

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ  
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ  
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ  
ΠΜΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**



**Θέμα εργασίας :  
Ευρωπαϊκή Οικονομική Ενοποίηση**

**Υπεύθυνος Καθηγητής :  
κ. Άγγελος Αντζουλάτος**

**Νίκη Τρίγκα ΜΧΑΝ/0642  
Σεπτέμβριος 2008**

## **Κεφάλαιο 1°**

Εισαγωγή (σελ 3)

## **Κεφάλαιο 2°**

### **Θεωρία Διαμεσολαβήσεως Χρηματοοικονομικό σύστημα και Θεσμικό Πλαίσιο**

2.1 Οικονομική Ανάλυση του Χρηματοοικονομικού Συστήματος (σελ 5)

2.2. Θεσμοθέτηση Νομικού Πλαισίου, πληροφόρηση και έλεγχος (σελ 10)

2.3. Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (σελ 14)

2.4 Χρηματοοικονομική καταστολή και οικονομική ανάπτυξη - Ιδιωτικοποίηση και οικονομική φιλελευθεροποίηση (σελ 27)

## **Κεφάλαιο 3°**

### **Ευρωπαϊκή Οικονομική Ενοποίηση**

3.1 Οικονομική ενοποίηση στις Χώρες της Ε.Ε., ο ρόλος των Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων και η εμπιστοσύνη σε αυτά (σελ 32)

3.2 Η αποτελεσματικότητα της ενιαίας αγοράς για τις οικονομικές υπηρεσίες (σελ 35)

3.3 Μετρώντας την Οικονομική Ενοποίηση των αγορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση (σελ 40)

3.4 Παράγοντες Οικονομικής Ενοποίησης στην περιοχή της Ευρωπαϊκής Ένωσης (σελ 55)

3.5 Ανασκόπηση Ευρωπαϊκής τραπεζικής αγοράς (σελ 58)

3.6 Η τραπεζική ενοποίηση στην περιοχή της Ευρωπαϊκής Ένωσης (σελ 65)

3.7 Η σημασία της ολοκλήρωσης των οικονομικών υποδομών στην Ε.Ε.(σελ 77)

3.8 Προληπτική εποπτεία και χρηματοπιστωτική σταθερότητα στη ζώνη του ευρώ (σελ 80)

## **Κεφάλαιο 4°**

### **Εφαρμογή στο EViews**

4. Εφαρμογή στην αγορά κρατικών ομολόγων (σελ 87)

4.1 Στοιχεία που χρησιμοποιούμε στην εφαρμογή (σελ 87)

4.2 Τρέχοντας τις παλινδρομήσεις των δεδομένων (σελ 87)

4.2.1 1<sup>η</sup> Εφαρμογή (σελ 88)

4.2.2 2<sup>η</sup> Εφαρμογή (σελ 103)

## **Κεφάλαιο 5°**

**Επίλογος** (σελ 120)

**Παραπομπές** (σελ 123)

## Κεφάλαιο 1ο

### Εισαγωγή

Αντικείμενο της εργασίας είναι ο βαθμός οικονομικής ενοποίησης μεταξύ των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και πιο συγκεκριμένα των χρηματαγορών. Στην εργασία αναφέρονται αναλυτικά τα μέτρα που χρησιμοποιούμε για τον καθορισμό του βαθμού ενοποίησης (3<sup>ο</sup> κεφάλαιο). Δύο από αυτά το β-convergence και το ποσοστό των αλλαγών χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (π.χ. ομολόγων), που εξηγείται από κοινούς παράγοντες, χρησιμοποιούνται στην εφαρμογή που πραγματοποιείται στην εργασία.

Σταθμός στην Ιστορία αλλά και στην εξέλιξη της Ε.Ε. θεωρείται η Ευρωπαϊκή νομισματική ενοποίηση που πραγματοποιείται το 1999 με την εισαγωγή του ευρώ ως κοινού νομίσματος. Για την εφαρμογή λοιπόν χωρίζουμε την μελέτη μας σε δύο περιόδους πριν και μετά το 1999. Πριν την νομισματική ενοποίηση μετράμε τη σύγκλιση και μετά την εναρμόνιση των τιμών των κρατικών ομολόγων (4<sup>ο</sup> κεφάλαιο).

Κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας η ίδρυση της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης, έχει αλλάξει δραματικά το τοπίο της οικονομίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Μια σημαντική αλλαγή είναι η συνεχής διαδικασία της ενοποίησης που πραγματοποιείται στις χρηματαγορές της Ε.Ε. και η οποία επέφερε τη συγχώνευση στο διασυνοριακό εμπόριο. Παρόλα αυτά, σε ορισμένα τμήματα της αγοράς υπάρχει μεγαλύτερη πρόοδος σε σχέση με άλλα, όσον αφορά την ενοποίηση τους. Σημαντικό ρόλο στην κατανόηση αυτής της τμηματοποίησης που διαπιστώνεται μέσα στην Ε.Ε. παίζει η Θεωρία της Διαμεσολάβησης (κεφάλαιο 2), μέσω της οποίας εξηγούνται πολλά από τα φαινόμενα που παρατηρούνται στην Ευρωαγορά.

Η Ευρωπαϊκή Οικονομική Ενοποίηση είναι πολύ σημαντική, καθώς η ενοποίηση και η ανάπτυξη των οικονομικών αγορών δύναται να συνεισφέρουν σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, αλλά και με εμπειρικές μελέτες, στην περαιτέρω ανάπτυξη και πρόοδο της Ε.Ε., αφαιρώντας τα εμπόδια και οι τριβές στις συναλλαγές, βοηθώντας στην πιο αποτελεσματική τοποθέτηση των κεφαλαίων. Για την περαιτέρω οικονομική ενοποίηση των χωρών της Ε.Ε. δίνονται κίνητρα στους μετέχοντες στην ευρωπαϊκή αγορά, όπως το «Πλάνο δράσης των οικονομικών υπηρεσιών (Financial Services Action Plan-FSAP-)», ενώ παράλληλα υπάρχει διάλογος από τους εμπλεκόμενους για ακόμη περισσότερα κίνητρα.

Είναι γενικά αποδεκτό ότι η μεγαλύτερη οικονομική ανάπτυξη είναι επικερδής στο σύνολό της, όμως είναι επίσης κατανοητό ότι μπορεί να έχει και λιγότερα θετικά αποτελέσματα. Για παράδειγμα, η μεγάλη συσσώρευση σε κάποιο τμήμα της αγοράς, μπορεί να λειτουργήσει ανασταλτικά για τον ανταγωνισμό. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονίσουμε το γεγονός ότι η διαδικασία της ενοποίησης είναι δυναμική και λόγω της διεύρυνσης της Ε.Ε. πολλές φορές γίνεται λόγος για χώρες διαφορετικών ταχυτήτων. Κρίνεται, λοιπόν, αναγκαία η παρακολούθηση της εξέλιξης της διαδικασίας και η κατανόηση των συνεπειών που επιφέρει στις αγορές μεταξύ των χωρών, ανά τακτά χρονικά διαστήματα. Εξαιρετικής σημασίας στην παρακολούθηση της όλης διαδικασίας είναι και τα μέτρα που χρησιμοποιούμε για τον βαθμό ενοποίησης στα διάφορα τμήματα της αγοράς, ώστε να δίνονται τόσο τα απαραίτητα κίνητρα, όσο και να θεσμοθετούνται οι απαραίτητοι κανόνες, για να υπερνικούνται τα διάφορα εμπόδια όπου εμφανίζονται.

## Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup>

### Θεωρία Διαμεσολαβήσεως, Χρηματοοικονομικό σύστημα και Θεσμικό Πλαίσιο

#### Εισαγωγή

Η οικονομική ενοποίηση είναι ζωτικής σημασίας για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής της Ε.Ε.. Πιο συγκεκριμένα, η νομισματική πολιτική περνάει μέσα από το χρηματοοικονομικό σύστημα και για το λόγο αυτό, θα πρέπει να είναι όσο πιο αποτελεσματικό γίνεται, ώστε να εγγυάται την ομαλή και αποτελεσματική κατανομή και μεταφορά κεφαλαίων. Η αποτελεσματικότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος στην Ε.Ε., κρίνεται από το βαθμό της οικονομικής ενοποίησης μέσα σε αυτό. Επίσης, ο βαθμός ενοποίησης καθορίζει και τη δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος, γεγονός που μπορεί να προκαλέσει επιπλοκές στη σταθερότητά του. Για το λόγο αυτό κρίνεται απαραίτητη η παρακολούθηση και επίβλεψη της διαδικασίας της ενοποίησης, τόσο από τα θεσμικά όργανα της Ε.Ε., όσο και από τις Κεντρικές Τράπεζες της κάθε χώρας-μέλους.

Για να μπορέσουμε όμως να κατανοήσουμε τη δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος στην Ευρωπαϊκή Ένωση καθώς και την αλληλεπίδραση τόσο των κρατών μελών μεταξύ τους όσο και των επιμέρους αγορών εντός της Ε.Ε., απαραίτητη προϋπόθεση είναι η γνώση της Θεωρίας της Διαμεσολάβησης.

#### **2.1 Οικονομική Ανάλυση του Χρηματοοικονομικού Συστήματος**

Το χρηματοοικονομικό σύστημα το πραγματοποιεί τη μεταφορά πόρων μεταξύ των χρηματοδοτών και των χρηματοδοτούμενων που μπορεί να είναι νοικοκυριά, επιχειρήσεις, κυβερνήσεις και ξένοι. Αυτό γίνεται μέσω των δύο καναλιών του χρηματοοικονομικού συστήματος, την άμεση χρηματοδότηση, που είναι οι αγορές χρήματος και κεφαλαίου και την έμμεση χρηματοδότηση, που αποτελείται από τους διαμεσολαβητές, δηλαδή τράπεζες και άλλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα.

Η ύπαρξη του χρηματοοικονομικού συστήματος, εξυπηρετεί στην αποτελεσματική αντιμετώπιση των διαφόρων μορφών κόστους που προκύπτουν από

τις οικονομικές συναλλαγές, με αποτέλεσμα την περαιτέρω οικονομική ανάπτυξη. Πιο συγκεκριμένα, μέσω αυτού αναπτύσσονται οικονομίες κλίμακας και φάσματος και καθίστανται εφικτές συναλλαγές μεταξύ χρηματοδοτών και χρηματοδοτούμενων, οι οποίοι έχουν διαφορετικό χρονικό ορίζοντα, αναφορικά με τη χρήση των χρημάτων τους, δηλαδή προσφέρονται υπηρεσίες μετασχηματισμού ρευστότητας.

Οι οικονομικοί παράγοντες στην προσπάθειά τους να επιτύχουν την μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα και το μέγιστο δυνατό όφελος από τις οικονομικές συναλλαγές τους έρχονται αντιμέτωποι με διάφορες μορφές κόστους. Τα κόστη αυτά συνοψίζονται σε τέσσερις κατηγορίες : το κόστος συναλλαγών, το κόστος πληροφόρησης, το οποίο αποτελείται από το κόστος επαληθεύσεως των πραγματικών γεγονότων, το κόστος για τη συγγραφή συμβολαίων που ρυθμίζουν τις σχέσεις σε μια οικονομική συναλλαγή και το κόστος εφαρμογής των συμβολαίων και των συμφωνιών.

Το κόστος συναλλαγής είναι αυτό που αποτρέπει πολλούς μικρούς επενδυτές από τη συμμετοχή τους στις αγορές ομολόγων ή μετοχών, αφενός διότι τελικά δεν τους συμφέρει μια τέτοια επένδυση αφετέρου διότι έχουν περιορισμένο αριθμό επιλογών. Όταν ενωθούν όλα τα επιμέρους κόστη αυτών των μικροεπενδυτών δημιουργούνται οικονομίες κλίμακας με αποτέλεσμα το κόστος συναλλαγής να μειώνεται καθώς οι οικονομικές αγορές αυξάνονται. Οι οικονομικοί μεσολαβητές εκμεταλλεύονται τις οικονομίες κλίμακας και μπορούν εύκολα να αναπτύξουν την εξειδίκευση επιτυγχάνοντας με τον τρόπο αυτό χαμηλότερα κόστος συναλλαγών, βοηθώντας παράλληλα δανειστές και πιστωτές να απολαμβάνουν τα πλεονεκτήματα της ύπαρξης οικονομικών αγορών. Έτσι εξηγείται και το γιατί οι τράπεζες κατέχουν ένα μεγάλο μέρος του οικονομικού συστήματος, αφού μπορούν και επιτυγχάνουν τα ανωτέρω.

Σημαντικό ρόλο στην ολοκληρωμένη κατανόηση της λειτουργίας του οικονομικού συστήματος παίζει η πληροφόρηση, δηλαδή το πώς διανέμονται οι πληροφορίες μέσα σε αυτό, καθώς και η φερεγγυότητα αυτών. Πιο συγκεκριμένα, ο τρόπος με τον οποίο η πληροφόρηση λειτουργεί μέσα στο σύστημα καθώς και πώς το επηρεάζει. Τα «αδύναμα σημεία» σημεία του χρηματοοικονομικού συστήματος, πηγάζουν κυρίως από την **ασύμμετρη πληροφόρηση**, που σημαίνει ότι το ένα από τα δύο συναλλασσόμενα μέρη έχει καλύτερη πληροφόρηση για την κατάσταση του άλλου σε μια οικονομική συναλλαγή.

Καλύτερη πληροφόρηση συνεπάγεται καλύτερες αποφάσεις και ως εκ τούτου συγκριτικό πλεονέκτημα και καλύτερη προοπτική για κερδοφορία για αυτόν που την κατέχει. Οι τράπεζες βρίσκονται και στις δύο πλευρές τις ασυμμέτρου πληροφορήσεως, την πλεονεκτική ως χρηματοδοτούμενοι και την μειονεκτική ως χρηματοδότες, σε αντίθεση με το ευρύ κοινό που βρίσκεται μόνο στην μειονεκτική.

Η ασύμμετρη πληροφόρηση οδηγεί σε δύο προβλήματα, την **δυσμενή ή αντίθετη επιλογή (adverse selection)**, η οποία πραγματοποιείται πριν την συναλλαγή και τον **ηθικό κίνδυνο (moral hazard)**, που ακολουθεί της συναλλαγής. Η δυσμενής επιλογή, αναφέρεται στο γεγονός ότι «κακά» επενδυτικά ρίσκα είναι αυτά που αναζητούν δάνεια και εν τέλει λόγω έλλειψης σωστής πληροφόρησης χρηματοδοτούνται, ενώ για τον ίδιο λόγο, εξαιρετικά επενδυτικά σχέδια δεν καταφέρνουν να χρηματοδοτηθούν. Ο ηθικός κίνδυνος, αναφέρεται στο ρίσκο των δανειζομένων, ότι με την εκταμίευση του δανείου, αποκτούν κίνητρο να προβούν σε δραστηριότητες που είναι ανεπιθύμητες από πλευράς των δανειστών, διότι ενώ αυξάνουν τον προσωπικό πλούτο των δανειζομένων, μειώνουν την πιθανότητα εξυπηρέτησεως του δανείου τους.

Η δυσμενής επιλογή έχει να κάνει με την αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς. Εργαλεία που βοηθάνε στην μείωση του κινδύνου αυτού, συμπεριλαμβάνουν την ιδιωτική παραγωγή και πώληση πληροφοριών, την κυβερνητική ρύθμιση για να αυξηθεί η παρεχόμενη πληροφόρηση επιχειρήσεων και ιδιωτών, την οικονομική μεσολάβηση και τον προσδιορισμό της καθαρής και υποθηκευμένης αξίας. Τα εργαλεία που βοηθάνε για τη μείωση του ηθικού κινδύνου στις συμβάσεις χρέους περιλαμβάνουν την χρησιμοποίηση της καθαρής αξίας, τον έλεγχο και την επιβολή των περιοριστικών συμβολαίων και την ύπαρξη οικονομικών μεσαζόντων.

Η **ανάλυση της πιστοληπτικής ικανότητας** αυτών που αιτούνται χρηματοδότηση από τους χρηματοδότες, έχει ως αποτέλεσμα να αυξάνεται το ποσοστό των χαμηλού κινδύνου επενδύσεων που χρηματοδοτούνται και ως εκ τούτου να μειώνεται η ένταση του προβλήματος της ασυμμέτρου πληροφορήσεως. Τεχνικές που χρησιμοποιούνται για να «φιλτράρονται» οι πληροφορίες από τις αιτούμενες χρηματοδοτήσεις είναι: τα συστήματα credit scoring των τραπεζών, οι βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας των εξειδικευμένων οίκων, όπως Moody's, Standard & Poors, Fitch IBCA, δάνεια και ομόλογα εταιρειών, κυβερνήσεων και οργανισμών και τέλος οι αναλύσεις των επενδυτικών συμβούλων για μετοχές. Επίσης, οι εμπράγματα εγγυήσεις (collateral) αυξάνουν τα έσοδα των χρηματοδοτών στην περίπτωση που η

επένδυση δεν είναι επιτυχής και ταυτόχρονα μειώνουν το μέγεθος του ηθικού κινδύνου. Αυτό γίνεται, διότι ο κίνδυνος να χάσουν οι χρηματοδοτούμενοι τις εμπράγματα εγγυήσεις τους αποτρέπει από οποιαδήποτε παρέκκλιση από την εφαρμογή των όρων της χρηματοδότησης, ενώ παράλληλα αποτελούν κίνητρο για μεγαλύτερη προσπάθεια επιτυχίας του επιχειρηματικού τους σχεδίου.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονίσουμε ότι **οι τράπεζες έχουν πολλά συγκριτικά πλεονεκτήματα** στην αντιμετώπιση της ασυμμέτρου πληροφόρησης σε σχέση με τους άλλους μεσάζοντες του χρηματοοικονομικού συστήματος. Πιο συγκεκριμένα, διαθέτουν καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με τις χρηματοδοτούμενες εταιρίες, η οποία είναι προϊόν μακροχρόνιας σχέσης με αυτές, πρόσβασης σε συγκεκριμένες πληροφορίες όπως «Τειρεσίας», ελέγχου κινήσεως των λογαριασμών τους καθώς και άλλων δραστηριοτήτων (letters of credit), που επιτρέπει να συνάγουν σημαντικά και χρήσιμα συμπεράσματα. Παράλληλα, οι τράπεζες έχουν ιδιωτική πληροφόρηση, οι οποίες αντανακλώνται και στα επιτόκια που χρεώνουν και που δεν δημοσιοποιούνται ώστε να έχουν πρόσβαση τρίτοι. Οι τράπεζες έχουν επίσης μεγαλύτερη διαπραγματευτική ισχύ έναντι των χρηματοδοτούμενων με αποτέλεσμα να αποθαρρύνονται ανεπιθύμητες συμπεριφορές και να μειώνεται το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου. Τέλος έχουν την δυνατότητα λήψης εμπράγματων εξασφαλίσεων και προτεραιότητα έναντι μετόχων και ομολογιούχων σε περίπτωση πτωχεύσεως της εταιρείας.

Οι πρώτες **οικονομικές κρίσεις** που πραγματοποιήθηκαν στις Η.Π.Α. στα μέσα του 19<sup>ου</sup> και στις αρχές του 20<sup>ου</sup> αιώνα, και η ακόλουθη μεγάλη διάσπαση της αγοράς, προήλθαν είτε από δυσμενείς επιλογές, είτε από την ανάληψη ηθικού κινδύνου, δηλαδή τα προβλήματα της ασυμμέτρου πληροφόρησης, τα οποία στερούν στις οικονομικές αγορές τη δυνατότητα να επενδύονται περισσότερα κεφάλαια σε παραγωγικές επενδυτικές προτάσεις ή ευκαιρίες, ώστε να δίνεται ώθηση στην οικονομία και να οδηγούμαστε σε ανάπτυξη. Τέσσερις είναι οι βασικοί παράγοντες που μπορεί να οδηγήσουν, μεμονωμένα ή συνδυαστικά, σε μια οικονομική κρίση: η αύξηση των επιτοκίων, η αύξηση της αβεβαιότητας, η επίδραση της μεταβολής της αξίας των περιουσιακών στοιχείων στις οικονομικές καταστάσεις και ειδικά στον ισολογισμό και τα προβλήματα που μπορεί να προκύψουν στον τραπεζικό τομέα.

Το **κόστος των χρηματοοικονομικών κρίσεων** είναι πολύ μεγάλο. Η ασύμμετρη πληροφόρηση μπορεί να οδηγήσει σε τραπεζικό πανικό και κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος με δραματικές συνέπειες για την κοινωνία. Οι καταθέτες,



ή γενικότερα οι χρηματοδότες δεν είναι σε θέση να κρίνουν εάν μια τράπεζα είναι υγιής ή όχι. Όταν, λοιπόν, θεωρούν ότι τα χρήματά τους κινδυνεύουν, γιατί έχουν αμφιβολίες για την κατάσταση του χρηματοοικονομικού συστήματος, τα αποσύρουν από όλες τις τράπεζες, υγιείς και μη, οδηγώντας το τραπεζικό σύστημα σε κατάρρευση. Πρόκειται για κλασική περίπτωση αυτοεπιβεβαιούμενων προσδοκιών και στην περίπτωση αυτή η εγγύηση των καταθέσεων μειώνει αλλά δεν εξαλείφει τον κίνδυνο.

Το χρηματοοικονομικό σύστημα λειτουργεί κάτω από ένα πολύ αυστηρό και περιοριστικό **νομικό πλαίσιο**, ίσως το αυστηρότερο από κάθε άλλον τομέα οικονομικής δραστηριότητας. Οι ρυθμιστικές / εποπτικές αρχές και κατ' επέκταση οι κυβερνήσεις, επιβάλλουν κανονισμούς λειτουργίας για τρεις κυρίως λόγους : την παροχή αξιόπιστων πληροφοριών στους χρηματοδότες, τη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοοικονομικού συστήματος και τη μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής.

Οι **εποπτικές αρχές** έχουν κίνητρο και υποχρέωση, για το καλό του κοινωνικού συνόλου, να μειώσουν το πρόβλημα της ασυμμέτρου πληροφορήσεως. Χωρίς αξιόπιστες και έγκαιρες πληροφορίες το χρηματιστήριο, η αγορά ομολόγων, ακόμη και το τραπεζικό σύστημα, δεν θα λειτουργήσουν αποτελεσματικά, εις βάρος της οικονομικής ανάπτυξης και ευημερίας των πολιτών. Για το λόγο αυτό, οι εποπτικές αρχές υποχρεώνουν τις εταιρίες να δημοσιοποιούν αρκετά στοιχεία σε εύλογο χρόνο, ώστε να οι πιθανοί χρηματοδότες να μπορούν να εκτιμούν τις προοπτικές των εταιριών.

Για τη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοοικονομικού συστήματος οι εποπτικές αρχές εφαρμόζουν **έξι τύπους περιορισμών για τις τράπεζες**.

1. Περιορισμοί εισόδου, άδεια λειτουργίας λαμβάνουν ευπόληπτοι πολίτες, με γνώση του αντικειμένου της τραπεζικής, οι οποίοι επενδύουν σημαντικά ίδια κεφάλαια
2. Εφαρμογή αυστηρού λογιστικού συστήματος και δημοσιοποίηση των αναλυτικών λογιστικών τους στοιχείων
3. Περιορισμούς στις δραστηριότητές τους με στόχο: πρώτον, να διασφαλίσουν ότι οι τράπεζες έχουν αρκετά ίδια κεφάλαια για να αντεπεξέλθουν ακόμα και σε μεγάλες και απρόβλεπτες ζημιές και δεύτερον, ότι δεν αναλαμβάνουν υπερβολικούς κινδύνους, ώστε να μειώνεται η πιθανότητα των μεγάλων ζημιών

4. Εγγύηση των καταθέσεων, με την οποία εξασφαλίζονται οι καταθέτες σε περίπτωση πτωχεύσεως της τράπεζας και μειώνεται η πιθανότητα πανικού και αυτοεπιβεβαιούμενων προσδοκιών
5. Περιορισμοί στον ανταγωνισμό, που στοχεύουν στην διασφάλιση της ικανοποιητικής κερδοφορίας των τραπεζών, ώστε να μειώνεται το κίνητρο για ριψοκίνδυνες επενδύσεις
6. Περιορισμοί σε επιτόκια

## 2.2. Θεσμοθέτηση Νομικού Πλαισίου, πληροφόρηση και έλεγχος

Στη λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος, τίποτα δεν είναι πιο σημαντικό από τη **θεσμοθέτηση και εφαρμογή των νόμων** που το διέπουν και που πρέπει να λειτουργούν μαζί με αυτό. Οι επενδυτές τοποθετούν τα χρήματά τους στις επιχειρήσεις και με τον τρόπο αυτό εναποθέτουν τις ελπίδες τους για κερδοφορία σε αυτούς που διοικούν τις επιχειρήσεις. Τα δικαιώματα των επενδυτών διασφαλίζονται και έχουν νόημα μόνο στην περίπτωση που προστατεύονται από τη νομοθεσία και υπάρχει ένα αποτελεσματικό νομικό πλαίσιο, το οποίο παράλληλα βοηθά στη μείωση του κίνδυνου των επενδύσεων και έτσι την προσέλκυση κεφαλαίων από το εξωτερικό.

Ειδικότερα, η αγορά εξαρτάται από το νομικό πλαίσιο με τη **θεσμοθέτηση τεσσάρων βασικών τομέων**, για τη διευκόλυνση και εξασφάλιση των οικονομικών συναλλαγών. Οι τομείς αυτοί αφορούν: 1) το καθεστώς ιδιοκτησίας όχι μόνο για τα ακίνητα περιουσιακά στοιχεία, αλλά και για δικαιώματα που αφορούν απαιτήσεις εργαζομένων, πιστωτών, εισπράκτορες φόρων και μετόχων από τις χρηματοροές των επιχειρήσεων, 2) το νομικό πλαίσιο που διευκρινίζει τους όρους συμβολαίων και το είδος αυτών, 3) το νομικό σύστημα που καθιερώνει και επιβάλλει το εταιρικό δίκαιο, διευκρινίζοντας τη σειρά των δικαιωμάτων και των στοιχείων του παθητικού των εταιριών, των ανώτερων υπαλλήλων και των διευθυντών τους και πώς οι επιχειρήσεις μπορούν να διοικηθούν (εταιρική διακυβέρνηση) και 4) τη χρηματοδότηση, δηλαδή τους νόμους και τους κανονισμούς που καθορίζουν και περιορίζουν συγκεκριμένες πτυχές του ίδιου του οικονομικού συστήματος.

Θα μπορούσαμε να δούμε τη δομή του νομικού συστήματος ως μια «πυραμίδα», στη βάση της οποίας **βρίσκονται θεμελιώδεις προϋποθέσεις ενός αποτελεσματικού νομικού συστήματος** που αφορούν τη δίκαιη επιβολή των

δικαιωμάτων ιδιοκτησιών και των εμπορικών συμβάσεων. Συγκεκριμένοι τομείς του νόμου, μπορούν να είναι αποτελεσματικοί, μόνο εάν τα θεμελιώδη εμπορικά δικαιώματα και το κράτος δικαίου επιβάλλονται. Το μεσαίο κομμάτι της πυραμίδας, αναφέρεται στα δικαιώματα που απολαμβάνουν οι πιστωτές και οι μέτοχοι στις οικονομικές τους συναλλαγές με τις επιχειρήσεις. Στην κορυφή της πυραμίδας βρίσκονται κανονισμοί που έχουν επιπτώσεις στη συσσώρευση των εμπορικών συναλλαγών στις οικονομικές αξιώσεις από τους μεσάζοντες.

**Η ύπαρξη νομικού συστήματος διασφαλίζει** ότι όλοι κινούνται βάση των ίδιων κανόνων χωρίς να μπορούν να εξαιρεθούν οι πλούσιοι και οι δυνατοί. Πιο συγκεκριμένα, ο ρόλος του νομικού συστήματος είναι ο περιορισμός της δύναμης των κυβερνήσεων, έτσι ώστε να μην φέρονται αυθαίρετα στο λαό. Η νομοθετική και δικαστική εξουσία επιβάλλεται να είναι διαφορετικές για να γίνεται σωστή και δίκαιη εφαρμογή των νόμων. Η αντιπροσωπευτική δημοκρατία έχει αποδεικτική στην πράξη η καλύτερη λύση για τη δημιουργία και εφαρμογή του ιδανικού πλαισίου κανονισμών που οδηγεί στην οικονομική ανάπτυξη.

Η **δωροδοκία** δικαστών, αστυνομικών, πολιτικών και δημόσιων υπαλλήλων υποβιβάζει το ρόλο του νομικού συστήματος. Η **διαφθορά**, αφορά παράνομες πληρωμές και χάρες, χρονολογείται από τα παλαιά χρόνια και συμβαίνει σε όλες σχεδόν τις χώρες σε διαφορετικό βαθμό και έκταση. Θα μπορούσαμε να τη χαρακτηρίσουμε ως ένα είδος «φόρου» που συλλέγουν δημόσιοι ανώτεροι υπάλληλοι προς όφελός τους. Οι περισσότερες έρευνες αποδεικνύουν ότι το κόστος της διαφθοράς μεταφέρεται στους καταναλωτές μέσω μεγαλύτερων τιμών και διανέμεται με τον τρόπο αυτό σε ολόκληρο το οικονομικό σύστημα. Τα αποτελέσματα της διαφθοράς είναι πολύ χειρότερα από την ύπαρξη μιας αναποτελεσματικής κυβέρνησης.

Υπάρχουν βέβαια παραδείγματα που διεφθαρμένες κυβερνήσεις κατάφεραν να επιβιώσουν, όχι όμως για πολύ και το τέλος ήταν αναπόφευκτο. Τέτοιου είδους κυβερνήσεις είναι ευάλωτες στον έλεγχο των συμφερόντων που εξυπηρετούν, με όποιες δυσμενείς συνέπειες τόσο για την οικονομία της χώρας όσο και για το έθνος αυτής. Σε παγκόσμιο επίπεδο, μια χώρα με μεγάλη έκταση διαφθοράς δεν μπορεί να αντεπεξέλθει του ανταγωνισμού, γι' αυτό και η νομοθεσία επιβάλλεται να καταπολεμά και να τιμωρεί τη διαφθορά.

Οι μέτοχοι πρέπει να διασφαλίζονται νομικά σε μια οικονομία και αυτό συμβαίνει όταν ικανοποιούνται κάποιες απαραίτητες προϋποθέσεις. Ουσιαστική είναι

η θεσμοθέτηση των λογιστικών προτύπων και της δημοσίευση οικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων, ώστε οι μέτοχοι, αλλά και οι επενδυτές, να μπορούν να έχουν την απαραίτητη πληροφόρηση και κοινά μέτρα σύγκρισης των επιχειρήσεων. Επίσης, είναι απαραίτητο η νομοθεσία να τους προστατεύει από την εγκληματικότητα και να τους διασφαλίζει από την εκμετάλλευση των δικαιωμάτων τους από τους διοικούντες των επιχειρήσεων που επενδύουν, καθορίζοντας αυστηρά το νομικό πλαίσιο των δικαιωμάτων και υποχρεώσεων τόσο των μετόχων όσο και της διοίκησης των επιχειρήσεων.

Η **διασφάλιση των πιστωτών** διαφοροποιείται από αυτή των μετόχων, επειδή οι πρώτοι διαθέτουν μια σταθερή, βάσει του νόμου, δέσμευση για ορισμένες συγκεκριμένες ροές μετρητών. Το πρωταρχικό πρόβλημα είναι ο καθορισμός του τι θα συμβεί όταν τα χρέη δεν πληρώνονται ή δεν εφαρμόζονται συμβόλαια χρέους. Είναι απαραίτητο, να υπάρχει ξεκάθαρο νομικό πλαίσιο τόσο για συγκεκριμένες περιπτώσεις χρέους όσο και για την αποτυχία επιχειρήσεων να αντεπεξέλθουν στα χρέη τους.

Λαμβάνοντας υπόψη όλες τις έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί σχετικά με το πόσο σημασία μπορεί να έχει το νομικό πλαίσιο για ολόκληρο το οικονομικό οικοδόμημα, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι ο ρόλος του είναι καθοριστικός στην οικονομική ανάπτυξη. Χώρες που επιθυμούν να έχουν οικονομική ανάπτυξη που να παράγει αξία, επιβάλλεται να διαθέτουν εύρωστο οικονομικό σύστημα ώστε να διανέμουν τα κεφάλαια, κάτι που απαιτεί με τη σειρά του ίδρυση ισχυρού νομικού συστήματος, το οποίο πρέπει να κατασκευαστεί ρητά με σκοπό την προστασία των επενδυτών, έτσι ώστε θα ενθαρρυνθούν για να επενδύσουν.

Χώρες που δίνουν έμφαση στην προστασία των μετόχων, όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, καταλήγουν με ισχυρές χρηματιστηριακές αγορές και αναπτύσσουν αντίστοιχους μηχανισμούς ελέγχου των αγορών αυτών. Χώρες που επικεντρώνουν στην προστασία των πιστωτών, όπως η Γερμανία, καταφέρνουν να οικοδομήσουν ισχυρό τραπεζικό σύστημα και αυστηρούς σχετικούς ελέγχους των τραπεζών για την αντιμετώπιση λανθασμένων συμπεριφορών. Οι αναπτυσσόμενες χώρες που δεν υιοθετούν μια από τις ανωτέρω πολιτικές προσεγγίσεις σχετικά με την νομοθεσία, οδηγούνται σε διοικητική άπρεπη συμπεριφορά, απογοητευμένους επενδυτές και έντονα κακή τοποθέτηση των κεφαλαίων, με ότι δυσμενείς συνέπειες συνεπάγονται για την οικονομία και για τους πολίτες της χώρας.

Τα **χρηματοοικονομικά των επιχειρήσεων**, περάσανε από διάφορα στάδια εξέλιξης για να αναπτυχθούν και να εφαρμοστούν επιτυχώς. Κεντρικό πρόβλημα των χρηματαγορών είναι η **ασύμμετρη πληροφόρηση**, δηλαδή όταν τα συμβαλλόμενα μέρη σε μια οικονομική συναλλαγή δεν διαθέτουν τις ίδιες πληροφορίες και αυτό γίνεται σκοπίμως από μια πλευρά. Η πληροφόρηση αυτή καθαυτή δεν έχει καμία αξία εάν δεν υπάρχουν αξιόπιστοι μηχανισμοί ελέγχου και διασταυρώσεως των στοιχείων που περιέχει μια πληροφορία. Η ασύμμετρη πληροφόρηση έχει τέσσερις επιπτώσεις, ωθεί την αγορά προς το χρέος και μακριά από τη δημόσια δικαιοσύνη, οδηγεί τις αγορές σε χρέος προς τις τράπεζες και μακριά από τους τίτλους όπως αμοιβαία, μετοχές και άλλα εμπορικά αξιόγραφα, κατευθύνει το σε βραχυπρόθεσμο χρέος, με συμβατικά δικαιώματα για τους πιστωτές, ώστε οι δανειζόμενοι να επιταχύνουν την πληρωμή σε περίπτωση παραβίασης κάποιου συμβολαίου και τέλος έχει ως αποτέλεσμα οι τράπεζες να δανειοδοτούν με υψηλότερο κίνδυνο.

Πριν ληφθεί οποιαδήποτε επενδυτική απόφαση θεωρείται απαραίτητο να πραγματοποιηθεί μια έρευνα αγοράς για να επιλέξουμε την καλύτερη και να διασφαλίσουμε το περισσότερο δυνατό την επένδυση αυτή. **Η έρευνα και η κοστολόγηση** της εκάστοτε επενδυτικής απόφασης είναι αντικείμενα του προβλήματος της δυσμενούς επιλογής και βοηθάνε στην αποφυγή αυτού. Η δυσμενής επιλογή έχει δυο αρνητικές επιπτώσεις στην αγορά χρέους. Κάνει το χρέος πιο ακριβό και αποτρέπει δανειστές πάνω από ένα συγκεκριμένο όριο κινδύνου, που έχουν ως αποτέλεσμα τα επιτόκια να είναι πολύ υψηλά και το κλείσιμο των αγορών είτε για όλους τους δανειστές, είτε όλων εκτός των γνωστών.

Μετά από την σύναψη κάποιας οικονομικής συμφωνίας εμφανίζεται το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου. Αφορά κατά πόσο θα ολοκληρωθεί και θα εφαρμοσθεί η συμφωνία αυτή από τα συμβαλλόμενα μέρη. Για να αποτραπεί το πρόβλημα αυτό θα πρέπει να υπάρχει έλεγχος και παρακολούθηση των επενδυτών και μετά τη σύναψη της συμφωνίας. Ο έλεγχος αυτός εξασφαλίζεται τόσο από τις τράπεζες όσο και από τους θεσμικούς επενδυτές, που διαθέτουν τα μέσα και την δυνατότητα να παρακολουθήσουν, να ελέγξουν αλλά και να παρέμβουν άμεσα σε περίπτωση προβλήματος αλλά και να παρέμβουν άμεσα.

Η ανάγκη της παρακολούθησης της διοίκησης των επιχειρήσεων αναδεικνύει ένα άλλο πρόβλημα για την **εταιρική διακυβέρνηση**, ποιος ελέγχει τη συμπεριφορά των επιχειρήσεων και μέχρι ποιου σημείου. Οι επιχειρήσεις χωρίζονται σε συγκροτήματα ή ομάδες, με στόχο τα οφέλη που προκύπτουν από την ομαδοποίηση

αυτή, που γίνεται είτε για προσωπική ικανοποίηση, για πολιτική επιρροή, για την συγκάλυψη πληροφοριών ή στοιχείων, τη διαφοροποίηση και για τη δημιουργία κύριων εσωτερικών αγορών κεφαλαίων.

Οι στόχοι της εταιρικής διακυβέρνησης διαφοροποιούνται ανάλογα με την οικονομική πολιτική που ακολουθεί η κυβέρνηση μιας χώρας και τους στόχους που θέλει να επιτύχει, αλλά και το είδος των επιχειρήσεων. Στόχος μπορεί να είναι μεγιστοποίηση της αξίας των μετοχών, ή των εργαζομένων ή ακόμα η καταπολέμηση της ανεργίας. Επίσης, οι στόχοι της εταιρικής διακυβέρνησης είναι διαφορετική ανάλογα με το μοντέλο που εφαρμόζεται.

Τα **βασικά μοντέλα εταιρικής διακυβέρνησης** είναι τέσσερα παγκοσμίως, 1) κυβερνητική ιδιοκτησία και έλεγχος, 2) οικογενειακή ιδιοκτησία και έλεγχος, 3) τραπεζοκεντρικό σύστημα ελέγχου και 4) έλεγχος από μεμονωμένους μετόχους. Το πρόβλημα όμως της πληροφόρησης και του ελέγχου παραμένει όποιος και να είναι ο στόχος, και για το λόγο αυτό είναι δύσκολο να μετρηθούν και να αξιολογηθούν τα επιτεύγματα της διοίκησης μιας επιχείρησης.

Η αγορά χρεογράφων δεν είναι δυνατό να λειτουργήσει χωρίς την πρόσβαση των επενδυτών σε αξιόπιστες πληροφορίες για τους εκδότες των χρεογράφων. Η υποχρεωτική δημοσίευση οικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων μέσω της νομοθεσίας καθώς και τα γενικά λογιστικά πρότυπα που πρέπει να ακολουθούνται είναι απαραίτητα για τη διαμόρφωση μιας εικόνας για την κάθε εταιρεία που ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα. Επειδή όμως δεν είναι αρκετά, έχουν αναπτυχθεί και αντιπροσωπεύει πιστωτικής εκτίμησης, που σε συνδυασμό με τους οικονομικούς αναλυτές του χρηματιστηρίου και τον οικονομικό τύπο βοηθούν στην επιλογή των σωστών επενδυτικών αποφάσεων.

## **2.3. Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα**

### **2.3.1 Τραπεζικό σύστημα και διοίκηση Χρηματοοικονομικών Ιδρυμάτων**

Ο ισολογισμός των εμπορικών τραπεζών μπορεί να θεωρηθεί ως κατάλογος των πηγών και των χρήσεων των κεφαλαίων τους και περιλαμβάνει το παθητικό-υποχρεώσεις, που είναι και οι πηγές κεφαλαίων μιας τράπεζας, καθώς και το ενεργητικό, το οποίο αποτελείται από τις χρήσεις των κεφαλαίων τους, δηλαδή την επένδυση αυτών. Τα στοιχεία του παθητικού των τραπεζών είναι οι πηγές

χρηματοδοτήσεώς τους, οι οποίες περιλαμβάνουν τις ελέγξιμες καταθέσεις, δηλαδή καταθέσεις με τις οποίες ο πελάτης έχει την δυνατότητα έκδοσης επιταγών ή διαπραγματεύσιμης σειράς αναλήψεων, χρονικά οροθετημένες καταθέσεις, εκπρωτικά δάνεια από την Κεντρική Τράπεζα και άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, καθώς και το κεφάλαιο των τραπεζών. Το ενεργητικό τους περιλαμβάνει τα αποθέματα των τραπεζών, τα στοιχεία μετρητών που διαθέτουν στο στάδιο της συλλογής, τις καταθέσεις σε άλλες τράπεζες, τους τίτλους, τα δάνεια και άλλα στοιχεία, συνήθως φυσικό κεφάλαιο.

Οι τράπεζες πραγματοποιούν κέρδη μέσω της διαδικασίας του μετασχηματισμού των στοιχείων του ενεργητικού τους. Πιο συγκεκριμένα, τα κέρδη τους προέρχονται από την πώληση των υποχρεώσεών τους με ένα συγκεκριμένο συνδυασμό ρευστότητας, κινδύνου και επιτοκίου και την αγορά στοιχεία με ένα διαφορετικό συνδυασμό ρευστότητας, κινδύνου και επιτοκίου, τέτοιο ώστε να τους αποφέρει κέρδη. Δηλαδή, δανείζονται με χαμηλό επιτόκιο, το οποίο ορίζουν για τις καταθέσεις των πελατών τους και δανείζουν με ένα μεγαλύτερο, το οποίο χρησιμοποιούν για την χορήγηση των δάνειων στους πελάτες τους, η διαφορά μεταξύ αυτών των δύο αποτελεί και το κέρδος τους. Όταν σε μια τράπεζα αυξάνονται οι καταθέσεις, αυξάνονται και τα αποθέματά της με το αντίστοιχο ποσό ενώ, όταν οι πελάτες κάνουν αναλήψεις και μειώνονται οι συνολικές καταθέσεις της τράπεζας, μειώνονται αντίστοιχα και τα αποθέματά της.

**Τέσσερις είναι οι βασικές προτεραιότητες που πρέπει να θέτει ο μάνατζερ μιας τράπεζας.** Πρώτον, να σιγουρευτεί ότι η τράπεζα έχει στη διάθεσή της αρκετά μετρητά, ώστε να μπορέσει να εξυπηρετήσει τις ανάγκες των πελατών της σε αναλήψεις. Οι τράπεζες επιθυμούν να έχουν ρευστότητα, γι' αυτό προγραμματίζουν να έχουν στη διάθεσή τους κυκλοφορούν ενεργητικό εάν και αυτό δεν έχει τόσο μεγάλη απόδοση, συγκριτικά με τις επενδύσεις που θα μπορούσαν να κάνουν στα χρήματα αυτά, αποτελεί όμως δικλείδα ασφαλείας. Δεύτερον είναι η σωστή διαχείριση του ενεργητικού, ώστε να επιφέρει κέρδη, τρίτον να προσελκύει κεφάλαια με μικρό κόστος για την Τράπεζα και τέταρτον να υπολογίζει σωστά το ποσό των χρημάτων που η τράπεζα πρέπει να παρακρατάει για ασφάλεια και αυτό που χρειάζεται να απορροφήσει.

**Οι κίνδυνοι που καλείται να αντιμετωπίσει μια τράπεζα** στις οικονομικές τις συναλλαγές είναι δύο, ο πιστωτικός κίνδυνος που προέρχεται από τους δανειζόμενους και ο κίνδυνος στα εισοδήματα και τις αποδόσεις των τραπεζών που

προέρχεται από τις αλλαγές των επιτοκίων. Στην αντιμετώπιση των ανωτέρων κινδύνων έρχεται να δώσει λύσεις η σωστή διαχείριση της ρευστότητας των αποθεματικών μιας τράπεζας. Η ύπαρξη μεγάλου αποθεματικού αποτελεί εξασφάλιση των τραπεζών ενάντια στο κόστος που μπορεί αυτές να έχουν από τις από τις εκροές καταθέσεων, που δύναται να προκύψουν. Επίσης, μια τράπεζα παρακρατεί τραπεζικό κεφάλαιο ώστε να αποφύγει το ενδεχόμενο να χαρακτηριστεί αφερέγγυα.

Οι τράπεζες διαμορφώνουν το ενεργητικό τους έτσι ώστε να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη, επιδιώκοντας τη μεγαλύτερη δυνατή επιστροφή από τα δάνεια και τους τίτλους, ενώ συγχρόνως προσπαθούν να έχουν το χαμηλότερο κίνδυνο, εξασφαλίζοντας παράλληλα την απαιτούμενη ρευστότητα. Αν και η διαχείριση του παθητικού ήταν κάποτε μια σοβαρή υπόθεση, μεγάλες τράπεζες (κέντρα χρημάτων) αναζητούν σήμερα άλλες πηγές χρηματοδοτήσεων, με την έκδοση πλέον στοιχείων του παθητικού, όπως το διαπραγματεύσιμο πιστοποιητικό των καταθέσεων ή με ενεργό δανεισμό από άλλες τράπεζες ή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Η ασύμμετρη πληροφόρηση, δηλαδή το γεγονός ότι ο δανειζόμενος γνωρίζει καλύτερα και περισσότερα τα της επιχείρησής του σε σχέση με τον δανειστή, δημιουργεί το πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής και του ηθικού κινδύνου, η έννοια των οποίων εξηγεί και τον λόγο χρησιμοποίησης πολλών διοικητικών αρχών από πλευράς των τραπεζών για την αξιολόγηση των χρηματοδοτήσεων. Αυτές οι αρχές, που στόχο έχουν την ελαχιστοποίηση του πιστωτικού κινδύνου και την έκδοση επιτυχών δανείων, ακολουθούνται από τις τράπεζες για την αποφυγή των δυο ανωτέρω προβλημάτων και περιλαμβάνουν την έρευνα αγοράς σχετικά με τη θέση αυτού που πρόκειται να χρηματοδοτηθεί, την εξειδίκευση στην δανειοδότηση, την καθιέρωση των μακροπρόθεσμων πελατειακών σχέσεων, την υποθήκευση περιουσιακών στοιχείων καθώς και την ύπαρξη όρων αποζημιώσεως, με στόχο την εξασφάλιση των χρημάτων τους και τέλος την λογική πίστωση.

Με την αυξανόμενη αστάθεια των επιτοκίων, που πραγματοποιήθηκε το 1980, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, άρχισαν να ενδιαφέρονται όλο και περισσότερο για την έκθεσή τους στον πιστωτικό κίνδυνο. Αν το παθητικό μιας τράπεζας επηρεάζεται περισσότερο από τις μεταβολές των επιτοκίων σε σχέση με το ενεργητικό, μια αύξηση των επιτοκίων θα επιφέρει μείωση των κερδών της τράπεζας, ενώ μια μείωση των επιτοκίων θα έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση των κερδών της. Υπάρχουν δύο αναλύσεις με τις οποίες μετράει κανείς την ευαισθησία των κερδών μιας τράπεζας στις αλλαγές των επιτοκίων, η ανάλυση χάσματος και η ανάλυση



διάρκειας. Τα οικονομικά όργανα διαχειρίζονται τον κίνδυνο επιτοκίου, με την τροποποίηση των ισολογισμών τους, αλλά μπορούν επίσης να χρησιμοποιήσουν και στρατηγικές που περιλαμβάνουν οικονομικά παράγωγα.

Οι **δραστηριότητες που δεν περιλαμβάνονται στον ισολογισμό μιας τράπεζας**, όπως οι συναλλαγές μεταξύ οικονομικών οργανισμών και η παραγωγή εισοδήματος από αμοιβές και πωλήσεις δανείων, έχουν επιπτώσεις στα κέρδη των τραπεζών, αλλά δεν είναι ορατές στους ισολογισμούς τους. Εξαιτίας των δραστηριοτήτων αυτών, οι τράπεζες εκτίθενται σε αυξανόμενους κινδύνους και η διοίκηση των τραπεζών πρέπει να δώσει ιδιαίτερη έμφαση, τόσο στις διαδικασίες αξιολόγησης κινδύνου, όσο και τους εσωτερικούς ελέγχους, για να περιορίσει τους υπαλλήλους από το να αναλάβουν να διατρέξει η τράπεζα ένα πάρα πολύ μεγάλο κίνδυνο.

Μια **αλλαγή στο οικονομικό περιβάλλον** δύναται να υποκινήσει τα οικονομικά όργανα να ψάξουν για τις οικονομικές καινοτομίες, οι οποίες είναι πιθανό να είναι κερδοφόρες. Πιο συγκεκριμένα, αλλαγές στην κατάσταση της ζήτησης χρήματος, ειδικά η αύξηση του κινδύνου των επιτοκίων, υποκίνησε την αναζήτηση κερδών, με αποτέλεσμα να οδηγηθούμε σε οικονομικές καινοτομίες, όπως οι διευθετήσιμες υποθήκες ποσοστού, ενώ οι αλλαγές στον τρόπο ανεφοδιασμού λόγω της προόδου στην τεχνολογία των υπολογιστών, έχουν οδηγήσει σε οικονομικές καινοτομίες όπως οι πιστωτικές κάρτες των τραπεζών και οι ηλεκτρονικές διατραπεζικές δυνατότητες συναλλαγών. Τέλος, άλλος ένας παράγοντας που μπορεί να οδηγήσει σε καινοτομίες στο οικονομικό σύστημα είναι η νομοθεσία και το εκάστοτε θεσμικό πλαίσιο σύμφωνα με το οποίο γίνονται οι οικονομικές συναλλαγές.

### **2.3.2 Οικονομική Ανάλυση των τραπεζικών κανονισμών**

Οι τραπεζικοί κανονισμοί θεσμοθετήθηκαν με στόχο την επίλυση των προβλημάτων της δυσμενούς επιλογής και του ηθικού κινδύνου που δημιουργούνται από την ασύμμετρη πληροφόρηση. Υπάρχουν επτά βασικές κατηγορίες τραπεζικών κανονισμών, αυτές είναι το θεσμικό πλαίσιο που αναπτύσσει η εκάστοτε κυβέρνηση, περιορισμοί στα αποθέματα περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών, γνωστοποίηση των κεφαλαιακών απαιτήσεων των τραπεζών, ρυθμίσεις σχετικά με την άσκηση εποπτείας και ελέγχου πιστώσεως των τραπεζικών ιδρυμάτων, προστασία των καταναλωτών, διαχείριση κινδύνων και περιορισμοί που μπαίνουν στον ανταγωνισμό.

Ειδικότερα, το θεσμικό πλαίσιο λειτουργεί ως ένα «Δίκτυ ασφαλείας» των καταθετών και προσπαθεί να αποτρέψει την πιθανή κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος, η οποία μπορεί να επέλθει από την πτώχευση των εμπορικών τραπεζών σε συνθήκες πανικού και φοβίας των καταθετών.

Πιο συγκεκριμένα, η σωστή λειτουργία των τραπεζών επιτυγχάνεται με την ύπαρξη ενός κρατικού ασφαλιστικού οργανισμού που ασφαλίζει τους καταθέτες μέχρι κάποιο ορισμένου χρηματικού ποσού, για κάθε λογαριασμό κατάθεσης κατά του κινδύνου πτώχευσης. Η Ομοσπονδιακή ασφαλιστική εταιρεία κατάθεσης ιδρύθηκε στις Η.Π.Α. το 1934, εξαιτίας της αλυσιδωτής πτώχευσης πολλών τραπεζών από την εξασθένηση των αποθεματικών τους. Ο κρατικός αυτός οργανισμός χρησιμοποιεί δύο μεθόδους για να αποφευχθεί η πτώχευση κάποιας τράπεζας, που μπορεί να οδηγήσει σε κατάρρευση ολόκληρο το οικονομικό σύστημα. Την μέθοδο της πλήρους αποπληρωμής, εξόφλησης των καταθετών μέχρι την εκκαθάριση της τράπεζας και τη μέθοδο εξαγοράς και συγχώνευσης με την εύρεση κάπου εθελοντή συνεργάτη. Επίσης, η Κεντρική Τράπεζα λειτουργεί πολλές φορές ως ο δανειστής της τελευταίας καταφυγής, της ύστατης ανάγκης, σε μια προσπάθεια κρατικού παρεμβατισμού με σκοπό την εξάλειψη του πανικού και της φοβίας σε περιόδους απότομης ανάληψης καταθέσεων.

Με τον τρόπο αυτό όμως μεγαλώνουν τα προβλήματα της δυσμενούς επιλογής και του ηθικού κινδύνου και παρατηρείται και οικονομική συγκεντροποίηση, που αποτελούν και μειονεκτήματα της όλης προσπάθειας εξασφάλισης των καταθετών. Αυτό γίνεται, διότι τόσο οι επενδυτές όσο και οι τράπεζες έχουν κίνητρο να αναλάβουν μεγαλύτερο ρίσκο, αφού εξασφαλίζονται τα χρήματά τους και δεν υπολογίζουν τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν, γεγονός που δύναται να οδηγήσει την κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος γρηγορότερα.

Παράλληλα, δημιουργείται και το πρόβλημα «πολύ μεγάλο για να καταρρεύσει», που σημαίνει ότι εάν ένα τραπεζικό ίδρυμα είναι πολύ μεγάλο οι επιπτώσεις πτώχευσης αυτού θα είναι αντίστοιχες του μεγέθους του και δυσμενείς για την οικονομία. Επομένως, σε μια τέτοια περίπτωση καταβάλλεται κάθε προσπάθεια για την αποφυγή της κατάρρευσης μιας μεγάλης τράπεζας με αποτέλεσμα να βρίσκονται πάντα τρόποι και τα μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα να προστατεύονται σε μεγαλύτερο βαθμό.

Η πρακτική «υπερπροστασίας» μεγάλων τραπεζικών ιδρυμάτων που ακολουθείται, δημιουργεί και το πρόβλημα της οικονομικής συγκεντροποίησης, την

συγκέντρωση δηλαδή μεγάλου όγκου κεφαλαίων σε ένα μεγάλο οργανισμό με όλες τις δυσμενείς επιπτώσεις που αυτό συνεπάγεται. Με την οικονομική συγκεντροποίηση οι τράπεζες εμπλέκονται και με άλλους οικονομικούς οργανισμούς και εκτίθενται σε διαφορετικές οικονομικές δραστηριότητες όπως κτηματομεσιτικές ασφαλιστικές αγορές τίτλων και πολλές άλλες, με αποτέλεσμα την αύξηση του κινδύνου που αναλαμβάνουν.

Οι περιορισμοί στα αποθέματα των περιουσιακών στοιχείων των Τραπεζών μειώνουν τον ηθικό κίνδυνο που σχετίζεται με την ανάληψη μεγάλου κινδύνου από μέρους των τραπεζών. Κανονισμοί που καθορίζουν την διακράτηση αποθεματικών από της τράπεζες, προωθούν την διαφοροποίηση της κεφαλαιακής τους διάθρωσης και αποτρέπουν την ανάληψη υψηλού κινδύνου από μέρους των τραπεζών. **Έχουμε τρεις μορφές κεφαλαιακών απαιτήσεων που πρέπει μια τράπεζα να διατηρεί.** Η πρώτη σχετίζεται με τον δείκτη κεφαλαιακής εξάρτησης ή δανειακής μόχλευσης που μετρά τη σχέση μεταξύ ιδίων και δανειακών κεφαλαίων και κατ' επέκταση την βιωσιμότητα και πιστοληπτική ικανότητα της τράπεζας. Η δεύτερη έχει να κάνει με τα αποθεματικά που διατηρούνται βασιζόμενα στον κίνδυνο που αναλαμβάνει μια τράπεζα, αφορά τα ειδικά αποθέματα που ορίζονται για να αποφεύγονται οι δυσμενείς επιπτώσεις των «εργασιών εκτός ισολογισμού» που πραγματοποιεί μια τράπεζα και η τρίτη αφορά αυτά τα αποθεματικά που καλύπτουν τον κίνδυνο στις εμπορικές συναλλαγές των μεγάλων τραπεζών.

Η εποπτεία, η έγκριση της λειτουργίας και ο συνεχής έλεγχος των τραπεζών, βοηθούν στην αντιμετώπιση των προβλημάτων της δυσμενούς επιλογής και του ηθικού κινδύνου. Υπάρχουν συγκεκριμένες ρυθμίσεις, σχετικά με την άσκηση εποπτείας και ελέγχου πιστώσεων των τραπεζικών ιδρυμάτων, ώστε να αξιολογούνται και να δημοσιοποιείται η κατάστασή τους στο κοινό. Μοντέλο για την μέτρηση της οικονομικής κατάστασης είναι η αξιολόγηση Camel, με βαθμολογική κλίμακα από το 1 έως 5, με άριστα το 1, ενώ το 5 σημαίνει ανάγκη παρακολούθησης της Τράπεζας. Η αξιολόγηση και έγκριση των τραπεζών περιλαμβάνει και διάφορες περιοριστικές ρήτρες σχετικά με την οικονομική τους δραστηριότητα καθώς και την σύνταξη και κοινοποίηση τριμηνιαίων και άλλων οικονομικών καταστάσεων και την αποστολή αυτών στις αρμόδιες εποπτικές αρχές.

Επίσης, η ανάπτυξη του κλάδου της διαχείρισης κινδύνου των τραπεζών βοηθά στην αντιμετώπιση της δυσμενούς επιλογής και του ηθικού κινδύνου. **Τέσσερα στοιχεία της υγιούς διαχείρισης κινδύνου** αξιολογούνται για να βρεθεί η

διοικητική εκτίμηση του κινδύνου: η ποιότητα της παράλειψης που παρέχεται από το διοικητικό συμβούλιο και την ανώτερη διαχείριση, η επάρκεια των πολιτικών και των ορίων για όλες τις δραστηριότητες που παρουσιάζουν τους σημαντικούς κινδύνους, την ποιότητα των συστημάτων μέτρησης και ελέγχου κινδύνου και η επάρκεια των διεθνών ελέγχων για να αποτρέψουν την απάτη ή τις αναρμόδιες δραστηριότητες εκ μέρους των υπαλλήλων.

Περισσότερες δημόσιες πληροφορίες για τους κινδύνους που υφίστανται από τις τράπεζες και την ποιότητα του χαρτοφυλακίου τους, μπορούν καλύτερα να επιτρέψουν στους πιστωτές και τους καταθέτες μετόχων να αξιολογήσουν και να ελέγξουν τις τράπεζες και να ενεργήσουν έτσι ως αποτρεπτικός παράγοντας στην υπερβολική διακύβευση. Επίσης, η προστασία του καταναλωτή μέσω νόμων σχετικά με την αλήθεια στον δανεισμό, τη δίκαιη πιστωτική τιμολόγηση, την ίση πιστωτική ευκαιρία καθώς και την κοινοτική επανεπένδυση και περιορισμοί στον ανταγωνισμό μεταξύ των τραπεζών τους αποτρέπει να οδηγούνται σε ζημιογόνες συναλλαγές και δίνουν τα σωστά κίνητρα στις τράπεζες ώστε να μην λαμβάνουν μεγάλους κινδύνους.

Οι ρυθμιστικές Αρχές των τραπεζών της εκάστοτε χώρας, δύναται να εξετάζουν πολύ τις εσωτερικές διαδικασίες των τραπεζών στη χώρα τους, αλλά συχνά δεν έχουν τη γνώση ή τη δυνατότητα να παρακολουθήσουν στενά τις διαδικασίες τραπεζών σε άλλες. Το πρόβλημα αυτό παρακολούθησης των τραπεζών σε διεθνές επίπεδο προσπαθεί να λύσει η Συνθήκη της Βασιλείας, η οποία αποτελεί ένα σύνολο κανόνων και περιορισμών, που πρέπει να ακολουθούν οι τράπεζες διεθνώς, ώστε να υπάρχει ένα κοινό σημείο αναφοράς και να είναι εφικτή η εποπτεία, παρακολούθηση και εξέλιξη των τραπεζών σε παγκόσμιο επίπεδο.

Αρκετοί είναι οι λόγοι που οδήγησαν στην εμφάνιση των οικονομικών κρίσεων και η αντιμετώπιση αυτών οδηγεί στην κατάκτηση της οικονομικής σταθερότητας. Το κακό ξεκίνησε με την εμφάνιση των οικονομικών καινοτομιών και την ανάπτυξη νέων αγορών όπως αμοιβαίων κεφαλαίων, ομολόγων, μετοχών, που οδήγησαν του επενδύτες σε άλλες πηγές χρηματοδότησης από τις μέχρι τότε κλασικές μορφές δανειοδότησης από τις τράπεζες. Ο ανταγωνισμός που αναπτύχθηκε, σε συνδυασμό με την ανοχή τόσο από μέρους της Κεντρικής Τράπεζας όσο και των κυβερνήσεων, εξαιτίας του φόβου για το πολιτικό κόστος καθώς και οι διάφορες ιστορικές συγκυρίες οδήγησαν στην κατάρρευση ολόκληρου του οικονομικού συστήματος.

Η σχέση μεταξύ των φορολογούμενων ψηφοφόρων, ρυθμιστών και των πολιτικών δημιουργεί έναν ιδιαίτερο τύπο ηθικού προβλήματος κινδύνου, **το κύριο πρόβλημα πρακτόρων (principal-agent problem)**, το οποίο εμφανίζεται όταν οι αντιπρόσωποι όπως οι διευθυντές έχουν κίνητρα που διαφέρουν από εκείνα του εργοδότη τους και έτσι, ενεργούν μάλλον προς το συμφέρον τους, παρά προς όφελος του εργοδότη. Με τον τρόπο αυτό λειτουργούν ορισμένες κυβερνήσεις, οι οποίες διαμορφώνουν την επιβολή προστίμων ή φορολογίας με στόχο την αποφυγή του πολιτικού κόστους, γεγονός που δεν βοηθά στην υγιή ανάπτυξη, αλλά δημιουργεί σοβαρές επιπτώσεις στην οικονομία.

### **2.3.3 Η αξία μιας τράπεζας και τα εποπτικά όργανα**

Η καθαρή αξία μιας τράπεζας είναι η διαφορά μεταξύ των τιμών του ενεργητικού της και των στοιχείων του παθητικού της. Τα περισσότερα στοιχεία του παθητικού μιας τράπεζας είναι όργανα χρέους που καθορίζονται σε ενδεικτικές χρονικές περιόδους, έτσι ώστε να είναι εφικτή η αξιολόγησή τους. Τα στοιχεία του ενεργητικού μιας τράπεζας είναι διάφοροι τίτλοι που έχει στην κατοχή της καθώς και δάνεια στις επιχειρήσεις, τις οικογένειες, και την κυβέρνηση, των οποίων η αποπληρωμή καθορίζεται σε συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα. Όπως είναι, λοιπόν, φυσικό υπάρχει μια αβεβαιότητα στην εκτίμηση των στοιχείων μιας τράπεζας, η οποία πρέπει να θεωρηθεί φυσιολογική, αφού θεωρείται αποδεκτή, εφ' όσον προκύπτει από μια δίκαιη και συνεπή εφαρμογή των κανόνων λογιστικής.

Υπάρχουν **τέσσερις μέθοδοι για την αξιολόγηση μιας τράπεζας**, σύμφωνα με το ιστορικό κόστος ή την λογιστική αξία, το τρέχον κόστος ή την αγοραστική αξία, την εφικτή αξία και τέλος την παρούσα αξία και οι τράπεζες στηρίζονται στην αξία που η κάθε επιχείρηση έχει κάνει για τα δικά της περιουσιακά στοιχεία. Η επιλογή της μεθόδου εξαρτάται από την φορολογία, τους εκάστοτε νόμους και περιορισμούς που υπάρχουν σε μια χώρα, με συνέπεια να αναπτύσσονται διάφορες τεχνικές αξιολόγησης. Σχετικά με την αξιολόγηση των δανείων σε κανονικές συνθήκες, οι περισσότερες χώρες απαιτούν από τις τράπεζες η αποτίμηση των δανείων και των καταθέσεων, να γίνεται με την χρήση του ιστορικού κόστους. Η προσέγγιση αυτή είναι ικανοποιητική για κερδοφόρες επιχειρήσεις που μπορούν να αντεπεξέλθουν στις υποχρεώσεις τους και λειτουργούν σε μη πληθωριστικό περιβάλλον.

Όσον αφορά τις τράπεζες που δραστηριοποιούνται σε περισσότερο **ευμετάβλητες αγορές**, όπως αγορές χρεογράφων, είναι αναγκαίο να ενημερώνονται για τις τρέχουσες αξίες, γεγονός που είναι πρόβλημα σε αναπτυσσόμενες ή μεταβατικές αγορές που είναι αδύναμες, οι εμπορικές συναλλαγές σπάνιες και οι bid-ask τιμές έχουν μεγάλο εύρος. Για τον λόγο αυτό προτάθηκε να χρησιμοποιούνται οι τρέχουσες τιμές για την αποτίμηση της αξίας ορισμένων τραπεζών που δραστηριοποιούνται ανά τον κόσμο, κάτι που αποδείχτηκε αδύνατο στην πράξη, εξαιτίας του ότι το μεγαλύτερο μέρος των ισολογισμών των τραπεζών αποτελούνται από δάνεια και καταθέσεις, που είναι ευαίσθητα σε κάθε μεταβολή των επιτοκίων και απαιτείται αναπροσαρμογή όλων των στοιχείων τη στιγμή της κάθε μεταβολής. Επομένως, καταλήγουμε στην χρήση των λογιστικών τιμών αν και αυτές δεν είναι τόσο ακριβείς, γιατί δεν ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα.

Σε μια εναλλακτική προσπάθεια, ώστε η αξία των δανείων μιας τράπεζας να ανταποκρίνεται στη πραγματική τους αξία, μειώνεται η αρχική αξία ενός δανείου, μέσω μιας διαδικασίας κατάταξης των δανείων και δημιουργίας λογαριασμών προβλέψεων για επισφαλής απαιτήσεις. Ανάλογα με την κατηγορία που κατατάσσεται το κάθε δάνειο δημιουργούνται και οι αντίστοιχοι λογαριασμοί προβλέψεων. Ιδανικά, ένα σύστημα ταξινόμησης και δημιουργίας προβλέψεων, μπορεί να αποτιμήσει την αξία που ένα δάνειο φέρει σε μια αποδοτική αγορά. Αυτή η προσέγγιση είναι δύσκολο να εφαρμοστεί, επειδή η αξιολόγηση δανείου είναι ανακριβής και υποκειμενική, παρόλα αυτά, στατιστικές μέθοδοι αρχίζουν να εφαρμόζονται, για να καταστήσουν τη διαδικασία πιο συγκεκριμένη.

Σε γενικές γραμμές, η **αποτίμηση των χρεογράφων**, τόσο αυτών που εκδίδει μια τράπεζα, όσο και αυτών που κατέχει μπορεί να γίνει στην αγοραστική τους αξία. Παρόλα αυτά, οι εποπτικές αρχές πιστεύουν, ότι δεν είναι σωστό να χρησιμοποιείται η αγοραστική τους αξία, γιατί ενώ η διαπραγματεύσιμη αξία των χρεογράφων μπορεί να αλλάξει με την αγοραστική αξία, δεν αλλάζει ούτε η νομική υποχρέωση να ξεπληρωθούν οι πιστωτές, αλλά ούτε και η αξίωση στους χρεώστες, για αυτά που έχει εκδώσει. Επομένως, είναι λογικό η αποτίμηση των χρεογράφων που θα κρατηθούν έως την λήξη τους να γίνεται σύμφωνα με τις ονομαστικές τους τιμές. Σε περίπτωση όμως που πρέπει να πάρουμε μια επενδυτική απόφαση σε δεδομένη χρονική στιγμή, είναι πιο σχετικές να χρησιμοποιηθούν οι τιμές της αγοράς, οι εκτιμηθείσες παρούσες αξίες και οι τιμές εκκαθάρισης.

Από την πλευρά του παθητικού, μια τράπεζα μπορεί να έχει εκδώσει μακροχρόνια, σταθερού επιτοκίου ομόλογα που έχουν διατεθεί σε μεγάλες και ρευστές αγορές. Μια αύξηση του επιπέδου των επιτοκίων, μειώνει την οικονομική αξία των ομολόγων και αντιστρόφως, ενώ στην λήξη τους, το ποσό που θα πληρωθεί στον κάτοχο των ομολογίων είναι το ίδιο. Δηλαδή, η τράπεζα θα πληρώσει την αναγραφόμενη στο ομόλογα αξία και για το λόγο αυτό είναι προτιμότερο τα ομόλογα που εκδίδει μια τράπεζα να αντιμετωπίζονται όπως και οι καταθέσεις και να αξιολογούνται συνεχώς, με βάση την ονομαστική τους τιμή.

Όσον αφορά τα χρεόγραφα που κατέχει μια τράπεζα, οι αναπτυγμένες χώρες δίνουν τη δυνατότητα επιλογής της μεθόδου εκτίμησης των τίτλων που έχουν στο ενεργητικό τους, η οποία και εξαρτάται από το χρονικό διάστημα που θα τους διατηρήσουν στην κατοχή τους. Η βασική αρχή είναι όμως ίδια για όλες τις χώρες. Πιο συγκεκριμένα, οι τίτλοι στο χαρτοφυλάκιο εμπορικών συναλλαγών, πρέπει να αξιολογούνται τακτικά με βάση την αγορά, με την αντίστοιχη προσαρμογή της αξίας τους, που ασκεί άμεση επίδραση στην εισοδηματική δήλωση, ενώ οι τίτλοι στο χαρτοφυλάκιο επένδυσης μπορούν να αποτιμούνται στο ιστορικό κόστος, η διαφορά μεταξύ αυτού του κόστους και της τελική τιμής εξαγοράς, αποσβένεται κατά τη διάρκεια της υπόλοιπης ζωής τους.

Κατά την εφαρμογή των τεχνικών αποτίμησης της αξίας τους οι τράπεζες αντιμετωπίζουν ποικίλα προβλήματα. Στις προσαρμοσμένες λογιστικές αξίες δεν συμπεριλαμβάνονται άυλα στοιχεία όπως η φήμη και πελατεία, οι ευκαιρίες κέρδους, υποτιμημένες εγγυήσεις, τα οποία μπορούν να παράγουν καθαρό εισόδημα στο μέλλον. Επίσης, οι τράπεζες έχουν, κέρδη ή ζημίες από λογιστικές δραστηριότητες που δεν συμπεριλαμβάνονται στον ισολογισμό τους, τα οποία ποσά, μπορεί να είναι πολύ μεγάλα σε μέγεθος, συγκριτικά με αυτά που περιέχονται σε αυτόν. Η αξιολόγηση αυτών των δραστηριοτήτων είναι και σήμερα ακόμα πολύ δύσκολη παρά τις προσπάθειες μέσω τις Βασιλείας να υπάρχουν κεφάλαια ώστε να προστατεύουν τις τράπεζες σε περιπτώσεις ζημίας.

Η αποτίμηση της αξίας μιας τράπεζας γίνεται ακόμα πιο δύσκολη σε πληθωριστικές περιόδους. Ακόμα και όταν μια τράπεζα απαιτεί πρόσθετες ασφάλειες κατά την επισύναψη ενός δανείου, η αγοραστική αξία των ασφαλίσεων αυτών επηρεάζεται από τις οικονομικές συνθήκες. Ο πληθωρισμός δίνει κίνητρα στους οφειλότες να συντηρήσουν τα δάνειά τους, ώστε να επωφεληθούν από την υπερτίμηση των περιουσιακών τους στοιχείων, ενώ ο αποπληθωρισμός εκθέτει τις

τράπεζες σε λανθασμένες επιλογές και απώλειες στην πώληση των πρόσθετων εγγυήσεων. Το ίδιο συμβαίνει και όταν το επιχειρησιακό περιβάλλον, αλλάζει ραγδαία, οι καθιερωμένες μέθοδοι υποτίμησης των λογιστικών αξιών οδηγούν σε παραπλανητικές αξίες.

Παράλληλα, η αξία μιας τράπεζας είναι δύσκολο να προσδιοριστεί όταν είναι αμφίβολη η βιωσιμότητά της και αυτό γιατί τα στοιχεία που διατηρούνται στο επενδυτικό της χαρτοφυλάκιο στο αρχικό τους κόστος, θα χρειαστεί να πουληθούν, με συνέπεια να πρέπει να αποτιμηθούν μάλλον σε αγοραστικές, παρούσες τιμές και εκκαθάρισης παρά σε ιστορικές τιμές. Αυτό έχει ως συνέπεια, λεπτομερείς λογιστικοί έλεγχοι είναι χάσιμο χρόνου και χρήματος. Οι κατά προσέγγιση εκτιμήσεις είναι αρκετές για μια επαρκή πολιτική απόφαση, με αποτέλεσμα οι ζημιές να ορίζονται σε ένα εύρος και να μην μπορούν αν οριστούν επακριβώς, καθώς και ότι το σχέδιο δράσης δεν πρέπει να περιλαμβάνει μόνο τις ζημιές αλλά και το βαθμό αβεβαιότητας αυτών σε περίπτωση εκκαθάρισης. Τέλος, προβλήματα στην αποτίμηση μια τράπεζας δημιουργούνται και όταν αυτή κρύβει την πραγματική της κατάσταση. Αυτό μπορεί να γίνει με την παροχή νέων δανείων σε προβληματικές ή μη φερέγγυες επιχειρήσεις που εμφανίζονται στον ισολογισμό ως υγιείς χρηματοδοτήσεις. Έτσι εξοφλούνται τα παλαιά δάνεια και αυτό γίνεται με την ανοχή πολλές φορές της Κεντρικής Τράπεζας.

Τακτικές επιτόπιες-επιθεωρήσεις των τραπεζών, επιβάλλεται να γίνονται για να διαπιστώνεται εάν αυτές ακολουθούν τους κανόνες καθώς και για την εξακρίβωση των στοιχείων τους. Επιθυμία των διευθυντών μιας τράπεζας να ελαχιστοποιηθούν οι προφανείς απώλειες, στηριζόμενοι στις ποικίλες τεχνικές, που δεν θα προκαλέσουν την η επίσημη αντίρρηση από τους εξωτερικούς ελεγκτές. Για το λόγο αυτό, οι επιθεωρητές πρέπει να εστιάσουν στο βαθμό γνησιότητας των οικονομικών δηλώσεων και να ελέγξουν εάν και σε ποιο βαθμό η διαχείριση έχει εκμεταλλευτεί την ευελιξία των κανόνων αξιολόγησης.

Για την καλύτερη λειτουργία των τραπεζών έχουν θεσμοθετηθεί εποπτικά όργανα, των οποίων ρόλος είναι ο έλεγχος των τραπεζών για την εξασφάλιση της οικονομικής σταθερότητας. Τα εποπτικά αυτά όργανα, έχουν καθιερώσει κανονισμούς, ώστε να ελαχιστοποιήσουν την έκθεση των τραπεζών στον κίνδυνο και να βάλουν κάποια όρια, θέτοντας περιορισμούς στην ανάπτυξη δραστηριοτήτων των τραπεζών, αποτρέποντας την οπισθοδρόμησή τους. Εναλλακτικά, οι κανόνες αυτοί μπορούν αντί να ελαχιστοποιούν ή να απαγορεύουν τις δραστηριότητες αυτές, να θέτουν δικλείδες ασφαλείας για την πραγματοποίησή τους, όπως η κράτηση



περισσότερων κεφαλαίων μέσα στην τράπεζα ή χρεώνοντας μεγαλύτερες αμοιβές για επιτόπιους ελέγχους και καταθέσεις ασφαλείας σε τράπεζες που αναλαμβάνουν μεγαλύτερο κίνδυνο.

Από το 1988 η **Συνθήκη της Βασιλείας**, καθιέρωσε πρότυπα, σχετικά με την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, τα οποία αναγνώριζαν ότι το κάθε περιουσιακό στοιχείο μιας τράπεζας, έχει διαφορετικό βαθμό έκθεσης στον κίνδυνο που αναλαμβάνει η τράπεζα, καθώς και ότι υπάρχουν συναλλαγές που δεν εμφανίζονται στον ισολογισμό μιας τράπεζας, που και αυτές εκθέτουν σε κίνδυνο την τράπεζα. Τα πρότυπα της Βασιλείας που βασίζονται στον κίνδυνο, δίνουν την δυνατότητα στις τράπεζες επιλογής, σε μεγάλο βαθμό, στην σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους, παρόλα αυτά, δεν αντιπροσωπεύουν τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν οι τράπεζες στις εντός και εκτός ισολογισμού συναλλαγές τους. Τα στοιχεία του ενεργητικού μιας τράπεζας κατηγοριοποιούνται ανάλογα με την έκθεσή τους στον κίνδυνο και δίνεται διαφορετική βαρύτητα στο καθένα από αυτά, κάτι που δεν ανταποκρίνεται πλήρως στην πραγματικότητα στον πιστωτικό κίνδυνο που αναλαμβάνει μια τράπεζα. Για να καταλήξουν στην συγκεκριμένη κατηγοριοποίηση διαπραγματεύτηκαν ιστορικά δεδομένα των 10 χωρών που αποτελούσαν στην αρχή την Βασιλεία, όχι στατιστικά στοιχεία και δεν λάβανε υπόψη τους τη διαφοροποίηση του κινδύνου στην κάθε κατηγορία και τη συνδιακύμανση μεταξύ των στοιχείων η οποία μπορεί να μειώσει ή να αυξήσει σε μεγάλο βαθμό τον κίνδυνο.

Η Βασιλεία, διεύρυνε τα πρότυπα σχετικά με την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, ώστε να καλύψει τον κίνδυνο τις αγορές. Έτσι παρέχεται στις τράπεζες η δυνατότητα δύο τρόπων για την εκτίμηση των αναγκών τους σε κεφάλαια. Τον παραδοσιακό τρόπο, που απαιτείται η κράτηση ενός επιπρόσθετου ποσού κεφαλαίων για την κάλυψη της τράπεζας έναντι του κινδύνου της αγοράς στον οποίο εκτίθεται. Εναλλακτικά, η τράπεζα μπορεί να χρησιμοποιήσει το δικό της εσωτερικό σύστημα διαχείρισης κινδύνου.

Στην σημερινή παγκοσμιοποιημένη αγορά, με τους γρήγορους ρυθμούς ανάπτυξης και τις ραγδαίες εξελίξεις είναι δύσκολο για τα εποπτικά μέσα να υπολογίσουν τις ανάγκες κάθε τράπεζας για κεφάλαια, για το λόγο αυτό βασίζονται στους εσωτερικούς υπολογισμούς κάθε τράπεζας. Γι' αυτό στην αρχή κάθε περιόδου θα πρέπει να υποβάλλονται στα εποπτικά όργανα η κατά προσέγγιση ανάγκες για κεφάλαια, ώστε να συνεκτιμώνται μαζί με την επάρκεια διαχείρισης κινδύνου του συστήματος, να αξιολογούνται και να εγκρίνονται.

Η υιοθέτηση των προτύπων της Βασιλείας από χώρες των οποίων η οικονομία είναι ευμετάβλητη δεν ενδείκνυται. Οι τεχνικές ελέγχου γενικά, η κατηγοριοποίηση των δανείων και η δημιουργία προβλέψεων μπορεί να οδηγεί σε λανθασμένα συμπεράσματα και στοιχεία στις οικονομικές καταστάσεις. Το θεσμικό πλαίσιο και η φορολογική νομοθεσία της κάθε χώρας μπορεί να αποτελέσει εμπόδιο στην εφαρμογή των κανόνων της Βασιλείας.

Σχετικά με τα πρότυπα ρευστότητας υπάρχουν δύο εποπτικές προσεγγίσεις. Η πρώτη ορίζει κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με την μέτρηση και τη διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας. Η δεύτερη απαιτεί να διατηρούν οι τράπεζες κάποιο λογικό μέρος των ρευστών περιουσιακών τους στοιχείων από καταθέσεις ή άλλα στοιχεία, ώστε να είναι σε θέση να ικανοποιήσουν αιτήματα αναλήψεως καταθέσεων.

Ταυτόχρονα, θέτοντας όρια στον δανεισμό μεμονωμένων ατόμων και σχετικών μεταξύ τους ομάδων, καθώς και στις ενδοσυναλλαγές, τα εποπτικά όργανα επιτυγχάνουν τη μείωση του κινδύνου. Πιο συγκεκριμένα, οι τράπεζες δεν επιτρέπεται να χορηγούν πάνω από το 15%-25% περίπου των δανείων τους σε μεμονωμένα άτομα, και ο δανεισμός εντός της τράπεζας απαγορεύεται έως ένα μεγάλο βαθμό.

Παράλληλα οι τράπεζες εκτίθενται και στο συναλλαγματικό κίνδυνο για την αποφυγή του οποίου υπάρχουν δύο προσεγγίσεις από τα εποπτικά όργανα. Πρωταρχικά δίνονται κάποιες κατευθυντήριες γραμμές, αναφορικά με τη μέτρηση και διαχείριση αυτού του κινδύνου, που συμπεριλαμβάνουν πρότυπα εσωτερικού ελέγχου, λογιστικά, εγγραφών, αναφορών των στοιχείων, καθιερώνοντας διαχωρισμό ευθυνών και λειτουργιών. Η δεύτερη προσέγγιση σε συνδυασμό με τις κατευθυντήριες αρχές, περιλαμβάνει καθορισμό βασικών ορίων στην ακάλυπτη θέση της τράπεζας, εκφρασμένων ως ποσοστό κεφαλαιακής βάσης. Τέλος, κανονισμοί σχετικοί με τους εσωτερικούς καθώς και η παγίωση της εποπτείας των τραπεζών σε παγκόσμιο επίπεδο βοηθούν στην ελαχιστοποίηση του κινδύνου που αναλαμβάνει μια τράπεζα.

Για να μπορέσει μια τράπεζα να λειτουργήσει θα πρέπει να έχει την έγκριση των εποπτικών οργάνων, ότι τηρεί εκείνα τα στοιχεία που εξασφαλίζουν τους καταθέτες και διασφαλίζουν τον υγιή ανταγωνισμό στην αγορά. Αφού αρχίσει να λειτουργεί θα πρέπει να παρακολουθείται διαχρονικά, και να επιτηρείται η κατάστασή της για να διασφαλίζεται η εφαρμογή σωστών πρακτικών σε περίπτωση προβλημάτων. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω της παρακολούθησης των οικονομικών

καταστάσεων, των πληροφοριών που δημοσιοποιεί, αλλά και μέσω επιτόπιων ελέγχων για τη διασταύρωση και εξακρίβωση των στοιχείων αυτών, καθώς και διαφόρων δεικτών που μπορούν έγκαιρα να προειδοποιήσουν σε περίπτωση προβλημάτων.

Επιπρόσθετα, η εποπτεία των τραπεζών γίνεται και μέσω εξωτερικών ελεγκτών ή εσωτερικών ελέγχων που πραγματοποιούνται από την ίδια την τράπεζα. Σε ορισμένες χώρες οι εποπτικές αρχές ορίζουν εξωτερικούς ελεγκτές να πραγματοποιήσουν τους επιτόπιους ελέγχους, ο ρόλος των οποίων είναι αμφισβητήσιμος. Σε περίπτωση εφαρμογής λανθασμένων, επικίνδυνων, η μη συμβατικών πρακτικών από τις τράπεζες, έχουμε την παρέμβαση των εποπτικών αρχών που περιλαμβάνει την ενδυνάμωση μη βιώσιμων τραπεζών ή το κλείσιμο αυτών καθώς και τη δημιουργία και την κοινοποίηση βάσης δεδομένων.

Οι εποπτικές αρχές παρακολουθούν, εξακριβώνουν και αρχειοθετούν για δική τους χρήση στοιχεία σε σχέση με τις επιχειρήσεις, τους δανειζόμενους και τις τράπεζες καθώς και για συγκεκριμένες αγορές που μπορεί να επηρεάσουν την κατάσταση των τραπεζών, όπως η αγορά ακινήτων. Τα στοιχεία οποία δημοσιοποιούν σε δεδομένη χρονική στιγμή ανάλογα με το πώς κρίνουν ότι είναι σωστό, για παράδειγμα δίνουν στοιχεία των τραπεζών στο κοινό ή των δανειζόμενων στις τράπεζες σε μια προσπάθεια για σωστή πληροφόρηση και αποφυγή της παραπλάνησης, ώστε να γίνονται δίκαιες συναλλαγές.

#### **2.4 Χρηματοοικονομική καταστολή και οικονομική ανάπτυξη - Ιδιωτικοποίηση και οικονομική φιλελευθεροποίηση**

Η δημοκρατία και η οικονομική φιλελευθεροποίηση είναι δύο διαφορετικές, ευδιάκριτες έννοιες, οι οποίες μακροπρόθεσμα τείνουν να συγκλίνουν. Εξετάζοντας την ιστορία διαπιστώνει κανείς ότι ο αγώνας για αλλαγή του πολιτεύματος και το πέρασμα από μοναρχικά και ολιγαρχικά καθεστώτα, προς δημοκρατία, είχε ως αποτέλεσμα το άνοιγμα των αγορών και τη δημιουργία της ελεύθερης στην μορφή που υπάρχει σήμερα. Η αλλαγές αυτές στο πολίτευμα και στην μορφή της οικονομίας δεν επήλθαν παράλληλα, αλλά ακολούθησαν.

Ο βασικός ρόλος μιας κυβέρνησης είναι η διασφάλιση των πολιτών από οποιαδήποτε μορφή βίας εσωτερική ή εξωτερική και η εξασφάλιση της κοινωνικής ισορροπίας. Όταν μια κυβέρνηση μονοπωλεί τη δύναμη επιρροής που διαθέτει και

στόχος της είναι το προσωπικό όφελος των λίγων και όχι το κοινωνικό συμφέρον οδηγούμαστε σε καθεστωτικές αντιλήψεις που καταπιέζουν τον λαό και δεν βοηθούν την ανάπτυξη του κράτους. Τέτοιου είδους κυβερνήσεις επιβιώνουν μέσω απειλών και χρήση βίας, ενώ παράλληλα χρησιμοποιούν την εξουσία για να οικειοποιούνται τον πλούτο της κοινωνίας.

Η αποκομιδή του πλούτου πραγματοποιείται μέσω φόρων και μισθωμάτων, η οποία πρέπει να γίνεται βάση τη νομιμότητα και το κοινωνικό συμφέρον. Για το λόγο αυτό ο ρόλος του νόμου είναι καθοριστικός και η εφαρμογή αυτού ουσιαστική για την ανάπτυξη μιας εύρωστης οικονομίας και τη δημιουργία μιας σύγχρονης κοινωνίας. Η εφαρμογή των νόμων θα πρέπει να γίνεται χωρίς διακρίσεις και να ισχύει για όλους, ανεξαρτήτου κοινωνικής θέσης και εξουσίας. Η σύγχρονη πολιτική σκέψη προσπαθεί να προσδιορίσει τη νομική βάση πάνω στην οποία η εκάστοτε κυβέρνηση πρέπει να κινείται και για να καταλάβει πώς τα οφέλη της κυβέρνησης μπορούν να ληφθούν, χωρίς τις αυθαίρετες παρεισφρήσεις και τις καταχρήσεις των προνομίων που διαθέτει.

Παρά τις προσπάθειες, είναι πολύ δύσκολο να καθοριστεί το τέλειο πλαίσιο νόμων και κανόνων που να περιορίζει την συμπεριφορά και την εξουσία της εκάστοτε κυβέρνησης, διότι αυτό επηρεάζεται από την ίδια σε μεγάλο βαθμό. Όταν κάποιος απολαμβάνει το προνόμιο και τη δύναμη της εξουσίας, δύσκολα καταθέτει τα όπλα χωρίς μάχη. Τους δύο τελευταίους αιώνες δόθηκαν πολλές μάχες και ξέσπασαν επαναστάσεις στην προσπάθεια να περιοριστεί η δύναμη του κράτους που χρησιμοποιούνταν εις βάρος του λαού και της κοινωνίας με την απειλή και τη χρήση βίας, καθώς και την επιβολή δυσβάστακτης φορολογίας.

Η μετάβαση στη δημοκρατία πραγματοποιήθηκε σταδιακά σε όσες χώρες ο λαός διεκδίκησε την ελευθερία από αυταρχικά και απολυταρχικά καθεστώτα, με πολλές μάχες και αγώνες διεκδίκησης των δικαιωμάτων του. Πολλές χώρες ακόμα και σήμερα δίνουν αγώνα για την δημοκρατία και δεν είναι τυχαίο ότι η αυστηρή φορολογία και η διαφθορά επικρατούν και καθιστούν ρευστή την πολιτική κατάσταση στις χώρες αυτές με όποιες συνέπειες για την οικονομία τους.

Η σχέση που υπάρχει ανάμεσα στις επιχειρήσεις και την κυβέρνηση είναι άλλοτε αυστηρά καθορισμένη και διαχωρίζονται οι δραστηριότητές τους και άλλοτε οι μεν επικαλύπτουν τους δε. Οποιαδήποτε παρέμβαση της κυβέρνησης στις επιχειρήσεις, έχει άμεσες επιπτώσεις στο οικονομικό σύστημα και τις αναγκάζει να προσαρμοστούν ανάλογα. Η κάθε κυβέρνηση προσπαθεί να κατευθύνει τις εισροές

κεφαλαίων σύμφωνα με την πολιτική που ακολουθεί και από την πλευρά του οι επιχειρήσεις προσπαθούν να εκμεταλλευτούν στο έπακρο τα προνόμια που μπορεί να τους παρέχει μια κυβέρνηση, όπως για παράδειγμα κίνητρα για ανάπτυξη και μείωση της ανεργίας ή φοροαπαλλαγές. Υπάρχει, λοιπόν, μια σχέση αλληλεπίδρασης μεταξύ κυβέρνησης και επιχειρήσεων, η οποία διαμορφώνει και καθορίζει την οικονομική κατάσταση που επικρατεί σε μια χώρα.

Η βασικότερη λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος αφορά την έκδοση και τη διασφάλιση του χρήματος. Αναπτύσσεται κατ' αυτόν τον τρόπο ένας μηχανισμός για τη μεταφορά χρήματος μεταξύ των καναλιών του οικονομικού συστήματος, νοικοκυριά, τράπεζες και επιχειρήσεις. Σε μια πλήρως αναπτυγμένη και ανταγωνιστική οικονομία υπάρχουν και άλλοι μετέχοντες στο οικονομικό σύστημα, αναπτύσσονται οι αγορές των μετοχών και των αμοιβαίων, καθώς και εξειδικευμένοι οικονομικοί διαμεσολαβητές. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να δίνονται κίνητρα στην ιδιωτική αποταμίευση και επένδυση και τα κεφάλαια να χρησιμοποιούνται παραγωγικά.

Ο ρόλος της κυβέρνησης είναι καθοριστικός και η παρέμβαση αυτής πρέπει να γίνεται με τέτοιο τρόπο ώστε να δίνεται ώθηση στην οικονομική ανάπτυξη. Το πολιτικό καθεστώς και η πολιτική που ακολουθείται από κάθε κυβέρνηση είναι ουσιαστικά στοιχεία για την οικοδόμηση του οικονομικού συστήματος. Παράλληλα, η νομοθεσία, η πληροφόρηση, το κυκλοφορούν χρήμα, ο τρόπος φορολογίας των τραπεζών καθώς και η δημιουργία ενός βασικού πλαισίου νόμων και κανονισμών για την λειτουργία, την εποπτεία και των έλεγχο αυτών, αποτελούν βασικά συστατικά του οικονομικού συστήματος. Η διαχείριση και ο σχεδιασμός αυτών, αποτελούν τον κορμό της οικονομικής πολιτικής που ακολουθείται από μια κυβέρνηση.

Ορισμένες από τις ενέργειες στις οποίες προβαίνει μια κυβέρνηση στην εφαρμογή της επιλεγμένης οικονομικής πολιτικής που ακολουθεί ενδέχεται να έχουν ως αποτέλεσμα την καταστολή της οικονομικής ανάπτυξης. Αυτές αφορούν συνήθως την σχέση μεταξύ κυβέρνησης και τραπεζών και έχουν στόχο την κατανομή κεφαλαίων, προς όφελος της κυβέρνησης, με όποια μειονεκτήματα συνεπάγονται για τις τράπεζες, τα αποτελέσματα των οποίων μεταφέρονται άμεσα στο κοινό και αντικατοπτρίζονται στην οικονομία της χώρας όπως για παράδειγμα μεγέθυνση του πληθωρισμού.

Μέσα από συμπεράσματα ερευνών, 6 είναι οι τρόποι που οδηγούν στην καταστολή της οικονομίας : με την επιβολή ανώτατων ορίων στα επιτόκια που

πληρώνονται από τις τράπεζες για τις καταθέσεις που έχουν, με την επιβολή των υψηλών απαιτήσεων επιφύλαξης στις τράπεζες, με το δανεισμό της βιομηχανίας ή την κατεύθυνση της πίστωσης τραπεζών, με το να κατέχουν ή να διοικούν σε κάποιο βαθμό τράπεζες, αφήνοντας τους λίγη αυτονομία, με τον περιορισμό της εισόδου στην οικονομική βιομηχανία τόσο εγχώριων όσο και ξένων κεφαλαίων και με τον περιορισμών εισροών και εκροών κεφαλαίων από άλλες χώρες.

Υπάρχουν διάφοροι τρόποι μέτρησης της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης μιας χώρας που πραγματοποιείται από κάποια κυβέρνηση και για να διαπιστώσουμε κατά πόσο αυτή είναι υπαρκτή. Πιο συγκεκριμένα, πρέπει να μετρήσουμε τα αποθέματα και τις καταθέσεις των τραπεζών, να βρούμε το πραγματικό επιτόκιο για κάθε περιοχή, τη ρευστότητα χρήματος, τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στο δανεισμό, το ποσοστό δανειοδοτήσεων τόσο από τις εμπορικές όσο και από την κεντρική τράπεζα, να παρακολουθήσουμε την πορεία της αγοράς των μετοχών και την πορεία του δείκτη ρυθμού ανάπτυξης και τέλος να διαμορφώσουμε μια γενική εικόνα για την οικονομία και των πλούτο της χώρας. Υπάρχει ένας ουσιαστικός δεσμός ανάμεσα στο ρυθμό της οικονομικής ανάπτυξης μιας χώρας και της χρηματοοικονομικής δραστηριότητας που υπάρχει σε αυτή και οδηγεί στον πλούτο, ο οποίος δύσκολα πραγματοποιείται χωρίς την ύπαρξη ελεύθερης οικονομίας. Η οικονομική ανάπτυξη αντικατοπτρίζει και τον πλούτο μιας χώρας.

Στα κλασσικά οικονομικά μοντέλα η οικονομική δραστηριότητα η οικονομική δραστηριότητα δεν συσχετίζεται με την χρηματοοικονομική ανάπτυξη, η αγορά είναι τέλεια αποτελεσματική, υπάρχει πλήρης πληροφόρηση και επομένως δεν λαμβάνουν μέρος στην ανάπτυξη της οικονομίας οι οικονομικοί διαμεσολαβητές. Η θεωρία αυτή όμως δεν δικαιολογούσε την συμβολή τους, σε μεγάλο βαθμό, στην οικονομική ανάπτυξη των βιομηχανικών χωρών. Σύμφωνα, λοιπόν, με τις σύγχρονες οικονομικές θεωρίες η οικονομική ανάπτυξη είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την χρηματοοικονομική και ο ρόλος των οικονομικών μεσολαβητών και του χρηματοπιστωτικού συστήματος καθοριστικός.

Για να μπορέσουμε να καταλάβουμε την συμβολή των ιδιωτικοποιήσεων στην οικονομική ανάπτυξη θα πρέπει να επαναπροσδιορίσουμε την έννοια αυτής. Ειδικότερα, παρατηρούμε ότι η χρηματοοικονομική ανάπτυξη των επιχειρήσεων συμβάλει ποιοτικά στην αύξηση του εθνικού εισοδήματος, συγκριτικά με την ανάπτυξη που επιτυγχάνεται μέσω των μακροοικονομικών στοιχείων. Επομένως, παρατηρούμε ότι έχουμε δύο μορφές οικονομικής ανάπτυξης, αυτή που επιτυγχάνεται

μέσω της ανάπτυξης των χρηματοοικονομικών των επιχειρήσεων και γενικά του ιδιωτικού τομέα, συμπεριλαμβανομένου του χρηματοπιστωτικού συστήματος, και αυτή που επιτυγχάνεται μέσω της οικονομικής πολιτικής που ακολουθείται στη διαμόρφωση των μακροοικονομικών στοιχείων μιας χώρας.

Όσον αφορά τις επιχειρήσεις που ανήκουν κατά πλήρη κυριότητα στο κράτος, είναι συνήθως αναποτελεσματικές. Αρκετοί είναι οι λόγοι που συμβαίνει αυτό οι σημαντικότεροι των οποίων είναι : οι πολλαπλοί στόχοι και λειτουργίες που έχει μια δημόσια επιχείρηση με αποτέλεσμα να μην ικανοποιούνται αποτελεσματικά, η δομή της ελεύθερης αγοράς που λειτουργεί αποτελεσματικά όταν υπάρχει ανταγωνισμός, τα ασθενή κίνητρα για ανάπτυξη και αύξηση της παραγωγικότητας που παρέχονται στο δημόσιο τομέα και τέλος ο επιεικής περιορισμός στην κατάρτιση των προϋπολογισμών.

Συμπερασματικά, για την ύπαρξη οικονομικής ανάπτυξης το κράτος επιβάλλεται να παρεμβαίνει μόνο όταν αυτό είναι αναγκαίο και να ισχύουν οι συνθήκες της ελεύθερης αγοράς. Το οικονομικό σύστημα πρέπει να λειτουργεί όχι μόνο για τη συγκέντρωση χρήματος, αλλά και για να το διοχετεύει σε επενδύσεις και επιχειρήσεις που έχουν την δυνατότητα να μεγιστοποιήσουν την αξία του. Τέλος, η νομοθεσία και η εφαρμογή της, καθώς και ο οικονομικός φιλελευθερισμός και οι ιδιωτικοποιήσεις είναι απαραίτητα συστατικά για την οικονομική ανάπτυξη μιας χώρας.

## Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup>

### Ευρωπαϊκή Οικονομική Ενοποίηση

#### **3.1 Οικονομική ενοποίηση στις Χώρες της Ε.Ε., ο ρόλος των Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων και η εμπιστοσύνη σε αυτά.**

Οι χρηματοοικονομικές αγορές ενοποιούνται καθώς οι χώρες-μέλη της Ε.Ε. μειώνουν τα εμπόδια στις εμπορικές συναλλαγές των χρεογράφων, όπως οι μετοχές και τα ομόλογα. Η ολοκλήρωση αυτής της μορφής, τείνει να εξισώσει τις αναμενόμενες αποδόσεις των επενδύσεων σε διαφορετικές χώρες, αλλά η ιδιοκτησία του φυσικού κεφαλαίου σε μια χώρα μπορεί ακόμα να είναι κυρίως στα χέρια των εγχώριων κατοίκων. Ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης μέσα στην Ευρώπη, ερευνάτε με τη χρησιμοποίηση ενός μέτρου που προτείνεται από Kalemlı-Ozcan, Reshef, Srensen, και Yosha (2007), οι οποίοι διαπιστώνουν ότι η ιδιοκτησία του φυσικού κεφαλαίου μεταξύ 50 αμερικανικών κρατών είναι σχεδόν τέλεια διαφοροποιημένη σε ολόκληρες τις Η.Π.Α..

Λίγα στοιχεία εντοπίζονται για την ολοκλήρωση των κεφαλαιαγορών -η οποία ορίζεται ως η διαφοροποίηση της ιδιοκτησίας φυσικού κεφαλαίου- μεταξύ των χωρών της Ε.Ε., με εξαίρεση την Ιρλανδία. Βασικός στόχος της μελέτης είναι να εξετάσει εάν περιοχές των χωρών εντός της Ε.Ε. είναι ενοποιημένες. Παρόλα αυτά το ποσοστό αυτής της ενοποίησης είναι ακόμη πολύ μικρότερο από αυτό που συνεπάγεται από ένα απλό αντιπροσωπευτικό μοντέλο, με πλήρως διαφοροποιημένη την ιδιοκτησία του φυσικού κεφαλαίου. Πιο συγκεκριμένα, εξετάζεται, εάν ο βαθμός ολοκλήρωσης κεφαλαιαγορών εξαρτάται από το «κοινωνικό κεφάλαιο (social capital)», δηλαδή την αξιοπιστία και την εμπιστοσύνη μεταξύ των χωρών και ανακαλύπτεται από την έρευνα ότι **οι περιοχές όπου το επίπεδο αξιοπιστίας και εμπιστοσύνης είναι υψηλό είναι οικονομικά πιο ενσωματωμένες η μια με στην άλλη.**

Τα τυποποιημένα νεοκλασικά υποδείγματα, προβλέπουν ότι το κεφάλαιο θα κινηθεί προς τις περιοχές όπου το οριακό προϊόν του κεφαλαίου είναι υψηλότερο. Μέσα σε μια πλήρως ενσωματωμένη κεφαλαιαγορά χωρίς τα τριβές/κόστη, αυτό υπονοεί ότι το κεφάλαιο θα μετακινηθεί στις περιοχές με την υψηλότερη παραγωγικότητα. Η πραγματική απόδοση, μπορεί να παρεκκλίνει από το οριακό προϊόν του κεφαλαίου για πολυάριθμους λόγους. Οι προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις μιας επένδυσης, ενδέχεται να μην είναι τόσο υψηλές όπως αναμένονται



εξαιτίας των χαμηλών αναλογιών κεφαλαίου-εργασίας. Οι χώρες με χαμηλούς συντελεστές κεφαλαίου-εργασίας, έχουν μικρότερο ποσοστό ξένων επενδύσεων από τα πρότυπα συγκριτικής μέτρησης επιδόσεων, λόγω της χαμηλής παραγωγικότητάς τους.

**Για τις ξένες επενδύσεις σε χώρες χαμηλής παραγωγικότητας συνεπάγονται και αρκετά υψηλά ασφάλιστρα κινδύνου,** ώστε να υπάρχει κίνητρο να πραγματοποιηθούν. Η τρέχουσα παραγωγικότητα εξαρτάται από το ευρύτερο θεσμικό πλαίσιο, που είναι μια λειτουργία του ιστορικού παρελθόντος των χωρών όπως παρουσιάζεται από Acemoglu, Johnson, και Robinson (2001). Ως εκ τούτου, η ιστορία μπορεί να επηρεάσει την τρέχουσα χρηματοοικονομική απόδοση μέσω των Θεσμών και των Ιδρυμάτων. Στην Ε.Ε., οι νόμοι και τα όργανα προορίζονται να εξασφαλίσουν την ελεύθερη ροή του κεφαλαίου, εντούτοις, αυτοί οι αυτοδίκαιοι νόμοι μπορούν μόνο να είναι ένα μέρος της προστασίας επενδυτών de-facto.

Ο στόχος είναι εδώ να εξετάσουμε περιοχές μέσα στις χώρες της Ε.Ε., ένα παρόμοιο σκηνικό με τα κράτη των Η.Π.Α., όπου είναι πιθανό να επικρατούν όροι του βασικού νεοκλασικού προτύπου, με διαφοροποιημένη την ιδιοκτησία. **Οι χώρες με διαφορετικές ιστορικά νομικές παραδόσεις διαφέρουν στη χρηματοοικονομική απόδοση.** Αυτό μπορεί να επηρεάσει το επίπεδο ολοκλήρωσης κεφαλαιαγορών εντός των χωρών. Επίσης, υπάρχουν στοιχεία ότι οι θεσμοί σε επίπεδο χωρών, επηρεάζουν την διακρατική ολοκλήρωση κεφαλαιαγορών. Ίσως οι θεσμικές διαφορές είναι πάρα πολύ δευτερεύον θέμα στην Ε.Ε. ή ίσως οι επίσημοι θεσμοί λειτουργούν διαφορετικά σε διαφορετικό πολιτιστικό περιβάλλον.

Προκύπτει έτσι το παρακάτω εύλογο ερώτημα: **Γιατί οι θεσμοί μπορούν να ασκήσουν σε διαφορετικές κοινωνίες διαφορετικές επιδράσεις;** Υπάρχουν περιοχές μέσα σε μια χώρα, που συχνά διαφέρουν σε επίπεδο «κοινωνικού κεφαλαίου» ακόμα κι αν οι νόμοι και οι επίσημοι θεσμοί είναι ίδιοι. Οι άνθρωποι πιθανώς να μην επενδύσουν εάν δεν εμπιστεύονται ο ένας τον άλλον, καθώς και όταν δεν υπάρχει εμπιστοσύνη στους θεσμούς, δηλαδή όταν υπάρχει χαμηλό το επίπεδο «κοινωνικού κεφαλαίου». Ως εκ τούτου, σε αυτό έγγραφο το «κοινωνικό κεφάλαιο» προσεγγίζεται με την εμπιστοσύνη και την αξιοπιστία. Πιο συγκεκριμένα, η **μεταβλητή «εμπιστοσύνης»** μετριέται με το εάν οι υπό εξέταση χώρες στην Έρευνα Παγκόσμιων Τιμών, συμφωνούν με τις δηλώσεις «Οι περισσότεροι άνθρωποι είναι άξιοι της εμπιστοσύνης μας» και «Εμπιστεύομαι και άλλους ανθρώπους στη χώρα»

και η μεταβλητή «αξιοπιστίας» με το εάν συμφωνούν και έχουν εμπιστοσύνη στα δικαστήρια, το Κοινοβούλιο, και σε άλλους θεσμούς.

Υπάρχουν συστηματικές διαφορές μέσα στις χώρες της Ε.Ε. σχετικά με το βαθμό εμπιστοσύνης και αξιοπιστίας που η καθεμία επιδεικνύει. Επηρεασμένος από το γεγονός αυτό και από τη περιφερειακή διαφοροποίηση των χρηματοδοτήσεων σε ολόκληρη την Ε.Ε., ο Tabellini (2005) ερευνά την επίδραση του πολιτισμού (που μετρείται ως εμπιστοσύνη και αξιοπιστία) στο κατά κεφαλήν επίπεδο παραγωγής των περιοχών της Ε.Ε., ελέγχοντας τα αποτελέσματα των χωρών. Ερευνάται η επίδραση της εμπιστοσύνης και της αξιοπιστίας στην οικονομική ολοκλήρωση μεταξύ των ευρωπαϊκών περιοχών. Διαπιστώνεται, ότι οι περιοχές με υψηλά επίπεδα αξιοπιστίας και εμπιστοσύνης είναι οικονομικά πιο ενσωματωμένες με παρόμοιες περιοχές μέσα στην ίδια χώρα.

Το «κοινωνικό κεφάλαιο», έχει σημαντικά αποτελέσματα στην οικονομική ανάπτυξη. Σε μια μελέτη του Guiso (2004) σχετικά με τα αποτελέσματα του κοινωνικού κεφαλαίου στην εσωτερική οικονομική ανάπτυξη, που πραγματοποιήθηκε στην Ιταλία, διαπιστώθηκε ότι τα άτομα με το υψηλό «κοινωνικό κεφάλαιο», κάνουν διαφορετικές οικονομικές επιλογές στην διερεύνηση και την κατανομή των χαρτοφυλακίων τους, από τα άτομα με το χαμηλό κοινωνικό κεφάλαιο. Επιπρόσθετα υποστηρίζεται ότι για μια οικονομική ανταλλαγή δεν μετράει μόνο η νομική δυνατότητα επιβολής των συμβάσεων, αλλά και ο βαθμός στον οποίο ο χρηματοδότης εμπιστεύεται το οικονομικό σχέδιο. Τέλος ερευνάται η σχέση μεταξύ της εμπιστοσύνης, του εμπορίου και της επένδυσης χαρτοφυλακίου σε μια διμερή ρύθμιση χωρών. Μεγαλύτερη δραστηριοποίηση μιας χώρας στο εμπόριο, αυξάνει το ρυθμό ανάπτυξης, γεγονός που συνεπάγεται την αύξηση της εμπιστοσύνης στην οικονομία της συγκεκριμένης χώρας, άρα και περισσότερες επενδύσεις σε αυτή, αφού δημιουργούνται θετικές προσδοκίες.

Η οικονομική ολοκλήρωση μπορεί να λάβει δύο μορφές. Οι οικονομικοί παράγοντες και οι περιοχές μπορούν να χρησιμοποιήσουν τις χρηματοοικονομικές αγορές **1) για να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο ή 2) για να επενδύσουν το καθαρό κεφάλαιο στις ιδιαίτερα παραγωγικές περιοχές.** Η διαδικασία αυτή, έχει αναφερθεί ως «diversification versus development finance» από τον Obstfeld και τον Taylor (2004). Δύο τρόποι προτείνονται για τη μέτρηση της διαφοροποίησης και της ανάπτυξης της χρηματοδότησης και οι δύο βασίζονται στις καθαρές εισοδηματικές κεφαλαιακές ροές μεταξύ των περιοχών. Στους ισολογισμούς σε επίπεδο χωρών, οι

κύριες καθαρές εισοδηματικές ροές είναι περίπου ίσες με τη διαφορά μεταξύ του Ακαθάριστου Εθνικού Εισοδήματος (Gross National Income-GNI), που αντιπροσωπεύει το εισόδημα, και του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (Gross Domestic Product-GDP) που αντιπροσωπεύει την παραγωγή.

Το πρώτο σύνολο παλινδρομήσεων εξετάζει εάν η αλλαγή της εισοδηματικής αναλογίας παραγωγής είναι θετική για τις περιοχές με υψηλή ανάπτυξη. Διαισθητικά, εάν η κύρια ιδιοκτησία είναι πλήρως διαφοροποιημένη, το κύριο κεφάλαιο σε μια περιοχή θα είναι κυρίως από τους μη κατοίκους. **Από τις ροές κεφαλαίου παρατηρείται**, ότι οι περιοχές υψηλής παραγωγής έχουν δημοσιονομικά ελλείμματα και κρατούν αρνητική καθαρή θέση στο ενεργητικό τους, ενώ οι φτωχότερες περιοχές δύναται να γίνουν ανταγωνιστικές από τις πρόσφατες εξελίξεις στην ανάπτυξη της τεχνολογίας, αλλά και από τη συσσώρευση ανθρώπινου δυναμικού, παράγοντες που δίνουν ώθηση στην οικονομία. Γι' αυτό και περιοχές με χαμηλότερα επίπεδα εκροών έχουν την υψηλότερου ρυθμούς ανάπτυξης από τις περισσότερες αναπτυγμένες περιοχές. Κατά συνέπεια, προσελκύουν κεφάλαια από άλλες περιοχές.

### **3.2 Η αποτελεσματικότητα της ενιαίας αγοράς για τις οικονομικές υπηρεσίες**

Είχε προβλεφθεί ότι σε κάποιο εύλογο χρονικό διάστημα η ευρωπαϊκή βιομηχανία οικονομικών υπηρεσιών θα γινόταν μια ενιαία αγορά. Η διαδικασία από τις κατατμημένες αγορές προς μια ενιαία αγορά θα απαιτούσε ένα ουσιαστικό αριθμό **συγχωνεύσεων και εξαγορών (mergers and acquisitions M&A)**, ιδιαίτερα M&As μεταξύ των ιδρυμάτων που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές χώρες-έθνη. Η δομή της αγοράς και οι ρυθμιστικές ενέργειες, δύναται να οδηγήσουν στην ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε μια ενιαία ευρωπαϊκή αγορά.

Οι ρυθμιστικές ενέργειες στην Ευρώπη αποτελούνται από το πρόγραμμα ενιαίας αγοράς της Ε.Ε., το οποίο περιέχει διάφορες διατάξεις με σκοπό την ενοποίηση των αγορών των χωρών-μελών. Αυτές περιλαμβάνουν την εναρμόνιση των εθνικών κανονισμών και την ενιαία διάταξη αδειών της δεύτερης οδηγίας τραπεζικού συντονισμού του 1989, η οποία επιτρέπει την διασυνοριακή είσοδο μέσα στο σύνολο των χωρών της Ε.Ε. με ευκολότερο τρόπο.

Η εφαρμογή της νομισματικής ένωσης, είχε ως αποτέλεσμα μεγαλύτερη διασυνοριακή συνένωση στην περιοχή, η οποία πραγματοποιήθηκε με τη βελτίωση του εμπορίου, τη μείωση των δαπανών μετατροπής νομίσματος και τη μείωση του

κόστους παροχής υπηρεσιών για καταναλωτές και επιχειρήσεις από τα ξένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Παρόλο που υπάρχει ουσιαστική συνένωση στην ευρωπαϊκή αγορά οικονομικών υπηρεσιών τα τελευταία χρόνια, το μεγαλύτερο μέρος των M&A πραγματοποιήθηκε σε εντός των χωρών της Ε.Ε. και όχι μεταξύ των ιδρυμάτων ή οργανισμών μεταξύ διαφορετικών χωρών εντός Ε.Ε. ή του υπόλοιπου κόσμου.

Οι λόγοι για την έλλειψη διεθνούς δραστηριότητας M&A, παρά τις μειώσεις που πραγματοποιήθηκαν στην αγορά και στα ρυθμιστικά εμπόδια, μπορεί να είναι η ύπαρξη εμποδίων στην λειτουργία σε διασυνοριακή βάση. Εξετάζουμε την ενοποίηση των οικονομικών υπηρεσιών εντός της Ε.Ε. και κυρίως τις πιθανές συνέπειες των κατωτέρω :

1. **Η Διεθνής τραπεζική** (Universal banking), ή αλλιώς την παροχή πολλαπλών οικονομικών υπηρεσιών, η οποία επιτρέπεται σε όλη την Ε.Ε..
2. Την **διαδικασία των M&A**, η οποία μπορεί να οδηγήσει σε δυναμικές αλλαγές στην αποδοτικότητα.
3. Τη διασυνοριακή ιδιοκτησία των οικονομικών οργάνισμών, που παρουσιάζουν εμπόδια αποδοτικότητας, τα οποία συνδέονται με τις διαφορές στη γλώσσα, τον πολιτισμό, το νόμισμα, τις ρυθμιστικές/εποπτικές δομές, τους ρητούς ή υπονοούμενους κανόνες και τα εποπτικά, εμπόδια που αντιμετωπίζονται από τους ξένους επενδυτές, δημιουργώντας αντιοικονομίες κλίμακας στη λειτουργία ή τον έλεγχο από απόσταση.
4. Τα αποτελέσματα της συνένωσης των οικονομικών ιδρυμάτων στον δανεισμό μικρών επιχειρήσεων με αδιαφανή πληροφόρηση.

Στο πλαίσιο του προγράμματος ενιαίας αγοράς, οι δυνάμεις της διεθνούς τραπεζικής, είναι ο κανόνας που λειτουργεί αποτελεσματικά για όλη την Ε.Ε.. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, μπορούν να συμμετέχουν στις εμπορικές τραπεζικές εργασίες (commercial banking), στις τραπεζικές εργασίες επένδυσης (investment banking), και σε ασφαλιστικές εργασίες (insurance) εάν επιθυμούν. Εξετάζεται, είναι υπάρχουν οικονομίες ή αντιοικονομίες κλίμακας, μεταξύ αυτών των κύριων οικονομικών υπηρεσιών.

Με την διεθνή τραπεζική, δημιουργείται **πεδίο αποτελεσματικών κερδών** από τη διανομή των φυσικών εισροών, από την έκδοση χρέους ή περιουσίας σε μεγαλύτερους τίτλους, ή με την επαναχρησιμοποίηση της διοικητικής τεχνογνωσίας (managerial expertise) ή των πληροφοριών. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι

επίσης σε θέση να βελτιώσουν το κόστος, συνδυάζοντας την παραγωγή διαφορετικών κατηγοριών οικονομικών υπηρεσιών, βελτιώνοντας τον κίνδυνο της αναμενόμενης απόδοσης των συναλλαγών τους. Η διαφοροποίηση κινδύνου, μπορεί να μειώσει το κόστος του κεφαλαίου στις ατελείς κεφαλαιαγορές και να ελαττώσει τις δαπάνες συμμόρφωσης στους κανονισμούς και στην επίβλεψη. Η διεθνής τραπεζική, μπορεί επίσης να συνδεθεί με λιγότερη οικονομική καινοτομία, λόγω των μειωμένων κινήτρων των Εμπορικών τραπεζών, των τραπεζών επενδύσεων, και των ασφαλιστικών εταιρειών, να βρουν καινοτόμες οικονομικές λύσεις ώστε να προσελκύσουν πελάτες οι μεν από τους δε (Boot και Thakor, 1996).

Μέσω της διεθνούς τραπεζικής, δημιουργούνται **κέρδη αποδοτικότητας εισοδήματος**, με το συνδυασμό των συστημάτων διανομής και της δραστηριοποίησης σε διαφορετικές κατηγορίες οικονομικών υπηρεσιών, καθώς δημιουργούνται οικονομίες κλίμακας. Οι οικονομίες προκύπτουν από τις μειώσεις της έρευνας κατανάλωσης και του κόστους συναλλαγών, καθώς μερικοί πελάτες μπορούν να είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν περισσότερα για πολλαπλές οικονομικές υπηρεσίες. Τα κέρδη αποδοτικότητας εισοδήματος μπορούν επίσης να προκύψουν από τη διανομή της φήμης που συνδέεται με ένα εμπορικό σήμα, το οποίο οι πελάτες αναγνωρίζουν και προτιμούν (brand name). Τα οικονομικά όργανα, είναι επίσης σε θέση να διαφοροποιήσουν τους κινδύνους, συνδυάζοντας διαφορετικές κατηγορίες οικονομικών υπηρεσιών, που αυξάνουν τα εισοδήματα, λόγω των ενισχυμένων τιμών και τις ικανότητες της έκδοσης των οικονομικών εγγυήσεων, βελτιώνοντας τις ευκαιρίες τους να πραγματοποιούν επενδύσεις υψηλού κινδύνου και υψηλότερων αναμενόμενων αποδόσεων.

Οι διεθνείς οργανισμοί μπορούν εναλλακτικά να αντιμετωπίσουν απώλειες του εισοδήματος τους από τις αντικοινομίες κλίμακας diseconomies. Πιο συγκεκριμένα, εάν οι ειδικοί στις διαφορετικές κατηγορίες οικονομικών υπηρεσιών, εκμεταλλεύονται την πείρα και την εξειδίκευσή τους και δημιουργούν προϊόντα προσαρμοσμένα στις ανάγκες μεμονωμένων πελατών, χρεώνοντας με τον τρόπο αυτόν υψηλότερες τιμές από τους κοινούς παραγωγούς. Diseconomies αντικοινομίες κλίμακας, δημιουργούνται επίσης, όταν υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων στις εμπορικές τραπεζικές εργασίες και στις επενδυτικές τραπεζικές εργασίες. Αυτό, οφείλεται στην υποτίμηση ή υπερτίμηση τίτλων και γενικότερα στις δυνάμεις και τις προσδοκίες που διαμορφώνονται σε μια ελεύθερη αγορά.

Τέλος, οι διεθνείς οργανισμοί μπορούν να υποστούν τις απώλειες, εάν ο συνδυασμός διαφορετικών οικονομικών υπηρεσιών επιδεινώνει την κίνδυνο-αναμενόμενη απόδοση ανταλλαγή και μειώνει έτσι τα αναμενόμενα εισοδήματα. Για παράδειγμα, ένας οργανισμός μπορεί να είναι πιθανότερο να αποτύχει, ή να έχει τις υψηλότερες δαπάνες πτώχευσης σε περίπτωση αποτυχίας, εάν συνδυάζεται με μια άλλη κατηγορία οικονομικών υπηρεσιών, με μια χαμηλή αναμενόμενη απόδοση και μια υψηλή διαφορά των αποδόσεων, που συσχετίζονται ιδιαίτερα με τις αποδόσεις του πρώτου οργανισμού. Ομοίως, ένας οργανισμός, που εκτίθεται στις πολύ υψηλές πιθανές απώλειες σε μια ιδιαίτερη κατάσταση της φύσης (π.χ., μια ασφαλιστική εταιρεία που είναι overexposed σε ένα ενδεχόμενο σεισμό) μπορεί να οδηγήσει έναν πολύ μεγαλύτερο παγκόσμιο οργανισμό σε πτώχευση στην οποία συνδυάζεται εάν αυτή η κατάσταση της φύσης εμφανίζεται.

Οι διεθνείς οργανισμοί, μπορεί επίσης να έχουν χαμηλότερα εισοδήματα από τα αναμενόμενα, λόγω της έλλειψης γνώσης και εξειδίκευσης της διοίκησης στις κατηγορίες οικονομικών υπηρεσιών. Ειδικότερα, τα στελέχη για να μπορέσουν να ελέγχουν τους κίνδυνος που αναλαμβάνουν συμμετέχουν σε δραστηριότητες με χαμηλότερο κίνδυνο, που συνεπάγεται και χαμηλή αναμενόμενη απόδοση, με αποτέλεσμα όχι μόνο τη μείωση της λειτουργικής τους απόδοσης, αλλά και του εισοδήματος.

Είναι πιθανό να υπάρξουν δυναμικά αποτελέσματα αποδοτικότητας που συνδέονται με την ίδια τη διαδικασία των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Οι M&As είναι δυναμικά γεγονότα, που περιλαμβάνουν συχνά αλλαγές στην οργανωτική δομή ή τη διευθυντική συμπεριφορά και αλλάζουν την προηγούμενη αποδοτικότητα του εκάστοτε οργανισμού, μετατοπίζοντάς τον προς το βέλτιστο σημείο σε καλύτερα αποδοτικά σύνορα. Η αποδοτικότητα μπορεί να βελτιώνεται όταν μετά από μια M&A, χρησιμοποιείται η πείρα στη διαχείριση και γίνεται αναδόμηση της εταιρείας, μπορεί όμως και να χειροτερεύει όταν αυξάνονται τα κόστη για την πραγματοποίηση της M&A.

Γεγονός είναι ότι μετά από τη διαδικασία μιας M&A προκύπτουν πολλές αλλαγές στα διαφορετικά είδη αποδοτικότητας. Πρώτον, για να έχουμε μια καθαρή εικόνα σχετικά με τα κέρδη ή τις απώλειες στην αποδοτικότητα μετά από μια M&A, θα πρέπει να μελετήσουμε τα αποτελέσματα πριν και μετά από το γεγονός, διότι είναι μια χρονοβόρα διαδικασία τα αποτελέσματα της οποίας μπορεί να αργήσουν να φανούν. Δεύτερον, οργανισμοί που ακολουθούν επιθετική πολιτική, τείνουν να

συμμετέχουν σε M&As σε τρέχουσα βάση, με συνέπεια να μη μπορεί κανείς να διακρίνει τα αποτελέσματα της πρώτης M&A, καθώς σε μικρό χρονικό διάστημα έχουν προκύψει και δεύτερη και τρίτη M&A. Τρίτον, τα όργανα μπορούν να υποβληθούν σε άλλες σημαντικές αλλαγές μετά από τη σταθεροποίηση, όπως το αυξανόμενο, συρρικνωμένο, μεταβαλλόμενο μίγμα προϊόντων, κ.λπ., αυτό δύσκολο να απομονώσει τα αποτελέσματα M&A.

Με τη μελέτη M&As οικονομικών οργανισμών που έχουν πραγματοποιηθεί εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης μετά την νομισματική ενοποίηση, συμπεραίνουμε ότι οι M&As προκύπτουν ως ανάγκη ενοποίησης του ίδιου τύπου οργανισμών μέσα σε ένα ενιαίο έθνος, και ότι τις περισσότερες φορές τα κέρδη αποδοτικότητας είναι μικρά. Εντούτοις, για τη δημιουργία μιας ενιαίας αγοράς στην Ευρώπη, είναι θα πρέπει η ενοποίηση των οργανισμών να είναι διασυνοριακή. Από τα δεδομένα, προκύπτουν σημαντικά εμπόδια αποδοτικότητας που συνδέονται με τις διαφορές στη γλώσσα, τον πολιτισμό, το νόμισμα, τις ρυθμιστικές/εποπτικές δομές, τους ρητούς ή υπονοούμενους κανόνες, τις εποπτικές αποφάσεις ενάντια στους ξένους ανταγωνιστές, την απόσταση που αποτρέπει στους ξένης ιδιοκτησίας οργανισμούς λειτουργήσουν αποτελεσματικά. Αυτά τα εμπόδια μπορούν επίσης να χρησιμεύσουν ως μια έλξη στη δημιουργία μιας ενιαίας αγοράς. Το πρόγραμμα ενιαίας αγοράς και η ευρωπαϊκή νομισματική ένωση συμβάλουν σε μεγάλο βαθμό στην εξομάλυνση των εμποδίων αυτών, τα οποία όμως δεν παύουν να υφίσταται και να λειτουργούν ως τροχοπέδη στην πλήρη ενοποίηση.

Το πρόγραμμα ενιαίας αγοράς προορίζεται να κάνει την E.E. μια ενιαία αγορά για τις οικονομικές υπηρεσίες, ανεξάρτητη από τα Διεθνή σύνορα μεταξύ των μεμονωμένων εθνών της E.E.. Στην πραγματικότητα, η ενοποίηση των οικονομικών οργανισμών στα σύνορα της E.E. μπορεί να έχει τις πολύ διαφορετικές συνέπειες αποδοτικότητας από την ενοποίηση μέσα σε ένα μεμονωμένο έθνος, ακόμη και για οργανισμούς με παρόμοιο μέγεθος και αποδοτικότητα και αυτό οφείλεται σε αρκετούς παράγοντες. Κατ' αρχάς, οι ξένης ιδιοκτησίας οργανισμοί εμποδίζονται από το να λειτουργήσουν αποτελεσματικά λόγω του ανταγωνισμού που αντιμετωπίζουν από τους κύριους εσωτερικούς οργανισμούς, ο οποίος είναι έντονος εξαιτίας θεσμοθετημένων πλεονεκτημάτων των τελευταίων. Η διαφοροποίηση κινδύνου σε επενδύσεις εντός της χώρας και όχι σε όλη την Ευρωπαϊκή Ένωση θεωρείται επίσης εμπόδιο. Η διασυνοριακή αποδοτικότητα μπορεί επίσης να επηρεαστεί από τις

συνθήκες που επικρατούν στην εγχώρια αγορά και τις πολιτικές που εφαρμόζονται στις κάθε χώρες.

Συμπερασματικά, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η δημιουργία μιας ενιαίας αγοράς για την ευρωπαϊκή βιομηχανία οικονομικών υπηρεσιών δεν είναι πιθανό να επιφέρει τα αναμενόμενα ισχυρά κέρδη αποδοτικότητας και ότι τα διασυνοριακά εμπόδια μπορούν να αποτρέψουν την επίτευξη της ενιαίας αγοράς. Εντούτοις, τα στοιχεία στις παγκόσμιες τραπεζικές εργασίες από το παρελθόν μπορούν να μην είναι ένας καλός δείκτης του μέλλοντος, καθώς οι χρηματοοικονομικές αγορές έχουν αλλάξει πολύ στην Ευρώπη και η αλλαγή αυτή είναι δυναμική, συνεχίζει δηλαδή να υφίσταται. Στα τελευταία έτη, οι αγορές αποθεμάτων και χρέους έχουν ωριμάσει και οι M&As μεταξύ των μη οικονομικών εταιριών έχουν αυξηθεί, επηρεασμένες σε μεγάλο βαθμό από την ανάπτυξη που πραγματοποιείται στην αγορά για των τραπεζικών υπηρεσιών επένδυσης.

### **3.3 Μετρώντας την Οικονομική Ενοποίηση των αγορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση**

Για τη μέτρηση του βαθμού ενοποίησης στα διάφορα τμήματα της αγοράς, θα πρέπει πρώτα να ορίσουμε τον όρο «Ευρωπαϊκή Οικονομική Ενοποίηση», για να ξέρουμε τι ακριβώς είναι αυτό που θέλουμε να μετρήσουμε, ώστε βασιζόμενοι σε αυτόν τον ορισμό να καθορίσουμε και τα μέτρα ενοποίησης. Η αγορά ενός συνόλου υπηρεσιών και οργανισμών θεωρείται πλήρως ενοποιημένη, εάν όλοι οι εν δυνάμει συμμετέχοντες έχουν να αντιμετωπίσουν ένα κοινό θεσμικό πλαίσιο, όλοι τους έχουν τον ίδιο βαθμό πρόσβασης και αντιμετωπίζονται όλοι με τον ίδιο τρόπο όταν συνδιαλέγονται σε αυτή. Ο ορισμός, λοιπόν της οικονομικής ενοποίησης μια αγοράς είναι στενά συνδεδεμένος με τον «νόμο της μιας τιμής». **Ο νόμος της μιας τιμής** ορίζει ότι εάν τα περιουσιακά στοιχεία έχουν ίδιες αποδόσεις και κινδύνους, τότε πρέπει να τιμολογούνται και το ίδιο, ανεξάρτητα της χώρας προέλευσης και σε ποια περιοχή, μέσα στην ίδια αγορά, είναι διαπραγματεύσιμα. Σε περίπτωση που δεν εφαρμόζεται ο νόμος της μίας τιμής, υπάρχουν περιθώρια για αντισταθμιστική κερδοσκοπία (arbitrage).

Ο ορισμός της οικονομικής ενοποίησης, περιλαμβάνει **τρία βασικά χαρακτηριστικά γνωρίσματα**. Πρώτον, η ενοποίηση είναι ανεξάρτητη από την οικονομική δομή εντός περιοχών, η οποία περιλαμβάνει όλους τους οικονομικούς



διαμεσολαβητές. Δεν είναι καθόλου σπάνιο κάποια περιοχή να αναπτύσσει τις δικές τις ιδιαιτερότητες, οι οποίες μάλιστα συνεχίζουν πολλές φορές να υφίστανται και μετά την ενοποίηση. Δεύτερον, ιδιαίτερα χαρακτηριστικά γνωρίσματα μιας περιοχής, συνεχίζουν να υπάρχουν στη διαδικασία της διαμεσολάβησης και μετά την ολοκλήρωση της οικονομικής ολοκλήρωσης. Σύμφωνα με τον ορισμό της οικονομικής ενοποίησης, δεν είναι η παρουσία σε κάποια περιοχή ιδιαίτερων χαρακτηριστικών γνωρισμάτων, που μπορεί να εμποδίζει την ενοποίηση, αλλά του πώς αυτά τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά επηρεάζουν συμμετρικά ή ασύμμετρα, στο σύνολο, τις ευρωπαϊκές περιοχές. Και τρίτο, διαχωρισμός της αγοράς σε προσφορά και ζήτηση επενδυτικών προϊόντων. Η πλήρης ενοποίηση προϋποθέτει τον ίδιο βαθμό πρόσβασης των ιδιωτών και των επιχειρήσεων στις διαδικασίες της αγοράς, χρηματοδότησεως από τράπεζες και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, εκκαθάρισης, ελέγχου κλπ ανεξαρτήτου χώρας προέλευσης.

Σημαντικά είναι τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από την οικονομική ενοποίηση, όπως περισσότερες ευκαιρίες για διαφοροποίηση και επιμερισμό του κινδύνου, καλύτερη κατανομή του κεφαλαίου ανάμεσα στις επενδυτικές ευκαιρίες και καλύτερες πιθανότητες για υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης. Από θεωρητικής απόψεως η οικονομική ενοποίηση μπορεί να μην είναι αρκετή, ώστε να παραχθούν αποτελεσματικά τα ανωτέρω πλεονεκτήματα, σε περίπτωση που δεν συμβάλει στη δημιουργία μιας αγοράς στην οποία έχουμε τέλεια αντιστάθμιση κινδύνου.

Για να μπορέσουμε να μετρήσουμε το βαθμό ενοποίησης των ευρωπαϊκών χρηματαγορών, χρησιμοποιούμε τέσσερις κατηγορίες μέτρων, μέτρα βασιζόμενα σε: 1) Τιμές ή Αποδόσεις των χρηματοοικονομικών προϊόντων, 2) Τομείς-Κλάδους, 3) Επιρροή της Ειδησεογραφίας, 4) Ποιοτικά Στοιχεία . Αναλυτικά έχουμε:

#### 1. Μέτρα βασισμένα σε Τιμές ή Αποδόσεις

- ▶ Spread μεταξύ των επιτοκίων
- ▶ Διαστρωματική (Cross-sectional) Διασπορά
- ▶ Spread ανάμεσα στα επιτόκια χρησιμοποιώντας τα επιτόκια μιας χώρας ως δείκτη αναφοράς
- ▶ Περιθώρια (Margins) σε συγκρίσιμες αγορές
- ▶  $\beta$ -convergence
- ▶ Η σημαντικότητα των country effects για συγκρίσιμα spread ομολόγων
- ▶ Cross-sectional dispersion in country effect
- ▶ Proportion of cross-sectional variance explained by country effect

- ▶ Spread ανάμεσα στις αποδόσεις χρησιμοποιώντας κάποιο δείκτη αναφοράς
2. Μέτρα βασισμένα σε Τομείς-Κλάδους
- ▶ Διασπορά των επιτοκίων μεταξύ των χωρών, συγκριτικά με αυτή εντός των χωρών
  - ▶ Country versus rating effects within the country (rating) portfolios
  - ▶ Αποτελέσματα κλάδου συγκριτικά με αποτελέσματα χωρών
3. Μέτρα βασισμένα στην Ειδησεογραφία
- ▶ Το ποσοστό των αλλαγών των επιτοκίων που εξηγείται από κοινούς παράγοντες
  - ▶ Το ποσοστό των αλλαγών χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (π.χ. ομολόγων), που εξηγείται από κοινούς παράγοντες
  - ▶ Η αύξηση της επιρροής των κοινών γεγονότων-ειδήσεων στις αποδόσεις του χρηματιστηρίου (equity return)
4. Μέτρα βασισμένα σε Ποιοτικά Στοιχεία
- ▶ Διασυννοριακός δανεισμός
  - ▶ Διασυννοριακά δάνεια σε μη τραπεζικά ιδρύματα
  - ▶ Διασυννοριακά δάνεια, διατραπεζικά δάνεια
  - ▶ Αγορά Repo: αριθμός των εμπορικών συναλλαγών που περιλαμβάνουν Τράπεζες εκτός της Ε.Ε.
  - ▶ Διασυννοριακά Αποθεματικά Ασφαλείας που θεσμοθετούνται από Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα
  - ▶ Το ποσοστό των κεφαλαίων που επενδύονται σε αμοιβαία ομολόγων σε μια στρατηγική επενδύσεων εντός της Ε.Ε.
  - ▶ Το ποσοστό των επενδύσεων σε αμοιβαία με ευρωπαϊκό ορίζοντα και non-domestic
  - ▶ Το ποσοστό του κεφαλαίου εκτός Ε.Ε. στο συνολικό ευρωπαϊκό χαρτοφυλάκιο του αποθεματικού κεφαλαίου συντάξεων και του τομέα των ασφαλειών ζωής

**Ο «Νόμος της Μίας Τιμής»** θα πρέπει να κυριαρχεί σε μια ενοποιημένη αγορά και σύμφωνα με αυτόν, τα περιουσιακά στοιχεία που διαπραγματεύονται εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, με τον ίδιο κίνδυνο, που παράγουν ίδιες χρηματοροές, θα πρέπει να διαπραγματεύονται με την ίδια τιμή. Για να ισχύει ο «Νόμος της Μίας Τιμής» βασικές προϋποθέσεις είναι:

- Κοινό Θεσμικό Πλαίσιο
- Ίδιος Βαθμός πρόσβασης συμμετεχόντων
- Κοινή αντιμετώπιση στις συνδιαλλαγές
- Κοινό Φορολογικό & Νομικό Σύστημα
- Κοινές Εθνικές Οικονομικές Καταστάσεις
- Κοινός Πολιτισμός
- Κοινή Γλώσσα

Όλα τα ανωτέρω αποτελούν και παράγοντες κόστους που συμβάλουν στη διαφορετική τιμολόγηση των προϊόντων και των υπηρεσιών και συμβάλουν στη διαφορετική τιμολόγηση. Για το λόγο αυτόν όταν υπερνικούνται τα εμπόδια αυτά μπορούμε να μιλάμε για ενιαία αγορά.

Παρόλο που με την εισαγωγή του ευρώ ως κοινά αποδεκτού νομίσματος εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης το 1999 εξαλείφθηκε ο συναλλαγματικός κίνδυνος και οι διαφοροποιήσεις που προέρχονταν από αυτόν στις τιμές των χρηματοοικονομικών προϊόντων, υπάρχουν ακόμα ορισμένα άμεσα και έμμεσα εμπόδια στην ανάδειξη μιας πλήρους ενοποιημένης Ευρωπαϊκής Κεφαλαιαγοράς. Στα άμεσα εμπόδια συγκαταλέγονται διαφοροποιήσεις στους φορολογικούς συντελεστές, καθώς και ο τεμαχισμός που πραγματοποιείται στις εμπορικές συναλλαγές, τις τακτοποιήσεις και το σύστημα πληρωμών μεταξύ των κρατών μελών. Από την άλλη πλευρά, διαφοροποιήσεις στα λογιστικά πρότυπα και στις οικονομικές αναφορές, διαφορετικές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης, γλώσσας και κουλτούρας μπορεί να αποτελούν ένα ιδιαίτερο εμπόδιο σχετικά με την ενημέρωση.

Η πρώτη κατηγορία μέτρων ενοποίησης, αφορά αυτά τα μέτρα που βασίζονται στις τιμές και τις αποδόσεις των χρηματοοικονομικών προϊόντων. Για να μπορέσουμε να συγκρίνουμε τις αποδόσεις στην χρηματαγορά, στα κυβερνητικά ομόλογα και στην αγορά πιστώσεων εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ιδανικά θα έπρεπε να συγκρίνουμε τις τοπικές αποδόσεις με αυτές που επικρατούν σε μια τέλεια ενοποιημένη αγορά, αλλά αυτό δεν είναι εφικτό, γι' αυτό χρησιμοποιούμε ένα δείκτη αναφοράς και συγκρίνουμε τις αποδόσεις για κάθε χώρα με αυτόν. Σε μια τέλεια ενοποιημένη αγορά το περιθώριο (spread) των τιμών θα είναι μηδέν. Η μεταβλητή του χρόνου στο μέγεθος του περιθωρίου, λειτουργεί ως μέτρο της ταχύτητας που πραγματοποιείται η ενοποίηση σε μια συγκεκριμένη χώρα ή αγορά.

Σχετικά με τα μέτρα που βασίζονται στις τιμές της αγοράς, εξετάζουμε τις αποδόσεις τόσο στην χρηματαγορά, αγορά χρεογράφων, κυβερνητικά ομόλογα και

στην αγορά πιστώσεων, όσο και στην αγορά των εταιρικών ομολόγων. Όσον αφορά τα χρεόγραφα σταθερού εισοδήματος, είναι φυσικό να εξετάσουμε εάν ισχύει ο νόμος της μιας τιμής στις αποδόσεις και χρησιμοποιώντας την ονομαστική από την πραγματική αξία. Επιλέγουμε την ονομαστική τιμή των χρεογράφων, διότι το πραγματικό επιτόκιο δεν είναι το ίδιο για όλες τις χώρες. Σε διαφορετική περίπτωση, θα έπρεπε να ισχύει η θεωρία της ισοδυναμίας των αγοραστικών δυνάμεων (Purchasing Power Parity) σε παγκόσμιο επίπεδο, κάτι που δεν είναι εφικτό, γι' αυτό και υπάρχουν διαφορές στις πραγματικές τιμές. Επιπλέον, κάποιες χώρες ενδέχεται να έχουν υψηλότερο πληθωρισμός συγκριτικά με άλλες, γιατί το κατά κεφαλήν ΑΕΠ των χωρών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, συγκλίνει προς το μέσο όρο. Οι διαφορές στο επίπεδο τιμών και τον πληθωρισμό, δημιουργούν περιθώρια για αντισταθμιστική κερδοσκοπία (arbitrage), γεγονός που οδηγεί σε αναπροσαρμογή των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, συμπεριλαμβανομένων και των ονομαστικών αποδόσεων, έως ότου εξαφανιστούν.

Η δομή των μέτρων ενοποίησης για την χρηματαγορά και την αγορά κυβερνητικών ομολόγων, βασίζεται σε σχετικά μεταξύ τους, ομογενή προϊόντα, που είναι διαθέσιμα σε όλες στις χώρες της Ε.Ε.. Το πρώτο μέτρο της ενοποίησης είναι η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων ενός καλώς επιλεγμένου δείκτη αναφοράς (benchmark), για την εκάστοτε αγορά που μελετάμε και αυτού της χώρας και πιο συγκεκριμένα την **τυπική απόκλιση (standard deviation)** των αποδόσεων μεταξύ

των χωρών:  $S_t \sqrt{\frac{1}{n} \sum_c (y_{c,t} - y_{b,t})^2}$ , όπου, το  $y_{c,t}$  συμβολίζει την απόδοση ενός κρατικού ομολόγου στην χώρα  $c$  την χρονική περίοδο  $t$  και το  $y_{b,t}$  την απόδοση του κρατικού ομολόγου, που χρησιμοποιείται ως δείκτης αναφοράς (benchmark).

Ένα άλλο μέτρο είναι ο **δείκτης ευαισθησίας σύγκλισης (beta convergence measure)**, με τον οποία μετράμε την ταχύτητα που πραγματοποιείται η σύγκλιση,

τρέχοντας την παλινδρόμηση :  $\Delta R_{i,t} = a_i + b R_{i,t} + \sum_{l=1}^L g_l \Delta R_{i,t-l} + e_{i,t}$ , όπου, το  $\Delta R_{i,t}$

αντιπροσωπεύει το spread της απόδοσης ενός δεκαετούς κυβερνητικού ομολόγου σε μια χώρα  $i$  την χρονική στιγμή  $t$ , που σχετίζεται με το αντίστοιχο benchmark, το  $\Delta$  είναι η μεταβολή και το  $a_i$  αφορά ένα συντελεστή από το μοντέλο της χώρας  $i$  (country dummy).

Επειδή με τα ανωτέρω μέτρα δε και ένα άλλο μέτρο, την διαστρωματική διασπορά των κλάδων στις αποδόσεις των ομολόγων (cross-sectional dispersion). Η

διαστρωματική διασπορά μετράμε το βαθμό ενοποίησης που έχει ήδη πραγματοποιηθεί σε ορισμένες αγορές, χρησιμοποιούμε είναι ισοδύναμη με τη συσχέτιση (correlation). Το κύριο πλεονέκτημα όταν χρησιμοποιούμε τη διαστρωματική διασπορά συγκριτικά με τη συσχέτιση, είναι ότι μπορεί να υπολογιστεί σε κάθε χρονική στιγμή, παίρνοντας την τυπική απόκλιση (standard deviation) των αποδόσεων μεταξύ των χωρών. Οι συσχετίσεις και οι διαστρωματικές διασπορές των χωρών είναι αντιστρόφως ανάλογα συσχετισμένες. Όταν υπάρχει υψηλή συσχέτιση, όπως είναι αναμενόμενο σε μια ενοποιημένη αγορά, τότε οι αποδόσεις θα ακολουθούν την ίδια κατεύθυνση και οι στιγμιαίες διαστρωματικές διασπορές θα είναι χαμηλές. Εναλλακτικά, η διασπορά θα είναι υψηλή, όταν οι αποδόσεις σε διαφορετικές χώρες κινούνται σε διαφορετικές κατευθύνσεις, δηλαδή αλλού αυξάνονται και αλλού μειώνονται. Όπως και με το δείκτη ευαισθησίας σύγκλισης (beta convergence measure), μπορεί κάποιος να υπολογίσει την ταχύτητα με την οποία η διαστρωματική διασπορά μειώνεται στο χρόνο, τρέχοντας μια παλινδρόμηση της διαστρωματικής διασποράς στο χρόνο (on a time trend).

Τέλος, για ορισμένα τμήματα της χρηματαγοράς (money market), μπορούμε να μετρήσουμε τον βαθμό της ενοποίησης με το να εξετάζοντας εάν οι διαφορές μεταξύ των επιτοκίων σε διαφορετικές χώρες είναι μεγαλύτερες από αυτές που παρατηρούνται μέσα στις χώρες. Σε μια ενοποιημένη αγορά, αναμένεται η διασπορά των επιτοκίων μεταξύ των χωρών, να μη διαφέρει και πολύ σε σχέση με αυτή μέσα στις χώρες. Το μέτρο αυτό, μπορεί για παράδειγμα να εφαρμοστεί στην ακάλυπτη (unsecured) διατραπεζική αγορά βραχυπρόθεσμου δανεισμού, από την οποία προσδιορίζεται το ύψος των επιτοκίων όλων των υπόλοιπων δανείων (overnight market). Στη συγκεκριμένη περίπτωση, χρησιμοποιώντας τα καθημερινά στοιχεία του EONIA από το πάνελ των στοιχείων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, μας δίνεται η δυνατότητα να συγκρίνουμε τη διασπορά των επιτοκίων δανεισμού των μεμονωμένων τραπεζών μεταξύ των χωρών, με τη αυτή εντός των χωρών. Ο λόγος των δύο ανωτέρω διασπορών θα πρέπει σε μια ενοποιημένη αγορά να είναι κοντά στη μονάδα, καθώς η ενοποίηση συνεπάγεται ότι τα επιτόκια δεν απέχουν μεταξύ τους είτε εντός των χωρών, είτε μεταξύ αυτών.

Όσον αφορά την ανάλυση της ενοποίησης των εταιρικών ομολόγων (corporate bonds), δεν μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε τις διαφορές στις αποδόσεις τους συγκριτικά με κάποιο δείκτη αναφοράς, καθώς αυτά δεν είναι ομογενοποιημένα αρκετά, διαφέρουν στην δομή των χρηματικών ροών, στη ρευστότητα, στον κλάδο

τον οποίο ανήκουν και σημαντικότερο όλων στην πιστοληπτική διαβάθμισή τους. Για το λόγο αυτό προτείνεται ένα μοντέλο, παρόμοιο με αυτό που οι Heston και Rouwenhost προτείνανε το 1994 για την απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου, με το οποίο δύναται να συμπεράνουμε εάν οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων, που έχουν διορθωθεί οι διαφορές για το συστηματικό κίνδυνο και άλλων χαρακτηριστικών, εξαρτώνται ακόμα από τη χώρα προέλευσης του ομολόγου.

Συμβολίζουμε την απόδοση ενός εταιρικού ομολόγου  $i$ , την χρονική περίοδο  $t$ , το οποίο εκδόθηκε στην χώρα  $c$ , με ημερομηνία λήξης  $\tau$  και με πιστοληπτική διαβάθμιση  $r$  ως εξής :  $R_{c,r}^i(t, t)$

Επιπλέον, υποθέτουμε οποιοδήποτε παράγοντα που δύναται να επηρεάσει το απαιτούμενο από τον επενδυτή επιτόκιο του εταιρικού ομολόγου τη χρονική στιγμή  $t$ , όπως τη δομή των χρηματοροών ή τη ρευστότητα του ομολόγου, ομαδοποιούνται σε ένα παράγοντα  $z$ , ώστε η απόδοση του ομολόγου να συμβολίζεται από τους παράγοντες που εξαρτάται ως εξής:  $R_{c,r}^i(t, t, z_t)$ . Αφαιρούμε την απόδοση ενός κρατικού ομολόγου που χρησιμοποιούμε ως δείκτη αναφοράς, με ίδια ημερομηνία λήξης, που συμβολίζεται:  $R_{gb}(t, t)$ , στη συγκεκριμένη περίπτωση χρησιμοποιούμε ως δείκτη αναφοράς την απόδοση του γερμανικού κυβερνητικού ομολόγου μηδενικού κουπονιού, το οποίο παρακολουθούμε σε κάθε χρονική περίοδο, επαναδομώντας το, χρησιμοποιώντας τη μέθοδο που πρότεινε το 1994 ο Svensson. Το περιθώριο της απόδοσης (yield spread) ενός εταιρικού ομολόγου δίνεται από την εξίσωση:

$$S_{c,r}^i(t, t, z_t) = R_{c,r}^i(t, t, z_t) - R_{gb}(t, t)$$

Στη συνέχεια για να μπορέσουμε να μετρήσουμε το βαθμό ενοποίησης στην ευρωπαϊκή αγορά των εταιρικών ομολόγων, πρέπει πρώτα να φιλτράρουμε κάθε συστηματικό αποτέλεσμα που συνεισφέρει στον κίνδυνο. Το spread των αποδόσεων τείνει να είναι μεγαλύτερο για εταιρικά ομόλογα με χαμηλή πιστοληπτική διαβάθμιση. Η ρευστότητα είναι επίσης σημαντική για την αποτίμηση των εταιρικών ομολόγων, με ομόλογα χαμηλής ρευστότητας να τείνουν να αποφέρουν υψηλότερες αποδόσεις (higher yield premia). Για να ενσωματώσουμε τα περιθώρια των εταιρικών ομολόγων στο δείγμα μας εκτιμούμε την ακόλουθη εξίσωση :

$$S_{c,r}^i(t, t) = a + \sum_{r=1}^K g_{r,t} CR_{i,t}^r + \sum_{s=1}^2 d_{s,t} S_{i,t}^s + j_t z_t + e_{i,t}, \text{ όπου το } a \text{ είναι μια κοινή μεταβλητή}$$

για όλα τα εταιρικά ομόλογα, το  $CR_{i,t}$  είναι ένα μοντέλο διαβάθμισης, το οποίο παίρνει την τιμή της μονάδας όταν το εταιρικό ομόλογο  $i$  ανήκει στην κατηγορία  $r$

διαβάθμισης τη χρονική στιγμή  $t$  και  $S_{i,t}$  είναι μια μεταβλητή που αφορά τον τομέα που ανήκει το εταιρικό ομόλογο, το οποίο παίρνει την τιμή της μονάδας όταν το ομόλογο ανήκει σε οικονομική επιχείρηση (financial corporations) και την τιμή του μηδενός όταν το ομόλογο ανήκει σε μη οικονομική επιχείρηση (non-financial corporations). Η παράμετρος  $\phi$ , ομαδοποιεί τις ευαισθησίες διάφορων εταιρικών ομολόγων, που συμπεριλαμβάνονται στον όρο  $z_i$ , ονομαστικά: ο χρόνος έως τη λήξη (time to maturity), η ρευστότητα (liquidity), και το κουπόνι (coupon) του  $i$ -th ομολόγου. Ως προσέγγιση της ρευστότητας, χρησιμοποιούμε την αναλογία των ημερών κατά της οποίες είναι διαπραγματεύσιμο το ομόλογο, προς το συνολικό αριθμό των διαπραγματεύσιμων ημερών για το χρονικό διάστημα που μελετάμε.

Διορθώνοντας τον συστηματικό κίνδυνο και άλλα σχετικά χαρακτηριστικά τα οποία υπάρχουν στις μεταβλητές των ομολόγων (various corporate bonds), μπορούμε να δούμε το βαθμό ενοποίησης, ελέγχοντας υπάρχουν κατάλοιπα αποτελεσμάτων επιρροής από τις χώρες προέλευσης των ομολόγων στα κατάλοιπα των σειρών των μεταβλητών (various error terms). Συγκεκριμένα ελέγχουμε την εξίσωση:

$$e_{i,t} = \sum_{c=1} b_{c,t} c_{i,c,t} + e_{i,t}, \text{ όπου } c_{i,c,t} \text{ είναι το μοντέλο της χώρας που ισούται με την}$$

μονάδα όταν το ομόλογο ανήκει στην χώρα  $c$ , την χρονική περίοδο  $t$ , και με μηδέν σε οποιαδήποτε άλλη περίπτωση. Σε μια ενοποιημένη αγορά εταιρικών ομολόγων, τα spreads των αποδόσεων, διορθωμένα από τον συστηματικό κίνδυνο, δεν θα πρέπει να εξαρτώνται από την χώρα στην οποία εκδίδονται. Συνεπώς, για να δούμε την ενοποίηση, ελέγχουμε εάν οι παράμετροι  $\beta_{c,t}$  των χωρών να είναι μηδέν ή τουλάχιστον συγκλίνουν στο μηδέν. Συνδέοντας της δύο ανωτέρω εξισώσεις τρέχουμε την παλινδρόμηση που ακολουθεί, την οποία και εκτιμούμε χρησιμοποιώντας OLS.

$$S_{c,r}^i(t, t, z_t) = a_t + \sum_{r=1}^K g_{r,t} CR_{i,t}^r + \sum_{s=1}^2 d_{s,t} S_{i,t}^s + j_t z_t + \sum_{c=1}^N b_{c,t} c_{i,c,t} + e_{i,t}$$

Τρέχοντας την παλινδρόμηση, εστιάζουμε την προσοχή μας στις εκτιμήσεις για τα μοντέλα της κάθε χώρας (country dummies), τα οποία σχετίζονται με τον βαθμό ενοποίησης στην ευρωπαϊκή αγορά των εταιρικών ομολόγων. Πιο συγκεκριμένα, υπολογίζουμε τρία μέτρα. Πρώτο, το μέγεθος των συντελεστών των διάφορων μοντέλων χωρών (*size of the coefficients of the various country*). Δεύτερο, τη διαστρωματική διασπορά των αποτελεσμάτων των χωρών (*cross-sectional dispersion of the county effects*). Μια συνολική μείωση στο επίπεδο διαστρωματικής διασποράς, θα ήταν σύμφωνη με μια αύξηση στο βαθμό εταιρικής ολοκλήρωσης ομολογιακών αγορών. Τρίτο, συγκρίνουμε το ποσοστό της διαφοράς του περιθωρίου

εταιρικού ομολόγου, που εξηγείται από τα αποτελέσματα χωρών και το μέρος που εξηγείται από τα εξεταζόμενα συστηματικά χαρακτηριστικά (*proportion of the variance of corporate bond spreads that explained by country effects*). Κάτω από την πλήρη ολοκλήρωση, η επίδραση χωρών στις αποδόσεις των ομολόγων πρέπει να είναι αμελητέα.

Παράλληλα, υπάρχουν μέτρα τα οποία σχετίζονται με τα αποτελέσματα που έχει η βαρύτητα της εκάστοτε εξεταζόμενης χώρας στις αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων. Όσον αφορά τις χρηματιστηριακές αγορές (equity market) της E.E. όσο αυτές ενοποιούνται, η επίδραση που προέρχεται από την κάθε χώρα στις αποδόσεις τους θα πρέπει να μειώνεται, δηλαδή να οδηγούμαστε σε μια ενιαία ευρωπαϊκή χρηματαγορά, της οποίας οι αποδόσεις να μην επηρεάζονται από τυχαία γεγονότα μιας χώρας, αλλά να έχουμε ενιαία αποτελέσματα, ώστε να προσελκύνονται και ευκολότερα οι επενδύσεις από το παγκόσμιο περιβάλλον.

Μέτρο, ενοποίησης της χρηματιστηριακής αγοράς, είναι τα αποτελέσματα που έχει μια χώρα συγκριτικά με αυτά που έχουν οι εξελίξεις κάποιου κλάδου ή τομέα στις αποδόσεις Σύμφωνα με ένα μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας από τους Heston και Rouwenhorst το 1994, οι αποδόσεις των χρηματιστηρίων καθορίζονται περισσότερο από τα αποτελέσματα και τις εξελίξεις που διαδραματίζονται στον κάθε κλάδο της αγοράς, παρά από αυτά της κάθε χώρας. Για τις αποδόσεις των διεθνών χαρτοφυλακίων συνηθιζόταν μέχρι πρόσφατα η μείωση του συνολικού κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου με τη διαφοροποίηση των επενδύσεων σε αξιόγραφα διαφόρων χωρών, παρόλα αυτά, σήμερα, αποδεικνύεται περισσότερο υποσχόμενη η διαφοροποίηση των επενδύσεων μεταξύ κλάδων.

Το χαρτοφυλάκιο σε μια ενοποιημένη αγορά επηρεάζεται περισσότερο από τις εξελίξεις σε επίπεδο κλάδων παρά από αυτές σε επίπεδο χωρών. Το γεγονός αυτό, επιβεβαιώθηκε στην έρευνα που πραγματοποίησαν οι Brooks και Del Negro το 2002. Οι Adjaouté και Danthine το 2003 παρουσίασαν ένα παρόμοιο μέτρο για την ενοποίηση της χρηματιστηριακής αγοράς στην Ευρωπαϊκή Ένωση, βασισμένο στην διαστρωματική διασπορά των χρηματιστηριακών αποδόσεων των χωρών και των κλάδων (cross-sectional dispersion of country and sector returns). Όσο υψηλότερες είναι οι αποδόσεις των κλάδων (cross-sectional dispersion), τόσο χαμηλότερη είναι η συσχέτιση (correlation) και συνεπώς περισσότερες οι δυνατότητες για διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Η αλλαγή από τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου από επενδύσεις σε χώρες της E.E. σε επενδύσεις σε κλάδους εντός της E.E., μειώνει



ακόμη περισσότερο την διασπορά στις αποδόσεις του κλάδου (dispersion in sector returns).

Όσον αφορά την ενοποίηση της αγοράς των εταιρικών ομολόγων, δεν υπάρχει αυτή η διαφοροποίηση μεταξύ κλάδου και χώρας και αυτό διότι τα εταιρικά ομόλογα δεν έχουν ομογενοποιημένα χαρακτηριστικά και είναι δύσκολο να συγκριθούν, αναλύουμε λοιπόν την σημασία των αποτελεσμάτων που έχει μια χώρα στο να εξηγήσει τις αποδόσεις των ομολόγων μεταξύ των κλάδων μετρώντας την αναλογία από τη διαφορά που εξηγείται από τους ειδικούς παράγοντες των χωρών (*the proportion of variance explained by country specific factors*).

Η δεύτερη κατηγορία μέτρων ενοποίησης, αφορά τα γεγονότα που συμβαίνουν στην κάθε χώρα και πως τα νέα επηρεάζουν αυτά επηρεάζουν τις αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων. Σε μια ενοποιημένη αγορά τα επιτόκια για τους δανειστές που ανήκουν στην ίδια κατηγορία κινδύνου, θα πρέπει να είναι ίδια μεταξύ των χωρών και να επηρεάζονται μόνο από παράγοντες κοινούς για όλους και όχι από τα τοπικά γεγονότα μιας χώρας. Επιπρόσθετα, οι αναμενόμενες αποδόσεις περιουσιακών στοιχείων διαφορετικών χωρών αλλά με τα ίδια χαρακτηριστικά κινδύνου θα πρέπει να εξαρτώνται περισσότερο από κοινά νέα παρά από τοπικού χαρακτήρα γεγονότα. Το καταλληλότερο μέτρο ενοποίησης στην περίπτωση αυτή είναι το ποσοστό των αλλαγών που πραγματοποιούνται στα περιουσιακά στοιχεία και που εξηγείται από τους κοινούς παράγοντες, δηλ. σχετικές ειδήσεις στα περιουσιακά στοιχεία σε όλες τις χώρες.

Πιο συγκεκριμένα, αναφορικά με την αγορά κρατικών ομολόγων και πιστώσεων, παρακολουθούμε τις αλλαγές που πραγματοποιούνται στις αποδόσεις αυτών των περιουσιακών στοιχείων που προκαλούν οι κοινές και τις τοπικές ειδήσεις. Για την αγορά των κρατικών ομολόγων και την πιστωτική αγορά, ορίζουμε  $\Delta R_{i,t}$  την αλλαγή στις αποδόσεις ενός ομολόγου  $i$  την χρονική στιγμή  $t$  και  $\Delta R_{b,t}$  ως τη διαφορά στις αποδόσεις ενός συγκρίσιμου, αντίστοιχου ομολόγου στην αγορά που έχουμε επιλέξει ως δείκτη αναφοράς (benchmark), στην περίπτωση μας την Γερμανία. Σε αγορές που είναι ενοποιημένες, οι αλλαγές στις αποδόσεις ενός κρατικού ομολόγου στην χώρα που επιλέξαμε ως δείκτη αναφοράς, την Γερμανία, θα πρέπει να είναι μια καλή εκτίμηση για το πώς θα κινηθούν οι αποδόσεις των ομολόγων και στις άλλες χώρες-μέλη της ενοποιημένης αγοράς, στην περίπτωση μας της Ε.Ε., αφού εξετάζουμε την ευρωαγορά, υποθέτοντας πάντα ότι ο συστηματικός κίνδυνος είναι πανομοιότυπος για τα κρατικά ομόλογα όλων των χωρών της Ε.Ε.. Για

να μπορέσουμε να ξεχωρίσουμε τις κοινές από τις τοπικές επιρροές, τρέχουμε την παλινδρόμηση:  $\Delta R_{i,t} = a_i + b\Delta R_{b,t} + e_{i,t}$ , όπου  $a_{i,t}$  είναι μια μεταβλητή που αλλάζει για κάθε χώρα, το  $\beta$  που εξαρτάται από τη χρονική περίοδο (time-depended beta) σε σχέση με το κρατικό ομόλογο του δείκτη αναφοράς, δηλαδή κρατικό ομόλογο της Γερμανίας και  $e_{i,t}$  είναι ένα συγκεκριμένο οικονομικό σοκ σε μια χώρα-μέλος (country specific shock).

Όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω όσο αυξάνεται η ενοποίηση απαιτείται:

- i)** το  $a_i$  να συγκλίνει στο μηδέν
- ii)** το  $\beta_{i,t}$  να συγκλίνει στη μονάδα 1 και
- iii)** το ποσοστό της μεταβλητής (variance)  $\Delta R_{i,t}$  που εξηγείται από κοινούς παράγοντες,  $\Delta R_{b,t}$ , να είναι μεγαλύτερο της μονάδας.

Πιο συγκεκριμένα, το **i)** το  $a_i$  να συγκλίνει στο μηδέν, συνεπάγεται από το γεγονός ότι σε μια ενοποιημένη αγορά, οι αλλαγές στις αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων δεν θα πρέπει να είναι συστηματικά μεγαλύτερες ή μικρότερες από αυτές του δείκτη αναφοράς. Στη συνέχεια για να εξετάσουμε γιατί πρέπει να συμβαίνει το

- ii)** εκτιμούμαι το  $\beta$  από την κατωτέρω σχέση: 
$$b_{i,t} = \frac{Cov_{t-1}(\Delta R_{i,t}, \Delta R_{b,t})}{Var_{t-1}(\Delta R_{b,t})} = r_{i,b,t} \frac{s_{i,t}}{s_{b,t}},$$

όπου  $Cov_{t-1}$  και  $Var_{t-1}$  είναι αντίστοιχα οι χρονικοί συντελεστές της συνδιακύμανσης και διακύμανσης (conditional covariance and variance operator),  $r_{i,b,t}$  είναι η χρονική συσχέτιση (conditional correlation) μεταξύ των αλλαγών στις αποδόσεις των τιμών των τοπικών περιουσιακών στοιχείων, δηλαδή αυτών της χώρας προέλευσης και του επιλεγμένου δείκτη αναφοράς. Για το λόγο αυτό το  $\beta_{i,t}$  εξαρτάται τόσο από την συσχέτιση μεταξύ των αλλαγών των τοπικών αποδόσεων με αυτές του δείκτη αναφοράς, και την αναλογία της μεταβλητότητας των αποδόσεών τους (ratio between local and benchmark yield volatilities).

Όταν αυξάνεται ο βαθμός ενοποίησης, οι αλλαγές των αποδόσεων θα πρέπει να εξαρτώνται από κοινούς για όλες τις χώρες της Ε.Ε. παράγοντες, γεγονότα και η συσχέτιση (correlation) θα πρέπει να είναι μεγαλύτερη από δύο. Για τον ίδιο λόγο το επίπεδο της τοπικής μεταβλητότητας (local volatility) θα πρέπει να συγκλίνει σε αυτό του επιλεγμένου δείκτη αναφοράς. Ως αποτέλεσμα, με την αύξηση του βαθμού ενοποίησης, το  $\beta_{i,t}$  πρέπει να συγκλίνει στην μονάδα και το μέγεθος αυτού συγκριτικά με τη μονάδα, αποτελεί δείκτη του βαθμού ενοποίησης της αγοράς εντός μιας συγκεκριμένης χώρας. Ο μέσος όρος των αποστάσεων των  $\beta$  στο σύνολο διαφορετικών χωρών (*the average distance of the different country betas to unity-the*

beta under integration), μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως μέτρο ενοποίησης για ολόκληρη την αγορά (for the overall market) . Επιπρόσθετα, η εξέλιξη (evolution) του μέτρου αυτού, μπορεί να παρέχει πληροφορίες σχετικά με την διαδικασία της ενοποίησης διαχρονικά.

Τέλος, το **iii)** το ποσοστό της μεταβλητής  $\Delta R_{i,t}$  που εξηγείται από κοινούς παράγοντες,  $\Delta R_{b,t}$ , να είναι μεγαλύτερο της μονάδας, συνεπάγεται από το γεγονός ότι στο βαθμό που τα περιουσιακά στοιχεία είναι επαρκώς συγκρίσιμα μεταξύ των χωρών, το λάθος που προέρχεται από την εκάστοτε χώρα (country specific error)  $e_{i,t}$  θα πρέπει να συρρικνώνεται, καθώς αυξάνεται η ενοποίηση. Σε μια πλήρως ενοποιημένη αγορά, οι αλλαγές παραγωγής σε μια χώρα δεν πρέπει να είναι συστηματικά μεγαλύτερες ή μικρότερες από εκείνες που πραγματοποιούνται στον δείκτη αναφοράς. Όταν αυξάνεται ο βαθμός ολοκλήρωσης, οι αλλαγές στην παραγωγή μιας χώρας, πρέπει να επηρεάζονται περισσότερο από τους κοινούς παράγοντες σε όλη την Ευρωπαϊκή Ένωση. Χρησιμοποιούμε επίσης, ως ένα άλλο μέτρο της ολοκλήρωσης, το ποσοστό της διακύμανσης στις τοπικές αποδόσεις, που εξηγείται από κοινούς παράγοντες (*the proportion of local variance explained by the common factor*). Στην πλήρη ενοποίηση, μόνο οι κοινές ειδήσεις πρέπει να επηρεάζουν τις τοπικές παραγωγές (υποθέτοντας ότι ο βαθμός του συστηματικού κινδύνου είναι το ίδιο μεταξύ των ομολόγων) και η αναλογία της διακύμανσης (*the variance proportion*) θα πρέπει να είναι κοντά στην μονάδα. Αντιστρόφως, όταν οι αποδόσεις επηρεάζονται από τοπικούς παράγοντες, η αναλογία αυτή θα είναι κοντά στο μηδέν. Για να υπολογίσουμε την αναλογία της διακύμανσης, ελέγχουμε την δομή των  $\Delta R_{b,t}$  και  $e_{i,t}$  να είναι ορθογώνια (*orthogonal by construction*) και η συνολική διακύμανση των τοπικών αποδόσεων δίνονται από την εξίσωση:

$$Var(\Delta R_{i,t}) = b_{i,t}^2 Var(\Delta R_{b,t}) + Var(e_{i,t})$$

και η αναλογία της διακύμανσης από τον

$$\text{τύπο: } VR_{i,t} = \frac{b_{i,t}^2 Var(\Delta R_{b,t})}{Var(\Delta R_{i,t})}$$

Η αναλογία της διακύμανσης  $VR_{i,t}$  είναι θετικά συσχετισμένη με το beta των αλλαγών των τοπικών αποδόσεων με το δείκτη αναφοράς και σε σχέση με το μέγεθος της μεταβλητότητας του δείκτη αναφοράς αλλά και των τοπικών αγορών ομολόγων. Ο λόγος της διακύμανσης κοντά στη μονάδα παρατηρείται όταν το beta κινείται ομοιόμορφα (*goes to unity*) και όταν η μεταβλητότητα των αλλαγών των τοπικών αποδόσεων και του δείκτη αναφοράς έχουν το ίδιο μέγεθος.

Σχετικά με την χρηματιστηριακή αγορά, θα πρέπει να διακρίνουμε μεταξύ των αποδόσεων που έχουμε σε παγκόσμιο επίπεδο και αυτών που πραγματοποιούνται στην περιοχή του ευρώ. Για αυτόν τον λόγο, οι αποδόσεις στα αμερικανικά χρηματιστήρια χρησιμοποιούνται ως μέτρο σύγκρισης, του πως οι παγκόσμιες ειδήσεις επηρεάζουν τα χρηματιστήρια, ενώ οι αποδόσεις ενός δείκτη αναφοράς των χρηματιστηρίων στην περιοχή του ευρώ, που διορθωμένος για τις αμερικανικές ειδήσεις, χρησιμοποιείται ως ευρωπαϊκός παράγοντας. Σε μια ενοποιημένη αγορά οι αποδόσεις των χρεογράφων, προβλέπεται να επηρεάζονται περισσότερο από την παγκόσμια ειδησεογραφία παρά από τα τεκταινόμενα σε τοπικό επίπεδο.

Η τρίτη κατηγορία μέτρων για την ενοποίηση στην ευρωπαϊκή αγορά, αφορά διάφορα ποιοτικά χαρακτηριστικά στα οποία έχουμε αυτά που αναφέρονται στην οικονομική δραστηριότητα που πραγματοποιείται εκτός των ορίων της Ευρωπαϊκής Ένωσης (cross-border) και στην μεροληψία εντοπιότητας (home bias). Σχετικά με την αγορά πιστώσεων όσο μικρότερες είναι οι διαφοροποιήσεις μεταξύ περιοχών, τόσο μεγαλύτερος ο βαθμός ενοποίησης. Η ανάλυσή της πιστωτικής αγοράς εξετάζει τους όγκους των διασυνοριακών δανείων τόσο των διατραπεζικών δανείων όσο και αυτών από άλλες πηγές. Μια αύξηση στους όγκους των διασυνοριακών δανείων υποδηλώνει τόσο την ευκολότερη πρόσβαση ξένων κεφαλαίων στην πιστωτική αγορά της Ε.Ε., όσο και την ίση μεταχείριση από μέρους των Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων προς τους δανειζόμενους ανεξαρτήτου χώρας προελεύσεως, γεγονός που αποτελεί δείγμα προόδου προς μια ενοποιημένη αγορά.

Η έκταση της εγχώριας προκατάληψης, ορίζεται ως το γεγονός ότι οι επενδυτές προτιμούν περισσότερο την εγχώρια αγορά, ακόμα κι αν ο κίνδυνος μοιράζεται αποτελεσματικότερα εάν υπάρχει διαφοροποίηση σε επενδύσεις άλλων χωρών. Αυτό είναι ένα σημάδι ότι η οικονομική ενοποίηση δεν είναι ακόμα πλήρης. Μια μείωση στην προκατάληψη προς τα εγχώρια αποθέματα και η διεθνείς διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων τόσο των επενδυτών όσο και των ίδιων των χωρών οδηγεί στην ενοποίηση των αγορών.

Η Χρηματαγορά ορίζεται συνήθως ως η αγορά βραχυπρόθεσμου χρέους, όπου «το βραχυπρόθεσμο» σημαίνει μια ωριμότητα μέχρι ένα έτος. Υπάρχουν διάφορα τμήματα μέσα στην χρηματαγορά και κάθε τμήμα αυτής εμπίπτει σε μια από τρεις ευρείες κατηγορίες: ακάλυπτου χρέους, διασφαλισμένης οφειλής και τα παράγωγα βραχυπρόθεσμου χρέους. Ο έλεγχος της ολοκλήρωσης των χρηματαγορών της Ε.Ε. είναι σημαντικός, διότι η αγορά αυτή είναι κεντρική στην εφαρμογή της ενιαίας

νομισματικής πολιτικής, δεδομένου ότι αποτελεί το πρώτο βήμα στο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Επίσης, ο έλεγχος απαιτείται τόσο για την αποδοτική κατανομή των πόρων όσο και για την προώθηση μιας αποδοτικότερης τιμολόγησης του βραχυπρόθεσμου χρέους στην περιοχή του ευρώ. Λαμβάνοντας υπόψη το σημαντικό ρόλο που παίζει η χρηματαγορά στην εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής της περιοχής του ευρώ, η μέτρηση του βαθμού ενοποίησης αυτής είναι ιδιαίτερου ενδιαφέροντος για την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ).

Από τα μέτρα που βασίζονται στις τιμές διαπιστώνουμε, ότι η ενοποίηση της χρηματαγοράς στην περιοχή της Ε.Ε. είναι πολύ προηγμένη. Οι ομοιόμορφες συνθήκες σε αυτήν, επικράτησαν αμέσως μετά από την έναρξη της εφαρμογής της ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Εντούτοις, δεν έχουν φθάσει ακόμα όλοι οι τομείς της αγοράς στο ίδιο επίπεδο για να πούμε ότι έχουμε «σχεδόν τέλεια» ενοποίηση. Ο τομέας των repo φαίνεται να είναι λιγότερο ενσωματωμένος από αυτόν των ακάλυπτων οφειλών και των swap. Αυτό οφείλεται στις πρακτικές, τους νόμους και τους κανονισμούς καθώς επίσης και υπόλοιπος τεμαχισμός της υποδομής της αγοράς που παρατηρείται μεταξύ των χωρών. Τα μέτρα ολοκλήρωσής μας δείχνουν ότι έχουν πραγματοποιηθεί βελτιώσεις, όπως η εισαγωγή κοινών δεικτών αναφοράς euribor, eonia, eurogero και η δημιουργία βάσης δεδομένων στατιστικών στοιχείων για κάθε χώρα, ώστε να μπορούν τα στοιχεία τις κάθε χώρας να είναι συγκρίσιμα μεταξύ τους.

Στην κατηγορία ακάλυπτων οφειλών, με την εισαγωγή του ευρώ, παρατηρούμε υψηλό βαθμό ενοποίησης, όπως και στην αγορά των κρατικών ομολόγων, που τα μέτρα της ολοκλήρωσης δείχνουν ότι, από την εισαγωγή του ευρώ, ο βαθμός ενοποίησης είναι και εκεί πολύ υψηλός. Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων επηρεάζονται όλο και περισσότερο από την κοινή για την Ε.Ε. ειδησεογραφία, και λιγότερο από τοπικούς παράγοντες κινδύνου. Εντούτοις, είναι δυνατή η περαιτέρω ενοποίηση της αγοράς κρατικών ομολόγων. Πιο συγκεκριμένα, οι αποδόσεις κρατικών ομολόγων με τα ίδια ή σε πολλές περιπτώσεις παρόμοια χαρακτηριστικά πιστωτικού κινδύνου και ωριμότητας δεν έχουν συγκλίνει εξ ολοκλήρου. Πρώτον, οι διαφορές που παρατηρούνται τόσο στη ρευστότητα όσο και στη διαθεσιμότητα των αναπτυγμένων αγορών παραγώγων, μπορούν εν μέρει να αποτελέσουν τους παράγοντες αυτής της διαφοροποίησης μεταξύ των κρατικών ομολόγων. Δεύτερον, ενώ οι αποδόσεις κρατικών ομολόγων επηρεάζονται κυρίως από τις κοινές ειδήσεις στην Ε.Ε., οι τοπικοί παράγοντες συνεχίζουν να διαδραματίζουν ακόμα έναν σημαντικό ρόλο.

Η ευρωπαϊκή αγορά εταιρικών ομολόγων είναι σχετικά νέα, έναντι της αγοράς κρατικών ομολόγων. Εντούτοις, τα τελευταία χρόνια το μέγεθος της αγοράς έχει αυξηθεί και η δομή της αγοράς έχει υποστεί σημαντικές αλλαγές, οι οποίες καθορίστηκαν σε μεγάλο βαθμό από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης. Σύμφωνα με την ανάλυση της ενοποίησης στην αγορά αυτή με τα μέτρα που βασίζονται στις τιμές, το επίπεδο και η εξέλιξη των εταιρικών ομολόγων, καθορίζεται σε μεγάλο βαθμό από την αξιολόγηση της φερεγγυότητας αυτών, και σε μια μικρότερη έκταση από κοινούς παράγοντες και αυτό διότι δεν υπάρχει ομοιογένεια. Καθ' όλη τη διάρκεια των τελευταίων πέντε ετών, το μερίδιο των πανευρωπαϊκών κεφαλαίων των εταιρικών ομολόγων έχει αυξηθεί εντυπωσιακά, δείχνοντας μια μείωση της εγχώριας προκατάληψης των χαρτοφυλακίων ομολόγων στην Ε.Ε..

Η ενοποίηση στην τραπεζική αγορά της Ευρωπαϊκής Ένωσης, θεωρείται αρκετά προηγμένη από μια νομικής πλευράς, αλλά οι διαφορές τιμών παραμένουν σχετικά υψηλές. Χρησιμοποιώντας το σύνολο των μέτρων, διαπιστώνουμε ότι η ολοκλήρωση ποικίλλει στους διαφορετικούς τομείς της τραπεζικής αγοράς. Χρησιμοποιώντας τραπεζικά επιτόκιο που προέρχονται από ιστορικά στοιχεία για την δανειοδότηση των εταιρειών, παρατηρούμε διαφορές μεταξύ βραχυπρόθεσμου, μεσοπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου δανεισμού και πολύ περισσότερες στο βραχυπρόθεσμο δανεισμό που είναι χωρισμένος σε περισσότερες κατηγορίες. Όσον αφορά το δανεισμό σε νοικοκυριά, τα ποσοστά ενυπόθηκου δανείου φαίνονται να είναι πιο ομοιόμορφα στις χώρες από ότι ήταν στο παρελθόν, ενώ το τμήμα καταναλωτικής πίστης παραμένει ιδιαίτερα τεμαχισμένο. Τα αποτελέσματα αυτά, επιβεβαιώνονται σε μεγάλο βαθμό με τη χρησιμοποίηση του νέου συνόλου εναρμονισμένων τραπεζικών επιτοκίων. Επιπλέον, συγκρίνοντας ποιοτικά χαρακτηριστικά στην ευρωπαϊκή τραπεζική αγορά διαπιστώνουμε ότι οι διασυννοριακές δραστηριότητες στην περιοχή του ευρώ είναι ακόμα περιορισμένες στο λιανικό τραπεζικό τμήμα. Από την άποψη αυτή, υπάρχουν σαφή σημάδια των επίμονων εγχώριων προκαταλήψεων στο δανεισμό νοικοκυριών και μικρότερων μη οικονομικών εταιριών.

Οι αγορές των μετοχών της περιοχής του ευρώ, ομοίως με τις εταιρικές ομολογιακές αγορές, έχουν καταγράψει την ιδιαίτερη αύξηση κατά τη διάρκεια της προηγούμενης δεκαετίας. Η ηπειρωτική Ευρώπη θεωρείται ένα σύστημα βασισμένο στις τράπεζες, δεδομένου ότι οι τράπεζες είναι η κύρια πηγή χρηματοδότησης βιομηχανίας, σε αντίθεση με το Ηνωμένο Βασίλειο και τις Η.Π.Α., που βασίζονται

στην χρηματιστηριακή αγορά καθόσον οι εταιρίες τους στηρίζονται περισσότερο στη χρηματοδότηση μέσω του Χρηματιστηρίου Αξιών. Το γεγονός ότι στην Ε.Ε. πραγματοποιείται μια ισχυρότερη αύξηση στην κεφαλαιοποίηση της αγοράς σε σχέση με άλλες περιοχές, εξηγείται εν μέρει από το σχετικά υψηλό αριθμό έκδοσης νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων εντός αυτής. Ο υψηλός αριθμός Δημόσιων εγγραφών προκάλεσε μια καθαρή αύξηση στον αριθμό των δημόσια απαριθμημένων επιχειρήσεων στις συναλλαγματικές αγορές της Ε.Ε., αποτέλεσμα την περαιτέρω ανάπτυξη και δραστηριοποίηση των χρηματιστηρίων των ευρωπαϊκών χωρών.

### **3.4 Ενοποίηση Τραπεζικής αγοράς , Συγχωνεύσεις και Εξαγορές**

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές (Σ&Ε) τραπεζικών οργανισμών είναι ένα αρκετά παλιό φαινόμενο το οποίο ανέκαθεν βρισκόταν στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος τόσο των παραγόντων της αγοράς, όσο και των ακαδημαϊκών, λόγω της σημασίας του τραπεζικού συστήματος στην οικονομία. Αρκετά γνωστό είναι το «κύμα» συγχωνεύσεων και εξαγορών το οποίο πραγματοποιήθηκε τη δεκαετία του 1920 στην Αμερική (White, E.N., 1985, “The Merger Movement in Banking, 1919-1933”, *The Journal of Economic History*, 45, 2, 285-291), αλλά και το «κύμα» της δεκαετίας του 1980 με περισσότερες από 6.000 Σ&Ε αμερικανικών τραπεζών και αξία άνω του 1 τρισ. δολαρίων (S.A. Rhoades, 1996, “Bank mergers and industry wide structure”, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), Staff Studies No. 169), το οποίο μάλιστα εξαπλώθηκε ανά την υφήλιο μέσα στην επόμενη δεκαετία.

Σύμφωνα με τους Amel, Barnes, Panetta και Salleo (“Consolidation and efficiency in the financial sector: A review of the international evidence”, *Journal of Banking & Finance*, 2004, 28, 10, 2493-2519) την περίοδο 1990-2001 εξαγοράστηκαν περισσότερες από 15.000 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνταν στο χρηματοοικονομικό τομέα. Όπως φαίνεται στο Σχεδιάγραμμα το 1, 53% περίπου των συμφωνιών αυτών πραγματοποιήθηκαν με τη συμμετοχή τραπεζικών οργανισμών.

Ένα άλλο ιδιαίτερο χαρακτηριστικό της περιόδου αυτής είναι οι πολύ μεγάλες συμφωνίες που πραγματοποιήθηκαν με τη συνένωση ή εξαγορά τραπεζών με ενεργητικό άνω του 1 δισ. δολαρίων. Σε ορισμένες περιπτώσεις μάλιστα πραγματοποιήθηκαν υπερβολικά μεγάλες συμφωνίες μεταξύ τραπεζών, το ενεργητικό των οποίων ξεπερνούσε τα 100 δισ. δολάρια. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρουν οι

Moore και Siems (“Bank mergers: creating value or destroying competition?”, Federal Reserve Bank of Dallas, Financial Industry Issues, 1998) το 1998 πραγματοποιήθηκαν 9 από τις 10 μεγαλύτερες Σ&Ε στην ιστορία της Αμερικής, οι 4 από τις οποίες έγιναν στον τραπεζικό τομέα (Citicorp-Travelers, Bank America-Nations Bank, Bank One-First Chicago και Norwest-Wells Fargo).

### **Λόγοι πραγματοποίησης Σ&Ε**

Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία υπάρχουν 3 μεγάλες κατηγορίες κινήτρων που συνδέονται με την πραγματοποίηση Σ&Ε:

1. κίνητρα συνεργίας ή οικονομικά κίνητρα (synergy/economic motives),
2. κίνητρα διοίκησης/αντιπροσώπευσης (agency ή managerial motives),
3. κίνητρα αλαζονείας ή υπερεκτίμησης ικανοτήτων (hubris motives).

Τα κίνητρα συνεργίας συνδέονται με το στόχο της μεγιστοποίησης της περιουσίας των μετόχων και περιλαμβάνουν -μεταξύ άλλων- οικονομίες κλίμακας, οικονομίες εύρους, βελτίωση θέσης επιχείρησης στην αγορά, αντικατάσταση μη αποτελεσματικής διοίκησης, διαφοροποίηση, λοιπά χρηματοοικονομικά οφέλη (πχ. φορολογικά). Τα κίνητρα της διοίκησης και τα κίνητρα αλαζονείας πηγάζουν από τις θεωρίες των Jensen και Meckling (“Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure”, Journal of Financial Economics, 1976, 3, 4, 305-360) και Roll (“The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, Journal of Business, 1986, 59, 2, 197-216) και όπως αναφέρεται στη συνέχεια συχνά θεωρούνται ένας από τους βασικούς λόγους αποτυχίας Σ&Ε.

Βέβαια, οι Σ&Ε επηρεάζονται και από εξωτερικά αίτια, τα οποία εξαρτώνται τόσο από τον κλάδο δραστηριότητας, όσο και από το μακροοικονομικό περιβάλλον. Οι μεταβολές στο μακροοικονομικό περιβάλλον επηρεάζουν διαφορετικά κάθε κλάδο και στη συνέχεια το μανατζμεντ της κάθε επιχείρησης, το οποίο βρίσκεται αντιμέτωπο με μια ενδεχόμενη απόφαση για Σ&Ε. Στη μελέτη της ΕΚΤ (2000) γίνεται αναφορά στα κίνητρα των Σ&Ε στην ΕΕ ενώ διακρίνονται τέσσερις κατηγορίες λαμβάνοντας υπόψη τη γεωγραφική περιοχή και τον τομέα δραστηριότητας των συγχωνευόμενων ιδρυμάτων.

Ο τραπεζικός τομέας αποτελεί τυπικό παράδειγμα επιχειρηματικού κλάδου όπου οι οικονομίες κλίμακας έχουν προταθεί ως το κύριο κίνητρο Σ&Ε. Αυτό επιβεβαιώνεται και στη μελέτη της ΕΚΤ, όπου οι οικονομίες κλίμακας θεωρούνται ως



το κύριο κίνητρο στην περίπτωση «μικρών» εγχώριων συμφωνιών. Όπως αναφέρεται στη μελέτη, στην περίπτωση αυτή οι τράπεζες προσπαθούν να επωφεληθούν από συνεργίες είτε μέσω αύξησης μεγέθους, είτε μέσω διαφοροποίησης. Βασικό μέλημα είναι η μείωση των γενικών και διοικητικών εξόδων μέσω της μείωσης του δικτύου διανομής, αλλά και της συγχώνευσης διοικητικών κλάδων όπως πληροφόρησης-τεχνολογίας, μακροοικονομικής ανάλυσης και νομικών τμημάτων.

Τέλος, σε ορισμένες περιπτώσεις οι Σ&Ε μεταξύ μικρών τραπεζών πραγματοποιούνται προκειμένου να αποφευχθούν εχθρικές εξαγορές. Οι «μεγάλες» εγχώριες Σ&Ε έχουν ως κύριο λόγο τη δημιουργία πολύ μεγάλων ιδρυμάτων με ανάλογα μερίδια αγοράς. Οι οικονομίες κλίμακας και η μείωση των εξόδων παίζουν επίσης σημαντικό ρόλο ενώ ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στις όποιες ευκαιρίες αύξησης του κύκλου εργασιών.

Οι διασυνοριακές συμφωνίες στοχεύουν κυρίως στην απόκτηση σημαντικού μεγέθους που θα επιτρέψει στις τράπεζες να αντεπεξέλθουν στον ανταγωνισμό της διεθνούς αγοράς. Σημαντικός παράγοντας στην περίπτωση αυτή θεωρείται η απόκτηση μεγέθους ανάλογου των πελατών και η ικανότητα εξυπηρέτησης αυτών στο εξωτερικό. Οικονομίες κλίμακας και εύρους θεωρούνται επίσης σημαντικοί παράγοντες σε ορισμένες περιπτώσεις.

Οι Amel et al. (2004) επισημαίνουν ότι οι οικονομίες εύρους αποτελούν το δεύτερο πιο συχνά αναφερόμενο αίτιο στην περίπτωση Σ&Ε στο χρηματοοικονομικό τομέα. Προκύπτουν κυρίως από την αύξηση του κύκλου εργασιών, η οποία μπορεί να επιτευχθεί είτε μέσω διασταυρωμένων πωλήσεων (cross-selling), είτε μέσω της διεύρυνσης του χαρτοφυλακίου προϊόντων της επιχείρησης. Στην περίπτωση της μελέτης της ΕΚΤ, οι οικονομίες εύρους χαρακτηρίζονται ως το πιο σημαντικό κίνητρο για την πραγματοποίηση μεταξύ Σ&Ε μεταξύ ιδρυμάτων από διαφορετικούς κλάδους. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η συνένωση μιας τράπεζας και μιας ασφαλιστικής εταιρείας, όπου η νέα επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να προσφέρει τόσο ασφαλιστικά όσο και τραπεζικά προϊόντα.

Όσον αφορά στις διασυνοριακές συμφωνίες μεταξύ ιδρυμάτων από διαφορετικούς τομείς, οι οικονομίες εύρους, αλλά και η αύξηση του μεγέθους που θα προσελκύσει διεθνείς πελάτες θεωρούνται τα βασικά κίνητρα. Το 2001 το G-10 δημοσίευσε, επίσης, μια μελέτη για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στο χρηματοπιστωτικό τομέα σε 13 χώρες (Βέλγιο, Καναδάς, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Ιαπωνία, Ολλανδία, Σουηδία, Ελβετία, Ηνωμένο Βασίλειο, ΗΠΑ, Αυστραλία,

Ισπανία), στην οποία υψηλόβαθμα στελέχη της αγοράς ερωτήθηκαν μεταξύ άλλων για τους εξωτερικούς παράγοντες που κατά τη γνώμη τους επηρέασαν τις Σ&Ε τα τελευταία χρόνια (Group of Ten, “Report on Consolidation in the Financial Sector”, Ιανουάριος 2001).

Οι τεχνολογικές εξελίξεις κατατάχθηκαν ως το πιο σημαντικό κίνητρο. Πιο αναλυτικά οι εξελίξεις στην τεχνολογία επικοινωνίας και πληροφορίας θεωρήθηκαν ως οι πιο σημαντικές. Σημαντικές, επίσης, θεωρήθηκαν οι εξελίξεις στη δημιουργία χρηματοοικονομικών προϊόντων και εργαλείων, ενώ λιγότερο σημαντικές αυτές του ηλεκτρονικού εμπορίου. Η απελευθέρωση των αγορών θεωρήθηκε από το ένα τρίτο των ερωτηθέντων ως ιδιαίτερα σημαντικός παράγοντας ενώ πάνω από τους μισούς ερωτηθέντες κατέταξαν τον παράγοντα αυτό ως μέτριας σημαντικότητας. Η παγκοσμιοποίηση του μη-χρηματοοικονομικού τομέα δε θεωρήθηκε σημαντικός παράγοντας επηρεασμού των Σ&Ε στο χρηματοοικονομικό τομέα. Τέλος, οι απόψεις σχετικά με την επίδραση της υιοθέτησης-δημιουργίας του ευρώ διέφεραν ανάλογα με τη χώρα προέλευσης του ερωτηθέντος.

### **3.5 Ανασκόπηση Ευρωπαϊκής τραπεζικής αγοράς**

Οι συνεχιζόμενες νομοθετικές αλλαγές και ρυθμίσεις που πραγματοποιήθηκαν στη διάρκεια των δύο προηγούμενων δεκαετιών με στόχο την ευρωπαϊκή ένταξη και την εναρμόνιση των κρατών-μελών στην Ε.Ε., επηρέασαν σε μεγάλο βαθμό τη μορφή και τη λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών, των οικονομικών υπηρεσιών και ειδικότερα των τραπεζικών εργασιών. Πιο συγκεκριμένα, πραγματοποιείται μια διαδικασία δομικής αλλαγής στις ευρωπαϊκές τραπεζικές εργασίες, οι οποίες γίνονται αρκετά πιο σύνθετες. Η ολοκλήρωση και η φιλελευθεροποίηση των ευρωπαϊκών χρηματοοικονομικών αγορών και των συστημάτων πληρωμών ασκούν ιδιαίτερη πίεση στις παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες.

Εξαιτίας του ανταγωνισμού που αναπτύσσεται μεταξύ των τραπεζών εντός της Ε.Ε., οι τράπεζες έχουν διαφοροποιήσει τις πηγές εσόδων τους, επεκτείνοντας τις δραστηριότητες τους σε πωλήσεις ασφαλειών και αμοιβαίων κεφαλαίων, ιδιωτικές τραπεζικές εργασίες και διαχείριση ενεργητικού. Εν τω μεταξύ, έχουν αυξηθεί οι ασφαλιστικές εταιρείες, οι επενδύσεις και τα ποσά σύνταξης που επενδύονται (pension funds), δεδομένου ότι η αποταμίευση ενός νοικοκυριού που γινόταν κλασσικά στις τράπεζες, σήμερα γίνεται εναλλακτικά ως μορφή επένδυσης σε

χρηματοοικονομικά προϊόντα. Χρηματοοικονομικά ιδρύματα (non-bank), όπως οι υπεραγορές και εταιρίες τηλεπικοινωνιών, ανταγωνίζονται σήμερα στις αγορές οικονομικών υπηρεσιών.

Οι τράπεζες έχουν επίσης καταφέρει την επανατροφοδότηση της ρευστότητάς τους, μέσω της μετατροπής των χαρτοφυλακίων δανείου τους σε χρεόγραφα. Ως αποτέλεσμα της οικονομικής καινοτομίας, οι τράπεζες προσφέρουν περισσότερα προϊόντα και υπηρεσίες από πριν και διευθύνουν ένα αυξανόμενο ποσοστό επιχειρησιακών, εκτός του ισολογισμού τους εργασιών (off-balance sheet). Συνεπώς, η διάκριση μεταξύ των τραπεζών και των non-bank οικονομικών μεσαζόντων δυσκολεύει όλο και περισσότερο. Το μερίδιο των μετοχών των ξένων τραπεζών έχει αυξηθεί σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες, οδηγώντας σε μια περαιτέρω ενδυνάμωση του ανταγωνισμού. Αναμφισβήτητα, η διαδικασία της ευρωπαϊκής ένταξης γενικά, και ειδικότερα η δημιουργία μιας ενιαίας τραπεζικής αγοράς, έχουν συμβάλει σημαντικά στην εξέλιξη της ενοποίησης.

Σημαντικές εξελίξεις που επηρέασαν σημαντικά τις πραγματοποιηθείσες αλλαγές στις τραπεζικές εργασίες και στις χρηματαγορές, περιλαμβάνουν: τη Λευκή Βίβλο (White Paper) του 1985 για την ολοκλήρωση από την εσωτερική αγορά, την Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη του 1986, τη Συνθήκη του Μάαστριχτ το 1992 (που παγίωσε το πρόγραμμα ενιαίας αγοράς), την εισαγωγή του ευρώ το 1999 και την προσθήκη 10 νέων κρατών μελών το 2004, που αυξάνει τη συνολική ένταξη στην Ε.Ε. από 15 σε 25 κράτη. Σημαντικά εμπόδια στην ολοκλήρωση των τραπεζικών αγορών μπορούν να προκύψουν από τις εθνικές οικονομικές καταστάσεις, τον πολιτισμό, τη γλώσσα και τις διαφορές στα φορολογικά και νομικά συστήματα.

Η διαδικασία της ολοκλήρωσης έχει ως αποτέλεσμα την ανάπτυξη περισσότερο του χονδρικού εμπορίου των τραπεζών από τις λιανικές τραπεζικές εργασίες. Οι λιανικές τραπεζικές εργασίες μπορεί να επηρεαστούν εύκολα από θέματα καταναλωτικής πίστης, που οδηγούν σε διαφορετική συμπεριφορά τους καταναλωτές σε κάθε χώρα, αναγκάζοντας τους καταθέτες να προτιμήσουν τοπικές ή τις Εθνικές Τράπεζες από τις ξένες τράπεζες. Επίσης, η ευκολότερη πρόσβαση μιας τοπικής τράπεζας στις ιδιωτικές πληροφορίες για τη δανειοληπτική ικανότητα ενός οφειλέτη, η οποία για τις ανταγωνιστικές ξένες τράπεζες αποτελεί επιπρόσθετο κόστος και η δημιουργία εξειδικευμένων οικονομικών υπηρεσιών και προϊόντων, δίνουν στις τράπεζες τη δυνατότητα να ακολουθούν διαφορετική τιμολογιακή πολιτική στην εκάστοτε χώρα στον εκάστοτε πελάτη, με αποτέλεσμα οι λιανικές

τραπεζικές εργασίες να είναι δύσκολο να ενοποιηθούν. Ο προσδιορισμός του βαθμού ενοποίησης των ευρωπαϊκών τραπεζικών αγορών, μπορεί να υπολογιστεί με βάση τρία κριτήρια: (i) τον βαθμό στον οποίο ισχύει ο νόμος μιας τιμής, στις λιανικές τραπεζικές αγορές, (ii) τον όγκο των διασυνοριακών τραπεζικών επιχειρήσεων και (iii) την άμεση ξένη επένδυση και το μερίδιο αγοράς των ξένων τραπεζών.

Η διαδικασία της ευρωπαϊκής ένταξης μπορεί να έχει τις επιπτώσεις στη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος. Πριν από την ολοκλήρωση, η απόδοση των τραπεζών είναι πιθανό να συσχετιστεί θετικά με τον επιχειρηματικό κύκλο στην εσωτερική οικονομία. Από τη στιγμή που μια ενοποιημένη τράπεζα δραστηριοποιείται σε διάφορες χώρες, διαφοροποιώντας γεωγραφικά τις επενδύσεις στο χαρτοφυλάκιό της, μειώνεται ο κίνδυνος που μπορεί να προκληθεί από έναν συγκεκριμένο μακροοικονομικό κλονισμό μέσα σε μια χώρα, στη σταθερότητα τόσο της συγκεκριμένης τράπεζας, όσο και όλου του τραπεζικού συστήματος. Αντίθετα, ο αυξανόμενος συγχρονισμός των επιχειρηματικών κύκλων εντός μιας ενσωματωμένης Ε.Ε. μπορεί να μειώσει ή να αποβάλει αυτό το γεωγραφικό όφελος διαφοροποίησης. Μέχρι τώρα, εντούτοις, δεν έχει παρατηρηθεί συγχρονισμός των επιχειρηματικών κύκλων εντός της Ε.Ε. στο βαθμό που να επηρεάζει αρνητικά το διασυνοριακό όφελος διαφοροποίησης και αυτό οφείλεται κυρίως στους αδύναμους διασυνοριακούς συνδέσμους, γεγονός που υποδηλώνει ότι η περαιτέρω ολοκλήρωση θα μπορούσε να οδηγήσει στο μεγαλύτερο συστημικό κίνδυνο.

Η ολοκλήρωση των ευρωπαϊκών τραπεζικών αγορών αυξάνει διάφορες προκλήσεις σχετικά με τους κανονισμούς και την επίβλεψη τραπεζών, που αποτελούν ένα επιπρόσθετο εμπόδιο στην πλήρη ενοποίηση των τραπεζικών εργασιών. Η αύξηση των πανευρωπαϊκών τραπεζών οδηγεί στην εφαρμογή ενός εποπτικού πλαισίου υπό την ευθύνη των εθνικών αγορών. Δεν έχει ακόμα καθοριστεί το εάν η επίβλεψη των διεθνών τραπεζών πρέπει να είναι ευθύνη της χώρας προέλευσης ή της χώρας υποδοχής. Η επίβλεψη από τη χώρα προέλευσης μπορεί να δημιουργήσει συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των χωρών και η επίβλεψη από τη χώρα υποδοχής μπορεί να δημιουργήσει δυσκολίες για τις διεθνείς τράπεζες ως προς τη συμμόρφωσή τους με τα διαφορετικά πρότυπα στις διαφορετικές χώρες. Οι νόμοι και οι κανονισμοί της χώρας υποδοχής ενθαρρύνει επίσης τη δημιουργία σύνθετων οργανισμών, που σε περίπτωση πτώχευσης καθιστούν δύσκολη την περάτωση των διαδικασιών κάτω από τις διαφορετικές αρμοδιότητες.

Αν και είναι αίτημα των διεθνών τραπεζών η ανάγκη εναρμόνισής τους με τη δημιουργία ενός πανκοινοτικού ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου, κάτι τέτοιο είναι απίθανο να συμβεί στο εγγύς μέλλον, δεδομένου ότι θα πρέπει να πραγματοποιηθεί η εφαρμογή του, κάτι που ακόμα δεν μπορεί να διασφαλιστεί για όλες τις χώρες, καθώς η ενοποίηση της Ε.Ε. είναι μια δυναμική διαδικασία που βρίσκεται ακόμα σε εξέλιξη. Αντί αυτού, έχει προταθεί η δημιουργία ενός παγιωμένου επόπτη, που θα λειτουργήσει ως ένα κοινό σημείο αναφοράς για τις διεθνείς τραπεζικές ομάδες. Η αρχή της επικουρικότητας, σύμφωνα με την οποία τα μέτρα πρέπει να ληφθούν μόνο σε επίπεδο Ε.Ε., εάν η εθνική ή τοπική δράση είναι αναποτελεσματική, αποτελεί ένα βασικό επιχείρημα υπέρ της διατήρησης των εθνικών ρυθμίσεων και εποπτείας. Τόσο επίσης κάνει το γεγονός ότι μόνο ένα μικρό ποσοστό των τραπεζών της Ε.Ε. είναι διεθνές, ενώ αλλού υπάρχει ιδιαίτερη ποικιλομορφία σε εθνικό και περιφερειακό επίπεδο, ειδικά στις λιανικές τραπεζικές εργασίες.

Πολλές από τις πιο επιτυχημένες ευρωπαϊκές τράπεζες έχουν ανταποκριθεί στο μεταβαλλόμενο ανταγωνιστικό περιβάλλον επεκτείνοντας σημαντικά τις δραστηριότητές τους, είτε μέσω αύξησης της εσωτερικής ανάπτυξης, είτε μέσω συγχωνεύσεων ή εξαγορών. Η ανάπτυξη αυτή επιτρέπει στις τράπεζες να πραγματοποιήσουν οικονομίες κλίμακας και φάσματος, μειώνοντας την εργασία και άλλες μεταβλητές δαπάνες, μειώνοντας ή αποβάλλοντας παράλληλα λειτουργικές ανεπάρκειες. Πολλές τράπεζες έχουν επιδιώξει να διαφοροποιήσουν τις πηγές εισοδήματός τους. Τα καθαρά περιθώρια κέρδους υφίστανται την αυξανόμενη πίεση του ανταγωνισμού, ωθώντας τις τράπεζες στην αναζήτηση άλλων πηγών εσόδων, όπως η τραπεζοασφαλιστική (bancassurance) και οι εκτός ισολογισμού (off-balance sheet) επιχειρήσεις, που παράγουν εισόδημα από προμήθειες (fee and commission) και δεν επηρεάζονται από το επιτόκιο, σε μια ενδεχόμενη οικονομική κρίση των εσόδων που σχετίζονται με το κόστος.

Η γεωγραφική διαφοροποίηση, υπό την μορφή αυξανόμενης διασυνοριακής δραστηριότητας, έχει διαδραματίσει επίσης έναν σημαντικό ρόλο στην επιχειρηματική στρατηγική και την ανάπτυξη των ευρωπαϊκών τραπεζών. Η τάση να πραγματοποιείται η διασυνοριακή διαφοροποίηση μέσω της δημιουργίας ιδρυμάτων παρά υποκαταστημάτων δείχνει τη συνεχή ύπαρξη των σημαντικών εμποδίων στην πλήρη ολοκλήρωση αγοράς. Το ιδανικό μιας ενιαίας τραπεζικής άδειας που θα δύναται να λειτουργήσει σε όλη την Ε.Ε., υπό την επίβλεψη ενός ρυθμιστή, την

ασφάλεια κατάθεσης μέσω ενός ασφαλιστή και εφαρμόζοντας ενιαία πρακτικά πτώχευσης, δεν μπορεί να εφαρμοστεί, εάν η διασυνοριακή δραστηριότητα πραγματοποιείται μέσω χωριστών νομικών προσώπων υπό τη μορφή ιδρυμάτων και όχι υποκαταστημάτων. Το καταστατικό της ευρωπαϊκής επιχείρησης του 2001, που επιτρέπει το σχηματισμό ενός ενιαίου νομικού προσώπου που μπορεί να λειτουργήσει ελεύθερα στα εθνικά σύνορα της Ε.Ε., αντιπροσωπεύει ένα σημαντικό βήμα στην καταπολέμηση των εμποδίων για γεωγραφική διαφοροποίηση.

Η άρση των ελέγχων και η ολοκλήρωση του ευρωπαϊκού τραπεζικού τομέα ενδέχεται να επιφέρουν βαθιές επιπτώσεις στο μέγεθος και τη συγκέντρωση των τραπεζικών αγορών. Γενικά, ο αντίκτυπος μιας αύξησης στο μέγεθος της αγοράς στην αύξηση των μεμονωμένων εταιριών εξαρτάται από το βιομηχανικό προϊόν και τα τεχνολογικά χαρακτηριστικά. Εάν τα προϊόντα είναι ομοιογενή ή οριζόντια διαφοροποιημένα και τα εφάπαξ κόστη είναι εξωγενή, μια επέκταση στο μέγεθος της αγοράς, ενθαρρύνει την είσοδο και οδηγεί στην αποκέντρωση και τον τεμαχισμό της αγοράς. Εάν τα προϊόντα διαφοροποιούνται κάθετα και τα εφάπαξ κόστη είναι ενδογενή, οι επιχειρήσεις που είναι εδραιωμένες, δηλαδή διαθέτουν συγκριτικό πλεονέκτημα, τείνουν να αυξάνουν τα εφάπαξ κόστη για τη διαφήμιση, την επέκταση κλάδων, την τεχνολογία και την οικονομική καινοτομία, που οδηγούν σε μια αύξηση στην ελάχιστη αποδοτική κλίμακα. Η τάση προς τον τεμαχισμό της αγοράς καθώς επεκτείνεται, αντισταθμίζεται από μια ανταγωνιστική κλιμάκωση στα ενδογενή εφάπαξ κόστη.

Συνεπώς, η δυνατότητα να επηρεαστεί η απόδοση μέσω της διοικητικής στρατηγικής μπορεί να είναι υψηλή εάν υπάρχει πεδίο για την κάθετη διαφοροποίηση προϊόντων και ορισμένους τύπους διακριτικών εφάπαξ δαπανών. Για τις τραπεζικές εργασίες, η επένδυση η τεχνολογία πληροφοριών ως αποτελούν σημαντική μορφή ενδογενών εφάπαξ δαπανών. Μια εμπειρική μελέτη βασισμένη στα στοιχεία του 1981-95 για 11 χώρες της Ε.Ε., ο Gual (1999) εκθέτει έναν αρνητικό συσχετισμό μεταξύ της συγκέντρωσης και του μεγέθους αγοράς. Αυτό σημαίνει ότι ο ανταγωνισμός επηρεάζει πρώτιστα στο μεταβλητό κόστος παρά στο σταθερό κόστος. Η μορφή αυτή ανταγωνισμού αναμένεται για να οδηγήσει στην αποκέντρωση.

Ο ανταγωνισμός στις ευρωπαϊκές τραπεζικές εργασίες επηρεάζει τόσο τη λειτουργία όσο και την αποτελεσματικότητά τους. Σύμφωνα με τη «θεωρία συμπαιγνιών», η υψηλή συγκέντρωση μειώνει τις δαπάνες της συνεργίας, με συνέπεια να χρεώνονται υψηλότερα επιτόκια στα δάνεια, να πληρώνονται χαμηλότερα επιτόκια

στις καταθέσεις, να χρεώνονται υψηλότερες αμοιβές, και ούτω καθεξής. Εναλλακτικά, σύμφωνα με τη «θεωρία αποδοτικότητας», εξηγείται η σχετικά υψηλή αποδοτικότητα των τραπεζών που αναπτύσσουν δραστηριότητες στις συγκεντρωμένες αγορές, από μια τάση των μεγαλύτερων τραπεζών να λειτουργούν αποτελεσματικότερα από τις μικρότερες. Επομένως, είναι αμφισβητήσιμο εάν τα υψηλά κέρδη των μεγάλων τραπεζών είναι συνέπεια της λειτουργίας τους στις συγκεντρωμένες αγορές και της υιοθέτησης στημένων πρακτικών στις τιμές, ή της εφαρμογής τεχνικών παραγωγής και διαχείρισης που μειώνουν τις δαπάνες, με συνέπεια την υψηλή αποδοτικότητα.

Η φύση του ανταγωνισμού στις τραπεζικές εργασίες, αποτελείται από συγκεκριμένες πτυχές της συμπεριφοράς τραπεζών που επηρεάζονται από το ανταγωνιστικό περιβάλλον, και που προσκρούουν επίσης στον ανταγωνισμό. Οι τραπεζικές εργασίες σχέσης, που ορίζονται ως παροχή οικονομικών υπηρεσιών επανειλημμένα στον ίδιο πελάτη. Σύμφωνα με Degryse και Ongena (2006), οι δαπάνες αλλαγής για τους πελάτες τραπεζών αντιπροσωπεύουν μια σημαντική πηγή μισθωμάτων για τις τράπεζες, καθώς και ένα σημαντικό κινητήριο για την ανάπτυξη τραπεζικών σχέσεων (banking relationship). Και αυτό διότι εκ των υστέρων η τράπεζα αποφεύγει το πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής που αντιμετωπίζεται από τις ανταγωνίστριες τράπεζες, αφού μέσω των τραπεζικών σχέσεων με τους πελάτες έχει εξασφαλίσει την σωστή πληροφόρηση για αυτούς.

Το μέγεθος του πλεονεκτήματος της τράπεζας εξαρτάται από τα χαρακτηριστικά οφειλετών. Με την πάροδο του χρόνου, εντούτοις, η επένδυση της τρέχουσας τράπεζας στην απόκτηση των πληροφοριών μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα, καθώς οι διαπροσωπικές σχέσεις που αναπτύσσονται με τους πελάτες ενδέχεται να αποτελέσουν κίνητρο για το καθένα συμβαλλόμενο μέρος, να ενεργήσει ευκαιριακά, σε μια προσπάθεια να επιτύχει το μέγιστο προσωπικό κέρδος όταν ανανεώνεται η σύμβαση.

Υπάρχει διάκριση μεταξύ του διατραπεζικού ανταγωνισμού για τα δάνεια, και του ανταγωνισμού για κεφαλαιαγορές. Ο διατραπεζικός ανταγωνισμός μειώνει την κερδοφορία του τραπεζικού δανεισμού περισσότερο από τον δανεισμό που προέρχεται από την ανάπτυξη τραπεζικών σχέσεων. Επομένως υπάρχει μια σημαντική επίπτωση, από τη μετατροπή του δανεισμού συναλλαγής στο δανεισμό σχέσης. Εντούτοις, επειδή υπάρχουν περισσότερες τράπεζες, το όφελος που κάθε τράπεζα αποκομίζει από την επένδυση στην πληροφόρηση για έναν μελλοντικό

πελάτη, είναι μειωμένο. Έτσι το κόστος πληροφόρησης για τους πελάτες ανά μονάδα δανεισμού μειώνεται, καθώς ο όγκος των δανείων αυξάνεται. Ο ανταγωνισμός κεφαλαιαγορών υποτίθεται ότι μείωσε τον αριθμό των τραπεζών, επιφέροντας ένα διαμετρικά αντίθετο αποτέλεσμα : ο όγκος του δανεισμού σχέσης μειώνεται, αλλά το ανά μονάδα μίσθωμα αυξάνεται.

Αναφορικά με την αποδοτικότητα μιας τράπεζας, σύμφωνα με τους Berger και Humphrey (1997) η μείωση του κόστους επιτυγχάνεται με δύο τρόπους: α) με την επιλογή του βέλτιστου σταθερού μίγματος μεγέθους και προϊόντων, ή με άλλα λόγια με την εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας και φάσματος και β) με τη μεγιστοποίηση της λειτουργικής ή παραγωγικής αποδοτικότητας. Για τη λειτουργική αποτελεσματικότητα υπάρχουν δύο προσεγγίσεις. Η τεχνική, σύμφωνα με την οποία οι αποδόσεις μεγιστοποιούνται με δεδομένες εισροές αποφεύγοντας τις σπατάλες, και η οικονομική με την οποία η λειτουργική αποτελεσματικότητα επιτυγχάνεται επιλέγοντας τον πιο αποτελεσματικό συνδυασμό εισροών δίνοντας τη συχνότερη ομάδα τιμών εισροών. Οι πιο γνωστές παραμετρικές μέθοδοι υπολογισμού των λειτουργικών κοστών είναι η stochastic frontier approach (SFA) και η distribution free approach (DFA). Η data envelopment analysis (DEA) είναι η πιο ευρέως διαδεδομένη μη παραμετρική τεχνική. Κατά μέσον όρο, η λειτουργική αποδοτικότητα είναι υψηλότερη για τις τράπεζες που δραστηριοποιούνται σε διεθνές επίπεδο, από τι για τις εξειδικευμένες τράπεζες.

Οι ευρωπαϊκές τραπεζικές εργασίες είναι ένας από τους λίγους τομείς στους οποίους ιδιωτικός, δημόσιος (κρατικός), οι αμοιβαίες και συνεταιριστικές εταιρίες αναπτύσσουν δραστηριότητες μαζί, σε μια ανταγωνιστική αγορά. Από τη στιγμή που οι κρατικές, οι αμοιβαίες και συνεταιριστικές τράπεζες ακολουθούν τους σαφώς δηλωμένους στόχους κοινωνικής και οικονομικής ανάπτυξης (και μπορεί να υπόκειται σε μια έλλειψη επιστήμης κεφαλαιαγορών), η απόδοσή τους αναμένεται να είναι χαμηλότερη συγκριτικά με αυτήν να της στρατηγικής μεγιστοποίησης του κέρδους που ακολουθείται κυρίως από τις τράπεζες που ανήκουν σε ιδιώτες. Εντούτοις, στην πράξη υπάρχουν στοιχεία που οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η υψηλότερη κρατική ιδιοκτησία οδηγεί σε μειωμένο ανταγωνισμό στις τραπεζικές εργασίες, ακόμα κι αν οι δημόσιες τράπεζες τείνουν να χρεώσουν τους οφειλότες λιγότερο από τις ιδιωτικές τράπεζες.

Η φιλελευθεροποίηση των οικονομικών υπηρεσιών, η ενδυνάμωση του ανταγωνισμού, και μια αυξανόμενη έμφαση στην αξία μετόχων, έχουν συμβάλει τα



τελευταία χρόνια στο πρόβλημα του οικονομικού αποκλεισμού, με αποτέλεσμα πολλές profit-oriented τράπεζες, να στρέφουν όλο και περισσότερο την προσοχή τους στους πλουσιότερους πελάτες τους. Σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες, η προσφορά συγκεκριμένων οικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών για τις ειδήλως αποκλεισμένες οικογένειες και τις μικρές επιχειρήσεις, έχει αφηθεί σε ειδικευμένα οικονομικά όργανα όπως τα ταμειυτήρια, οι συνεταιριστικές τράπεζες και άλλες τράπεζες που παρεμβαίνει το κράτος.

Η τεχνολογική πρόοδος στις τραπεζικές εργασίες, σύμφωνα με τα στοιχεία από την ΕΚΤ, έχει επιπτώσεις σε ολόκληρο το τραπεζικό σύστημα. Οι σχετικές πτυχές της τεχνολογικής αλλαγής περιλαμβάνουν καινοτομίες που μειώνουν τις δαπάνες που συνδέονται με τη συλλογή, την αποθήκευση, την επεξεργασία και τη μετάδοση πληροφοριών, ή μετασχηματίζουν τα μέσα που οι πελάτες αποκτούν πρόσβαση στις τραπεζικές υπηρεσίες και τα προϊόντα. Οι σημαντικές καινοτομίες στα συστήματα παράδοσης περιλαμβάνουν τις αυτοματοποιημένες μηχανές συναλλαγών (ATMs), την ηλεκτρονική μεταφορά κεφαλαίων στο σημείο της πώλησης (EFTPOS), τις τηλεφωνικές τραπεζικές εργασίες, τις τραπεζικές εργασίες Διαδικτύου και το e-money. Σημαντικές αλλαγές στα τραπεζικά εσωτερικά συστήματα, όπως συστήματα διαχείρισης σχέσης πελατών, οι τεχνολογίες επιχειρησιακής διαχείρισης, οι τεχνολογίες επεξεργασίας πληροφοριών, η ποικιλία υποστήριξης και οι τεχνολογίες ολοκλήρωσης, έχουν συνεισφέρει θετικά στην απόδοση και την αποδοτικότητα των τραπεζών.

Τα τελευταία χρόνια και στις περισσότερες χώρες, η νομισματική πολιτική έχει αντικαταστήσει την οικονομική πολιτική ως κύριο εργαλείο της μακροοικονομικής πολιτικής για τη σταθεροποίηση της παραγωγής και τον πληθωρισμό. Εντούτοις, είναι δύσκολος ο ακριβής προσδιορισμός των τρόπων με τους οποίους η νομισματική πολιτική επηρεάζει την οικονομία. Η νομισματική πολιτική λειτουργεί στην εξωτερική χρηματοδότηση ως ασφάλιστρο, λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης στις πιστωτικές αγορές, που δίνουν αφορμή για τη δυσμενή επιλογή και τα αποτελέσματα το ηθικού κινδύνου, τα οποία με τη σειρά τους αυξάνουν τις δαπάνες αξιολόγησης και ελέγχου για τους δανειστές.

### **3.6 Η τραπεζική ενοποίηση στην περιοχή της Ευρωπαϊκής Ένωσης**

Το μεγαλύτερο μέρος των εμπειρικών στοιχείων στην ευρωπαϊκή οικονομική ολοκλήρωση αφορά τις χρηματοοικονομικές αγορές, ενώ υπάρχουν λιγότερα στοιχεία στα οικονομικές προϊόντα και υπηρεσίες που παρέχονται από τις τράπεζες στους εταιρικούς και προσωπικούς πελάτες. Τρεις είναι οι κύριοι τομείς της τραπεζικής δραστηριότητας: **η χονδρική τραπεζική**, δηλαδή οι τραπεζικές υπηρεσίες που παρέχονται σε κυβερνήσεις, διεθνούς οργανισμούς μεγάλες εταιρίες με ισχυρή οικονομική θέση και σε άλλες τράπεζες, **η λιανική τραπεζική** που αφορά τραπεζικές υπηρεσίες στο ευρύ συναλλακτικό κοινό και αυτή **τραπεζική που αφορά συναλλαγές σχετικές με την κεφαλαιακή αγορά**.

Όσον αφορά τη μέχρι σήμερα ολοκλήρωση της Ευρωπαϊκής Ένωσης παρατηρούμε τα εξής :

- Υπάρχουν στοιχεία που δείχνουν μια πλήρως ενσωματωμένη αγορά στις χονδρικές τραπεζικές υπηρεσίες όσον αφορά τα ακάλυπτα διατραπεζικά δάνεια (**unsecured loans**) και τις καταθέσεις. Η ολοκλήρωση είναι σαφώς λιγότερο προηγμένη στο τμήμα των **repo**, κυρίως λόγω των εμποδίων ξεκαθαρίσματος και τακτοποίησης.
- Σχετικά με τις κύριες με την αγορά δραστηριότητες, υπάρχουν στοιχεία που δείχνουν ότι οι στο παρελθόν τετμημένες, βασισμένες στο δικό τους νόμισμα, εθνικές αγορές, για τα ζητήματα ασφάλισης των εταιρικών ομολόγων έχουν μετασχηματίσει ήδη κατά ένα μεγάλο μέρος σε μια ενσωματωμένη αγορά, εκτεινόμενη σε μια περιοχή.
- Η διαδικασία ολοκλήρωσης είναι σαφώς πιο αργή στη λιανική τραπεζική, γεγονός που οφείλεται στην παραδοσιακά ισχυρή τοπική φύση αυτών των δραστηριοτήτων. Η νομισματική ένωση της Ε.Ε. έχει οδηγήσει στη σύγκλιση στα επίπεδα λιανικών επιτοκίων δανεισμού και κατάθεσης, αλλά σημαντικές είναι οι διαφορές στα περιθώρια κέρδους των τραπεζών μεταξύ των χωρών-μελών, κάτι που αποδεικνύει ότι η κατάτμηση της αγοράς έχει παραμείνει ισχυρή.
- Η είσοδος ξένων επενδυτών και κεφαλαίων στην Ε.Ε. έχει ενταθεί, γεγονός που επιτάσσει ισχυρότερους δεσμούς μεταξύ των τοπικών αγορών και, ενδεχομένως, μια βαθμιαία πρόοδο προς μεγαλύτερη ενοποίηση των αγορών εντός της Ε.Ε.. Οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και οι αποκτήσεις στις τραπεζικές εργασίες έφθασαν σε 42% της αξίας των συγχωνεύσεων «τράπεζα-τραπεζών» το 2000, ενώ κατά τη διάρκεια μιας μακρύτερης χρονικής

περιόδου (1990-2001) οι περισσότερες από τις συναλλαγές ήταν εσωτερικές. Η ξένη συμμετοχή στα εθνικά τραπεζικά συστήματα εμφανίζεται μεγαλύτερη από άποψη των δομών ιδιοκτησίας.

- Η ανάπτυξη των τεχνολογιών της εξ' αποστάσεως πρόσβασης στις τραπεζικές εργασίες είναι πολύ μεγάλη, αλλά με την διαφορετικότητα που παρατηρείται στην ταχύτητα ανάπτυξης μεταξύ των χωρών της Ε.Ε., βρίσκεται ακόμα σε πρώιμο στάδιο. Οι τραπεζικές εργασίες διαδικτύου (**internet banking**) δύναται να παρέχουν μια ισχυρή ώθηση στην ενοποίηση του τραπεζικού συστήματος, δεδομένου ότι μέσω αυτού, παρακάμπτεται η παραδοσιακή απαίτηση της γεωγραφικής εγγύτητας μεταξύ των τραπεζών και των πελατών τους.

Οι αγορές για τα οικονομικές προϊόντα και τις υπηρεσίες, όπως για οποιαδήποτε αγαθά, μπορούν να οριστούν ως ενοποιημένες όταν χρεώνεται η ίδια τιμή για το ίδιο προϊόν σε όλες τις αγορές. Στις τραπεζικές εργασίες, εντούτοις, είναι συχνά αδύνατο να ελεγχθεί εάν ισχύει **ο νόμος της μιας τιμής**, εξ' αιτίας τόσο της έλλειψης στοιχείων όσο και των μεγάλων διαφορών στα τραπεζικά προϊόντα. Για το λόγο αυτό χρησιμοποιούμε επίσης, ποσοτικά βασισμένους δείκτες της ενοποίησης, οι οποίοι δύναται να δείξουν την περαιτέρω ολοκλήρωση, αλλά πρέπει να αξιολογηθούν προσεκτικά. Τέτοιοι δείκτες μπορούν, παραδείγματος χάριν, να είναι ο διασυνοριακός δανεισμός και επενδύσεις, η διασυνοριακή ίδρυση και καθιέρωση οικονομικών οργανισμών, αλλαγές στη δομή των τοπικών αγορών, και το μερίδιο των ξένων προμηθευτών στις τοπικές αγορές.

Παρά το γεγονός ότι η **ενοποίηση και ο ανταγωνισμός** είναι δύο διαφορετικές έννοιες, μπορούν να συνδεθούν από το γεγονός ότι όσο προχωράει η ενοποίηση, δύναται να παράγει περισσότερο ανταγωνισμό. **Ο ανταγωνισμός αναφέρεται** στην τιμολογιακή πολιτική των εταιριών σε μια δεδομένη αγορά. Ο αυξανόμενος ανταγωνισμός σημαίνει, ότι τα περιθώρια κέρδους των εταιριών μειώνονται προς όφελος των καταναλωτών και εμφανίζεται όταν ο αριθμός των προμηθευτών στην αγορά αυξάνεται, ή όταν η απειλή της εισόδου νέων προμηθευτών γίνεται περισσότερο ρεαλιστική. Η ενοποίηση των αγορών της Ε.Ε. συνεπάγεται ότι ο ανταγωνισμός επεκτείνεται από μια μεμονωμένη αγορά (τοπικό επίπεδο) σε ένα μεγαλύτερο σύνολο αγορών (ευρωπαϊκό επίπεδο), το οποίο γενικά οδηγεί σε **αύξηση του αριθμού των ανταγωνιζόμενων εταιριών**. Επιπλέον, υψηλότερος βαθμός ανταγωνισμού επιτυγχάνεται μέσω της **αυξανόμενης ευκολίας της εισόδου των**

**επιχειρήσεων**, υπό τους όρους της ενιαίας αγοράς και του ενιαίου νομίσιματος. Πράγματι, η μείωση των εμποδίων στην είσοδο και ενθάρρυνση της ενοποίησης των αγορών, έχει ακολουθηθεί ως σημαντική πολιτική στόχος, λόγω του σημαντικού οικονομικού οφέλους, από τον αυξανόμενο ανταγωνισμό.

Η ενιαία αγορά για τις οικονομικές υπηρεσίες στηρίζεται στις δομικές μονάδες ελέγχου της χώρας προέλευσης(πατρίδα επιχείρησης) και της αμοιβαίας αναγνώρισης. Κάτω από αυτές τις αρχές, μια τράπεζα που αναπτύσσει δραστηριότητες σε ένα άλλο κράτος μέλος (χώρα υποδοχής), συνεχίζει να εποπτεύεται από την Αρχή στη χώρα προέλευσης (πατρίδα). Οποιαδήποτε τράπεζα που ενσωματώνεται σε ένα κράτος μέλος μπορεί, άμεσα ή έμμεσα, να παρέχει τις υπηρεσίες στα σύνορα της Ε.Ε. βάσει μιας ενιαίας άδειας που εκδίδεται από την Αρχή της χώρας προέλευσης και υπό τον έλεγχό της. Εντούτοις, διάφοροι τομείς, και ιδιαίτερα εκείνοι που σχετίζονται με την προστασία των καταναλωτών, τον ανταγωνισμό και άλλους κανόνες συμπεριφοράς των επιχειρήσεων, συνεχίζουν να εξαρτώνται από τους κανόνες της χώρας υποδοχής.

Παρά την επιτυχή εφαρμογή των οδηγιών πυρήνων, τα **νομικά εμπόδια** στην ολοκλήρωση των οικονομικών υπηρεσιών συνεχίζουν να υπάρχουν. Το 1999 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προσδιόρισε διάφορες περιοχές στις οποίες απαιτήθηκε δράση, προκειμένου να ολοκληρωθεί η οικονομική ολοκλήρωση. Αυτό έλαβε τη μορφή του **σχεδίου δράσης οικονομικών υπηρεσιών (Financial Services Action Plan)**, καλύπτοντας τις πολιτικές πρωτοβουλίες που εφαρμόζονται μέχρι το 2005 στους τομείς του οικονομικού νόμου, του κανονισμού και της επίβλεψης, και της φορολογίας. Ο **στόχος** είναι να δημιουργηθούν οι πλήρως ενσωματωμένες χονδρικές τραπεζικές εργασίες και οι κεφαλαιαγορές και να αναπτυχθούν οι ανοικτές και ασφαλείς αγορές για τις λιανικές οικονομικές υπηρεσίες. Πολλές σημαντικές πρωτοβουλίες έχουν προωθηθεί ήδη με σκοπό την επίτευξη αυτών των στόχων. Για τις ευρωπαϊκές τράπεζες, και οι δύο περιοχές είναι ζωτικής σημασίας και σπουδαιότητας. Οι τράπεζες είναι όλο και περισσότερο παρούσες στις κεφαλαιαγορές, όχι μόνο για την απορρόφηση κεφαλαίων, αλλά και για την υποστήριξη των τραπεζικών επενδύσεων και τις δραστηριότητες διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων.

Κατά τη διάρκεια του 2002, δύο οδηγίες εγκρίθηκαν επίσης που ενημερώνουν τον κανονισμό των **συλλογικών επιχειρήσεων επένδυσης UCITs**, διευρύνοντας τη σειρά των περιουσιακών στοιχείων, στην οποία το UCITs που ωφελείται από μια

ενιαία άδεια, μπορεί να επενδύσει, καθιερώνοντας έτσι ένα **ενιαίο καθεστώς αδειών για τις εταιρείες διαχείρισης χαρτοφυλακίων**. Δεδομένου ότι οι ευρωπαϊκές τράπεζες είναι πολύ ενεργές στην αγορά UCITs, η διασυνοριακή τους δραστηριότητα διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων, αναμένεται να ωφεληθεί από αυτές τις πρωτοβουλίες.

Επιπλέον, πρέπει να τηρηθούν ορισμένοι γενικοί όροι, όσον αφορά το εταιρικό δίκαιο, την παροχή οικονομικών πληροφοριών και τη φορολογία του εισοδήματος αποταμίευσης, προκειμένου να επιτευχθεί η ολοκλήρωση στις κεφαλαιαγορές. Πρώτον, πολύ λίγες είναι οι αληθινά σταθερές, διασυνοριακές, επιχειρησιακές δομές που υπάρχουν αυτή τη στιγμή, γεγονός που αλλάζει με την πολιτική συμφωνία για την καθιέρωση ενός **καταστατικού της ευρωπαϊκής επιχείρησης (European Company Statue 2001)**, το οποίο δίνει στις επιχειρήσεις (συμπεριλαμβανομένων των τραπεζών) που λειτουργούν σε περισσότερα από ένα κράτη μέλη, την δυνατότητα να ιδρυθούν ως μια ενιαία επιχείρηση, που λειτουργεί βάσει ενός συνόλου κανόνων ενιαίου σε όλη την Ε.Ε. και σύμφωνα με το κοινοτικό δίκαιο. Δεύτερον, ο πρόσφατος κανονισμός που επιβάλλει όλες οι επιχειρήσεις και οι τράπεζες να προετοιμάζουν, από το 2005, τους ισολογισμούς τους και γενικότερα τις οικονομικές τους καταστάσεις σύμφωνα με τα **Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (IAS)**, έχει ως αποτέλεσμα να έχουμε πιο αξιόπιστους και διαφανείς απολογισμούς, μειώνοντας με τον τρόπο αυτόν τα εμπόδια στις διασυνοριακές εμπορικές συναλλαγές.

**Στο λιανικό τομέα**, το FSAP αναγνώρισε ως σημαντικά **εμπόδια** την έλλειψη **εναρμόνισης των πληροφοριών των πελατών** και την **έλλειψη αποδοτικών διαδικασιών για την επίλυση διασυνοριακών διαφωνιών**. Διάφορες πρωτοβουλίες λαμβάνουν χώρα για την εξομάλυνση των δυο ανωτέρω εμποδίων, όπως η **αναθεώρηση της οδηγίας καταναλωτικής πίστης** που προωθήθηκε για να προωθήσει τη διαφάνεια και να εξασφαλίσει εναρμονισμένους όρους, η οργάνωση ενός **έξω-δικαστικού δικτύου καταγγελιών** για τις οικονομικές υπηρεσίες καθώς και η καθιέρωση ένας **εθελοντικού κώδικα δεοντολογίας**, που έχει ολοκληρωθεί μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των καταναλωτών-δανειστών, το οποίο επιτρέπει στους καταναλωτές την πρόσβαση σε εναρμονισμένες πληροφορίες. Τέλος, καθώς το **ηλεκτρονικό εμπόριο (e-banking)** και γενικότερα οι ηλεκτρονικές συναλλαγές, αναπτύσσονται, είναι απαραίτητο να δημιουργηθεί ένα κατάλληλο

**ρυθμιστικό πλαίσιο**, κοινό για όλες τις αγορές, που να αφορά τις διαδικτυακές τραπεζικές συναλλαγές.

Πολλά από τα ρυθμιστικά εμπόδια στον τομέα κεφαλαιαγορών προσδιορίζονται στο FSAP και μπορούν να ξεπεραστούν, εντός των σχεδιασμένων προθεσμιών εφαρμογής του κανονισμού, ωστόσο παραμένουν ακόμα κάποια νομικά εμπόδια. Το **σχέδιο οδηγίας για τις Δημόσιες προσφορές** (takeover bids) δεν έλαβε την έγκριση του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου. Η έλλειψη ενός ελάχιστα εναρμονισμένου κανονισμού, αναφορικά με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές, αποτελεί φρένο στη διασυνοριακή διαδικασία σταθεροποίησης, που αφορά και τις τραπεζικές εργασίες. Σύμφωνα με τους τρέχοντες κανονισμούς συγχώνευσης, τα κράτη μέλη μπορούν να λάβουν κατάλληλα μέτρα, προκειμένου να προστατεύσουν ορισμένα νόμιμα συμφέροντά τους (όπως η δημόσια ασφάλεια ή οι κανόνες ασφαλείας), το οποίο είναι μερικές φορές πάρα πολύ ευρέως ερμηνευμένο. Οι εθνικές αρχές ανταγωνισμού μπορούν επίσης να ευνοήσουν την εσωτερική σταθεροποίηση, αποθαρρύνοντας συγχωνεύσεις και εξαγορές από ξένες τράπεζες.

Υπάρχουν και άλλοι περιορισμοί που εμποδίζουν την διαφοροποίηση των τραπεζικών πελατών και επενδυτών εκτός των συνόρων, όπως το γεγονός ότι οι χώρες υποδοχής μπορούν να απαιτήσουν **τη συμμόρφωση** των εκάστοτε τραπεζών, **με τους εθνικούς κανονισμούς**, που προορίζονται για να προστατεύσουν το δημόσιο συμφέρον. **Οι φορολογικοί κανονισμοί** και συγκεκριμένα η διαφοροποίηση αυτών σε στις χώρες-μέλη της E.E., παραμένουν ένα σημαντικό εμπόδιο στην διαδικασία της ενοποίησης των αγορών. Πρόσφατα, έχει πραγματοποιηθεί η επίτευξη μιας συμφωνίας που αφορά την ανταλλαγή των πληροφοριών για τις αποταμιεύσεις που κατέχουν κάτοικοι από άλλες χώρες-μέλη σε μια χώρα, αλλά έχει σχεδιαστεί μια μακριά μεταβατική περίοδος για την εφαρμογή της. Επιπλέον, η καθιέρωση εναρμονισμένων διαδικασιών σε όλη την E.E., τόσο για την πληροφόρηση των καταναλωτών, όσο και για την επίλυση διαφωνιών αυτών με τους οικονομικούς φορείς παροχής υπηρεσιών (τράπεζες), είναι ακόμα ελλιπείς, με αποτέλεσμα την δυσκολία από πλευράς των τραπεζών να αποκτήσουν την παροχή υπηρεσιών στο εξωτερικό, καθώς σύμφωνα με το ισχύον καθεστώς, πρέπει να αναπτύξουν τα προϊόντα, χωριστά για τις διαφορετικές τοπικές αγορές, αυξάνοντας τα κόστη τους.

Τέλος, **οι υψηλές δαπάνες** που χρεώνουν οι τράπεζες για τις διασυνοριακές λιανικές πληρωμές, εμποδίζουν την ανάπτυξη του διασυνοριακού και ηλεκτρονικού εμπορίου. Μετά από αποτυχημένες προσπάθειες μείωσης των δαπανών αυτών,

εκδόθηκε **Κανονισμός**, που υποχρεώνει τις τράπεζες να χρεώνουν το ίδιο ποσό τις εσωτερικές με τις διασυνοριακές πληρωμές. Κατά συνέπεια, ο ευρωπαϊκός τραπεζικός τομέας, συμφώνησε να κάνει απαραίτητα βήματα για την καθιέρωση μιας περιοχής (E.E.) ενιαίων πληρωμών το αργότερο έως το 2010.

**Οι χονδρικές τραπεζικές εργασίες** αναφέρονται στις δραστηριότητες στις οποίες οι δύο πλευρές της συναλλαγής είναι τράπεζες ή άλλα οικονομικά όργανα. Η χονδρική αγορά συμβάλλει στην αύξηση της αποδοτικότητας του οικονομικού συστήματος, δεδομένου ότι μια τράπεζα με έλλειψη ρευστότητας, είναι σε θέση να δανειστεί από μια άλλη τράπεζα και με τον τρόπο αυτόν, να συνεχίσει τις πληρωμές και την πίστωση. Τα κέρδη αποδοτικότητας από την ολοκλήρωση στον τομέα αυτό, μπορούν επίσης να μεταφράσουν ως όφελος του καταναλωτή, λόγω των μειωμένων δαπανών χρηματοδότησης των τραπεζών.

Στο τραπεζικό οικονομικό σύστημα της ηπειρωτικής Ευρώπης, η διατραπεζική μετάδοση της ρευστότητας μεταξύ των παγκόσμιων (universal) τραπεζικών ομάδων, είναι το σημαντικότερο συστατικό της χονδρικής δραστηριότητας, δεδομένου ότι αυτές οι ομάδες ελέγχουν ένα μεγάλο μερίδιο της γενικής δραστηριότητας οικονομικών υπηρεσιών. Σύμφωνα με τις πληροφορίες ερευνών που συλλέγονται από το ευρωπαϊκό σύστημα των κεντρικών τραπεζών, οι ακάλυπτες καταθέσεις και οι αντίστοιχες παράγωγες συμβάσεις, αποτελούν το μεγαλύτερο μερίδιο της γενικής διατραπεζικής δραστηριότητας σε ευρώ, δηλαδή πάνω από 70%. Τα παράγωγα γίνονται όλο και περισσότερο σημαντικά, λόγω της αυξανόμενης χρήσης τέτοιων οργάνων για λόγους διαχείρισης κινδύνων και αναδιανομής. Το υπόλοιπο μέρος αποτελείται από τις εξασφαλισμένες συναλλαγές repo, με το οποίο η ρευστότητα ανταλλάσσεται με την επιβοηθητική εγγύηση.

Η κοινή χωρίς κίνδυνο (risk-free) καμπύλη παραγωγής και η πρόσβαση στη ρευστότητα κεντρικών τραπεζών, υπό τους όρους του ενιαίου νομίσματος (ευρώ) υποστηρίζουν τη δημιουργία μιας πλήρως ενοποιημένης χρηματαγοράς, για τις διατραπεζικές μεταφορές ρευστότητας, αντικαθιστώντας τις προηγούμενες εθνικές αγορές και τα προϋπάρχοντα νομίσματά τους. Εντούτοις, η πλήρης ολοκλήρωση δεν είναι εγγυημένη, δεδομένου ότι οι ακάλυπτες συναλλαγές (unsecured transactions) συνεπάγονται τον πιστωτικό κίνδυνο για τις τράπεζες που δανείζουν, και επιβάλλουν σε αυτές την παρακολούθηση της δανειοληπτικής ικανότητας των συμβαλλομένων. Η δημιουργία ενοποιημένης αγοράς είναι εφικτή, μόνο όταν η ποιότητα των

διασυνοριακών πληροφοριών είναι αρκετά υψηλή και υπάρχει εμπιστοσύνη στην ποιότητα των αποζημιώσεων που δίνονται από τους συμβαλλομένους άλλων χωρών.

Τα περιεκτικά στοιχεία όσον αφορά τα ολονύκτια επιτόκια συναλλαγών (overnight rates) είναι διαθέσιμα στις τράπεζες ως κοινό σημείο αναφοράς, γνωστά ως **EONIA (euro overnight index average)**. Τα στοιχεία αυτά είναι σημαντικά, δεδομένου ότι είναι βασισμένα στα πραγματικά ποσοστά διατραπεζικών συναλλαγών, παρά στα «δηλωμένα» ποσοστά.

Με την εισαγωγή του ευρώ ως κοινού νομίσματος των χωρών-μελών της Ε.Ε., οι διαφορές στα ολονύκτια ποσοστά στις χώρες μειώθηκαν σε ένα επίπεδο περίπου 2 μονάδων βάσης, πέρα από τις οποίες, η οικονομική πρόκριση συναλλαγής δεν είναι πλέον κερδοφόρα, δηλαδή εξαλείφεται η αντισταθμιστική κερδοφορία (arbitrage) και από τα στατιστικά στοιχεία που έχει στη διάθεσή της η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), ο νόμος της μιας τιμής άρχισε προφανώς να λειτουργεί άμεσα από την έναρξη του ευρώ στο σημαντικότερο ακάλυπτο τομέα της χονδρικής αγοράς. Τα στοιχεία αυτά, δείχνουν επίσης αδυναμία ενοποίησης της αγοράς των repo, δεδομένων των ευρύτερων διαφορών στις τιμές τους στην εκάστοτε χώρα. Αυτό απεικονίζει τη χαμηλότερη ρευστότητα, αλλά και το ότι παραμένει η κατάτμηση των εθνικών αγορών, λόγω των νομικών και φορολογικών εμποδίων μέσα οι διασυνοριακές συναλλαγές.

Η ανάπτυξη της υποδομής της αγοράς είναι κρίσιμη για την επιτυχή ολοκλήρωση του ακάλυπτου τομέα (unsecured segment). Το **σύστημα στόχων (Target system)** μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον καθαρισμό και την τακτοποίηση αυτών των διασυνοριακών συναλλαγών. Το σύστημα στόχων συνδέει τώρα περισσότερο από 5.000 χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της Ε.Ε. σε ένα διατραπεζικό δίκτυο. Πριν από την έναρξη του συστήματος στόχων, οι διασυνοριακές διατραπεζικές διαδικασίες διευθύνονταν κυρίως μέσω των αντίστοιχων τραπεζικών καναλιών.

Τα διαθέσιμα στοιχεία όσον αφορά τις διασυνοριακές ροές δείχνουν ότι η ολοκλήρωση αγοράς έχει πραγματοποιηθεί πράγματι μέσω της ενεργού **διασυνοριακής αντισταθμιστικής κερδοσκοπίας (cross-border arbitrage)**. Πιο συγκεκριμένα, πραγματοποιήθηκε αύξηση στις διασυνοριακές διατραπεζικές συναλλαγές σημαντικών τραπεζών από την εισαγωγή του ευρώ, το μερίδιο των συναλλαγών στο οποίο η αποζημίωση είναι από μια άλλη χώρα εκτός Ε.Ε. αυξήθηκε από 21% το 1998 σε 42% το 2001 στο ακάλυπτο τμήμα. Κατά τη διάρκεια της ίδιας



περιόδου, το μερίδιο των εσωτερικών συναλλαγών ελαττώθηκε από 68 σε 31% (διασυνοριακά εμπόρια με τον υπόλοιπο κόσμο καλύπτουν το υπόλοιπο μέρος). Στο τμήμα γερο, το μερίδιο των διασυνοριακών συναλλαγών μέσα στην περιοχή του ευρώ ανήλθε πολύ λιγότερο, από 33 σε 37%. Εξετάζοντας το σύνολο των στοιχείων ισολογισμών στην περιοχή του ευρώ, μπορεί κανείς να παρατηρήσει μια βαθμιαία αύξηση στα διασυνοριακά διατραπεζικά περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού μέσα στην περιοχή του ευρώ.

Τα διατραπεζικά σχέδια δομών των εμπορικών συναλλαγών και της αγοράς στην Ε.Ε. (π.χ. ο ρόλος των οικονομικών κέντρων) μπορούν επίσης να μελετηθούν βάσει των στοιχείων του Target system. Παρατηρείται ότι οι μεγαλύτερες τράπεζες, ενεργούν όπως οι κεντρικές τράπεζες χρημάτων για την αγορά της Ε.Ε., πραγματοποιούν ουσιαστικά την ανακατανομή της ρευστότητας στα σύνορα και ότι οι καθημερινές διασυνοριακές διατραπεζικές μεταφορές είναι, κατά μέσον όρο, σημαντικά μεγαλύτερες, από την άποψη της αξίας, από τις εσωτερικές.

Οι μεγάλες τράπεζες έχουν ειδικευτεί παραδοσιακά στις χονδρικές δραστηριότητες, και έτσι δικαιολογείται η τάση να αυξηθούν οι μετοχές τους σε μια πιο ενσωματωμένη αγορά. Το γεγονός αυτό ενισχύεται επίσης από συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιούνται εντός της Ε.Ε. στο τραπεζικό κλάδο, με σκοπό την αύξηση του μεριδίου της αγοράς και την ανάπτυξη των δραστηριοτήτων μιας τράπεζας σε περισσότερες χώρες-μέλη. Σε κάθε περίπτωση, η διεύρυνση της αγοράς έχει οδηγήσει προς το παρόν σε μια λιγότερο συγκεντρωμένη διατραπεζική αγορά σε σύγκριση με τις εθνικές αγορές πριν από την εισαγωγή του ευρώ. Σημαντικός παράγοντας για την συγκέντρωση των επιχειρήσεων στις μεγάλες τράπεζες είναι οι οικονομίες κλίμακας που επιτυγχάνονται, έχοντας καλύτερη πρόσβαση στην πληροφόρηση και μεγαλύτερο εύρος πληροφοριών, αφού δραστηριοποιούνται πέρα από μια εθνική αγορά, και εκτελούν μεγαλύτερες συναλλαγές σε όλη την περιοχή του ευρώ.

Οι κύριες δραστηριότητες της **κεφαλαιαγοράς**, συνδέονται με την κατανομή της αποταμίευσης στους χρήστες των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων μέσω των εμπορεύσιμων τίτλων ή του δανεισμού. Περιλαμβάνουν διάφορες εταιρικές υπηρεσίες χρηματοδότησης, όπως οι ασφαλίζοντας και άλλες τραπεζικές υπηρεσίες επένδυσης, συγκροτημένο δανεισμό συνδικάτων, εταιρική αναδόμηση και επένδυση, εταιρικές συμβουλές, κ.λ.π.. Ο τομέας αυτός περιλαμβάνει επίσης το μέρος της

διαχείρισης ενεργητικού και των εμπορικών συναλλαγών σχετικά με τα μεγάλης κλίμακας χαρτοφυλάκια και τους θεσμικούς επενδυτές.

Στην Ευρώπη, οι κεφαλαιαγορές έχουν αυξηθεί και έχουν εμβαθύνει ουσιαστικά κατά τη διάρκεια των προηγούμενων ετών, μια διαδικασία που οδηγείται από τους μακροοικονομικούς, δημογραφικούς, τεχνολογικούς και οικονομικούς παράγοντες καινοτομίας. Στην περιοχή του ευρώ, το μερίδιο των μετοχών και των τίτλων ως περιουσιακά στοιχεία ενός νοικοκυριού είναι ήδη αρκετά μεγαλύτερο από το μερίδιο των παραδοσιακών καταθέσεων σε τράπεζες. Η εισαγωγή του ευρώ έχει δώσει μια σημαντική ώθηση στην αύξηση και την ολοκλήρωση της κεφαλαιαγοράς, καθώς πριν οι αγορές ήταν κατά ένα μεγάλο μέρος τετμημένες, λόγω διαφορετικών καμπυλών παραγωγής και του συναλλαγματικού κίνδυνου που περιόριζαν τόσο τη γεωγραφική διαφοροποίηση μιας επένδυσης από τους θεσμικούς επενδυτές όσο και το μέγεθος των αγορών. Οι εξελίξεις από την πλευρά ζήτησης και την εμφάνιση μιας ευρύτερης κεφαλαιαγοράς σε ευρώ, δίνει τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις να διαφοροποιούν τις πηγές χρηματοδότησης και να μειώνουν τις δαπάνες και να έχουν καλύτερη πρόσβαση στις διεθνείς χρηματαγορές.

Τα σημάδια της ολοκλήρωσης στις εταιρικές υπηρεσίες χρηματοδότησης είναι η σύγκλιση στο επίπεδο των **αμοιβών των μεσαζόντων**, αν και πρέπει να αναγνωριστεί ότι το ακριβές περιεχόμενο των παρεχόμενων υπηρεσιών επηρεάζει έντονα τις αμοιβές που χρεώνονται. Το 2000, οι αμοιβές για τις μεγαλύτερες συναλλαγές ομολόγων ήταν λιγότερες σε σχέση με πριν από πέντε έτη. Συνδυάζοντας ποσοτικά και ποιοτικά στοιχεία, βλέπουμε τον ανταγωνισμό σε μια αγορά που είναι πράγματι ενσωματωμένη και λειτουργεί σε ευρωπαϊκή βάση.

Οι τράπεζες της περιοχής του ευρώ, έχουν υποστεί αρκετά μεγάλες απώλειες στο μερίδιο αγοράς ομολόγων, λόγω των επιθετικές επιδρομών από τις αμερικανικές τράπεζες, χάνοντας περισσότερο από το μισό του μεριδίου της αγοράς τους μεταξύ 1995 και 2001. Εντούτοις, το γρήγορα αυξανόμενο μέγεθος της ευρωπαϊκής αγοράς και το γεγονός ότι αρκετοί μεσάζοντες μπορούσαν να είναι παρόν στις μεμονωμένες συναλλαγές, έδωσαν ώθηση στις τράπεζες στην περιοχή της Ε.Ε. μετά την διαπιστωμένη πτώση στη δραστηριότητα κεφαλαιαγορών το 2001 και 2002. Παρατηρείται γενικότερα μια μεγάλη δραστηριοποίηση των αμερικανικών τραπεζών στην ζώνη της ευρωπαϊκής ένωσης με στόχο την κατάκτηση του μεγαλύτερου μέρους της κεφαλαιαγοράς.

Η διαχείριση ενεργητικού και οι εμπορικές συναλλαγές έχουν γίνει ένα αναπόσπαστο τμήμα των τραπεζικών εργασιών μέσω **δύο καναλιών**. Πρώτον, μέσω **τραπεζών**, σύμφωνα με τα στοιχεία που συλλέγονται από την ΕΚΤ, οι τράπεζες είναι αρμόδιες για τη διαχείριση περίπου 80% όλων των αμοιβαίων κεφαλαίων στην περιοχή του ευρώ. Δεύτερον, μέσω **μεγάλων οικονομικών ομάδων** που έχουν προκύψει από ενοποιήσεις, συγχωνεύσεις ή εξαγορές, συμπεριλαμβανομένου των τράπεζες και άλλων χρηματοπιστηριακών οίκων (περιστασιακά και τις ασφαλιστικές εταιρείες). Οι δραστηριότητες διαχείρισης ενεργητικού έχουν ένα τμήμα κεφαλαιαγορών, στο οποίο οι μεσάζοντες ανταλλάσσουν τα περιουσιακά τους στοιχεία προκειμένου να προσφερθούν τα διαφοροποιημένα προϊόντα στους τελικούς λιανικούς επενδυτές. Αυτό είναι ευδιάκριτο από τη διανομή των προϊόντων μέσω των λιανικών δικτύων.

Από την εισαγωγή του ευρώ έχει επηρεαστεί η διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων, γίνονται **επενδύσεις σε διαφορετικές χώρες**, καθώς η διασυνοριακή διαφοροποίηση έχει γίνει λιγότερο δαπανηρή και επικίνδυνη, χωρίς ρυθμιστικούς περιορισμούς που υπήρχαν παλαιότερα. Υπάρχει επίσης αυξανόμενη **διαφοροποίηση στις κατηγορίες των περιουσιακών στοιχείων ανά κλάδο**, τα κεφάλαια επενδύονται όλο και περισσότερο σε έναν τύπο και μια βιομηχανία περιουσιακών στοιχείων εντός της Ε.Ε., παρά εντός μιας χώρας.

**Οι λιανικές τραπεζικές εργασίες** θεωρούνται συχνά ως παραδοσιακή επιχείρηση των τραπεζών. Στον τομέα αυτό, οι αντισυμβαλλόμενοι των τραπεζών είναι κυρίως οικογένειες ή μικρές εταιρίες. Οι λιανικές τραπεζικές εργασίες περιλαμβάνουν τους παραδοσιακούς τύπους δανείου και κατάθεσης, όπως η καταναλωτική πίστη, οι υποθήκες, τα μικρού και μεσαίου μεγέθους εμπορικά δάνεια, και οι απολογισμοί απαίτησης και κατάθεσης ταμειωτηρίου. Οι υπηρεσίες πληρωμής είναι ένα αναπόσπαστο τμήμα της λιανικής επιχείρησης που συνδέεται με τα προϊόντα κατάθεσης. Η διαχείριση ενεργητικού, υπό μορφή απολογισμών επένδυσης, συμβουλών επένδυσης, αμοιβαίων κεφαλαίων, ιδιωτικών συνταξιοδοτικών σχεδίων και ασφαλείας ζωής, είναι επίσης όλο και περισσότερο σημαντικά συστατικά των λιανικών οικονομικών υπηρεσιών.

Τα λιανικά επίπεδα επιτοκίου απεικονίζουν και τους μακροοικονομικούς και μικροοικονομικούς παράγοντες. Οι **μακροοικονομικοί παράγοντες** αναφέρονται στα επίπεδα επιτοκίου αγοράς. Οι **μικροοικονομικοί παράγοντες** περιλαμβάνουν τα ασφάλιστρα κινδύνου των τραπεζών, την αγοραστική δύναμη, και άλλα

χαρακτηριστικά γνωρίσματα τιμολόγησης, όπως η διαχρηματοδότηση της πληρωμής ή άλλες υπηρεσίες. Τα **περιθώρια των τραπεζών** είναι πιο αξιόπιστοι δείκτες για την αξιολόγηση της ολοκλήρωσης ή του ανταγωνισμού από τα επίπεδα επιτοκίου σε μια διεθνή σύγκριση. Η σύγκλιση στα περιθώρια είναι ένας λογικός δείκτης της ολοκλήρωσης, και μια πτώση στα περιθώρια μπορεί να σημάνει τον αυξανόμενο ανταγωνισμό.

Μεταξύ 1998-99 και 2001-02 διαφορές μεταξύ των χωρών-μελών στα επιτόκια των δανειοδοτήσεων νοικοκυριών και εταιριών και στα επιτόκια καταθέσεων σημείωσαν απότομη κάμψη με την εισαγωγή του ευρώ. Εντούτοις, αυτή η ανάπτυξη φαίνεται να οφείλεται κυρίως στη σύγκλιση στους μεγάλους νομισματικούς όρους που επέρχονται από εισαγωγή του ευρώ. Οι σημαντικές αποκλίσεις στα περιθώρια φαίνονται να υπονοούν ότι οι λιανικές αγορές είναι ακόμα τετμημένες στις χώρες της Ε.Ε.

Η κατάτμηση αγοράς παραμένει η ισχυρή στον τομέα των λιανικών τραπεζικών εργασιών. Για παράδειγμα, οι αποκλίσεις στο δανεισμό και τα περιθώρια κατάθεσης πέρα από την περιοχή του ευρώ δείχνουν ότι οι ενσωματωμένες λιανικές τραπεζικές αγορές δεν είναι ακόμα σε ισχύ. Τέτοια κατάτμηση προκύπτει από το γεγονός ότι η στενότητα στους πελάτες είναι ακόμα σημαντική στις συναλλαγές με τις λιανικές αποζημιώσεις (οικογένειες και μικρομεσαίες επιχειρήσεις). Εντούτοις, κάποια σύγκλιση στα περιθώρια μπορεί να παρατηρηθεί, και ιδιαίτερα στον οικιακό δανεισμό. Επιπλέον, οι ουσιαστικές συνδέσεις στις τοπικές αγορές που έχουν εξελιχθεί μέσω των διασυνοριακών αποκτήσεων και της καθιέρωσης των υποκαταστημάτων, καθώς επίσης και μέσω των στρατηγικών συμμαχιών, θα μπορούσαν, με την πάροδο του χρόνου, να προωθήσουν περισσότερο την ενοποίηση, ενώ η ευρύτερη χρήση των μακρινών τραπεζικών εργασιών (όπως οι τραπεζικές εργασίες διαδικτύου) μπορεί να αποτελέσει έναν «συντομότερο δρόμο» στην ολοκλήρωση.

Κατά συνέπεια, η γενική εικόνα είναι ότι η ολοκλήρωση έχει προχωρήσει γρηγορότερα στους τομείς όπου οι επαγγελματικοί συμμετέχοντες αγοράς έχουν τους πόρους για να υπερνικήσουν ή να παρακάμψουν τα υπάρχοντα εμπόδια στην ολοκλήρωση (δηλ. στην περιοχή χονδρικού εμπορίου και κεφαλαιαγορών). Σε αντίθεση, οι λιανικοί πελάτες δεν έχουν συνήθως τέτοιους πόρους, με αποτέλεσμα ένας πιο αργό ρυθμός ενοποίησης του συγκεκριμένου τομέα.

### 3.7 Η σημασία της ολοκλήρωσης των οικονομικών υποδομών στην ευρωπαϊκή αγορά

Η ολοκλήρωση των οικονομικών υποδομών είναι ένας από τους βασικούς πολιτικούς στόχους και τις βασικές ευθύνες του Eurosystem. Παρά το ενιαίο νόμισμα, η υποδομή της αγοράς χρεογράφων στην περιοχή του ευρώ, παραμένει ιδιαίτερα τεμαχισμένη και ανεπαρκώς ενοποιημένη. Υπάρχει ακόμα ένας μεγάλος αριθμός προμηθευτών, που δεν συνδέονται αποτελεσματικά ο ένας με τον άλλο αναφορικά με τις εμπορικές συναλλαγές, την εκκαθάρισή και την τακτοποίησή τους, δηλαδή δεν έχουν έναν «κοινό κώδικα επικοινωνίας» για το διακανονισμό των ανωτέρω. Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΚΤ οι οικονομίες κλίμακας, φάσματος και οι θετικές εξωτερικότητες δικτύων (positive network externalities) που είναι άμεσα συνδεδεμένες με την βιομηχανία παροχής υπηρεσιών χρεογράφων, δείχνουν ότι υπάρχουν περιθώρια για ουσιαστική μείωση του κόστους και αύξηση της αποδοτικότητας, δηλαδή μεγαλύτερη ενοποίηση. Παράγοντες που είναι εμπόδια στην διαδικασία είναι οι επίμονες διασυνοριακές διαφορές στα φορολογικά καθεστάτα, τις διαδικασίες και τους νόμους, αλλά και τα κεκτημένα δικαιώματα μεταξύ των χρηστών, των ιδιοκτητών και των διευθυντών.

Η ευρωπαϊκή υποδομή των χρεογράφων αναπτύχθηκε γρήγορα την τελευταία δεκαετία. Η εισαγωγή του ευρώ έχει επιταχύνει την ανάπτυξη των υποδομών της αγοράς χρεογράφων, περιλαμβάνοντας συστήματα για τις οικονομικές ανταλλαγές και το ξεκαθάρισμα και την τακτοποίηση αυτών. Στην Ευρώπη, έχουν υιοθετηθεί διάφορα νομικά και ρυθμιστικά μέτρα με στόχο μια ενσωματωμένη αγορά οικονομικών υπηρεσιών. Σε διεθνές επίπεδο, υπάρχει αυξανόμενο ενδιαφέρον μεταξύ των θεσμικών και μεμονωμένων επενδυτών, για τη μεγιστοποίηση των θετικών αποτελεσμάτων που προκύπτουν από τη διεθνή διαφοροποίηση χαρτοφυλακίων, με συνέπεια αύξηση στις διασυνοριακές συναλλαγές χρεογράφων. Οι τεχνολογικές καινοτομίες έχουν επηρεάσει αυτές τις αλλαγές, προκαλώντας στους επενδυτές λιγότερη εξάρτηση από την αγορά που προέρχονται, εκθέτοντας τους συμμετέχοντες σε ένα όλο και περισσότερο ανταγωνιστικό περιβάλλον, τόσο σε εγχώριο όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο.

Ο ορισμός της οικονομικής ολοκλήρωσης βασίζεται σε τρεις σημαντικούς όρους: (i) ίδιο σύνολο κανόνων, (ii) ίση πρόσβαση των συμμετεχόντων αγοράς στην αγορά, και (iii) ίση μεταχείριση των συμμετεχόντων αγοράς στην αγορά. Στον τομέα

των υποδομών των χρεογράφων, ο όρος του «ίδιου συνόλου κανόνων» θα ικανοποιηθεί, εάν σε πανευρωπαϊκή κλίμακα, οι παροχής εμπορικών συναλλαγών, εκκαθάρισης και υπηρεσιών τακτοποίησης λειτουργήσουν βάσει των ίδιων τεχνικών διαδικασιών, των ίδιων τιμών, του ίδιου νομικού πλαισίου, των ίδιων επιχειρηματικών πρακτικών, κ.λπ. Σύμφωνα με τον όρο της «ίσης πρόσβασης», η ολοκλήρωση υπονοεί την πρόσβαση για όλους τους χρήστες στις ίδιες υπηρεσίες και τα οικονομικά όργανα με τους ίδιους όρους, ανεξάρτητα από τη θέση του χρήστη ή του προμηθευτή. Κατά συνέπεια, η τέλεια ολοκλήρωση στην υποδομή χρεογράφων, απαιτεί την ίδια και ανοικτή πρόσβαση στις πλατφόρμες των εμπορικών συναλλαγών, εκκαθάρισης και της τακτοποίησης για τους χρήστες ή τους προμηθευτές τους.

Επιπλέον, μόλις επιτευχθεί η ίση πρόσβαση, η τέλεια ολοκλήρωση επιβάλλει, οι συμμετέχοντες στην αγορά να αντιμετωπίζονται εξίσου, ανεξάρτητα από τη θέση ή την προέλευσή τους, χωρίς να γίνονται διακρίσεις εις βάρος τους. Στα πλαίσια των συστημάτων των χρεογράφων, θα ήταν χρήσιμο να διακρίνει κανείς μεταξύ της ίσης μεταχείρισης των συμμετεχόντων μέσα και μεταξύ αυτών και αυτό λόγω της πολλαπλότητας των χρεογράφων. Κάνοντας κάποιος εμπόριο, εκκαθάριση και χρησιμοποιώντας συστήματα τακτοποίησης απαιτείται να έχει πρόσβαση (άμεσα ή έμμεσα) σε πολλά εθνικά συστήματα, που παρέχουν διαφορετικούς τύπους υπηρεσιών, έχουν διαφορετικές τεχνικές απαιτήσεις ή πρακτικές αγοράς (περίοδοι τακτοποίησης, κανόνες σχετικά με τις εταιρικές ενέργειες και πρακτική έκδοσης, κ.λπ.), και λειτουργούν υπό διαφορετικά φορολογικά και νομικά πλαίσια.

Οι οικονομίες κλίμακας και οι εξωτερικότητες πεδίου και δικτύων επιταχύνουν περαιτέρω την ανάγκη για την ενσωματωμένη και αποδοτική υποδομή, περιλαμβάνοντας τα χρηματιστήρια, ανταλλάσσοντας τις πλατφόρμες, και τα ηλεκτρονικά δίκτυα, και τις εγκαταστάσεις καθαρίσματος και τακτοποίησης και στο διεθνές και εσωτερικό επίπεδο.

Οι **οικονομίες κλίμακας** είναι συνήθως ένα αποτέλεσμα της ανάγκης για τους φορείς παροχής υπηρεσιών να δημιουργήσουν μια «κρίσιμη μάζα» των πελατών προκειμένου να συγκεντρωθεί το όφελος των αρκετά μεγάλων επενδύσεων στην τεχνολογία πληροφοριών και στην καθιέρωση των αποδοτικών δικτύων επικοινωνίας. Μέχρι το σημείο που οι προμηθευτές υποδομής τίτλων επιτυγχάνουν στην προσέλκυση ενός σημαντικού αριθμού εκδοτών και συμμετεχόντων και στην επίτευξη της υψηλότερης ρευστότητας, αυτές οι δαπάνες οργάνωσης μπορούν να είναι εξαπλωμένοι σε έναν ευρύτερο αριθμό συναλλαγών. Συνεπώς, οι υπηρεσίες

έπειτα να παρασχεθούν με χαμηλότερο κόστος. Η αυξανόμενη ολοκλήρωση των διαφορετικών συστημάτων είναι πιθανό να επιτρέψει στους φορείς παροχής υπηρεσιών για να ωφεληθεί από τις περαιτέρω οικονομίες κλίμακας, με αυτόν τον τρόπο μειώνοντας τις δαπάνες σχετικές με το εμπόριο, την τακτοποίηση καθαρισμού και τις υπηρεσίες επιτήρησης.

Η έννοια των **οικονομιών φάσματος** προέρχεται από τα αιτήματα από τους πελάτες για ένα ευρύ φάσμα των προϊόντων και των υπηρεσιών με σχετικά χαμηλότερο κόστος. Αναφέρεται στην αποταμίευση από την ίδια επένδυση που υποστηρίζει τις πολλαπλάσιες κερδοφόρες δραστηριότητες και τις υπηρεσίες. Θεωρητικά, τα δύο ή περισσότερο ενσωματωμένο χρηματιστήρια ή SSSs θα ήταν σε θέση μαζί να αναπτύξουν τα νέα προϊόντα και οι υπηρεσίες σε μια χαμηλότερη μονάδα κοστίζουν από χωριστά. Η διαδικασία ολοκλήρωσης θα επέτρεπε σε ένα ευρύ φάσμα των υπηρεσιών για να παρασχεθεί χωρίς οποιαδήποτε ανάγκη για τους πελάτες να χρησιμοποιήσουν τις διαφορετικές διεπαφές και να συμμορφωθούν με ποικίλα πρότυπα προκειμένου να επιτευχθούν οι διαφορετικές αγορές. Χρησιμοποιώντας ένα ενιαίο σημείο εισόδου σε ένα σύστημα, ένας συμμετέχων μπορεί, με σχετικά χαμηλότερο κόστος, να έχει πρόσβαση στους διαφορετικούς τομείς των αγορών τίτλων, και στο εθνικό και διεθνές επίπεδο.

Η ολοκλήρωση των υποδομών του οικονομικού συστήματος αποτελεί βασική ευθύνη του Eurosystem. Τα τελευταία χρόνια έχουν υπάρξει σημαντικές αλλαγές στις υποδομές της αγοράς στην περιοχή του ευρώ. Σε Ευρωπαϊκό το πλαίσιο, αυτές οι αλλαγές έχουν καθοριστεί από την εισαγωγή του ευρώ, την τεχνολογική πρόοδο και τον αυξανόμενο αριθμό των διασυνοριακών συναλλαγών, που συνδέονται με την αυξανόμενη ζήτηση για λιγότερο δαπανηρές και σύνθετες διεθνείς δομές ασφαλείας εμπορικών συναλλαγών, εκκαθάρισης και τακτοποίησης. Εντούτοις, παρά το ενιαίο νόμισμα, το ευρώ η υποδομή της αγοράς των χρεογράφων στην Ε.Ε., παραμένει ιδιαίτερα τεμαχισμένη και ανεπαρκώς ενσωματωμένη. Υπάρχει ακόμα ένας μεγάλος αριθμός των προμηθευτών για εμπορικές συναλλαγές, εκκαθάριση και τακτοποίηση που δεν συνδέεται αποτελεσματικά, με ότι προβλήματα αυτό συνεπάγεται.

Διαπιστώνουμε ότι ο βαθμός ενοποίησης των υποδομών ποικίλλει μεταξύ διαφορετικών ομάδων ή τομέων της αγοράς. Ενώ λιγότερο ενσωματωμένες δομές επικρατούν στον τομέα των εμπορικών συναλλαγών και των συστημάτων τακτοποίησης χρεογράφων, η διαδικασία του συστήματος η ολοκλήρωση είναι περισσότερο έντονη στον τομέα της κεντρικής αποζημίωσης, εκκαθάρισης. Ως

αποτέλεσμα των ισχυρών οικονομιών κλίμακας και φάσματος συνδυαστικά με τις εξωτερικότητες, έμφυτες στα εμπορεύσιμα χρεόγραφα, την επιχείρηση εκκαθάρισης και τακτοποίησης, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι από την περαιτέρω ολοκλήρωση των υποδομών, αναμένεται ουσιαστική εξοικονόμηση κόστους και αυξανόμενη τεχνική αποδοτικότητα. Αυτή η προοπτική έχει ήδη ενθαρρύνει πολλούς προμηθευτές να κινηθούν προς την ολοκλήρωση. Παρά τη σημασία για την ευημερία, η αποδοτικότητα και η ενοποίηση των κεφαλαιαγορών, αυτό είναι μόνο πρόσφατα ότι μερικές ακαδημαϊκές μελέτες έχουν προσοχή στη θεσμική οργάνωση και η οργάνωση των υποδομών αγοράς χρεογράφων.

### **3.8 Προληπτική εποπτεία και χρηματοπιστωτική σταθερότητα στη ζώνη του ευρώ**

Οι συζητήσεις που γίνονται τελευταία στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης σχετικά με την επάρκεια των υφιστάμενων θεσμικών ρυθμίσεων προληπτικής εποπτείας και του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, απορρέουν από την ανάγκη προσαρμογής των εποπτικών πρακτικών στις τρέχουσες εξελίξεις του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Η παγκόσμια τάση προς άρση των κανονιστικών (regulatory) περιορισμών και των εμποδίων εισόδου στη χρηματοπιστωτική αγορά, σε συνδυασμό με την πρόοδο της πληροφορικής και των επικοινωνιών και την επέκταση της δραστηριότητας των μεγάλων τραπεζικών και χρηματοοικονομικών ομίλων πέρα από τα εθνικά σύνορα, έχει ήδη επιτείνει τον ανταγωνισμό στον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Η τάση αυτή ενισχύθηκε από την αυξανόμενη ενοποίηση και τυποποίηση των χρηματαγορών και των χρηματοπιστωτικών αγορών μετά την εισαγωγή του ευρώ, με σοβαρές συνέπειες για την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην Ευρώπη.

Η Οικονομική και Νομισματική Ένωση έχει επίσης μεταβάλει τη μορφή και την έκταση του συστημικού κινδύνου. Η δημιουργία ενιαίας υποδομής για μεγάλες πληρωμές και η αναδιάρθρωση των διατραπεζικών δραστηριοτήτων έχουν ήδη συμβάλει στην αλλαγή των διαύλων μετάδοσης δυσμενών επιδράσεων στην ενιαία χρηματαγορά. Παράλληλα, η διαρκώς αυξανόμενη συμμετοχή των χρηματοοικονομικών ομίλων στις ευρωπαϊκές αγορές κινητών αξιών ενισχύει το ενδεχόμενο διασυνοριακών διαταραχών στις αγορές κεφαλαίων.



Το κατά πόσον το υπάρχον εποπτικό πλαίσιο μπορεί να ανταποκριθεί στις μεταβολές των χρηματοπιστωτικών αγορών και να διασφαλίσει τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος εξετάστηκε στην έκθεση της Επιτροπής Brouwer για λογαριασμό της Οικονομικής και Νομισματικής Επιτροπής (Economic and Financial Committee) της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η οποία υιοθετήθηκε από το άτυπο Συμβούλιο Ecofin στις 8 Απριλίου 2000.

Η «Έκθεση Brouwer για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα» κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι ισχύουσες κανονιστικές εποπτικές ρυθμίσεις στην Ευρώπη παρέχουν μια συνεκτική και ευέλικτη βάση για τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας σε αγορές οι οποίες σταδιακά ενοποιούνται, αλλά το λειτουργικό πλαίσιο των ρυθμίσεων χρειάζεται ενίσχυση. Η ισχύουσα πρακτική ελέγχου της φερεγγυότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων σε ενοποιημένη βάση από την αρμόδια εποπτική αρχή της χώρας καταγωγής τους είναι αποτελεσματική. Διαπιστώνεται όμως η ανάγκη, πρώτον, ενίσχυσης της διασυννοριακής συνεργασίας σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης μεταξύ των φορέων που είναι αρμόδιοι για την εποπτεία των τραπεζών, των ασφαλιστικών εταιριών και των αγορών κινητών αξιών, δεύτερον, καλύτερων μηχανισμών ανταλλαγής πληροφοριών μεταξύ των εποπτικών αρχών σχετικά με τα μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τις εξελίξεις της αγοράς, και τρίτον, ενίσχυσης της συνεργασίας μεταξύ των εποπτικών φορέων και των κεντρικών τραπεζών για την αντιμετώπιση πιθανών χρηματοπιστωτικών προβλημάτων που έχουν διασυννοριακές επιπτώσεις. Ιδιαίτερη έμφαση δίδεται στην ανάγκη σύγκλισης των εποπτικών πρακτικών.

Παρά το γεγονός ότι οι ισχύουσες θεσμικές ρυθμίσεις παρέχουν μια ικανοποιητική βάση για τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στη ζώνη του ευρώ και στην Ε.Ε., δεν πρέπει κανείς να εφησυχάζει. Η εποπτική διαδικασία αναπόφευκτα θα πρέπει να μεταβάλλεται και να προσαρμόζεται στην εξέλιξη των αγορών και την αλλαγή των ίδιων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Νομίζω ότι δύο είναι οι κύριες προκλήσεις που προβάλλουν. Πρώτον, ο διαρκώς αυξανόμενος όγκος των διασυννοριακών δραστηριοτήτων των τραπεζών και οι κοινοί παράγοντες που επηρεάζουν τις εργασίες τους. Δεύτερον, η δημιουργία χρηματοοικονομικών ομίλων - δηλ. ομάδων συνδεδεμένων εταιριών που δραστηριοποιούνται σε διάφορους τομείς του χρηματοδοτικού κλάδου.

Η εισαγωγή του ευρώ και η άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής έχουν προωθήσει σε μεγάλο βαθμό την ενοποίηση των τραπεζικών και χρηματοπιστωτικών

αγορών στη ζώνη του ευρώ, αυξάνοντας σημαντικά τον όγκο των διασυνοριακών τραπεζικών δραστηριοτήτων χονδρικής, καθώς και το μερίδιο των ξένων τίτλων που περιέχονται στα χαρτοφυλάκια χρεογράφων των τραπεζών της ζώνης του ευρώ. Το ποσοστό των διασυνοριακών διατραπεζικών συναλλαγών στη ζώνη του ευρώ έχει υπερβεί το 50% των συνολικών ακαθάριστων συναλλαγών στη διατραπεζική αγορά χωρίς παροχή ασφάλειας, όπως επίσης και στη διατραπεζική αγορά συμφωνιών επαναγοράς.

Όσον αφορά τη σύνθεση των χαρτοφυλακίων τίτλων που κατέχουν οι τράπεζες της ζώνης του ευρώ, είναι επίσης εμφανής η τάση προς διεθνή διασπορά, αφού αυξάνεται σταθερά το μερίδιο των τίτλων σταθερού εισοδήματος που έχουν εκδοθεί από άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ και από τις λοιπές χώρες.

Η διαδικασία της ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών θα ενισχυθεί και από την υλοποίηση του Προγράμματος Δράσης Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών της Ευρωπαϊκής Ένωσης που αποβλέπει στην άρση των εμποδίων που εναπομένουν στη διαδικασία ενοποίησης της αγοράς, καθώς και από το έργο της Επιτροπής Σοφών (υπό την προεδρία του Alexander Lamfalussy) για τη ρύθμιση των ευρωπαϊκών αγορών κινητών αξιών. Οι προτάσεις της Επιτροπής Σοφών για την επίτευξη ενός πιο ευέλικτου και αποτελεσματικού ευρωπαϊκού κανονιστικού πλαισίου υιοθετήθηκαν στο αντίστοιχο ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου στη Στοκχόλμη στις 23 Μαρτίου 2001 και η εφαρμογή τους ασφαλώς θα συμβάλει στην εξάλειψη των παραγόντων που εμποδίζουν τη μετάβαση προς πιο ενοποιημένες αγορές κινητών αξιών.

Η αυξανόμενη ενοποίηση των τραπεζικών και χρηματοπιστωτικών αγορών στη ζώνη του ευρώ και η διεύρυνση των διασυνοριακών δραστηριοτήτων των τραπεζών σημαίνουν ότι ο κίνδυνος να απειληθεί η σταθερότητα του τραπεζικού τομέα στο σύνολο της ζώνης του ευρώ, σε περίπτωση που ορισμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αντιμετωπίζουν προβλήματα εξαιτίας οποιωνδήποτε γεγονότων ή εξελίξεων, είναι σημαντικά μεγαλύτερος τώρα από ό,τι στο παρελθόν.

Για την αξιολόγηση των κινδύνων συστημικών διαταραχών, οι οποίες μπορεί να επεκταθούν σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ, πρέπει να ληφθούν υπόψη και οι πιθανές επιπτώσεις της αναδιάρθρωσης του τραπεζικού και του χρηματοπιστωτικού κλάδου μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών. Είναι γεγονός ότι μέχρι πρόσφατα δεν γίνονταν διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές εντός της ζώνης του ευρώ. Οι περισσότερες συγχωνεύσεις και εξαγορές αφορούσαν εγχώριες τράπεζες και ιδίως

μικρότερα ιδρύματα και η τάση αυτή ήταν πιο έντονη στις μικρότερες χώρες της ζώνης του ευρώ. Πιο πρόσφατα όμως οι συγχωνεύσεις και εξαγορές γίνονται και σε μεγαλύτερες χώρες και σε ορισμένες περιπτώσεις συμμετέχουν σε αυτές μεγάλα ιδρύματα άλλης χώρας, εντός ή και εκτός της ζώνης του ευρώ. Η εξέλιξη αυτή φαίνεται ότι σχετίζεται με το μετασχηματισμό των εργασιών στις χρηματοπιστωτικές αγορές στη ζώνη του ευρώ και με παράγοντες που έχουν διεθνή εμβέλεια. Επομένως και εξ αυτού του λόγου αυξάνεται ο συστημικός κίνδυνος που συνδέεται με τον τραπεζικό τομέα, για ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ και την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Χαρακτηριστικό της αναδιάρθρωσης είναι επίσης η τάση δημιουργίας χρηματοοικονομικών ομίλων, η οποία παρατηρείται σε όλες σχεδόν τις χώρες της ζώνης του ευρώ και της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Τα τελευταία χρόνια αναπτύσσονται σταδιακά στενότεροι δεσμοί μεταξύ τραπεζών, ασφαλιστικών εταιριών, εταιριών επενδύσεων και εταιριών διαχείρισης στοιχείων ενεργητικού. Παράλληλα, γίνεται δύσκολη η διάκριση μεταξύ των διαφόρων κατηγοριών χρηματοοικονομικών προϊόντων, με αποτέλεσμα διαφορετικής μορφής χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να ανταγωνίζονται στις ίδιες αγορές. Η τάση προς δημιουργία χρηματοοικονομικών ομίλων και προς διατομεακό ανταγωνισμό αναμφίβολα κάνει πιο πολύπλοκη τη διαδικασία προληπτικής εποπτείας και ειδικότερα την παρακολούθηση μεγάλων και σύνθετων πολυεθνικών επιχειρήσεων.

**Πώς μπορούν να αντιμετωπιστούν οι προκλήσεις που προκύπτουν από τις νέες αυτές εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα; Τι σημαίνουν για τις ισχύουσες θεσμικές ρυθμίσεις και τις εποπτικές πρακτικές;**

Απαιτείται, πρώτα απ' όλα, ενίσχυση του συντονισμού και της διασυνοριακής συνεργασίας σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης μεταξύ των εθνικών αρχών που είναι αρμόδιες για την εποπτεία των τραπεζών, των εταιριών επενδύσεων και των ασφαλιστικών εταιριών, για να είναι δυνατή η ανάληψη προληπτικών ή επανορθωτικών ενεργειών με σκοπό τη διατήρηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη ζώνη του ευρώ και την Ε.Ε.. Χρειάζεται επίσης μεγαλύτερη σύγκλιση των εποπτικών πρακτικών.

Όσον αφορά το συντονισμό των φορέων εποπτείας, ο τρόπος της συνεργασίας μεταξύ των αρμόδιων αρχών έχει ήδη θεσπιστεί από την κοινοτική νομοθεσία για την Ενιαία Αγορά και τις διάφορες οδηγίες που διέπουν το κανονιστικό πλαίσιο εποπτείας

για τα πιστωτικά ιδρύματα και τις εταιρίες επενδύσεων. Σε διμερές επίπεδο ο συντονισμός γίνεται με την υπογραφή Μνημονίων Συνεννόησης (Memoranda of Understanding) μεταξύ των φορέων τραπεζικής εποπτείας. Βασικό όργανο συντονισμού και πολυμερούς συνεργασίας σε Ευρωπαϊκό επίπεδο είναι η Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (Banking Supervision Committee of the ESCB). Η Επιτροπή αυτή αποτελεί το φόρουμ συνεργασίας μεταξύ των εθνικών αρχών (κεντρικών τραπεζών ή ανεξάρτητων αρχών) που εποπτεύουν τις τράπεζες και των κεντρικών τραπεζών με την ιδιότητά τους ως φορέων που είναι αρμόδιοι για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής και για τα συστήματα πληρωμών της ΕΚΤ και του Ευρωσυστήματος γενικότερα, με ιδιαίτερη έμφαση στα θέματα που αφορούν τη συστημική σταθερότητα.

Η Συμβουλευτική Επιτροπή των Τραπεζών (Banking Advisory Committee) έχει συμβουλευτικό ρόλο στη διαδικασία προετοιμασίας Κοινοτικών Τραπεζικών Οδηγιών ενώ παράλληλα λειτουργεί και ως ένα φόρουμ συνεργασίας των νομοθετικών και εποπτικών αρχών, δηλ. των Υπουργείων Οικονομίας και Οικονομικών και των εποπτικών αρχών των κρατών-μελών της ΕΕ και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Επίσης και η Ομάδα Επαφών (Groupe de Contact), η οποία λειτουργεί εδώ και πολύ καιρό ως ένα όργανο συνεργασίας για τις εποπτικές πρακτικές, δραστηριοποιείται έντονα στον τομέα αυτό.

Οι κύριοι αυτοί φορείς που εμπλέκονται στην τραπεζική εποπτεία συνεργάζονται ικανοποιητικά μεταξύ τους και είναι σε θέση να προωθήσουν την ενδυνάμωση της διασυνοριακής συνεργασίας μεταξύ των εθνικών αρχών τραπεζικής εποπτείας σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης. Εξετάζονται όμως τρόποι βελτίωσης της ανταλλαγής πληροφοριών και της συνεργασίας τόσο μεταξύ των διαφόρων εποπτικών αρχών όσο και μεταξύ των εποπτικών αρχών και των κεντρικών τραπεζών, ειδικότερα σε περιπτώσεις διαχείρισης κρίσεων.

Σχετικά με τη δεύτερη «Έκθεση Brouwer για τη Διαχείριση των Χρηματοπιστωτικών Κρίσεων» που καταρτίστηκε στο πλαίσιο της Οικονομικής και Νομισματικής Επιτροπής (Economic and Financial Committee). Η Έκθεση αυτή, που έγινε αποδεκτή από το Συμβούλιο Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών (Ecofin) κατά την άτυπη συνεδρίασή του στις 21 και 22 Απριλίου 2001, καταλήγει ότι απαιτείται στενότερη συνεργασία και συντονισμός σε διασυνοριακό επίπεδο μεταξύ των αρμόδιων αρχών στο πλαίσιο της αυξανόμενης ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών, με σκοπό την αποτελεσματική διαχείριση κρίσεων.

Αναγκαία είναι επίσης η προώθηση της διατομεακής συνεργασίας μεταξύ των εποπτικών φορέων τόσο σε εθνικό επίπεδο όσο και σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης. Σημαντικό βήμα διατομεακής συνεργασίας σε επίπεδο ΕΕ έγινε με τη δημιουργία της διατομεακής Στρογγυλής Τράπεζας Κανονιστικών Αρχών (cross-sectoral Round Table of Regulators). (Οι επιτροπές που συμμετέχουν στη Στρογγυλή Τράπεζα είναι: η Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας του ΕΣΚΤ, η Συμβουλευτική Επιτροπή των Τραπεζών, η Ομάδα Επαφών, η Επιτροπή Υψηλόβαθμων Εποπτών Χρεογράφων (High Level Securities Supervisors Committee), το Φόρουμ των Επιτροπών Ευρωπαϊκών Χρεογράφων (Forum of European Securities Commissions), η Επιτροπή Ασφαλιστικών Εταιριών (Insurance Committee) και η Συνδιάσκεψη Ασφαλιστικών Εταιριών (the Insurance Conference)). Χρειάζεται όμως να γίνουν και άλλα βήματα για την ενίσχυση της διασυνοριακής συνεργασίας σε θέματα κοινού ενδιαφέροντος σε επίπεδο ΕΕ μεταξύ των φορέων που είναι αρμόδιοι για την εποπτεία των τραπεζών, των αγορών κινητών αξιών και των ασφαλιστικών εταιριών.

Σημαντική εξέλιξη αποτελεί επίσης το σχέδιο Οδηγίας για τους χρηματοοικονομικούς ομίλους (financial conglomerates) που έχει προτείνει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Με τη θέσπιση αυτού του κανονιστικού πλαισίου επιδιώκεται να καλυφθούν αρκετά θέματα που αφορούν την εποπτεία των χρηματοοικονομικών ομίλων, όπως η κεφαλαιακή επάρκεια των ομίλων, οι συναλλαγές και η συγκέντρωση κινδύνων εντός του ομίλου, ο ρόλος του συντονιστή στην εποπτεία των ομίλων και η ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των αρχών.

Όσον αφορά την ανάγκη μεγαλύτερης σύγκλισης των εποπτικών πρακτικών, σχετική είναι η αναμενόμενη αναθεώρηση της «Συμφωνίας της Βασιλείας» του 1988. Η αναθεώρηση της Συμφωνίας αυτής, που έχει ξεκινήσει στο πλαίσιο της Επιτροπής Τραπεζικής Εποπτείας της Βασιλείας και αφορά το θεσμικό πλαίσιο που διέπει την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών κυρίως όσον αφορά τον πιστωτικό και το λειτουργικό κίνδυνο, δίνει ιδιαίτερη έμφαση στην διαδικασία εποπτικής αξιολόγησης (supervisory review process) των πιστωτικών ιδρυμάτων με βάση ορισμένα κοινά αποδεκτά κριτήρια ώστε να επιτευχθεί σύγκλιση των εποπτικών πρακτικών στον τομέα αυτό. Σε επίπεδο ΕΕ γίνεται ήδη προσπάθεια να εναρμονιστούν οι κανόνες περί κεφαλαιακής επάρκειας που θα συμφωνηθούν από την Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας της Βασιλείας. Υπάρχουν και άλλοι τομείς στους οποίους απαιτείται μεγαλύτερη σύγκλιση των εποπτικών πρακτικών για να ενισχυθεί η

αποτελεσματικότητα των μέσων που αποβλέπουν στη διαφύλαξη της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Συνοψίζοντας, σημειώνεται ότι το ισχύον θεσμικό πλαίσιο για την τραπεζική εποπτεία στη ζώνη του ευρώ είναι επαρκές για να αντιμετωπίσει τις προκλήσεις που έχει δημιουργήσει η όλο και αυξανόμενη ενοποίηση του τραπεζικού και χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ωστόσο, η συνεργασία μεταξύ των αρμόδιων αρχών πρέπει να επιταχυνθεί περαιτέρω, προκειμένου να διασφαλίσει την αποτελεσματική εποπτεία, καθώς και τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

## Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup> Εφαρμογή στο EViews

### 4. Εφαρμογή στην αγορά κρατικών ομολόγων

#### 4.1 Στοιχεία που χρησιμοποιούμε στην εφαρμογή

Για να μπορέσουμε να μετρήσουμε το βαθμό ενοποίησης στην περιοχή της ευρωπαϊκής Ένωσης, χρησιμοποιήσαμε ένα δείγμα δεκατριών (13) χωρών μελών της Ε.Ε. από τη συνθήκη του Μάαστριχτ, την Γαλλία, Γερμανία, Βέλγιο, Φιλανδία, Πορτογαλία, Κάτω Χώρες (Ολλανδία), Δανία, Ισπανία, Ελλάδα, Ιταλία, Σουηδία, Ηνωμένο Βασίλειο και Αυστρία. Πιο συγκεκριμένα, για να μπορέσουμε να συγκρίνουμε τα στοιχεία πριν και μετά την νομισματική ένωση, ομαδοποιήσαμε στοιχεία σε δύο περιόδους, την πρώτη από 01/01/1996 έως 31/12/1999 και τη δεύτερη από 01/01/1999 έως 31/05/2008. Τα στοιχεία αφορούν τον εναρμονισμένο δείκτη των κρατικών ομολόγων και είναι μηνιαία, ενώ ως δείκτη αναφοράς (benchmark), χρησιμοποιούμε τον δεκαετές γερμανικό ομόλογο. Τα στοιχεία είναι από την τράπεζα πληροφοριών του Πανεπιστημίου Πειραιά και επεξεργάστηκαν στο **πρόγραμμα EViews**, όπου και τρέχαμε τις παλινδρομήσεις.

#### 4.2 Τρέχοντας τις παλινδρομήσεις των δεδομένων

##### Επεξήγηση συμβολισμών στο EViews :

**r** = Αντιπροσωπεύει τις αποδόσεις των εναρμονισμένων, δεκαετών κρατικών ομολόγων για την κάθε χώρα

**dr** = Αντιπροσωπεύει τις μεταβολές στις αποδόσεις των εναρμονισμένων, δεκαετών κρατικών ομολόγων για την κάθε χώρα

**db** = Αντιπροσωπεύει τις διαφορές των αποδόσεων των εναρμονισμένων, δεκαετών, κρατικών ομολόγων της κάθε χώρας από τις αποδόσεις του κρατικού ομολόγου της Γερμανίας που χρησιμοποιείται ως δείκτης αναφοράς

**ddb** = Αντιπροσωπεύει τις μεταβολές στις διαφορές των αποδόσεων των εναρμονισμένων, δεκαετών, κρατικών ομολόγων της κάθε χώρας από τις αποδόσεις του κρατικού ομολόγου της Γερμανίας που χρησιμοποιείται ως δείκτης αναφοράς

#### 4.2.1 1<sup>η</sup> Εφαρμογή

Το μέτρο της σύγκλιση του **συντελεστή βήτα (beta-convergence measure)** το οποίο προέρχεται από τη μέτρηση της ανάπτυξης (growth literature) για να μετρήσουμε την ταχύτητα σύγκλισης, το οποίο περιλαμβάνει **την παλινδρόμηση**

$$\Delta R_{i,t} = a_i + bR_{i,t} + \sum_{l=1}^L g_l \Delta R_{i,t-l} + e_{i,t}$$

όπου  $\Delta R_{i,t}$  αντιπροσωπεύει το spread της απόδοσης ενός δεκαετούς κυβερνητικού ομολόγου σε μια χώρα  $i$  την χρονική στιγμή  $t$ , που σχετίζεται με το αντίστοιχο benchmark, το  $\Delta$  είναι η μεταβολή και το  $a_i$  αφορά ένα συντελεστή από το μοντέλο της χώρας  $i$  (country dummy).

**Όταν ο συντελεστής  $\beta$  είναι αρνητικός** (negative  $\beta$  coefficient), σημαίνει ότι οι αποδόσεις στις χώρες με σχετικά υψηλές αποδόσεις έχουν την τάση να μειώνονται πολύ γρηγορότερα συγκριτικά με τις χώρες που έχουν σχετικά χαμηλές αποδόσεις και οι τιμές να συγκλίνουν. Επιπλέον, **το μέγεθος του συντελεστή  $\beta$**  (size of  $\beta$ ), είναι ένα άμεσο μέτρο της ταχύτητας σύγκλισης ολόκληρης της αγοράς. Για να αναλύσουμε εάν ταχύτητα σύγκλισης είναι μεγαλύτερη σε μια περίοδο συγκριτικά με κάποια άλλη μπορούμε να επανασυνθέσουμε το  $\beta$  με την μορφή:  $\beta = \beta_1 I + (1-I)\beta_2$ , όπου  $I$  είναι ένας συντελεστής από ένα εγχώριο μοντέλο (dummy variable) και παίρνει την τιμή του σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

Ø Δείγμα 11 χωρών Ε.Ε.

Ø Πριν την Οικονομική Νομισματική Ένωση από 01/01/1996 έως 31/12/1999

Ø Μεταβλητή: Εναρμονισμένα 10ετή Κρατικά Ομόλογα

Ø Δείκτης Αναφοράς: Εναρμονισμένο 10ετές Γερμανικό Κρατικό Ομόλογο

Ø Μηνιαία στοιχεία από DataStream επεξεργασμένα στο EViews

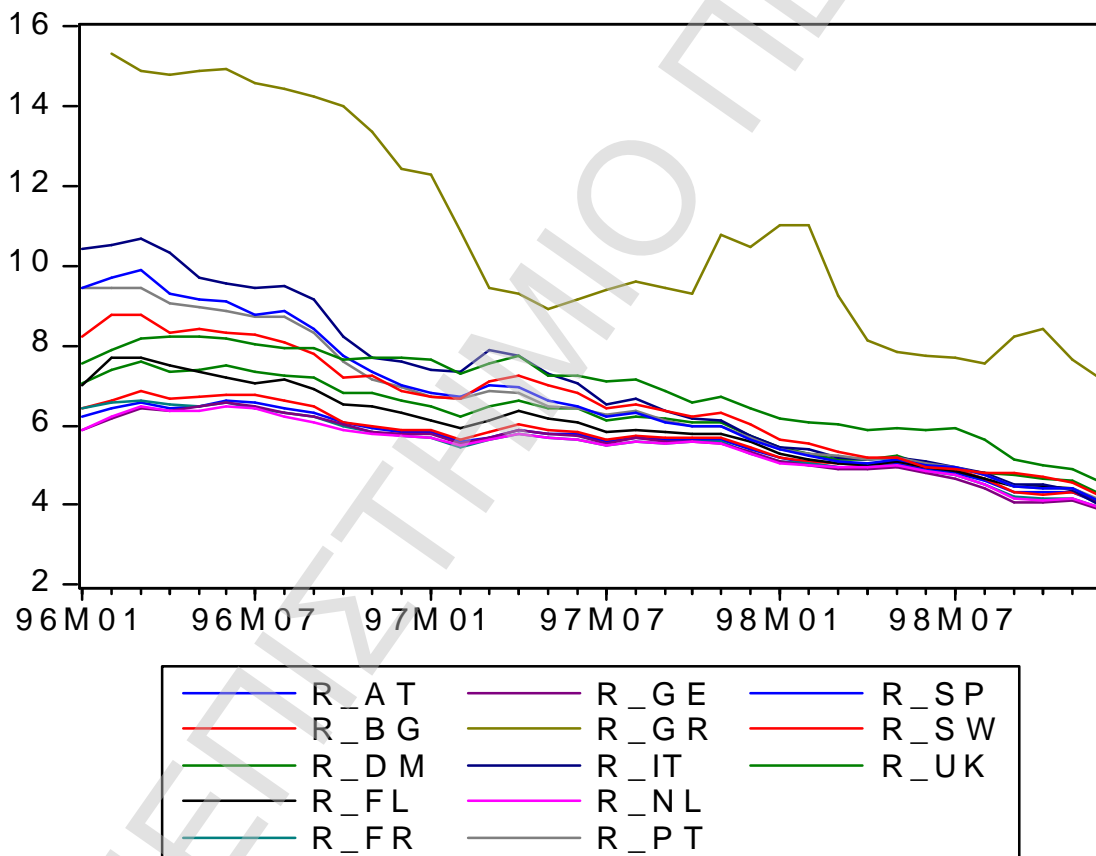
Χρησιμοποιώ panel Data analysis και παλινδρομώ τις μεταβολές στις διαφορές (spread) των αποδόσεων των εναρμονισμένων 10ετών κρατικών ομολόγων της κάθε χώρας  $i$  την χρονική περίοδο  $t$ , από αυτές του δείκτη αναφοράς (Γερμανία) με τις διαφορές (spread) των αποδόσεων των εναρμονισμένων 10ετών κρατικών ομολόγων της κάθε χώρας  $i$  την χρονική περίοδο  $t$ , από αυτές του δείκτη αναφοράς και τις μεταβολές στις διαφορές (spread) των αποδόσεων των εναρμονισμένων

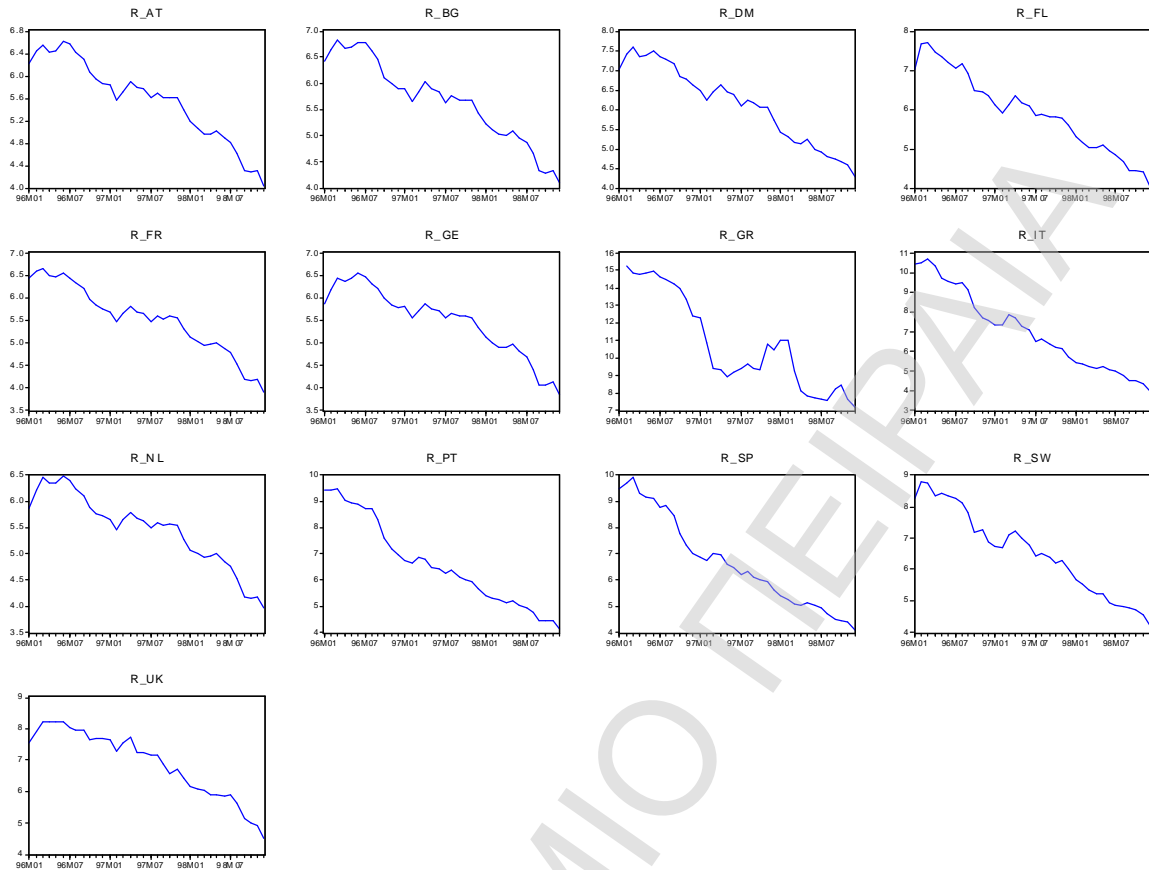


10ετών κρατικών ομολόγων της κάθε χώρας  $i$  την χρονική περίοδο  $t$ , από αυτές του δείκτη αναφοράς (Γερμανία) μια χρονική περίοδο πίσω ( $t-1$ ).

### Γραφήματα και έλεγχος κάθε μεταβλητής

Γραφήματα για  $r$ , τις αποδόσεις των εναρμονισμένων, δεκαετών κρατικών ομολόγων για την κάθε χώρα, συνολικό και για κάθε μια χωριστά :





Pool unit root test: Summary

Date: 07/07/08 Time: 18:13

Sample: 1996M01 1998M12

Series: R\_FR, R\_BG, R\_AT, R\_SW, R\_UK, R\_GR, R\_IT, R\_SP,  
R\_DM, R\_NL, R\_PT, R\_FL, R\_GE

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic selection of lags based on SIC: 0 to 3

Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-1.57502	0.0576	13	446
Breitung t-stat	-3.44578	0.0003	13	433

Null: Unit root (assumes individual unit root process)

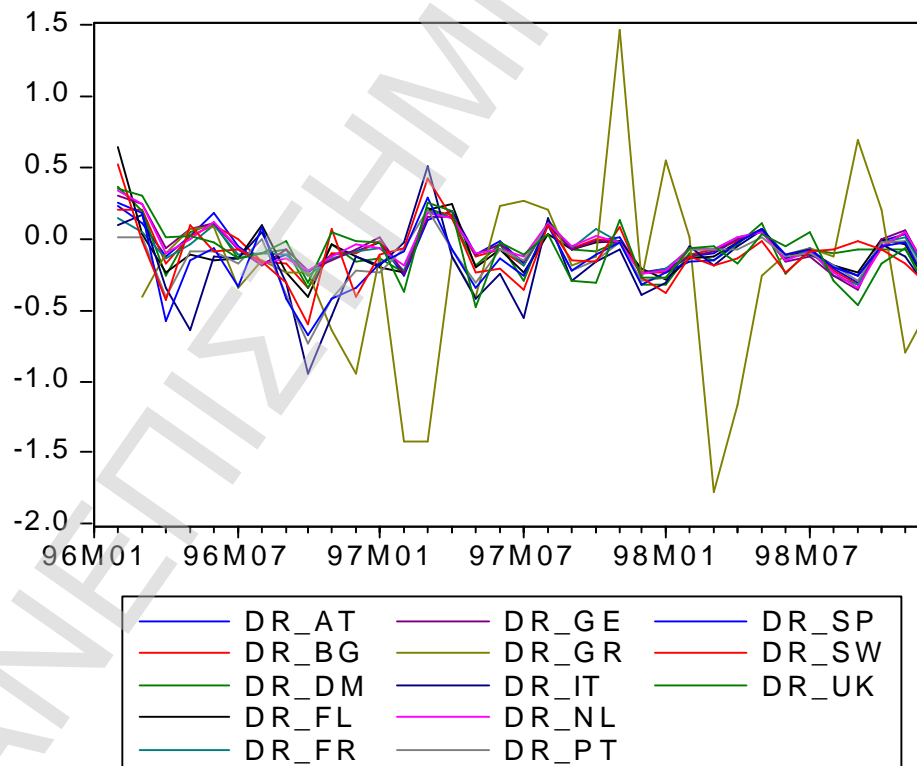
Im, Pesaran and Shin W-stat	-3.05631	0.0011	13	446
ADF - Fisher Chi-square	48.9426	0.0042	13	446
PP - Fisher Chi-square	48.9257	0.0042	13	454

Null: No unit root (assumes common unit root process)

Hadri Z-stat	5.10180	0.0000	13	467
--------------	---------	--------	----	-----

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Γραφήματα **dr**, τις μεταβολές στις αποδόσεις των εναρμονισμένων, δεκαετών κρατικών ομολόγων για την κάθε χώρα, συνολικό και για κάθε μια χωριστά :





Pool unit root test: Summary

Date: 07/07/08 Time: 18:15

Sample: 1996M01 1998M12

Series: DR\_FR, DR\_BG, DR\_AT, DR\_SW, DR\_UK, DR\_GR, DR\_IT,  
 DR\_SP, DR\_DM, DR\_NL, DR\_PT, DR\_FL, DR\_GE

Exogenous variables: None

Automatic selection of maximum lags

Automatic selection of lags based on SIC: 0 to 3

Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

---



---

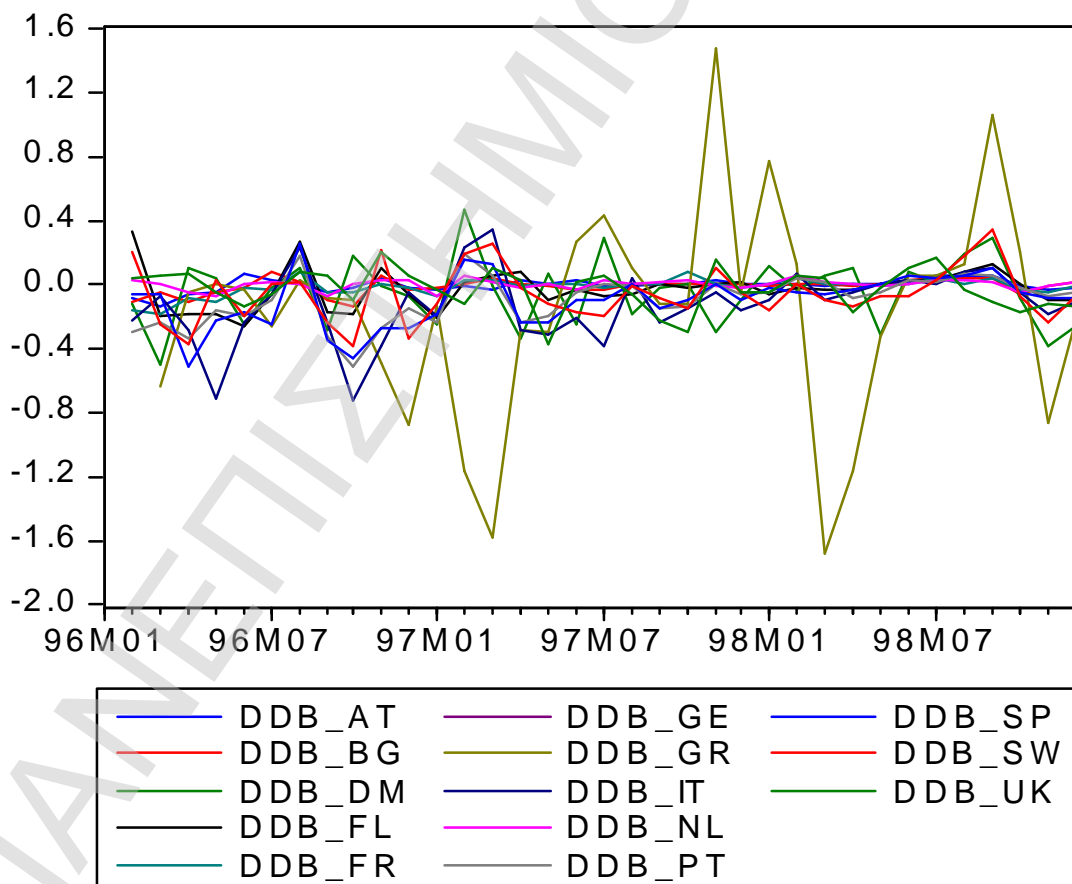
Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-13.2111	0.0000	13	438
Breitung t-stat	-13.9678	0.0000	13	425

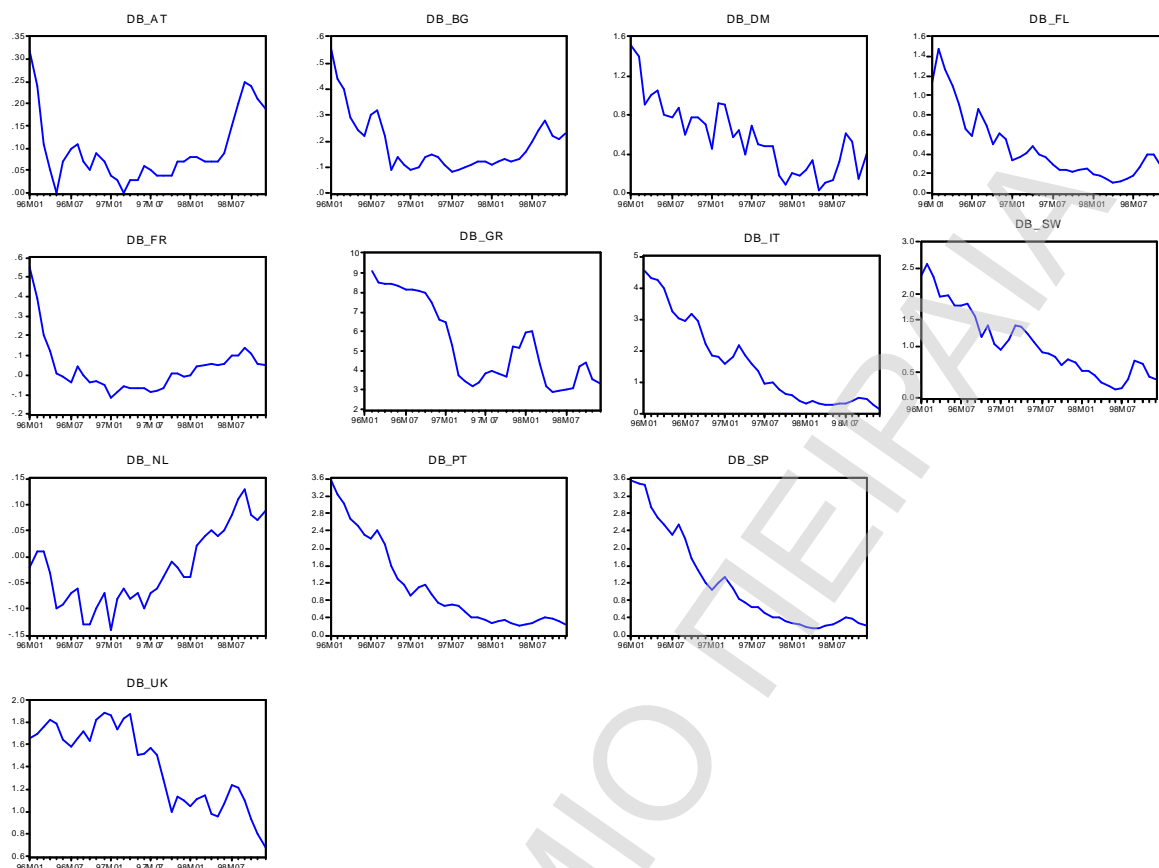
Null: Unit root (assumes individual unit root process)

ADF - Fisher Chi-square	199.251	0.0000	13	438
PP - Fisher Chi-square	221.604	0.0000	13	441

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Γραφήματα **db**, τις διαφορές των αποδόσεων των εναρμονισμένων, δεκαετών, κρατικών ομολόγων της κάθε χώρας από τις αποδόσεις του κρατικού ομολόγου της Γερμανίας που χρησιμοποιείται ως δείκτης αναφοράς συνολικό και για κάθε μια χωριστά :





Pool unit root test: Summary

Date: 07/07/08 Time: 19:58

Sample: 1996M01 1998M12

Series: DB\_FR, DB\_BG, DB\_AT, DB\_SW, DB\_IT, DB\_SP, DB\_DM,  
DB\_NL, DB\_PT, DB\_FL, DB\_UK, DB\_GR

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic selection of lags based on SIC: 0 to 5

Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-5.82746	0.0000	12	404
Breitung t-stat	3.73861	0.9999	12	392

Null: Unit root (assumes individual unit root process)

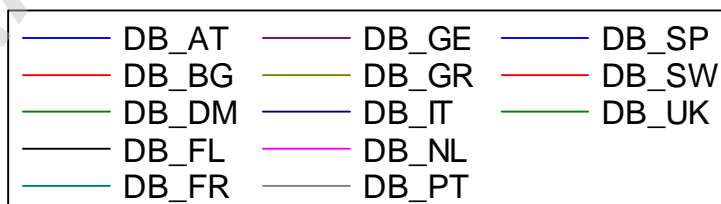
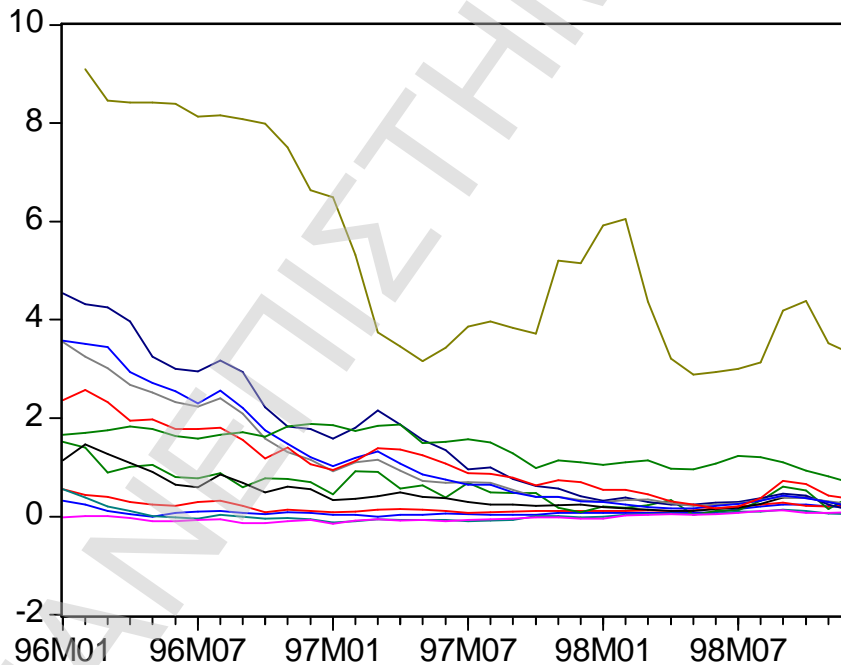
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.59773	0.0047	12	404
ADF - Fisher Chi-square	54.3227	0.0004	12	404
PP - Fisher Chi-square	72.6605	0.0000	12	419

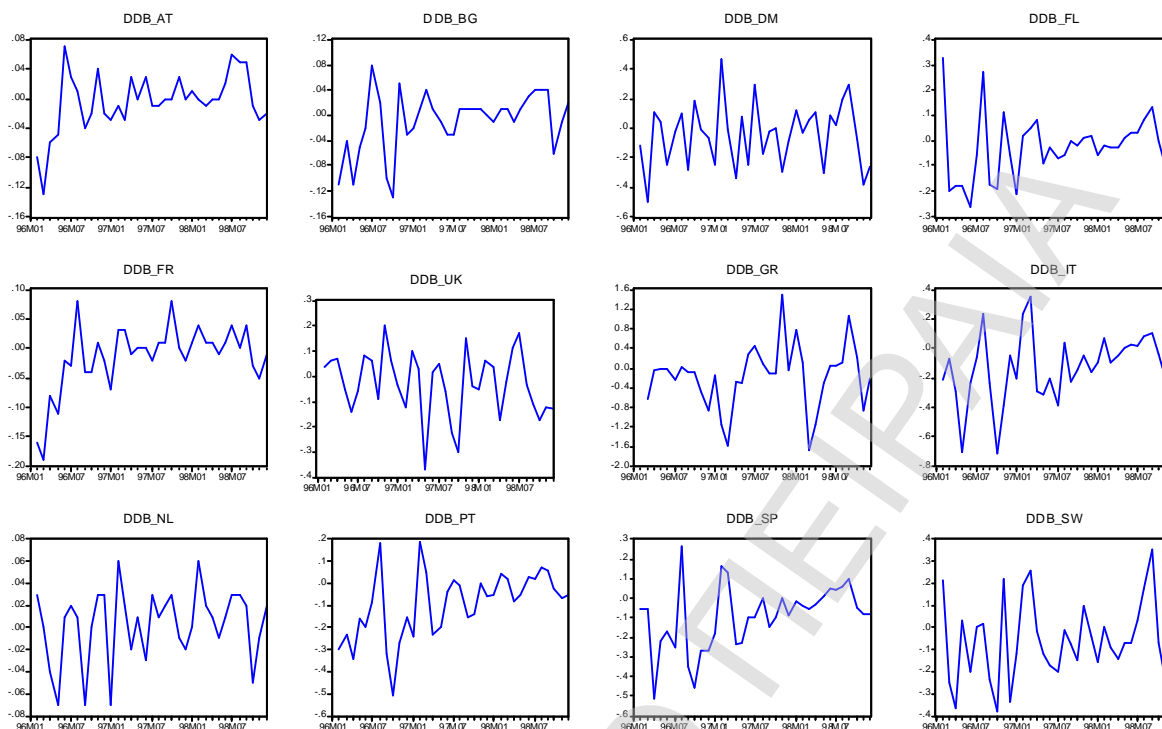
Null: No unit root (assumes common unit root process)

Hadri Z-stat	7.31171	0.0000	12	431
--------------	---------	--------	----	-----

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Γραφήματα **ddb**, τις μεταβολές στις διαφορές των αποδόσεων των εναρμονισμένων, δεκαετών, κρατικών ομολόγων της κάθε χώρας από τις αποδόσεις του κρατικού ομολόγου της Γερμανίας που χρησιμοποιείται ως δείκτης αναφοράς, συνολικό και για κάθε μια χωριστά :





Pool unit root test: Summary

Date: 07/07/08 Time: 19:52

Sample: 1996M01 1998M12

Series: DDB\_FR, DDB\_BG, DDB\_AT, DDB\_SW, DDB\_IT,  
DDB\_SP,

DDB\_DM, DDB\_NL, DDB\_PT, DDB\_FL, DDB\_UK, DDB\_GR

Exogenous variables: None

Automatic selection of maximum lags

Automatic selection of lags based on SIC: 0

Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-14.8778	0.0000	12	407
Breitung t-stat	-13.0575	0.0000	12	395

Null: Unit root (assumes individual unit root process)



ADF - Fisher Chi-square	251.535	0.0000	12	407
PP - Fisher Chi-square	257.225	0.0000	12	407

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

### Παλινδρομήσεις

Αφού έχουμε ολοκληρώσει τους ελέγχους που απαιτούνται για κάθε μια μεταβλητή ξεχωριστά, τρέχουμε τις παλινδρομήσεις αυτών :

Dependent Variable: DDB?

Method: Pooled Least Squares

Date: 07/07/08 Time: 18:26

Sample (adjusted): 1996M02 1998M12

Included observations: 35 after adjustments

Cross-sections included: 10

Total pool (balanced) observations: 350

Cross sections without valid observations dropped

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.032913	0.010186	-3.231289	0.0014
DB?	-0.023776	0.013544	-1.755500	0.0802
Fixed Effects (Cross)				
_FR--C	0.019103			
_BG--C	0.028030			
_AT--C	0.031345			
_SW--C	0.000341			
_IT--C	-0.057715			
_SP--C	-0.036621			
_DM--C	-0.000609			
_NL--C	0.035506			

_PT--C	-0.036054
_FL--C	0.016674
Fixed Effects (Period)	
1996M02--C	0.026759
1996M03--C	-0.096212
1996M04--C	-0.120658
1996M05--C	-0.085177
1996M06--C	-0.068220
1996M07--C	0.020877
1996M08--C	0.179682
1996M09--C	-0.127716
1996M10--C	-0.175114
1996M11--C	0.002745
1996M12--C	-0.049585
1997M01--C	-0.093890
1997M02--C	0.183320
1997M03--C	0.139436
1997M04--C	-0.055013
1997M05--C	-0.042105
1997M06--C	-0.039079
1997M07--C	-0.006244
1997M08--C	0.022281
1997M09--C	-0.018122
1997M10--C	-0.004168
1997M11--C	0.018333
1997M12--C	-0.007761
1998M01--C	0.012645
1998M02--C	0.050954
1998M03--C	0.020549
1998M04--C	0.016050
1998M05--C	-0.005948
1998M06--C	0.058575
1998M07--C	0.069335
1998M08--C	0.117190

1998M09--C	0.159996
1998M10--C	2.08E-05
1998M11--C	-0.076713
1998M12--C	-0.027023

---



---

Effects Specification

---



---

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

---



---

R-squared	0.445049	Mean dependent var	-0.047057
Adjusted R-squared	0.364991	S.D. dependent var	0.146304
S.E. of regression	0.116586	Akaike info criterion	-1.340858
Sum squared resid	4.145633	Schwarz criterion	-0.844838
Log likelihood	279.6501	F-statistic	5.559048
Durbin-Watson stat	2.008283	Prob(F-statistic)	0.000000

---



---

Dependent Variable: DR?

Method: Pooled Least Squares

Date: 07/10/08 Time: 11:04

Sample (adjusted): 1996M02 1998M12

Included observations: 35 after adjustments

Cross-sections included: 10

Total pool (balanced) observations: 350

---



---

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.052079	0.007279	-7.154678	0.0000
DR_GE	0.869581	0.045440	19.13678	0.0000
Fixed Effects (Cross)				
_FR--C	0.030229			
_BG--C	0.035371			
_AT--C	0.040800			
_SW--C	-0.012629			

---



---

_IT--C	-0.081486
_SP--C	-0.051486
_DM--C	0.023371
_NL--C	0.047657
_PT--C	-0.049486
_FL--C	0.017657

---



---

Effects Specification

---



---

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.545685	Mean dependent var	-0.102514
Adjusted R-squared	0.532284	S.D. dependent var	0.185608
S.E. of regression	0.126937	Akaike info criterion	-1.259327
Sum squared resid	5.462313	Schwarz criterion	-1.138077
Log likelihood	231.3822	F-statistic	40.71785
Durbin-Watson stat	1.565784	Prob(F-statistic)	0.000000

Dependent Variable: DR?  
Method: Pooled Least Squares  
Date: 07/10/08 Time: 11:04  
Sample (adjusted): 1996M02 1998M12  
Included observations: 35 after adjustments  
Cross-sections included: 10  
Total pool (balanced) observations: 350

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.052079	0.007279	-7.154678	0.0000
DR_GE	0.869581	0.045440	19.13678	0.0000
Fixed Effects (Cross)				
_FR--C	0.030229			
_BG--C	0.035371			
_AT--C	0.040800			
_SW--C	-0.012629			
_IT--C	-0.081486			
_SP--C	-0.051486			
_DM--C	0.023371			
_NL--C	0.047657			
_PT--C	-0.049486			
_FL--C	0.017657			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.545685	Mean dependent var	-0.102514
Adjusted R-squared	0.532284	S.D. dependent var	0.185608
S.E. of regression	0.126937	Akaike info criterion	-1.259327
Sum squared resid	5.462313	Schwarz criterion	-1.138077
Log likelihood	231.3822	F-statistic	40.71785
Durbin-Watson stat	1.565784	Prob(F-statistic)	0.000000

Dependent Variable: DR?

Method: Pooled Least Squares

Date: 07/10/08 Time: 11:04

Sample (adjusted): 1996M02 1998M12

Included observations: 35 after adjustments

Cross-sections included: 10

Total pool (balanced) observations: 350

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.052079	0.007279	-7.154678	0.0000
DR_GE	0.869581	0.045440	19.13678	0.0000
Fixed Effects (Cross)				
_FR--C	0.030229			
_BG--C	0.035371			
_AT--C	0.040800			
_SW--C	-0.012629			
_IT--C	-0.081486			
_SP--C	-0.051486			
_DM--C	0.023371			
_NL--C	0.047657			
_PT--C	-0.049486			
_FL--C	0.017657			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.545685	Mean dependent var	-0.102514
Adjusted R-squared	0.532284	S.D. dependent var	0.185608
S.E. of regression	0.126937	Akaike info criterion	-1.259327
Sum squared resid	5.462313	Schwarz criterion	-1.138077
Log likelihood	231.3822	F-statistic	40.71785
Durbin-Watson stat	1.565784	Prob(F-statistic)	0.000000

**Συμπέρασμα :**

*Από τις παλινδρομήσεις μεταξύ των χωρών θα πρέπει να αφαιρέσουμε δύο χώρες. Την Ελλάδα, λόγω των χαμηλών αποδόσεων και το Ηνωμένο Βασίλειο, λόγω των υψηλών αποδόσεων. Οι δύο αυτές χώρες που έχουν ακραίες τιμές, δεν επιτρέπουν να πραγματοποιηθεί σωστά η παλινδρόμηση.*

*Διαπιστώνουμε, λοιπόν, ότι πριν την εισαγωγή του ευρώ ως κοινού νομίσματος στις συναλλαγές των χωρών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης υπάρχει μεγάλη σύγκλιση στις αποδόσεις των εναρμονισμένων δεκαετών κρατικών ομολόγων και η συγκεκριμένη αγορά δείχνει έντονη τάση προς ενοποίηση.*

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

#### 4.2.2 2<sup>η</sup> Εφαρμογή

Για την αγορά των κρατικών ομολόγων και την πιστωτική αγορά, ορίζουμε  $\Delta R_{i,t}$  την αλλαγή στις αποδόσεις ενός ομολόγου  $i$  την χρονική στιγμή  $t$  και  $\Delta R_{b,t}$  ως τη διαφορά στις αποδόσεις ενός συγκρίσιμου, αντίστοιχου ομολόγου στην αγορά που έχουμε επιλέξει ως δείκτη αναφοράς (benchmark), στην περίπτωση μας την Γερμανία. Σε αγορές που είναι ενοποιημένες, οι αλλαγές στις αποδόσεις ενός κρατικού ομολόγου στην χώρα που επιλέξαμε ως δείκτη αναφοράς, την Γερμανία, θα πρέπει να είναι μια καλή εκτίμηση για το πώς θα κινηθούν οι αποδόσεις των ομολόγων και στις άλλες χώρες-μέλη της ενοποιημένης αγοράς, στην περίπτωση μας της Ε.Ε., αφού εξετάζουμε την ευρωπαϊκή αγορά, υποθέτοντας πάντα ότι ο συστηματικός κίνδυνος είναι πανομοιότυπος για τα κρατικά ομόλογα όλων των χωρών της Ε.Ε.. Για να μπορέσουμε να ξεχωρίσουμε τις κοινές από τις τοπικές επιρροές, τρέχουμε την παλινδρόμηση:

$$\Delta R_{i,t} = a_i + b \Delta R_{b,t} + e_{i,t}$$

όπου  $a_i$  είναι μια μεταβλητή που αλλάζει για κάθε χώρα, το  $b$  που εξαρτάται από τη χρονική περίοδο (time-dependent beta) σε σχέση με το κρατικό ομόλογο του δείκτη αναφοράς, δηλαδή κρατικό ομόλογο της Γερμανίας και  $e_{i,t}$  είναι ένα συγκεκριμένο οικονομικό σοκ σε μια χώρα-μέλος (country specific shock).

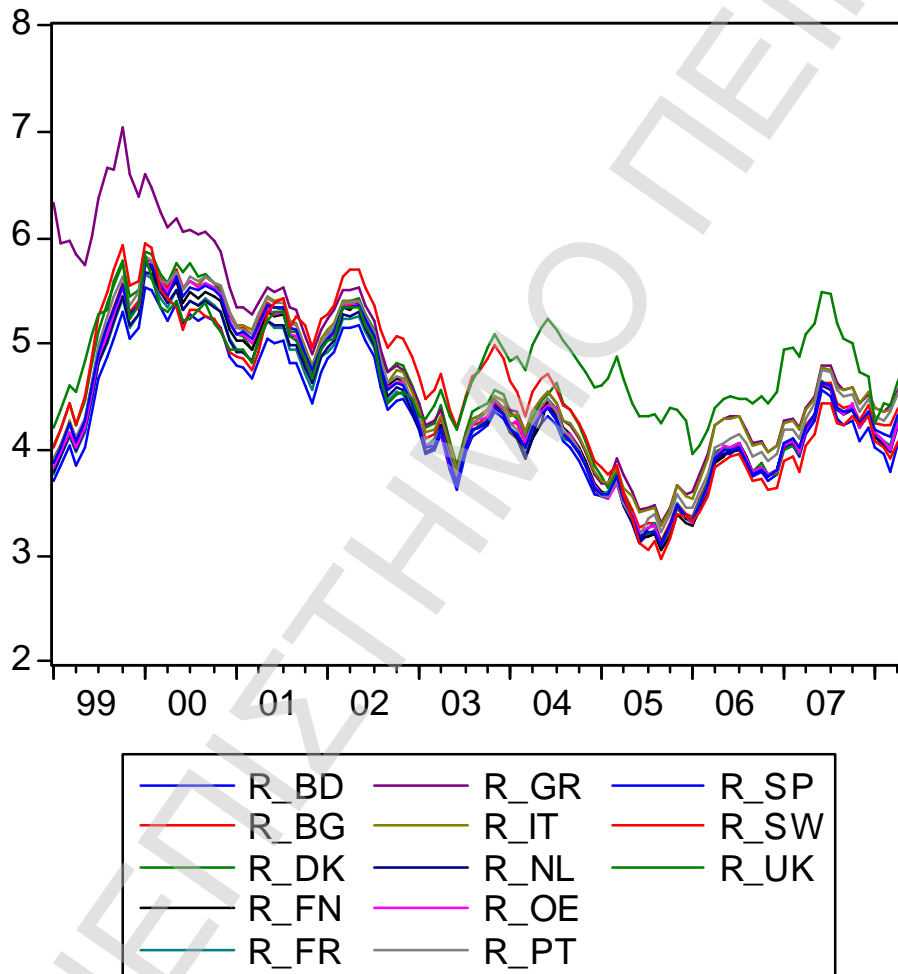
Όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω όσο αυξάνεται η ενοποίηση απαιτείται: i) το  $a_i$  να συγκλίνει στο μηδέν, ii) το  $b$  να συγκλίνει στη μονάδα 1 και iii) το ποσοστό της μεταβλητής (variance)  $\Delta R_{i,t}$  που εξηγείται από κοινούς παράγοντες,  $\Delta R_{b,t}$ , να είναι μεγαλύτερο της μονάδας.

- Ø Δείγμα 13 χωρών Ε.Ε.
- Ø Μετά την Οικονομική Νομισματική Ένωση από 01/01/1999 έως 31/05/2008
- Ø Μεταβλητή: Εναρμονισμένα 10ετή Κρατικά Ομόλογα
- Ø Δείκτης Αναφοράς: Εναρμονισμένο 10ετές Γερμανικό Κρατικό Ομόλογο
- Ø Μηνιαία στοιχεία από DataStream επεξεργασμένα στο EViews

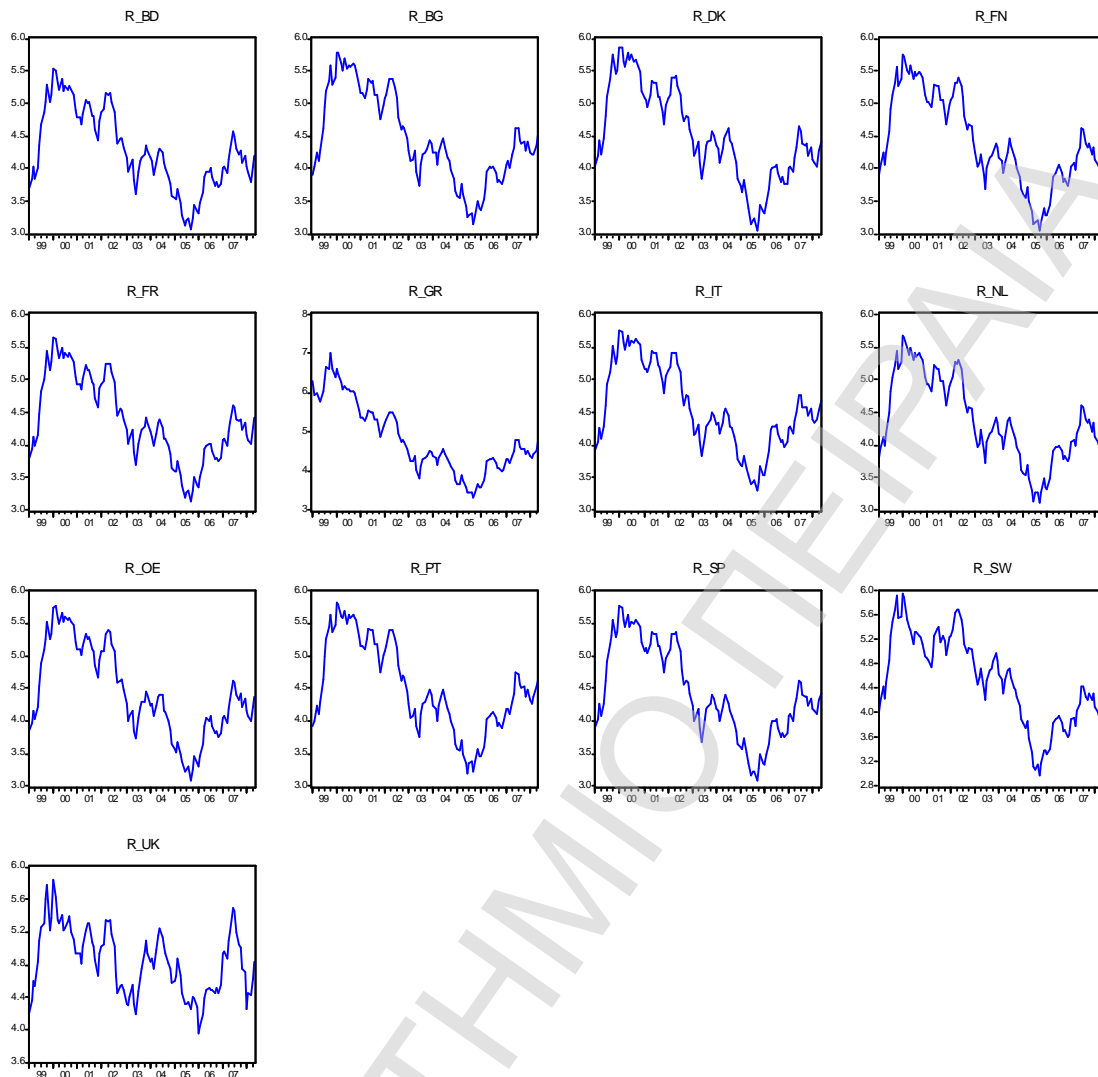
Χρησιμοποιώ panel Data analysis και παλινδρομώ τη μεταβολή στις αποδόσεις ενός εναρμονισμένου 10ετούς κρατικού ομολόγου της χώρας  $i$  την χρονική περίοδο  $t$  από το δείκτη αναφοράς της χώρας  $b$  (Γερμανία) με τη μεταβολή στις αποδόσεις του εναρμονισμένου 10ετούς κρατικού ομολόγου της Γερμανίας  $b$  την χρονική περίοδο  $t$ . Σε αγορές που είναι ενοποιημένες οι αποδόσεις του δείκτη αναφοράς θα πρέπει να είναι μια καλή εκτίμηση για το πώς θα κινηθούν οι αποδόσεις και στις άλλες χώρες μέλη, αφού επηρεάζονται από κοινούς παράγοντες.

### Γραφήματα και έλεγχος κάθε μεταβλητής

Γραφήματα για  $r$ , τις αποδόσεις των εναρμονισμένων, δεκαετών κρατικών ομολόγων για την κάθε χώρα, συνολικό και για κάθε μια χωριστά :







Pool unit root test: Summary

Date: 07/07/08 Time: 17:43

Sample: 1999M01 2008M05

Series: R\_FR, R\_BG, R\_FN, R\_PT, R\_NL, R\_DK, R\_SP, R\_IT, R\_UK,  
R\_OE, R\_SW, R\_GR, R\_BD

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Automatic selection of maximum lags

Automatic selection of lags based on SIC: 0 to 1

Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

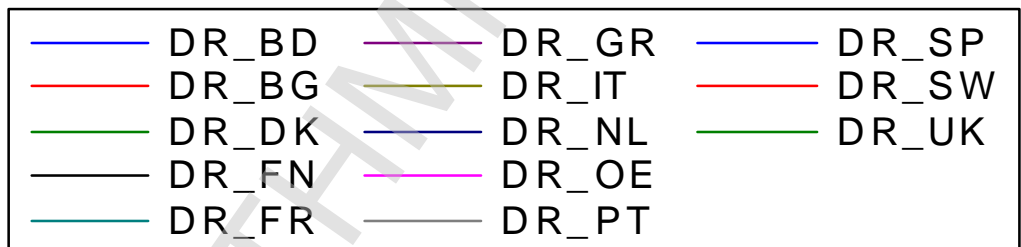
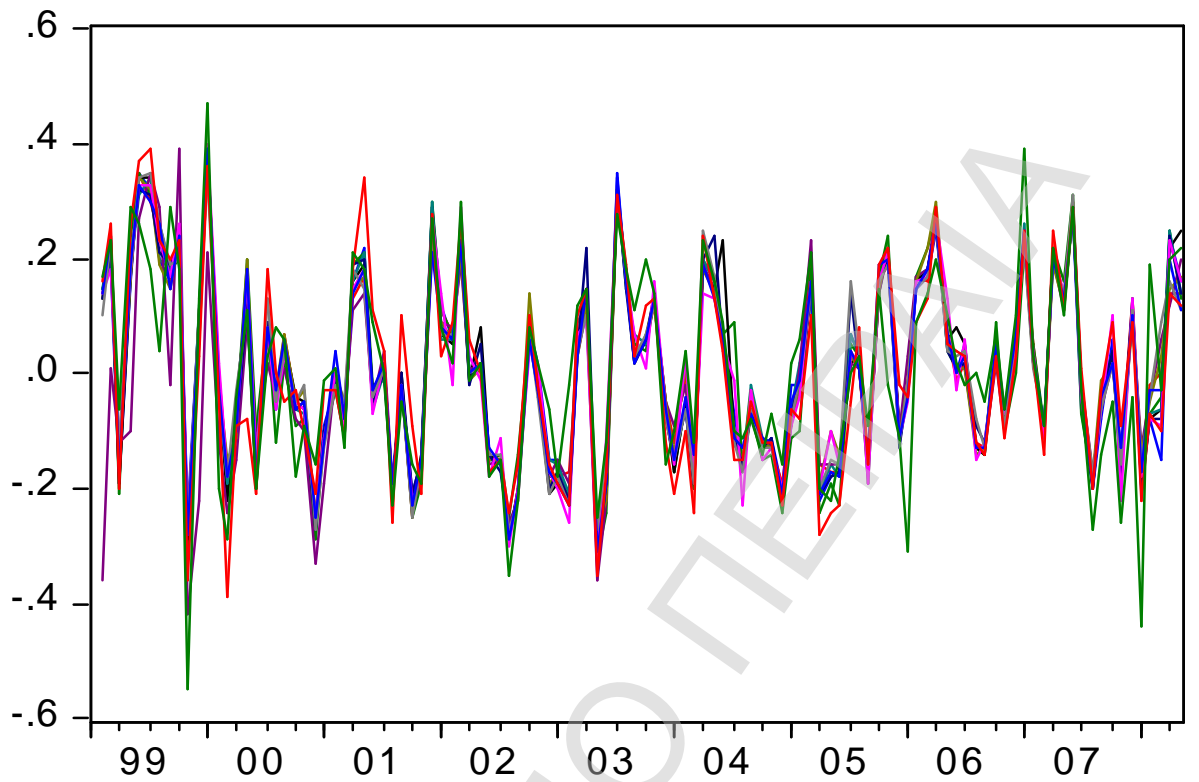
---

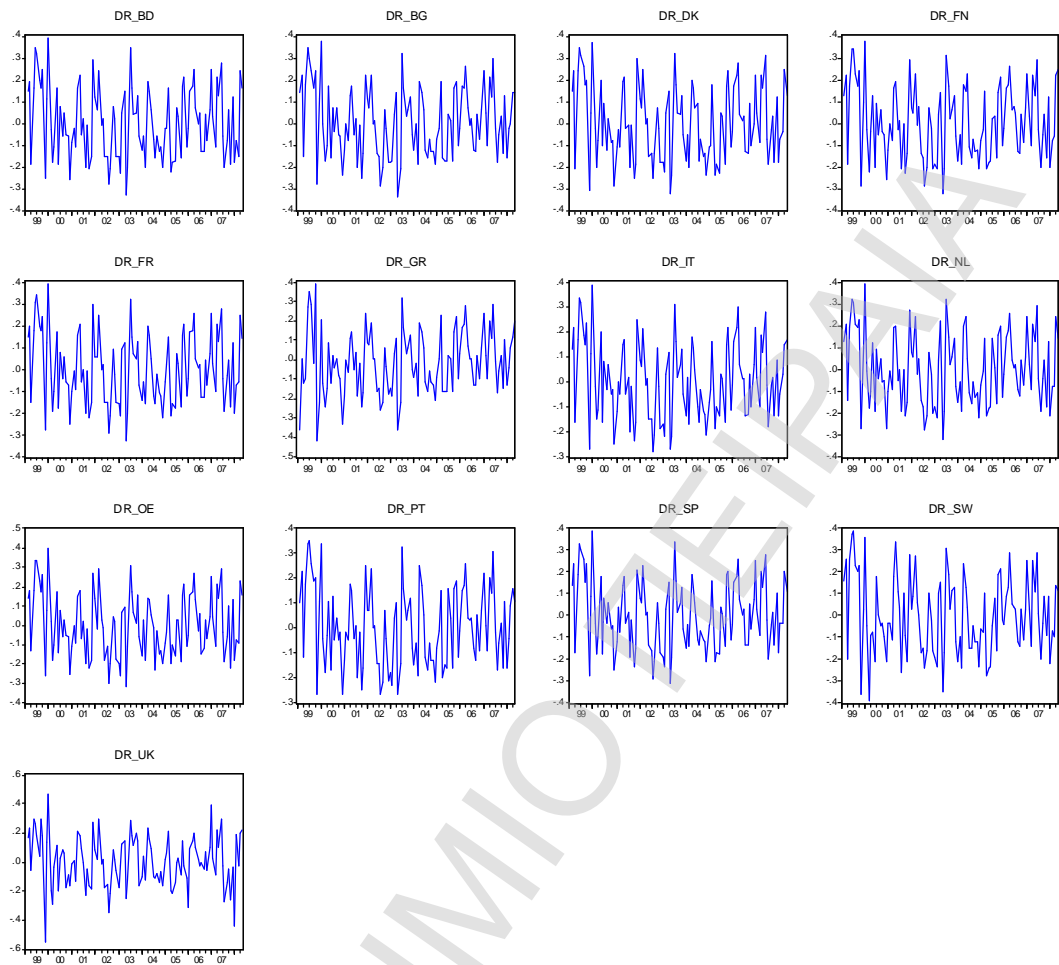
Cross-

Method	Statistic	Prob.**	sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-1.26136	0.1036	13	1445
Breitung t-stat	2.85993	0.9979	13	1432
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-1.97556	0.0241	13	1445
ADF - Fisher Chi-square	36.4299	0.0840	13	1445
PP - Fisher Chi-square	38.4220	0.0553	13	1456
Null: No unit root (assumes common unit root process)				
Hadri Z-stat	7.79788	0.0000	13	1469

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Γραφήματα **dr**, τις μεταβολές στις αποδόσεις των εναρμονισμένων, δεκαετών κρατικών ομολόγων για την κάθε χώρα, συνολικό και για κάθε μια χωριστά :





Pool unit root test: Summary

Date: 07/07/08 Time: 17:44

Sample: 1999M01 2008M05

Series: DR\_FR, DR\_BG, DR\_FN, DR\_PT, DR\_NL, DR\_DK, DR\_SP,  
DR\_IT, DR\_UK, DR\_OE, DR\_SW, DR\_GR, DR\_BD

Exogenous variables: None

Automatic selection of maximum lags

Automatic selection of lags based on SIC: 0

Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

Balanced observations for each test

---

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-29.6972	0.0000	13	1443

---

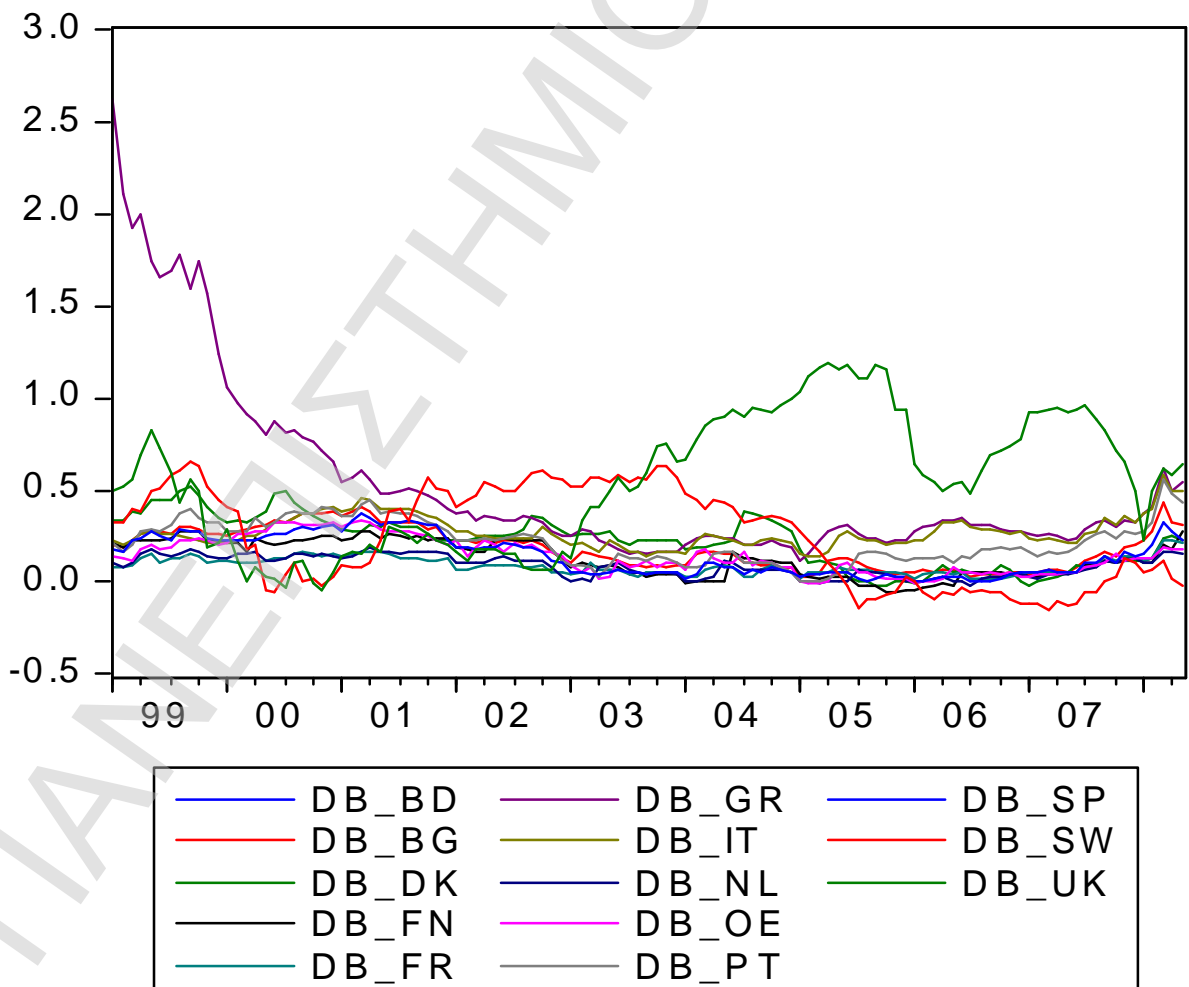
Breitung t-stat	-28.5672	0.0000	13	1430
-----------------	----------	--------	----	------

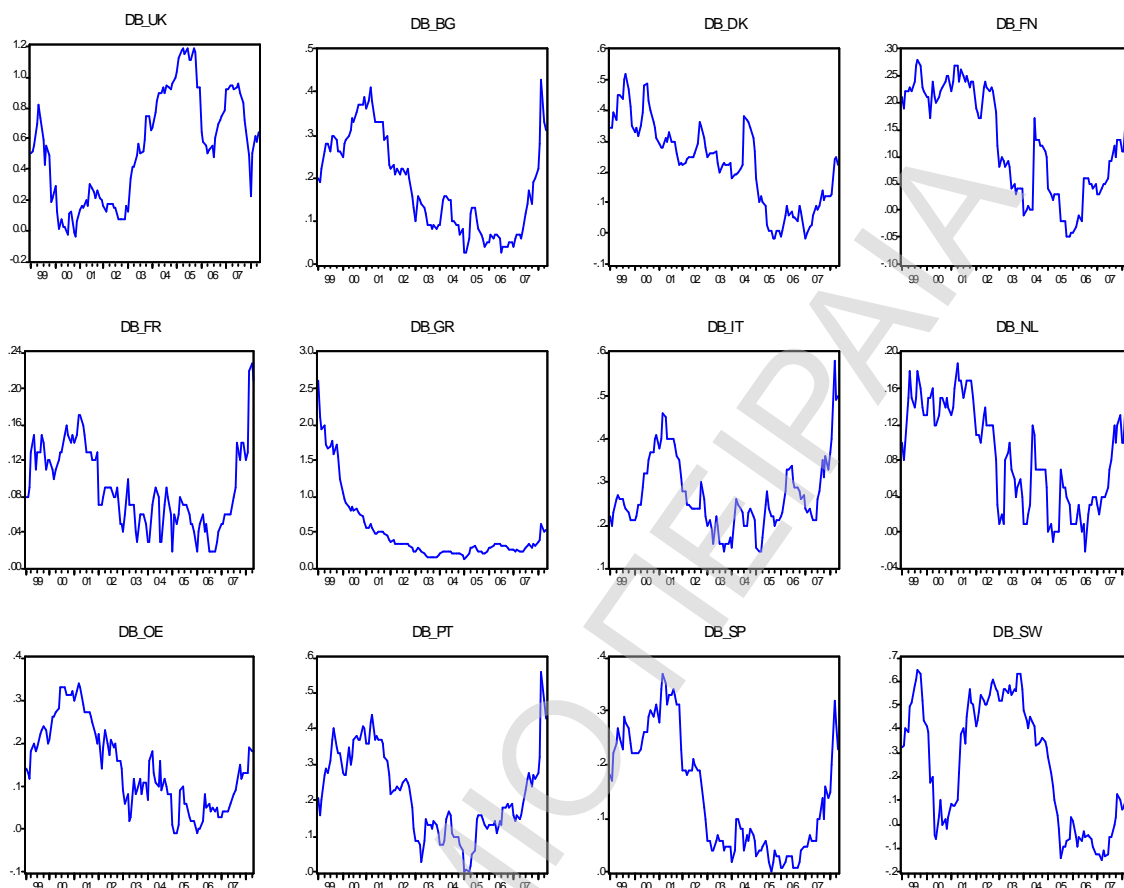
Null: Unit root (assumes individual unit root process)

ADF - Fisher Chi-square	1307.65	0.0000	13	1443
PP - Fisher Chi-square	1289.83	0.0000	13	1443

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Γραφήματα **db**, τις διαφορές των αποδόσεων των εναρμονισμένων, δεκαετών, κρατικών ομολόγων της κάθε χώρας από τις αποδόσεις του κρατικού ομολόγου της Γερμανίας που χρησιμοποιείται ως δείκτης αναφοράς συνολικό και για κάθε μια χωριστά :





Pool unit root test: Summary

Date: 07/07/08 Time: 19:47

Sample: 1999M01 2008M05

Series: DDB\_FR, DDB\_BG, DDB\_FN, DDB\_PT, DDB\_NL, DDB\_DK,  
DDB\_SP, DDB\_IT, DDB\_UK, DDB\_OE, DDB\_SW, DDB\_GR

Exogenous variables: None

Automatic selection of maximum lags

Automatic selection of lags based on SIC: 0 to 1

Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

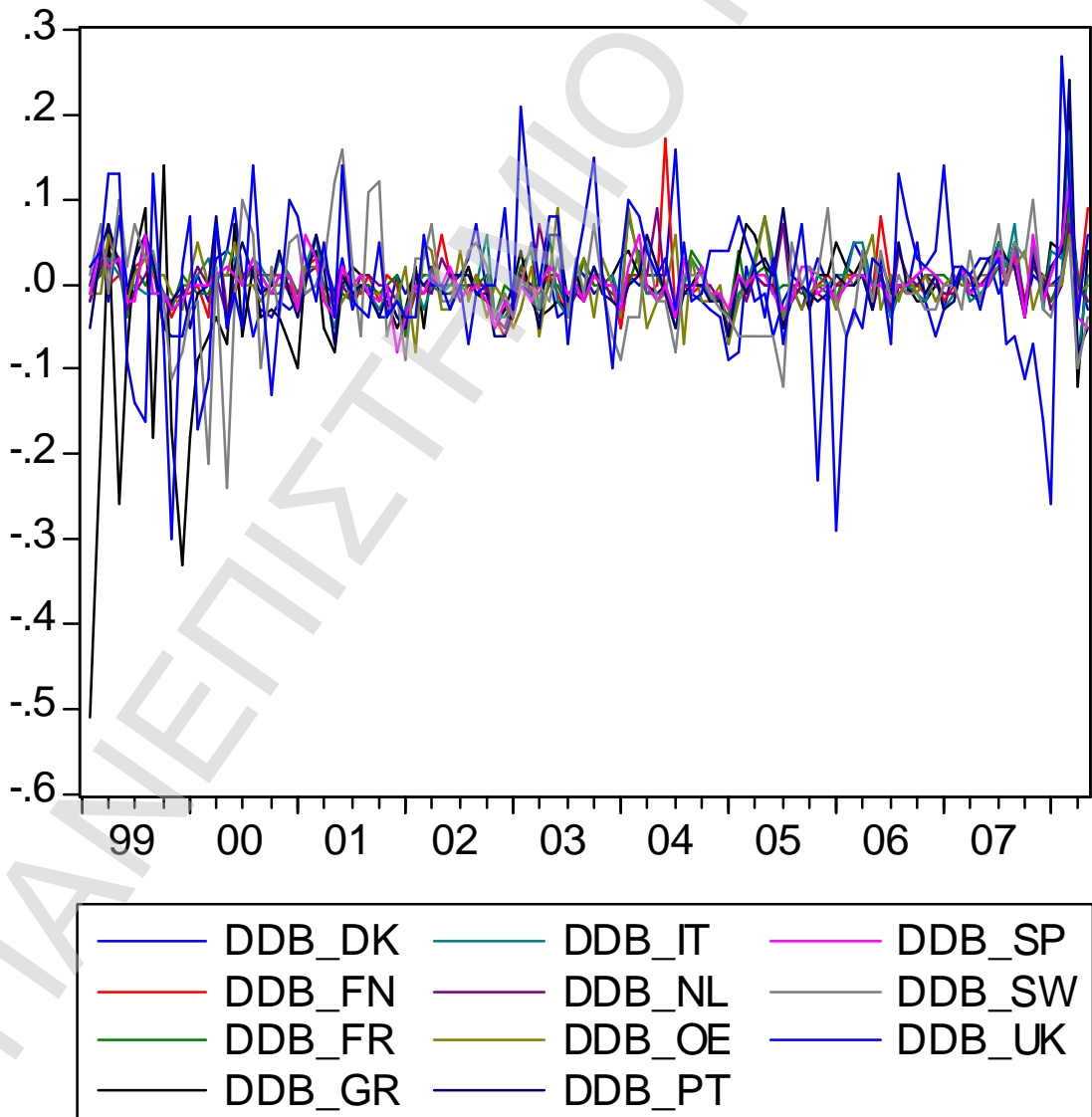
Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-34.2102	0.0000	12	1331
Breitung t-stat	-29.7057	0.0000	12	1319

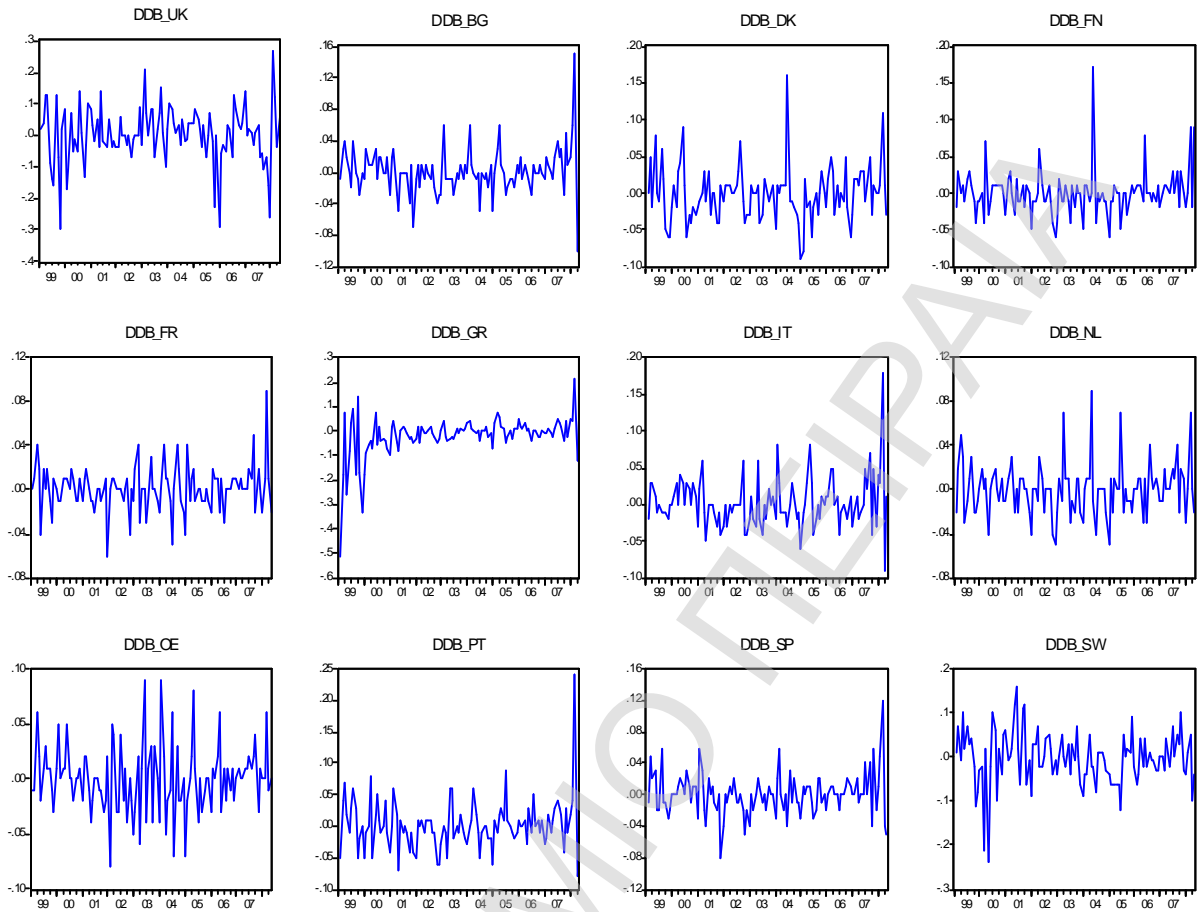
Null: Unit root (assumes individual unit root process)

ADF - Fisher Chi-square	2441.34	0.0000	12	1331
PP - Fisher Chi-square	2675.43	0.0000	12	1332

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Γραφήματα **ddb**, τις μεταβολές στις διαφορές των αποδόσεων των εναρμονισμένων, δεκαετών, κρατικών ομολόγων της κάθε χώρας από τις αποδόσεις του κρατικού ομολόγου της Γερμανίας που χρησιμοποιείται ως δείκτης αναφοράς, συνολικό και για κάθε μια χωριστά :





Pool unit root test: Summary

Date: 07/07/08 Time: 19:47

Sample: 1999M01 2008M05

Series: DDB\_FR, DDB\_BG, DDB\_FN, DDB\_PT, DDB\_NL, DDB\_DK,  
DDB\_SP, DDB\_IT, DDB\_UK, DDB\_OE, DDB\_SW, DDB\_GR

Exogenous variables: None

Automatic selection of maximum lags

Automatic selection of lags based on SIC: 0 to 1

Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-34.2102	0.0000	12	1331



Breitung t-stat                      -29.7057    0.0000    12                      1319

Null: Unit root (assumes individual unit root process)

ADF - Fisher Chi-square            2441.34    0.0000    12                      1331

PP - Fisher Chi-square            2675.43    0.0000    12                      1332

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi  
-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

### Παλινδρομήσεις

Αφού έχουμε ολοκληρώσει τους ελέγχους που απαιτούνται για κάθε μια μεταβλητή ξεχωριστά, τρέχουμε τις παλινδρομήσεις αυτών :

Dependent Variable: DDB?

Method: Pooled Least Squares

Date: 07/07/08 Time: 17:57

Sample (adjusted): 1999M03 2008M05

Included observations: 111 after adjustments

Cross-sections included: 12

Total pool (balanced) observations: 1332

Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f.  
corrected)

Cross sections without valid observations dropped

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000492	4.98E-05	-9.888425	0.0000
DDB?(-1)	0.128718	0.046387	2.774858	0.0056
Fixed Effects (Cross)				
_FR--C	0.001490			
_BG--C	0.001423			
_FN--C	0.001248			

_PT--C	0.002612
_NL--C	0.001042
_DK--C	-0.000484
_SP--C	0.000917
_IT--C	0.002882
_UK--C	0.001481
_OE--C	0.000897
_SW--C	-0.002313
_GR--C	-0.011193

Fixed Effects (Period)

1999M03--C	0.022143
1999M04--C	0.038562
1999M05--C	0.012844
1999M06--C	-0.025927
1999M07--C	0.001936
1999M08--C	0.020707
1999M09--C	0.005418
1999M10--C	-0.009640
1999M11--C	-0.068328
1999M12--C	-0.032997
2000M01--C	-0.011537
2000M02--C	-0.012255
2000M03--C	-0.031743
2000M04--C	0.028224
2000M05--C	-0.031678
2000M06--C	0.026747
2000M07--C	0.002596
2000M08--C	0.024849
2000M09--C	-0.012725
2000M10--C	-0.014887
2000M11--C	-0.000696
2000M12--C	0.008422
2001M01--C	-0.015473
2001M02--C	0.018257

2001M03--C	0.022621
2001M04--C	-0.000118
2001M05--C	-0.026496
2001M06--C	0.033092
2001M07--C	-0.009095
2001M08--C	-0.004590
2001M09--C	0.004577
2001M10--C	-0.005770
2001M11--C	-0.014590
2001M12--C	-0.024970
2002M01--C	-0.031801
2002M02--C	0.000938
2002M03--C	0.004362
2002M04--C	0.014230
2002M05--C	-0.001331
2002M06--C	-0.002008
2002M07--C	0.002481
2002M08--C	-0.002222
2002M09--C	0.010814
2002M10--C	-0.004128
2002M11--C	-0.035745
2002M12--C	-0.016455
2003M01--C	-0.025052
2003M02--C	0.033306
2003M03--C	0.003405
2003M04--C	-0.013699
2003M05--C	0.018875
2003M06--C	0.013347
2003M07--C	-0.035605
2003M08--C	0.011557
2003M09--C	0.001301
2003M10--C	0.021945
2003M11--C	0.000204
2003M12--C	-0.013996

2004M01--C	-0.023517
2004M02--C	0.034651
2004M03--C	0.016524
2004M04--C	0.007085
2004M05--C	0.003479
2004M06--C	0.011623
2004M07--C	-0.020176
2004M08--C	0.002960
2004M09--C	0.004659
2004M10--C	0.002456
2004M11--C	-0.010663
2004M12--C	-0.008113
2005M01--C	-0.046554
2005M02--C	0.006714
2005M03--C	0.005492
2005M04--C	0.014016
2005M05--C	0.010336
2005M06--C	-0.005176
2005M07--C	-0.023138
2005M08--C	0.000270
2005M09--C	0.001755
2005M10--C	-0.008781
2005M11--C	-0.017494
2005M12--C	0.009626
2006M01--C	-0.027866
2006M02--C	0.003199
2006M03--C	0.006433
2006M04--C	0.014742
2006M05--C	-0.005605
2006M06--C	0.016029
2006M07--C	-0.026438
2006M08--C	0.021210
2006M09--C	0.004073
2006M10--C	0.003908

2006M11--C	-0.002544
2006M12--C	-0.000852
2007M01--C	0.001540
2007M02--C	0.000385
2007M03--C	0.010492
2007M04--C	0.000872
2007M05--C	-0.003055
2007M06--C	0.012588
2007M07--C	0.032324
2007M08--C	0.002035
2007M09--C	0.029742
2007M10--C	-0.030036
2007M11--C	0.029758
2007M12--C	-0.022833
2008M01--C	-0.016100
2008M02--C	0.046293
2008M03--C	0.119081
2008M04--C	-0.063823
2008M05--C	0.004214

---



---

Effects Specification

---



---

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

---



---

R-squared	0.275965	Mean dependent var	-0.000631
Adjusted R-squared	0.202903	S.D. dependent var	0.045826
S.E. of regression	0.040913	Akaike info criterion	-3.466933
Sum squared resid	2.023729	Schwarz criterion	-2.987267
Log likelihood	2431.978	F-statistic	3.777122
Durbin-Watson stat	2.056841	Prob(F-statistic)	0.000000

---



---

Dependent Variable: DR?

Method: Pooled Least Squares

Date: 07/10/08 Time: 15:20

Sample (adjusted): 1999M02 2008M05

Included observations: 112 after adjustments

Cross-sections included: 10

Total pool (balanced) observations: 1120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000528	0.001035	0.509600	0.6104
DR_BD	0.977830	0.006343	154.1523	0.0000
Fixed Effects (Cross)				
_FR--C	0.000732			
_BG--C	0.000554			
_FN--C	0.000107			
_PT--C	0.001536			
_NL--C	1.79E-05			
_DK--C	-0.001500			
_SP--C	1.79E-05			
_IT--C	0.002071			
_OE--C	-7.14E-05			
_SW--C	-0.003464			

#### Effects Specification

#### Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.955415	Mean dependent var	0.004893
Adjusted R-squared	0.955013	S.D. dependent var	0.163281
S.E. of regression	0.034632	Akaike info criterion	-3.878305
Sum squared resid	1.330106	Schwarz criterion	-3.828991
Log likelihood	2182.851	F-statistic	2376.496
Durbin-Watson stat	1.839901	Prob(F-statistic)	0.000000

**Συμπέρασμα :**

*Διαπιστώνουμε ότι με την εισαγωγή του ευρώ ως κοινού νομίσματος στις συναλλαγές των χωρών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης υπάρχει μια στασιμότητα όσον αφορά τη διαδικασία σύγκλισης στις αποδόσεις των εναρμονισμένων δεκαετών κρατικών ομολόγων*

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

## Κεφάλαιο 5<sup>ο</sup>

### Επίλογος

Η οικονομική ενοποίηση των αγορών της Ευρωπαϊκής Ένωσης αποτελεί μια δυναμική διαδικασία, η οποία βρίσκεται σε εξέλιξη από τη σύσταση της μέχρι σήμερα. Καθώς η Ε.Ε. διευρύνεται και νέα κράτη μέλη προστίθενται σε αυτή, προκύπτει η ανάγκη εναρμόνισης τόσο μεταξύ των κρατών μελών, όσο και της Ε.Ε. με το παγκόσμιο περιβάλλον, που και αυτό αλλάζει συνεχώς. Για να μπορέσει το ευρωπαϊκό κεφάλαιο να ανταγωνιστεί με επιτυχία το αμερικανικό και το ιαπωνικό, τα ευρωπαϊκά κεφάλαια θα προσπαθήσουν να συγκροτήσουν έναν εμπορικό και οικονομικό συνασπισμό εξίσου αποτελεσματικό σε σχέση με τους άλλους δύο οικονομικούς πόλους και ο οποίος να μπορεί να αποφέρει σημαντικά ποσοστά κέρδους.

Υπάρχει, λοιπόν, η ανάγκη οι χώρες που ανήκουν στην Ε.Ε. να λειτουργούν ως μια ενιαία αγορά, ώστε να μπορέσουν να ανταγωνιστούν στο παγκόσμιο περιβάλλον και να αντιμετωπίσουν τις εκάστοτε προκλήσεις. Μόνο μια ενιαία σταθερή αγορά δύναται να προσελκύσει επενδύσεις που βοηθούν στην ανάπτυξη. Είναι γεγονός ότι με την ευρωπαϊκή ενοποίηση δημιουργείται μια πολύ μεγάλη εσωτερική αγορά, μέσω της οποίας οι μεγάλες επιχειρήσεις θέτουν τους όρους για τη δημιουργία ενός υπερεθνικού ομοσπονδιακού κράτους. Σταθμό σε μια τέτοια εξέλιξη θα αποτελέσει η υιοθέτηση του κοινού ευρωπαϊκού νομίσιματος. Όμως, παρ' ότι δημιουργείται, σε πρώτη φάση, μια μεγάλη εσωτερική αγορά δεν σημαίνει ότι λύνονται αυτομάτως όλα τα προβλήματα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Ε.Ε.) και ο λόγος είναι ότι η Ε.Ε. εξακολουθεί να μην είναι πλήρως ενοποιημένη οικονομικά.

Σε μια ενοποιημένη αγορά βασικό χαρακτηριστικό είναι, όπως αναλύθηκε εκτενώς και ανωτέρω, να επικρατεί ο νόμος της μίας τιμής, δηλαδή τα ίδια προϊόντα και υπηρεσίες να έχουν και ίδιες τιμές ανεξάρτητα της χώρας προέλευσης. Κάτι τέτοιο δεν συμβαίνει στην ευρωαγορά, αλλά αντιθέτως τα χρηματοοικονομικά προϊόντα και οι υπηρεσίες διαφοροποιούνται ανάλογα με την απόδοση, τον κίνδυνο και το επενδυτικό κοινό στο οποίο απευθύνονται. Το γεγονός ότι η Ε.Ε. είναι ένα μωσαϊκό εθνικοτήτων, σημαίνει ότι οι ανάγκες των πολιτών κάθε χώρας διαφοροποιούνται ανάλογα με την ιδιοσυγκρασία και τις συνήθειες. Αφού λοιπόν τα



οικονομικά προϊόντα και οι υπηρεσίες προσαρμόζονται στις ανάγκες των επενδυτών φυσικό είναι να διαφοροποιούνται και ανάλογα.

Λαμβάνοντας υπόψη ορισμένες θεωρίες περί κράτους, είναι αναγκαίο να πούμε ότι είναι, μάλλον, δύσκολο τα εκάστοτε εθνικά κεφάλαια να παραιτηθούν εντελώς από τους χώρους της οικονομικής και πολιτικής τους ηγεμονίας και να ενοποιηθούν μεταξύ τους στο πλαίσιο ενός υπερεθνικού ευρωπαϊκού κράτους. Πράγματι, όλες οι μέχρι τώρα προσπάθειες για την ευρωπαϊκή ενοποίηση δεν έχουν προχωρήσει με τους ρυθμούς που αρχικά είχαν προβλεφθεί: η συγχώνευση των επιχειρήσεων, η νομισματική ενοποίηση, η κοινωνική πολιτική, η εξωτερική πολιτική κτλ., είναι εμπόδια τα οποία αφορούν τις εσωτερικές αντιθέσεις και τις ιδιομορφίες του ευρωπαϊκού συστήματος. Επιπλέον, οι διαφορετικές γλωσσικές ιδιομορφίες και πολιτιστικές παραδόσεις, η νοοτροπία, οι διαφορετικές εκπαιδευτικές και επαγγελματικές προϋποθέσεις κ.ά., εμποδίζουν την εύκολη μετακίνηση του εργατικού δυναμικού από μια χώρα με σχετικά χαμηλή ζήτηση για εργασία σε μια άλλη χώρα της Ε.Ε. με υψηλότερη ζήτηση, με την ίδια ευκολία που μετακινούνται, για παράδειγμα, οι εργαζόμενοι στις ΗΠΑ. Για το λόγο αυτό η ενοποίηση των υποδομών αποτελεί όπως αναλύσαμε σημαντικό παράγοντα.

Ακόμα και σήμερα δεν έχουμε τη δυνατότητα να μιλήσουμε για πλήρη ενοποίηση της ευρωπαϊκής αγοράς, αλλά σύμφωνα με όλη την ανάλυση που κάναμε στην εργασία, θα μπορούσαμε να πούμε ότι υπάρχει μεγάλος βαθμός ενοποίησης στα διάφορα τμήματα της εκάστοτε αγοράς, σύμφωνα με τα στοιχεία πάντα που συλλέγονται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

Σημαντικό ρόλο στην οικονομική ενοποίηση της Ε.Ε. παίζει και η εφαρμογή του θεσμικού πλαισίου, δηλαδή των οδηγιών και των κανονισμών της Ε.Ε., από όλες τις χώρες το ίδιο. Για το λόγο αυτό η εποπτεία της εξέλιξης της Ε.Ε. για την εξασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στη ζώνη του ευρώ είναι υψίστης σημασίας όπως αναλύθηκε και προηγουμένως. Επιβάλλεται η πάταξη της διαφθοράς, αλλά και η εφαρμογή κοινών προτύπων σε όλες τις χώρες, όπως π.χ. τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, για να μπορέσουν να εναρμονιστούν και να ενοποιηθούν οι αγορές των χωρών της Ε.Ε.

## Παραπομπές

«**An economic analysis of Financial structure**», chapter 8 of The Economics of Money, Banking and Financial Markets, by Frederic S. Mishkin, Columbia University

«**The banking firm and the Management of financial Institutions**», chapter 9 of The Economics of Money, Banking and Financial Markets, by Frederic S. Mishkin, Columbia University

«**Economic Analysis of banking regulation**», chapter 11 of The Economics of Money, Banking and Financial Markets, by Frederic S. Mishkin, Columbia University

«**The value of a Bank**», Appendix I from Bank Soundness and Macroeconomic Policy, by Carl-Johan, Gillian Garcia and Mattheew I. Saal, International Monetary Fund

«**Financial Repression and Financial Development**», chapter 2 from Bank Soundness and Macroeconomic Policy, by Carl-Johan, Gillian Garcia and Mattheew I. Saal, International Monetary Fund

«**Privatization and Financial Liberalization**», chapter 3 from Bank Soundness and Macroeconomic Policy, by Carl-Johan, Gillian Garcia and Mattheew I. Saal, International Monetary Fund

«**Legal Foundations**», chapter 4 from Bank Soundness and Macroeconomic Policy, by Carl-Johan, Gillian Garcia and Mattheew I. Saal, International Monetary Fund

«**Information and Control**», chapter 5 from Bank Soundness and Macroeconomic Policy, by Carl-Johan, Gillian Garcia and Mattheew I. Saal, International Monetary Fund

«Χρηματοπιστωτικό Σύστημα & Διοίκηση Τραπεζών», Σημειώσεις Άγγελου Α. Αντζουλάτου, Καθηγητού Πανεπιστημίου Πειραιώς, για χρήση των φοιτητών ΤΕΙ Αγ. Νικολάου Κρήτης

«**Information or Regulation: What Drives the International Activities of Commercial Banks?** », CLAUDIA M. BUCH, Claudia M. Buch *is affiliated with Kiel Institute of World Economics. E-mail: cbuch\_ifw.uni-kiel.de, Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 35, No. 6 (December 2003, Part 1) Copyright 2003 by The Ohio State University

EUROPEAN CENTRAL BANK, OCCASIONAL PAPER SERIES NO. 6  
«**BANKING INTEGRATION IN THE EURO AREA**», BY INÊS CABRAL,  
FRANK DIERICK AND JUKKA VESALA, DECEMBER 2002, <http://www.ecb.int>

EUROPEAN CENTRAL BANK, OCCASIONAL PAPER SERIES NO. 1 4 / APRIL  
2004, «**MEASURING FINANCIAL INTEGRATION IN THE EURO AREA**», by  
Lieven Baele , Annalisa Ferrando, Peter Hördahl, Elizaveta Krylova and Cyril  
Monnet, This paper can be downloaded from the ECB's website (<http://www.ecb.int>).

EUROPEAN CENTRAL BANK, OCCASIONAL PAPER SERIES NO. 3 3 / JULY  
2005, «**INTEGRATION OF SECURITIES MARKET INFRASTRUCTURES IN  
THE EURO AREA**», by Heiko Schmiedel and Andreas Schönenberger

Journal of Banking & Finance 31 (2007) 1911–1935. «**European banking: An  
overview**», by John Goddard, Philip Molyneux, John O.S. Wilson, Manouche  
Tavakoli, a Business School, University of Wales, Bangor, Gwynedd LL57 2DG, UK,  
School of Management, University of St. Andrews, The Gateway, North Haugh, St.  
Andrews, Fife, KY16 9SS, UK, 24 January 2007

EUROPEAN CENTRAL BANK, «**INDICATORS OF FINANCIAL  
INTEGRATION IN THE EURO AREA**», SEPTEMBER 2006

European Journal of Operational Research 150 (2003) 466–481, «**The efficiency  
effects of a single market for financial services in Europe**», by Allen N. Berger.

Board of Governors of the Federal Reserve System, Mail Stop 153, Federal Reserve Board, 20th and C Streets NW, Washington, DC 20551, USA, Wharton Financial Institutions Center, Philadelphia, PA 19104, USA, [www.elsevier.com/locate/dsw](http://www.elsevier.com/locate/dsw)

**«FINANCIAL INTEGRATION WITHIN EUROPE COUNTRIES: THE ROLE OF INSTITUTIONS, CONFIDENCE AND TRUST»**, by Mehmet Fatih Ekinci, Sebnem Kalemlı-Ozcan, Bent Sorensen, Working Paper 13440, <http://www.nber.org/papers/w13440>, NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, Cambridge, MA 02138, September 2007

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ