



**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ  
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ  
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ  
“ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ” ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ  
(EXECUTIVE M.SC.)**

**Διπλωματική Εργασία:**

**“ Απελευθέρωση του Χρηματοοικονομικού Συστήματος ”**

**ΦΑΝΗ Ν. ΚΟΥΛΟΦΟΥΤΟΥ  
Μ.Χ.ΑΝ/0259**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ :  
ΑΓΓΕΛΟΣ Α. ΑΝΤΖΟΥΛΑΤΟΣ**

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

### 1. Εισαγωγή

### 2. Καταπίεση και Απελευθέρωση Χρηματοοικονομικού Συστήματος

#### 2.1 Μέτρα / Μέτρηση Καταπίεσης

#### 2.2 Μέτρα / Μέτρηση Απελευθέρωσης

#### 2.3 Το Χρονικό της Απελευθέρωσης τα Τελευταία 25 χρόνια

### 3. Εξειδικευμένα Θέματα

#### 3.1 Χρηματιστηριακές Αποδόσεις

#### 3.2 Οικονομική Ανάπτυξη

#### 3.3 Τιμές Αξιογράφων / Ακινήτων

#### 3.4 Κρίσεις

#### 3.5 Πολιτική Οικονομία Απελευθέρωσης

### 4. Επίλογος

### 5. Πηγές

## 1. Εισαγωγή

Μέχρι την δεκαετία του 1980 η εκτεταμένη ανάμειξη της κυβέρνησης σε όλους τους τομείς της οικονομικής ζωής των αναπτυσσόμενων χωρών ήταν το κύριο χαρακτηριστικό των οικονομικών αγορών. Οι περιορισμοί όσο αναφορά την πορεία των επιτοκίων καταθέσεων και χορηγήσεων των τραπεζών οδηγούσαν στην επιλογή των επενδυτικών αποφάσεων όχι βάσει των δυνάμεων της προσφοράς και της ζήτησης, αλλά βάσει των πολιτικών και οικονομικών συμφερόντων των κυβερνήσεων. Υπήρχαν περιορισμοί στην ελεύθερη διακίνηση των κεφαλαιακών ροών και απαγορευόταν η ελεύθερη διακίνηση του κεφαλαίου από τις εξωτερικές αγορές στην εκάστοτε εγχώρια οικονομία. Συνακόλουθα, δεν υπήρχε ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζικών ιδρυμάτων δεδομένου ότι η διοίκηση τους ήταν διορισμένη από την κυβέρνηση και η πολιτική της κάθε τράπεζας όσο αναφορά τις υπηρεσίες και τα προϊόντα που παρείχε στους συναλλασσόμενους ήταν κοινή με των υπολοίπων τραπεζών.

Αποτέλεσμα των παραπάνω περιορισμών στην τραπεζική αγορά ήταν τα αρνητικά πραγματικά επιτόκια στις αποδόσεις των αποταμιευτών και η χρησιμοποίηση των πιστώσεων των τραπεζών προς επιχειρήσεις και ιδιώτες που υποδεικνύονταν από την εκάστοτε κυβέρνηση και οι οποίες εξυπηρετούσαν τα συμφέροντα αυτής.

Με την έναρξη της οικονομικής απελευθέρωσης τα πραγματικά επιτόκια γίνονται θετικά, με αποτέλεσμα οι αποταμιευτές να καταθέτουν τα χρήματά τους στις τράπεζες αφού υπάρχουν αξιόλογες αποδόσεις και οι τράπεζες με τη σειρά τους να κατευθύνουν τις χρηματικές ροές με τη μορφή των δανείων προς αποδοτικές επενδύσεις, οι οποίες προάγουν την οικονομική ανάπτυξη. Ο περιορισμός των κρατικών παρεμβάσεων στην οικονομία φυσικό είναι να οδηγήσει και στην ελεύθερη δραστηριοποίηση των εγχώριων επιχειρήσεων στις διεθνείς αγορές.

Ωστόσο, η οικονομική απελευθέρωση για να λειτουργήσει αποδοτικά για το σύνολο της οικονομίας πρέπει να συνυπάρξει με την ανάμειξη της εκάστοτε κυβέρνησης και του κράτους σε όλους τους τομείς της οικονομικής ζωής. Οι τράπεζες θα πρέπει να επιτηρούνται από την κυβέρνηση για προληπτικούς λόγους, οι οποίοι έχουν να κάνουν με την προαγωγή του κοινωνικού συμφέροντος και την αποφυγή δυσάρεστων αποτελεσμάτων του υπέρμετρου ανταγωνισμού. Ίσως θα πρέπει και κάποιες τράπεζες να παραμείνουν κρατικές για να μπορεί το κράτος να

διαχειρίζεται ένα σημαντικό κομμάτι των τραπεζικών διαθεσίμων, οπότε σε περιόδους κρίσεων να βοηθάει με την παροχή οικονομικής βοήθειας τους φορείς της οικονομίας.

Αυτό που θα πρέπει να τονιστεί και το οποίο γίνεται φανερό από την μελέτη που ακολουθεί είναι ότι για να αποδώσει τα μέγιστα η απελευθέρωση του οικονομικού συστήματος θα πρέπει να συνυπάρξει με την κατάλληλη μακροοικονομική πολιτική από την πλευρά του κράτους και τις κατάλληλες θεσμικές δομές.

Η χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση θα επιτευχθεί μέσα στα πλαίσια ενός κατάλληλου και αποδοτικού χρηματοοικονομικού και θεσμικού συστήματος, στην δημιουργία του οποίου καταλυτικό ρόλο παίζει η εκάστοτε κυβέρνηση, η οποία θέτει τους <<κανόνες του παιχνιδιού>> και επιβλέπει την δίκαιη εφαρμογή τους.

## 2. Καταπίεση και Απελευθέρωση Χρηματοοικονομικού Συστήματος

### 2.1 Μέτρα / Μέτρηση Καταπίεσης

Η ελάχιστη λειτουργία και χρησιμότητα της κυβέρνησης στα πλαίσια ενός οικονομικού συστήματος είναι ο έλεγχος με τη βοήθεια της δύναμης. Αν δεν υπήρχε η κυβέρνηση, το κράτος και η κοινωνία, θα ήταν έρμαιο της βίας με την μορφή αφενός μεν εγκληματικών επιθέσεων, δημιουργήματα οργανωμένων ομάδων στο εσωτερικό της κάθε χώρας, και αφετέρου επιθέσεων από άλλα έθνη. Το μονοπώλιο όσον αναφορά τη χρησιμοποίηση της δύναμης από την κυβέρνηση οδηγεί στην άσκηση πιέσεων από αυτή επάνω στους πολίτες. Και επειδή η κυβέρνηση αποτελείται από ανθρώπινα όντα τα οποία λειτουργούν βάσει προσωπικών συμφερόντων, το μονοπώλιο του ελέγχου που έχουν το χρησιμοποιούν για το προσωπικό τους όφελος, μέσω φόρων και 'ενοικίων'. Οι φόροι μεταφέρουν τον πλούτο από την κοινωνία στο κράτος και τα 'ενοίκια' είναι πληρωμές για αγαθά ή υπηρεσίες που παρέχει το κράτος και τα οποία θα ήταν φθηνότερα σε μια ανταγωνιστική – ελεύθερη κοινωνία (Beim and Calomiris, 2000).

Βασικό χαρακτηριστικό της κυβέρνησης αποτελεί ο κανόνας του νόμου και η εφαρμογή αυτού, ξεκινώντας από τις δομές και τις λειτουργίες της ίδιας. Ο νόμος θα πρέπει να στηρίζεται σε μια ηθική βάση, η οποία θα προσδιορίζει τι είναι δίκαιο και σωστό και θα πρέπει να εφαρμόζεται σε όλους ανεξαιρέτως. Αυτό σημαίνει ότι οι πλούσιοι και οι έχοντες δύναμη δεν θα πρέπει να εξαιρούνται από την εφαρμογή του νόμου. Ωστόσο, είναι πολύ δύσκολο οι άνθρωποι, οι οποίοι απολαμβάνουν τα προνόμια της ειδικής μεταχείρισης από την κυβέρνηση, να αρνηθούν αυτήν την διάκριση, η οποία βεβαία τους αποφέρει τις περισσότερες φορές και οικονομικά οφέλη (Beim and Calomiris, 2000).

Η άνθηση των ιδιωτικών επιχειρήσεων είναι συνδεδεμένη με τον περιορισμό της κυβερνητικής δύναμης και με την έννοια της αναπτυσσόμενης ιδιωτικής οικονομίας. Η μεσαία τάξη είναι αυτή που μπορεί να γίνει ο αρωγός των πολιτικών αλλαγών και η δράση της να οδηγήσει στην άνθηση της οικονομίας. Κύριος στόχος της είναι η εφαρμογή των νόμων από την κυβέρνηση και η πίεση προς αυτή για μείωση της φορολογίας έτσι ώστε να οδηγηθεί το σύνολο της οικονομίας προς την οικονομική ανάπτυξη.

Η ανάμειξη βέβαια της κυβέρνησης στην λειτουργία των ιδιωτικών επιχειρήσεων προάγει, μέχρι ενός σημείου, την οικονομική ανάπτυξη μέσω της σωστής εφαρμογής του νόμου. Αλλά η ανάμειξη αυτή δεν έχει πάντα και τους αγαθότερους σκοπούς. Η κάθε επιχείρηση προσπαθεί να ελαχιστοποιήσει την φορολογία και τους κανονισμούς, άρα προσπαθεί να ελαχιστοποιήσει το ρόλο της κυβέρνησης. Ωστόσο, η παροχή ειδικών προνομίων από την κυβέρνηση προς κάποιες επιχειρήσεις με κύριο στόχο την ενδυνάμωσή της, τις οδηγεί στη θυσία του κοινωνικού συμφέροντος με κύριο στόχο την ικανοποίηση των προσωπικών τους επιδιώξεων. Η αύξηση της αξίας της κάθε επιχείρησης που τυγχάνει ιδιαίτερης μεταχείρισης από την κυβέρνηση είναι ένα εξαιρετικό 'δέλεαρ' για την ίδια, διότι μεγιστοποιεί τα έσοδά της και ελαχιστοποιεί το κόστος της. Είναι εξάλλου, ευρύτερα γνωστό ότι όταν η οικονομική και πολιτική δύναμη συγκεντρώνεται στα χέρια λίγων, τότε οι αποφάσεις που θα παρθούν είναι λανθασμένες. Ο προστατευτισμός, τα μονοπώλια, οι περιορισμένες άδειες και οι επιχορηγήσεις τείνουν να μειώνουν την οικονομική ανάπτυξη. Αυτοί είναι οι λόγοι που τα μοντέρνα δημοκρατικά πολιτεύματα προσπαθούν να διαχωρίσουν την έννοια της επιχείρησης από αυτή της κυβέρνησης (Beim and Calomiris, 2000).

Η εκάστοτε κυβέρνηση συνυπάρχει με τις ιδιωτικές επιχειρήσεις στα πλαίσια ενός οικονομικού συστήματος. Η αρχική λειτουργία ενός οικονομικού συστήματος είναι η κοπή χρήματος και η ασφαλής διακίνηση αυτού μέσω των τραπεζικών ιδρυμάτων. Σε μια ανεπτυγμένη οικονομία δεν δραστηριοποιούνται μόνο τράπεζες αλλά και οικονομικά ιδρύματα όπως χρηματιστηριακοί και ασφαλιστικοί οργανισμοί. Η λειτουργία αυτών των ιδρυμάτων προσφέρει στους αποταμιευτές και τους επενδυτές μια 'γκάμα' προϊόντων, άλλων με χαμηλότερο άλλων με υψηλότερο ρίσκο, και δημιουργούν κανάλια για πιο αποτελεσματική αξιοποίηση του κεφαλαίου. Όταν οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί στα πλαίσια ενός οικονομικού συστήματος λειτουργούν αποτελεσματικά, προσφέρουν επενδυτικά προϊόντα σε διάφορες μορφές και με διάφορες αποδόσεις.

Δυο είναι οι τρόποι, μέσω των οποίων, μπορούν να συνδεθούν οι αποταμιεύσεις και οι επενδύσεις. Ο πρώτος είναι μέσω προσφοράς μετοχών και ομολόγων από οργανισμούς απευθείας στους επενδυτές και ο άλλος μέσω των τραπεζικών ιδρυμάτων. Οι τράπεζες χρησιμοποιούν τις αποταμιεύσεις των ιδιωτών και χρηματοδοτούν τις επενδύσεις των επιχειρήσεων. Οι αγορές ομολόγων και οι τράπεζες μπορούν να λειτουργήσουν σωστά μόνο εάν το οικονομικό σύστημα λειτουργεί σωστά και αποτελεσματικά. Οι σωστοί νόμοι και κανόνες όταν

εφαρμόζονται όπως πρέπει προστατεύουν τους αποταμιευτές από τους επιτήδειους, που επιθυμούν να αυξήσουν τα κέρδη τους με αθέμιτα μέσα. Αυτή η διαδικασία απαιτεί η κάθε κυβέρνηση να δημιουργήσει ένα δυνατό οικονομικό σύστημα με σωστούς νόμους, από την εφαρμογή των οποίων δεν θα εξαιρείται κανείς.

Η σημασία της πληροφορίας σε ένα οικονομικό σύστημα είναι πολύ σημαντική διότι οι τράπεζες μπορούν να ενημερώνονται μέσω του συστήματος πληροφοριών που διαθέτουν για την πιστοληπτική ικανότητα των πελατών τους οπότε και μειώνουν το ρίσκο να χάσουν τα χρήματα τους από την παροχή ενός δανείου. Συνεπώς, οι τράπεζες είναι αποτελεσματικές σαν 'μεσολαβητές' σε ένα οικονομικό σύστημα.

Από τις παραπάνω διαπιστώσεις γίνεται φανερό ότι η σωστή και αποτελεσματική εφαρμογή των νόμων και κανόνων στα πλαίσια ενός 'υγιούς' οικονομικού συστήματος από την κυβέρνηση προάγει την αποτελεσματική κατανομή των περιορισμένων οικονομικών πόρων και οδηγεί στην οικονομική ανάπτυξη.

Οι πρακτικές μέσω των οποίων μια κυβέρνηση συχνά καταπιέζει το οικονομικό της σύστημα είναι οι ακόλουθες, οι περισσότερες από τις οποίες έχουν σαν κύριο χαρακτηριστικό ότι αφορούν την σχέση κυβερνήσεως και τραπεζών (Beim and Calomiris, 2000).

### ***1. Περιορισμοί των επιτοκίων στις τραπεζικές καταθέσεις.***

Η ισορροπία επέρχεται όταν τα επιτόκια καταθέσεων είναι ίσα με τα επιτόκια χορηγήσεων. Στόχος των τραπεζών είναι το επιτόκιο χορηγήσεών τους να είναι μεγαλύτερο από το επιτόκιο καταθέσεών τους για να μπορούν να καλύπτουν το κόστος τους και να έχουν κέρδος. Όταν τα ονομαστικά επιτόκια καταθέσεων είναι μικρότερα από το επίπεδο του πληθωρισμού τότε οι αποταμιευτές λαμβάνουν αρνητικά πραγματικά επιτόκια (παίρνουν πίσω χρήματα με μικρότερη αγοραστική δύναμη από αυτά που αποταμίευσαν). Συνεπώς, γίνεται κατανοητό ότι τα αληθινά επιτόκια καταθέσεων είναι τρόπος μέτρησης του μεγέθους της οικονομικής καταπίεσης. Στόχος της εφαρμογής του παραπάνω περιορισμού είναι η στροφή των επενδυτών και σε άλλες μορφές επενδύσεων έτσι ώστε να προαχθεί η οικονομική ανάπτυξη.

### ***2. Επιβολή υψηλού ποσοστού διαθεσίμων στην Κεντρική Τράπεζα.***

Οι τράπεζες είναι υποχρεωμένες να επανακαταθέτουν κάποιο ποσοστό των ρευστών διαθεσίμων τους στην Κεντρική Τράπεζα, συνήθως με χαμηλό ή και σε

αρκετές χώρες μηδενικό επιτόκιο. Αυτό γίνεται για να ελέγχει η Κεντρική Τράπεζα τη ροή των χρημάτων και να προστατεύονται οι τράπεζες σε περίπτωση που οι ανάγκες απόσυρσης των χρημάτων είναι υπερβολικά μεγάλες. Αυτό ωστόσο, δεν προάγει την τραπεζική αποτελεσματικότητα γιατί προκαλείται μείωση των κερδών των τραπεζών. Αυτό οδηγεί τις τράπεζες να αυξάνουν τα επιτόκια χορηγήσεων και να μειώνουν τα επιτόκια καταθέσεων για να καλύψουν το κόστος από τα χαμηλά / μηδενικά επιτόκια καταθέσεων των χρηματικών διαθεσίμων τους στην Κεντρική Τράπεζα. Και φυσικά, οι χαμένοι αυτής της πολιτικής είναι οι αποταμιευτές, οι οποίοι πληρώνονται μέσω των μειωμένων επιτοκίων στις καταθέσεις τους και οι δανειζόμενοι, οι οποίοι πληρώνουν τεράστια ποσά σε τόκους.

### **3. Κυβερνητική καθοδήγηση του τραπεζικού δανεισμού.**

Όταν το τραπεζικό σύστημα είναι υποχρεωμένο να επανακαταθέτει ένα σημαντικό ποσό των ρευστών διαθεσίμων του στην Κεντρική Τράπεζα, αυτή με τη σειρά της μπορεί να χρηματοδοτεί τις κρατικές επενδύσεις. Συχνά όμως οι πολιτικοί που απαρτίζουν την κυβέρνηση επιθυμούν να χρησιμοποιούν αυτούς τους οικονομικούς πόρους για δικούς τους σκοπούς. Ο έλεγχος των χρηματικών ροών ενδυναμώνει την προσωπική δύναμη των αξιωματούχων των κυβερνήσεων. Οι πολιτικοί πιστεύουν ότι το <<καθοδηγητικό>> χέρι της κυβέρνησης στην πολιτική των τραπεζών, είναι απαραίτητο για να γίνει η ιδανική αναδιάρθρωση κεφαλαίου σε μακροχρόνια βάση.

### **4. Κρατική ιδιοκτησία των εμπορικών τραπεζών.**

Είναι γεγονός ότι ο πιο απλός τρόπος να καταπιέσει η κυβέρνηση το οικονομικό της σύστημα είναι να έχει στην κατοχή της όλες τις τράπεζες ή τουλάχιστον μερικές από τις μεγαλύτερες. Αυτή η κατοχή δίνει την δυνατότητα στην κυβέρνηση να δίνει δάνεια εκεί που αυτή επιθυμεί, να προσλαμβάνει και να απολύει τις διοικήσεις των τραπεζών και γενικότερα να έχει τον απόλυτο έλεγχο της τραπεζικής αγοράς. Ωστόσο μακροχρόνια το κλειδί για την οικονομική ανάπτυξη είναι η χρησιμοποίηση των διαθέσιμων κεφαλαίων προς τις επενδύσεις με τις μεγαλύτερες αποδόσεις και όχι η αποκλειστική δανειοδότηση των κρατικών επιχειρήσεων, οι οποίες πολλές φορές είναι και ζημιογόνες.



### **5. Περιορισμός των ξένων τραπεζών στην εγχώρια αγορά.**

Οι χώρες που καταπιέζουν το τραπεζικό τους σύστημα δεν επιτρέπουν την είσοδο στην εγχώρια αγορά ξένων τραπεζών. Αυτή η καταπίεση παίρνει την μορφή της απαγόρευσης για τις εγχώριες τράπεζες να δραστηριοποιηθούν στο εξωτερικό και τη μορφή της απαγόρευσης για τις ξένες τράπεζες να ανοίγουν υποκαταστήματα στην εγχώρια αγορά ή να αγοράζουν εγχώρια τραπεζικά ιδρύματα. Δεν είναι περίεργο ότι πολλές χώρες αισθάνονται ανασφάλεια σχετικά με την ελεύθερη δραστηριοποίηση στην εγχώρια αγορά ξένων τραπεζών. Αυτό μπορεί να δικαιολογηθεί από το γεγονός ότι οι ανεπτυγμένες ξένες τράπεζες προσφέρουν νέα εξελιγμένα προϊόντα και υπηρεσίες στους πελάτες, με αποτέλεσμα αυτό να εγκυμονεί κινδύνους απόλυτης επικράτησης στην εγχώρια οικονομία ξένων παραγόντων. Είναι, εξάλλου, γεγονός ότι ο βασικός φόβος των υπέρμαχων εθνικιστών σε μια οικονομία είναι ότι οι πιο ανεπτυγμένοι οικονομικά γείτονες θα αποκτήσουν έλεγχο της οικονομίας.

### **6. Συναλλαγματικοί περιορισμοί.**

Οι αναπτυσσόμενες οικονομίες είναι εξ' ορισμού <<περιοχές>> υψηλής επενδυτικής δραστηριότητας. Η πρόσβαση στις παγκόσμιες αγορές μειώνει τα οικονομικά κόστη και δίνει την δυνατότητα στις επιχειρήσεις να εκμεταλλεύονται τις ευκαιρίες που τους δίνονται. Η κυβέρνηση που έχει σαν κύριο στόχο την καταπίεση του οικονομικού συστήματος μπορεί να περιορίσει την ελεύθερη είσοδο στις αγορές κεφαλαίου μέσω επιβολής φόρων στις κεφαλαιακές ροές. Οι μαζικές ροές κεφαλαίου την δεκαετία του 1990 στις προστατευμένες έως τότε οικονομίες δημιούργησαν έντονους φόβους για την πορεία των εγχώριων νομισμάτων. Ωστόσο, υπήρχαν και οι υποστηρικτές των μαζικών ροών κεφαλαίων στις εγχώριες οικονομίες, οι οποίοι διατείνονταν ότι η οικονομία οδηγείται μέσω αυτών στην έντονη οικονομική ανάπτυξη.

Γίνεται φανερό από τις παραπάνω παρατηρήσεις ότι η κάθε κυβέρνηση επιλέγει να καταπιέσει το οικονομικό σύστημα μέσα στο οποίο δραστηριοποιείται μέσω περιορισμών που θέτει στην εγχώρια τραπεζική αγορά. Το κοινό στοιχείο που έχουν αυτοί οι περιορισμοί είναι ότι δεν έχουν σαν στόχο το συμφέρον των απλών αποταμιευτών αλλά αποκλειστικά και μόνο το συμφέρον της κυβέρνησης.

## 2.2 Μέτρα / Μέτρηση Απελευθέρωσης

Σε συμφωνία με τα προαναφερθέντα μέτρα, οι McKinnon και Shaw (1973) χαρακτήρισαν ένα οικονομικό σύστημα ως καταπιεσμένο όταν η κυβέρνηση καθορίζει ποιος παίρνει και ποιος δίνει πίστωση, και σε ποια τιμή. Η κυβέρνηση στην περίπτωση αυτή, καθορίζει μέσω κανονισμών σε ποια πιστωτικά ιδρύματα θα επιτραπεί να λειτουργήσουν, και πως θα επιτραπεί να λειτουργήσουν. Συνεπώς, η έννοια της οικονομικής απελευθέρωσης θα μπορούσε να οριοθετηθεί, σαν τη διαδικασία μέσω της οποίας δίνεται η δικαιοδοσία στην αγορά να καθορίσει ποιος θα πάρει άδεια να δίνει και να παίρνει πίστωση και σε ποια τιμή. Συγκεκριμένα, η χρηματοοικονομική απελευθέρωση χαρακτηρίζεται από την ελαχιστοποίηση των οικονομικών ελέγχων, την ελεύθερη είσοδο στον τραπεζικό τομέα, και γενικότερα στην χρηματοοικονομική βιομηχανία των οικονομικών και τραπεζικών ιδρυμάτων, την τραπεζική αυτονομία, την ιδιωτικοποίηση των τραπεζών και την απελευθέρωση των διεθνών ροών κεφαλαίων. Εδώ, θα πρέπει να διευκρινιστεί ότι λέγοντας τραπεζική αυτονομία εννοούμε ότι η εσωτερική πολιτική του κάθε τραπεζικού ιδρύματος, η οποία έχει να κάνει με θέματα, όπως τον διορισμό των διοικούντων και τις οικονομικές απολαβές των υπαλλήλων, καθορίζονται από το ίδιο. Αυτός ο χαρακτηρισμός της οικονομικής απελευθέρωσης συνιστά και περιλαμβάνει τις ακόλουθες τέσσερις διαστάσεις (Abiad and Mody, 2003) :

### ***1. Μείωση των πιστωτικών ελέγχων και απελευθέρωση των επιτοκίων.***

Η μείωση των πιστωτικών ελέγχων μέσω της μείωσης των υποχρεωτικών διαθεσίμων στην Κεντρική Τράπεζα, και συνακόλουθα η απελευθέρωση των επιτοκίων, οδηγούν τις τράπεζες στην μείωση των επιτοκίων χορηγήσεων και την αύξηση των επιτοκίων καταθέσεων. Ως αποτέλεσμα οι απλοί αποταμιευτές κερδίζουν από αυτήν την αύξηση γιατί οι καταθέσεις τους ανθίζουν και συνεπώς, αυξάνεται η αγοραστική τους δύναμη. Από την άλλη πλευρά, οι δανειζόμενοι έχουν εύκολες προσβάσεις εξεύρεσης οικονομικών πόρων και μάλιστα με σχετικά χαμηλό κόστος. Οι τράπεζες με τη σειρά τους κερδίζουν από την μείωση των υποχρεωτικών χρηματικών διαθεσίμων που πρέπει να παρακρατούν στην Κεντρική Τράπεζα διότι πρώτον, τα χρήματα που κρατούν με την μορφή καταθέσεων στην Κεντρική Τράπεζα και μάλιστα με μηδενικό επιτόκιο μπορούν να τα χρησιμοποιούν για

χρηματοδοτήσεις επενδυτών οι οποίες αποφέρουν κέρδη, και δεύτερον, οι αποδόσεις που είναι σε θέση να παρέχουν στους καταθέτες αυξάνουν με την οικονομική απελευθέρωση οπότε αυξάνουν τα κέρδη τους και μειώνουν το κόστος της διαχείρισής τους (μέσω της εύκολης εξεύρεσης οικονομικών πόρων για την χρηματοδότηση επενδύσεων).

## ***2. Ελεύθερη είσοδο στον τραπεζικό τομέα και, γενικότερα, στο χρηματοοικονομικό σύστημα.***

Η εκμηδένιση των πιστωτικών περιορισμών και η απελευθέρωση των επιτοκίων ενθαρρύνουν την είσοδο ξένων τραπεζών και γενικότερα ξένων οικονομικών οργανισμών στις εγχώριες οικονομίες. Τα ξένα τραπεζικά ιδρύματα εισέρχονται εύκολα στις νέες αγορές και τα εγχώρια τραπεζικά ιδρύματα γίνονται διεθνή. Ντόπιοι επιχειρηματίες εισήλθαν στις εγχώριες αγορές και ξένες επιχειρήσεις δημιούργησαν υποκαταστήματα ή αγόρασαν ντόπιες επιχειρήσεις. Η είσοδος ξένων επιχειρήσεων εξάλλου, παρέχει μια σημαντική πηγή κεφαλαίου και βοηθάει στην διαφοροποίηση της δανειστικής βάσης διότι οι παγκόσμιες τράπεζες κατέχουν πιο διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια. Επιπλέον, η παγκοσμιοποίηση στον τραπεζικό τομέα οδηγεί και στην προαγωγή του εγχώριου τρόπου διοίκησης των επιχειρήσεων και τραπεζών. Ο χρηματοοικονομικός τομέας αλλάζει με γρήγορους ρυθμούς και τα συστήματα επικοινωνίας εξελίσσονται ταχύτατα. Δεν υπάρχει καλύτερος τρόπος να αφομοιωθούν αυτές οι αλλαγές από τις εγχώριες επιχειρήσεις και τα εγχώρια τραπεζικά ιδρύματα, από την πλήρη και απόλυτη είσοδο ξένων ιδρυμάτων στην εγχώρια αγορά, η οποία θα συνοδεύεται βεβαίως από την έλλειψη οικονομικών περιορισμών.

Ένα άλλο πολύ σημαντικό όφελος της ελεύθερης εισόδου ξένων ιδρυμάτων αποτελεί και η αποδυνάμωση του ελέγχου της εκάστοτε κυβερνήσεως στην χαλιναγώγηση των χρηματοοικονομικών ροών. Η ελεύθερη διακίνηση αυτών και οι συγχωνεύσεις εταιριών δημιουργούν ευκαιρίες επένδυσης. Οι ξένες χρηματοοικονομικές ροές μειώνουν τα κόστη λειτουργίας των εγχώριων επιχειρήσεων. Αυτό πραγματοποιείται μέσω της διαφοροποίησης των ξένων κεφαλαίων και της ανάληψης μεγαλύτερου ρίσκου από τους ξένους επενδυτές.

### ***3. Ιδιωτικοποίηση των τραπεζικών ιδρυμάτων και τραπεζική αυτονομία.***

Όταν λέμε ότι σε μια οικονομία υπάρχει ισχυρός έλεγχος του κράτους εννοούμε ότι τουλάχιστον το 10% του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος παράγεται από κρατικές επιχειρήσεις και τουλάχιστον το 30% της ακαθάριστης εγχώριας επένδυσης πραγματοποιείται από το κράτος. Η ιδιωτικοποίηση των τραπεζικών ιδρυμάτων ανοίγει τον δρόμο της αποτελεσματικότητας και οδηγεί τις κεφαλαιακές ροές στην αποτελεσματικότερη αξιοποίησή τους. Επίσης, αυξάνει τον ανταγωνισμό μεταξύ των τραπεζικών ιδρυμάτων πράγμα το οποίο οδηγεί στην εξεύρεση νέων προϊόντων και υπηρεσιών που ικανοποιούν τις ανάγκες των καταναλωτών και μεγιστοποιούν τα κέρδη των ιδρυμάτων. Αυξάνεται το ποσοστό του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος που παράγεται από τις ιδιωτικές επιχειρήσεις και οι επενδύσεις δεν είναι πλέον μονοπώλιο του κράτους. Η πληθώρα των αγαθών και υπηρεσιών οδηγούν σε καλύτερευση της οικονομικής θέσης των αποταμιευτών, που πλέον αποταμιεύουν έχοντας κέρδος και των επενδυτών που δανείζονται φθηνά. Ένα άλλο θετικό στοιχείο της τραπεζικής αυτονομίας και της ιδιωτικοποίησης των τραπεζικών ιδρυμάτων είναι η ελεύθερη επιλογή των κατάλληλων ανθρώπων στην διοίκηση, οι οποίοι, έχουν σαν κύριο στόχο την μεγιστοποίηση της αξίας της μετοχής της εταιρίας στην οποία εργάζονται άρα και την μεγιστοποίηση των κερδών των μετοχών.

### ***4. Απελευθέρωση των διεθνών χρηματοοικονομικών ροών.***

Σύμφωνα, με τους Fischer και Reisen (1992) οι κεφαλαιακές ροές χωρίζονται σε μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες, σε εσωτερικές και εξωτερικές και σε τραπεζικές και μη τραπεζικές. Οι συγγραφείς επισημαίνουν ότι οι μακροχρόνιες εσωτερικές ροές όπως και οι σχετικές με το εμπόριο ροές θα πρέπει να απελευθερωθούν άμεσα, ξεκινώντας η διαδικασία της οικονομικής απελευθέρωσης και θα είναι χρήσιμες από τα πρώτα στάδια της ανάπτυξης. Επίσης, θα πρέπει να μειωθούν και οι έλεγχοι στις μακροχρόνιες και βραχυχρόνιες εξωτερικές και εσωτερικές ροές μόνον αφού οι έλεγχοι στον εγχώριο καθορισμό των επιτοκίων ελαχιστοποιηθούν και οι διαφορές αυτών με τα διεθνή επιτόκια φτάσουν σε ένα χαμηλό επίπεδο. Επίσης, μόλις πραγματοποιηθεί και η απελευθέρωση των τοπικών τραπεζών από τον κρατικό έλεγχο θα μπορέσουν να αρθούν και οι δυσκολίες για την είσοδο των ξένων τραπεζών στην εκάστοτε εγχώρια οικονομία. Συνακόλουθα, θα απελευθερωθούν οι εξαγωγές, θα μειωθεί η φορολογία των εγχώριων και ξένων

τραπεζών, θα εγκαθιδρυθεί ένα φιλελεύθερο καθεστώς εισαγωγών και θα γεννηθεί ένα υγιές τοπικό οικονομικό σύστημα.

### **2.3 Το Χρονικό της Απελευθέρωσης τα Τελευταία 25 χρόνια**

Η αδυναμία του διεθνούς εμπορίου μεταξύ του 1930- 1960 να δώσει αξία στα προϊόντα, οδήγησε από τον σοσιαλισμό στον προστατευτισμό, και μετά τον 2<sup>ο</sup> Παγκόσμιο Πόλεμο οι κυβερνήσεις Γαλλίας και Αγγλίας εθνικοποίησαν τις βαριές βιομηχανίες, τις τηλεπικοινωνίες και το πετρέλαιο. Η Γαλλία κρατικοποίησε και τις μεγαλύτερες τράπεζες. Από τη δεκαετία του 1990, η Κεντρική και Δυτική Ευρώπη, υιοθέτησε ελεύθερες τιμές για όλα τα αγαθά και άρχισε να συντελείται το άνοιγμα των δυτικών οικονομιών στο παγκόσμιο εμπόριο και να ανθίζουν οι ιδιωτικοποιήσεις. Γιατί όμως οι κρατικές επιχειρήσεις αποδείχθηκαν αναποτελεσματικές; Οι Williamson και Mahar (1998) προσδιορίζουν τέσσερεις κύριους στόχους:

#### **1. Η πολυπλοκότητα των στόχων.**

Μέσω των κρατικών επιχειρήσεων πραγματοποιούνται στόχοι όπως η μεγιστοποίηση της απασχόλησης, η ενίσχυση της εθνικής ασφάλειας και η προώθηση της τοπικής αυτοδιοίκησης. Σε αντίθεση με μια ιδιωτική επιχείρηση η οποία έχει σαν κύριο στόχο την μεγιστοποίηση της αξίας της μετοχής της, άρα και τη μεγιστοποίηση των κερδών των μετοχών.

#### **2. Η δομή της αγοράς.**

Οι περισσότερες επιχειρήσεις που ανήκουν στο κράτος λειτουργούν σε μονοπωλιακές αγορές. Μια ανταγωνιστική αγορά ωστόσο επηρεάζει τα αποτελέσματα κατά δυο τρόπους: πρώτον, οι τιμές στέλνουν σωστά μηνύματα σε παραγωγούς και καταναλωτές με αποτέλεσμα να δημιουργείται μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα και δεύτερον, οδηγεί σε οικονομική αποδοτικότητα μέσω της επίδρασης στην ανθρώπινη προσπάθεια. Η ανθρώπινη προσπάθεια προκαλείται μέσω του ανταγωνισμού, ο οποίος δεν υπάρχει σε μια μονοπωλιακή αγορά όπου όλες οι επιχειρήσεις ανήκουν στο κράτος.

### **3. Η αδυναμία κινήτρων.**

Σε μια επιχείρηση που είναι ιδιωτική συχνά οι διοικούντες δρουν με κύριο στόχο την μεγιστοποίηση της αξίας της μετοχής της. Αν μια επιχείρηση είναι ιδιωτική ο επιχειρηματίας έχει ισχυρό κίνητρο να αυξηθούν τα έσοδά της γιατί αυξάνεται και το κέρδος του. Οι περισσότεροι υπάλληλοι των κρατικών εταιριών έχουν μειωμένο κίνητρο να καταβάλλουν προσπάθεια γιατί δεν τους ανήκει η επιχείρηση.

### **4. Η δημιουργία αξίας.**

Οι ιδιωτικές επιχειρήσεις πρέπει να δημιουργήσουν αξία γιατί αλλιώς κλείνουν. Το κράτος αποκτά κεφάλαιο κυρίως από φορολογία, το οποίο χρησιμοποιεί για να χρηματοδοτεί τις επιχειρήσεις του μέσω φθηνών δανείων. Οι κρατικές επιχειρήσεις δεν σταματούν να λειτουργούν αν δεν είναι κερδοφόρες και δεν αυξάνουν την αξία τους. Η αναποτελεσματικότητα των κρατικών επιχειρήσεων οδήγησε στην οικονομική απελευθέρωση, η οποία χαρακτηρίζεται από την ελαχιστοποίηση των ελέγχων στα επιτόκια, τον μηδενισμό των τραπεζικών διαθεσίμων, την μείωση της παρέμβασης της εκάστοτε κυβέρνησης στην πολιτική δανεισμού της κάθε τράπεζας, την ιδιωτικοποίηση των κρατικών τραπεζών, την αύξηση του ανταγωνισμού με την είσοδο ξένων τραπεζών στην εσωτερική αγορά κάθε χώρας και τέλος την εισροή ξένων κεφαλαίων στο εσωτερικό κάθε χώρας.

Από την άλλη πλευρά όμως, όπως έχει αποδείξει η οικονομική ιστορία στα τέλη της δεκαετίας του 1970, η ύπαρξη ελέγχου από το κράτος των τραπεζικών ιδρυμάτων οδηγεί σε αποφυγή υιοθέτησης επικίνδυνων πρακτικών από αυτά με κύριο στόχο την μεγιστοποίηση του κέρδους τους και την ελαχιστοποίηση του κόστους. Ο έλεγχος του κρατικού μηχανισμού έχει σαν κύριο στόχο την προστασία των αποταμιευτών σε μια ενδεχόμενη χρεοκοπία των τραπεζικών ιδρυμάτων, υποχρεώνοντας τα τραπεζικά ιδρύματα να διατηρούν ένα ικανοποιητικό επίπεδο χρηματικών διαθεσίμων και να παρέχουν ικανοποιητικές και ακριβείς πληροφορίες σχετικά με την οικονομική τους κατάσταση.

Η πορεία προς την οικονομική απελευθέρωση ξεκίνησε από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 από τις βιομηχανικά ανεπτυγμένες χώρες. Η ιδιωτικοποίηση των τραπεζικών ιδρυμάτων μηδένισε όλους τους ελέγχους στον καθορισμό των επιτοκίων και επέτρεψε στις τράπεζες να γίνουν διεθνείς. Ξένες τράπεζες ενθαρρύνθηκαν να εισέλθουν στις κατά τόπους εθνικές αγορές και οι κεφαλαιακοί έλεγχοι περιορίστηκαν. Πολλές κρατικές επιχειρήσεις άρχισαν να ιδιωτικοποιούνται,

ιδιαίτερα κατά την δεκαετία του 1990, με κύρια συνέπεια να αυξηθεί η αποτελεσματικότητά τους, να είναι πιο αποδοτικές αφού ελαχιστοποιήθηκε ο έλεγχος της πολιτικής τους.

Αυτή η διαδικασία όμως εγκυμονούσε κινδύνους, όπως η χρησιμοποίηση κατά την κρίση των τραπεζικών και γενικότερα οικονομικών ιδρυμάτων, των κεφαλαίων τους προς διάφορες μη παραγωγικές δραστηριότητες. Πράγμα που μπορούσε να οδηγήσει σε οικονομική εξουθένωση αυτών και γενικότερα, όλης της αγοράς (Williamson and Mahar, 1998).

Γι' αυτό τον λόγο πολλές οικονομίες στράφηκαν στη χρησιμοποίηση της δημοσιονομικής πειθαρχίας με κύριο στόχο την μακροοικονομική σταθερότητα. Η δημοσιονομική πειθαρχία οδηγεί στην χρησιμοποίηση των οικονομικών αποθεμάτων σε επικερδείς δραστηριότητες, που προάγουν το κοινωνικό συμφέρον και προστατεύουν από την οικονομική ύφεση.

Όλες οι οικονομίες στην περίοδο 1973-1996 απομακρύνθηκαν από τα αρνητικά πραγματικά επιτόκια μετά την οικονομική απελευθέρωση και κινήθηκαν προς πολύ υψηλά επίπεδα επιτοκίων σε πραγματικούς όρους με αποτέλεσμα να αυξηθεί ραγδαία η αποταμίευση. Η επένδυση από την άλλη πλευρά αυξήθηκε κυρίως σε τομείς τεχνολογίας. Επίσης, οι επιχειρήσεις οι οποίες ήταν πιο άρτιες τεχνολογικά και οργανωμένες ήταν και αυτές που προτιμούσαν τα τραπεζικά ιδρύματα να χρηματοδοτούν με κύριο στόχο την αύξηση των επενδύσεων. Μέσω της αύξησης των επενδύσεων αυξηθήκαν οι θέσεις εργασίας με αποτέλεσμα να αυξηθεί η αποταμίευση και συνακόλουθα η κατανάλωση, η οποία με τη σειρά της τροφοδοτούσε αύξηση της παραγωγής και των επενδύσεων.

Οι κίνδυνοι, ωστόσο, οι οποίοι έχουν επισημανθεί σαν αποτελέσματα από την οικονομική απελευθέρωση είναι δυο: οι οικονομικές κρίσεις και η έλλειψη κρατικού δημοσιονομικού ελέγχου. Η παντελής έλλειψη κανονιστικού πλαισίου λειτουργίας των τραπεζικών και οικονομικών ιδρυμάτων και ο μηδενισμός της κρατικής παρέμβασης στη δημοσιονομική πολιτική είναι πιθανόν να οδηγήσουν σε οικονομικές κρίσεις, οι οποίες, οφείλονται στην προσπάθεια των ιδρυμάτων να μεγιστοποιήσουν το κέρδος με κάθε μέσο παραβλέποντας το κοινωνικό συμφέρον και μεταφέροντας πολλές φορές ψευδείς πληροφορίες σχετικά με τις δυνατότητες επένδυσης και αποταμίευσης.

Καταλήγοντας σε κάποια γενικά συμπεράσματα που αφορούν την παγκόσμια οικονομική απελευθέρωση την περίοδο από το 1973 μέχρι το 1996 θα μπορούσαμε να πούμε τα εξής (Williamson and Mahar, 1998) :

Η οικονομική απελευθέρωση οδήγησε σε αύξηση της αποτελεσματικότητας των αγορών και στην άνθηση της επένδυσης. Τα τραπεζικά ιδρύματα δανείζουν σε ιδιώτες και επιχειρήσεις, οι οποίοι προσφέρουν τον πιο αποδοτικό συνδυασμό ρίσκου-απόδοσης. Όσο τα πραγματικά επιτόκια είναι υψηλά και οι πιστώσεις κατευθύνονται σε επενδυτικά σχέδια, τα οποία έχουν θετικό ποσοστό απόδοσης σε σχέση με το ρίσκο, το κακό που προκαλείται στις επενδύσεις μάλλον είναι ελάχιστο. Διότι, αν τα επιτόκια είναι υψηλά, μόνο οι δανειζόμενοι που αναλαμβάνουν μεγάλο ρίσκο με κύριο στόχο τις υψηλές αποδόσεις είναι διατεθειμένοι να δανειστούν. Τα τραπεζικά ιδρύματα με την μείωση του κρατικού παρεμβατισμού και την ελαχιστοποίηση των τραπεζικών διαθεσίμων που τηρούν στην εκάστοτε Κεντρική Τράπεζα, έχουν την δυνατότητα να μειώσουν την διαφορά μεταξύ του επιτοκίου χορηγήσεων και καταθέσεων, και με τον τρόπο αυτό να προαχθεί η επένδυση (Abiad, Oomes and Ueda, 2005).

Εδώ γίνεται σαφής ο ρόλος ενός ελεύθερα διοικούμενου τραπεζικού συστήματος, οι αποφάσεις στα πλαίσια του οποίου παίρνονται χωρίς καμία κρατική παρέμβαση. Αποφάσεις οι οποίες επηρεάζονται από τις διεθνείς εξελίξεις και συντελούν στην προαγωγή του εγχώριου και διεθνούς ανταγωνισμού.

### **3.Εξειδικευμένα Θέματα**

#### **3.1 Χρηματιστηριακές Αποδόσεις**

Οι χρηματιστηριακές αποδόσεις συνδέονται, σημαντικά, με το βαθμό οικονομικής ανάπτυξης των ανεπτυγμένων και αναπτυσσόμενων χωρών. Βαθύτερο και υψηλότερο, σε ποιότητα, τραπεζικό σύστημα συνδέεται, σύμφωνα με τους Dellas και Hess(2005), με χαμηλότερη διακύμανση στις τιμές των μετοχών και μεγαλύτερο συγχρονισμό στις κινήσεις των αποδόσεων σε τοπικό και παγκόσμιο επίπεδο.

Η χαμηλότερη διακύμανση των τιμών των μετοχών σε μια αγορά, που την χαρακτηρίζει η αποτελεσματικότητα και η υψηλή ποιότητα των τραπεζικών εργασιών, έχει άμεση σχέση με την ασφάλεια που νοιώθουν οι επενδυτές, οι οποίοι



δεν αισθάνονται να απειλούνται από μια ενδεχόμενη χρηματιστηριακή κρίση. Η εμπιστοσύνη, από την άλλη πλευρά, των επενδυτών στην χρηματιστηριακή αγορά οδηγεί στην ύπαρξη μεγαλύτερης ρευστότητας σε τοπικό και παγκόσμιο επίπεδο και στο μεγαλύτερο συγχρονισμό των αποδόσεων διεθνώς.

Εκτός από τις διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών σε μια αγορά, σημαντική επίδραση έχουν και οι αποδόσεις του ενεργητικού των εταιριών που δραστηριοποιούνται μέσα σε αυτές. Υπάρχουν δυο τρόποι μέσω των οποίων συνδέονται αυτές οι αποδόσεις με τις ιδιότητες του οικονομικού συστήματος (Dellas and Hess,2005) :

Πρώτον, οι αποδόσεις εξαρτώνται από το πόσο καλά το οικονομικό σύστημα διεκπεραιώνει τις βασικές λειτουργίες του. Αυτές οι λειτουργίες μπορούν να προσδιοριστούν ως εξής: **η παροχή ρευστότητας**, η οποία προϋποθέτει ένα υγιές τραπεζικό σύστημα, το οποίο δίνει τη σιγουριά στους αποταμιευτές να εμπιστευθούν τα χρήματά τους. Αυτό με τη σειρά του διοχετεύει τη ρευστότητα στις επιχειρήσεις για την πραγματοποίηση επενδύσεων, αυξάνει τις αποδόσεις αυτών και συνακόλουθα αυξάνει και τις τιμές των μετοχών τους, διότι πάντα υπάρχει ζήτηση από τους επενδυτές για μετοχές εταιριών που έχουν αυξανόμενα κέρδη και όχι ζημιές. **Η διευκόλυνση του εμπορίου**, η οποία προϋποθέτει απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος και ελεύθερη διακίνηση των προϊόντων παγκοσμίως. Η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος βοηθάει τους αποταμιευτές να έχουν πιο ολοκληρωμένη πληροφόρηση σχετικά με ολοένα και καινούργια χρηματοοικονομικά προϊόντα, τα οποία δίνουν τη δυνατότητα αυξανόμενων κερδών και οδηγούν σε αύξηση της ρευστότητας των τραπεζικών ιδρυμάτων που τα παρέχουν. Συνακόλουθα, **η αντιστάθμιση και διαφοροποίηση του κινδύνου**, ο οποίος προέρχεται από τα νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα όπως αμοιβαία κεφαλαία, που επιλέγουν οι αποταμιευτές, έναντι των παραδοσιακών, όπως, απλές καταθέσεις ταμιευτηρίου, με την χρησιμοποίηση καινούργιων πρακτικών από τα τραπεζικά ιδρύματα, αυξάνουν τα κέρδη των αποταμιευτών και οδηγούν στην εύρεση πηγών χρηματοδότησης των εταιριών, οι οποίες αυξάνουν το μερίδιό τους στην εγχώρια και παγκόσμια αγορά. Επιπλέον, **το ταίριασμα των αποταμιευτών και επενδυτών**, είναι μια λειτουργία του οικονομικού συστήματος, η οποία αν διεκπεραιώνεται σωστά μέσω του τραπεζικού συστήματος οδηγεί στη αποτελεσματικότερη διοχέτευση του χρήματος στην αγορά και στην χρησιμοποίηση αυτού από υγιείς επιχειρήσεις που αυξάνουν τα κέρδη τους, τις αποδόσεις τους και τις

τιμές των μετοχών τους. Τέλος, το σημαντικότερο, ίσως, ρόλο παίζουν σε ένα σωστά οργανωμένο οικονομικό σύστημα **η παρακολούθηση και ο έλεγχος των διοικούντων, όπως και η χρησιμοποίηση του συλλογικού ελέγχου**. Ο αποτελεσματικότερος έλεγχος των διοικούντων μιας επιχείρησης, οι επιλογές των οποίων είναι καταλυτικές για την ύπαρξη και την πορεία αυτής στην αγορά, επιτυγχάνεται μέσω της πληροφόρησης που παρέχεται για αυτούς από ένα υγιές και οργανωμένο τραπεζικό σύστημα.

Δεύτερον, η πορεία των αποδόσεων των εταιριών εξαρτώνται, εκτός από το πόσο καλά διεκπεραιώνει το οικονομικό σύστημα τις λειτουργίες του, και από τις επιδράσεις αυτού στις μακροοικονομικές θεμελιώδεις μεταβλητές, όπως στη διακύμανση της οικονομικής ανάπτυξης. Τα στοιχεία μακροοικονομικών μελετών δείχνουν ότι η επέκταση μιας επιχείρησης οδηγεί σε οικονομική ανάπτυξη αυτής μέσω της παροχής ρευστότητας, στα πλαίσια ενός υγιούς τραπεζικού συστήματος και μέσω της ορθής και συνετής χρησιμοποίησης αυτής από τους διοικούντες με κύριο στόχο την μεγιστοποίηση της τιμής της μετοχής της εταιρίας.

Η ορθή διεκπεραίωση των βασικών λειτουργιών του οικονομικού συστήματος επηρεάζει καταλυτικά και τις αποδόσεις των μετοχών. Συγκεκριμένα, το οικονομικό σύστημα επηρεάζει ένα σημαντικό και καθοριστικό παράγοντα της απόδοσης των τιμών των μετοχών, ο οποίος είναι η μακροοικονομική διακύμανση. Αυτή η σχέση μεταξύ του οικονομικού συστήματος και των αποδόσεων των μετοχών είναι άμεση και έμμεση ταυτόχρονα (Edwards, Biscarri and Perez de Gracia, 2003).

Η άμεση σχέση έχει να κάνει με την παρακολούθηση των διοικούντων και την χρησιμοποίηση του συλλογικού ελέγχου. Πιο αποτελεσματικός έλεγχος των διοικούντων μιας επιχείρησης, θέτει φραγμούς στις επικίνδυνες επιλογές από αυτούς σχετικά με την ανάληψη επενδυτικών σχεδίων ριψοκίνδυνων για την πορεία της επιχείρησης και συνακόλουθα επίφοβων για τις αποδόσεις των μετοχών αυτής. Όσο χαμηλότερο ρίσκο αναλαμβάνεται από τους διοικούντες τόσο πιο σταθερές είναι οι τιμές των μετοχών μιας επιχείρησης διότι οι αποταμιευτές έχουν την σιγουριά και την πεποίθηση ότι δεν θα χάσουν τα χρήματά τους και θα εξασφαλίσουν, μακροχρόνια, αυξανόμενα μερίσματα και κέρδη. Το σημαντικότερο στοιχείο το οποίο εξασφαλίζει την σιγουριά των επενδυτών σχετικά με την πορεία των αποδόσεων τους, αποτελεί η παροχή ορθής πληροφόρησης σχετικά με τους διοικούντες μιας επιχείρησης και την πορεία των επενδυτικών επιλογών τους. Καταλυτικό ρόλο σε αυτό παίζει ένα υγιές τραπεζικό σύστημα. Ο ρόλος των τραπεζικών ιδρυμάτων δεν περιορίζεται στην

παροχή πληροφοριών σχετικά με το ποιοι είναι οι διοικούντες μιας επιχείρησης και συγκεκριμένα, το κατά πόσο ηθικοί είναι στις επενδυτικές τους επιλογές, οι οποίες πρέπει να έχουν σαν κύριο στόχο την μεγιστοποίηση της τιμής της μετοχής μιας επιχείρησης και, συνακόλουθα, την αύξηση των κερδών των επενδυτών, αλλά και στο να οδηγούν τους διοικούντες στη επιλογή πιο συνετών σχεδίων προκειμένου να αποπληρώνουν τα χρέη τους προς αυτές και να αποφεύγουν τον κίνδυνο της χρεοκοπίας. Επίσης, η διαφοροποίηση των επενδυτικών επιλογών των διοικούντων οδηγεί σε πιο ασφαλείς διακυμάνσεις των αποδόσεων και των τιμών των μετοχών μιας επιχείρησης. Γιατί, είναι λογικό η τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης να έχει λιγότερες διακυμάνσεις όταν η εταιρία δραστηριοποιείται σε περισσότερους από έναν τομείς της οικονομίας και οι πιθανές ζημιές σε ένα τομέα, να μπορούν να αντισταθμιστούν από τα κέρδη στον άλλον.

Επιπροσθέτως, η άμεση σχέση μεταξύ του οικονομικού συστήματος και των αποδόσεων των μετοχών έχει να κάνει και με την παροχή ρευστότητας από τις τράπεζες προς τις επιχειρήσεις. Η παροχή ρευστότητας αποτελεί ακρογωνιαίο λίθο ενός απελευθερωμένου οικονομικού συστήματος, γιατί βοηθάει τις επιχειρήσεις να βρίσκουν εύκολα χρηματικά διαθέσιμα έτσι ώστε σε καταστάσεις οικονομικών κρίσεων να ξεπερνούν τα οικονομικά τους προβλήματα και να εξασφαλίζουν την επιβίωσή τους. Η ανελαστικότητα μεταξύ προσφοράς και ζήτησης ρευστότητας, η οποία χαρακτηρίζει τις οικονομικά υποανάπτυκτες χώρες οδηγεί σε οικονομικές κρίσεις, οι οποίες έχουν ολέθριες συνέπειες για την αγορά των μετοχών και την τραπεζική αγορά. Αυτό, βέβαια, οφείλεται στην έλλειψη εμπιστοσύνης εκ μέρους των επενδυτών και των αποταμιευτών σχετικά με το οικονομικό σύστημα το οποίο σε αυτές τις χώρες δεν παρέχει καμία αίσθηση σταθερότητας και σιγουριάς. Η ύπαρξη ρευστότητας, λοιπόν, απλά σημαίνει ότι υπάρχουν αρκετά ρευστά διαθέσιμα στις τράπεζες, οι οποίες λειτουργούν σαν κανάλια, μέσω της ορθής πληροφόρησης που έχουν για τις επιχειρήσεις και τους διοικούντες αυτών, και την διοχετεύουν εκεί που αφενός μεν ξέρουν ότι θα χρησιμοποιηθεί αποτελεσματικά και θα αυξήσει τις αποδόσεις των μετοχών των επιχειρήσεων που θα την αποκτήσουν και, αφετέρου, εκεί που θα μεγιστοποιήσουν τα κέρδη των αποταμιευτών που τους εμπιστεύονται τα μετρητά τους. Συνακόλουθα, η ύπαρξη επαρκούς ρευστότητας σε μια οικονομία οδηγεί και σε μείωση των διακυμάνσεων των τιμών των μετοχών, διότι οι αποταμιευτές έχουν εμπιστοσύνη στους διαχειριστές αυτών και δεν οδηγούνται σε καταστάσεις πανικού μέσω απότομων πωλήσεων των μετοχών τους λόγω της

αβεβαιότητας που αισθάνονται σχετικά με την πορεία των επενδυτικών τους επιλογών και συνεπώς των χρημάτων τους.

Η έμμεση σχέση, από την άλλη πλευρά, μεταξύ της οικονομικής ανάπτυξης και των αποδόσεων των μετοχών έχει να κάνει, αφενός μεν, με τις επιδράσεις αυτού στις μακροοικονομικές διακυμάνσεις και αφετέρου, με τις επιδράσεις στην δομή παραγωγής.

Η οικονομική ανάπτυξη επηρεάζει τις μακροοικονομικές διακυμάνσεις διότι επιτρέπει σε μια οικονομία να απορροφήσει πιο εύκολα μια οικονομική κρίση. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω του τραπεζικού συστήματος που παρέχει πιο διαφοροποιημένες χρηματοοικονομικές επιλογές, οπότε μετριάζονται τα ολέθρια αποτελέσματα μιας οικονομικής κρίσης. Δεδομένου, ότι τα κέρδη των επενδυτών και των αποταμιευτών δεν στηρίζονται σε ένα χρηματοοικονομικό προϊόν, αλλά σε μια 'γκάμα' προϊόντων που η ζημία που ενδεχομένως να προκληθεί στην απόδοση ενός από αυτά αντισταθμίζεται από το κέρδος στην απόδοση του άλλου. Επιπλέον, οι μακροοικονομικές διακυμάνσεις μειώνονται μέσω της βελτίωσης που επιφέρει η οικονομική ανάπτυξη στην ασύμμετρη πληροφόρηση. Η οικονομική ανάπτυξη επιτρέπει και ευνοεί την λειτουργία ενός υγιούς και αποτελεσματικού τραπεζικού συστήματος το οποίο παρέχει πληροφορίες σχετικά με τους διευθύνοντες των επιχειρήσεων, τον πρότερο έντιμο βίο τους και τις εκάστοτε επενδυτικές επιλογές τους οι οποίες μέσω του συλλογικού ελέγχου, έχουν σαν κύριο στόχο την ευημερία της επιχείρησης την οποία αφορούν και την μεγιστοποίηση των αποδόσεων αυτής. Η μείωση ασύμμετρης πληροφόρησης διευκολύνει και τις τράπεζες να εκμηδενίζουν τον κίνδυνο μη πληρωμής των δανείων τους, κίνδυνο τον οποίο εγκυμονούν οι επιλογές των διοικούντων που εξυπηρετούν τα προσωπικά τους συμφέροντα.

Το διεθνές εμπόριο είναι ένας άλλος σημαντικός παράγοντας μέσω του οποίου επηρεάζει η οικονομική ανάπτυξη τις αποδόσεις των μετοχών και τις διακυμάνσεις αυτών σε τοπικό και παγκόσμιο επίπεδο. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω της αύξησης των εμπορικών δραστηριοτήτων των οικονομικά ανεπτυγμένων χωρών και των θεμελιωδών αλλαγών που επιφέρει το διεθνές εμπόριο στην δομή παραγωγής. Η οικονομική ανάπτυξη επιτρέπει στις επιχειρήσεις να δραστηριοποιούνται σε διεθνές επίπεδο χωρίς κεφαλαιακούς περιορισμούς και να διοχετεύουν τα προϊόντα τους στο εξωτερικό με αποτέλεσμα αυτό να τις βοηθάει να γίνονται γνωστές σε διεθνές επίπεδο και οι αποδόσεις των μετοχών τους να μην εξαρτώνται μόνο από την ζήτηση αυτών σε εγχώριο επίπεδο αλλά και σε παγκόσμιο. Με τον τρόπο αυτό γίνονται

λιγότερο ευάλωτες σε οικονομικές κρίσεις και επιτυγχάνουν και αντιστάθμιση κινδύνου. Συνακόλουθα, αυτό εξασφαλίζει και τους αποταμιευτές που έχουν επενδύσει σε μετοχές αυτών των επιχειρήσεων μέσω της διαφοροποίησης του κινδύνου που αντιμετωπίζουν. Τέλος, οι αλλαγές που επιφέρει η απελευθέρωση του διεθνούς εμπορίου στην παραγωγική δομή μέσω νέων μηχανισμών παραγωγής και νέων τεχνολογικών ευρημάτων κάνουν πιο ανταγωνιστικές τις εγχώριες επιχειρήσεις και σταθεροποιούν τις αποδόσεις των μετοχών τους, διότι δεν επηρεάζονται μόνο από το εγχώριο οικονομικό σύστημα αλλά πλέον δραστηριοποιούνται και σε διεθνές επίπεδο (Edwards, Biscarri and Perez de Gracia, 2003).

Συνοψίζοντας, θα μπορούσαμε να συμπεράνουμε ότι η οικονομική απελευθέρωση στην τραπεζική αγορά και στην αγορά μετοχών, έχει άμεσες και έμμεσες επιδράσεις στην διακύμανση των χρηματιστηριακών αποδόσεων. Η ανάπτυξη των τραπεζικών ιδρυμάτων και η δραστηριοποίηση τους σε ένα απελευθερωμένο οικονομικό περιβάλλον μειώνουν την ασταθή και απότομη διακύμανση των μετοχών μέσω της συμβολής τους στην μείωση της ασύμμετρης πληροφόρησης και της παροχής ρευστότητας στις επιχειρήσεις. Οι τελευταίες δραστηριοποιούνται πλέον σε διεθνές επίπεδο. Αυτό, ωστόσο, που πρέπει να επισημανθεί είναι ότι η απελευθέρωση του οικονομικού και τραπεζικού συστήματος είναι επίφοβο να κάνει τις εγχώριες επιχειρήσεις, που δραστηριοποιούνται μέσα σε αυτό, ευάλωτες σε οικονομικές κρίσεις που προέρχονται από το εξωτερικό.

### **3.2 Οικονομική Ανάπτυξη**

Από την δεκαετία του 1970 πολλές χώρες έχουν προχωρήσει στην απελευθέρωση του οικονομικού τους συστήματος. Η διαδικασία αυτή οδήγησε στην ελεύθερη διακίνηση του κεφαλαίου (Kireyev, 2002), την απομάκρυνση από την οικονομική καταπίεση και την μείωση των περιορισμών στην ξένη ιδιοκτησία. Ένα εύλογο ερώτημα που γεννιέται είναι το κατά πόσο αυτή η απελευθέρωση οδηγεί στην οικονομική ανάπτυξη.

Η οικονομική απελευθέρωση χαρακτηρίζεται τα τελευταία τριάντα χρόνια από την μείωση των περιορισμών στις εγχώριες αγορές, από την αναδιάρθρωση των κεφαλαιακών δομών και από την άρση των περιορισμών στους κανόνες της αγοράς. Σε σχέση πάντα με τις ανάγκες του κάθε οικονομικού συστήματος, οι πολιτικές που ακολουθούνται στην απελευθερωτική διαδικασία επιτρέπουν στις οικονομικές

μονάδες να δανείζονται από την διεθνή αγορά, αφού πλέον δεν υπάρχουν συναλλαγματικοί περιορισμοί. Επιπλέον, η ελεύθερη είσοδος ξένων επιχειρήσεων και τραπεζικών ιδρυμάτων εντείνει τον ανταγωνισμό στην αγορά μέσω της παροχής νέων προϊόντων και υπηρεσιών. Μέσω της ισορροπίας της αγοράς, σε ένα οικονομικό σύστημα που βρίσκεται στην διαδικασία της απελευθέρωσης, η οποία επιτυγχάνεται με την εξισορρόπηση προσφοράς και ζήτησης, η έλλειψη περιορισμών στην απόκτηση κεφαλαίου οδηγεί τις επιχειρήσεις στην εξεύρεση φθηνού κεφαλαίου και πιέζει την εκάστοτε εγχώρια αγορά να γίνει πιο αποτελεσματική.

Η απελευθέρωση επηρεάζει θετικά την οικονομική ανάπτυξη μέσω τριών μηχανισμών (Bekaert, Harvey and Lundblad, 2004). Πρώτον, μέσω του επηρεασμού της ανάπτυξης του εγχώριου οικονομικού συστήματος σε όρους μεγέθους και αποτελεσματικότητας. Δεύτερον, επηρεάζει την πρόσβαση των εγχώριων οικονομικών μονάδων σε ξένες πηγές κεφαλαίου και τέλος, μεσολαβεί στην εξομάλυνση των θεσμικών προβλημάτων και την αντιμετώπιση αυτών από την εκάστοτε κυβερνητική πολιτική. Η μείωση των οικονομικών περιορισμών μέσω της οικονομικής απελευθέρωσης μεγιστοποιεί τα θετικά αποτελέσματα της οικονομικής ανάπτυξης. Και αυτό γιατί σε μια οικονομία που είναι καταπιεσμένη, υπάρχουν περιορισμοί στα επιτόκια, με αποτέλεσμα να παρατηρείται μείωση των καταθέσεων αφού δεν υπάρχει η δυνατότητα οι αποταμιευτές να κερδίσουν περισσότερο από το κυβερνητικά καθορισμένο. Συνακόλουθα, η μείωση των καταθέσεων οδηγεί τα τραπεζικά ιδρύματα στην έλλειψη επαρκών διαθεσίμων για χρηματοδότηση επενδύσεων, οπότε υπάρχει σοβαρό πρόβλημα και στην συσσώρευση κεφαλαίου και βεβαίως αποθαρρύνεται η αποτελεσματική κατανομή των διαθέσιμων οικονομικών πόρων αφού την καθορίζει αποκλειστικά η εκάστοτε κυβερνητική πολιτική. Το άνοιγμα στις διεθνείς αγορές λύνει όλα αυτά τα προβλήματα μέσω της εισόδου ξένων επιχειρήσεων και τραπεζών στην εγχώρια οικονομία, οπότε αυξάνεται ο ανταγωνισμός από την μια πλευρά και μειώνεται το κόστος κεφαλαίου από την άλλη, διότι είναι πιο εύκολη η πρόσβαση στις ξένες και πιο ανεπτυγμένες οικονομίες για τους εγχώριους φορείς. Οπότε η εκάστοτε εγχώρια οικονομία αυξάνεται σε μέγεθος με την εισροή ξένων εταιριών και μεγαλώνει και η αποτελεσματικότητά της.

Ο δεύτερος μηχανισμός επηρεασμού της οικονομικής ανάπτυξης μέσω της απελευθέρωσης αφορά την μείωση του κόστους κεφαλαίου για τις εγχώριες οικονομικές μονάδες μέσω της ελεύθερης εισόδου αυτών στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Η μείωση του κόστους κεφαλαίου και παραγωγής για τις εγχώριες

επιχειρήσεις οδηγεί σε αύξηση των επενδύσεων, του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος και συνακόλουθα στην αύξηση της οικονομικής ανάπτυξης.

Ο τρίτος μηχανισμός αφορά την καλυτέρευση της οικονομικής πολιτικής της εκάστοτε κυβέρνησης. Η υιοθέτηση διεθνών λογιστικών προτύπων και νέων θεσμικών μηχανισμών εξαιτίας του διεθνούς ανταγωνισμού οδηγεί στην αύξηση της οικονομικής ανάπτυξης. Η διεθνοποίηση των εγχώριων οικονομικών ωθεί τις κυβερνήσεις στην βελτίωση των κανονισμών που διέπουν την οικονομική ζωή και κάνουν πιο αποτελεσματική την λειτουργία των φορέων που δραστηριοποιούνται σε αυτή (Aizenman, 2005). Αυτές οι βελτιώσεις μειώνουν τα κόστη για τις επιχειρήσεις να αντλήσουν κεφάλαια από την τραπεζική και την χρηματιστηριακή αγορά, κόστη τα οποία ήταν δυσβάσταχτα πριν την απελευθέρωση.

Τα οφέλη της οικονομικής απελευθέρωσης τα οποία επηρεάζουν θετικά την οικονομική ανάπτυξη μπορούν να χωριστούν σε δυο κατηγορίες. Σε αυτά που δημιουργούνται από την ελεύθερη είσοδο στις εγχώριες και διεθνείς αγορές, και σε αυτά που αυξάνουν την αποτελεσματική αναδιάρθρωση του κεφαλαίου (Abiad, Oomes and Ueda, 2005). Η έλλειψη ασύμμετρης πληροφόρησης και η εύκολη εύρεση κεφαλαίου οδηγεί την οικονομία σε αύξηση του εγχώριου πλούτου, μέσω της προώθησης του κεφαλαίου προς κερδοφόρες χρήσεις. Η είσοδος ξένων επιχειρήσεων σε μια περιορισμένη οικονομία, εισάγει την χρησιμοποίηση νέων μεθόδων παραγωγής, τεχνολογικά πιο προηγμένων, οι οποίες αυξάνουν την παραγωγή και κάνουν πιο αποτελεσματική την χρησιμοποίηση των πρώτων υλών. Από την άλλη πλευρά, η μείωση ασύμμετρης πληροφόρησης από την πλευρά των εγχώριων τραπεζών, τα κέρδη των οποίων δεν προέρχονται πλέον μόνο από τα στενά πλαίσια της εγχώριας οικονομίας, κάνουν πιο αποτελεσματική την χρησιμοποίηση των διαθέσιμων πηγών κεφαλαίου (Bekaert, Harvey and Lundblad, 2001).

Ένα άλλο στοιχείο το οποίο φαίνεται από μελέτες ότι δημιουργεί θετική επίδραση στην οικονομική ανάπτυξη είναι τα πραγματικά επιτόκια. Τα θετικά πραγματικά επιτόκια επηρεάζουν με αποτελεσματικό τρόπο την οικονομική ανάπτυξη δεδομένου ότι δίνουν αξία στο χρήμα και αυξάνουν τις επενδύσεις, άρα αυξάνουν το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (Chan-Lau and Chen, 2001).

Η κατανάλωση είναι ένα ακόμα στοιχείο που ευνοείται από την οικονομική απελευθέρωση δεδομένου ότι η μείωση των επιτοκίων οδηγεί τους αποταμιευτές στην αναζήτηση νέων τρόπων αύξησης του εισοδήματός τους, μέσω επενδύσεων σε αμοιβαία κεφάλαια και μετοχές ( Levchenko, 2005).

Συνεπώς, δημιουργείται μια πιο ευέλικτη και αποτελεσματική χρηματοπιστηριακή αγορά, η οποία είναι ένας εύκολος και γρήγορος τρόπος εξεύρεσης κεφαλαίων με προνομιακούς όρους, μέσω της εισαγωγής μεγάλων και ξένων εταιριών και της αύξησης του ανταγωνισμού που αυτές δημιουργούν.

Από την άλλη πλευρά, οι νέοι τρόποι χρηματοδότησης που προσφέρονται στις επιχειρήσεις από τις τράπεζες με ελκυστικά επιτόκια, αυξάνουν τις επενδύσεις, οι οποίες με τη σειρά τους αυξάνουν το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν και συντελούν στην αύξηση της οικονομικής ανάπτυξης.

Συνοψίζοντας, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η οικονομική απελευθέρωση είναι ένα εργαλείο με το οποίο μια οικονομία μέσω κατάλληλων συνθηκών μπορεί να οδηγηθεί στην οικονομική ανάπτυξη. Οι συνθήκες αυτές έχουν να κάνουν με την έλλειψη των περιορισμών στην οικονομική διαδικασία, την ελεύθερη είσοδο ξένων επιχειρήσεων στην εγχώρια αγορά και την αναδιάρθρωση της κεφαλαιακής δομής.

Ωστόσο, υπάρχουν και οι επικριτές της οικονομικής απελευθέρωσης, οι οποίοι διατείνονται ότι δεν είναι βέβαιο ότι αυτή οδηγεί απαραίτητα στην οικονομική ανάπτυξη. Και αυτό διότι μπορεί και η οικονομική καταπίεση να έχει θετικά αποτελέσματα στην ανάπτυξη ενός οικονομικού συστήματος. Μέσω της ασύμμετρης πληροφόρησης και των υψηλών επιτοκίων, γεγονότα που χαρακτηρίζουν ένα καταπιεσμένο οικονομικό σύστημα, δεν δημιουργείται υπέρμετρος δανεισμός, προστατεύονται οι επιχειρήσεις από τη χρεοκοπία και οι ιδιώτες από την αδυναμία αποπληρωμής των χρεών τους και αυτό γιατί η παροχή δανείων γίνεται με πιο αυστηρά κριτήρια, τα οποία ουδόλως έχουν να κάνουν με το υπέρμετρο κέρδος των τραπεζικών ιδρυμάτων αλλά με το κοινωνικό συμφέρον. Τέλος, η επιβολή περιορισμών στην ελεύθερη είσοδο ξένων επιχειρήσεων και τραπεζικών ιδρυμάτων εμποδίζει την έντονη αύξηση του ανταγωνισμού, οπότε προστατεύονται οι εγχώριες επιχειρήσεις και παραμένει σταθερό το επίπεδο των κερδών τους. Γεγονός που διατηρεί σε ικανοποιητικά επίπεδα την εγχώρια οικονομική ανάπτυξη (Levchenko, 2005).

### **3.3 Τιμές Αξιογράφων/ Ακινήτων**

Τις τελευταίες τρεις δεκαετίες πολλές βιομηχανικές χώρες έχουν αποκτήσει εμπειρία στις μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών ακινήτων περιουσιακών στοιχείων.



Και έχει, βεβαίως, αποδειχθεί ότι η δημοσιονομική πολιτική έχει μεγάλη επίδραση στον πληθωρισμό των τιμών της γης και των σπιτιών. Επίσης, και η οικονομική απελευθέρωση έχει επηρεάσει τις διακυμάνσεις των τιμών τους αλλά αυτή η επίδραση δεν είναι ευρέως γνωστή. Όσο, μάλιστα, μεγαλύτερος είναι ο βαθμός οικονομικής απελευθέρωσης τόσο μεγαλύτερη είναι η επίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής στις τιμές των ακινήτων (Gelos and Werner, 1999).

Η διαφορά ανάμεσα σε μια περιορισμένη οικονομία σε σχέση με μια οικονομία που έχει βασικά στοιχεία οικονομικής απελευθέρωσης αποτελεί η αντίδραση τους σε μια απότομη διακύμανση των επιτοκίων. Η πιστοληπτική ικανότητα μιας περιορισμένης οικονομίας, η οποία επηρεάζει την κατανάλωση και τη ζήτηση για αγορά γης, εξαρτάται από την ποσότητα και την αξία των εγγυήσεων που μπορεί να προσφέρει σε ακίνητα περιουσιακά στοιχεία. Η επίδραση της οικονομικής απελευθέρωσης στην σχέση μεταξύ επιτοκίων και τιμών ακίνητων περιουσιακών στοιχείων εξαρτάται από δυο βασικούς παράγοντες :

Πρώτον, από τον παράγοντα περιουσίας. Η μείωση των επιτοκίων σε μια οικονομία οδηγεί στον περιορισμό του δημόσιου χρέους, άρα αυξάνεται η κατανάλωση και η ζήτηση για αγορά ακίνητης περιουσίας όπως η αγορά σπιτιού και γης. Αυτή την εξέλιξη, βέβαια, την συναντάμε σε οικονομίες με εμφανή στοιχεία οικονομικής απελευθέρωσης. Ο δεύτερος παράγοντας, έχει να κάνει με τα διαφορετικά επίπεδα οικονομικής απελευθέρωσης και τις επιδράσεις τους ανάμεσα στη ζήτηση καταναλωτικών αγαθών και ακίνητων περιουσιακών στοιχείων. Σε μια οικονομία χωρίς περιορισμούς, η αγορά γης και σπιτιού και η υποθήκευση αυτών για την απόκτηση στεγαστικού δανείου, επηρεάζεται άμεσα από τις διακυμάνσεις των επιτοκίων. Όσο μεγαλύτερη η μείωση των επιτοκίων, τόσο μεγαλύτερη η ζήτηση δανείων για αγορά γης και στέγης, πράγμα το οποίο οδηγεί στην αύξηση των τιμών τους.

Εδώ θα πρέπει να αναφερθούμε στην σημασία που έχει για την απόκτηση ενός ακίνητου περιουσιακού στοιχείου η έννοια της υποθήκης/ εγγύησης/ εμπράγματης ασφάλειας (collateral) και την επίδραση που έχει η έννοια αυτή στις τιμές του σε συνδυασμό με τις αυξομειώσεις των επιτοκίων (Mora, 2005).

Στα πλαίσια μιας συμφωνίας δανείου για την αγορά ενός ακίνητου περιουσιακού στοιχείου, όπως ένα σπίτι, ανάμεσα σε έναν δανειστή και έναν δανειζόμενο, η εγγύηση που παρέχεται από τον δανειζόμενο στον δανειστή έχει να κάνει με την πιθανότητα ο δανειζόμενος να έχει μελλοντικά οικονομικά προβλήματα με την

αποπληρωμή του δανείου του. Επιπλέον, ο δανειστής έχει λιγότερη πληροφόρηση σε σχέση με τον δανειζόμενο όσο αναφορά το σκοπό του δανείου. Ο τελευταίος είναι ο μόνος που γνωρίζει τον αληθινό και ακριβή σκοπό του δανείου, οπότε ο δανειστής μέσω της εμπράγματης ασφάλειας που ζητάει προασπίζει τα συμφέροντά του, ειδικά όταν η ασφάλεια αυτή αφορά το σπίτι ή το οικοπέδο ενός δανειζόμενου. Στην περίπτωση αυτή είναι, βέβαια, φανερό ότι ο δανειζόμενος δεν θα βάλει σε κίνδυνο την ακίνητη περιουσία του και ειδικά το σπίτι που κατοικεί, το οποίο, πολλές φορές στην περίπτωση ενός δανείου είναι και ο σκοπός του δανεισμού.

Υπάρχουν δυο τύποι εγγύησης. Ο πρώτος είναι ο λεγόμενος εσωτερικός (inside collateral), όπου ο δανειστής ζητάει την υποθήκευση ακίνητης περιουσίας έτσι ώστε σε περίπτωση που υπάρξουν προβλήματα στην αποπληρωμή του δανείου να κάνει κατάσχεση αυτής και ο δεύτερος είναι ο λεγόμενος εξωτερικός (outside collateral), ο οποίος δεν απαιτεί την υποθήκευση ακίνητης περιουσίας (Mora, February 2005).

Σε μια οικονομία με τα παραπάνω χαρακτηριστικά, υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση σε σχέση με τον σκοπό ενός δανείου ανάμεσα στον δανειζόμενο και στην τράπεζα που το παρέχει. Η έλλειψη διαφάνειας από την μεριά του δανειζόμενου εγκυμονεί κινδύνους για τον δανειστή, κινδύνους οι οποίοι προέρχονται από το αν τα χρήματα του δανείου χρησιμοποιηθήκαν για τον σκοπό που πάρθηκαν. Ο σκοπός μπορεί να είναι για μια επιχείρηση ή επέκταση των εγκαταστάσεων της ή η χρηματοδότηση των επενδυτικών της σχεδίων, ή για έναν ιδιώτη η αγορά κατοικίας. Είναι βέβαιο ότι μια τράπεζα για να χορηγήσει ένα δάνειο εκτός από τους απαραίτητους ελέγχους που θα πραγματοποιήσει όσο αναφορά το ποινικό μητρώο και την προηγούμενη πιστοληπτική ικανότητα του πιστούχου της, θα προτιμήσει την χρηματοδότηση λιγότερο επικίνδυνων σχεδίων. Η αληθινή πληροφόρηση και η διαφάνεια που παρέχεται από τον δανειζόμενο στον δανειστή, όσο αναφορά την αληθινή αξία και την εύκολη ρευστοποίηση του ακινήτου που υποθηκεύεται για την χορήγηση του δανείου, βοηθά τον δανειστή να αντιμετωπίσει περιόδους οικονομικών κρίσεων και μια ενδεχομένη χρεοκοπία από την μη σωστή αποπληρωμή των δανείων που έχει χορηγήσει. Ο δανειστής, που στις περισσότερες περιπτώσεις είναι η τράπεζα, έχει και κόστος από την υποθήκευση ενός σπιτιού ή ενός οικοπέδου, όπως είναι η ασφάλιση του για περιπτώσεις σεισμού και πυρός για όσο καιρό είναι υποθηκευμένο, και η παρακολούθηση της οικονομικής κατάστασης του δανειζόμενου έτσι ώστε να έχει μια ολοκληρωμένη εικόνα των περιουσιακών του στοιχείων και τα οποία θα ζητήσει να τα ρευστοποιήσει ο δανειζόμενος σε περίπτωση χρεοκοπίας.

Η οικονομική απελευθέρωση, ακριβώς επειδή χαρακτηρίζεται από την παροχή κοινών και ορθών πληροφοριών για όλες τις οικονομικές μονάδες, από την διαφάνεια, όσο αναφορά τους σκοπούς δανειοδότησης και από την ανάμειξη του κράτους όπου κρίνεται απολύτως απαραίτητο και κυρίως, σε περιπτώσεις που οι δυνάμεις της ελεύθερης αγοράς δεν μπορούν να λύσουν τα προβλήματα που προκύπτουν, με την παροχή ρευστότητας στα τραπεζικά ιδρύματα και την χρησιμοποίηση αυτής καθώς αυτά κρίνουν για την προαγωγή των στόχων τους, οδηγεί σε ελεύθερη διαμόρφωση των επιτοκίων, τα οποία διατηρούνται σε χαμηλά επίπεδα λόγω της οικονομικής σταθερότητας που αυτή εξασφαλίζει. Η οικονομική σταθερότητα και η έλλειψη φόβου από τις τράπεζες σχετικά με την πορεία της οικονομίας οδηγούν στην εύκολη και χωρίς κίνδυνο δανειοδότηση των ιδιωτών και των επιχειρήσεων. Τα χαμηλά επιτόκια βοηθούν την δανειοδότηση για αγορά γης και κατοικίας και η αύξηση της ζήτησης οδηγεί σε αύξηση των τιμών τους, οπότε είναι και πιο εύκολη και συμφέρουσα η αποπληρωμή των δανείων που χρησιμοποιηθήκαν για τη απόκτησή τους. Για τους μεν δανειζόμενους, η αγορά ακίνητων περιουσιακών στοιχείων με μεγάλη αξία παρέχει την ασφάλεια σε μια ενδεχόμενη περίπτωση που δυσκολευτούν στην αποπληρωμή του δανείου τους να ρευστοποιήσουν εύκολα το ακίνητο που έχουν στην κατοχή τους, για τους δε δανειστές η κατάσχεση αυτών των περιουσιακών στοιχείων στην ίδια περίπτωση τους δίνει την δυνατότητα να εξασφαλίσουν την σίγουρη επιστροφή των χρημάτων τους, αφού τα συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία έχουν μεγάλη αξία πώλησης.

Επίσης, η ελαστικότερη δημοσιονομική πολιτική σε ένα απελευθερωμένο οικονομικό καθεστώς έχει θετικές επιδράσεις στις τιμές των ακινήτων. Η μειωμένη φορολογία εισοδήματος οδηγεί τους ιδιώτες στην αγορά ακίνητης περιουσίας μέσω της οποίας είτε αποκτούν στέγη, οπότε καλυτερεύουν τα οικονομικά τους λόγω της έλλειψης ενουκίου, είτε αν διαθέτουν κατοικία, αγοράζουν ακίνητα που μισθώνουν για απόκτηση πρόσθετων εισοδημάτων. Στην περίπτωση της απόκτησης γης η κατακόρυφη αύξησης της αξίας της λόγω των μειωμένων επιτοκίων, οδηγεί τους αποταμιευτές να μην διατηρούν τα διαθέσιμα τους στην τράπεζα αλλά να τα χρησιμοποιούν για την απόκτησή της. Από την άλλη πλευρά, η μείωση των φόρων στα κέρδη των επιχειρήσεων προάγει την επένδυση και αυξάνει τα έσοδα τους, οπότε δεν έχουν πρόβλημα στην αποπληρωμή των δανείων τους.

Ωστόσο, το βασικό πρόβλημα στην συγκεκριμένη περίπτωση είναι ο υπερδανεισμός των νοικοκυριών και επιχειρήσεων, ο οποίος εγκυμονεί σοβαρούς οικονομικούς κινδύνους όπως η αδυναμία αποπληρωμής των χρεών τους.

### 3.4 Κρίσεις

Τα αποτελέσματα της οικονομικής απελευθέρωσης σε πολλές χώρες οδήγησαν τους ερευνητές στο συμπέρασμα ότι σε αγορές με πολλές ατέλειες στην πιστωτική τους πολιτική, η οικονομική απελευθέρωση οδηγεί σε πιο γρήγορη ανάπτυξη αλλά και σε μεγαλύτερες και συχνότερες κρίσεις στον τραπεζικό και γενικότερα στον οικονομικό τομέα (Kaminsky and Schmukler, 2003).

Η πορεία από την οικονομική καταπίεση στην οικονομική απελευθέρωση οδήγησε σε πιο χαλαρούς οικονομικούς περιορισμούς, γεγονός το οποίο ώθησε τις οικονομικές μονάδες στην ανάληψη μεγαλύτερου πιστωτικού ρίσκου, οπότε η οικονομία έγινε πιο ευάλωτη. Η απελευθέρωση των επιτοκίων, η μείωση των υποχρεωτικών διαθεσίμων που έπρεπε οι τράπεζες να παρακρατούν στην Κεντρική Τράπεζα της χώρας στην οποία δραστηριοποιούνταν, η μείωση της ανάμειξης του κράτους στις οικονομικές αποφάσεις των τραπεζών και των επιχειρήσεων, οι ιδιωτικοποιήσεις των τραπεζών και η ελεύθερη είσοδος ξένων τραπεζών στις εγχώριες αγορές οδήγησαν στην ανάληψη μεγάλου πιστωτικού κινδύνου, γεγονός το οποίο έκανε τις εμπλεκόμενες οικονομίες να οδηγηθούν πολλές φορές σε οικονομικές κρίσεις. Επιπλέον, οι χαλαρότεροι θεσμοί του οικονομικού συστήματος σε μια οικονομία που περνάει από το στάδιο της καταπίεσης σε αυτό της απελευθέρωσης οδηγεί πολλές φορές σε τέτοιου είδους κρίσεις (Demirguc-Kunt and Detragiache, 1998).

Επιπλέον οι τράπεζες με την αύξηση του ανταγωνισμού, την μείωση του κόστους τους, τους χαλαρότερους θεσμούς που επικρατούν σε μια απελευθερωμένη οικονομία και οι οποίοι αυξάνουν την παραγωγικότητα και αποτελεσματικότητά τους, μέσω της ελεύθερης χρηματοδότησης όποιων επενδυτικών σχεδίων αυτές κρίνουν κερδοφόρων, οδηγούνται πολλές φορές σε οικονομικές κρίσεις που μπορούν να αποβούν μοιραίες για την ίδια τους την ύπαρξη. Είναι φανερό ότι σε ένα οικονομικό σύστημα που χαρακτηρίζεται από περιορισμούς, τα επιτόκια χορηγήσεων είναι συγκεκριμένα, κεντρικά καθορισμένα και δεν μπορούν να διαμορφωθούν ελεύθερα από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης. Η απελευθέρωση των επιτοκίων σε μια ελεύθερη

οικονομία δίνει την ευκαιρία στις τράπεζες να επιδιώκουν υψηλότερα κέρδη από την χρηματοδότηση επικίνδυνων επενδυτικών σχεδίων. Αν μάλιστα το ρίσκο από τα δάνεια αυτά αντισταθμίζεται από ένα σωστά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο των τραπεζών, η χρησιμοποίηση του οποίου σε δύσκολες οικονομικές εποχές θα βοηθήσει τις τράπεζες να ανταπεξέλθουν θα ήταν ότι καλύτερο για αποφυγή των οικονομικών κρίσεων.

Ωστόσο, η εύρεση και η σωστή λειτουργία ενός τέτοιου χαρτοφυλακίου είναι δύσκολη και χρειάζεται την κατάλληλη επιλογή στελεχών με μακροχρόνια εμπειρία στον τραπεζικό τομέα, που θα πρέπει να αμείβονται επαρκώς έτσι ώστε να μη μπαίνουν στον πειρασμό της χρησιμοποίησης των τραπεζικού χαρτοφυλακίου για την αύξηση των δικών τους ατομικών κερδών.

Επίσης, η ελεύθερη διαμόρφωση των επιτοκίων σε μια ελεύθερη οικονομία οδηγεί τις τράπεζες να χρησιμοποιήσουν τις βραχυχρόνιες καταθέσεις τους για την χρηματοδότηση μακροχρόνιων επενδυτικών σχεδίων, οπότε και γίνονται πιο ευάλωτες στις απότομες διακυμάνσεις των επιτοκίων. Αυτό απορρέει από το γεγονός ότι οι καταθέσεις σε μια οικονομία που κύριο χαρακτηριστικό της είναι οι απότομες διακυμάνσεις των επιτοκίων καταθέσεων οδηγεί τους αποταμιευτές στην έλλειψη εμπιστοσύνης για το χρηματοοικονομικό σύστημα. Αυτό ενδεχομένως μπορεί να τους οδηγήσει σε ακραίες συμπεριφορές, οι οποίες απορρέουν από τον άγχος και τον πανικό τους για την οικονομική αβεβαιότητα. Η απότομη ανάληψη από τους τραπεζικούς τους λογαριασμούς των χρημάτων τους είναι βέβαιο ότι θα βυθίσει σε κρίση τις τράπεζες που έχουν δανείσει μεγάλα χρηματικά ποσά σε μακροχρόνια επενδυτικά σχέδια (Tornell, Westermann and Martinez, 2004).

Η ανάληψη υπέρμετρου πιστωτικού κινδύνου από τις τράπεζες είναι ένας ακόμη λόγος που ενδεχόμενα μπορεί να οδηγήσει σε οικονομική κρίση. Η έλλειψη περιορισμών στην χρηματοδότηση επιχειρήσεων και ιδιωτών προκαλεί στα τραπεζικά ιδρύματα μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα, τα οποία μακροχρόνια μπορεί να προκαλέσουν σοβαρά οικονομικά προβλήματα σε αυτά λόγω της αδυναμίας αποπληρωμής των υπέρμετρων δανείων που δόθηκαν στον ιδιωτικό τομέα (Abiad, Oomes and Ueda, 2004).

Ένας άλλος λόγος που προκαλεί οικονομικά προβλήματα στα τραπεζικά ιδρύματα στα πλαίσια ενός απελευθερωμένου οικονομικού συστήματος είναι η ανάληψη συναλλαγματικού κινδύνου, ο οποίος πηγάζει από την άντληση ξένων κεφαλαίων από το εξωτερικό και τον δανεισμό σε εγχώριες επιχειρήσεις και ιδιώτες. Η έλλειψη

αντιστάθμισης του συναλλαγματικού κινδύνου από τους ντόπιους δανειζόμενους, μέσω ενός διαφοροποιημένου και εμπλουτισμένου χαρτοφυλακίου με μια ποικιλία επενδυτικών εναλλακτικών λύσεων, είναι πολύ πιθανόν να οδηγήσει την εκάστοτε οικονομία σε κρίση (Sarr, 2000).

Για να ανακεφαλαιώσουμε, η οικονομική απελευθέρωση με την παροχή μεγαλύτερης ελευθερίας στα τραπεζικά ιδρύματα και στους διοικούντες αυτών, μέσω της μείωσης των περιορισμών στις δραστηριότητές τους, επιτρέπει στους τραπεζίτες μεγαλύτερα οικονομικά ρίσκα. Αν δεν υπάρχει έλεγχος στις επιλογές και την συμπεριφορά των τραπεζικών ιδρυμάτων μέσω των κρατικών νόμων και κανονισμών είναι βέβαιο ότι η απελευθέρωση θα οδηγήσει σε οικονομική κρίση. Ωστόσο, και η κρατική παρέμβαση θα πρέπει να είναι ελεγχόμενη και να περιοριστεί στην αποτελεσματική αντιμετώπιση των οικονομικών προβλημάτων. Σημαντικός φορέας αυτής της προσπάθειας πρέπει να είναι η ποιότητα της γραφειοκρατίας.

Η απελευθέρωση των επιτοκίων και η είσοδος ξένων τραπεζικών ιδρυμάτων στον τραπεζικό χώρο κάνει λιγότερο σημαντική την θέση των ντόπιων τραπεζών, λόγω του ότι πλέον υπάρχουν πάρα πολλά ιδρύματα που δραστηριοποιούνται σε έναν συγκεκριμένο χώρο. Τα ξένα τραπεζικά ιδρύματα εισάγουν νέους ποιοτικότερους τρόπους εξυπηρέτησης των πελατών και νέα προϊόντα πιο ανταγωνιστικά. Το γεγονός αυτό είναι καλό για την οικονομία γιατί αυξάνει τον ανταγωνισμό από την μια πλευρά, από την άλλη πλευρά όμως είναι πολύ πιθανόν να οδηγήσει τα εγχώρια ιδρύματα σε οικονομικό μαρασμό διότι είναι εξαιρετικά δύσκολο να προσαρμοστούν στα νέα δεδομένα εάν δεν έχουν την απαραίτητη τεχνογνωσία.

Η μέχρι τώρα ενασχόληση των οικονομικών ερευνητών με το φαινόμενο της οικονομικής απελευθέρωσης και την σχέση αυτού με τις οικονομικές κρίσεις, έχει οδηγήσει σε κάποια συμπεράσματα, τα οποία βέβαια προκύπτουν και από την πορεία των οικονομικών αγορών τα τελευταία 30 χρόνια. Αν και πολλοί οικονομολόγοι διατείνονται ότι η οικονομική απελευθέρωση δεν είναι καλή για την οικονομική ανάπτυξη και οδηγεί σε οικονομικές κρίσεις (Sarr, 2000), από την καθημερινή πρακτική αποδεικνύεται ότι τα οφέλη για την οικονομική ανάπτυξη είναι μεγαλύτερα από τα προβλήματα που δημιουργούνται από τις οικονομικές κρίσεις. Επιπλέον, ο δρόμος που οδηγεί σε μια απελευθερωμένη οικονομία χωρίς οικονομικούς περιορισμούς δεν είναι στρωμένος με ροδοπέταλα. Η μετάβαση γίνεται μέσω οικονομικών κρίσεων, οι οποίες βοηθούν τις επιχειρήσεις και τα τραπεζικά ιδρύματα να επενδύουν περισσότερο, να αναλαμβάνουν συναλλαγματικά ρίσκα και να

σπαταλούν χρήματα στην εύρεση καινούργιας τεχνολογίας και τεχνογνωσίας, που θα τις κάνει πιο ανταγωνιστικές και θα αυξήσει τα κέρδη τους. Συνακόλουθα, η είσοδος ξένων εταιριών στην εγχώρια οικονομία μπορεί να οδηγήσει σε κρίση τα εγχώρια τραπεζικά ιδρύματα εάν δεν έχουν τα μέσα να την αντιμετωπίσουν, αυξάνει όμως τον ανταγωνισμό και οδηγεί τις εγχώριες τράπεζες να αναζητούν την προσφορά καινούργιων υπηρεσιών και ευέλικτων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Συνεχίζοντας, αυτό που θα έπρεπε να τονιστεί είναι ότι η ανάπτυξη που ακολουθεί την οικονομική απελευθέρωση έχει ευεργετικές επιδράσεις στο ακαθάριστο εγχώριο προϊόν της εκάστοτε οικονομίας, κάτι που την βοηθάει να αυξήσει τις εξαγωγές της και να γίνει ανταγωνιστική.

Τελικά, εκεί που θα έπρεπε να επικεντρωθεί η προσοχή των αρχών στην περίπτωση οικονομικής κρίσης, είναι στον δρόμο που θα οδηγήσει στην γρήγορη επάνοδο της οικονομίας. Και αυτό θα επιτευχθεί μέσω της οικονομικής και θεσμικής βοήθειας του κράτους στις ντόπιες επιχειρήσεις και στα εγχώρια τραπεζικά ιδρύματα.

### 3.5 Πολιτική Οικονομία Απελευθέρωσης

Ένα μεγάλο μέρος της διεθνούς βιβλιογραφίας αποδεικνύει ότι η οικονομική απελευθέρωση είναι ευεργετική για το σύνολο της οικονομίας. Ωστόσο, επάνω στο θέμα υπάρχουν αντίθετες απόψεις. Η απάντηση θα μπορούσε να βρεθεί και να εξηγηθεί, ερευνώντας τα πολλαπλά αποτελέσματα της αυξανόμενης πρόσβασης των εθνικών οικονομιών στην διαδικασία της οικονομικής απελευθέρωσης και στην σχετική με αυτή πολιτική δύναμη των ομάδων που επηρεάζονται από αυτή.

Η οικονομική απελευθέρωση αποτελεί απειλή για μεγάλες επιχειρήσεις, οι οποίες έχουν εξασφαλίσει μέσω των πολιτικών σχέσεων με την εκάστοτε κυβέρνηση και τον ουσιαστικό επηρεασμό της διοίκησης τους από αυτή, την οικονομική τους κυριαρχία μέσα σε αγορές οι οποίες βασίζονται στις διαπροσωπικές σχέσεις (*relationship-based system*). Αυτές οι επιχειρήσεις δεν επιθυμούν την μετάβαση σε ένα ανεπτυγμένο οικονομικό σύστημα στο οποίο κυριαρχούν οι δυνάμεις της αγοράς (*arm's-length system*). Διότι έχουν τη δυνατότητα να χρηματοδοτούν τα επενδυτικά τους σχέδια, ακόμα και όταν δεν έχουν αρκετά χρηματικά κονδύλια μέσω της φήμης που απολαμβάνουν στις αρχέγονες οικονομίες που δραστηριοποιούνται. Εδώ, θα

πρέπει να διευκρινίσουμε τα βασικά χαρακτηριστικά αυτού του τύπου οικονομικού συστήματος που βασίζεται καθαρά και μόνον στις διαπροσωπικές σχέσεις και το οποίο δίνει τη δυνατότητα ύπαρξης και ανάπτυξης μόνο στις επιχειρήσεις που αναφέραμε παραπάνω (Rajan and Zingales, 2003).

Το οικονομικό σύστημα (relationship-based system), το οποίο λειτουργεί μέσω των διαπροσωπικών σχέσεων, υπάρχει σε λιγότερο ανεπτυγμένες οικονομίες. Λειτουργεί καλύτερα σε αγορές που είναι μικρές, μέσα στις οποίες δραστηριοποιούνται μικρές σε μέγεθος επιχειρήσεις. Κύριο χαρακτηριστικό αυτών των αγορών είναι η ύπαρξη ασθενούς νομικής προστασίας και η έλλειψη διαφάνειας. Βασικό ρόλο σε ένα τέτοιο οικονομικό σύστημα αποτελεί η κυβερνητική ανάμειξη και παρέμβαση σε όλους του τομείς της οικονομίας. Επιπροσθέτως, ένα τέτοιο οικονομικό σύστημα δεν δίνει προσοχή στα μηνύματα της αγοράς. Αυτό συμβαίνει διότι δεν υπάρχει ανταγωνισμός και οι δυνάμεις της αγοράς, η ζήτηση και η προσφορά, καθορίζονται από τις επιχειρήσεις που επηρεάζονται και εμμέσως διοικούνται από την εκάστοτε κυβέρνηση. Είναι λογικό, λοιπόν, ότι οι επενδυτικές επιλογές που λαμβάνονται δεν είναι αποτελεσματικές διότι δεν στηρίζονται στην ορθή πληροφόρηση αφού η σωστή πληροφόρηση είναι για τους λίγους (Rajan and Zingales, 2003).

Βέβαια, η περιορισμένη πληροφόρηση σε αυτού του τύπου τις οικονομίες οφείλεται στον κρατικό έλεγχο των τραπεζικών ιδρυμάτων. Μια παρέμβαση που είναι η μεγαλύτερη πηγή αναποτελεσματικότητας, ακόμα πιο σοβαρή και επώδυνη από οποιαδήποτε πολιτική παρέμβαση στις κρατικά διοικούμενες επιχειρήσεις, για τους παρακάτω λόγους (Dinc, 2005):

Πρώτον, η ασύμμετρη πληροφόρηση σχετικά με τον σκοπό και την ποιότητα ενός δανείου, είναι ένα στοιχείο που μπορεί να κρύβει πολιτική ανάμειξη, η οποία είναι δύσκολο να αποκαλυφθεί διότι τα τραπεζικά ιδρύματα έχουν πρόσβαση σε κανάλια πληροφόρησης απόρρητα για τους άλλους φορείς της οικονομίας. Κανάλια που εξυπηρετούν στην συγκεκριμένη μορφή οικονομικού συστήματος, την κυβέρνηση και τα πολιτικά πρόσωπα, που έχουν σχέση με αυτή. Δεύτερον, η αποκάλυψη του κόστους ενός δανείου, πίσω από το οποίο κρύβονται πολιτικά κίνητρα, γίνεται συνήθως αφού το δάνειο έχει λήξει, οπότε είναι δύσκολο να υπάρξουν νομικές συνέπειες. Τρίτον, και ίσως σημαντικότερο για τις συνέπειες της κρατικής παρέμβασης στην διοίκηση των τραπεζικών ιδρυμάτων, αποτελεί η δυνατότητα που παρέχεται στους πολιτικούς και στα πρόσωπα που σχετίζονται με αυτούς να μεταφέρουν μεγάλα χρηματικά ποσά μέσω των τραπεζικών ιδρυμάτων, τα οποία



διατηρούν το απόρρητο, σε λογαριασμούς των προσώπων σε χώρες που υπάρχει χαμηλή φορολογία και επενδύοντας τα ποσά αυτά σε εταιρίες που απολαμβάνουν μηδενική φορολόγηση. Το σημαντικότερο στην περίπτωση αυτή είναι ότι αυτά τα χρηματικά ποσά δεν τυγχάνουν ελέγχου όσο αναφορά την προέλευση τους, κάτι το οποίο θα ήταν αδύνατο αφού οι τράπεζες που τα διακινούν ελέγχονται από την κυβέρνηση. Το ξέπλυμα χρήματος που γίνεται σε αυτές τις περιπτώσεις δεν ελέγχεται από κανέναν και δεν υπάρχουν κανονισμοί και νόμοι που να το αποτρέπουν. Συνεπώς, η κυβέρνηση αυξάνει σε υπερβολικό βαθμό τη δύναμή της δεδομένου ότι ελέγχει το χρήμα, που είναι η κινητήριος δύναμη της οικονομίας (Rajan and Zingales, 2003).

Επιπλέον, ένα άλλο αρνητικό στοιχείο που χαρακτηρίζει την κρατική παρέμβαση στα τραπεζικά ιδρύματα αποτελεί το γεγονός ότι οι πολιτικοί τα χρησιμοποιούν για την εκπλήρωση των πολιτικών τους στόχων (Mitton and Johnson, 2003). Σε περιόδους εκλογών αυξάνονται τα δανειακά κεφάλαια των κρατικά διοικούμενων τραπεζών, πράγμα που καταδεικνύει ότι τα χρησιμοποιούν οι εκάστοτε κυβερνήσεις για την χρηματοδότηση των προεκλογικών τους εκστρατειών και με τον τρόπο αυτό αυξάνουν τις δυνατότητες επανεκλογής τους. Η επανεκλογή των συγκεκριμένων κυβερνήσεων συμφέρει τα τραπεζικά ιδρύματα γιατί, αφενός μεν, σαν αντάλλαγμα συνήθως απολαμβάνουν χαμηλότερη φορολογία και αφετέρου τα δανειακά κεφάλαια που προσφέρουν είναι μέσω αγοράς κρατικών ομολογιών. Η μη επανεκλογή, λοιπόν, των παραπάνω πολιτικών προσώπων εγκυμονεί κινδύνους για την οικονομική βιωσιμότητα των τραπεζικών ιδρυμάτων.

Κλείνοντας, όσον αναφορά το κομμάτι των κρατικά διοικούμενων τραπεζών και την συμβολή αυτών στην έλλειψη οικονομικής σταθερότητας, θα μπορούσαμε να παρατηρήσουμε ότι αυτού του τύπου οι τράπεζες έχουν την οικονομική ευχέρεια, μέσω της οικονομικής υποστήριξης του κράτους, να χρηματοδοτούν επενδυτικά σχέδια που οι ιδιωτικές τράπεζες δεν μπορούν και τα οποία συμβάλλουν, σε κάποιες περιπτώσεις, στην προαγωγή της οικονομικής ανάπτυξης. Επιπλέον, σε πολλές περιπτώσεις χρηματοδοτούν τα ελλείμματα της εκάστοτε κυβέρνησης, κάτι το οποίο δεν θα ήταν εφικτό για τις ιδιωτικές τράπεζες λόγω των υπέρογκων ποσών που απαιτούνται.

Ένα άλλο χαρακτηριστικό ενός οικονομικού συστήματος που βασίζεται στις διαπροσωπικές σχέσεις και εξαρτάται από τη βούληση του κράτους είναι η έλλειψη νέων τεχνολογιών αφού δεν υπάρχει ανταγωνισμός μεταξύ των εταιριών (Koena,

2003). Η έλλειψη ρευστότητας χαρακτηρίζει μια τέτοιου είδους οικονομία αφού το κράτος ελέγχει τα τραπεζικά ιδρύματα μέσω της παρακράτησης υποχρεωτικών διαθεσίμων στην Κεντρική Τράπεζα, του ελέγχου του τραπεζικού δανεισμού, της απαγόρευσης της εισόδου στην οικονομία ξένων επιχειρήσεων και της αύξησης των κεφαλαιακών ελέγχων. Στο συγκεκριμένο σύστημα, ευδοκιμούν οι πιο παραδοσιακές εταιρίες, η τεχνολογία των οποίων είναι ευρύτερα γνωστή και τα κόστη που αντιμετωπίζουν είναι χαμηλά διότι δεν επενδύουν χρήματα σε νέες τεχνολογίες, οπότε δεν επωφελούνται και από τις οικονομίες κλίμακας (Mitton and Johnson, 2003).

Η απελευθέρωση ενός οικονομικού συστήματος σαν το παραπάνω, που στηρίζεται στις διαπροσωπικές σχέσεις μεταξύ των κυβερνώντων και των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται μέσα σε αυτό, απαιτεί ριζικές αλλαγές στην πολιτική δομή της εκάστοτε χώρας και πιο αποτελεσματική εφαρμογή των νόμων, οι οποίοι δεν θα εξυπηρετούν πλέον τα συμφέροντα των λίγων αλλά το κοινωνικό συμφέρον. Θα πρέπει να υπάρχει διαφάνεια στις επιλογές της κυβέρνησης και τα τραπεζικά ιδρύματα θα πρέπει να συμβάλλουν στην παροχή ικανοποιητικών πληροφοριών σχετικά με τους δανειστές και τους δανειζόμενους. Επιπλέον, ένα οικονομικό σύστημα που στηρίζεται στις δυνάμεις της αγοράς χρειάζεται μια νόμιμη, με κανόνες, υπό αυστηρή εποπτεία, δομή για να λειτουργήσει σωστά. Οι μεγάλες και επίσημα οργανωμένες εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε ένα τέτοιο οικονομικό σύστημα έχουν τις απαραίτητες τεχνολογικές δομές για να εκμεταλλευτούν τις οικονομίες κλίμακας που αυτές δημιουργούν και την απαραίτητη πληροφόρηση για να καταστρώσουν τα επενδυτικά τους σχέδια. Μια πληροφόρηση που δεν καθοδηγείται από πολιτικά συμφέροντα. Επιπλέον, θα πρέπει να υπάρχει άφθονη ρευστότητα, η οποία θα απορρέει από την έλλειψη κρατικών ελέγχων στην διακίνηση των χρηματικών και κεφαλαιακών ροών. Το κράτος θα πρέπει να μην ευνοεί, μέσω οικονομικής και πολιτικής βοήθειας, κάποιες συγκεκριμένες επιχειρήσεις οι οποίες προάγουν τα συμφέροντα του. Αντίθετα, θα πρέπει να υπάρχει ελευθερία επιλογών από τις διοικήσεις των επιχειρήσεων και παρέμβαση, βεβαίως, του κράτους εκεί που κρίνεται απαραίτητο για την προαγωγή της οικονομικής ανάπτυξης. Οι εταιρίες έχουν την δυνατότητα να αναλαμβάνουν μεγαλύτερα ρίσκα λόγω της έλλειψης κεφαλαιακών ελέγχων, και να δανείζονται από διεθνή τραπεζικά ιδρύματα και οικονομικούς οργανισμούς, τα οποία έχουν πιο ανταγωνιστικούς όρους από την εγχώρια αγορά. Ακόμα, ιδιαίτερης σημασίας είναι το γεγονός ότι σε ένα ανεπτυγμένο

οικονομικό σύστημα σταματούν να λειτουργούν οι εταιρίες που είναι ζημιογόνες και παρουσιάζουν σοβαρά προβλήματα.

Ανακεφαλαιώνοντας, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η μετάβαση από ένα οικονομικό σύστημα που κυριαρχείται από τις διαπροσωπικές σχέσεις μεταξύ κυβέρνησης, επιχειρήσεων και τραπεζικών ιδρυμάτων, σε ένα απελευθερωμένο οικονομικό σύστημα έχει θετικές συνέπειες για το σύνολο της οικονομίας και μπορεί να ολοκληρωθεί μόνο αν γίνουν ριζικές αλλαγές στην πολιτική δομή αυτής. Ωστόσο, θα πρέπει να διευκρινιστεί ότι η σωστή ανάμειξη του κράτους ακόμα και σε ένα απελευθερωμένο οικονομικό σύστημα είναι βασική και απαραίτητη. Και αυτό διότι προάγει και θεσμοθετεί τα δικαιώματα ιδιοκτησίας, θεμελιώνει και εφαρμόζει και άλλους τρόπους ελέγχου και τιμωρίας όπως η φυλάκιση, οργανώνει την κατάλληλη υποδομή για την προστασία των καταναλωτών από τους επιτήδειους, προάγει τον ανταγωνισμό και θέτει φραγμούς στην ανάληψη υπέρμετρων κινδύνων από τις επιχειρήσεις, οι οποίοι οδηγούν σε καταστάσεις σοβαρών οικονομικών προβλημάτων όπως χρεοκοπία.

#### 4. Επίλογος

Η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος είναι το απαραίτητο συστατικό μιας επιτυχημένης αναπτυξιακής στρατηγικής. Αν η απελευθέρωση οποιουδήποτε οικονομικού συστήματος γίνει προσπάθεια να επιτευχθεί χωρίς την ριζική και ολοκληρωτική αναμόρφωση του θεσμικού πλαισίου, βάσει του οποίου λειτουργεί αυτό το οικονομικό σύστημα, δεν θα μπορέσει να προαχθεί η οικονομική ανάπτυξη. Αυτή η ριζική αναδιάρθρωση των θεσμών θα πρέπει να γίνει κάτω από την επισταμένη επιτήρηση του κρατικού μηχανισμού καθώς η διαδικασία της οικονομικής απελευθέρωσης προχωράει.

Με την δημιουργία από την πλευρά του κράτους ενός ασφαλούς θεσμικού πλαισίου λειτουργίας της χρηματαγοράς και των τραπεζικών ιδρυμάτων, θα προστατεύεται ο απλός επενδυτής από τους τυχοδιώκτες και θα εμπιστεύεται τα χρήματα του στα τραπεζικά ιδρύματα, αφού το κράτος θα έχει προβλέψει ασφαλιστικές 'δικλίδες' σε περιόδους οικονομικών κρίσεων. Επιπλέον, η χρηματιστηριακή αγορά δεν θα χαρακτηρίζεται από απότομες διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών, δεδομένου ότι οι επενδυτές δεν θα έχουν λόγους να αποσύρουν απότομα τα χρήματά τους, αφού θα δείχνουν εμπιστοσύνη στις ακριβείς πληροφορίες που έχουν σχετικά με την πορεία των τιμών των μετοχών, πληροφορίες τις οποίες θα αντλούν εύκολα και γρήγορα από την αγορά. Συνακόλουθα, η αύξηση του ανταγωνισμού, η οποία θα προέλθει από την απελευθέρωση και την ελεύθερη είσοδο στην εγχώρια αγορά ξένων τραπεζικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων, δεν πρέπει να οδηγήσει στον οικονομικό μαρασμό των εγχώριων επιχειρήσεων και αυτό θα επιτευχθεί μέσω της βοήθειας του θεσμικού πλαισίου μέσα στο οποίο θα δραστηριοποιούνται οι οικονομικές αυτές μονάδες.

Από την μελέτη που προηγήθηκε είναι φανερό το γεγονός ότι η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος θα έχει τα επιθυμητά αποτελέσματα για το σύνολο της οικονομίας μόνο εάν συνδυαστεί με την σωστή και αποτελεσματική ανάμειξη του κράτους σε όλους τους τομείς της οικονομικής ζωής. Αυτό σημαίνει δημιουργία υποδομών από το κράτος, αυστηρή εποπτεία, δίκαιη και αμερόληπτη εφαρμογή των νόμων.

## 5. Πηγές

Beim, O. David, and Charles W. Calomiris. (2000). Emerging Financial Markets, Irwin McGraw - Hill.

Williamson, John and Molly Mahar. (November 1998). A Survey of Financial Liberalization, Essays in International Finance, No.211, Department of Economics, Princeton University.

Aizenman, Joshua. (February 2005). “Financial Liberalization in Latin-America in the 1990s A Reassessment.”, NBER Working Paper W11145.

Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey and Christian Lundblad. (June 2004). “Growth Volatility and Financial Liberalization.”, NBER Working Paper W10560.

Tornell, Aaron, Frank Westermann, and Lorenza Martinez. (February 2004). “The Positive Link Between Financial Liberalization, Growth and Crises.”, NBER Working Paper W10293.

Edwards, Sebastian, Javier Gomez Biscarri and Fernando Perez de Gracia. (July 2003). “Stock Market Cycles, Financial Liberalization and Volatility.”, NBER Working Paper W9817.

Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey and Christian Lundblad. (April 2001). “Does Financial Liberalization Spur Growth?” , NBER Working Paper W8245.

Levchenko, Andrei. (September 2005). “Financial Liberalization and Consumption Volatility in Developing Countries.”, IMF Staff Papers - Volume 52, Number 2.

Koeva, Petya. (July 2003). “The Performance of Indian Banks During Financial Liberalization.”, IMF Working Paper No 03/150.

Kaminsky, Graciela Laura and Sergio L.Schmukler. (February 2003). “Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization”, IMF Working Paper No 03/34.

Sancak, Cemile. (June 2002). “Financial Liberalization and Real Investment: Evidence from Turkish Firms.”, IMF Working Paper No. 02/100.

Sarr, Abdourahmane. (March 2000). “Financial Liberalization, Bank Market Structure, and Financial Deepening-An Interest Margin Analysis.”, IMF Working Paper No.00/38.

Gelos, Gaston and Alejandro M. Werner. (March 1999). “Financial Liberalization, Credit Constraints, and Collateral-Investment in the Mexican Manufacturing Sector.” IMF Working Paper No. 99/25.

Demirguc-Kunt, Asli and Enrica Detragiache. (April 1998). “Financial Liberalization and Financial Fragility. ”,Working Paper No. 98/83.

Abiad, Abdul, Nienke Oomes and Kenichi Ueda. (June 2004). “The Quality Effect: Does Financial Liberalization Improve the Allocation of Capital?”, IMF Working Paper No. 04/112.

Abiad Abdul, Nienke Oomes and Kenichi Ueda. (November 2005). “ The Quality Effect: Does Financial Liberalization Improve the Allocation of Capital?” Sixth Jacques Polak Annual Research Conference.

Kireyev, Alexei.(August 2002). “Liberalization of Trade in Financial Services and Financial Sector Stability (Analytical Approach).”, IMF Working Paper No.02/138.

Kireyev, Alexei. (August 2002). “Liberalization of Trade in Financial Services and Financial Sector Stability (Empirical Approach).”, IMF Working Paper No.02/139.

Chan-Lau, A. Jorge and Zhaohui Chen. (2001). "Crash-Free Sequencing Strategies for Financial Development and Liberalization.", IMF Staff Papers, Volume 48, No.1.

Alan, A. Tait and Piritta Sorsa. (May 1997). "The Gats Agreement on Financial Services- A Modest Start to Multilateral Liberalization.", IMF Working Paper No.W9755.

Dellas, Harris and Martin Hess.(2005). "Financial development and stock returns: A cross-country analysis." , Journal of International Money and Finance 24 , 891-912.

Abiad, Abdul and Ashoka Mody. (April 2003). "Financial Reform: What Shakes It? What Shapes It?", IMF Working Paper No.WP03/70.

Rajan, Raghuram and Luigi Zingales.(March 2003). "Banks and Markets : The Changing Character of European Finance.", NBER Working Paper 9595.

Rajan, Raghuram and Luigi Zingales. (July 2003). "The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century.", Volume 69, Issue 1, Pages 5-50, Journal of Financial Economics.

Johnson, Simon and Todd Mitton. (February 2003). "Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia." ,Volume 67, Issue 2, Pages 351-382, Journal of Financial Economics.

Dinc, Serdar I. (August 2005). "Politicians and banks: Political influences on government-owned banks in emerging markets.", Volume 77, Issue 2, Pages 453-479, Journal of Financial Economics.

Mora, Nada. ( February 2005 ). " The Effect of Bank Credit on Asset Prices : Evidence from the Japanese Real Estate Boom during the 1980s", American University of Beirut.