ - ΠΙΣΤΗ - ΤΡΑΠΕΖΕΣ

Κιόχου Πέτρος, Γιώργος Γιαννόπουλος

2. ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΙ  
ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Σταύρος Θωμαδάκης, Μανώλης Ξανθάκης

3. ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΙ ΠΡΑΚΤΙΚΗ

Ένωση Ελληνικών Τραπεζών

4. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ

Alpha Τράπεζα Πίστεως

5. ΔΕΛΤΙΟ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Ένωση Ελληνικών Τραπεζών

6. ΔΕΛΤΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ

Εθνική Τράπεζα Ελλάδος