

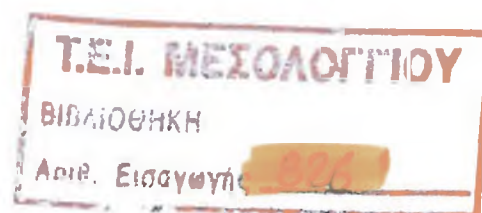
ΛΙΑΚΟΥ ΑΛΕΞΑΝΔΡΑ

ΤΣΙΡΙΜΩΚΟΥ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ

ΟΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΔΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΓΟΡΑ
ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ



ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ
ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΝΤΟΒΑΣ



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
----------	---

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

Η ΝΕΑ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

1. Οι θεσμοί και τα όργανα της Ευρωπαϊκής ένωσης	6
1.1. Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο	6
1.2. Το Συμβούλιο των Υπουργών	6
1.3. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή	7
1.4. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο	7
1.5. Οικονομική και χρηματοοικονομική επιτροπή	8
1.6. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα	8
1.7. Το Ευρωπαϊκό Δικαστήριο	11
2. Η νέα ευρωπαϊκή χρηματοοικονομική αγορά	12
3. Οικονομική Νομισματική Ένωση και Ενιαίο Νόμισμα	19
3.1. Η Δημιουργία της ΟΝΕ	19
3.2. Τα πλεονεκτήματα της ΟΝΕ	20
3.3. Τα μειονεκτήματα της ΟΝΕ	23
3.4. Το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης	24

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 4^ο

ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΕΣ ΣΤΗΝ ΟΝΕ

1. Εισαγωγή	98
2. Οι καθοριστικοί παράγοντες των χρηματοοικονομικών καινοτομιών	99
2.1. Ο ρόλος της τεχνολογικής προόδου	99
2.2. Ο ρόλος των ρυθμίσεων και κανονισμών	103
3. Η εξέλιξη των χρηματοοικονομικών καινοτομιών στην Ευρώπη	109
4. Η επίδραση των χρηματοοικονομικών καινοτομιών	112

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 5^ο

ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΣΤΗΝ ΟΝΕ

1. Εισαγωγή	121
2. Η αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων	123
3. Η αγορά των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων	130
4. Διαχείριση διαθεσίμων ιδιωτών	131
5. Προοπτική του τομέα διαχείρισης διαθεσίμων	133
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	136
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	144

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η καθιέρωση του ευρώ ως ενιαίου ευρωπαϊκού νομίσματος σε φυσική μορφή από την 1η Ιανουαρίου 2002 αποτελεί γεγονός ιστορικής σημασίας όχι μόνο για το Ευρωπαϊκό αλλά και για το διεθνές οικονομικό και πολιτικό σύστημα. Η εισαγωγή του κοινού νομίσματος συνεπάγεται σημαντική μεταβολή του νομισματικού περιβάλλοντος μέσα στο οποίο θα αναπτύσσονται στο εξής οι χώρες της ζώνης του ευρώ και ειδικότερα ο χρηματοπιστωτικός τους τομέας. Το θεσμικό πλαίσιο της ΟΝΕ, που συνοδεύει τη λειτουργία του ευρώ, συνιστά ένα αποτελεσματικό μηχανισμό μακροοικονομικής σταθερότητας και πειθαρχίας. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα καθορίζει τη νομισματική πολιτική ανεξάρτητα από πολιτικές πιέσεις και σκοπιμότητες, αποσκοπώντας στη σταθερότητα των τιμών, ενώ το Σύμφωνο Σταθερότητας θέτει αυστηρούς δημοσιονομικούς κανόνες. Το πλαίσιο αυτό οδηγεί σε πολιτική χαμηλών επιτοκίων και σε ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών που, σε συνδυασμό με την προώθηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, δημιουργεί συνθήκες που επιτρέπουν στις επιχειρήσεις το μακροπρόθεσμο επενδυτικό σχεδιασμό ο οποίος θα ενισχύσει την οικονομική τους ανάπτυξη.

Οι συνέπειες, άμεσες ή έμμεσες, αυτής της μεταβολής θα είναι πολλαπλές και θα αφορούν όχι μόνο στην ένταση των ανταγωνιστικών πιέσεων, αλλά και στην αναδιάρθρωση των αγορών χρήματος και κεφαλαίου με ταυτόχρονη ενίσχυση του βάθους και του εύρους τους. Η εξάλειψη του συναλ-

λαγματικού κινδύνου, ο περιορισμός του κόστους των συναλλαγών, η ενίσχυση της διαφάνειας της αγοράς και η διαδικασία ενοποίησης των κεφαλαιαγορών οδηγούν σε κατάργηση των νομισματικών συνόρων σε μια από τις μεγαλύτερες περιοχές εμπορικών και κεφαλαιακών ανταλλαγών. Παράλληλα, η λειτουργία της αποταμίευσης και των επενδύσεων σε περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων δημιουργεί ένα νέο πλαίσιο νομισματικών συνθηκών. Οι εξελίξεις αυτές αυξάνουν τις διασυννοριακές συναλλαγές, παρέχουν ένα ευρύτερο και αποδοτικότερο φάσμα επενδυτικών και αποταμιευτικών επιλογών και ενισχύουν σημαντικά ορισμένες τάσεις που διαμορφώνονται στο χρηματοπιστωτικό σύστημα λόγω της επίδρασης και άλλων παραγόντων, όπως η απελευθέρωση των αγορών και η ανάπτυξη της τεχνολογίας.

Η ζώνη του ευρώ συνιστά έναν ενιαίο οικονομικό χώρο που διέπεται από αυξημένες απαιτήσεις. Οι θεμελιώδεις μεταβολές στη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών και στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής συνιστούν σημαντικές προκλήσεις για παγιωμένες αντιλήψεις και μεθόδους λειτουργίας, αλλά και ευκαιρίες αξιοποίησης των πλεονεκτημάτων της ζώνης του ευρώ. Το νέο περιβάλλον ενισχύει την προοπτική να δημιουργηθούν μεγαλύτεροι οικονομικοί όμιλοι ή ιδρύματα ικανά να αντιμετωπίσουν τον ανταγωνισμό τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό της ζώνης του ευρώ.

Οι νέοι όροι του ανταγωνισμού επιβάλλουν υψηλές προδιαγραφές παραγωγικότητας και ποιότητας προϊόντων και υπηρεσιών και διαμορφώνουν νέα κριτήρια επιβίωσης και επιτυχίας για όσους επιθυμούν να καταλάβουν μια θέση στη νέα ευρωπαϊκή αγορά. Παράλληλα, επενδυτές και επιχει-

ρήσεις αποκτούν ένα διευρυμένο και αποδοτικότερο φάσμα επιχειρηματικών και επενδυτικών επιλογών με αποτέλεσμα, μεταξύ άλλων, να περιοριστεί ο βαθμός άμεσης διαμεσολάβησης των τραπεζών στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Οι εξελίξεις αυτές ωθούν τα πιστωτικά ιδρύματα στην αναζήτηση νέων πηγών κερδοφορίας εντείνοντας την αναδιάρθρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα. Ταυτόχρονα όμως τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα εκτεθούν σε νέους κινδύνους που απαιτούν συστηματικότερη και αποτελεσματικότερη διαχείριση.

Η είσοδος της Ελλάδας στη ζώνη του ευρώ σηματοδοτεί την απαρχή μιας νέας εποχής για την οικονομική πορεία της χώρας. Η συμμετοχή της στη ζώνη του ευρώ θέτει τις προϋποθέσεις για δυναμική ανάπτυξη καθιστώντας αναπόφευκτη την εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων. Μετά την πλήρη ένταξη στη ζώνη του ευρώ, η ελληνική οικονομία έχει εισέλθει σε μια νέα φάση που χαρακτηρίζεται από νομισματική σταθερότητα συνδυασμένη με ευνοϊκότερες προοπτικές ανάπτυξης. Οι προοπτικές διαγράφονται ευνοϊκότερες λόγω ορισμένων παραγόντων που συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με την εισαγωγή του ευρώ, όπως ο περιορισμός του συναλλαγματικού κινδύνου, το χαμηλό κόστος χρηματοδότησης και η επίσπευση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Ταυτόχρονα όμως ο αυξανόμενος ανταγωνισμός και η αναδιάρθρωση του χρηματοπιστωτικού, και όχι μόνο, τομέα στη ζώνη του ευρώ, δημιουργεί νέες προκλήσεις για την ελληνική οικονομία.

Η επιτυχής αξιοποίηση των ευκαιριών και η αποτελεσματική αντιμετώπιση των προκλήσεων προϋποθέτει έγκυρη, έγκαιρη και ολοκληρωμένη

πληροφόρηση όλων των παραγόντων που συμμετέχουν στην οικονομική δραστηριότητα όσον αφορά στις συνέπειες εισαγωγής του ενιαίου νομίσματος. Η νέα πραγματικότητα απαιτεί ενεργοποίηση από όλους τους παράγοντες της οικονομίας και της αγοράς.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να παρουσιάσει και να αναλύσει τις συνέπειες της εισαγωγής του ευρώ στο σημαντικότερο για την ελληνική οικονομία τομέα της παραγωγικής διαδικασίας, το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Προκειμένου να επιτευχθεί ο στόχος αυτός, η εργασία δομήθηκε σε πέντε κεφάλαια, ως ακολούθως.

Στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι θεσμοί και τα όργανα της Ε.Ε. και αναλύεται το νέο θεσμικό πλαίσιο της ευρωπαϊκής χρηματοοικονομικής αγοράς. Παρουσιάζονται επίσης τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της ΟΝΕ καθώς και το νέο πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι στρατηγικές που υιοθετούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για να ανταποκριθούν στις προκλήσεις, ώστε να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες των νέων εξελίξεων, καθώς και οι επιπτώσεις που έχουν οι στρατηγικές αυτές στη διάρθρωση του ευρωπαϊκού χρηματοοικονομικού τομέα.

Στο τρίτο κεφάλαιο εξετάζεται η εξέλιξη του Ευρωπαϊκού τομέα αξιόγραφων σε περιβάλλον ευρώ και ειδικότερα αναλύονται οι παράγοντες που συμβάλλουν στην ανάπτυξη των αγορών αξιόγραφων στην ευρωζώνη, καθώς και τα προβλήματα της πλήρους ενοποίησης των αγορών αυτών.

Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες στη νέα ευρωπαϊκή αγορά, ενώ ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στις συνέπειες των τεχνολογικών εξελίξεων. Σημειώνεται ότι η διαδικασία των χρηματοοικονομικών καινοτομιών και η απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών προωθούνται από την τεχνολογία και, εφόσον η τεχνολογία αναμένεται να κάνει και περαιτέρω προόδους, υπάρχει η δυνατότητα περαιτέρω καινοτομιών και απελευθέρωσης των χρηματοοικονομικών αγορών στην Ευρώπη.

Στο κεφάλαιο πέντε παρουσιάζεται η αναδιάρθρωση και η προοπτική της αγοράς διαχείρισης διαθεσίμων στους τρεις βασικούς επιμέρους τομείς της αγοράς αυτής που είναι τα αμοιβαία κεφάλαια, τα συνταξιοδοτικά ταμεία και η διαχείριση διαθεσίμων ιδιωτών.

Για τη συγγραφή της εργασίας μας χρησιμοποιήσαμε βιβλιογραφία που ευρέθη στη βιβλιοθήκη του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, στη βιβλιοθήκη του ΤΕΙ Μεσολογγίου, στη βιβλιοθήκη της Εθνικής Τραπέζης της Ελλάδος, τον περιοδικό τύπο, καθώς και πηγές από το Internet.

Θα θέλαμε τέλος να ευχαριστήσουμε όλους όσους βοήθησαν για την διεκπεραίωση της εργασίας μας αυτής...

Λιάκου Αλεξάνδρα

Τσιριμώκου Αικατερίνη

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 1^ο

Η ΝΕΑ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

1. Οι θεσμοί και τα όργανα της Ευρωπαϊκής ένωσης

1.1. Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο

Το όργανο αυτό αποτελείται από τους κυβερνητικούς επικεφαλής των κρατών μελών της Ε.Ε. και τον Πρόεδρο της Επιτροπής. Από την πρώτη περίοδο λειτουργίας του, στις Συνόδους Κορυφής οι επικεφαλής των κυβερνήσεων προσπαθούν να αναλύσουν και να αποφασίσουν για ζητήματα βασικής σημασίας που σχετίζονται με την πορεία και την εξέλιξη της Ε.Ε και συνέρχεται δύο φορές το χρόνο τακτικά και έκτακτα, όποτε παραστεί ανάγκη. (Σαρρής, 1999, σ.98-99)

1.2. Το Συμβούλιο των Υπουργών

Το Συμβούλιο των Υπουργών είναι το κύριο πολιτικό σώμα της Ε.Ε. που αντιπροσωπεύει τις εκλεγμένες κυβερνήσεις των κρατών μελών και λαμβάνει τις κύριες στρατηγικές αποφάσεις στις αρμοδιότητες του κάθε Υπουργείου, αφήνοντας στην Επιτροπή την έκδοση των απαραίτητων οδηγιών. Σε ορισμένα ζητήματα κάθε κράτος μέλος μπορεί να ασκήσει βέτο και να σταμα-

τήσει τις διαδικασίες και τις αποφάσεις. Έτσι, το Συμβούλιο των Υπουργών Γεωργίας, για παράδειγμα, αποφασίζει για θέματα κοινής αγροτικής πολιτικής, το Συμβούλιο των Υπουργών οικονομίας για θέματα οικονομίας κ.λ.π. (στο ίδιο, σ. 66-70)

1.3. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή είναι ουσιαστικά η δημόσια υπηρεσία της Ε.Ε., η οποία απαρτίζεται από μόνιμους υπαλλήλους. Ο Πρόεδρος της Επιτροπής, ο οποίος επιλέγεται από το Συμβούλιο των Υπουργών, αποφασίζει για τους 19 Επιτρόπους με τέτοιο τρόπο, ώστε να διασφαλιστεί το δικαίωμα κάθε χώρας να συμμετέχει στην Επιτροπή. Η επιλογή των Επιτρόπων πρέπει να εγκριθεί από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. Η Επιτροπή προετοιμάζει τις προτάσεις για τις πολιτικές της Ε.Ε. και ελέγχει την υλοποίηση των αποφάσεων από τα κράτη μέλη (στο ίδιο, σ. 71-73)

1.4. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο

Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο είναι ένα εκλεγμένο σώμα του οποίου οι αρμοδιότητες ενισχύθηκαν σημαντικά από τη Συνθήκη του Μάαστριχ (1991) και από τη Συνθήκη του Άμστερνταμ (1997). Το όργανο αυτό έχει την εξουσία να διορθώνει τη σύνταξη του προϋπολογισμού που προετοιμάζεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και να εγκρίνει ή όχι τη διαχείριση του προϋπολογισμού από την Επιτροπή. Έχει επίσης το δικαίωμα να εγκρίνει ή να ασκήσει βέτο στο διορισμό του Προέδρου της Επιτροπής και των ίδιων των

Επιτρόπων, καθώς και να επικυρώσει οποιεσδήποτε ξένες συνθήκες. Επιπλέον, η Συνθήκη του Μάαστριχ έδωσε στο Κοινοβούλιο το δικαίωμα της συν-απόφασης με το Συμβούλιο των Υπουργών σε 15 τομείς. Στη συνέχεια η Συνθήκη του Άμστερνταμ αύξησε τους τομείς σε 38 με εξαιρέσεις τη φορολογία, τη γεωργία και την ΟΝΕ. Στους τομείς αυτούς, το Κοινοβούλιο μπορεί να διορθώσει αποσπάσματα της Επιτροπής, να απορρίψει με πλειοψηφία ψήφου ή να συνεργαστεί με το Συμβούλιο για κάποιο συμβιβασμό. (στο ίδιο, σ.78-83)

1.5. Οικονομική και χρηματοοικονομική επιτροπή

Η επιτροπή αυτή υιοθετεί τις ευρύτερες οικονομικές κατευθυντήριες γραμμές της Ε.Ε. Απαρτίζεται από τους Υπουργούς Οικονομικών, τους αντιπροσώπους των Κεντρικών Τραπεζών των κρατών μελών και από δύο μέλη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Όταν προκύπτουν ζητήματα που αφορούν τα μέλη των κρατών μελών τα οποία συμμετέχουν στην ΟΝΕ, συνέρχεται ένα μικρότερο τμήμα της επιτροπής αποτελούμενο από τους Υπουργούς Οικονομικών των κρατών μελών που συμμετέχουν στην ΟΝΕ και συνήθως αναφέρεται ως «Euro-X». (στο ίδιο, σ. 101)

1.6. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα είναι ένα όργανο της Ε.Ε. όπως και τα προηγούμενα. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), μαζί με τις 15 Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες, σχηματίζουν το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ). Θα πρέπει να σημειωθεί ότι το σύστημα αυτό περιλαμβάνει

νει και χώρες που δεν είναι μέλη της ΟΝΕ. Ωστόσο, οι χώρες αυτές δε λαμβάνουν μέρος στη διαδικασία λήψης αποφάσεων που αφορά στην ενιαία νομισματική πολιτική για την περιοχή του Ευρώ και την εφαρμογή τέτοιων αποφάσεων. Η κυβερνητική επιτροπή της ΕΚΤ, όμως, για να αποφύγει οποιαδήποτε σύγχυση, έχει εισαγάγει έναν τρίτο όρο - το Ευρωσύστημα (Eurosystem) - που απαρτίζεται από την ΕΚΤ και τις δώδεκα Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες των κρατών μελών που συμμετέχουν στην ΟΝΕ. Έτσι, για λόγους καλύτερου και αποτελεσματικότερου συντονισμού στα θέματα της ΟΝΕ δημιουργήθηκαν δύο σώματα λήψης αποφάσεων:

(α) **Η Κυβερνητική Επιτροπή:** Είναι το ανώτατο σώμα λήψης αποφάσεων και αποτελείται από την ΕΚΤ και τις δώδεκα Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες, δηλαδή το λεγόμενο Ευρωσύστημα. Η Κυβερνητική Επιτροπή υιοθετεί τις κατευθυντήριες γραμμές και λαμβάνει αποφάσεις με σκοπό να διασφαλίσει την εκτέλεση των έργων που έχουν ανατεθεί στο Ευρωσύστημα. Ορίζει επίσης τη νομισματική πολιτική της Ε.Ε. και τους νομισματικούς στόχους, όπως τα επιτόκια, τα τραπεζικά διαθέσιμα κ.λ.π.

(β) **Το Εκτελεστικό Σώμα.** Αποτελείται από τον Πρόεδρο, τον Αντιπρόεδρο και άλλα τέσσερα μέλη, τα οποία διορίζονται από τις κυβερνήσεις των δώδεκα κρατών-μελών βάσει συστάσεων της Επιτροπής της Ε.Ε. Οι κύριες ευθύνες του σώματος αυτού είναι η προετοιμασία των συσκέψεων της Κυβερνητικής Επιτροπής και η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής που έχει αποφασίσει η Επιτροπή.

Ο Πρόεδρος και ο Αντιπρόεδρος διορίζονται για περίοδο πέντε ετών, ενώ οι άλλοι τέσσερις για οκτώ χωρίς δυνατότητα ανανέωσης. Για να αποφευχθεί η αποχώρηση και των τεσσάρων μελών ταυτόχρονα, τα μέλη εναλλάσσονται σε διάφορες χρονικές περιόδους. Έτσι, ανά διετία αντικαθίσταται το ένα από τα τέσσερα μέλη του σώματος, το οποίο έχει ολοκληρώσει την οκταετή θητεία του στο Σώμα.

Η συμφωνία του Μάαστριχ ορίζει ότι ο κύριος στόχος της ΕΚΤ είναι η «σταθερότητα των τιμών» και κατευθύνει την ΕΚΤ «στην ενίσχυση των γενικών οικονομικών πολιτικών την Κοινότητας», αλλά «χωρίς προκατάληψη προς το στόχο της σταθερότητας των τιμών». Επιπλέον, παρέχει στην ίδια την τράπεζα τη διακριτική ευχέρεια να αποφασίζει για το τι σημαίνει ο όρος «σταθερότητα τιμών». Το γεγονός αυτό ενδέχεται να δημιουργήσει αντιθέσεις μεταξύ των διαφόρων οργάνων της Ε.Ε. αλλά κυρίως μεταξύ των οργάνων και της κοινής γνώμης των κατοίκων των κρατών μελών της Ε.Ε. (στο ίδιο, σ.103)

Η ΕΚΤ καθορίζει τρία διαφορετικά είδη επιτοκίων: ένα σταθερό επιτόκιο προσφοράς ή επιτόκιο repos, ένα οριακό επιτόκιο δανεισμού και ένα επιτόκιο με βάση το οποίο πληρώνονται οι καταθέσεις στις Κεντρικές Τράπεζες. Οι πληρωμές σταθερού επιτοκίου πραγματοποιούνται από τις δώδεκα Κεντρικές Τράπεζες, οι οποίες πραγματοποιούν και οποιεσδήποτε συναλλαγές συναλλάγματος που απαιτούνται από την ΕΚΤ. Η διαχείριση του νομίσματος έχει πλήρως διαχωριστεί από την τραπεζική εποπτεία.

Η ΕΚΤ θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως η πιο ανεξάρτητη Κεντρική Τράπεζα παγκοσμίως. Επιπλέον η ΕΚΤ πρέπει να απαντά σε ερωτήσεις του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και να εκδίδει ετήσιες και τριμηνιαίες αναφορές. Η Συμφωνία του Μάαστριχτ ξεκάθαρα απαγορεύει στην ΕΚΤ και στα αντίστοιχα σώματα λήψης αποφάσεων «να αναζητούν ή να λαμβάνουν οδηγίες από κοινοτικούς οργανισμούς ή σώματα από οποιαδήποτε κυβέρνηση κράτους μέλους ή από οποιοδήποτε άλλο σώμα». Οποιαδήποτε αναθεώρηση της Συμφωνίας του Μάαστριχτ απαιτεί ομοφωνία από όλα τα μέλη της Ε.Ε. (Θαλασσινός, 2002, σ. 20-21)

1.7. Το Ευρωπαϊκό Δικαστήριο

Το Ευρωπαϊκό Δικαστήριο ιδρύθηκε για να ερμηνεύει τη Συμφωνία της Ρώμης και να διασφαλίζει το ότι οι αρχικοί οργανισμοί της ΕΟΚ και τα κράτη-μέλη εκπληρούν τις υποχρεώσεις τους, όπως επιτάσσει η Συμφωνία. Αρχικά το Δικαστήριο ιδρύθηκε με έξι δικαστές, έναν από κάθε μέλος και έναν έβδομο επιλεγμένο από το Συμβούλιο των Υπουργών. Το Ευρωπαϊκό Δικαστήριο δημιούργησε σταδιακά ένα σώμα δικαίου για διάφορες περιπτώσεις και επανειλημμένως υποστήριξε την ανωτερότητα του κοινοτικού δικαίου έναντι του εθνικού σε ένα σημαντικό αριθμό τομέων. (Σαρρής, σ.91)

2. Η νέα ευρωπαϊκή χρηματοοικονομική αγορά-θεσμικό πλαίσιο

Για την πραγματοποίηση της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών η Ε.Ε. έχει υιοθετήσει έναν αριθμό Οδηγιών, οι σπουδαιότερες των οποίων παρατίθενται και αναλύονται παρακάτω.

(α) Η Οδηγία 2000/12/ΕΚ «Ανάληψη και την Άσκηση Δραστηριότητας Πιστωτικών Ιδρυμάτων»: Η Οδηγία αυτή αφορά την ελευθερία εγκατάστασης και στην ελεύθερη παροχή υπηρεσιών στον τομέα των πιστωτικών ιδρυμάτων. Σκοπός της οδηγίας αυτής είναι η πλήρης εναρμόνιση όλων των ευρωπαϊκών πιστωτικών ιδρυμάτων, η αμοιβαία αναγνώρισή τους από όλα τα κράτη έτσι ώστε να εξασφαλίζεται η χορήγηση άδεια λειτουργίας τους που να ισχύει σε όλη την Κοινότητα και η εφαρμογή της αρχής του ελέγχου από το κράτος μέλος καταγωγής. Με τον τρόπο δίνεται η δυνατότητα στα πιστωτικά ιδρύματα, που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας στο κράτος μέλος καταγωγής, να ασκούν, σε όλη την Ε.Ε., το σύνολο ή μέρος των δραστηριοτήτων τους, χωρίς να απαιτείται άδεια από τις αρχές της χώρας υποδοχής, δηλαδή της χώρας που θέλουν να εγκατασταθούν. Ωστόσο, το κράτος μέλος που πρόκειται να υποδεχθεί ένα πιστωτικό ίδρυμα άλλης χώρας έχει τη δυνατότητα να επιβάλλει την τήρηση ειδικών διατάξεων, εφόσον οι διατάξεις αυτές συμβιβάζονται με το κοινοτικό δίκαιο και έχουν θεσπιστεί για λόγους γενικού συμφέροντος.

Η Οδηγία, προκειμένου να αντιμετωπίσει ζητήματα απάτης, επιπλέον ορίζει ότι οι αρμόδιες αρχές δεν θα να χορηγούν άδεια λειτουργίας, όταν το πιστωτικό ίδρυμα δεν έχει πραγματικά ίδια κεφάλαια ή όταν το αρχικό κεφάλαιο είναι μικρότερο από πέντε εκατομμύρια ευρώ. Επιπλέον, οι

αρμόδιες αρχές παρέχουν την άδεια λειτουργίας στο πιστωτικό ίδρυμα μόνο με την προϋπόθεση ότι δύο τουλάχιστον πρόσωπα καθορίζουν αποτελεσματικά τον προσανατολισμό της δραστηριότητας του πιστωτικού ιδρύματος και μάλιστα όταν αυτά έχουν την απαιτούμενη εντιμότητα ή επαρκή πείρα για την άσκηση των καθηκόντων αυτών.

Το κράτος - μέλος καταγωγής του πιστωτικού ιδρύματος, έχει την ευθύνη για την εποπτεία ενός πιστωτικού ιδρύματος και ιδίως της φερεγγυότητας. Ο συντελεστής φερεγγυότητας εκφράζεται από τα κεφάλαια του πιστωτικού ιδρύματος (ιδία κεφάλαια). Για να αποφευχθούν πιθανότατες ζημιές των πιστωτικών ιδρυμάτων η οδηγία βάζει φραγμό στην υπερβολική συγκέντρωση χρηματοδοτικών ανοιγμάτων σε ένα μόνο πελάτη ή σε μία μόνο ομάδα συνδεδεμένων πελατών που μπορεί να οδηγήσει σε πιθανότητα ζημιών και περιέλευση του αντίστοιχου πιστωτικού ιδρύματος σε αφερεγγυότητα. Για το λόγο αυτό ζητείται από το ίδρυμα, το οποίο είναι υποχρεωμένο να το κάνει, να αναλάβει άμεσα τα κατάλληλα μέτρα έτσι ώστε να μην περιέλθει σε αφερεγγυότητα.

Ειδικότερα, για τα χρηματοδοτικά ανοίγματα η Οδηγία ορίζει:

1.- Για όλα τα μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα ενός πιστωτικού ιδρύματος σε ένα πελάτη ή σε μια ομάδα συνδεδεμένων πελατών, το πιστωτικό ίδρυμα είναι υποχρεωμένο να ενημερώσει τις αρμόδιες αρχές. Ένα χρηματοδοτικό άνοιγμα θεωρείται μεγάλο, όταν η αξία του υπερβεί το 10% των ιδίων κεφαλαίων του ιδρύματος.

2.- Τα πιστωτικά ιδρύματα δεν μπορούν να έχουν, ως προς ένα πελάτη ή μια ομάδα συνδεδεμένων πελατών, χρηματοδοτικά ανοίγματα των οποίων το συνολικό ποσό να υπερβαίνει το 25% των ιδίων κεφαλαίων του ιδρύματος.

3.- Ένα πιστωτικό ίδρυμα δεν μπορεί να αναλαμβάνει μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα των οποίων το συνολικό ποσό υπερβαίνει το 80 % των ιδίων κεφαλαίων του.

4.- Τα κράτη μέλη μπορούν να προβλέπουν αυστηρότερους κανόνες ως προς τα όρια που αναφέρονται παραπάνω.

Για την ορθή εκπλήρωση της αποστολής των ελεγκτικών αρχών στον τομέα της εποπτείας περιλαμβάνεται επίσης και η εποπτεία σε ενοποιημένη βάση που θα πρέπει να ασκείται στο πιστωτικό ίδρυμα, όταν αυτό το είδος εποπτείας προβλέπεται από τις διατάξεις του κοινοτικού δικαίου. Η Οδηγία αναγνωρίζει ότι για την ομαλή λειτουργία της εσωτερικής τραπεζικής αγοράς απαιτείται, πέρα από τους νομικούς κανόνες, στενή και τακτική συνεργασία των αρμόδιων αρχών των κρατών-μελών. Η συνεργασία αυτή είναι υποχρεωτική.

Τέλος, η Οδηγία ορίζει ότι το καθεστώς που εφαρμόζεται στα υποκαταστήματα των πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν την έδρα τους εκτός της Ε.Ε., θα πρέπει να είναι ανάλογο σε όλα τα κράτη-μέλη. Η Ε.Ε. έχει τη δυνατότητα να συνάπτει συμφωνίες με τρίτες χώρες για την εφαρμογή διατάξεων που αναφέρονται στα υποκαταστήματα αυτά. Η συμφωνία μπορεί να προβλέπει την ίδια μεταχείριση σε όλες τις περιπτώσεις υποκαταστημάτων

πιστωτικών ιδρυμάτων από διάφορα κράτη μέλη της Ε.Ε. στις χώρες αυτές, ώστε να διασφαλίζεται καθεστώς αμοιβαιότητας υπέρ των πιστωτικών ιδρυμάτων της Ε.Ε. στις εν λόγω τρίτες χώρες. (Θαλασσινός, 2002, σ.22-24)

(β) *Η Οδηγία 2000/46/ΕΚ «Ανάληψη, Άσκηση και Προληπτική Εποπτεία της Δραστηριότητας Ιδρύματος Ηλεκτρονικού Χρήματος».*

Η Οδηγία αυτή αναγνωρίζει ότι είναι σκόπιμο να ληφθούν υπόψη τα ειδικά χαρακτηριστικά των ιδρυμάτων αυτών και να προβλεφθούν τα αναγκαία μέτρα για την ανάληψη, την άσκηση και την προληπτική εποπτεία της δραστηριότητας ιδρύματος ηλεκτρονικού χρήματος. Το ηλεκτρονικό χρήμα μπορεί να θεωρηθεί ως ηλεκτρονικό υποκατάστατο των κερμάτων και των χαρτονομισμάτων, αποθηκευμένο σε ηλεκτρονικό απόθεμα, όπως κάρτα με τσιπ ή μνήμη ηλεκτρονικού υπολογιστή και προοριζόμενο κατά κανόνα για πληρωμές μικροποσών.

Η Οδηγία αποσκοπεί στην αμοιβαία αναγνώριση της άδειας λειτουργίας και την προληπτική εποπτεία των ιδρυμάτων ηλεκτρονικού χρήματος, έτσι ώστε να μπορεί να είναι δυνατή η χορήγηση ενιαίας άδειας λειτουργίας αναγνωρισμένης σε όλη την Ε.Ε., καθώς και στην προληπτική εποπτεία από το κράτος μέλος καταγωγής του ιδρύματος. Για την αντιμετώπιση των ειδικών κινδύνων που σχετίζονται με την έκδοση ηλεκτρονικού χρήματος, το καθεστώς εποπτείας πρέπει να είναι πιο εξειδικευμένο από αυτό που εφαρμόζεται στα άλλα πιστωτικά ιδρύματα.

Οι δραστηριότητες των ιδρυμάτων ηλεκτρονικού χρήματος, εκτός από την έκδοση ηλεκτρονικού χρήματος περιορίζονται στα παρακάτω:

α) Στην παροχή χρηματοπιστωτικών και μη χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών οι οποίες συνδέονται στενά με την έκδοση ηλεκτρονικού χρήματος, όπως η διαχείριση ηλεκτρονικού χρήματος με την εκτέλεση λειτουργικών και άλλων βοηθητικών εργασιών που σχετίζονται με την έκδοση του, καθώς και η έκδοση και διαχείριση άλλων μέσων πληρωμής, με εξαίρεση οποιαδήποτε πιστοδοτική δραστηριότητα.

β) Στην αποθήκευση στοιχείων στο ηλεκτρονικό απόθεμα εκ μέρους άλλων επιχειρήσεων ή δημόσιων ιδρυμάτων.

Σύμφωνα με την Οδηγία, τα ιδρύματα ηλεκτρονικού χρήματος δεν κατέχουν οποιοδήποτε δικαίωμα συμμετοχής σε άλλες επιχειρήσεις, εκτός εάν αυτές εκτελούν λειτουργικές ή άλλες βοηθητικές εργασίες που σχετίζονται με το ηλεκτρονικό χρήμα το οποίο εκδίδεται ή διανέμεται από το συγκεκριμένο ίδρυμα ηλεκτρονικού χρήματος.

Αυτός που κατέχει ηλεκτρονικό χρήμα δικαιούται, να ζητήσει την εξαργύρωση του σε κέρματα και χαρτονομίσματα ή τη μεταφορά του σε τραπεζικό λογαριασμό χωρίς καμία επιβάρυνση ή δαπάνη από μέρους του για την εργασία αυτή που θα εκτελέσει το συγκεκριμένο ίδρυμα, ανάλογα βέβαια με τη σύμβαση που έχει κάνει με το πιστωτικό ίδρυμα.

Το ελάχιστο αρχικό κεφάλαιο του ιδρύματος ηλεκτρονικού χρήματος ορίζεται στο ύψος του 1 εκατομμυρίου ευρώ. Τέλος, η Οδηγία αυτή ορίζει και συγκεκριμένους περιορισμούς στις επενδύσεις. (Θαλασσινός, 2002, σ.25)

γ) Πρόταση Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά).

Κύριος σκοπός της πρότασης αυτής είναι η πάταξη φαινομένων αισχροκέρδειας και χειραγώγησης των αγορών με την άμεση συνεργασία των αρχών κάθε χώρας ενώ προτείνονται μέτρα που με τη βοήθεια των δικαστικών και διωκτικών αρχών παρέχουν σημαντικό επίπεδο προστασίας σε όλους τους επενδυτές.

Σε εθνικό επίπεδο οι κανόνες για την αποφυγή των καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά ποικίλλουν, ενώ σε ορισμένες χώρες της ΕΕ δεν υπάρχει νομοθεσία για τη χειραγώγηση της αγοράς. Οι διαφοροποιήσεις αυτές δημιουργούν ανταγωνιστικές στρεβλώσεις στις χρηματοοικονομικές αγορές και εμποδίζουν την ανάπτυξη μίας ενιαίας αγοράς βασιζόμενης σε ίσους όρους ανταγωνισμού. Δεδομένου ότι δεν είναι πάντα σαφές ποιος είναι υπεύθυνος στις χώρες της Ε.Ε. για την καταπολέμηση των πρακτικών αυτών, οι επιχειρήσεις χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και οι άλλοι επενδυτικοί φορείς βρίσκονται συχνά σε αβεβαιότητα σχετικά με τους κανόνες που ισχύουν στις διάφορες χώρες της Ε.Ε.

Σύμφωνα με την Πρόταση Οδηγίας, δύο είδη συμπεριφοράς μπορούν να χαρακτηρισθούν ως πράξη χειραγώγησης της αγοράς: α) συναλλαγές και εντολές για την πραγματοποίηση συναλλαγών που παραπλανούν ή στοχεύουν να παραπλανήσουν τους φορείς της αγοράς και β) διάδοση πληροφο-

ριών, που παραπλανούν ή στοχεύουν να παραπλανήσουν τους φορείς της αγοράς.

Για την αποφυγή των παραπάνω η Οδηγία προτείνει να γίνει αυστηρός έλεγχος και στις ελεγχόμενες αλλά πολύ περισσότερο στις μη ελεγχόμενες αγορές, μηχανισμούς συνεχούς διάδοσης πληροφοριών για τις τιμές, συναλλαγές εκτός αγοράς, καθώς και κάθε άλλο μέσο, εφόσον χρησιμοποιούνται για τη χειραγώγηση ενός χρηματοπιστωτικού εργαλείου που έχει εισαχθεί για διαπραγμάτευση σε ελεγχόμενη αγορά μίας τουλάχιστον χώρας της Ε.Ε.

Έτσι η Οδηγία προτείνει μια σειρά μέτρων μεταξύ των οποίων είναι:

α) η εφαρμογή της απαγόρευσης συμπεριφορών που σχετίζονται με την κατοχή εμπιστευτικών πληροφοριών σε κάθε πρόσωπο φυσικό ή νομικό, καθώς και σε όλες τις χώρες μέλη

β) η ταχύτερη δυνατή ανακοίνωση της εμπιστευτικής πληροφορίας στο κοινό με στόχο τον περιορισμό των δυνατοτήτων εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών.

Τέλος η Οδηγία προτείνει υποχρεωτικές διοικητικές κυρώσεις, πέραν των ποινικών κυρώσεων, οι οποίες πρέπει να είναι αποτελεσματικές και αποτρεπτικές και να επιβάλλονται με ταχύτητα, έτσι ώστε να αποφευχθεί η συνέχιση των καταχρηστικών αυτών πρακτικών. Επίσης προτείνεται η δημόσια ανακοίνωση των κυρώσεων. (Θαλασσινός, 2002, σ.28-30)

3. Οικονομική Νομισματική Ένωση και Ενιαίο Νόμισμα

3.1. Η Δημιουργία της ΟΝΕ

Ο απόλυτος στόχος για την Ευρώπη ήταν η δημιουργία μιας Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ). Το σχέδιο ετοιμάστηκε το 1989 από τις Κεντρικές Τράπεζες των κρατών-μελών και τον Jacques Delors, πρόεδρο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Το «Πρόγραμμα Delors», όπως ονομάστηκε, έθεσε εξαρχής τρία στάδια για την πορεία προς την ΟΝΕ: κατάργηση των συναλλαγματικών ελέγχων και επίτευξη μιας ενιαίας αγοράς στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, ίδρυση του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) και τελικά εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος.

Το σχέδιο αυτό υποστηρίχτηκε ευρέως από τη Σύνοδο της Μαδρίτης στα μέσα του 1989 και συζητήθηκε περαιτέρω στο ενδοκυβερνητικό συνέδριο που ξεκίνησε το Δεκέμβριο του 1990, το οποίο και προετοίμασε το έδαφος για να σχεδιασθεί η Συνθήκη στο Μάαστριχτ της Ολλανδίας το Δεκέμβριο του 1991. Η σύνοδος του Μάαστριχτ έθεσε τους όρους και το χρονοδιάγραμμα για την Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση. (Σαρρής, σ. 225)

Έτσι, την 1η Ιανουαρίου 1999 έγινε η έναρξη της διαδικασίας για τη Νομισματική Ένωση με το κλείδωμα των συναλλαγματικών ισοτιμιών των νομισμάτων των κρατών-μελών της Ε.Ε. που ακολουθούν την ΟΝΕ.

Την επόμενη ακριβών χρονιά 1η Ιανουαρίου 2002 έγινε η εισαγωγή των νέων χαρτονομισμάτων και κερμάτων (ευρώ). Το νέο νόμισμα (ευρώ) αντικατέστησε επίσημα όλα τα εθνικά νομίσματα στις χώρες μέλη της ΟΝΕ.

3.2. Τα πλεονεκτήματα της ΟΝΕ

Τα πλεονεκτήματα και τα οφέλη, που προκύπτουν από την εισαγωγή του ενιαίου ευρωπαϊκού νομίσματος, είναι ένα μείγμα πολιτικών, κοινωνικών και οικονομικών παραγόντων και συγκεκριμένα:

Όσον αφορά το εμπόριο εντός της Ε.Ε.:

Η λογική της Ε.Ε. ήταν ότι η απομάκρυνση των εμποδίων στο εμπόριο που γίνονταν και γίνεται εντός στους κόλπους της θα οδηγούσε σε αύξηση του όγκου του εμπορίου εντός της Ε.Ε. και σε μια επακόλουθη αύξηση της οικονομικής ευρωστίας των μελών της.

Για να μεγιστοποιηθούν οι ροές εμπορίου μεταξύ των κρατών μελών της Ε.Ε. και για να επιτευχθεί μια πραγματικά ενιαία αγορά, υποστηρίχθηκε ότι θα πρέπει να υπάρχει ένα κοινό μέσο ανταλλαγής.

Τα διαφορετικά εθνικά νομίσματα που υπήρχαν μέχρι τότε παρεμπόδιζαν τις ροές εμπορίου και οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνταν στο χώρο του εμπορίου μέσα στην Ε.Ε. κινούνταν σε μια αβέβαιη αγορά με μεγάλο κόστος γι' αυτές.

Μια περαιτέρω ενίσχυση του ενδο-εμπορίου της Ε.Ε. γίνεται από τη κατάργηση του κόστους συναλλαγών που σχετίζονται με τη μετατροπή διάφορων νομισμάτων για την εξυπηρέτηση του ενδο-ΕΕ εμπορίου. Το κόστος αυτό αφορά στο χρόνο και στους πόρους που χρησιμοποιούνται από εταιρείες που αγοράζουν και πωλούν τα διάφορα νομίσματα, καθώς και στις τραπεζικές προμήθειες.

Όσον αφορά την αποτελεσματικότερη κατανομή παραγωγικών πόρων:

Η ελεύθερη ροή κεφαλαίου εντός της ΕΕ έχει στο παρελθόν στρεβλωθεί από ελέγχους και διαφορετικούς εθνικούς χειρισμούς στο δανεισμό χρηματοοικονομικών κεφαλαίων, οδηγώντας έτσι σε αναποτελεσματική κατανομή των παραγωγικών πόρων εντός της ΕΕ. Τέτοιοι έλεγχοι τυπικά περιορίζουν τη ροή κεφαλαίων προς τις χώρες με χαμηλή οριακή παραγωγικότητα, από τις χώρες με υψηλή οριακή παραγωγικότητα. Η μόνιμη κατάργηση των συναλλαγματικών ελέγχων και η απουσία της αβεβαιότητας που δημιουργείται από τις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών, χωρίς αμφιβολία οδήγησαν από την πρώτη στιγμή της εφαρμογής του ενιαίου νομίσματος σε μια πιο αποτελεσματική κατανομή του κεφαλαίου εντός της Ε.Ε. Επιπλέον αναμένεται ομοίως, μόλις οι μισθοί, οι οποίοι εκφράζονται σήμερα σε όρους ενός κοινού νομίσματος, η ΟΝΕ θα οδηγήσει σε μια καλύτερη κατανομή του εργατικού δυναμικού, καθώς το εργατικό δυναμικό θα κινηθεί από περιοχές χαμηλής σε περιοχές υψηλής οριακής παραγωγικότητας.

Όσον αφορά την εξοικονόμηση συναλλαγματικών διαθεσίμων:

Η ΟΝΕ σήμερα έχει μειώσει τις συνολικές απαιτήσεις σε συναλλαγματικά διαθέσιμα στις χώρες μέλη της Ε.Ε., αφού δεν υπάρχει ανάγκη για παρακράτηση συναλλαγματικών διαθεσίμων για τη διαχείριση ενδο-ΕΕ ισοτιμιών. Η μέση οικονομική απόδοση πολλών χωρών με το ίδιο νόμισμα είναι πιο σταθερή από εκείνη των μεμονωμένων χωρών με τα δικά τους νομίσματα μειώνοντας έτσι την ανάγκη για υψηλά συναλλαγματικά διαθέσιμα.

Επίσης, το ενιαίο ευρωπαϊκό νόμισμα αποτελεί ένα κύριο νόμισμα για την παγκόσμια οικονομία, οι συναλλαγές γίνεται μ' αυτό σε βάρος του δολαρίου με τα αντίστοιχα οφέλη που προκύπτουν για την ΕΕ.

Τα οφέλη που προκύπτουν για την Ε.Ε. από την αλλαγή των νομισμάτων σε ένα κοινό και την επακόλουθη αντικατάσταση του δολαρίου ΗΠΑ με το κοινό ευρωπαϊκό νόμισμα είναι πολλά και αυτό γιατί το ευρώ κατέστη σήμερα πιο σημαντικό ως προς την επιρροή του στο διεθνές νομισματικό σύστημα.

Εντούτοις, η Ε.Ε. υποφέρει από ανελαστική εργατική νομοθεσία, υψηλή φορολογία και αλόγιστες διοικητικές ρυθμίσεις, στοιχεία που επιδρούν αρνητικά στην παραγωγικότητα και την ευρωστία της ευρωπαϊκής οικονομίας, επηρεάζουν την ελκυστικότητα των ευρωπαϊκών κινητών αξιών, κυρίως μετοχών και ομολόγων, σε σύγκριση με τις αντίστοιχες αμερικανικές, και αφαιρούν μέρος των δυνατοτήτων του ενιαίου νομίσματος.

Όσον αφορά τη διαφάνεια τιμών:

Ένα άλλο μεγάλο όφελος από την ύπαρξη του ενιαίου νομίσματος είναι ότι οι καταναλωτές και οι επιχειρήσεις θα επωφεληθούν από τη διαφάνεια των τιμών. Ο ανταγωνισμός μπορεί να διασφαλίσει μια ενιαία τιμολογιακή πολιτική βασισμένη στο χαμηλότερο όριο των τρεχουσών τιμών στις διάφορες χώρες-μέλη της Ε.Ε. η οποία θα υιοθετηθεί από πολλές εταιρείες. Αποτέλεσμα αυτού είναι η μείωση των τιμών σε πολλά προϊόντα και υπηρεσίες που χαρακτηρίζονται από συνθήκες έντονου ανταγωνισμού. (Θαλασσινός, 2002, σ.33-37)

3.3. Τα μειονεκτήματα της ΟΝΕ

Ένα σημαντικό επιχείρημα έναντι της ΟΝΕ είναι ότι η αποδοχή ενός ενιαίου νομίσματος σημαίνει πως οι χώρες μέλη δεν είναι πλέον ελεύθερες να καθορίσουν τις δικές τους νομισματικές πολιτικές και τις δικές τους δημοσιονομικές πολιτικές.

Μερικές χώρες προτιμούν να έχουν χαμηλούς ρυθμούς πληθωρισμού και είναι προετοιμασμένες να αποδεχθούν σχετικά υψηλή ανεργία, ενώ άλλες προτιμούν χαμηλή ανεργία και σχετικά υψηλό πληθωρισμό. Με κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες οι διαφορετικές αυτές προτιμήσεις στο ρυθμό πληθωρισμού μπορούν να συμβιβαστούν με ένα ανατιμώμενο νόμισμα για χώρες χαμηλού πληθωρισμού. Δεδομένου ότι σε μια νομισματική ένωση απαιτείται ενιαίος ρυθμός πληθωρισμού, χώρες με διαφορετικές προτιμήσεις αναφορικά με τη σχέση ανταλλαγής μεταξύ ποσοστού ανεργίας και ρυθμού πληθωρισμού είναι αυτονόητο ότι θα υποστούν το κόστος της σχέσης αυτής από την Νομισματική Ένωση.

Ένα άλλο σημαντικό πρόβλημα που δημιουργείται είναι ότι ενώ θεωρείται ότι η ΟΝΕ θα οδηγήσει σε οφέλη την Ε.Ε. ως σύνολο, δεν διασφαλίζεται η δίκαιη κατανομή των πλεονεκτημάτων αυτών με αποτέλεσμα ορισμένες περιφέρειες ή χώρες της Ένωσης να αποκομίσουν σημαντικά κέρδη, ενώ άλλες να υποστούν ζημιές. Οι αυξημένες μετακινήσεις κεφαλαίου και εργασίας που σχετίζονται με την ΟΝΕ, καθώς οι πόροι μετακινούνται από περιοχές χαμηλής οριακής παραγωγικότητας σε περιοχές υψηλής παραγωγικότη-

τας, μπορεί να καταστήσουν τις μετακινήσεις αυτές ως ένα περιφερειακό πρόβλημα με ανεπιθύμητες κοινωνικές συνέπειες.

Για να μετριάσουν μια τέτοια πιθανότητα προτάθηκε μια πολιτική σύμφωνα με την οποία οι περιφέρειες και οι χώρες που κερδίζουν από το νέο καταμερισμό εργασίας να χρηματοδοτούν επενδυτικά προγράμματα στις περιφέρειες που θα υποστούν ζημιές από την ΟΝΕ.

Ενώ οι περιφερειακές ανισότητες μπορεί να προκύψουν ως αποτέλεσμα της ΟΝΕ, παραμένει ανοικτό το θέμα για το αν η πολιτική που προτάθηκε είναι το καλύτερο μέσο για τον περιορισμό του προβλήματος.

3.4. Το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης

Στη σύνοδο του Δουβλίνου το Δεκέμβριο του 1996, υιοθετήθηκε το «σύμφωνο σταθερότητας και ανάπτυξης» που σχεδιάστηκε για να διασφαλίσει τη δημοσιονομική σταθερότητα και μετά την έναρξη της ΟΝΕ. Το σύμφωνο προβλέπει για τις χώρες που έχουν «υπερβολικά» ελλείμματα πρόστιμα, αν αυτές δεν προχωρήσουν σε ανάλογη δράση για τη μείωση των ελλειμμάτων τους. Κάθε κράτος μέλος της Νομισματικής Ένωσης πρέπει να προετοιμάσει ένα πολυετές πρόγραμμα σταθερότητας όπου θα παρουσιάζεται κατάσταση προϋπολογισμού και η κατάσταση θα δημοσιοποιείται, ώστε οι αρμόδιες υπηρεσίες Επιτροπής να είναι σε θέση να παρακολουθούν την εξέλιξη του προϋπολογισμού κάθε κράτους μέλους της ΟΝΕ. Σε περίπτωση αποκλίσεων προτείνουν προσαρμογές στην πολιτική, ώστε να επιτευχθούν τελικά οι στόχοι που έχουν τεθεί.

Αν σε μια χώρα το έλλειμμα θεωρηθεί υπερβολικό, τότε η Επιτροπή θα προετοιμάσει μια έκθεση και θα την στείλει στο Συμβούλιο, το οποίο αν πιστεύει ότι το έλλειμμα είναι υπερβολικό, τότε θα προτείνει στο κράτος μέλος να αναλάβει διορθωτική δράση εντός τεσσάρων μηνών με σκοπό τη διόρθωση του ελλείμματος σε διάστημα που δε θα υπερβαίνει τους 12 μήνες από την ημερομηνία κατά την οποία αναγνωρίστηκε η απόκλιση στο έλλειμμα. Αν τα μέτρα δεν εφαρμοστούν ή θεωρηθούν ανεπαρκή, τότε το κράτος-μέλος θα πρέπει να καταθέσει άτοκα ένα συγκεκριμένο ποσό στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα δέκα μήνες μετά από την εφαρμογή των μέτρων. Αν το έλλειμμα παραμένει υπερβολικά υψηλό, τότε η κατάθεση μετατρέπεται σε πρόστιμο δύο χρόνια αργότερα.

Υπάρχουν συγκεκριμένες εξαιρέσεις σύμφωνα με τις οποίες ένα έλλειμμα μπορεί να είναι πάνω από το 3% του ΑΕΠ χωρίς να οδηγεί σε πρόστιμο. Ειδικότερα, αν το κράτος μέλος έχει υποστεί μια απότομη οικονομική ύφεση που ορίζεται ως μια ετήσια μείωση του πραγματικού ΑΕΠ της τάξης του 2%, τότε το έλλειμμα θα θεωρείται εξαιρέσιμο και δε θα απαιτείται διορθωτική δράση. Το πρόστιμο αρχικά παίρνει τη μορφή μιας κατάθεσης σε ένα ειδικό κοινοτικό λογαριασμό, ο οποίος θα μετατρέπεται σε πρόστιμο μετά από δύο χρόνια, αν η χώρα αποτύχει να μειώσει το ετήσιο έλλειμμα της. Το μέγιστο πρόστιμο για την απόκλιση στο δημόσιο έλλειμμα ανέρχεται σε ποσοστό 0,5% του ΑΕΠ της χώρας. Τον πρώτο χρόνο εφαρμογής του μέτρου η κατάθεση είναι ένα σταθερό ποσοστό 0,2% του ΑΕΠ και ένα μεταβλητό ποσοστό 0,1% για κάθε ποσοστιαία μονάδα πάνω από το όριο του 3%. Αν το έλλειμμα

επιμένει το δεύτερο χρόνο, επιπρόσθετα πρόστιμα μπορεί να επιβληθούν μέχρι του ορίου του 0,5% του ΑΕΠ της χώρας.

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 2^ο

ΑΛΛΑΓΕΣ ΣΤΟΝ ΤΟΜΕΑ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ

1. Εισαγωγή

Η διεθνής τάση προς την απελευθέρωση των περιορισμών και των διοικητικών ρυθμίσεων έχει καταργήσει τους φραγμούς μεταξύ των εθνικών χρηματοοικονομικών αγορών, καθώς επίσης και εντός των αγορών. Η υιοθέτηση του κοινού νομίσματος και η ραγδαία εξάπλωση των νέων τεχνολογιών οδηγούν σε ενίσχυση του ανταγωνισμού, επιβάλλοντας επιτακτικά την επιτάχυνση των αναδιαρθρώσεων στον χρηματοοικονομικό τομέα. Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα έχουν επομένως προσαρμόσει τις στρατηγικές τους, για να ανταποκριθούν στις προκλήσεις και να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες των νέων εξελίξεων. Στο κεφάλαιο αυτό περιέχεται μια επισκόπηση των στρατηγικών που έχουν εφαρμοστεί από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στις κυριότερες ευρωπαϊκές αγορές, αλλά και οι επιπτώσεις που έχουν αυτές οι στρατηγικές στη διάρθρωση του ευρωπαϊκού χρηματοοικονομικού τομέα. Το επίμαχο ερώτημα είναι ποια μορφή σχέσης είναι η συνηθέστερη μεταξύ διάφορων ειδών χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων που θα επιτρέψει στα ιδρύματα αυτά

να ανταποκριθούν επιτυχέστερα στην αναμενόμενη ένταση του διεθνούς χρηματοοικονομικού ανταγωνισμού.

2. Η δομική αλλαγή των Εθνικών Τραπεζικών Αγορών

Σε εθνικό επίπεδο, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα απαντούν στο νέο ρυθμιστικό περιβάλλον με συγχωνεύσεις, εξαγορές ή ακόμα και συμμαχίες, οι οποίες σχεδιάστηκαν για να παγιώσουν τις εθνικές τους θέσεις στην αγορά και να αντισταθούν στις νέες ανταγωνιστικές πιέσεις από το εξωτερικό.

Δύο είναι οι κυρίαρχες τάσεις που συνυπάρχουν :

1. Η πρώτη αφορά στις εξαγορές και συγχωνεύσεις για τη δημιουργία μεγάλων χρηματοπιστωτικών ομίλων ικανών να ανταγωνιστούν αποτελεσματικά σε εθνικό επίπεδο.
2. Η δεύτερη επικεντρώνεται στην ενίσχυση του ρόλου μικρότερων, σύγχρονων και ευέλικτων τραπεζών με παραγωγή εξειδικευμένων προϊόντων και υπηρεσιών παράλληλα με τη διασύνδεση του δικτύου τους με μεγαλύτερες χρηματοοικονομικές μονάδες.

Η αξιοποίηση των οικονομιών κλίμακας και οικονομιών εύρους εμφανίζεται να είναι ο πρωταρχικός στόχος τέτοιων ενεργειών. Σε γενικές γραμμές οι οικονομίες κλίμακας αναδεικνύονται, σε εθνικό επίπεδο, από τη δυνατότητα των μεγάλων επιχειρήσεων να επιμερίσουν το σταθερό κόστος (υπαλληλικές λειτουργίες, έρευνα και κόστος υπολογισμών) σε μεγάλο όγκο προϊόντων. Υπάρχουν επίσης σημαντικές ευκαιρίες για χρηματοοικονομικές οικονομίες κλίμακας. Ένας αυξημένος αριθμός πελατών μειώνει την αβεβαιό-

τητα της ανάληψης καταθέσεων και επομένως μειώνει και την ανάγκη διακράτησης ρευστών διαθεσίμων. Επιπλέον, η πτώχευση μεγάλων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων δεν είναι αποδεκτή δεδομένου ότι κάτι τέτοιο θα οδηγούσε σε μαζικές αναλήψεις κεφαλαίων και σε έναν γενικό χρηματοοικονομικό πανικό που θα μπορούσε να υπονομεύσει τη σταθερότητα ολόκληρου του χρηματοοικονομικού συστήματος. (Βάντερ Β., 1997, σ. 32-33).

Το γεγονός ότι το μέγεθος αποτελεί ένα ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, αναγνωρίζεται όχι μόνο από τα ιδρύματα αλλά και από τις εθνικές αρχές οι οποίες όχι μόνο δεν εμποδίζουν, αλλά αντιθέτως ενθαρρύνουν πλέον τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές μεταξύ των εγχώριων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Η πολιτική αυτή υιοθετήθηκε από όλα σχεδόν τα κράτη-μέλη της Ε.Ε. με αποτέλεσμα να αυξηθεί ο αριθμός του συνόλου, καθώς και των εγχώριων συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ως συνέπεια της εξέλιξης αυτής, κατά την περίοδο 1990-96 σημειώθηκε μείωση κατά 20% του αριθμού των τραπεζών στις χώρες της Ε.Ε.

Επομένως, η αναδιοργάνωση του ευρωπαϊκού χρηματοοικονομικού συστήματος σε εθνικό επίπεδο συνεπάγεται μια ραγδαία μείωση στον αριθμό των ανεξάρτητων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων και τη συγκέντρωση του ελέγχου της ίδιας της χώρας σε ένα μικρότερο αριθμό ιδρυμάτων.

Σε σύνολο χωρών της Ε.Ε. ο συνολικός αριθμός συγχωνεύσεων και εξαγορών ήταν κατά το έτος 1995 326, το έτος 1996 343, το έτος 1997 319, το

έτος 1998 434, το έτος 1999 497, το έτος 2000 234, το έτος 2001 383 και το έτος 2002 530.

Πίνακας 1

Συνολικός αριθμός συγχωνεύσεων και εξαγορών

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ΑΥΣΤΡΙΑ	14	24	29	37	24	8	26	32
ΒΕΛΓΙΟ	6	9	9	7	11	3	8	16
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	122	134	118	202	269	101	169	232
ΔΑΝΙΑ	2	2	2	1	2	2	2	12
ΙΣΠΑΝΙΑ	13	11	19	15	17	29	15	24
ΦΙΛΑΝΔΙΑ	9	6	5	7	2	5	6	13
ΓΑΛΛΙΑ	61	61	47	53	55	25	55	82
ΕΛΛΑΔΑ	0	1	3	9	8	1	4	7
ΙΡΛΑΝΔΙΑ	3	4	3	3	2	0	3	5
ΙΤΑΛΙΑ	73	59	45	55	66	30	60	55
ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ	3	2	3	12	10	8	6	12
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	7	11	8	3	3	5	6	7
ΠΟΡΤΟΓΑΛΛΙΑ	6	6	2	5	2	9	4	7
ΣΟΥΗΔΙΑ	1	2	5	1	7	2	3	4
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	6	11	21	24	19	6	16	22
ΣΥΝΟΛΟ	326	343	319	434	497	234	383	530

Ο Πίνακας 1 φανερώνει μεγάλο βαθμό συγκέντρωσης σε σχεδόν όλα τα κράτη μέλη της Ε.Ε.

Μετά την κατάργηση των ρυθμιστικών εμποδίων, τα πιστωτικά ιδρύματα (συμπεριλαμβανομένων των τραπεζών, των ασφαλιστικών εται-

ρειών κ.λ.π.) μετατοπίζονται από τους παραδοσιακούς τους ρόλους και διαμέσου των συγχωνεύσεων, κοινοπραξιών ή συμμαχιών έχουν προοδευτικά αναλάβει έναν ευρύτερο ρόλο προμηθευτή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Το σύνολο των δραστηριοτήτων περιλαμβάνει ασφάλειες, αμοιβαία κεφάλαια, στεγαστικά δάνεια, λήζινγκ, φάκτορινγκ κ.λ.π. Οι τράπεζες, στηριζόμενες στο δίκτυο τους και στη στενή σχέση τους με τους πελάτες, τείνουν να μετατρέπονται σε «super-markets» με δυνατότητα προσφοράς μιας μεγάλης ποικιλίας χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Οι πρωτοβουλίες αυτές δεν πάρθηκαν μόνο από τις τράπεζες (Μπέρκερ Ν., 1997, σ. 17-18). Αρκετές ασφαλιστικές εταιρείες απέκτησαν ή συνδέθηκαν με τράπεζες, για να χρησιμοποιήσουν το δίκτυο τους ως ένα αποτελεσματικό μέσο, από πλευράς κόστους και διανομής ασφαλιστικών προϊόντων. Οι δραστηριότητες αυτές έχουν ως στόχο την αύξηση της αποτελεσματικότητας και τη διασφάλιση οικονομικών εύρους.

Οι οικονομίες εύρους αναδεικνύονται από τη χρήση των εισροών στην παραγωγή πολλαπλών υπηρεσιών. Προσέγγιση σε ένα φθινό κανάλι διανομής ενός άλλου πιστωτικού ιδρύματος είναι το πιο χαρακτηριστικό παράδειγμα. Ενοποιημένοι λογαριασμοί πελατών, για παράδειγμα, αποφεύγουν το κόστος διπλών εργασιών που σχετίζονται με την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας ενός πελάτη σε ξεχωριστή βάση για κάθε οικονομική συναλλαγή. Η προσφορά διαφοροποιημένων προϊόντων οδηγεί επίσης σε μακροπρόθεσμες σχέσεις μεταξύ ιδρυμάτων και πελατών, οι οποίες συνεπάγονται και σταδιακή συσσώρευση γνώσεων για τους πελάτες. Τα ιδρύματα που

βασίζονται στην παροχή διαφοροποιημένων υπηρεσιών είναι επίσης λιγότερο εκτεθειμένα στον κίνδυνο μιας ξαφνικής μετατόπισης σε πελατειακή προτίμηση ή οικονομικές κρίσεις. Από την πλευρά του πελάτη, οικονομίες φάσματος αναδεικνύονται από τη συγκέντρωση όλων των συναλλαγών μέσα σε ένα ίδρυμα, γεγονός που μειώνει το κόστος των συναλλαγών, τη διάρκεια του χρόνου, το κόστος επικοινωνίας κ.λ.π.

Ένας άλλος λόγος της τάσης για διαφοροποίηση σχετίζεται με τη διείσδυση μη-τραπεζικών ιδρυμάτων στην αγορά των αποταμιεύσεων, καθώς και με την πρόσφατη μετατόπιση της αποταμιευτικής συμπεριφοράς προς μακροχρόνια κεφάλαια που συνήθως περιέχονται σε συλλογικά εργαλεία επενδύσεων, όπως είναι τα συνταξιοδοτικά ταμεία, οι ασφάλειες ζωής και τα αμοιβαία κεφάλαια (Μπέρκερ Ν., 1997, σ. 22-23). Οι θεσμικές και οι τεχνολογικές εξελίξεις έχουν περιορίσει τα εμπόδια εισόδου στον τραπεζικό τομέα με αποτέλεσμα τα πιστωτικά ιδρύματα να αντιμετωπίζουν πιέσεις από μεγάλο αριθμό ανταγωνιστών στις παραδοσιακές τους δραστηριότητες. Η ανάπτυξη θεσμικών επενδυτών διευκόλυνε την πρόσβαση τους στο αποταμιευτικό κοινό και ενίσχυσε το ρόλο των κεφαλαιαγορών στην άντληση κεφαλαίων. Πράγματι, αρκετές επιχειρήσεις στρέφονται πλέον στο χρηματιστήριο με στόχο την άντληση κεφαλαίων με χαμηλό κόστος. Ταυτοχρόνως, η προσφορά ενός διαρκώς διευρυνόμενου φάσματος χρηματοοικονομικών προϊόντων με διάφορα χαρακτηριστικά και αποδόσεις, τόσο από το Δημόσιο όσο και από μη τραπεζικούς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, έχει διευρύνει τις επιλογές

του αποταμιευτικού κοινού και έχει οδηγήσει σε σημαντική αύξηση των τοποθετήσεων τους εκτός του τραπεζικού συστήματος.

Τα αμοιβαία κεφάλαια καθώς και τα ασφαλιστικά προϊόντα προσφέρουν εναλλακτικές μορφές τοποθετήσεων. Παρά τη διαφορετική λογική της τραπεζικής και ασφαλιστικής δραστηριότητας, η μία αποφεύγει τον κίνδυνο, έχει βραχυπρόθεσμο ορίζοντα και σίγουρες υποχρεώσεις, ενώ η άλλη καλύπτει τον κίνδυνο, έχει μακροπρόθεσμο ορίζοντα και διόλου σίγουρες υποχρεώσεις, αναφέρονται και οι δύο στην αποταμίευση του κοινού. Οι ασφάλειες ζωής τα τελευταία χρόνια γνωρίζουν στην Ευρώπη σημαντική ανάπτυξη που ευνοήθηκε από τις θετικές φορολογικές ρυθμίσεις και την ανησυχία για το μέλλον των κρατικών συντάξεων. Σημαντικός λόγος ανάπτυξης ήταν και η νέα μορφή που έλαβαν τα προϊόντα ασφαλειών ζωής. Τα προϊόντα αυτά ενέχουν πλέον ένα πολύ μικρό στοιχείο προστασίας κινδύνων, ενώ η έμφαση είναι στην κερδοφορία και στην επένδυση. Η ασφάλιση ζωής μετακινήθηκε σταδιακά από την προστασία στην επένδυση. Ως αποτέλεσμα, τα νέα αυτά ασφαλιστικά προϊόντα σε συνδυασμό με τις φορολογικές ρυθμίσεις και τις θετικές αποδόσεις κέρδισαν την προτίμηση του αποταμιευτικού κοινού σε βάρος των τραπεζικών προϊόντων.

Παράλληλα, οι καταθέτες εμφανίζονται περισσότερο πρόθυμοι να μετατραπούν σε επενδυτές εξασφαλίζοντας υψηλότερες αποδόσεις στις τοποθετήσεις τους αποδεχόμενοι τον υψηλότερο κίνδυνο που προέρχεται από την ασυμμετρία της πληροφόρησης. Η τάση αυτή ενισχύθηκε από τη δημιουργία νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων (παράγωγα), τα οποία στοχεύουν στην

κάλυψη των κινδύνων που αναλαμβάνουν οι επενδυτές. Οι τραπεζικοί οργανισμοί ανταγωνίζονται έξω από τον παραδοσιακό χώρο και προσπαθούν να υπερασπίσουν το μερίδιο αγοράς που κατέχουν εναντίον μη τραπεζικών ιδρυμάτων. Επιπλέον, οι δημογραφικές εξελίξεις στην Ευρώπη (κυρίως η υπογεννητικότητα) περιορίζουν το μελλοντικό πελατολόγιο καθιστώντας την αφοσίωση του πελάτη σε ένα χρηματοοικονομικό ίδρυμα ιδιαίτερα σημαντική.

Οι ισολογισμοί των τραπεζών δείχνουν ανάγλυφα ότι μειώνεται διαρκώς η σημασία των τόκων ως πηγής εσόδων στις τράπεζες. Αυξάνονται αντίθετα τα έσοδα από συμμετοχές σε άλλες εταιρείες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών καθώς και οι προμήθειες από διαμεσολαβητικές εργασίες. Η τάση αυτή είναι γνωστή στο Ηνωμένο Βασίλειο ως Universal Banking (τραπεζική πολλαπλών συναλλαγών), στη Γερμανία ως Afffinanz και στη Γαλλία ως Bancassurance. (Μπέρκερ Ν., 1997, σ. 31-33).

Οι πρωτοβουλίες όμως δεν πάρθηκαν μόνο από τις τράπεζες. Το αντίστροφο φαινόμενο, της διεισδυσης δηλαδή των ασφαλιστικών εταιρειών στον ευρύτερο χώρο των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών έχει λάβει σημαντικές διαστάσεις. Διάφορες ασφαλιστικές εταιρείες εξαγόρασαν ή συνεταιρίστηκαν με τράπεζες, για να χρησιμοποιήσουν το δίκτυο των τραπεζικών καταστημάτων ως έναν αποτελεσματικό σε όρους κόστους τρόπο για την προσφορά ασφαλιστικών προϊόντων.

Η Τραπεζική πολλαπλών συναλλαγών ή universal banking έχει όμως τους περιορισμούς του. Δημιουργεί την ανάγκη να αποκτηθεί εμπειρία

και εξειδίκευση σε διαφορετικά θέματα, ενώ ο συντονισμός και η διαχείριση των νέων «χρηματοοικονομικών υπεραγορών» μπορεί να αυξήσει το κόστος και την περιπλοκή. Δημιουργεί επίσης σημαντικές συγκρούσεις συμφερόντων. Οι πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων είναι πιο έντονες στην περίπτωση των τραπεζικών και των ασφαλιστικών υπηρεσιών εξαιτίας των πιθανών προβλημάτων της ικανοποίησης απαιτήσεων ζημιών για καλούς τραπεζικούς πελάτες. Επιπρόσθετα, η εξειδίκευση μπορεί συχνά να θεωρείται ο κατάλληλος τρόπος για την εκμετάλλευση συγκεκριμένων ειδικοτήτων και την εκμετάλλευση της διευθυντικής απλότητας. Η ολοκληρωμένη ευρωπαϊκή αγορά επομένως φαίνεται να οδηγεί στη συνύπαρξη των ειδικευμένων και παγκόσμιων χρηματοοικονομικών δομών. Η εξειδίκευση φαίνεται πιο συχνά στους τομείς όπου απαιτούνται συγκεκριμένες ειδικότητες, όπως η διαχείριση χαρτοφυλακίου, η έρευνα αγοράς και η συμβουλευτική επενδύσεων.

Η ποικιλία και η περιπλοκότητα κάποιων χρηματοοικονομικών προϊόντων αποτελεί έναν επιπλέον περιορισμό της Τραπεζικής πολλαπλών συναλλαγών. Ένας συγκεκριμένος χρηματοοικονομικός σύμβουλος, για παράδειγμα, είναι πιθανό να μην μπορέσει να πουλήσει τραπεζικά και πολύπλοκα ασφαλιστικά προϊόντα ταυτόχρονα. Δεδομένου ότι τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα παρέχουν σύγχρονες και εξιζητημένες χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, μια καλά εξισορροπημένη και διαφοροποιημένη επιχειρησιακή διάρθρωση εξυπηρετείται καλύτερα με τη δημιουργία ή την εξαγορά μικρών και ειδικευμένων επιχειρήσεων. Οι ειδικευμένες επιχειρήσεις θα μπορούν να απολαμβάνουν ένα σημαντικό βαθμό διοικητικής αυτονομίας συνεχίζοντας

ωστόσο να λειτουργούν κάτω από την ομπρέλα της μητρικής εταιρείας. Αυτός ο τύπος στρατηγικής παρέχει μια καλά εξισορροπημένη κάλυψη αγοράς, έτσι ώστε να υπάρχει ανταπόκριση στις προκλήσεις που έχουν τεθεί από την είσοδο ξένων ιδρυμάτων. Μειώνει τους κινδύνους δημιουργίας δαπανηρών διπλών εργασιών και δημιουργεί οικονομίες κλίμακας και εύρους χωρίς να θυσιάζονται οι ωφέλειες της εξειδίκευσης. Ο ίδιος τύπος στρατηγικής φαίνεται να δικαιολογείται και από την γενική προσέγγιση της μείωσης του κόστους όπου οι εταιρείες εφαρμόζουν διαχωρισμό των λειτουργιών τους, σκοπεύοντας σε καλύτερο έλεγχο του λειτουργικού τους κόστους.

Το μοντέλο της κατάλληλης οργάνωσης εστιάζεται στη δημιουργία χρηματοοικονομικού ομίλου στο πλαίσιο του οποίου ένας αριθμός θυγατρικών εταιρειών προσφέρει με αποτελεσματικότητα και ευελιξία το σύνολο των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, λειτουργώντας ημιανεξάρτητα κάτω από την ομπρέλα της μητρικής εταιρείας που συνήθως είναι μια τράπεζα, το δίκτυο της οποίας αποτελεί το βασικό μέσο προώθησης του συνόλου των προϊόντων του ομίλου. Ένα πολύ-λειτουργικό ίδρυμα με λειτουργικά ανεξάρτητες οντότητες αποδεικνύεται ανώτερο σε διάρθρωση και αποτελεσματικότητα από έναν πλήρως ενοποιημένο χρηματοοικονομικό οργανισμό. Αυτή η λειτουργική ανεξαρτησία μειώνει επίσης την πιθανότητα σύγκρουσης συμφερόντων και διευκολύνει την επίβλεψη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων από τις εποπτικές αρχές. (Μπέρκερ Ν., 1997, σ. 43-52)

Η τραπεζική των πολλαπλών συναλλαγών είναι πλέον μια σαφώς καταγεγραμμένη τάση στην Ευρώπη με αυξητικούς ρυθμούς που αναμένεται

να συνεχιστούν. Το κύριο χαρακτηριστικό στοιχείο της Ευρωπαϊκής Αγοράς είναι η συνεχής ενοποίηση του χώρου των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών μέσω συγχωνεύσεων, συμμετοχών μεταξύ τραπεζών, ασφαλιστικών και άλλων χρηματοοικονομικών εταιρειών.

Η νέα ευρωπαϊκή αγορά φαίνεται να ευνοεί τους μεγάλους χρηματοοικονομικούς ομίλους με διαφοροποιημένες δραστηριότητες, οι οποίες έχουν αναληφθεί από ειδικευμένα, ημι-ανεξάρτητα τμήματα ή θυγατρικές. Αυτή η στρατηγική αυξάνει το βαθμό μονοπωλίου με ένα λιγότερο ορατό τρόπο. Η κοινοτική νομοθεσία απαγορεύει μονοπωλιακές πρακτικές στην παροχή υπηρεσιών. Τέτοιες πρακτικές όμως είναι δύσκολο να καθορισθούν. Αυτός ο τύπος στρατηγικής συνεπώς δεν είναι άμεσα αντίθετος με τις κοινοτικές οδηγίες, αν και μπορεί να οδηγήσει σε μονοπωλιακές καταστάσεις σε περιφερειακό επίπεδο, ακόμα και αν συνολικά κανένας χρηματοοικονομικός οργανισμός δεν έχει κυρίαρχη θέση στην ευρωπαϊκή χρηματοοικονομική αγορά.

Σημαντικό ρόλο παίζει και ο δημόσιος τομέας που προσπαθεί να λειτουργήσει υποβοηθητικά στις εξελίξεις και στις τάσεις που παρατηρούνται. Ο τομέας αυτός σε όλες τις χώρες της Ε.Ε. υιοθέτησε σημαντικές μεταβολές στο θεσμικό περιβάλλον με στόχο τη συστηματική μείωση του κρατικού παρεμβατισμού έτσι, ώστε να διευκολύνει την αναδιάρθρωση του τραπεζικού συστήματος.

Η μείωση του παρεμβατισμού αυτού παίρνει τη μορφή της:

1. κατάργησης του ειδικού καθεστώτος ορισμένων κατηγοριών πιστωτικών ιδρυμάτων με τη συμμετοχή του Δημοσίου (κτηματικές, αναπτυξιακές τράπεζες),

2. ανάθεσης της διοίκησης των πιστωτικών ιδρυμάτων που ελέγχονται από το Δημόσιο σε τεχνοκράτες βάσει ιδιωτικοοικονομικών κριτηρίων και
3. πώλησης μετοχών σε φυσικά ή και νομικά πρόσωπα που δεν ελέγχονται από το Δημόσιο (Μπέρκερ Ν., 1997, σ. 67)

Σε όλες τις χώρες της Ε.Ε. ο τομέας των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών βρίσκεται σε ένα μεταβατικό στάδιο και τα παραδοσιακά τραπεζικά ιδρύματα υφίστανται ισχυρές ανταγωνιστικές πιέσεις από νέας μορφής τραπεζικά ιδρύματα, καθώς και από μη-τραπεζικές χρηματοοικονομικές εταιρείες με σημαντικές συνέπειες στη δομή του τραπεζικού τομέα.

Η αρνητική επίδραση στην κερδοφορία των τραπεζών που οφείλεται στην ενίσχυση του ανταγωνισμού, αντισταθμίστηκαν από τις ευνοϊκές οικονομικές συνθήκες με τη μείωση των επιτοκίων, που αύξησαν τα κεφαλαιακά τους κέρδη, καθώς και από τα έσοδα από εργασίες επενδυτικής τραπεζικής. Ωστόσο, οι μακροχρόνιες πιέσεις στην κερδοφορία των τραπεζών αναμένεται να συνεχιστούν. Η εισαγωγή του ευρώ ενισχύει και επιταχύνει τις επικρατούσες τάσεις. Ειδικότερα, παρά το γεγονός ότι η ΟΝΕ αναμένεται να οδηγήσει σε συνθήκες μακροοικονομικής σταθερότητας, χαμηλούς ρυθμούς πληθωρισμού και επιτοκίων αλλά και υψηλότερης ανάπτυξης που θα αυξήσει τον τραπεζικό δανεισμό και θα μειώσει τον πιστωτικό κίνδυνο, το φαινόμενο του έντονου ανταγωνισμού αναμένεται να συνεχιστεί με εντονότερους ρυθμούς.

Με βάση τα δεδομένα αυτά η οργανωτική αναδιάρθρωση του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος μέσω συγχωνεύσεων, εξαγορών και συνεργασιών, αναμένεται να συνεχιστεί ενισχύοντας και το ενδεχόμενο επιθετικών

εξαγορών. Τα οφέλη που μπορεί να προκύψουν από συγχωνεύσεις και εξαγορές μπορεί να είναι τεράστια. Ανάλογοι όμως είναι και οι κίνδυνοι, με αποτέλεσμα τα εγχειρήματα αυτά να οδηγήσουν σε μείωση της απόδοσης των μετοχών τους. (Μπέρκερ Ν., 1997, σ. 69-70)

Το κύριο πρόβλημα που αντιμετωπίζεται κατά την υλοποίηση της ενοποίησης δύο τραπεζών, είναι η αδυναμία ελέγχου της πορείας των εργασιών κατά τη διάρκεια της ενοποίησης. Συγχωνευόμενες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν συνήθως μια μείωση της απόδοσης τους πριν γίνουν ορατά τα αναμενόμενα οφέλη. Το πρόβλημα αυτό μπορεί να αποδειχθεί πολύ πιο σημαντικό απ' ό,τι αρχικά αναμένεται και να έχει σοβαρότατες επιπτώσεις στη διαδικασία ενοποίησης και κατ' επέκταση και στο νέο οργανισμό.

Για μια επιτυχημένη ενοποίηση απαιτείται καταρχάς σωστός στρατηγικός σχεδιασμός, αφού πρώτα διερευνηθούν οι παράγοντες που εξασφαλίζουν τη μέγιστη δυνατή αποδοτικότητα. Ο σχεδιασμός αυτός προϋποθέτει μια σαφή αντίληψη της επιθυμητής μορφής που θα έχει η τράπεζα και της φύσης των υπηρεσιών που θα παρέχει. Η μορφή αυτή, καθώς και το σχετικό πρόγραμμα δράσης για τη μετάβαση μιας συμβατικής σημερινής τράπεζας στην απαιτούμενη νέα μορφή αποτελούν στρατηγική επιλογή της εν λόγω τράπεζας. Όμως, η επιτυχημένη τράπεζα θα πρέπει να παρέχει ολοκληρωμένες υπηρεσίες στους πελάτες της χωρίς χρονικούς, γεωγραφικούς ή άλλους περιορισμούς και οι υπηρεσίες αυτές να παρέχονται με ένα δυνατό εμπορικό σήμα που θα έχει κερδίσει την εμπιστοσύνη του κοινού και θα εξασφαλίζει τη δια-

φοροποίηση των παρεχόμενων υπηρεσιών από τις αντίστοιχες υπηρεσίες των ανταγωνιστών της.

Η Ελλάδα δε θα μπορούσε να είναι αμέτοχη στις εξελίξεις αυτές. Ένας σημαντικός αριθμός συγχωνεύσεων και εξαγορών έλαβε χώρα πρόσφατα. Χαρακτηριστικά παραδείγματα η εξαγορά της Ιονικής από την Alpha Τράπεζα Πίστεως, της Τράπεζας Εργασίας από την EFG Eurobank, της Τράπεζας Μακεδονίας Θράκης και της Τράπεζας Χίου από την Τράπεζα Πειραιώς με στόχο την ενίσχυση της θέσης τους σε τοπικό ή περιφερειακό επίπεδο για την αντιμετώπιση των συνθηκών που έχουν διαμορφωθεί στην ενιαία Ευρωπαϊκή Αγορά.

Σήμερα ο βαθμός συγκέντρωσης των τραπεζών στην Ελλάδα ήταν πάντα υψηλός. Στη μάχη του ανταγωνισμού, αξιοσημείωτη είναι η ενίσχυση της θέσης των ιδιωτικών και μικρότερων ελληνικών τραπεζών, οι οποίες εκμεταλλευόμενες την ευελιξία τους αποσπούν μερίδια αγοράς από τις μεγάλες κρατικές τράπεζες. Οι αιτίες της ενίσχυσης των ιδιωτικών τραπεζών θα πρέπει να αναζητηθούν κυρίως στην ποιότητα των παρεχόμενων υπηρεσιών και στο χρόνο εξυπηρέτησης των πελατών.

Εκτιμάται ότι η τάση συγκέντρωσης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος θα συνεχιστεί, καθώς συνεχίζεται η αναδιάταξη του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού τομέα. Εξάλλου, το μέγεθος των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων παρά τις πρόσφατες συγχωνεύσεις παραμένει μικρό σε σύγκριση με τα ευρωπαϊκά και διεθνή τραπεζικά ιδρύματα. Είναι χαρακτηριστικό ότι ανάμεσα στις 100 μεγαλύτερες ευρωπαϊκές τράπεζες υπάρχουν μόνο δύο Ελ-

ληνικές εκ των οποίων η Εθνική Τράπεζα (ως μεγαλύτερη σε μέγεθος) βρίσκεται μόλις στην 74η θέση. Προς την κατεύθυνση αυτή εντάσσεται η πρόσφατη συμφωνία εξαγοράς της «Telesis Τράπεζα Επενδύσεων» από την EFG Eurobank Ergasias.

Παλαιότερα ο υψηλός βαθμός συγκέντρωσης δεν επηρέαζε τη τιμολόγηση των παρεχόμενων υπηρεσιών δεδομένου ότι αυτή καθοριζόταν διοικητικά. Σήμερα ο δείκτης αυτός αντιπροσωπεύει τον ανταγωνισμό από τον οποίο επωφελούνται οι καταναλωτές.

Προωθήθηκαν επίσης στρατηγικές συμμαχίες και συνεργασίες με χρηματοοικονομικά ιδρύματα του εξωτερικού με στόχο την ενίσχυση των συνεργιών, τη διεύρυνση των δικτύων διανομής και την εισαγωγή τεχνογνωσίας.

Σε συνθήκες αυξανόμενου ανταγωνισμού κάθε τράπεζα πρέπει να προσδιορίσει την κατάλληλη στρατηγική, το μέγεθος, την πολιτική πελατείας, την προσφορά προϊόντων και τις συνεργασίες, έτσι ώστε να επιτύχει την ορθολογικότερη και παραγωγικότερη θέση στην αγορά και να διασφαλίσει την επιτυχή παρουσία της σε μακροπρόθεσμη βάση. Στη διαδικασία αυτή αναβάθμισης της ανταγωνιστικότητας οι ανακατατάξεις στη δομή του τραπεζικού συστήματος θεωρούνται επιβεβλημένες. (Θαλασσινός, 2002, σ.61-63)

3. Η Διασυνοριακή Επέκταση

Η νομοθεσία της Ενιαίας Αγοράς καθώς και η καθιέρωση του κοινού νομίσματος δημιουργούν νέες αγορές και παρέχουν νέες ευκαιρίες για

διασυνοριακές δραστηριότητες. Ορισμένα χρηματοοικονομικά ιδρύματα αντέδρασαν στις νέες προκλήσεις με διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις παρά με την εγκαθίδρυση νέων καταστημάτων σε άλλες χώρες. Οι διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις συχνά προσφέρουν καλύτερες ευκαιρίες για μια επιτυχημένη και γρήγορη διεξόδυση σε νέες αγορές.

Ωστόσο, πολλές τράπεζες παραμένουν επιφυλακτικές στις διασυνοριακές εξαγορές, δεδομένου ότι η συντριπτική πλειοψηφία των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ε.Ε. αφορά εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα. Οι διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις δεν είναι ο πλέον προσφιλής τρόπος ανάπτυξης και επέκτασης σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Εναλλακτική στρατηγική αποτελούν οι διασυνοριακές συμμαχίες, π.χ. συμφωνίες διανομής υπηρεσιών οι οποίες εμπλέκουν έναν παροχέα προϊόντων από το εξωτερικό και ένα δίκτυο διανομής στη χώρα υποδοχής. Επίσης, καλύπτουν ανταλλαγή πληροφοριών σε τεχνικά θέματα που συχνά συνοδεύονται από αμοιβαία ανταλλαγή μετοχών. Ένας μεγάλος αριθμός ιδρυμάτων δείχνει να έχει υιοθετήσει αυτή τη στρατηγική για επέκταση σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

Όπως προαναφέραμε οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μπορούν να αποφύγουν τις διπλές εργασίες και να προαγάγουν την ορθολογική οργάνωση. Αυτή είναι η περίπτωση των συγχωνεύσεων μεταξύ ιδρυμάτων που βρίσκονται στην ίδια αγορά και συνήθως ανταγωνίζονται μεταξύ τους. Από την άλλη πλευρά, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μεταξύ διαφορετικών δομικά ιδρυμάτων που εδραιώνονται σε διαφορετικές και «απόμακρες» αγορές,

επιμηκύνουν τις γραμμές επικοινωνίας και καθιστούν δύσκολη τη λήψη και εφαρμογή διαχειριστικών αποφάσεων.

Βεβαίως θα μπορούσε κανείς να ισχυρισθεί ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές θα ήταν η εταιρική απάντηση στα εναπομείναντα εμπόδια της Ενιαίας Αγοράς. Ωστόσο, ο ορθολογισμός, ο βαθμός συνένωσης και η παγιοποίηση των θέσεων στις εθνικές αγορές κάνει τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές συνεχώς δυσκολότερες. Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις των μεγάλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών που σχηματίστηκαν από εθνικές συνενώσεις απαιτεί τεράστιους οικονομικούς πόρους. Οι περιορισμοί κεφαλαίου αποτελούν ένα σημαντικό εμπόδιο στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και στις εξαγορές.

Οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και οι εξαγορές δεν αντιπροσωπεύουν τη μόνη λύση για τα ιδρύματα που επιθυμούν να αναπτυχθούν στην ευρωπαϊκή αγορά. Η ανάγκη για την ανάπτυξη των ιδρυμάτων σε ξένα κράτη μπορεί να ικανοποιηθεί από επιτυχημένες εταιρικές σχέσεις και συμμαχίες. Οι συμμαχίες αυτές δείχνουν να είναι μια περισσότερο αποτελεσματική, από πλευράς κόστους και κινδύνου, στρατηγική για διασυνοριακή επέκταση, αλλά παρέχουν περιορισμένο διαχειριστικό έλεγχο.

Η πορεία προς την Ευρωπαϊκή Ολοκλήρωση και η ανάγκη για διασυνοριακή επέκταση μαζί με την έλλειψη των επαρκών χρηματοδοτικών πόρων που απαιτεί η ανάπτυξη ενός πανευρωπαϊκού δικτύου καταστημάτων, ανάγκασε πολλούς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς να σχηματίσουν συμμαχίες και συμφωνίες συνεργασίας με άλλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα

του εξωτερικού. Πολλές τράπεζες, για παράδειγμα, έχουν ήδη σχηματίσει μεγάλα ευρωπαϊκά δίκτυα ανταποκριτών με σκοπό την εξυπηρέτηση των πελατών τους στις μη εθνικές αγορές. Οι σύνδεσμοι ανταποκριτών είναι ένα φθινό υποκατάστατο για τη διεθνή αντιπροσώπευση ενός ιδρύματος και τείνουν να είναι περισσότερο από απλές τεχνικές συμφωνίες συνεργασίας παίρνοντας, συχνά τη μορφή συμμαχιών που στοχεύουν στη διανομή προϊόντων. Επίσης, καλύπτουν την αμοιβαία ανταλλαγή πληροφοριών σε αντικείμενα όπως ξένο συνάλλαγμα, προϊόντα και χρηματοοικονομικούς διακανονισμούς.

Τα τελευταία χρόνια έχει γίνει μια ολοκληρωμένη αλλαγή στη φύση των παραδοσιακών σχέσεων ανταποκριτών. Η έμφαση στην παροχή ενός ακόμα πιο αποτελεσματικού και αξιόπιστου συστήματος πληρωμής προς όφελος των πελατών, πιέζει τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα να προωθήσουν και να δημιουργήσουν στρατηγικές συμμαχίες με τους πρωταρχικούς τους ανταποκριτές στο εξωτερικό. Οι συμμαχίες αυτές παίρνουν συνήθως τη μορφή μικρών αμοιβαίων συμμετοχών στα μετοχικά κεφάλαια των εν λόγω τραπεζών. Τέτοιες συμφωνίες αμοιβαίων μετοχικών συμμετοχών είναι επίσης σχεδιασμένες να αποτρέψουν προσπάθειες εξαγοράς από άλλους ανταγωνιστές. Ενώ η επιδίωξη των διασυννοριακών συγχωνεύσεων είναι μια επιλογή που υιοθετείται από ένα μικρό αριθμό χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, οι στρατηγικές συμμαχίες φαίνεται να παρέχουν τον πιο κατάλληλο διακανονισμό για την πλειοψηφία των περιπτώσεων. (Θαλασσινός, 2002, σ.63-66)

Οι εξελίξεις στον Ευρωπαϊκό και διεθνή χώρο αναμένεται να συμβάλουν σε εντονότερη προώθηση των στρατηγικών συμμαχιών και συνεργα-

σιών τόσο μεταξύ των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων όσο και μεταξύ των ελληνικών και των ευρωπαϊκών τραπεζών, με στόχο την πρόσβαση σε νέες αγορές, τη διεύρυνση του δικτύου διανομής και την εισαγωγή νέας τεχνολογίας. Ενδεικτική είναι η συμφωνία συνεργασίας που σύναψε η Εμπορική Τράπεζα με τη γαλλική τράπεζα Credit Agricole. (www.emporiki.gr)

Η ελληνική χρηματοπιστωτική αγορά εμφανίζεται ελκυστικότερη προς τις ξένες τράπεζες σε σύγκριση με τις αντίστοιχες ευρωπαϊκές, πολλές από τις οποίες χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό τραπεζικού κορεσμού. Συγκεκριμένα, η ζήτηση χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών αναμένεται να παρουσιάσει σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης τα επόμενα χρόνια, ιδιαίτερα στους τομείς της λιανικής, επενδυτικής και ηλεκτρονικής τραπεζικής. Επιπλέον, η διάρθρωση των ισολογισμών των ελληνικών τραπεζών εμφανίζει σχετικά χαμηλή αναλογία ξένων προς ίδια κεφάλαια δηλαδή χαμηλή χρηματοοικονομική μόχλευση. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με την υψηλή ρευστότητα των ελληνικών τραπεζών τις καθιστά ικανές να καλύψουν την αυξανόμενη ζήτηση με άντληση δανειακών κεφαλαίων.

4. Η Επέκταση των Ευρωπαϊκών Τραπεζών σε Χώρες Εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης

Η εισαγωγή του ευρώ δημιουργεί νέα δεδομένα και συγκεκριμένα αυξάνει τον ανταγωνισμό, συμπιέζει την κερδοφορία των τραπεζών και οδηγεί στην απώλεια εσόδων από ορισμένες τραπεζικές εργασίες, όπως είναι οι πράξεις συναλλάγματος ή δευτερευόντως οι υπηρεσίες διεθνούς ανταποκριτή.

Είναι προφανές ότι τα νέα αυτά δεδομένα θα έχουν άμεσες συνέπειες για το σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος το οποίο θα πρέπει να αναπτύξει και να ακολουθήσει πολιτικές αντιστάθμισης εισφορών. Η αύξηση του ανταγωνισμού ωθεί τις τράπεζες να αναζητήσουν νέους τομείς δραστηριότητας για την ανάπτυξη τραπεζικών εργασιών καθώς και ευρύτερες γεωγραφικές περιοχές. Συνεπώς το ευρώ, μεταξύ άλλων, ενισχύει τη διεθνοποίηση και τη γεωγραφική διασπορά των τραπεζικών δραστηριοτήτων.

Στην Ελλάδα η πολιτική των τραπεζών που αποσκοπούσε στη διατήρηση μιας κλειστής εθνικής αγοράς μεταστρέφεται στην απόκτηση πρόσβασης σε γειτονικές χώρες. Εκτός από την ίδρυση υποκαταστημάτων στις χώρες αυτές, άλλες μορφές επέκτασης αποτελούν η εξαγορά εγχώριων τραπεζών, καθώς και η συμμετοχή σε κοινοπρακτικά σχήματα με χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Από τη μικρή εμπειρία που υπάρχει στη Ρουμανία και στην Αλβανία φαίνεται ότι τα αποτελέσματα και οι προοπτικές των ελληνικών τραπεζών διαγράφονται θετικές. Οι τράπεζες αυτές απολαμβάνουν την εμπιστοσύνη των αποταμιευτών και παρότι οι εργασίες τους μέχρι σήμερα εστιάζονται στην παροχή υπηρεσιών προς τις ελληνικές επιχειρήσεις ή τους επενδυτές (που αποτελεί εμπειρικά και το πρώτο στάδιο διεθνοποίησης), αργότερα μπορεί να επιτύχουν σημαντική διείσδυση στην εγχώρια αγορά. Το επιχείρημα αυτό στηρίζεται στα συγκριτικά πλεονεκτήματα, που διαθέτουν οι ελληνικές έναντι των εγχώριων αλλά και των ξένων τραπεζών, όπως την εμπειρία λειτουργίας σε μεταβαλλόμενο οικονομικό περιβάλλον (θεσμικό καθεστώς, συναλλαγματική αστάθεια κ.λ.π.), την πρόσφατη εμπειρία από τον εκσυγχρονι-

σμό της ελληνικής αγοράς, τη γεωγραφική θέση, την πολιτιστική συγγένεια αλλά και την πολιτική βούληση για ανάπτυξη οικονομικών σχέσεων με τις Βαλκανικές χώρες.

Ορισμένες τράπεζες, όπως η Εθνική Τράπεζα και η Εμπορική Τράπεζα, φιλοδοξούν να γίνουν όχι μόνο μια περιφερειακή διεθνής τράπεζα που θα εξυπηρετεί τους Έλληνες επιχειρηματίες που δραστηριοποιούνται στο Βαλκανικό χώρο, αλλά και ένας αξιόπιστος διαμεσολαβητής μεταξύ των διεθνών επενδυτών και των αγορών των χωρών αυτών. Η Εθνική Τράπεζα είναι παρούσα σ' όλες τις αναπτυσσόμενες αγορές των Βαλκανίων (Σόφια, Βουκουρέστι, Τίρανα), καθώς και την Ανατολική Μεσόγειο (Κύπρο, Αίγυπτο), ενώ εξετάζεται το ενδεχόμενο επιλεκτικής επέκτασης του δικτύου της και σε άλλες βαλκανικές χώρες.

Αλλά και για άλλες τράπεζες, όπως η Τράπεζα Πειραιώς, και την EFG Eurobank Ergasias, τα Βαλκάνια και γενικότερα οι νέες αγορές της Ανατολικής Ευρώπης αποτελούν στρατηγική επιλογή για την ανάπτυξη τους, η οποία γίνεται στο πρότυπο μιας universal bank με έντονη περιφερειακή παρουσία. Το 1994 η EFG Eurobank ίδρυσε με τη Global Finance το πρώτο ελληνικό κεφάλαιο συμμετοχών (Venture Capital Fund) την Euromerchant Balkan Fund για τα Βαλκάνια, ενώ σχεδιάζεται η δημιουργία και άλλων Venture Capital Funds που θα προβλέπουν χρηματοδοτήσεις για τα Βαλκάνια, τις χώρες της Εγγύς Ανατολής και της χώρας της Μαύρης Θάλασσας. Οι χρηματοδοτικές δραστηριότητες αυτές έχουν την προοπτική σταδιακής μετατροπής σε πλήρεις τραπεζικές εργασίες. Η τράπεζα Χίου που εξαγοράστηκε στη συνέχεια

από την Τράπεζα Πειραιώς, είναι η πρώτη ξένη τράπεζα που λειτούργησε στη Βουλγαρία το 1996. (Θαλασσινός, 2002, 68-69)

5. ONE και Τραπεζικοί Κίνδυνοι

Η υιοθέτηση του ευρώ επηρέασε και τους τραπεζικούς κινδύνους. Παρόλο που η ONE έχει διαφορετικές επιπτώσεις στις διάφορες χώρες της Ε.Ε. με αποτέλεσμα ο βαθμός των κινδύνων να διαφέρει επίσης σημαντικά, ο πιστωτικός κίνδυνος συνολικά μειώθηκε λόγω ενός σταθερού μακροοικονομικού περιβάλλοντος, όπως επίσης και ο κίνδυνος αγοράς και ο κίνδυνος ρευστότητας λόγω της ύπαρξης μιας μεγαλύτερης χρηματαγοράς που χαρακτηρίζεται από υψηλότερη ρευστότητα.

Ειδικότερα, οι μελέτες που ερευνούν τη συμπεριφορά ορισμένων παραγόντων πριν και μετά από μια τραπεζική κρίση, υποδεικνύουν ότι οι παράγοντες που χρησιμοποιούνται ως σήματα έγκαιρης προειδοποίησης για τις τραπεζικές κρίσεις είναι οι χαμηλοί ρυθμοί ανάπτυξης, τα υψηλά πραγματικά επιτόκια, η πτώση των τιμών των μετοχών και η μείωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων.

Πράγματι, οι χαμηλοί ρυθμοί ανάπτυξης μπορεί να οδηγήσουν σε μια αύξηση των δανείων με αποτέλεσμα να επηρεαστεί αρνητικά η σταθερότητα του πιστωτικού συστήματος. Περαιτέρω, οι τραπεζικοί ισολογισμοί μπορούν να επιδεινωθούν, εάν οι αποδόσεις των τραπεζικών στοιχείων του ενεργητικού υπολείπονται του επιτοκίου που πρέπει να πληρωθεί για τα στοιχεία του παθητικού. Το πιο τυπικό παράδειγμα αυτού του είδους προβλήματος εί-

ναι μια αύξηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων που αναγκάζει τις τράπεζες να προσφέρουν υψηλότερα επιτόκια στους καταθέτες. Δεδομένου ότι το ενεργητικό των τραπεζών αποτελείται από μακροπρόθεσμα δάνεια σταθερού επιτοκίου, μια αύξηση των επιτοκίων αυξάνει τις υποχρεώσεις των τραπεζών προς τους καταθέτες, ενώ οι αποδόσεις των στοιχείων του ενεργητικού δεν μπορούν να προσαρμοσθούν γρήγορα, με αποτέλεσμα οι τράπεζες να οδηγηθούν σε ζημίες. Σε αυτή την περίπτωση όλες οι τράπεζες της χώρας εκτίθενται σε κάποιο βαθμό επιτοκιακού κινδύνου λόγω του ότι ο μετασχηματισμός άμεσα ρευστοποιήσιμων καταθέσεων σε δάνεια, τα οποία είναι λιγότερο ρευστοποιήσιμα, είναι μια τυπική λειτουργία του τραπεζικού συστήματος. Επιπλέον, τα υψηλά επιτόκια μπορούν να οδηγήσουν σε επιδείνωση των τραπεζικών ισολογισμών, δεδομένου ότι οδηγούν σε μια αύξηση των δανείων.

Επομένως, το σταθερό μακροοικονομικό περιβάλλον που δημιουργεί το ευρώ λειτουργεί αποτρεπτικά στην εκδήλωση τραπεζικών κρίσεων και περιορίζει τον πιστωτικό κίνδυνο. Από την άλλη πλευρά ο πιστωτικός κίνδυνος μπορεί να αυξηθεί λόγω του ότι οι τράπεζες μπορεί να μετακινηθούν σε δραστηριότητες οι οποίες είναι περισσότερο κερδοφόρες, αλλά ταυτόχρονα συνεπάγονται και υψηλότερους κινδύνους. Παρ' όλα αυτά σε τελική ανάλυση η ΟΝΕ αναμένεται να περιορίσει τον πιστωτικό κίνδυνο λόγω του σταθερότερου μακροοικονομικού περιβάλλοντος.

Ο κίνδυνος αγοράς αναμένεται να μειωθεί σημαντικά, ενώ είναι πιθανό οι τράπεζες να προσπαθήσουν να αντικαταστήσουν μέρος των χαμέ-

νων συναλλαγματικών δραστηριοτήτων τους με επέκταση σε αγορές εκτός της ΟΝΕ.

Ο κίνδυνος ρευστότητας της αγοράς όπως και αυτός των πιστωτικών ιδρυμάτων αναμένεται να μειωθεί λόγω της δημιουργίας μιας μεγαλύτερης αγοράς με υψηλότερη ρευστότητα.

Επιπλέον, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) μπορεί να συμβάλλει και στη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος δεδομένου ότι μπορεί να δρα με την ιδιότητα του τελικού αναχρηματοδοτικού δανειστή στη ζώνη του ευρώ, χορηγώντας ρευστότητα σε φερέγγυα πιστωτικά ιδρύματα που παρουσιάζουν όμως προβλήματα ρευστότητας. (Θαλασσινός, 2002, σ. 68-69)

6. Ο ρόλος της τεχνολογίας

Η τεχνολογία μεταβάλλει τις βασικές οικονομικές αρχές της τραπεζικής, όπως την πληροφόρηση, τον έλεγχο και τη διαχείριση των κινδύνων, τη διεκπεραίωση των συναλλαγών και την προσφορά χρηματοοικονομικών προϊόντων. Επιτρέπει την αποτελεσματικότερη προσφορά υπαρχόντων προϊόντων και υπηρεσιών καθώς και την παραγωγή νέων, αυξάνει τις οικονομίες κλίμακας στις τραπεζικές διαδικασίες, αυξάνει τη πρόσβαση της διοίκησης στην πληροφόρηση και μεταβάλλει τα οικονομικά της προσφοράς. Δεδομένου ότι οι τραπεζικές εργασίες είναι άρρηκτα συνδεδεμένες με τη χρήση της πληροφορικής, οτιδήποτε επηρεάζει την προσφορά, το κόστος και τη διαχείριση της πληροφόρησης επηρεάζει αποφασιστικά και τη λειτουργία των πι-

στωτικών ιδρυμάτων. Οι τεχνολογικές εξελίξεις ανέπτυξαν τις δυνατότητες πρόσβασης, αξιολόγησης και αξιοποίησης των οικονομικών πληροφοριών από τις αγορές. Ως συνέπεια αυτού, το συγκριτικό πλεονέκτημα που απολάμβανε η παραδοσιακή τραπεζική, όσον αφορά στη συλλογή και επεξεργασία πληροφοριών καθώς και στην πιστοληπτική αξιολόγηση των δανειζομένων, σταδιακά διαβρώθηκε.

Η ηλεκτρονική τραπεζική αλλά και η εξυπηρέτηση των πελατών μέσα από σύγχρονα «ηλεκτρονικά» κανάλια, όπως το κινητό τηλέφωνο, η τηλεόραση και οι ασύρματες συσκευές, αποτελούν ένα νέο τρόπο συναλλαγής και διεκπεραίωσης των συναλλαγών του πελάτη με την τράπεζα. Αυτή η νέα πραγματικότητα των τραπεζικών συναλλαγών από απόσταση ανοίγει νέες προοπτικές και επηρεάζει όλες τις τραπεζικές διαδικασίες. Σε αυτές συμπεριλαμβάνονται οι συναλλαγές από αυτόματα μηχανήματα ATMs, οι συναλλαγές μέσω τηλεφώνου (telephone banking) κι οι συναλλαγές μέσω υπολογιστή (PC banking), όπου συνήθως χρησιμοποιούνται προγράμματα λογισμικού που είναι διαθέσιμα στο διαδίκτυο (Internet banking). Η ανάπτυξη εναλλακτικών δικτύων τηλε-ξυπηρέτησης μειώνει αισθητά το κόστος διεκπεραίωσης των συναλλαγών: από 1-25% με εφαρμογή Internet banking μέχρι και 40-71% με telephone banking. (Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2003)

Οι εξ αποστάσεως συναλλαγές που σήμερα αποτελούν μικρό μέρος του συνόλου των πραγματοποιούμενων συναλλαγών, ενώ λειτουργούν συμπληρωματικά προς αυτές, ενδέχεται να αναδειχθούν μελλοντικά σε πυρήνα των τραπεζικών συναλλαγών. Η σημασία των εναλλακτικών δικτύων για τις

τράπεζες θα αυξάνεται με την πάροδο του χρόνου, καθώς οι μελλοντικοί πελάτες των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων είναι οι νέες γενιές του σήμερα, οι οποίες είναι σε πολύ μεγάλο βαθμό εξοικειωμένες με τις σύγχρονες τεχνολογίες. Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα έχουν αρχίσει να ανταγωνίζονται σε μια όλο και πιο διάφανη αγορά μέσα στην οποία ο σύγχρονος τραπεζικός πελάτης με εύκολη πρόσβαση σε πληθώρα πληροφοριών, που του δίνουν τη δυνατότητα σύγκρισης των ανταγωνιστικών προϊόντων, πιέζει τα περιθώρια κέρδους των ιδρυμάτων αυτών.

Ειδικότερα, η χρήση του διαδικτύου λειτουργεί ως απειλή αλλά και ως ευκαιρία για τα πιστωτικά ιδρύματα, δεδομένου ότι επηρεάζει άμεσα δύο βασικούς παράγοντες της τραπεζικής: την πληροφόρηση και την παροχή. Λόγω της φύσης του αυξάνει την πρόσβαση των καταναλωτών σε πληροφορίες και προσθέτει μια νέα διάσταση στην παροχή των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Ο ανταγωνισμός δεν έγκειται μόνο στο εύρος των προσφερόμενων ηλεκτρονικών τραπεζικών υπηρεσιών (π.χ. μεταφορά ποσών, πληρωμές και επισκόπηση αντιγράφου κινήσεων λογαριασμών) αλλά και στην ταχύτητα με την οποία αυξάνεται το πλήθος των προσφερόμενων υπηρεσιών μέσω του διαδικτύου καθώς και στην προστιθέμενη αξία που το μέσο αυτό δίνει σε σχέση με τα προϊόντα και τις υπηρεσίες που δε διατίθενται ηλεκτρονικά. Άμεσες συναλλαγές μέσω του διαδικτύου χρησιμοποιούνται ευρύτατα πλέον στις Η.Π.Α., ενώ η ανάπτυξη τους προχωρεί ταχύτατα και σε αρκετές χώρες της Ε.Ε. Σε μεγάλο βαθμό εταιρείες τεχνολογίας προχωρούν σε κοινοπρακτικά σχήματα με πιστωτικά ιδρύματα, αναπτύσσουν τη δυναμική του home bank-

ing, παρέχοντας τη δυνατότητα διεκπεραίωσης ενός μεγάλου εύρους συνηθισμένων τραπεζικών συναλλαγών (πληρωμές, μεταφορά κεφαλαίων, συναλλαγές τίτλων, αγορές χρηματοοικονομικών προϊόντων) από την κατοικία οποιαδήποτε ημέρα και ώρα. Η ανάπτυξη σύγχρονου λογισμικού έχει καταστήσει πλέον τις παραπάνω συναλλαγές απλές και άμεσα διαθέσιμες επιλογές. (Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2003)

Η πρόκληση για τα πιστωτικά ιδρύματα σε ορισμένες βασικές δραστηριότητες προέρχεται από εταιρείες κατασκευής συστημάτων και λογισμικού. Ιδιαίτερα στις Η.Π.Α. αρκετές τράπεζες προχώρησαν σε κοινοπρακτικά σχήματα με εταιρείες πληροφορικής, έτσι ώστε να προσφέρουν τη δυνατότητα άμεσης και ευχερούς πρόσβασης σε ένα μεγάλο εύρος χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Αναμένεται συνεπώς ανάπτυξη των στρατηγικών συμμαχιών και των συνεργιών μεταξύ τραπεζικών οργανισμών και εταιρειών πληροφορικής και τηλεπικοινωνιών, προκειμένου να πιστοποιηθεί η χρησιμοποίηση της πιο σύγχρονης τεχνολογίας με βελτιστοποίηση του συνεπαγόμενου κόστους έρευνας, ανάπτυξης και εφαρμογής.

Η δυνητική επίπτωση του διαδικτύου είναι σημαντική. Το οριακό κόστος των συναλλαγών είναι σχεδόν μηδενικό. Η απόσταση μεταξύ του καταναλωτή και του προμηθευτή καθίσταται αμελητέα και άνευ οικονομικής σπουδαιότητας. Αυτό οδηγεί σε μεγαλύτερο διασυνωριακό ανταγωνισμό. Δεδομένου ότι ένας μεγάλος αριθμός ανταγωνιστικών τραπεζών και χρηματοοικονομικών εταιρειών δημιουργεί ιστοσελίδες και αρχικές σελίδες, το κόστος της πληροφόρησης και της αναζήτησης ανταγωνιστικών προϊόντων και υπη-

ρεσιών γίνεται πολύ χαμηλό για τον καταναλωτή με αποτέλεσμα να αυξάνονται οι ανταγωνιστικές πιέσεις στην τραπεζική αγορά. Το κόστος της εναλλαγής μεταξύ των ανταγωνιστριών τραπεζών μειώνεται συνεχώς, όπως και η αφοσίωση των πελατών προς ένα συγκεκριμένο πιστωτικό ίδρυμα. Ειδικότερα, η αφοσίωση των πελατών ελαττώνεται, ακολουθώντας αντίστροφη πορεία σε σχέση με τη δυνατότητα πρόσβασης σε ανταγωνιστικές οικονομικές υπηρεσίες και σύγκρισης των τιμών των τραπεζικών υπηρεσιών. Ως συνέπεια της εξέλιξης αυτής, περιορίζεται η ανάγκη διατήρησης ενός δικτύου υποκαταστημάτων με αποτέλεσμα να περιορίζονται ακόμη περισσότερο τα εμπόδια στην είσοδο νέων τραπεζών στην αγορά.

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται σημαντική αύξηση της δημιουργίας νέων υποκαταστημάτων από τις ελληνικές τράπεζες ως μέσο παγιοποίησης της θέσης τους στην εγχώρια αγορά. Όπως προαναφέρθηκε, το δίκτυο των υποκαταστημάτων αποτελεί συγκριτικό πλεονέκτημα για τις εγχώριες τράπεζες στην παροχή υπηρεσιών λιανικής, δεδομένου ότι εξασφαλίζει εγγύτητα με τους πελάτες και περιορίζει την είσοδο και λειτουργία άλλων τραπεζών στο χώρο δραστηριότητάς τους. Όμως, η τεχνολογική πρόοδος περιορίζει τη σπουδαιότητα του δικτύου υποκαταστημάτων στη διατήρηση και ενίσχυση του συγκριτικού πλεονεκτήματος των τραπεζών και των μεριδίων της αγοράς. Η νέα τεχνολογία προσφέρει εναλλακτικούς και αποτελεσματικότερους τρόπους παροχής χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών, παρακάμπτοντας το δίκτυο των υποκαταστημάτων και εξασφαλίζοντας την απαραίτητη εγγύτητα με τους πελάτες. Στις βορειοευρωπαϊκές χώρες ο αριθ-

μός των υποκαταστημάτων των τραπεζών συνεχώς μειώνεται, ενώ αντίθετα στις νοτιοευρωπαϊκές χώρες ο αντίστοιχος αριθμός αυξάνεται. Η διαφορά στην τάση αυτή μπορεί να ερμηνευτεί από το γεγονός ότι η αποκανονικοποίηση και η απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών στις τελευταίες πραγματοποιήθηκε αργότερα από ό,τι στις πρώτες. (Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2003)

Σύμφωνα με έρευνες που έγιναν κατά το έτος 2002, οι μεγάλες τράπεζες της Ευρώπης πιστεύουν πως ο βασικός λόγος για τον οποίο οι πελάτες τους παραμένουν σ' αυτές είναι το γεγονός ότι θεωρούν ιδιαίτερα άβολο να αλλάξουν τράπεζα. Ο κυριότερος λόγος για τον οποίο οι πελάτες παραμένουν πιστοί είναι η αναβλητικότητα, παράγοντας που προηγείται κατά πολύ έναντι άλλων, όπως η εμπιστοσύνη. Όμως, στην εποχή της πληροφορικής και των νέων τεχνολογιών όπου το διαδίκτυο βοηθά τους καταναλωτές να αναζητήσουν την αποτελεσματικότερη λύση, είναι επικίνδυνο για τις τράπεζες να στηρίζονται στην αναβλητικότητα των πελατών.

Δεδομένου ότι τα εμπόδια στην είσοδο μειώνονται με ταχύτερους και εντονότερους ρυθμούς από ό,τι τα εμπόδια στην έξοδο, είναι σχεδόν αναπόφευκτο ότι θα δημιουργηθεί υπερβάλλον δυναμικό. Στον χρηματοπιστωτικό τομέα, σε κάποιο βαθμό, ο ανταγωνισμός λειτουργεί ασύμμετρα. Η τεχνολογία καθιστά ευκολότερη την επέκταση ακόμη και των μη-χρηματοοικονομικών εταιρειών στον τραπεζικό τομέα από την επέκταση των τραπεζών εκτός χρηματοοικονομικού τομέα. Παραδείγματος χάρη, ακόμη και οι μεγάλες αλυσίδες εμπορικών καταστημάτων μπορούν να προσφέρουν ένα εύρος

χρηματοοικονομικών προϊόντων όπως δάνεια και πιστωτικές διευκολύνσεις, οι τράπεζες όμως δεν επεκτείνονται στον εμπορικό ή βιομηχανικό τομέα. Τα τελευταία χρόνια αρκετές μεγάλες βιομηχανικές εταιρείες στην Ευρώπη και στις Η.Π.Α. έχουν εσωτερικεύσει αρκετές από τις τραπεζικές τους λειτουργίες και σε κάποιο βαθμό προσφέρουν κάποιες τραπεζικές υπηρεσίες σε άλλους. Αυτός ο ασύμμετρος ανταγωνισμός ενισχύει το πρόβλημα του υπερβάλλοντος δυναμικού στον τραπεζικό τομέα. Ο τρόπος που θα επιλυθεί το πρόβλημα αυτό αποτελεί μια από τις σημαντικότερες προκλήσεις που θα πρέπει να αντιμετωπίσουν οι τράπεζες τα επόμενα χρόνια. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μεταξύ ομοειδών τραπεζών φαίνεται να αποτελούν μια από τις πιο αποτελεσματικές στρατηγικές μείωσης του υπερβάλλοντος δυναμικού και της δημιουργίας του κρίσιμου εκείνου μεγέθους για την εκμετάλλευση των οικονομικών κλίμακας που δημιουργούν οι τεχνολογικές εξελίξεις σε ορισμένους τομείς των λιανικών τραπεζικών εργασιών.

Σε αρκετούς τομείς της τραπεζικής διαδικασίας η συνέπεια της νέας τεχνολογίας είναι δυαδική: δημιουργεί μεγαλύτερες οικονομίες κλίμακας και αυξάνει την προσπάθεια, ώστε το άριστο μέγεθος να επιτευχθεί. Ένα πιστωτικό ίδρυμα που είχε το άριστο μέγεθος με την απαρχαιωμένη τεχνολογία, μπορεί να λειτουργεί με υψηλότερο κόστος σε σύγκριση με μεγαλύτερους ανταγωνιστές που χρησιμοποιούν τη νέα τεχνολογία. Όμως, η εγκατάσταση της νέας τεχνολογίας συνεπάγεται υψηλότερο κόστος, το οποίο μπορεί να είναι απαγορευτικό για τα μικρά πιστωτικά ιδρύματα. Σε αυτήν τη περίπτωση τα μικρά ιδρύματα μπορούν να επιτύχουν τις απαραίτητες οικονομίες κλίμα-

κας με την ανάθεση συγκεκριμένων τμημάτων προϊόντων και υπηρεσιών σε ανεξάρτητες εξειδικευμένες εταιρείες. (Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2003)

Η τεχνολογία μεταβάλλει τα οικονομικά της τραπεζικής. Εντυπωσιακός είναι ο διαχωρισμός μεταξύ «παραγωγής» και «διανομής» που πέτυχε η νέα τεχνολογία. Παραδοσιακά, τα πιστωτικά ιδρύματα χαρακτηρίζονται ως κάθετα ενοποιημένες εταιρείες που παράγουν και προσφέρουν καθένα από τα τμήματα των τελικών προϊόντων και υπηρεσιών. Όμως, η τεχνολογία καθιστά δυνατή τη διάσπαση, παρέχοντας τη δυνατότητα σε συγκεκριμένα τμήματα προϊόντων και υπηρεσιών να εστιάζονται και να παράγονται ξεχωριστά (όπως ακριβώς στη βιομηχανία) με αποτέλεσμα να μεταβάλλεται η εικόνα των πιστωτικών ιδρυμάτων ως κάθετα ενοποιημένων εταιρειών.

Ένα δάνειο, για παράδειγμα, μπορεί να διασπαστεί σε τρία επιμέρους τμήματα: την προσέλκυση, τη διαχείριση και την καταχώριση στον ισολογισμό. Το δάνειο δημιουργείται μετά από την προσέλκυση του πελάτη. Ακολούθως διαχειρίζεται με τον καθορισμό και την είσπραξη του τοκοχρεολυσίου και στη συνέχεια καταχωρίζεται σε έναν ισολογισμό. Παραδοσιακά αυτή ήταν μια ενιαία διαδικασία που αναλαμβάνονταν από ένα πιστωτικό ίδρυμα. Όμως, διαφορετικά ιδρύματα μπορεί να διαθέτουν συγκριτικά πλεονεκτήματα σε διαφορετικά επιμέρους τμήματα της διαδικασίας αυτής, γεγονός που συνεπάγεται ότι δεν είναι οικονομικά αποτελεσματικό να αναληφθεί όλη η διαδικασία από ένα μόνο πιστωτικό ίδρυμα. Μια τράπεζα μπορεί να διαθέτει συγκριτικό πλεονέκτημα στη δημιουργία του δανείου με την προσέλ-

κυση του πελάτη μέσω του δικτύου υποκαταστημάτων της καθώς και στη διαχείριση του δανείου, αλλά να αντιμετωπίζει περιορισμούς στη χρηματοδότηση του δανείου αυτού. Στην περίπτωση αυτή η εν λόγω τράπεζα μπορεί να προσελκύσει τον πελάτη, να διαχειριστεί το δάνειο και στη συνέχεια να το πουλήσει σε άλλα τραπεζικά ιδρύματα που διαθέτουν συγκριτικά πλεονεκτήματα στη χρηματοδότηση του δανείου αυτού (λόγω χαμηλότερου κόστους προσέλκυσης κεφαλαίων) και στην καταχώριση του ως στοιχείου του ενεργητικού σε κάποιον ισολογισμό. Η διαδικασία της διάσπασης επιτρέπει στα πιστωτικά ιδρύματα να εστιάζουν τις λειτουργίες τους στα επιμέρους εκείνα τμήματα της αλυσίδας που διαθέτουν συγκριτικά πλεονεκτήματα. (Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2003)

Η διαδικασία της διάσπασης επιτρέπει την ανάθεση της παραγωγής συγκεκριμένων τμημάτων προϊόντων και υπηρεσιών σε άλλες εταιρείες βάσει συμβολαίων. Επίσης, η διαδικασία αυτή επιτρέπει σε ένα χρηματοοικονομικό ίδρυμα να προσφέρει με αμοιβή ένα εξειδικευμένο τμήμα μιας υπηρεσίας σε κάποιο ανταγωνιστή. Για παράδειγμα, μια τράπεζα θα μπορούσε να αναθέσει τη διαχείριση της λειτουργίας των πιστωτικών καρτών της σε άλλη εταιρεία, ενώ την ίδια στιγμή να προσφέρει το σύστημα διαχείρισης κινδύνων σε κάποιον ανταγωνιστή. Με την ανάθεση συγκεκριμένων διαδικασιών μια μικρή τράπεζα μπορεί να αποκτήσει πρόσβαση σε οικονομίες κλίμακας που δεν θα μπορούσε να επιτύχει ως ένα ενιαίο καθετοποιημένο ίδρυμα μεταβάλλοντας τη δομή του κόστους και μετατρέποντας τα σταθερά κόστη σε μετα-

βλητά, με συνέπεια τη μείωση των απαιτήσεων για αρχικά έξοδα της υιοθέτησης και ανάπτυξης των απαραίτητων διευκολύνσεων.

Αυτή είναι η μορφή της τραπεζικής, βάσει συμβολαίων, που αναφέρεται σε μια τράπεζα η οποία προσφέρει ένα ευρύ φάσμα προϊόντων και υπηρεσιών, αλλά συνδυάζει και συντονίζει εισροές από διαφορετικές εταιρείες. Η δυνατότητα διάσπασης των προϊόντων και υπηρεσιών στα επιμέρους τμήματα ενισχύει τον ανταγωνισμό, καθώς επιτρέπει σε νέες εταιρείες να ανταγωνιστούν μέσω ανάθεσης της παραγωγής συγκεκριμένων τμημάτων προϊόντων και υπηρεσιών σε άλλες εταιρείες βάσει συμβολαίων. Ως αποτέλεσμα της εξέλιξης αυτής τα εμπόδια στην είσοδο νέων εταιρειών περιορίζονται λόγω της μείωσης του αρχικού σταθερού κόστους εισόδου που πρέπει να επωμιστούν οι εταιρείες αυτές. Συγχρόνως, οι νέες εταιρείες μπορούν πλέον να επιχειρήσουν είσοδο στην αγορά χωρίς να διαθέτουν όλη την απαραίτητη εξειδίκευση, καθώς τυχόν έλλειμμα σε επιμέρους εξειδικεύσεις (π.χ. παράγωγα) μπορεί να καλυφθεί μέσω της απόκτησης τους από άλλες εταιρείες βάσει συμβολαίων. Επιπλέον, η σπουδαιότητα των οικονομιών κλίμακας ως ένα σημαντικό εμπόδιο στην είσοδο και λειτουργία νέων εταιρειών στον τραπεζικό τομέα, περιορίζεται συνεχώς δεδομένου ότι επιμέρους παραγωγικές διαδικασίες μπορούν να ανατεθούν σε άλλες εταιρείες μέσω συμβολαίων. Οι οικονομίες κλίμακας επιτυγχάνονται κατά τη διάρκεια της παραγωγικής διαδικασίας και όχι απαραίτητως κατά τη διάρκεια της λειτουργίας των εταιρειών. Το γεγονός αυτό συνεπάγεται ότι, εάν επιμέρους διαδικασίες μπορούν να

ανατεθούν σε άλλες εταιρείες μέσω συμβολαίων, τότε και οι οικονομίες κλίμακας μπορούν να εξασφαλιστούν από εταιρείες διαφορετικού μεγέθους.

Στην ακραία έκφραση τους οι παροχείς ηλεκτρονικών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών είναι εικονικές τράπεζες ή εταιρείες που έχουν ελαχιστοποιημένη δραστηριότητα σε πραγματικές συνθήκες. Οι τράπεζες αυτές δε χρησιμοποιούν το διαδίκτυο ως εναλλακτικό δίκτυο προώθησης, διανομής προϊόντων και επικοινωνίας με τον πελάτη, αλλά είναι τράπεζες που το μοναδικό τους δίκτυο επικοινωνίας, προώθησης και διανομής προϊόντων και υπηρεσιών είναι το διαδίκτυο. (Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2003)

Όταν η απόκτηση όλων των απαραίτητων δεξιοτήτων και των πόρων που απαιτούνται από μια τράπεζα για την ενεργό συμμετοχή της στην αγορά του ηλεκτρονικού εμπορίου δεν είναι εφικτή, επιδιώκονται στρατηγικές συμμαχίες με άλλες επιχειρήσεις που διαθέτουν τις ικανότητες αυτές. Οι νέες τεχνολογικές εξελίξεις εντείνουν τις συνεργασίες μεταξύ των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων σε θέματα «παραγωγής» και «διανομής». Στα πρώτα, περιλαμβάνονται οι διαδικασίες πληρωμών και η ανάπτυξη γενικώς αποδεκτών προτύπων, ενώ στα δεύτερα οι διεθνούς εφαρμογής χρεωστικές κάρτες και τα συμβατά ΑΤΜς. Η επιτυχία των κινήσεων αυτών επιβάλλει διαρκή συντονισμό των διαθέσιμων πόρων που είναι διάσπαρτοι στους συμμαχούντες οργανισμούς.

Η νέα εποχή της «δικτυακής οικονομίας» μοιάζει να επιβάλλει άλλες λογικές στις επιχειρηματικές στρατηγικές (Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2002). Σε μια τέτοια οικονομία το πεδίο του τραπεζικού ανταγωνι-

σμού διευρύνεται, καθώς νέοι ρόλοι επιχειρηματικής δραστηριότητας εμφανίζονται λόγω της αναδυόμενης αγοράς του ηλεκτρονικού εμπορίου. Η τεχνολογία, αφενός μεν δημιουργεί μεγαλύτερες οικονομίες κλίμακας και αυξάνει το μέγεθος κατά το οποίο το άριστο μπορεί να επιτευχθεί, αφετέρου δεν μειώνει τις απαιτήσεις δημιουργίας εκτεταμένου δικτύου καταστημάτων, έτσι ώστε να προσεγγισθεί μια «κρίσιμη μάζα πελατών», καθιστώντας ακόμη και μικρού μεγέθους χρηματοοικονομικά ιδρύματα υπολογίσιμες ανταγωνιστικές δυνάμεις.

Η μορφή παρουσίας κάθε χρηματοοικονομικού ιδρύματος στο νέο περιβάλλον αποτελεί στρατηγική του επιλογή. Η αδυναμία όμως μιας τράπεζας να προσαρμοστεί στις νέες εξελίξεις θα επηρεάσει αρνητικά το μερίδιο αγοράς της και την κερδοφορία της.

Η τεχνολογία μεταβάλλει σημαντικά τις διαδικασίες και τις μεθόδους των σχέσεων των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων με τους πελάτες. Η δομή του υποκαταστήματος αλλάζει και έτσι δίνεται περισσότερη έμφαση στην αυτοεξυπηρέτηση της πελατείας αλλά και στις συμβουλευτικές πωλήσεις για όσες συναλλαγές δεν μπορούν να διεκπεραιωθούν ηλεκτρονικά, ενώ οι υποστηρικτικές διαδικασίες και οι διαδικασίες «παραγωγής» μεταφέρονται εκτός καταστήματος.

Ωστόσο, οι τεχνολογικές εξελίξεις έχουν σημαντικές επιπτώσεις στο συνολικό κίνδυνο λόγω του ότι επιταχύνουν την ταχύτητα των αλλαγών στο χρηματοοικονομικό τομέα. Οι κίνδυνοι που αφορούν στις στρατηγικές κινήσεις των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων στο νέο υπό διαμόρφωση περιβάλ-

λον αναμένεται να αυξηθούν (στρατηγικός κίνδυνος). Ο αυξανόμενος ανταγωνισμός μεταξύ ιδρυμάτων, που λειτουργούν με το παραδοσιακό δίκτυο διανομής και ιδρυμάτων που χρησιμοποιούν κανάλια τραπεζικών συναλλαγών από απόσταση, μπορεί να οδηγήσει κάποια από αυτά εκτός αγοράς. Ενυπάρχει επίσης ο κίνδυνος υπερβολικών επενδύσεων σε συγκεκριμένα προϊόντα και υπηρεσίες, τα οποία δεν είναι αποδεκτά από τους πελάτες/καταναλωτές, ή σε τεχνικές λύσεις που μπορεί γρήγορα να απαξιωθούν.

Οι νομικοί κίνδυνοι είναι σημαντικοί λόγω της αβεβαιότητας που αφορά στην εφαρμογή νόμων και κανονισμών όπως τη νομική υπόσταση των τραπεζικών συναλλαγών από απόσταση, την ισχύ και κατοχύρωση των συναλλαγών, την εγκυρότητα και προστασία της ηλεκτρονικής υπογραφής και την ασφάλεια των στοιχείων του πελάτη.

Υπάρχουν επίσης αυξανόμενοι λειτουργικοί κίνδυνοι λόγω τεχνολογικών αποτυχιών. Επιπλέον, οι ευέλικτες σχέσεις που δημιουργούνται μεταξύ τραπεζών και πελατών μπορεί να επηρεάσουν τις πιστωτικές σχέσεις, οδηγώντας σε αυξανόμενους πιστωτικούς κινδύνους.

Οι νέες τεχνολογικές εξελίξεις αυξάνουν και άλλους κινδύνους. Δεδομένου ότι όλο και περισσότερα χρηματοοικονομικά ιδρύματα συνδέονται μεταξύ τους με συμμαχίες και χρησιμοποιούν παρόμοια συστήματα λογισμικού, δημιουργούνται υψηλότεροι βαθμοί αλληλεξάρτησης και συνεπώς μετάδοσης των κινδύνων. Τα μοντέλα διαχείρισης κινδύνων των πιστωτικών ιδρυμάτων υπόκεινται στις ίδιες αδυναμίες γεγονός που γίνεται εμφανές σε ακραία δυσμενείς συνθήκες.

Η ανάθεση της παραγωγής συγκεκριμένων τμημάτων προϊόντων και υπηρεσιών σε άλλες χρηματοπιστωτικές εταιρείες βάσει συμβολαίων μπορεί να οδηγήσει σε συγκέντρωση των λειτουργικών δραστηριοτήτων (π.χ. της διαδικασίας πληρωμών) και επομένως των λειτουργικών κινδύνων μόνο σε ένα μικρό αριθμό πιστωτικών ιδρυμάτων. (Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2003)

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 3^ο

Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΑΓΟΡΑ ΑΞΙΟΓΡΑΦΩΝ

1. Εισαγωγή

Η αγορά αξιόγραφων στην ευρωζώνη αποτελεί ένα δυναμικά αναπτυσσόμενο τομέα της ευρωπαϊκής οικονομίας. Στις αρχές της δεκαετίας του 2000 η συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς αξιόγραφων στην ευρωζώνη άγγιξε τα 13 τρις ευρώ, αντιπροσωπεύοντας σχεδόν το 30% της συνολικής παγκόσμιας κεφαλαιοποίησης αξιόγραφων. Από αυτά σχεδόν 8 τρις ευρώ προήλθαν από εκδόσεις ομολόγων και 5 τρις ευρώ από μετοχές. Το ευρωπαϊκό μερίδιο της συνολικής παγκόσμιας κεφαλαιοποίησης μετοχών αυξήθηκε στο 32% το 2000 από 15% το 1980, αντικατοπτρίζοντας αύξηση στην αξία των ευρωπαϊκών μετοχών της τάξεως του 900%. Παρά το γεγονός ότι το «ειδικό βάρος» της κεφαλαιαγοράς της ζώνης του ευρώ βρίσκεται σε χαμηλότερα επίπεδα από το αντίστοιχο της ζώνης του Αμερικανικού δολαρίου, τα μεγέθη των χρηματιστηρίων της Ευρώπης παρουσιάζουν από τα τέλη της δεκαετίας του '90 ρυθμούς ανάπτυξης υψηλότερους από αυτούς των χρηματιστηρίων των Η.Π.Α. και της Ιαπωνίας.

Ειδικότερα, σύμφωνα με στοιχεία της ΕΚΤ το 1995 η χρηματιστηριακή αξία (συνολική κεφαλαιοποίηση) ως ποσοστό του ΑΕΠ ανήλθε στο 25% στη ζώνη του ευρώ, ενώ το 2002 διαμορφώθηκε στο 90% ξεπερνώντας κατά πολύ το 68% της Ιαπωνικής κεφαλαιαγοράς. Η συνολική κεφαλαιοποίηση της χρηματιστηριακής αγοράς των ΗΠΑ παραμένει στο υψηλότερο επίπεδο παγκοσμίως και έφτασε το 152% του ΑΕΠ στο τέλος του 2002. Ωστόσο, η δυναμική των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων είναι εμφανής. Στην επταετία 1995-2002 η αξία σε απόλυτα μεγέθη των εισηγμένων εταιρειών στα χρηματιστήρια της ευρωζώνης αυξήθηκε κατά 276% με αντίστοιχο ποσοστό 206% για τα χρηματιστήρια των ΗΠΑ.

Η αύξηση του αριθμού των εισηγμένων εταιρειών, που αποτελεί ένα ακόμα ενδεικτικό στοιχείο δυναμικής ανάπτυξης, κατά την πενταετία 1998-2002 στη ζώνη του ευρώ ανήλθε σε 10% κατά μέσο όρο σε ετήσια βάση, με αποτέλεσμα στα τέλη του 2002, 4.914 εταιρείες να είναι εισηγμένες στα χρηματιστήρια της ευρωζώνης σύμφωνα με στοιχεία της ΕΚΤ. Σε απόλυτα μεγέθη τα κεφάλαια που αντλήθηκαν κατά το 2002 στις ευρω-κεφαλαιαγορές ανήλθαν στα 157 δις ευρώ έναντι 138 δις ευρώ στις αμερικάνικες κεφαλαιαγορές. Για το σύνολο της δεκαετίας του '90, η αύξηση των νέων μετοχικών εκδόσεων στην Ευρώπη ήταν τέσσερις φορές μεγαλύτερη από την αντίστοιχη στις ΗΠΑ.

Στα τέλη της δεκαετίας του 1990 οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις ολοκλήρωσαν ένα σημαντικό κύκλο συγχωνεύσεων και εξαγορών. Κατά το έτος 2002 στο εσωτερικό της ευρωζώνης πραγματοποιήθηκαν συμφωνίες συγχω-

νεύσεων και εξαγορών συνολικού ύψους 577 δις ευρώ, ενώ οι αντίστοιχες συμφωνίες με ευρωπαϊκές εταιρείες εκτός ευρωζώνης ανήλθαν σε 499 δις ευρώ. Με εταιρείες τρίτων χωρών το αντίστοιχο μέγεθος διαμορφώθηκε στα 373 δις ευρώ. Στο ίδιο έτος το συνολικό ύψος των συμφωνιών συγχωνεύσεων και εξαγορών στο εσωτερικό της ζώνης του ευρώ ξεπέρασε το αντίστοιχο των ΗΠΑ και ως ποσοστό του διεθνούς όγκου συγχωνεύσεων και εξαγορών διαμορφώθηκε στο 25%. Η τάση ανόδου του όγκου των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην ευρωζώνη άρχισε από τα τέλη της δεκαετίας του '80, αντικατοπτρίζοντας την αναδιάρθρωση της ευρωπαϊκής οικονομίας.

Η δυναμική του τομέα των ευρωπαϊκών αξιόγραφων είναι σαφής. Περαιτέρω, ο τομέας αυτός θα επηρεαστεί όχι μόνο από την εισαγωγή του ευρώ αλλά και από ένα σημαντικό αριθμό εξελίξεων, όπως η αποκανονικοποίηση των αγορών και τα προγράμματα ιδιωτικοποίησης και αναδιάρθρωσης της οικονομίας στην Ευρώπη. (Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2003)

Το κεφάλαιο αυτό εξετάζει την εξέλιξη του Ευρωπαϊκού τομέα αξιόγραφων σε περιβάλλον ευρώ και αποτελείται από δύο μέρη. Το πρώτο μέρος παρουσιάζει τους παράγοντες που συμβάλλουν στην ανάπτυξη των αγορών αξιόγραφων στην ευρωζώνη, ενώ το δεύτερο αναλύει την προοπτική και τα προβλήματα της πλήρους ενοποίησης των αγορών αυτών.

2. Η Δυναμική του Ευρωπαϊκού τομέα αξιόγραφων

Ένας σημαντικός αριθμός παραγόντων αναμένεται να συμβάλει σημαντικά στην ανάπτυξη των ευρωπαϊκών αγορών αξιόγραφων με αποτέλεσμα οι αγορές αυτές να προσελκύσουν ένα σημαντικό όγκο κεφαλαίων και παράλληλα να δημιουργήσουν νέες επενδυτικές ευκαιρίες. Οι παράγοντες που θα επηρεάσουν την ανάπτυξη αυτή παρουσιάζονται παρακάτω.

2.1. Η αναδιάρθρωση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων

Η αναδιάρθρωση της κεφαλαιαγοράς άρχισε στις αρχές της δεκαετίας του '80 από τις Η.Π.Α. και μάλιστα πολλές χρηματοπιστωτικές εταιρείες, που απέτυχαν να προσαρμοστούν στις επικρατούσες ανταγωνιστικές συνθήκες, έκλεισαν ή εξαγοράστηκαν. Πολλές από εκείνες που επιβίωσαν συγχωνεύθηκαν με άλλες, ή με άλλους τρόπους αύξησαν το μέγεθος τους, τη γεωγραφική διεύθυνση καθώς και το εύρος των δραστηριοτήτων τους. Κατά τη διαδικασία αναδιάρθρωσης τα προβλήματα διοίκησης και διαχείρισης ήταν συνεχή και σημαντικά. Πολλά διαφορετικά στρατηγικά σχέδια εκπονήθηκαν και εφαρμόστηκαν. Ορισμένες εταιρείες εξειδικεύθηκαν σε συγκεκριμένους τομείς, ενώ άλλες εισήλθαν σε νέους με υψηλότερες αποδόσεις αλλά και κινδύνους. Οι σημαντικότερες χρηματοπιστωτικές εταιρείες των Η.Π.Α. χαρακτηρίζονται πλέον από υψηλή εμπειρία και προσαρμοστικότητα στις μεταβαλλόμενες συνθήκες της αγοράς. Ορισμένα από τα συγκριτικά τους πλεονεκτήματα είναι τα παρακάτω:

- Άριστο μέγεθος που εξασφαλίζει διεθνή δραστηριότητα ενώ δίδεται ιδιαίτερη έμφαση και στην ευελιξία.
- Εξειδίκευση σε ορισμένους αλλά όχι απαραίτητα σε όλους τους τομείς.
- Συνεχής ανάπτυξη νέων προϊόντων και προσπάθεια διείσδυσης σε νέες αγορές που παρουσιάζουν αυξανόμενες ευκαιρίες ανάπτυξης.
- Συνεχής ανάληψη νέων στρατηγικών πρωτοβουλιών με αποτέλεσμα την υιοθέτηση διαφορετικών μακροπρόθεσμων στρατηγικών και εξειδικεύσεων. Οι διαφορετικές στρατηγικές είναι δυνατόν να οδηγήσουν στη δημιουργία συγκριτικών πλεονεκτημάτων στο μέλλον.
- Είσοδος, σε αρκετές περιπτώσεις, σε τομείς και αγορές που δεν παρουσιάζεται ανταγωνιστικό πλεονέκτημα από ανταγωνιστές με στόχο την επίτευξη κατάλληλης διασποράς και προστασία της συνολικής κερδοφορίας.
- Πρωταρχική έμφαση στην ποιότητα και στην εκπαίδευση του προσωπικού.

Στην ευρωπαϊκή αγορά ο περιορισμός των συναλλαγών στην αγορά ξένου συναλλάγματος, ως αποτέλεσμα της εισαγωγής του ευρώ, δημιουργεί σημαντικές επιπτώσεις σε όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Αρκετά από αυτά που δραστηριοποιούνται κυρίως στις μεγάλες αγορές, αναζητώντας νέες πηγές κερδοφορίας, έχουν στραφεί σε νέες αγορές αυξάνοντας τις ανταγωνιστικές πιέσεις σε μικρότερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τοπικού χαρακτήρα, τα οποία θεωρούσαν δεδομένη την εγχώρια αγορά πριν από την εισαγωγή του ευρώ. Επιπλέον, έχει παρατηρηθεί η τάση στροφής αρκετών

χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε αγορές υψηλότερων κινδύνων και υψηλότερων αποδόσεων, όπως παράγωγα και συνάλλαγμα. Η τάση αυτή συνιστά επίσης μειονέκτημα για τα μικρά τοπικά ιδρύματα που χαρακτηρίζονται από έλλειψη της απαραίτητης εμπειρίας ή και της απαραίτητης σύγχρονης υποδομής.

Οι εξελίξεις στη νέα τεχνολογία αυξάνουν σημαντικά τη διαφάνεια των συμβατικών και ηλεκτρονικών αγορών μειώνοντας το κόστος έρευνας για τους πελάτες-καταναλωτές. Η άγνοια των πελατών για τις τιμές και τη σχετική απόδοση των προϊόντων υπήρξε σημαντική πηγή κέρδους για πολλές εταιρείες. Η μείωση του κόστους έρευνας λόγω έγκυρης και έγκαιρης πληροφόρησης εντείνει δραστικά τον ανταγωνισμό και συρρικνώνει τις υψηλές αποδόσεις των τραπεζικών προϊόντων. Λόγω των περιορισμών αυτών οι εταιρείες του χρηματοπιστωτικού χώρου απομακρύνονται από την περιοριστική για την ανάπτυξη καθετοποίηση, προς όφελος, όπως προαναφέρθηκε, της δημιουργίας χρηματοοικονομικών ομίλων που οδηγεί στην επίτευξη οικονομικών εξειδίκευσης και εύρους. Οι κινήσεις αυτές είναι ανάλογες των χρηματοπιστωτικών εταιρειών των Η.Π.Α. στην προηγούμενη δεκαετία και αναμένεται να προσδώσει στα ευρωπαϊκά ιδρύματα σημαντικές εμπειρίες για την αντιμετώπιση του ανταγωνισμού τόσο στις ευρωπαϊκές όσο και στις διεθνείς αγορές.

Τα σημαντικότερα κίνητρα για τη διενέργεια εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι:

- Περιορισμοί του κόστους ως αποτέλεσμα της αξιοποίησης των οικονομιών κλίμακας και εύρους και της απορρόφησης της πλεονάζουσας δυναμικότητας των επιμέρους οργανισμών.
- Επίτευξη του άριστου μεγέθους και απόκτηση της απαραίτητης φήμης
- Διατήρηση ή και αύξηση του μεριδίου της αγοράς.
- Διασπορά των κινδύνων και διεύρυνση των πηγών εσόδων.
- Ορθολογισμός και αναδιάρθρωση του προκύπτοντος οργανισμού ιδιαιτέρως στους τομείς της τεχνολογίας, της πληροφορικής, της διαχείρισης κινδύνων και των διοικητικών λειτουργιών.
- Αντιστάθμιση της αύξησης του μεγέθους και της σπουδαιότητας (διαπραγματευτικής δύναμης) των επιχειρήσεων πελατών.

Τα κίνητρα αυτά εξηγούν την τάση για εγχώριες συγχωνεύσεις και εξαγορές. Οι σημαντικές διαφορές στο νομικό και θεσμικό-εποπτικό περιβάλλον (κανόνες ανταγωνισμού και προστασίας καταναλωτών) δυσχεραίνουν τη διενέργεια διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών την παρούσα χρονική περίοδο. Η δυνατότητα μείωσης του κόστους στην περίπτωση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών δεν είναι τόσο σημαντική όσο στην περίπτωση εγχώριων συγχωνεύσεων και εξαγορών. Επιπλέον, πολιτιστικοί παράγοντες, διαφορές στην εταιρική διακυβέρνηση, καθώς και κρατική ιδιοκτησία περιορίζουν τη διασυνοριακή ενοποίηση.

Η διαδικασία αναδιάρθρωσης των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων συνοδεύεται από επαναπροσανατολισμό των δραστηριοτήτων τους, με μετακίνηση από δανειοδοτήσεις που περιλαμβάνονται στα στοιχεία του ισο-

λογισμού προς δραστηριότητες τύπου επενδυτικής τραπεζικής, η οποία αντικατοπτρίζεται στη διάρθρωση των εσόδων τους με στροφή από τα επιτοκιακά έσοδα προς τα μη-επιτοκιακά έσοδα, όπως είναι οι αμοιβές και οι προμήθειες. Η τάση της ενοποίησης των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων αναμένεται να συνεχισθεί λόγω του ότι οι παράγοντες που την επηρεάζουν παραμένουν ισχυροί. Εάν συμβεί κάτι τέτοιο, τα ιδρύματα αυτά θα μπορέσουν σταδιακά να ανταγωνιστούν ισότιμα τους χρηματοοικονομικούς κολοσσούς των Η.Π.Α., προσδίδοντας νέα δυναμική στην ευρωπαϊκή χρηματοοικονομική αγορά. (Κυριαζίδης, 2002, σ. 83-86)

2.2. Ο ανταγωνισμός μεταξύ των χρηματιστηρίων

Όπως είναι γνωστό, τα χρηματιστήρια δεν έχουν το αποκλειστικό μονοπώλιο στις συναλλαγές. Άλλα ανταγωνιστικά συστήματα δραστηριοποιούνται παράλληλα υποβοηθούμενα από την ανάπτυξη των ηλεκτρονικών δικτύων. Οι παραδοσιακοί μεσίτες των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών αντιμετωπίζουν ισχυρό ανταγωνισμό από εταιρείες που προσφέρουν φθηνές υπηρεσίες συναλλαγών μέσω του διαδικτύου.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο ένα κέντρο συναλλαγών άρχισε τη λειτουργία του το 1995 πλήρως ανταγωνιστικά με το Χρηματιστήριο του Λονδίνου και έγινε το πρώτο χρηματιστήριο της αλλοδαπής που απέκτησε άδεια λειτουργίας στις ΗΠΑ από τις αμερικανικές αρχές. Στις ΗΠΑ τα ηλεκτρονικά δίκτυα επικοινωνιών λειτουργούν ως μικρά χρηματιστήρια. Τα ηλεκτρονικά δίκτυα επικοινωνιών περιλαμβάνουν αρκετές εταιρείες, οι οποίες αναπτύσ-

σουν τις δραστηριότητες τους προσφέροντας υπηρεσίες χρηματοοικονομικής έρευνας και συμβουλών. Οι αμερικανικές αρχές εξετάζουν την περίπτωση αναγνώρισης των ηλεκτρονικών δικτύων επικοινωνιών σαν επίσημα χρηματιστήρια. Επιπλέον, αρκετές χρηματοοικονομικές εταιρείες, χρησιμοποιώντας το διαδίκτυο, προσφέρουν υπηρεσίες χρηματοοικονομικής μεσιτείας σε συνεχή σύνδεση με τους πελάτες και με χαμηλότερες προμήθειες σε σχέση με τους παραδοσιακούς μεσίτες.

Η τεχνολογική πρόοδος γενικότερα και το διαδίκτυο ειδικότερα καθίστανται καθοριστικοί παράγοντες των εξελίξεων, καθώς ανεπτυγμένες εταιρείες χρηματοοικονομικών μεσιτών προσφέρουν υπηρεσίες διαδικτύου σε συνεχή σύνδεση. Αντιδρώντας στις πιέσεις αυτές τα χρηματιστήρια προσπάθησαν να προσφέρουν μεγαλύτερη ευελιξία με απογευματινές συνεδριάσεις. Όμως, το κόστος στελέχωσης είναι σοβαρό πρόβλημα, καθώς τα γενικά έξοδα αυξάνονται, ενώ τα έσοδα είναι περιορισμένα. Επιπλέον, πολλές επιχειρήσεις στην προσπάθειά τους να αποκτήσουν μεγαλύτερη ευελιξία στην προσέλκυση κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των μεγάλων επενδυτικών προγραμμάτων που είναι απαραίτητα για τη συνεχή ανάπτυξη της τεχνολογίας, εξετάζουν τη δυνατότητα εισαγωγής τους ή έχουν εισαχθεί ήδη στο χρηματιστήριο. Σημαντικά παραδείγματα αποτελούν τα χρηματιστήρια του Άμστερνταμ, της Ιταλίας, της Γερμανίας, του Λονδίνου, της Στοκχόλμης και των Αθηνών.

Σε όλα τα χρηματιστήρια ασκούνται σημαντικές πιέσεις περιορισμού του κόστους για τη διατήρηση της ανταγωνιστικότητας και δημιουργίας επιπρόσθετων εσόδων σε διεθνές επίπεδο. Οι πιέσεις αυτές προέρχονται από

την απελευθέρωση των αγορών, την τεχνολογική πρόοδο, τις οικονομίες κλίμακας και την αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων. Η ΟΝΕ προκαλώντας ισχυρότερο ανταγωνισμό έχει συμβάλει επίσης σημαντικά προς αυτή την κατεύθυνση. Οι παρατηρούμενες αντιδράσεις εκφράζονται με δύο τρόπους: α) με ενοποίηση των εγχώριων χρηματιστηριακών αγορών μέσω συγχωνεύσεων και β) με διεθνείς συγχωνεύσεις και συνεργασίες μεταξύ εθνικών χρηματιστηρίων.

Οι συνεργασίες αυτές μεταξύ των χρηματιστηρίων των χωρών της Ευρώπης αντικατοπτρίζει τον ισχυρό ανταγωνισμό για επιβίωση αλλά και για κυριαρχία στην ευρωπαϊκή χρηματοοικονομική αγορά.

Στα μικρότερα χρηματιστήρια η σημαντική μείωση των εργασιών και η περιορισμένη συμμετοχή τους σε νέα προϊόντα τα οδηγεί σε αναθεώρηση της στρατηγικής τους. Έτσι η λύση συγχωνεύσεων και συνεργασιών με μεγαλύτερα χρηματιστήρια φαίνεται να αποτελεί τη μόνη διέξοδο. Η βιωσιμότητα αρκετών χρηματιστηρίων θα εξαρτηθεί από τη δυνατότητα τους να δημιουργήσουν νέα προϊόντα.

Η ολοκλήρωση των ευρωπαϊκών αγορών κεφαλαίου δημιουργεί ευκαιρίες στα χρηματιστήρια που προσφέρουν νέες χρηματοοικονομικές καινοτομίες. Ο ανταγωνισμός μεταξύ των χρηματιστηρίων συνεπώς αποτελεί κίνητρο για τη δημιουργία νέων καινοτόμων προϊόντων.

Σημαντικής σημασίας για την ανάπτυξη των ευρωπαϊκών χρηματοοικονομικών αγορών αποτελούν τα σχέδια δημιουργίας ενός Πανευρωπαϊκού Χρηματιστηρίου στα πλαίσια της ΟΝΕ. Μεταξύ των μακροπρόθε-

σμων στόχων των κινήσεων συνεργασίας περιλαμβάνονται η δημιουργία μιας κοινής ηλεκτρονικής πλατφόρμας συναλλαγών, κοινοί εποπτικοί κανόνες συναλλαγών, κοινή πρόσβαση και κοινές ώρες συναλλαγών.

Ωστόσο, τα προβλήματα που πρέπει να ξεπεραστούν είναι σημαντικά. Η διαδικασία προς την ολοκλήρωση των αγορών συναντά εμπόδια, κυρίως επειδή οι κυβερνήσεις και οι άλλες κρατικές αρχές δεν επιθυμούν να χάσουν τον έλεγχο ή έστω μέρος του ελέγχου που ασκούν στις αγορές κεφαλαίου. Ορισμένες κεφαλαιαγορές, ειδικότερα οι μικρότερες, φοβούνται τη συγχώνευση ή ακόμη και τη συνεργασία με άλλες αγορές, γιατί πιστεύουν ότι θα χάσουν σημαντικό μερίδιο της τοπικής αγοράς. Η έλλειψη εμπιστοσύνης μεταξύ των χρηματιστηρίων οδήγησε στην εγκατάλειψη σχεδίων ενοποίησης τους. (Κυριαζίδης, 2002, σ. 90-92)

2.3. Η τάση προς τραπεζική αποδιαμεσολάβηση

Η διαδικασία της τραπεζικής από-διαμεσολάβησης ξεκίνησε από τις Η.Π.Α. στις αρχές της δεκαετίας του '90 και σήμερα η Ευρώπη αναμένεται να γνωρίσει την ίδια διαδικασία. Όλο και περισσότεροι καταναλωτές-επενδυτές προτιμούν να συναλλάσσονται με αξιόγραφα και όχι με τράπεζες.

Η σταδιακή μετακίνηση από τις τραπεζικές συναλλαγές σε συναλλαγές αξιόγραφων άρχισε από την στιγμή που εισήχθη το κοινό νόμισμα, δεδομένου ότι υπάρχουν σημαντικοί παράγοντες που προωθούν την εξέλιξη αυτή, όπως η μείωση του κόστους των συναλλαγών και της πληροφόρησης,

αλλά και η προσφορά νέων προϊόντων στους τελικούς καταναλωτές-επενδυτές.

Ειδικότερα, η ΟΝΕ επηρεάζει ουσιαστικά την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων μεταβάλλοντας την ισορροπία προς όφελος του μετοχικού κεφαλαίου έναντι του τραπεζικού δανεισμού. Η εισαγωγή μιας επιχείρησης στο χρηματιστήριο έχει τόσο πλεονεκτήματα όσο και μειονεκτήματα, τα οποία η επιχείρηση συσταθμίζει, πριν προχωρήσει στην τελική της επιλογή. Το ευρώ αναμένεται να αναδειχθεί σε βασικό παράγοντα καθορισμού της σχετικής βαρύτητας μεταξύ των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων αυτών.

Μεταξύ των βασικών πλεονεκτημάτων από την εισαγωγή εταιρειών στο χρηματιστήριο είναι:

- η άντληση κεφαλαίων κυρίως για τις αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις δεδομένου ότι οι ανάγκες τους μπορούν μόνο μερικώς να ικανοποιηθούν από τα τραπεζικά δάνεια,
- η μεγαλύτερη διασπορά του κινδύνου και συνεπώς η μείωση του κόστους του κεφαλαίου της επιχείρησης λόγω του ότι διευκολύνονται οι ιδρυτές της να αποφεύγουν τοποθετήσεις όλων των κεφαλαίων τους σε μια μόνο επιχείρηση,
- η αύξηση των μετοχών της επιχείρησης με αποτέλεσμα επίσης τη μείωση του κόστους της επιχείρησης,
- η ενίσχυση του διαχωρισμού της ιδιοκτησίας από τη διοίκηση και συνεπώς τη χρησιμοποίηση εξειδικευμένου ανθρώπινου δυναμικού,

- ο καθορισμός της αντικειμενικής αξίας των μετοχών που διευκολύνει την αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων σε περίπτωση συγχώνευσης ή εξαγοράς και
- η πιστοποίηση ποιοτικής υπεροχής της επιχείρησης που εξασφαλίζει υψηλότερη αγοραία μετοχική αξία.

Μειονεκτήματα από την εισαγωγή εταιρειών στο χρηματιστήριο θεωρούνται:

- η αποκάλυψη εμπιστευτικών επιχειρηματικών πληροφοριών στους ανταγωνιστές που προέρχονται από την αναγκαστική δημοσιοποίηση αρκετών πληροφοριακών εγγράφων και στοιχείων,
- η συνεχής αξιολόγηση από τους επενδυτές που, ενώ υπό κανονικές συνθήκες αυξάνει την αποδοτικότητα, σε μικρές αγορές δημιουργεί κινδύνους συμπαιγνιών σε βάρος ανύποπτων μετόχων,
- ο φόβος απώλειας διαχειριστικού ελέγχου από τους αρχικούς ιδιοκτήτες της εταιρείας λόγω της διάχυσης της ιδιοκτησίας σε πολλούς μετόχους,
- το κόστος εισαγωγής που περιλαμβάνει εκτός από το κόστος για τις υπηρεσίες των αναδόχων και το κόστος για την επιχείρηση εξαιτίας της σημαντικά χαμηλής τιμής έκδοσης των νέων μετοχών στη δημόσια εγγραφή και
- τα έξοδα χρηματιστηριακής συνδρομής, παραγωγής και δημοσιοποίησης οικονομικών πληροφοριών και εξυπηρέτησης μετόχων, τα οποία απαιτούν συγκεκριμένη οργανωτική υποδομή και αντιπροσωπεύουν ένα μικρό ποσοστό των συνολικών εξόδων των μεγάλων επιχειρήσεων, αλλά αποτελούν σημαντική δαπάνη για τις μικρές.

Η εισαγωγή του ευρώ δημιουργεί σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες αλλά και προκλήσεις και συνεπώς αναλογικά μεγάλες ανάγκες κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις. Λόγω του μεγέθους και του κινδύνου των σχετικών κεφαλαίων, οι ιδιοκτήτες των εταιρειών και το τραπεζικό σύστημα δεν μπορούν να προσφέρουν τα απαιτούμενα κεφάλαια με αποτέλεσμα η προσφυγή στο χρηματιστήριο να αποτελεί τη μόνη διέξοδο για τις εταιρείες αυτές.

Η ανάγκη για επίτευξη του άριστου μεγέθους, με στόχο την επίτευξη κέρδους και την επιτυχή αντιμετώπιση των συνθηκών ισχυρότερου ανταγωνισμού, αναγνωρίζεται όχι μόνο από τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα αλλά και από κάθε εταιρεία που λειτουργεί σε οποιοδήποτε τομέα οικονομικής δραστηριότητας. Η ανάγκη αυτή μπορεί να ικανοποιηθεί καλύτερα από την εισαγωγή των εταιρειών στο χρηματιστήριο. Δεδομένου ότι το μέσο μέγεθος των εταιρειών αυξάνεται, τα έξοδα εισαγωγής ως ποσοστό των συνολικών εξόδων μειώνονται, με αποτέλεσμα να μειώνεται και η σχετική βαρύτητα των μειονεκτημάτων εισαγωγής.

Για τις εύρωστες μεγάλες επιχειρήσεις που λειτουργούν στη διευρυμένη αγορά της ζώνης του ευρώ η δημοσιοποίηση αρκετών πληροφοριακών εγγράφων και στοιχείων και κατά συνέπεια η αυξανόμενη διαφάνεια αποτελεί πλεονέκτημα.

Η έλευση του ευρώ φαίνεται ήδη ότι οδηγεί σε αλλαγή της φιλοσοφίας πολλών διαχειριστών κεφαλαίων με εγκατάλειψη της νοοτροπίας εθνικών επενδυτικών επιλογών και στροφή προς χάραξη πανευρωπαϊκής επενδυτικής στρατηγικής. Το αποτέλεσμα θα είναι η ενίσχυση μεγάλων εταιρειών

που θα αξιοποιήσουν τις ευκαιρίες δραστηριοποίησης σε πανευρωπαϊκό επίπεδο και θα επωφεληθούν από οικονομικές εκθέσεις και εκτιμήσεις.

Ο αυξανόμενος ανταγωνισμός μεταξύ των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων στη ζώνη του ευρώ μεταξύ άλλων θα μειώσει και το κόστος εισαγωγής των επιχειρήσεων. Ισχυρότερος ανταγωνισμός στην αγορά οδηγεί σε εκδόσεις υψηλής ποιότητας και λιγότερο υποτιμημένες τιμές έκδοσης νέων μετοχών, επηρεάζοντας θετικά την προθυμία των εταιρειών να εισαχθούν στο χρηματιστήριο.

Ωστόσο, η παραπάνω ανάλυση παρουσιάζει ένα μειονέκτημα, αν εξετάσουμε μια σημαντική όψη της συμπεριφοράς της πλειοψηφίας των επιχειρηματιών, των ιδιοκτητών, ακόμη και των στελεχών των επιχειρήσεων, καθώς διατηρούν μεγάλα μερίδια στις επιχειρήσεις αυτές. Ακόμη και όταν το κλίμα για τις αρχικές δημόσιες εγγραφές είναι θετικό, τα στελέχη των νεοεισηγμένων εταιρειών διατηρούν μεγάλα μερίδια στις επιχειρήσεις τους.

Είναι αποδεδειγμένο λοιπόν πως στις χώρες που είναι χρηματοοικονομικά ανεπτυγμένες, η συγκέντρωση των μεριδίων στα στελέχη τείνει να είναι μικρό, ενώ οι χώρες που χρηματοοικονομικά δεν είναι τόσο ανεπτυγμένες υπάρχει υψηλή συγκέντρωση της κατοχής των μετοχών από τα στελέχη που διοικούν την επιχείρηση. Η κατακράτηση μεγάλων μεριδίων μετοχών στις επιχειρήσεις που ελέγχουν, εξηγείται από την προσπάθεια τους να υπερασπιστούν τον εαυτό τους έναντι εχθρικών εξαγορών.

Επιπλέον, σε χώρες που το νομικό και το εποπτικό περιβάλλον για την προστασία των επενδυτών είναι ασθενές, οι επιχειρηματίες και οι διοική-

σεις δύσκολα πείθουν με αξιοπιστία τους επενδυτές ότι τα κεφάλαια τους θα χρησιμοποιηθούν αποτελεσματικά και ότι θα τους επιστραφούν με τη μορφή υψηλών μελλοντικών αποδόσεων. Το ασθενές αυτό εποπτικό πλαίσιο μπορεί να δημιουργήσει ακόμη και ηθικούς κινδύνους και να οδηγήσει τους επιχειρηματίες και τις διοικήσεις στην εκτίμηση πως είναι προς το συμφέρον τους να κρατούν ένα υψηλότερο ποσοστό μετοχών.

Η ανεπαρκής προστασία του καταναλωτή μπορεί να έχει σημαντικό κόστος. Οι απληροφόρητοι επενδυτές, φοβούμενοι ότι θα γίνουν αντικείμενα εκμετάλλευσης, θα διστάσουν να επενδύσουν, ή θα επενδύσουν σε άλλα χρηματιστηριακά κέντρα. Οι «καλές» επιχειρήσεις θα επηρεαστούν από τις αδυναμίες των «κακών».

Η ανεπάρκεια αποτελεσματικού πλαισίου προστασίας των εξωτερικών επενδυτών αντανακλάται στη χαμηλή τιμή των μετοχών κατά τη διάρκεια της προσφοράς, αποθαρρύνοντας τους επιχειρηματίες και τις διοικήσεις στο να προχωρήσουν σε πλήρη διασπορά των μετοχών τους και σε ακραίες περιπτώσεις οι επιχειρήσεις να αποφύγουν την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο.

Το ασθενές νομικό και εποπτικό πλαίσιο συντελεί στην υψηλή συγκέντρωση της ιδιοκτησίας στις διοικήσεις των επιχειρήσεων και αποθαρρύνει την καλύτερη κατανομή του κεφαλαίου με αποτέλεσμα να περιορίζει την οικονομική ανάπτυξη.

Επιπλέον οι εταιρείες με υψηλή συγκέντρωση της ιδιοκτησίας από τη διοίκηση εμφανίζονται πιο διστακτικές στη χρηματοδότηση νέων επενδυ-

τικών προγραμμάτων απαιτώντας μεγαλύτερη απόδοση σε σύγκριση με τις εταιρείες που έχουν μικρότερη συγκέντρωση της ιδιοκτησίας στη διοίκηση.

Η ανάλυση αυτή οδηγεί μεταξύ άλλων και στο συμπέρασμα ότι η ONE και η χρηματοοικονομική απελευθέρωση στην οποία αυτή συμβάλλει είναι αναγκαία αλλά όχι και ικανή συνθήκη για την επίτευξη της πραγματικής σύγκλησης. Οι περισσότερες αναφορές και μελέτες για την εισαγωγή του κοινού νομίσματος δίνουν έμφαση στα οφέλη από το χαμηλότερο επιτόκιο. Οι συνέπειες όμως της ONE εξαρτώνται κι από το επίπεδο, ή τις μεταβολές του επιπέδου, της προστασίας του επενδυτή που συχνά παραβλέπεται. (Κυριαζίδης, 2002, σ. 97-99)

2.4. Η Προοπτική Ανάπτυξης των Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Venture Capital)

Συνοπτικά πρέπει να αναφέρουμε ότι το Venture Capital αφορά επενδύσεις συμμετοχής στο κεφάλαιο νέων, μικρών εταιρειών για τις οποίες ο επενδυτής πιστεύει ότι έχουν προοπτικές γρήγορης ανάπτυξης και δημιουργίας κερδών. Τα αναμενόμενα για τον επενδυτή κέρδη θα προέλθουν κυρίως από την πώληση των μετοχών σε τιμή πολύ μεγαλύτερη από την αξία της αγοράς τους. Η διαφοροποίηση από τις κλασσικές επενδύσεις σε συνήθεις χρηματιστηριακούς τίτλους, είναι ότι οι κλασσικές επενδύσεις αφορούν μετοχές μεγάλων εδραιωμένων εταιρειών που έχουν εισαχθεί στα κύρια χρηματιστήρια, ενώ το Venture Capital αφορά επενδύσεις σε άγνωστες αναπτυσσόμενες εταιρίες που συνήθως δεν είναι εισαγόμενες σε κανένα χρηματιστήριο.

Φυσικά, προσδοκά μεγαλύτερα κέρδη διότι αναλαμβάνει υψηλότερους κινδύνους. Στις ΗΠΑ οι επενδυτές σε Venture Capital είναι κυρίως ιδιώτες ή εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων, ενώ στην Ευρώπη πέρα των ιδιωτών επενδυτών μεγάλο μέρος των επενδυτών σε Venture Capital διακρίνουν τράπεζες μέσω εξειδικευμένων θυγατρικών εταιριών τους ή ειδικοί χρηματοδοτικοί οργανισμοί. (Γαλάνης, 2000, σ.161)

Επομένως ο όρος Venture Capital ή κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών, όπως αυτός εκφράζεται στα ελληνικά, εκφράζει την πραγματοποίηση επένδυσης σε επιχειρήσεις οι οποίες διακρίνονται από έντονα στοιχεία δυναμισμού, υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και καινοτόμο - πρωτοποριακό χαρακτήρα. Οι επιχειρήσεις - στόχος του κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών παρουσιάζουν πλεονεκτήματα τεχνολογικής, εμπορικής ή διαχειριστικής φύσεως και δραστηριοποιούνται κυρίως σε τομείς υψηλής τεχνολογίας. Τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών απευθύνονται κυρίως σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ), χωρίς όμως να αποκλείονται και μεγάλες επιχειρήσεις που προβαίνουν σε διαδικασίες αναζήτησης κεφαλαίων. Οποιοδήποτε επιχειρηματικό σχέδιο, ακόμη και όταν δεν εμπίπτει άμεσα στο πεδίο των νέων τεχνολογιών, είναι δυνατό να αποτελέσει αντικείμενο επένδυσης από κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών, αρκεί να εμπεριέχει το στοιχείο της αυθεντικότητας και να είναι σε εμπορική - βιομηχανική κλίμακα πραγματοποιήσιμο.

Ενδεικτικά χαρακτηριστικά που διέπουν τις εταιρείες - στόχους των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών είναι:

- σημαντικά αυξανόμενος ρυθμός ανάπτυξης με δυναμικό ρόλο στον κλάδο,
- σημαντικά αυξανόμενος ρυθμός κερδοφορίας,
- έλλειψη κυρίαρχου ανταγωνιστή στην τρέχουσα φάση της επένδυσης,
- ύπαρξη συγκριτικών πλεονεκτημάτων στη διαδικασία παραγωγής των προϊόντων τους ή υπηρεσιών τους (πρωτοπορία και καινοτομία),
- υψηλής ποιότητας διοίκηση με ηγετικές ικανότητες, ειδικές γνώσεις, τεχνογνωσία, στρατηγική, φερεγγυότητα, αξιοπιστία και καινοτόμο επιχειρηματικό πνεύμα,
- πιθανότητα συμπληρωματικών γύρων χρηματοδότησης με σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις και
- αναμενόμενη εισαγωγή στο χρηματιστήριο ή εξαγορά τους σε διάστημα από 3 έως και 10 έτη.

Οι επιχειρήσεις αυτές έχουν την ανάγκη χρηματοδότησης, είτε στο αρχικό στάδιο της δραστηριότητας τους για την προώθηση των προϊόντων τους, είτε στο στάδιο της ανάπτυξης των δραστηριοτήτων τους, είτε στο στάδιο της αναδιάρθρωση τους. (Κυριαζίδης, 2002, σ. 104-105)

Το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών εμπεριέχει το στοιχείο της μέσο-μακροχρόνιας δέσμευσης των υπό επένδυση κεφαλαίων, καθώς επίσης και το στοιχείο του σχετικά υψηλού επενδυτικού κινδύνου, αφενός γιατί η χρηματοδοτούμενη επιχείρηση πιθανόν να μην έχει ακόμη επαρκώς δοκιμασθεί στην πράξη, και αφετέρου γιατί ο βαθμός αβεβαιότητας είναι σχετικά υψηλός.

Για ορισμένες επιχειρήσεις η άντληση κεφαλαίων εξαρχής από την κεφαλαιαγορά μπορεί να αποδειχθεί δύσκολη υπόθεση. Όμως, η ωρίμανση των εταιρειών αυτών, που συνεπάγεται μείωση της αβεβαιότητας και αύξηση των οικονομικών τους απαιτήσεων, θα καταστήσει την άντληση κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά ευχερέστερη. Αρκετές επιχειρήσεις των οποίων οι προοπτικές είναι αβέβαιες στην αρχή, εκπληρώνουν αργότερα τις προϋποθέσεις εισόδου στις δημόσιες κεφαλαιαγορές, καθώς πετυχαίνουν οι στρατηγικές τους και αναδεικνύεται η ικανότητα των διοικήσεων τους. Όσο αυτές οι επιχειρήσεις αποδεικνύουν την αξία τους, τόσο μειώνεται η αβεβαιότητα και αυξάνονται οι οικονομικές απαιτήσεις τους. Τότε μπορούν να αποκτήσουν πρόσβαση στις δημόσιες κεφαλαιαγορές, με αποτέλεσμα τα καινοτομικά κεφάλαια να αποτελούν μια πηγή μεσοπρόθεσμης χρηματοδότησης που παίζει το ρόλο της «γέφυρας». Οι δημόσιες κεφαλαιαγορές παρέχουν δυνατότητες εξόδου στους επενδυτές καινοτόμων κεφαλαίων, ενώ οι επενδυτές καινοτόμων κεφαλαίων δημιουργούν ένα προϊόν για τους επενδυτές στο χρηματιστήριο. Μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο οι εταιρείες μπορούν να αναλάβουν επενδυτικά προγράμματα των οποίων οι οικονομικές απαιτήσεις και οι χρονικοί ορίζοντες βρίσκονται εκτός του πλαισίου των επενδυτών καινοτόμων κεφαλαίων.

Οι επενδύσεις των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών διαφοροποιούνται σημαντικά από άλλες παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης επιχειρήσεων. Λόγω της φύσεως των επενδύσεων οι εταιρείες κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών προϋποθέτουν την ύπαρξη ικανών και έμπειρων

στελεχών με εξειδικευμένες γνώσεις, ενώ η δομή τους διακρίνεται για την ευελιξία τους που τους επιτρέπει γρήγορη προσαρμογή των ειδικότερων ενεργειών τους στις ανάγκες του εκάστοτε επενδυτικού σχεδίου. Επιπλέον, οι επενδυτές κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών ασκούν σημαντικό έλεγχο και εποπτεία στις εταιρείες που επενδύουν τα υπό διαχείριση κεφάλαια τους. (Κυριαζίδης, 2002, σ. 107-108)

Έτσι, οι επενδυτές σε νεόκοπες εταιρείες έχουν σημαντικότερα κίνητρα να επιδεικνύουν τη δέουσα επιμέλεια σε σύγκριση με τους επενδυτές σε εισηγμένες εταιρείες.

Οι τιμές της αγοράς αντικατοπτρίζουν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες, με αποτέλεσμα οι προσπάθειες ανάλυσης των προοπτικών και των κινδύνων μιας εταιρείας συνήθως να μην επιβραβεύονται ή να επιβραβεύονται ελάχιστα. Αντίθετα, στη χρηματοδότηση νεόκοπων εταιρειών οι επενδυτές δεν μπορούν να εξαρτώνται από την ελεύθερη έρευνα και τη δέουσα επιμέλεια που αντικατοπτρίζεται στις τιμές των μετοχών με αποτέλεσμα να απαιτείται προσεκτική επιλογή των επενδύσεων.

Στις δημόσιες κεφαλαιαγορές τα κίνητρα και η ικανότητα του διαφοροποιημένου επενδυτή να ασκεί έλεγχο και παρέμβαση στα δρώμενα της εκάστοτε εταιρείας είναι περιορισμένα. Οι εταιρείες δε μπορούν να αναλύουν και να συζητούν τα επιτεύγματα και τη στρατηγική τους με τον εκάστοτε επενδυτή. Επίσης, ο μέτοχος που αναλαμβάνει το κόστος να οδηγήσει μια εταιρεία στην ανάπτυξη μοιράζεται τα οφέλη με κάποιους που δεν κατέβαλαν καμιά προσπάθεια. Οι δυσαρεστημένοι μέτοχοι προτιμούν να πωλούν τις με-

τοχές τους αντί να αναλαμβάνουν το μέρος του κόστους και της προσπάθειας που τους αναλογεί.

Εύποροι ιδιώτες προτιμούν να επενδύουν σε ετερόρρυθμες εταιρείες οργανωμένες από εταιρείες κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών, παρά σε νεόκοπες επιχειρήσεις, λόγω του ότι δεν έχουν ούτε την εμπιστοσύνη αλλά ούτε και τη δυνατότητα να αξιολογήσουν και να ελέγξουν τέτοιες επιχειρήσεις. Αντίθετα οι επενδυτές καινοτομικών κεφαλαίων έχουν τη διακριτική ευχέρεια άσκησης και εποπτείας των εταιρειών στις οποίες επενδύουν τα υπό διαχείριση κεφάλαια τους. Μετά την ανάπτυξη των εταιρειών αυτών, συνήθως σε διάστημα 10 ετών, πωλούν τις μετοχές τους.

Η αγορά κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών άρχισε να γνωρίζει μεγάλη άνθηση στις ΗΠΑ κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '60 και στις αρχές της δεκαετίας του 70, εποχή κατά την οποία αναπτύχθηκαν με ταχύτερους ρυθμούς οι εταιρείες της μικροηλεκτρονικής, της βιοτεχνολογίας και γενικότερα εταιρείες υψηλής τεχνολογίας. Στην ευρωπαϊκή αγορά ο θεσμός του κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών αναπτύχθηκε ουσιαστικά κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '80 γνωρίζοντας άνθηση κατά τη διάρκεια της τρέχουσας δεκαετίας. Στην Ευρώπη, όπως και στην Ελλάδα, οι επενδύσεις των εταιρειών κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών κατευθύνθηκαν σε πολλούς τομείς και κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας όχι απαραίτητα συνυφασμένους με τις νέες τεχνολογίες αιχμής.

Τις τελευταίες δεκαετίες στην παγκόσμια οικονομία παρατηρούμε αφενός παρακμή μιας σειράς παραδοσιακών κλάδων και αφετέρου εμφάνιση

νέων δυναμικών κλάδων και επιχειρήσεων νέας τεχνολογίας στην παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών. Επιπλέον, αξίζει να σημειωθεί ότι στο σύγχρονο επιχειρηματικό περιβάλλον, ο τρόπος χρηματοδότησης των επιχειρήσεων μεταβλήθηκε σημαντικά. Παράλληλα παρατηρείται αύξηση της σπουδαιότητας των μικρομεσαίων μεταποιητικών επιχειρήσεων.

Η απελευθέρωση και η διαφοροποίηση των αγορών κεφαλαίου συνέβαλε αποφασιστικά στην εξάπλωση του θεσμού του κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών ως μέσου βελτίωσης της διαδικασίας αριστοποίησης της κατανομής των επενδυτικών κεφαλαίων, κατευθύνοντας περισσότερα κεφάλαια προς καινοτόμες δράσεις και επιχειρήσεις, ελαχιστοποιώντας έτσι τους σχετικούς υψηλούς κινδύνους που εξ ορισμού αυτές ενσωματώνουν. Η ανάπτυξη των χρηματιστηριακών αγορών, ιδιαίτερα με τη δημιουργία των παράλληλων αγορών ή και των χρηματιστηριακών αγορών για ΜΜΕ έδωσε παραπέρα ώθηση στον αναπτυξιακό ρόλο του κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών λόγω του ότι προσέφερε την απαιτούμενη διέξοδο για την πραγματοποίηση υψηλής κεφαλαιοποίησης και δημιουργία υπεραξίας, η οποία, όπως προαναφέρθηκε, επιτυγχάνεται με την έξοδο από την επιχείρηση.

Ωστόσο, στην Ε.Ε. παρατηρείται σημαντική υστέρηση στην αξιοποίηση κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών για τη δημιουργία καινοτόμων επιχειρήσεων μέσω της χορήγησης τμήματος τουλάχιστον των απαιτούμενων αρχικών κεφαλαίων ή των κεφαλαίων που απαιτούνται για την επέκταση των καινοτόμων επιχειρήσεων και την τυχόν αντικατάσταση των

πάγιων κεφαλαίων τους σε σύγκριση με τις ΗΠΑ. (Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2003)

Η εισαγωγή του ευρώ δημιουργεί μια νέα δυναμική στο χώρο των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών. Η περαιτέρω διεύρυνση, ωρίμανση και ενοποίηση των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών δημιουργεί πρόσφορο έδαφος για την ανάπτυξη τέτοιων πρωτοποριακών μορφών - εργαλείων χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, γιατί προσφέρουν στους επενδυτές κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών την απαραίτητη διέξοδο και τα απαιτούμενα κίνητρα πραγματοποίησης υψηλής κεφαλαιοποίησης και δημιουργίας υπεραξίας, τα οποία, όπως προαναφέρθηκε, επιτυγχάνονται μέσω της εισόδου των εταιρειών φορέων στις δημόσιες κεφαλαιαγορές. Οι αναμενόμενες εξελίξεις στις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές μετά την εισαγωγή του ευρώ θα έχουν ως αποτέλεσμα την αύξηση των δυνατοτήτων των επενδυτών και των εταιρειών κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών να αποκομίζουν οφέλη είτε με τη μορφή κεφαλαιακών κερδών, είτε με τη μορφή προνομιούχων μετοχών, είτε με δικαιώματα στις πωλήσεις των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων. Ειδικότερα, η ανάπτυξη των χρηματιστηρίων για τις ΜΜΕ (όπως της Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς στην Ελλάδα) αναμένεται να διαδραματίσει ρόλο καταλύτη σε αυτή τη διαδικασία ανάπτυξης. Οι παραπάνω παράγοντες σε συνδυασμό με την αναδιάρθρωση της ευρωπαϊκής οικονομίας και το στρατηγικό ρόλο που καλούνται να διαδραματίσουν οι καινοτόμες ΜΜΕ σε αυτή τη διαδικασία, οδηγούν αναπόφευκτα σε επανακαθορισμό (επέκταση) του πεδίου δράσης των εταιρειών κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών. Στο νέο ευ-

ρωπαϊκό οικονομικό περιβάλλον οι εταιρείες αυτές αναμένεται να πρωταγωνιστήσουν στη διαδικασία δημιουργίας πραγματικού οικονομικού πλούτου (αξίας), ανάπτυξης και προώθησης καινοτόμων - πρωτοποριακών προϊόντων και υπηρεσιών και αύξησης της ανταγωνιστικότητας και της παραγωγικότητας. Επίσης θα οδηγήσουν σε αύξηση των εκδόσεων και της δυνατότητας διασποράς επενδύσεων στις δημόσιες κεφαλαιαγορές της ζώνης του ευρώ, ενισχύοντας το εύρος και τη ρευστότητα τους, με αποτέλεσμα να διαδραματίσουν ουσιαστικό ρόλο στη διαδικασία ανάπτυξης της ευρωπαϊκής αγοράς αξιόγραφων. (Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2003)

3. Η Προοπτική Ενοποίησης των Ευρωπαϊκών Αγορών Αξιόγραφων

Η ΟΝΕ αναμένεται να συμβάλει σημαντικά στην ενοποίηση των Ευρωπαϊκών αγορών αξιόγραφων, χωρίς ωστόσο να οδηγήσει στην πλήρη ολοκλήρωση τους. Η επιρροή της υιοθέτησης του κοινού νομίσματος στην ενοποίηση των αγορών αυτών αναλύεται στη συνέχεια.

3.1. Η αγορά χρήματος της ζώνης του ευρώ

Η υιοθέτηση της κοινής νομισματικής πολιτικής από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα εξασφάλισε την ταχεία ενοποίηση των ευρωπαϊκών αγορών χρήματος. Οι διασυνοριακές συναλλαγές αυξήθηκαν σημαντικά, αντικατοπτρίζοντας την ανάγκη ανακατανομής της ρευστότητας που προσφέρεται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα για όλη τη ζώνη του ευρώ.

Ωστόσο, ο βαθμός ενοποίησης παρουσιάζει σημαντικές διαφορές μεταξύ των διαφορετικών τομέων της αγοράς χρήματος. Ο πλέον ενοποιημένος τομέας είναι η διατραπεζική αγορά καταθέσεων κι οι συσχετιζόμενες αγορές παραγώγων. Η αγορά αυτή έχει πια τελείως ενοποιηθεί και τα επιτόκια στην αγορά αυτή έχουν απολύτως εξισωθεί ως αποτέλεσμα της πλήρους αποδοχής του Ευρωπαϊκού Διατραπεζικού Επιτοκίου.

Η βραχυπρόθεσμη αγορά παραγώγων της ζώνης του ευρώ είναι επίσης ενοποιημένη σε έναν υψηλό βαθμό. Η αγορά των Ευρωπαϊκών Συμφωνιών Ανταλλαγής (Swaps) σε επιτόκια έχει αναπτυχθεί σημαντικά, με το μεγαλύτερο όγκο των συναλλαγών να γίνεται διασυνοριακά. Η αυξανόμενη ρευστότητα της αγοράς αυτής αντικατοπτρίζει τα στενά περιθώρια μεταξύ της προσφερόμενης, αιτούμενης τιμής και του σχετικά μεγάλου μεγέθους των εκδόσεων.

Αντίθετα, ο τομέας της αγοράς που προϋποθέτει την ανταλλαγή ρευστότητας με εγγυήσεις, δηλαδή πωλήσεις χρεογράφων σε ιδιώτες με συμφωνία επαναγοράς (repos), έντοκα γραμμάτια, βραχυπρόθεσμα αξιόγραφα διαπραγμάτευσης και πιστοποιητικά καταθέσεων, έχει παραμείνει λιγότερο ενοποιημένος λόγω των δυσκολιών διαχείρισης των συσχετιζόμενων εγγυήσεων. Οι δυσκολίες αυτές προέρχονται από τις διαφορές που εξακολουθούν να υπάρχουν όσον αφορά στη ρευστότητα, στη φορολογία και στο νομικό καθεστώς των τίτλων που αφορούν στις συναλλαγές. Επιπλέον, οι διαφορές στη διαθεσιμότητα των εγγυήσεων και οι πρακτικές δυσκολίες που υφίστανται

κατά την εκκαθάριση και τον διακανονισμό σε διασυνοριακό επίπεδο, αποτελούν σημαντικά εμπόδια στην πλήρη ενοποίηση των αγορών αυτών.

Η αγορά χρήματος σε ευρώ που έχει δημιουργηθεί χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερο μέγεθος και ρευστότητα από οποιαδήποτε άλλη εθνική αγορά χρήματος που έχει αντικαταστήσει, αναμένοντας να προσελκύσει ακόμη και μη-Ευρωπαίους επενδυτές. Η εξέλιξη αυτή θα οδηγήσει σε σημαντικές κινήσεις των κεντρικών τραπεζών εκτός της ζώνης του ευρώ που αναμένεται να επενδύσουν ένα μέρος των διαθέσιμων τους σε χρηματοοικονομικά εργαλεία σε ευρώ.

Σύμφωνα με αρκετούς οικονομικούς αναλυτές το ευρώ είναι πιθανόν να αναδειχθεί σε καλύτερο νόμισμα, στο οποίο τηρούνται συναλλαγματικά αποθέματα από ό,τι το γερμανικό μάρκο ή το γαλλικό φράγκο. Συνεπώς, ακόμη και μη-Ευρωπαίοι επενδυτές αναμένεται να πάρουν ή να αυξήσουν τις θέσεις τους σε ευρώ. Για τους επενδυτές αυτούς η δημιουργία της αγοράς αξιόγραφων σε ευρώ με μεγαλύτερο μέγεθος και ρευστότητα από τις διασπασμένες αγορές που αντικατέστησε, αποτελεί μια σημαντική επενδυτική ευκαιρία. Βεβαίως, οι προαναφερόμενες εξελίξεις θα εξαρτηθούν σε σημαντικό βαθμό κι από τη μακροοικονομική συμπεριφορά της ζώνης του ευρώ. (Κυριαζίδης, 2002, σ. 110-111)

3.2. Οι αγορές μετοχών

Η τάση προς ενοποίηση των εθνικών αγορών μετοχών είναι διεθνής και οφείλεται στην αυξανόμενη διεθνή κίνηση επενδυτικών κεφαλαίων

στις τεχνολογικές εξελίξεις και στο αυξανόμενο ανταγωνιστικό περιβάλλον. Η τάση αυτή αντικατοπτρίζεται στις διάφορες προσπάθειες σύνδεσης των χρηματιστηρίων διεθνώς, έτσι ώστε να δημιουργηθεί μια «Παγκόσμια Αγορά Μετοχών».

Υπάρχουν ωστόσο σοβαρές ενδείξεις ότι οι αγορές μετοχών είναι ακόμη διασπασμένες. Παρά το γεγονός ότι πολλές εταιρείες είναι εισηγμένες σε περισσότερες από μια αγορές, μόνο ένα μικρό ποσοστό από τις μετοχές κρατούνται έξω από την πατρίδα τους.

Χαρακτηριστικά παραδείγματα είναι πολλές εταιρείες που αναζήτησαν την τύχη τους στο εξωτερικό και τοποθέτησαν ένα σημαντικό ποσοστό των μετοχών τους διεθνώς. Οι κινήσεις αυτές επέτρεψαν στις προαναφερθείσες εταιρείες να μειώσουν το κόστος του κεφαλαίου τους και να το τοποθετήσουν πιο ανταγωνιστικά. Ωστόσο, σε σύντομο χρονικό διάστημα οι εταιρείες βίωσαν σημαντική επιστροφή των μετοχών στη χώρα τους με αποτέλεσμα η συντριπτική πλειοψηφία των μετοχών να βρίσκεται στην κατοχή εγχωρίων επενδυτών. Είναι πράγματι δύσκολο να βρεθεί παράδειγμα παγκόσμιας εταιρείας στην οποία η πλειοψηφία των μετοχών να κρατείται εκτός της πατρίδας της, γεγονός που υποδεικνύει πως οι διεθνείς αγορές απέχουν σε μεγάλο βαθμό από την πλήρη ενοποίηση. Η εισαγωγή του ευρώ με την πάροδο του χρόνου αναμένεται να οδηγήσει σε ευρύτερες αλλαγές στις ευρωπαϊκές αγορές και να συμβάλει αποτελεσματικά στην ενοποίηση τους.

Οι χρηματιστηριακές αγορές της ζώνης του ευρώ σαν σύνολο είναι δεύτερες σε παγκόσμιο επίπεδο σε ό,τι αφορά τον όγκο συναλλαγών και την

κεφαλαιοποίηση. Ωστόσο, οι αγορές αυτές απαρτίζονται από δέκα διαφορετικά χρηματιστήρια που διατηρούν τον εθνικό χαρακτήρα τους και οι τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν την έκθεση των αντίστοιχων εταιρειών στους κινδύνους των εθνικών οικονομιών στις οποίες οι συγκεκριμένες εταιρείες λειτουργούν. Η ζώνη του ευρώ προσφέρει σημαντικές ευκαιρίες στους επενδυτές σε μετοχές που αναζητούν θέσεις καλυμμένες από συναλλαγματικούς κινδύνους. Βεβαίως, η πλειοψηφία των επενδυτών σε ευρωπαϊκές μετοχές φαίνεται ότι αποδέχεται την ανάληψη των συναλλαγματικών κινδύνων.

Αρχικά η εισαγωγή του ευρώ οδήγησε μόνο σε μικρή μεταβολή των αποτιμήσεων των μετοχών από τις διάφορες χώρες. Αργότερα όμως, καθώς οι επενδυτές καθίστανται περισσότερο έμπειροι με τη χρήση του ευρώ, αναμένεται να δημιουργηθεί τάση ενοποίησης των μετοχών από διαφορετικές χώρες. Η τάση αυτή είναι πολύ πιθανό να οδηγήσει σε αύξηση της ρευστότητας της αγοράς, η οποία με τη σειρά της θα προκαλέσει άνοδο της επενδυτικής δραστηριότητας και έτσι οι ευρωπαϊκές χρηματιστηριακές αγορές θα αποκτήσουν μεγαλύτερη συνοχή. (Κυριαζίδης, 2002, σ. 114-115)

Η ΟΝΕ θα συνεισφέρει σημαντικά στην ενοποίηση των ευρωπαϊκών αγορών κεφαλαίου, χωρίς ωστόσο να οδηγήσει στην πλήρη ολοκλήρωσή τους. Ακόμη και μετά την εισαγωγή του κοινού νομίσματος οι Ευρωπαϊκές αγορές κεφαλαίου έχουν διατηρήσει έναν ισχυρό εθνικό χαρακτήρα. Η εξέλιξη αυτή είναι αποτέλεσμα ενός αριθμού παραγόντων, οι οποίοι παρουσιάζονται και αναλύονται καλύτερα με την ταυτόχρονη διάκριση των κεφαλαιαγορών σε τομείς λιανικής και χονδρικής.

Στον τομέα της λιανικής κυριότερες αιτίες διαφοροποίησης αποτελούν οι εθνικοί κανονισμοί και οι καταναλωτικές συνήθειες, οι οποίες οδηγούν στη χρήση διαφορετικών χρηματοοικονομικών εργαλείων. Παραδείγματος χάρη, οι αποταμιευτικοί λογαριασμοί χρησιμοποιούνται ευθέως σε αρκετές χώρες και προστατεύονται από τη νομοθεσία, ενώ σε άλλες χώρες έχουν αντικατασταθεί από πιστοποιητικά της αγοράς χρήματος. Η ευρωπαϊκή αγορά στεγαστικών δανείων χαρακτηρίζεται, όσον αφορά στα συμβόλαια και στις μεθόδους επαναχρηματοδότησης, από σημαντικές διαφοροποιήσεις. Σε ορισμένες χώρες, όπως στη Γερμανία, τα συμβόλαια είναι μακροπρόθεσμα και σταθερού επιτοκίου, μπορούν να μετατρέπονται σε αξιόγραφα και να είναι διαπραγματεύσιμα στην κεφαλαιαγορά. Στην Ολλανδία τα στεγαστικά δάνεια εξαρτώνται από τις μεταβολές των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων και συνήθως επαναχρηματοδοτούνται μέσω βραχυπρόθεσμων καταθέσεων.

Αυτές οι διαφοροποιήσεις στον τομέα της λιανικής επηρεάζουν και τον τομέα της χοντρικής, καθώς συμβάλλουν σε διαφορετικούς τρόπους επαναχρηματοδότησης των εγχωρίων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. Στη Γερμανία οι τράπεζες χρειάζονται μια σταθερή βάση καταθέσεων με μακροπρόθεσμα σταθερά επιτόκια, ενώ οι ολλανδικές τράπεζες μπορούν σε μεγάλο βαθμό να βασιστούν σε βραχυπρόθεσμες καταθέσεις.

Σταδιακά, οι διαφοροποιήσεις αυτές τείνουν να περιορίζονται και το ευρώ αναμένεται να συμβάλει προς την κατεύθυνση αυτή. Δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου έχουν αρχίσει να προσφέρονται και στη Γερμανία. Ωστόσο, σημαντικές διαφορές εξακολουθούν να υπάρχουν στα αξιόγραφα,

στους κανόνες επιχειρηματικής δράσης για την προστασία των καταναλωτών, στους κανονισμούς πτώχευσης και στη φορολογία.

Θεωρητικά, πολλά χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως στεγαστικά δάνεια, μπορούν να προσφερθούν σε διασυνοριακή βάση, με την εποπτεία μόνο των αρχών της χώρας προέλευσης. Όμως, διάφορες διασφαλιστικές δικλίδες όπως η αρχή του «δημόσιου συμφέροντος» κι οι διαφορές στη φορολογία και στις νομοθεσίες των αξιόγραφων, αποτελούν σημαντικά εμπόδια στη διασυνοριακή προσφορά χρηματοοικονομικών προϊόντων, δεδομένου ότι σημαντικό μέρος του ελέγχου παραμένει στις αρχές της χώρας υποδοχής. Σε πολλές περιπτώσεις, μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση δεν είναι δυνατό να προσφερθεί διασυνοριακά, ή εάν προσφερθεί, απαιτείται έλεγχος των αρχών της χώρας υποδοχής με αποτέλεσμα να περιορίζεται ο ανταγωνισμός μεταξύ χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων από διάφορες χώρες της Ε.Ε. Η ΟΝΕ αναμένεται να μειώσει τα εναπομείναντα εμπόδια. Η κοινή νομισματική πολιτική και η εναρμόνιση των προϊόντων αξιόγραφων στη νομοθεσία για το νομικό καθεστώς του ευρώ και οι κανόνες που αφορούν στις εγγυήσεις για τη λειτουργία της νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, περιορίζει την άσκηση εποπτείας από τις αρχές της χώρας υποδοχής.

Μέσα στη μεγάλη (λόγω υψηλού βαθμού ενοποίησης) αγορά χονδρικής που δημιουργείται, οι εταιρείες είναι πιθανό να προτιμήσουν την έκδοση βραχυπρόθεσμων αξιόγραφων διαπραγμάτευσης παρά να βασίζονται σε τραπεζικό δανεισμό. Κάτι τέτοιο μπορεί να εμφανιστεί και σε άλλους τομείς της αγοράς και σε γενικές γραμμές να ευνοήσει τις οργανωμένες αγορές.

Μια από τις αρχικές συνέπειες της ΟΝΕ θα είναι πιθανότατα ο αυξανόμενος διαχωρισμός μεταξύ των εθνικών αγορών λιανικής και των συνεχώς ενοποιημένων αγορών χοντρικής, οι οποίες προωθούν τη χρηματοδότηση μέσω των αξιόγραφων και των μεγάλων οργανωμένων χρηματιστηρίων.

Βέβαια το νομικό καθεστώς θα εξακολουθήσει να είναι διαφορετικό από χώρα σε χώρα. Για παράδειγμα, ορισμένα νομικά χαρακτηριστικά των συμβολαίων *repos* διαφέρουν σημαντικά. Το καθεστώς των αρχικών διαπραγματεύσεων υπόκειται σε διαφορετικά εθνικά κριτήρια κάθε φορά.

Επιπλέον, οι επενδύσεις χαρακτηρίζονται κατά παράδοση από τοπικές προκαταλήψεις. Η πλειοψηφία των επενδυτών ακόμη και των ανοικτών διεθνώς χωρών επιλέγει να επενδύει το μεγαλύτερο τμήμα των κεφαλαίων της σε αξιόγραφα και περιουσιακά στοιχεία εταιρειών που κυριαρχούν στην εγχώρια αγορά. Η εισαγωγή του ευρώ μεταξύ άλλων, ενδεχομένως, να δημιουργήσει το κατάλληλο ψυχολογικό κλίμα περιορισμού των τοπικών προκαταλήψεων κατά τη διάρκεια των επενδυτικών επιλογών.

Ο βασικός λόγος για την επιλογή μετοχών ξένων επιχειρήσεων είναι η προσδοκία υψηλότερων αποδόσεων σε σύγκριση με αυτές των εγχώριων μετοχών λόγω της ταχύτερης οικονομικής ανάπτυξης που παρουσιάζουν. Η οικονομική εμπειρία έχει δείξει πως ταχύτερη ανάπτυξη συνοδεύεται από υψηλότερα κέρδη και αυξημένες χρηματιστηριακές αξίες. Επομένως, οι χώρες, που θα παρουσιάσουν ταχύτερους ρυθμούς ανάπτυξης, θα αναμένεται να προσελκύσουν επενδυτές από τις υπόλοιπες χώρες της ζώνης του ευρώ.

Το κοινό νόμισμα διευκολύνει τη μετακίνηση κεφαλαίων, αγαθών, υπηρεσιών, ανθρώπινων πόρων και ιδεών με αποτέλεσμα να συμβάλει στην σύγκλιση των οικονομιών. Αυτό σημαίνει πως οι χώρες με χαμηλό κατά κεφαλήν εισόδημα έχουν αυξημένες πιθανότητες να εμφανίσουν υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης και να πλησιάσουν τα επίπεδα του κατά κεφαλήν εισοδήματος των πλουσιότερων χωρών.

Το νομισματικό πλαίσιο της ζώνης του ευρώ αποτελεί αναγκαία αλλά όχι και ικανή συνθήκη για τη στροφή των επενδυτών προς τις χαμηλότερα εισοδηματικά χώρες. Όταν μια χώρα αναπτύσσεται με ταχείς ρυθμούς, αλλά το θεσμικό πλαίσιο αποδεικνύεται αναποτελεσματικό, κάποιιοι θα πραγματοποιήσουν κέρδη, αλλά πιθανότατα δε θα είναι οι ξένοι επενδυτές. Οι επενδυτές αυτοί εμφανίζονται ιδιαίτερα ευάλωτοι και αρκετές φορές τα δικαιώματά τους μπορούν να καταπατηθούν, αν δεν υπάρχουν ισχυροί και αποτελεσματικοί εποπτικοί μηχανισμοί. Η κυβέρνηση οποιασδήποτε χώρας που επιθυμεί να ισχυροποιήσει τις κεφαλαιαγορές, οφείλει να θεσπίσει νόμους για την προστασία των ξένων επενδυτών και να δημιουργήσει τους μηχανισμούς εκείνους που θα εξασφαλίσουν την εφαρμογή τους. Οι ξένοι επενδυτές δεν προσελκύονται μόνο από ταχεία ανάπτυξη. Ενδιαφέρονται κυρίως για καλές υποδομές, αποτελεσματικές εποπτικές αρχές και αποτελεσματική εφαρμογή των νόμων. Αυτό βέβαια δεν είναι απλό και εύκολο. Ωστόσο, η ανάγκη για περισσότερα ξένα κεφάλαια δημιουργεί ισχυρά κίνητρα για τις αναγκαίες μεταρρυθμίσεις.

Συνεπώς, η ΟΝΕ αναμένεται να δημιουργήσει επιπρόσθετες πιέσεις για εναρμόνιση των νομοθετικών ρυθμίσεων, των διοικητικών διαδικασιών και των εποπτικών μηχανισμών λειτουργίας των Ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών με τάση υιοθέτησης του αυστηρότερου συστήματος. Η εξέλιξη αυτή θα επιφέρει σημαντική βελτίωση στις λειτουργικές και ανταγωνιστικές συνθήκες των αγορών αυτών. Έτσι, η ζώνη του ευρώ θα δημιουργήσει σημαντικά πλεονεκτήματα για τους επενδυτές τα οποία μεταξύ άλλων θα περιλαμβάνουν μεγαλύτερη διαφάνεια στις συναλλαγές, άνοδο της διαπραγμάτευσης πακέτων μετοχών, νέες επενδυτικές υπηρεσίες και εκπώσεις. (Κυριαζίδης, 2002, σ. 115-116)

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 4^ο

ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΕΣ ΣΤΗΝ ΟΝΕ

1. Εισαγωγή

Στο κεφάλαιο αυτό αναλύεται η διαδικασία των χρηματοοικονομικών καινοτομιών και η απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών, όπως αυτές προωθούνται από την τεχνολογία. Με την περαιτέρω ανάπτυξη της τεχνολογίας υπάρχει δυνατότητα νέων καινοτομιών και απελευθέρωσης των χρηματοοικονομικών αγορών στην Ευρώπη. Οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες αναμένεται να έρθουν σε σύγκρουση με τα συστήματα ελέγχων και κανονισμών. Κάτω από αυτές τις συνθήκες οι κυβερνήσεις θα δυσκολευτούν να αντισταθούν σε κινήσεις προς την απελευθέρωση που θα καθιερωθούν σε όλες τις χώρες της Ευρωζώνης.

Είναι γενικά αποδεκτό ότι ένα χρηματοοικονομικό προϊόν, όσο σύνθετο και εάν είναι, μπορεί συχνά να αντιγραφεί με τρεις βασικούς τρόπους, με τη χρησιμοποίηση ενός δανείου, ενός δικαιώματος (option) ή μιας μεταφοράς πληρωμής. Η καινοτομία προϊόντων επομένως καλύπτει μια απλή βασική διάρθρωση. Τα κύρια χαρακτηριστικά της είναι ο διαφορετικός τρόπος παρουσίασης και η αύξηση στη συχνότητα και στο μέγεθος της συναλλα-

γής. Παρότι αυτή είναι συνήθως η περίπτωση, υπήρχε επίσης αυθεντική καινοτομία προϊόντων ως αποτέλεσμα των εντελώς νέων αναγκών και δυνατοτήτων τόσο από την πλευρά των πελατών όσο και των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. Τις τελευταίες δύο δεκαετίες έχει παρατηρηθεί διασπορά μιας μεγάλης ποικιλίας νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών.

Ο σκοπός του κεφαλαίου αυτού είναι να αναγνωρίσει και να εκτιμήσει τους παράγοντες που έχουν αυξήσει την ικανότητα των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων να παρέχουν νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα και υπηρεσίες και μάλιστα θα λέγαμε ότι οι βασικοί παράγοντες που φαίνεται να έχουν παίξει σημαντικό ρόλο είναι η τεχνολογία, η νομοθεσία και οι μακροοικονομικές πολιτικές και επιδόσεις.

2. Οι καθοριστικοί παράγοντες των χρηματοοικονομικών καινοτομιών

2.1. Ο ρόλος της τεχνολογικής προόδου

Έχει αποδειχθεί ότι οι κυριότερες πηγές της ανάπτυξη χρηματοοικονομικών καινοτομιών είναι η τεχνολογική πρόοδος στις τηλεπικοινωνίες και στην επεξεργασία πληροφοριών καθώς επίσης και η εφαρμογή τους για την επίτευξη μεγαλύτερης αποτελεσματικότητας και ανταγωνιστικότητας. Οι περισσότεροι οικονομολόγοι ωστόσο, όταν εξηγούν τη διαδικασία ανάπτυξης ακόμα και σε συγκεκριμένους τομείς της αγοράς, συνήθως δε λαμβάνουν υπόψη τους την τεχνολογική πρόοδο ως εξωγενή παράγοντα της διαδικασίας ανάπτυξης. Έτσι, ενώ η ροή των ανακαλύψεων μπορεί να είναι αυτόνομη, ο ρυθμός με τον οποίο εφαρμόζονται οι ανακαλύψεις είναι συνάρτηση της

επένδυσης και της ανάπτυξης. Η επένδυση είναι αυτή που μπορεί να οδηγήσει σε εφαρμογή την τεχνολογική αλλαγή. Αν ισχύει κάτι τέτοιο, τότε η τεχνολογική πρόοδος δεν μπορεί να εξηγήσει από μόνη της την ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών καινοτομιών.

Η τεχνολογική πρόοδος μπορεί να εμφανιστεί με δύο διαφορετικούς τρόπους, με τις καινοτόμες διαδικασίες που επιτρέπουν την παραγωγή ενός συγκεκριμένου αγαθού με λιγότερους παραγωγικούς συντελεστές ή με καινοτόμες διαδικασίες που επιτρέπουν την παραγωγή νέων ή βελτιωμένων προϊόντων. Σημαντικές εξελίξεις στα συστήματα πληροφορικής και στις τηλεπικοινωνίες άλλαξαν δραματικά τον τρόπο με τον οποίο παράγονται και προσφέρονται οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Όταν οι τράπεζες εγκατέστησαν αρχικά τα ηλεκτρονικά τους συστήματα στις αρχές της δεκαετίας του 1960, το κυριότερο μέλημα τους ήταν η συγκέντρωση και η απλοποίηση των λογιστικών διαδικασιών. Οποιαδήποτε πληροφορία μεταβιβάζεται από τα υποκαταστήματα στα υπολογιστικά κέντρα σε παρτίδες μία ή δύο φορές την ημέρα προσφέρει σημαντικές εξοικονομήσεις στο κόστος των τηλεπικοινωνιακών γραμμών. Στα τέλη της δεκαετίας του '60 και σε όλη τη διάρκεια της δεκαετίας του '70 οι βελτιώσεις στην τεχνολογία πληροφορικής επέτρεψαν καλύτερους συνδέσμους μεταξύ υποκαταστημάτων και ηλεκτρονικών κέντρων με χαμηλό κόστος. Η αυξημένη υπολογιστική και αποθηκευτική δυνατότητα των μικροϋπολογιστών κατέστησαν τεχνικά εφικτό, για τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, την αποθήκευση πληροφοριών και τη διεκπεραίωση σύνθετων διαδικασιών σε λογαριασμούς σε τοπικό επίπεδο, αυξάνοντας έτσι τη σημα-

σία των υποκαταστημάτων στο σύστημα πληρωμών. Η εισαγωγή των μηχανημάτων ΑΤΜ στις αρχές της δεκαετίας του '70, η επεξεργασία των δεδομένων των πιστωτικών καρτών στις αρχές της δεκαετίας του '80 και η ανάπτυξη των σταθμών εργασίας προσωπικών υπολογιστών στις αρχές της δεκαετίας του '90 ενίσχυσαν την τάση αυτή και μείωσαν το κόστος των συναλλαγών.

Οι τεχνολογικές πρόοδοι βελτίωσαν τους δεσμούς τηλεπικοινωνίας που είναι αναπόσπαστα τμήματα των συστημάτων ηλεκτρονικής μεταφοράς κεφαλαίων και αύξησαν την ταχύτητα και την αποτελεσματικότητα στην προσφορά χρηματοοικονομικών προϊόντων. Στα μέσα της δεκαετίας του '80 τα κυριότερα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια ανέπτυξαν ηλεκτρονικές διαδικασίες για συνεχείς on line συναλλαγές, εγκαταλείποντας το παλαιό σύστημα των δημοπρασιών. (Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2002)

Οι τεχνολογικές πρόοδοι έχουν προκαλέσει μεγάλες αλλαγές στα προσφερόμενα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Στις αρχές της δεκαετίας του '70 η επανάσταση της πληροφορικής, η βελτιωμένη αξιοπιστία υπολογιστών και η δύναμη της επεξεργασίας επέτρεψαν τη μοντελοποίηση πολύπλοκων χρηματοοικονομικών συναλλαγών. Σαν αποτέλεσμα αυτού τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα άρχισαν να σχεδιάζουν σύγχρονες παραλλαγές προθεσμιακών συμβολαίων σε χρηματοοικονομικά προϊόντα και υπηρεσίες, επιτρέποντας έτσι την ανάπτυξη των αγορών για ανταλλαγές, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιωμάτων προαίρεσης (options). Εξαιρετικά σύγχρονες αυτοματοποιημένες τεχνικές αναπτύχθηκαν επίσης για να επιτρέψουν στα χρηματοοικονομικά ιδρύματα να παρακολουθούν και να ελέγχουν τον επα-

κόλουθο κίνδυνο που προέκυψε από την έκδοση τέτοιων πολύπλοκων προϊόντων και υπηρεσιών. Πράγματι, η τάση προς τις παγκόσμιες χρηματοοικονομικές αγορές είναι κυρίως συνάρτηση της προόδου στις τεχνολογίες επικοινωνίας που άνοιξαν τις μέχρι τότε απομονωμένες εθνικές αγορές, με αποτέλεσμα να τις οδηγήσουν σε άμεσο ανταγωνισμό με τις εξωτερικές αγορές.

Η τεχνολογία στα ηλεκτρονικά συστήματα και η εξέλιξη στις τηλεπικοινωνίες έχουν δημιουργήσει νέες ευκαιρίες για τις παγκόσμιες ικανότητες των τραπεζών για συναλλαγές αγορών και τον εφοδιασμό με νέες εύκολες διαδικασίες πληρωμών, υπηρεσίες χρηματοοικονομικής διοίκησης και υπηρεσίες επεξεργασίας δεδομένων. Επέτρεψαν έτσι σε ένα μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων να ξεπεράσουν τους περιορισμούς των χαμηλής ρευστότητας, ώστε να είναι σε θέση να ανοιχθούν σε διεθνείς επενδυτές με μεγαλύτερη διάδοση των πληροφοριών (μέσω της εισαγωγής νέων εργαλείων), μειώνοντας έτσι τους συναλλαγματικούς κινδύνους. Διάφορα χρηματιστήρια έχουν συνδεθεί μεταξύ τους είτε μέσω κοινών μελών, είτε εγγεγραμμένων εταιρειών, είτε και επενδυτών. Η νέα τεχνολογία της δεκαετίας του '80 και '90 έχει εκτός των άλλων προσφέρει στους χρηματοοικονομικούς συμβούλους νέα εργαλεία για τη λεπτομερέστερη επεξεργασία μαθηματικών σχέσεων για την εκμετάλλευση των διαφορών μεταξύ της αγοραίας τιμής των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, τη μετατροπή τους σε δείκτες και τον υπολογισμό των αναμενόμενων τιμών των μελλοντικών συμβολαίων. Αυτές οι σχέσεις μεταμορφώθηκαν σε προγράμματα υπολογιστών που επεξεργάζονται συνεχείς εισροές δεδομέ-

νων και επιτρέπουν τη στιγμιαία εκτέλεση εντολών, όποτε προκύψει ευκαιρία εξισορροπητικής κερδοσκοπίας.

Η τεχνολογική επανάσταση σε υπολογιστές και τηλεπικοινωνίες έχει επίσης σημαντικές και εκτεταμένες επιπτώσεις στη διάρθρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος. Ηλεκτρονικές συσκευές και εγκαταστάσεις παρέχουν ελκυστικές ευκαιρίες στα χρηματοοικονομικά ιδρύματα για την εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας, και με την αποφυγή περιττών διπλών εργασιών σε ακριβείς εγκαταστάσεις. Χρηματοοικονομικές υπηρεσίες τηλεγραφικών διαβιβάσεων και αυτοματοποιημένων συστημάτων παραλαβής και παράδοσης εντολών δημιουργούν οικονομίες εύρους που επιτρέπουν την παραγωγή φθηνότερων συμπληρωματικών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών από ό,τι άλλες μεμονωμένες υπηρεσίες. Η τεχνολογία έχει την τάση να υποστηρίζει μεγαλύτερες και περισσότερο διαφοροποιημένες εταιρείες ασκώντας πιέσεις στους εποπτικούς και στους ρυθμιστικούς κανόνες. Όπως αποδεικνύεται παρακάτω, η λεγόμενη αποκανονικοποίηση των αγορών παρακινείται από εξωγενείς κερδοσκοπικές ευκαιρίες για την αποτελεσματική παράκαμψη τόσο των κανονισμών όσο και του νομοθετικού πλαισίου. (Θαλασσινός, 2002, σ.124-125)

2.2. Ο ρόλος των ρυθμίσεων και κανονισμών

Τη χρηματοοικονομική καινοτομία είναι συνήθως ένα παραπροϊόν των κανονισμών. Το επιχείρημα είναι ότι οι περισσότερες χρηματοοικονομι-

κές καινοτομίες προσπαθούν να παρακάμψουν τους κυβερνητικούς κανονισμούς.

Πράγματι, ο κατάλογος καινοτομιών που παρακινήθηκαν από κανονισμούς είναι εκτεταμένος και περιλαμβάνει την αγορά Ευρω-ομολόγων, τα zero coupon ομόλογα, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και τα δικαιώματα προαίρεσης. Σε περίπτωση ύπαρξης αυστηρών κανονισμών νέα χρηματοοικονομικά εργαλεία ή πρακτικές αναπτύσσονται για να μειώσουν τους χρηματοοικονομικούς περιορισμούς που επιβάλλονται στις χρηματοοικονομικές εταιρείες. Ως συνέπεια της εξέλιξης αυτής, οι περισσότερες κυβερνήσεις προτιμούσαν να αλλάξουν τη ρυθμιστική διάρθρωση και να κλείσουν τους διαδρόμους παράκαμψης των νόμων, δημιουργώντας νέες ευκαιρίες για χρηματοοικονομικές καινοτομίες.

Μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του '80 οι Ευρωπαϊκές χώρες είχαν επιβάλλει περιορισμούς στον βαθμό με τον οποίο οι τράπεζες μπορούσαν να εμπλέκονται στην παροχή ορισμένων μη-τραπεζικών χρηματοοικονομικών προϊόντων. Τέτοιοι περιορισμοί παρακινήθηκαν από λόγους που σχετίζονται με τη προώθηση του ανταγωνισμού και με διάφορα εποπτικά ζητήματα.

Η σύνδεση των τραπεζικών και ασφαλιστικών εργασιών θα οδήγούσε σε νέες μορφές κινδύνων των οποίων η διαχείριση βασίζεται σε προσεγγίσεις και έννοιες που διαφέρουν σημαντικά από αυτές που εφαρμόζονται στις παραδοσιακές τραπεζικές εργασίες. Σε διάφορες χώρες (π.χ. Γαλλία, Βέλγιο, Ιταλία και Ισπανία) η άποψη που είχε επικρατήσει ήταν ότι η είσοδος των τραπεζών άμεσα ή έμμεσα μέσω θυγατρικών σε εργασίες που εμπεριέχουν

κινδύνους όπως η εκμίσθωση, το factoring και οι πιστωτικές εργασίες, είχε κριθεί ασυμβίβαστη με την αρχή της υγιούς επιχείρησης. Περιορισμοί στο εύρος των επιτρεπομένων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων είχαν επίσης προκύψει ως απάντηση της πιθανής σύγκρουσης συμφερόντων, ιδιαίτερα σε ότι αφορά στον διαχωρισμό της εμπορικής τραπεζικής από τις δραστηριότητες που σχετίζονται με τα αξιόγραφα. Έτσι, η ανάγκη να διατηρηθούν οι πελατειακές σχέσεις μπορούσε να παρακινήσει τις τράπεζες που λειτουργούσαν ως ανάδοχοι να διανείμουν μετοχές χαμηλής ποιότητας ή να υπερ-δανείσουν σε πελάτες για τους οποίους λειτουργούσαν ως ανάδοχοι, κλονίζοντας έτσι τη σταθερότητα τόσο του συστήματος όσο και της ψυχολογίας των επενδυτών. (Θαλασσινός, 2002, σ. 128)

Κατά την δεκαετία αυτή που εξετάζουμε έλαβε χώρα μια επανεκτίμηση των δημόσιων πολιτικών που καθόριζαν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των διάφορων ειδών χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων. Σε ορισμένες χώρες επίσημοι περιορισμοί καταργήθηκαν, ενώ σε άλλες οι αρχές διατήρησαν σημαντικές διακριτικές εξουσίες σε ολόκληρο το φάσμα της τραπεζικής δραστηριότητας.

Συχνά οι ρυθμιστές εφάρμοσαν τις εξουσίες της ερμηνείας των νομοθετικών κανόνων για να επιτρέψουν στις τράπεζες να λειτουργήσουν ως ιδρύματα που παρέχουν σημαντικό εύρος χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Η απελευθέρωση των περιορισμών των τιμών των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών ήταν επίσης ένα αναπόσπαστο μέρος της διαδικασίας απελευθέρωσης των αγορών. Μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του '80 όλες σχεδόν οι

ευρωπαϊκές χώρες επέβαλαν ελέγχους στα επιτόκια εξαιτίας εποπτικών ζητημάτων. Απόλυτη ελευθερία στον καθορισμό των επιτοκίων τραπεζικών δανείων ή καταθέσεων θα μπορούσε να οδηγήσει σε εκτεταμένο ανταγωνισμό επιτοκίων ανάμεσα στις τράπεζες, οδηγώντας σε σημαντικές πιέσεις στα περιθώρια των επιτοκίων και στα τραπεζικά κέρδη, υπονομεύοντας έτσι την απρόσκοπτη λειτουργία του χρηματοοικονομικού τομέα. Από την πλευρά των δανείων, έλεγχοι στα επιτόκια σε συνδυασμό με άμεσους ελέγχους δανειοδότησης ή και υποχρεωτικούς επενδυτικούς κανονισμούς εφαρμόστηκαν για να διοχετευτούν επιθυμητές ποσότητες κεφαλαίων με χαμηλά επιτόκια σε συγκεκριμένους τομείς της οικονομικής δραστηριότητας (π.χ. μικρής κλίμακας βιομηχανίες) ή και σε κυβερνητικά αξιόγραφα και ομόλογα.

Ωστόσο, από τα τέλη της δεκαετίας του '80 οι έλεγχοι στα επιτόκια, καθώς επίσης και οι άμεσοι έλεγχοι δανειοδότησης και οι υποχρεωτικοί επενδυτικοί κανονισμοί, θεωρήθηκαν ως στρέβλωση της ελεύθερης ροής κεφαλαίων. Δανειστές και μη-προνομιούχοι δανειζόμενοι που επηρεάστηκαν δυσμενώς από τους κανονισμούς είχαν την τάση να στρέφονται προς τα χρηματοοικονομικά εργαλεία. Οι ίδιες οι τράπεζες επεδίωξαν να επωφεληθούν από αυτή την τάση, δημιουργώντας νέας μορφής δάνεια και πουλώντας τα δάνεια αυτά με τη μορφή χρεογράφων που εμπορευόνταν εκτός των ρυθμισμένων αγορών. Ως αποτέλεσμα της καινοτομίας αυτής μια σημαντική ροή κεφαλαίων έλαβε χώρα από τις ρυθμισμένες προς στις μη-ρυθμισμένες αγορές. Το σύστημα ελέγχου των επιτοκίων θεωρήθηκε ως αντιπαραγωγικό, όσον αφορά

στον αρχικό του σκοπό, δηλαδή τη χρηματοδότηση της οικονομίας με κεφάλαια χαμηλού κόστους.

Στο χώρο της ασφάλισης η πρόοδος προς την απελευθέρωση των τιμών ήταν περισσότερο συγκρατημένη και λιγότερο εντυπωσιακή. Αυτό οφείλεται στην κοινωνική σημασία της ασφάλισης και στη σχετικά μεγάλη ανάγκη για ασφάλεια και σταθερότητα του τομέα αυτού. Σε ορισμένες χώρες της Ευρώπης (και ιδιαίτερα στη Γερμανία) οι αρχές ρυθμίζουν τους δείκτες ασφαλιστρών και τις συνθήκες πολιτικής για να αποτρέψουν εκτεταμένο ανταγωνισμό στην αγορά, που θα μπορούσε να υπονομεύσει τη σταθερότητα ορισμένων επιχειρήσεων και την ασφάλεια που παρέχεται στους καταναλωτές των υπηρεσιών αυτών. Παρ' όλα αυτά, ακόμα και σε αυτόν τον τομέα, οι περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες έχουν καταργήσει αρκετούς από τους περιοριστικούς ελέγχους.

Η διαδικασία αυτή συνεισέφερε σημαντικά στην εισαγωγή νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων. Μετά την εξασθένιση των επίσημων ελέγχων στην τιμολόγηση και στα είδη των παρεχόμενων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, παρατηρήθηκε μια αύξηση στον αριθμό και στο εύρος αυτών των υπηρεσιών. Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα παροτρύνονται να δημιουργήσουν νέα καινοτομικά εργαλεία, όπως εργαλεία κυμαινόμενων επιτοκίων, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης ή μέσω άλλων συναλλακτικών εργαλείων. Επιπρόσθετα, διευκολύνθηκε η πρόσβαση των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων στα ποικίλα τμήματα του χρηματοοικονομικού συστήματος, λόγω

της εντατικοποίηση του ανταγωνισμού, ο οποίος με τη σειρά του έκανε την καινοτομία αναγκαία για λόγους επιβίωσης.

Η προσφορά καινοτομικών προϊόντων και η καινοτομική διαδικασία που εφαρμόζεται έχει καταστήσει τους συναλλαγματικούς ελέγχους όλο και περισσότερο αναποτελεσματικούς. Η νομοθεσία θα μπορούσε να γίνει πιο αυστηρή και να είχε εφαρμοστεί με μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα, γεγονός που θα δημιουργούσε δυσμενείς επιδράσεις αλλά και αυξημένο κόστος στις συναλλαγές συναλλάγματος. Η σύγχρονη όμως τεχνολογία έφερε λύσεις σε όλα τα επίπεδα με αποτέλεσμα οι συναλλαγματικοί έλεγχοι να καταργηθούν στις περισσότερες χώρες της Ευρώπης, όπως και στην Ελλάδα.

Η κατάργηση των συναλλαγματικών ελέγχων παρείχε στους επενδυτές αυξημένες ευκαιρίες κερδοσκοπίας μεταξύ αγορών, δυναμώνοντας έτσι τον ανταγωνισμό μεταξύ των χρηματοοικονομικών κέντρων.

Οι τεχνολογικές βελτιώσεις δημιούργησαν επίσης ευκαιρίες για την παράκαμψη των ρυθμίσεων πάνω στην τιμολόγηση των χρηματοοικονομικών συμβολαίων. Ηλεκτρονικές μεταφορές κεφαλαίων μείωσαν το κόστος των πελατειακών συναλλαγών προσφέροντας επιπρόσθετες υπηρεσίες.

Η ηλεκτρονοποίηση των συστημάτων για την παράδοση των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών έχει μεταμορφώσει τις τράπεζες σε διαχειριστές μετρητών, τους χρηματιστές σε τράπεζες και τις χρηματοοικονομικές εταιρείες χονδρικής σε εταιρείες λιανικής.

Οι τελευταίες βελτιώσεις στην τεχνολογία επικοινωνίας και υπολογιστών έχουν φέρει τα προϊόντα αμοιβαίων κεφαλαίων σε άμεσο ανταγωνισμό με τις τραπεζικές καταθέσεις.

Τα προϊόντα ασφαλειών ζωής με την πάροδο του χρόνου έχουν γίνει περισσότερο επενδυτικά και περιέχουν μόνο ένα μικρό στοιχείο προστασίας από τον κίνδυνο του θανάτου. Οι ασφαλιστικές εταιρείες έχουν γίνει μια ισχυρή δύναμη στις αγορές χρεογράφων με την επέκταση της χρηματοοικονομικής τους επένδυσης.

Σήμερα η νέα τεχνολογία επιτρέπει την ανάπτυξη νέων εργαλείων που προάγουν τον ανταγωνισμό στον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Η καινοτομία γίνεται περισσότερο αναγκαία για την επιβίωση των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. Επιπρόσθετα, καθώς τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα προσπαθούν να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο των υποχρεώσεων τους, δημιουργούν επιπλέον κίνητρα για περαιτέρω καινοτομία. (Θαλασσινός, 2002, σ.132-134)

3. Η εξέλιξη των χρηματοοικονομικών καινοτομιών στην Ευρώπη

Όπως προείπαμε η αιτία της πρόσφατης ανάπτυξης της καινοτομίας είναι τεχνολογική.

Στην Ευρώπη η τεχνολογική πρόοδος στα συστήματα υπολογιστών και επικοινωνίας αλλά και στα υπερσύγχρονα χρηματοοικονομικά μοντέλα και σχέδια προϊόντων, βρίσκονται ακόμα σε διαδικασία εξέλιξης. Οι δαπάνες για την τεχνολογία στο χρηματοοικονομικό τομέα έχουν αυξηθεί δραματικά

από τη δεκαετία του '90. Η τεχνολογική δαπάνη είναι συχνά το αποτέλεσμα της ανταγωνιστικής πίεσης που η ίδια η τεχνολογία έχει δημιουργήσει. Από τα τέλη της δεκαετίας του '80 έχει εμφανισθεί μια τεχνολογική κούρσα, στοχεύοντας στο να υποδείξει ποιο χρηματοοικονομικό ίδρυμα κατείχε το πιο σύγχρονο και ευρύ φάσμα τεχνολογικά προηγμένων προϊόντων.

Η ανάπτυξη και ο σχεδιασμός των ιδιαίτερα υψηλής χωρητικότητας συστημάτων σε συνδυασμό με τον αυξημένο ανταγωνισμό στη βιομηχανία της επικοινωνίας θα οδηγήσουν σε μια δραστική μείωση των τιμών στον τομέα των τηλεπικοινωνιών. Μια σημαντική αύξηση στη δύναμη και στην ταχύτητα μετάδοσης δεδομένων αναμένεται να λάβει χώρα μέσα από νέα υπολογιστικά και ηλεκτρονικά συστήματα. Η τεχνολογία προχωρεί έτσι, ώστε να καταστήσει δυνατή την πραγματοποίηση οποιασδήποτε πληρωμής μέσω μαγνητικής κάρτας και καταθέσεων ή άλλων συναλλαγών μέσω ολοκληρωμένων οικιακά εγκατεστημένων συστημάτων.

Κάποιοι υποστηρίζουν πως η διαδικασία καινοτομίας και η καινοτομία προϊόντων είναι περιορισμένες και σύντομα θα εξαντληθούν. Αυτό, γιατί οι καινοτομίες στην τραπεζική και χρηματοοικονομική είναι δημόσια αγαθά. Η έκδοση ενός νέου προϊόντος υπονοεί την αποκάλυψη της ιδέας στους ανταγωνιστές, εφόσον δεν υπάρχει καμία προστασία κατοχύρωσης της ιδέας που να παρεμποδίζει την πρόσβαση στην αγορά από τους ανταγωνιστές. Τα κόστη των πληρωμών για νομικές, λογιστικές, φορολογικές συμβουλές και επένδυση σε συστήματα υπολογιστών για την τιμολόγηση και τις συναλλαγές είναι ιδιαίτερα υψηλά, ενώ οι ανταγωνιστές μπορούν να επωφελη-

θούν χωρίς κόστος από την επένδυση των καινοτόμων. Το κόστος σε περίπτωση αποτυχίας είναι σημαντικά μεγαλύτερο στην περίπτωση της χρηματοδότησης. Αν η χρηματοοικονομική καινοτομία πετύχει, δεν υπάρχει προστασία των αντίστοιχων αποδόσεων των ιδρυμάτων. Αν η χρηματοοικονομική καινοτομία αποτύχει, η μείωση των κερδών που θα προκύψει μπορεί να δημιουργήσει μια έλλειψη εμπιστοσύνης, θέτοντας τη σταθερότητα του αντίστοιχου ιδρύματος σε κίνδυνο.

Ωστόσο, σε ένα αυξανόμενο ανταγωνιστικό περιβάλλον οι καινοτόμοι μπορούν να αποκτήσουν ένα μεγάλο μερίδιο αγοράς. Οι καινοτόμοι χρησιμοποιούν τη γνώση που έχουν γύρω από τους αγοραστές για να ιδρύσουν δευτερεύουσες αγορές και να γίνουν οι κυρίαρχοι διαπραγματευτές στα νέα προϊόντα. Τέτοια δράση παρέχει στους καινοτόμους πολύτιμη πληροφόρηση για την προτίμηση των επενδυτών και μειώνει τα κόστη για την αναδοχή και τη διαπραγμάτευση. Ακόμα πιο σημαντικό είναι το γεγονός ότι η διαδικασία της καινοτομίας και η καινοτομία προϊόντων αντιμετωπίζονται ως τα κύρια στοιχεία της επιτυχίας σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον. Ο ανταγωνισμός οδηγεί στον κορεσμό και αυτό παρέχει ένα κίνητρο για καινοτομία, αφού οι εταιρείες προσπαθούν να εγκαταλείψουν τις επιχειρήσεις των κορεσμένων περιθωρίων. Ως αποτέλεσμα του σχετικά μικρού κόστους έρευνας και ανάπτυξης στη χρηματοοικονομική, η όλη διαδικασία πραγματοποιείται πολύ πιο γρήγορα στον τομέα αυτό από ό,τι στη βιομηχανία.

Η καινοτομία είναι μια εμπορική προτεραιότητα και ένα ζωτικό συστατικό για την απόκτηση ενός ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Η υιοθέ-

τηση καινοτομικών οργανωτικών σχεδιαγραμμάτων δημιουργεί παρόμοια οφέλη επιτρέποντας στα χρηματοοικονομικά ιδρύματα να απαντούν στις αυξανόμενα ανταγωνιστικές και πολύπλοκες αγορές. Η ευρωπαϊκή χρηματοοικονομική αγορά φαίνεται ότι έχει αυτά τα χαρακτηριστικά. Η ολοκλήρωση των ευρωπαϊκών χρηματοοικονομικών τομέων αναμένεται να αυξήσει την πρόσβαση στις αγορές και επομένως τον ανταγωνισμό, παροτρύνοντας έτσι τα ιδρύματα να παρέχουν νέα προϊόντα και υπηρεσίες και αναζητώντας νέους τρόπους για την παραγωγή των υπαρχόντων με χαμηλότερο κόστος. (Θαλασσινός, 2002, σ. 137-138)

4. Η επίδραση των χρηματοοικονομικών καινοτομιών

Οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες δημιουργούν σημαντικά οικονομικά οφέλη. Η εισαγωγή των νέων εργαλείων ικανοποιεί μερικές από τις απαιτήσεις των επενδυτών καθιστώντας την αγορά πλήρη. Μειώνουν επίσης το κόστος της μετατροπής των αποταμιεύσεων σε επενδύσεις.

Το κόστος των ελέγχων και της εποπτείας των δραστηριοτήτων των κεφαλαιαγορών είναι επίσης σημαντικό και μάλιστα το κόστος αυτό είναι ιδιαίτερα υψηλό. Σε ορισμένες περιπτώσεις το κόστος της εποπτείας καλύπτεται άμεσα από τις αρχές και επομένως από τους φορολογούμενους, ενώ σε άλλες περιπτώσεις καλύπτεται από τις αρχές και από τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα που εμπλέκονται.

Ωστόσο, οι υφιστάμενες διαφορές στην ανάληψη του κόστους της εποπτείας μπορεί να θεωρηθούν ως ένα άδικο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα σε μια αυξανόμενα ολοκληρωμένη αγορά.

Η επιβολή ενός φόρου στις συναλλαγές θα πρέπει επομένως να θεωρηθεί ως ένα μέσο για την επίτευξη διάφορων στόχων. Θα μειώσει την υπερεμπορευσιμότητα και την ακραία μεταβλητότητα που προκαλεί στις κεφαλαιαγορές. Θα οδηγήσει τις αγοραίες τιμές πιο κοντά στις θεμελιώδεις, βελτιώνοντας έτσι την κατανομή των πόρων. Θα προαγάγει τον καθαρό ανταγωνισμό παρέχοντας εναρμόνιση της ανάληψης του κόστους της εποπτείας. Τέλος, θα βελτιώσει τη δικαιοσύνη στις λειτουργίες της κεφαλαιαγοράς. Η παγκοσμιοποίηση των χρηματοοικονομικών αγορών και οι τεράστιες δυνατότητες κερδοσκοπίας υπονοούν ότι ένας φόρος συναλλαγών θα πρέπει να επιβληθεί αθροιστικά και όχι ξεχωριστά από κάθε χώρα μέλος της Ε.Ε.

Σε ό,τι αφορά την επίδραση της καινοτομίας στη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος, τα στοιχεία υποδηλώνουν ότι η σταθερότητα αυτή υπονομεύεται όχι μόνο από το μεγαλύτερο εύρος για ανάληψη κινδύνων αλλά και από τη δυσκολία των εποπτικών αρχών να εκτιμήσουν και να ελέγξουν με ακρίβεια το βαθμό του κινδύνου στον οποίο ένα χρηματοοικονομικό ίδρυμα εκτίθεται πραγματικά.

Η εισαγωγή των νέων εργαλείων έχει κάνει την μέτρηση του συνολικού κινδύνου των επιτοκίων και του συναλλαγματικού κινδύνου ενός ιδρύματος ιδιαίτερα δύσκολη. Η πρόσβαση του μεγέθους και της συνολικής σημασίας των κινδύνων για μια τράπεζα είναι αντικειμενικά δύσκολη όχι μόνο

για τις επίσημες αρχές αλλά και για την ίδια τη διοίκηση του χρηματοοικονομικού ιδρύματος.

Παραδοσιακές αντιλήψεις και αναλυτικές τεχνικές της εκτίμησης κινδύνων πρέπει να επαναπροσδιορισθούν για να βελτιωθεί η εκτίμηση και ο έλεγχος της συγκέντρωσης του κινδύνου. (Θαλασσινός, 2002, σ.140)

Η ίδρυση χρηματοοικονομικών ομίλων έφερε στο προσκήνιο νέες προκλήσεις για την εποπτική ρύθμιση. Στα μέσα της δεκαετίας του '90 στη Μεγάλη Βρετανία η αποτυχία μιας θυγατρικής εταιρείας μίσθωσης-υπολογιστών οδήγησε στην κατάρρευση του βρετανικού ομίλου. Οι αντιλήψεις της αγοράς μπορεί να επεκτείνουν τους κινδύνους που προήλθαν από μια μονάδα σε άλλα ανεξάρτητα κεφαλαιοποιημένα μέρη του ομίλου, παρόλο που αυτά είναι πλήρως φερέγγυα. Για να αντιμετωπιστεί αυτή η μορφή κινδύνου μεταδοτικότητας, οι εποπτικές αρχές θα πρέπει να είναι σε τέτοια θέση, που να έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες για ολόκληρο τον όμιλο. Έτσι, προέκυψε η ανάγκη για ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των διαφόρων εποπτικών αρχών σε εθνικό και σε διεθνές επίπεδο. Η Ε.Ε. στη δεύτερη οδηγία εποπτείας σε ενοποιημένη βάση αναφέρει πως οι σχετικές αρχές θα πρέπει να συνεργάζονται και να απομακρύνουν τα εμπόδια από τη ροή της απαιτούμενης πληροφορίας. Ωστόσο, η εφαρμογή έχει αποδειχθεί δύσκολο έργο εξαιτίας του θέματος της εμπιστευτικότητας. (στο ίδιο, 2002, σ. 142)

Παρόλο που η ανταλλαγή πληροφοριών έχει μεγάλη παράδοση ανάμεσα στις αρχές της τραπεζικής εποπτείας, η πρόοδος στους τομείς της ασφάλισης και των αξιόγραφων παρέμενε περιορισμένη.

Καθώς οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί λειτουργούν διεθνώς με διάφορες δραστηριότητες, η πληροφόρηση που απαιτείται από τις αρμόδιες αρχές είναι αρκετά κατακερματισμένη και όχι πάντα διαθέσιμη. Σε ορισμένες περιπτώσεις επιχειρήσεων έδειξαν καθαρά ότι η διεθνοποίηση των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών ενθάρρυνε απροσδιόριστες επιχειρηματικές διαρθρώσεις που εμποδίζουν τον αποτελεσματικό εσωτερικό έλεγχο και την εξωτερική εποπτεία. Η νέα οδηγία χρηματοοικονομικής εποπτείας, εμποδίζει τις τράπεζες, τις εταιρείες επενδύσεων και εταιρείες αξιόγραφων να ανήκουν σε απροσδιόριστες ομάδες. Ωστόσο, προς το παρόν οι αρχές αυτές εξετάζουν κυρίως την καταλληλότητα των μετόχων και εκφράζουν περιορισμένο ενδιαφέρον για την ομάδα στην οποία ανήκουν οι μέτοχοι.

Σε πιο προχωρημένο επίπεδο η πρόκληση που επιβάλλεται από την ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών ομίλων μπορεί να αντιμετωπιστεί μέσω εδραιωμένης εποπτείας. Αυτή η εποπτεία είναι ένα καθήκον που τέθηκε από τη δεύτερη οδηγία εποπτείας σε ενοποιημένη βάση. Ωστόσο, η οδηγία παρέχει αρκετά περιθώρια ελεύθερης βούλησης σε ό,τι αφορά στις μεθόδους που χρησιμοποιούνται παρέχοντας λίγη, ίσως και καθόλου, σύγκλιση στις μεθοδολογίες που εφαρμόζονται. Προς το παρόν υπάρχει μια μεγάλη ποικιλία τεχνικών στις διάφορες χώρες μέλη της Ε.Ε. που εκτείνεται από καθαρά ποιοτικές εκτιμήσεις κινδύνου μέχρι επίσημες ποσοτικές μεθόδους πλήρους εποπτείας των ομίλων. Η οδηγία επιχειρεί να εξαλείψει τον κίνδυνο που προέρχεται από το γεγονός ότι τα ίδια κεφάλαια υποστηρίζουν δραστηριότητες σε διάφορα μέρη του ομίλου. Ωστόσο, οι εξαιρέσεις που περιλαμβάνονται καθι-

στούν μια τέτοια προσπάθεια αναποτελεσματική. Μια θυγατρική μπορεί να μην ελεγχθεί εποπτικά ως μέρος του ομίλου, όταν οι σχετικές αρχές θεωρήσουν ότι θα ήταν ανάρμοστο ή παραπλανητικό σύμφωνα με τους σκοπούς της τραπεζικής εποπτείας. Συγκεκριμένα, η επέκταση της εποπτείας σε ενοποιημένη βάση και στον τομέα της ασφάλισης θεωρείται μη αναγκαία και περιορισμένης πρακτικής σημασίας στις περισσότερες χώρες-μέλη της Ε.Ε., παρόλο που η πρόσφατη ανάπτυξη των συνδυασμένων τραπεζικών -ασφαλιστικών επιχειρήσεων δείχνει προς την αντίθετη κατεύθυνση. (στο ίδιο, 2002, σ. 143-144)

Στην περίπτωση του ασφαλιστικού τομέα η εποπτεία δεν είναι ακόμη αποτελεσματική. Οι αξιόχρεες απαιτήσεις δε διαφέρουν για κάθε τύπο περιουσιακού στοιχείου, όπως στην περίπτωση της τραπεζικής, αλλά συνδέονται με τον συνολικό όγκο των δραστηριοτήτων. Οι κίνδυνοι επένδυσης περιορίζονται μέσω ελέγχων στα χαρτοφυλάκια των επενδυτικών δραστηριοτήτων. Η αναποτελεσματικότητα τέτοιων ελέγχων εξαιτίας της χρηματοοικονομικής καινοτομίας καθιστά τη σύγκλιση μεταξύ εποπτικών μεθοδολογιών για τους τομείς της ασφάλισης και της τραπεζικής επιβεβλημένη.

Η ενδυνάμωση της οργανωτικής διάρθρωσης της Ε.Ε. μπορεί επίσης να είναι αναγκαία για τη διασφάλιση επαρκούς εποπτείας και για την αποτελεσματική εφαρμογή των οδηγιών της Ε.Ε.

Η πρόσφατη εξέλιξη της χρηματοοικονομικής αγοράς απαιτεί μια διαφορετική προσέγγιση της εποπτείας που θα βασίζεται σε μεγαλύτερη συγκέντρωση των εποπτικών αρμοδιοτήτων. Στην περίπτωση απουσίας μιας τέ-

τοιας προσέγγισης, οι διακριτικές πλευρές της εποπτείας μπορεί να προκαλέσουν διάφορα επίπεδα χαλαρότητας και σύγχυσης, όσον αφορά στις ευθύνες. Όμως, οι εθνικές εποπτικές αρχές τείνουν να δίνουν λίγη προσοχή στις διεθνείς συνέπειες των δράσεων τους. Επιπρόσθετα, ορισμένες μορφές αποτυχιών της αγοράς, όπως οι διεθνείς τραπεζικές κρίσεις ή οι φούσκες τιμών, δεν μπορούν να αντιμετωπιστούν με την υιοθέτηση λεπτομερών κανόνων ακόμα και σε εθνικό επίπεδο.

Από την ανάπτυξη των ομίλων προκύπτει επίσης και το ζήτημα της κατανομής των ευθυνών ανάμεσα στις διάφορες εποπτικές αρχές. Η εποπτεία έχει παραδοσιακά οργανωθεί κατά μήκος των θεσμικών γραμμών με τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες και εταιρείες αξιόγραφων που εμπεριέχονται αντιστοίχως στη δικαιοδοσία των τριών ξεχωριστών εποπτικών αρχών. Η ανάπτυξη των ομίλων έφερε σημαντική πίεση στην παραδοσιακή τμηματοποίηση του εποπτικού πλαισίου.

Το μεταβαλλόμενο χρηματοοικονομικό περιβάλλον απαιτεί επίσης μια επαναθεώρηση του συνολικού εποπτικού πλαισίου. Η παράδοση της συντήρησης των τραπεζικών ιδρυμάτων μέσω επίσημων οργανωμένων επιχειρήσεων υποστήριξης σε συμφωνία με το δόγμα «πολύ μεγάλο για να αποτύχει», έχει γίνει από μόνη της μια πηγή χρηματοοικονομικής αστάθειας. Μια τέτοια πολιτική εξαιτίας του πολύ πιθανού κινδύνου έχει αποτύχει στο να περιλάβει την τάση των τραπεζών για ανάληψη κινδύνου, μια συνταγή για ένα υψηλά συγκεντρωμένο αλλά επίσης πολύ ασταθές τραπεζικό σύστημα. Σε ανταλλαγή του δικτύου ασφαλείας (και για την πλήρη επιχορήγηση που συ-

νεπάγεται) οι περισσότερες αρχές στην Ευρώπη έχουν επιμείνει στη στενή ρύθμιση και την αυστηρή εποπτεία. Ωστόσο, αυτό είναι ανεπαρκές σε ένα σύστημα όπου έχει γίνει πολύ εύκολο για τους συμμετέχοντες στην αγορά να αναλαμβάνουν περαιτέρω κινδύνους αλλά και πιο πολύπλοκο για τους ρυθμιστές να το χειριστούν. Το κεντρικό πρόβλημα είναι πως η αποτυχία σε πολλά χρηματοοικονομικά ιδρύματα είναι πιθανό να προκαλέσει κρίση σε ολόκληρο το χρηματοοικονομικό σύστημα.

Η εγγύηση των καταθέσεων που προστατεύει τις καταθέσεις μπορεί να ενδυναμώσει τη δημόσια εμπιστοσύνη και να διατηρήσει τη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος, περιορίζοντας τον κίνδυνο των μεταδοτικών κλυδωνισμών που μπορεί να προέλθουν από μαζικές αναλήψεις καταθέσεων. Από την άλλη πλευρά, ένας υπερ-εκτεταμένος βαθμός προστασίας των καταθέσεων μπορεί να παροτρύνει τους καταθέτες να γίνουν αδιάφοροι ως προς την έκθεση μεμονωμένων ιδρυμάτων στον κίνδυνο και να δημιουργήσει ισχυρά κίνητρα στα τραπεζικά ιδρύματα για ανάληψη υπερβολικών κινδύνων. Η εξέλιξη αυτή μπορεί να μειώσει την πειθαρχία που η αγορά μπορεί να εξασκήσει στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Το τελικό αποτέλεσμα της απόλυτης εγγύησης των καταθέσεων πιθανόν να είναι ένα τραπεζικό σύστημα που χαρακτηρίζεται από ανάληψη υπερβολικού κινδύνου και ένα υψηλό ποσοστό χρεοκοπίας. Η δημιουργία ενός συστήματος εγγύησης καταθέσεων συνεπώς με τις ανάγκες της ασφάλειας και της αξιοπιστίας, απαιτεί την άμεση εφαρμογή μιας λεπτής ισορροπίας μεταξύ του κινδύνου των μεταδοτικών κρίσεων από τη μια πλευρά και της αποσταθεροποίησης μέσω υπερ-

βολικής ανάληψης κινδύνου από την άλλη. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί αυξάνοντας την έκθεση στον κίνδυνο αυτών που είναι σε θέση να επηρεάσουν τη συμπεριφορά των τραπεζών, όπως, για παράδειγμα, οι μέτοχοι, η διοίκηση, οι καταθέτες και γενικά οι πιστωτές. Μια επιλογή είναι να παρουσιαστεί κάποια μορφή συμμετοχής στον κίνδυνο για προστατευμένες καταθέσεις, απαιτώντας από τους καταθέτες να αναλάβουν ένα συγκεκριμένο ποσοστό οποιασδήποτε απώλειας που προκύπτει από τυχόν χρεοκοπίες τραπεζών. Ένας άλλος τρόπος επιβολής πειθαρχίας στην αγορά είναι ο προσδιορισμός των ασφαλιστρών των καταθέσεων ανάλογα με τον κίνδυνο των χαρτοφυλακίων τους (προς το παρόν, τα περισσότερα ασφαλιστρα υπολογίζονται ως ένα απευθείας ποσοστό των καταθέσεων των τραπεζών).

Η Ε.Ε., ως μέρος του προγράμματος της ενιαίας αγοράς, έχει υιοθετήσει μια οδηγία που επεκτείνει το εύρος της προστασίας καταθέσεων εντός της Ε.Ε., χωρίς να επιβάλλει όριο στην κάλυψη που παρέχεται από τα κράτη-μέλη. Η εγγύηση των καταθέσεων επεκτείνεται σε μια στιγμή όπου η ρύθμιση περιορίζεται, δημιουργώντας έτσι μια πιθανή επικίνδυνη κατάσταση. Οι διακανονισμοί χρηματοδότησης και η τιμολόγηση της εγγύησης των καταθέσεων έχουν επίσης αφηθεί στην επιλογή των κρατών μελών. Σημειώνεται ότι στην Ευρώπη οι αρχές προτιμούν να στηρίζουν τα προβληματικά πιστωτικά ιδρύματα προκειμένου να αποφύγουν την πτώχευση. Συνεπώς, η εγγύηση των καταθέσεων είναι σε μεγάλο βαθμό περιττή. Θεωρείται ως μια μορφή προστασίας των καταναλωτών και ως ζήτημα κοινωνικής πολιτικής που παραμένει ένα εθνικό προνόμιο.

Η αποτελεσματικότητα των κριτηρίων της πειθαρχίας της αγοράς και των περιορισμών στην ανάληψη κινδύνων εξαρτάται από την προσδοκία της αγοράς για τη διορθωτική δράση των αρχών στην περίπτωση κρίσεων. Σε αυτό το πλαίσιο οι κυβερνήσεις πρέπει να επαναθεωρήσουν τη «συμφωνία» με τα τραπεζικά ιδρύματα και να απομακρυνθούν από τις πολιτικές που δημιουργούν την αντίληψη ότι η διοίκηση και οι μέτοχοι θα είναι απομονωμένοι από ενδεχόμενες ζημιές των ιδρυμάτων αυτών. Η σημασία του ιδιωτικού μηχανισμού ελέγχου κινδύνων μπορεί να ενισχυθεί, όταν το κόστος ενδεχόμενης τραπεζικής αποτυχίας και επομένως οι συνέπειες της κακής διαχείρισης αναλαμβάνονται από όλους τους συμμετέχοντες στη διοίκηση. (Θαλασσινός, 2002, σ.146-147)

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 5^ο

ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΣΤΗΝ ΟΝΕ

1. Εισαγωγή

Η διεθνής αγορά διαχείρισης διαθεσίμων είναι μια από τις μεγαλύτερες και πλέον δυναμικές αγορές του χρηματοοικονομικού τομέα με σημαντικές προοπτικές περαιτέρω ανάπτυξης.

Παρά την υψηλή προοπτική ανάπτυξης, ο τομέας διαχείρισης διαθεσίμων θα αποτελέσει πεδίο ισχυρού ανταγωνισμού. Ο τομέας αυτός, κεντρίζει το ενδιαφέρον όλων των χρηματοοικονομικών ομίλων, όπως είναι οι εμπορικές τράπεζες, οι επενδυτικές τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρείες, οι εταιρείες αξιόγραφων, οι εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων και οι εταιρείες χρηματοοικονομικών συμβούλων. Εκτός από την ανταγωνιστική αντιπαράθεση μεταξύ των εγκατεστημένων στις Ευρωπαϊκές αγορές χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, οι αγορές αυτές θα αποτελέσουν στόχο χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων με καταστατική έδρα άλλες χώρες της Ε.Ε. ή τρίτες, εκτός Ε.Ε. χώρες, όπως η Ελβετία και οι Η.Π.Α. Επιπλέον, τα εμπόδια στην είσοδο νέων εταιρειών στον τομέα διαχείρισης διαθεσίμων - τα οποία περιλαμβάνουν κεφαλαιουχική επένδυση σε υποδομή, ανθρώπινους πόρους, τεχνολογία και

αξιοποίηση οικονομιών κλίμακας και εύρους - δεν είναι δύσκολο να ξεπεραστούν. Όλη αυτή η ποικιλία των εταιρειών που λειτουργούν στην αγορά αυτή με διαφορετικούς στρατηγικούς στόχους και επίπεδο οικονομικών πόρων πρόκειται να καταστήσει την αγορά αυτή αυξανόμενα ανταγωνιστική ακόμη και κάτω από συνθήκες υψηλής ανάπτυξης.

Η ONE, ήδη είχε επηρεάσει και αναμένεται να επηρεάσει περαιτέρω σημαντικά τον τομέα διαχείρισης διαθεσίμων και αυτό γιατί η κατάργηση των εθνικών νομισμάτων και των αποκλίσεων των εθνικών νομισματικών πολιτικών καθώς και η μείωση της διαφοράς των επιτοκίων θα επηρεάσει τις αποδόσεις των τοποθετήσεων. Οι ευρωπαϊκές αγορές κεφαλαίων θα αποκτήσουν μεγαλύτερη ρευστότητα, διαφάνεια και την προοπτική να ανταγωνιστούν ισότιμα τόσο σε μέγεθος όσο και σε δομή την αντίστοιχη αγορά των Η.Π.Α. Επιπλέον, η ONE θα μεταβάλει τις ανταγωνιστικές σχέσεις μεταξύ των εμπορικών τραπεζών, των επενδυτικών τραπεζών, των ασφαλιστικών εταιρειών, των εξειδικευμένων εταιρειών διαχείρισης διαθεσίμων καθώς επίσης και των ξένων χρηματοοικονομικών εταιρειών που δραστηριοποιούνται σε άλλες αγορές με καθεστώς εντόνου προστατευτισμού.

Οι τρεις βασικοί τομείς της αγοράς διαχείρισης διαθεσίμων είναι τα αμοιβαία κεφάλαια, τα συνταξιοδοτικά ταμεία και η διαχείριση διαθεσίμων ιδιωτών, τομείς που θα εξετάσουμε στη συνέχεια.

2. Η αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Κατά τα τελευταία έτη ο επενδυτικός θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων ενισχύθηκε σημαντικά και απέκτησε ευρύτερη αποδοχή από τους επενδυτές διεθνώς, λόγω των υψηλότερων ρυθμών ανάπτυξης των ανεπτυγμένων χωρών, των πολιτικών απελευθέρωσης των αγορών και των ιδιωτικοποιήσεων. Οι παράγοντες αυτοί ενίσχυσαν σε σημαντικό βαθμό το ρόλο των κεφαλαιαγορών και του χρηματοπιστωτικού συστήματος στις περισσότερες χώρες.

Ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι εξαιρετικά διαδεδομένος και στις χώρες της Ε.Ε. Στο τέλος του 2000 τα αμοιβαία κεφάλαια στην αγορά αυτή ξεπερνούν τα 22.200 δις δολάρια, ενώ το σύνολο των υπό διαχείριση ενεργητικών σε παγκόσμιο επίπεδο ανέρχεται στα 2,5 τρις δολάρια την ίδια περίοδο. Η διάρθρωση των αμοιβαίων κεφαλαίων υποδεικνύει ότι το ποσοστό των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ε.Ε. είναι σχετικά υψηλό και φθάνει το 37% του συνόλου των αμοιβαίων κεφαλαίων στην αγορά αυτή. (Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2003)

Όμως η Ευρωπαϊκή αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων βρίσκεται σε χαμηλότερο επίπεδο ανάπτυξης από αυτήν των Η.Π.Α. Ευνοούμενος από την υψηλή ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος των Η.Π.Α. καθώς και από μια σειρά οικονομικών παραγόντων, όπως οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης, τα χαμηλά επιτόκια, ο χαμηλός κρατικός προστατευτισμός και τα αποτελεσματικά φορολογικά κίνητρα, ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων στις Η.Π.Α. γνώρισε σημαντική ανάπτυξη με αποτέλεσμα στο τέλος του 2000 να

δραστηριοποιούνται πάνω από 8000 διαφορετικά αμοιβαία κεφάλαια που καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα επενδυτικών επιλογών. Το σύνολο των υπό διαχείριση ενεργητικών την ίδια περίοδο αγγίζει τα 6,6 τρις δολάρια. (Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2003)

Επιπλέον, η εξέταση της αμερικανικής αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων και η σύγκριση της με την αντίστοιχη της Ε.Ε., υποδεικνύουν ότι οι ευρωπαίοι επενδυτές εμφανίζονται περισσότερο συντηρητικοί. Το 51% της αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων των Η.Π.Α. καλύπτουν τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια (σε σύγκριση με το 37% της Ε.Ε.), ενώ η κατηγορία της διαχείρισης διαθεσίμων καλύπτει το σημαντικά χαμηλότερο 31% επιβεβαιώνοντας την προτίμηση των αμερικανών επενδυτών για τοποθετήσεις υψηλού κινδύνου. Οι αιτίες των συντηρητικών επενδυτικών επιλογών πρέπει να αναζητηθούν στον υψηλότερο προστατευτισμό και στους χαμηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης των ευρωπαϊκών οικονομιών σε σχέση με την οικονομία των Η.Π.Α. (Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2003)

Στη νέα ευρωπαϊκή χρηματοοικονομική αγορά η πώληση και η διανομή αμοιβαίων κεφαλαίων θα είναι περισσότερο αποτελεσματική μέσω του internet ή άλλων εναλλακτικών ηλεκτρονικών δικτύων. Οι εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων αναμένεται να αναδιοργανωθούν και να αναδιαμορφωθούν σε τουλάχιστον τρία επίπεδα, το επίπεδο ανάπτυξης προϊόντων, το επίπεδο υποδομής και υπηρεσιών υποστήριξης και το επίπεδο συναλλαγών και άμεσης επαφής με τον πελάτη για την παροχή συμβουλών. Αυτό συνεπάγεται ότι η υπηρεσία των συναλλαγών διαχωρίζεται από αυτή της παροχής συμ-

βουλών τόσο διαδικαστικά όσο και τιμολογιακά. Η υπηρεσία παροχής συμβουλών θα προσφέρεται ξεχωριστά με προστιθέμενη αξία που θα εξαρτάται μερικώς από τις πληροφορίες που θα αφορούν στις συγκεκριμένες επενδύσεις και μερικώς από τα ποσά που οι επενδυτές θα είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν. Δεδομένου ότι η υπηρεσία συμβουλών θα παρέχεται από ανεξάρτητους χρηματοοικονομικούς συμβούλους, οι παραδοσιακοί πωλητές αμοιβαίων κεφαλαίων θα αντιμετωπίσουν ανταγωνιστικές πιέσεις από δύο διαφορετικές κατευθύνσεις και θα πρέπει να αντιδράσουν δυναμικά για να διατηρήσουν το μερίδιο που κατέχουν στην αγορά.

Ο ανταγωνισμός που θα αναπτυχθεί στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων θα είναι από τους πιο έντονους μέσα στο χρηματοοικονομικό σύστημα.

Παρά τις όποιες προειδοποιήσεις ότι τα αμοιβαία κεφάλαια δεν έχουν σταθερή απόδοση και ότι οι προηγούμενες αποδόσεις δεν εγγυώνται τις μελλοντικές, είναι συνήθως οι αποδόσεις αυτές που διαμορφώνουν τον όγκο των επενδύσεων σε αυτό το χρηματοοικονομικό εργαλείο. Πράγματι, η αξιολόγηση των αποδόσεων και η αναγνώριση του ονόματος φαίνεται ότι προοδευτικά γίνονται οι πλέον σημαντικοί παράγοντες που καθορίζουν την ανταγωνιστική θέση στον τομέα των αμοιβαίων κεφαλαίων. Για να προωθήσουν την ανταγωνιστική τους θέση, πολλές εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων και χρηματοοικονομικών συμβούλων πρόσθεσαν τραπεζικές υπηρεσίες, όπως διαχείριση λογαριασμών, πιστωτικές κάρτες και πιστωτικές διευκολύνσεις, στο εύρος των προσφερόμενων προϊόντων τους. Οι ασφαλιστικές εταιρείες

αύξησαν και αυτές σταδιακά τη δραστηριότητα τους στον τομέα των αμοιβαίων κεφαλαίων, γιατί θεώρησαν τον τομέα αυτόν ως πεδίο στρατηγικής ανάπτυξης λόγω του αυξανόμενου ανταγωνισμού στα παραδοσιακά ασφαλιστικά προϊόντα καθώς και στις διασυνδέσεις που έχουν αναπτυχθεί σε αρκετές χώρες μεταξύ των συνταξιοδοτικών ταμείων και των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Ο ανταγωνισμός στον τομέα των αμοιβαίων κεφαλαίων καλύπτει ένα ευρύ φάσμα εταιρειών που περιλαμβάνει εμπορικές τράπεζες, γενικούς χρηματοοικονομικούς συμβούλους, ασφαλιστικούς συμβούλους έως και εξειδικευμένες εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων, αποκλειστικούς συμβούλους αμοιβαίων κεφαλαίων, ασφαλιστικές εταιρείες, ακόμη και μη-χρηματοοικονομικές εταιρείες. Καθένας από αυτούς θα προσεγγίζει την αγορά από διαφορετική κατεύθυνση καθιστώντας την ιδιαίτερα ανταγωνιστική. (Θαλασσινός, 2002, σ. 112-113)

Όσον αφορά του εποπτικούς κανόνες, παραδοσιακά ήταν αυτοί που καθόριζαν ανέκαθεν τη λειτουργία, τη διανομή και την πώληση των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ευρώπη και μάλιστα χαρακτηρίζονταν από σημαντικές διαφοροποιήσεις από κράτος σε κράτος.

Μετά το 1989 και λόγω των σημαντικών διαφορών των εποπτικών κανόνων ανάμεσα στα κράτη μέλη της Ε.Ε. υιοθετήθηκε η Οδηγία της Ε.Ε. που αφορά στη λειτουργία και διανομή των αμοιβαίων κεφαλαίων και μάλιστα μετά από δεκαπέντε χρόνια διαπραγματεύσεων.

Η Οδηγία αυτή θέτει γενικούς κανόνες για το είδος των επενδύσεων που είναι κατάλληλες για αμοιβαία κεφάλαια και για το πώς αυτά θα διανέμονται. Η εποπτεία διαχείρισης των κεφαλαίων γίνεται από τις αρχές της χώρας προέλευσης, ενώ η εποπτεία της διαφάνειας και της πρακτικής των πωλήσεων γίνεται από τις αρχές της χώρας υποδοχής.

Σύμφωνα με τη σχετική Οδηγία, 90% του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων πρέπει να επενδύεται σε εισηγμένες εταιρείες και ένα συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο δεν πρέπει να κατέχει περισσότερο από το 5% των μετοχών μιας εταιρείας. Επιπλέον, δεν επιτρέπονται επενδύσεις σε ακίνητα, σε εταιρείες επενδύσεων σε εμπορεύματα και σε εταιρείες επενδύσεων σε προϊόντα χρηματαγοράς.

Η απόκλιση των φορολογικών κανόνων και συντελεστών είναι σημαντική από χώρα σε χώρα της Ε.Ε., ενώ οι χώρες που επιβάλλουν υψηλούς φορολογικούς συντελεστές στα εισοδήματα που προέρχονται από επενδύσεις, χαρακτηρίζονται από φοροαποφυγή και φοροδιαφυγή. Εντούτοις, στα πλαίσια της ελεύθερης διασυνοριακής κίνησης κεφαλαίων και της εισαγωγής του ευρώ που εξαλείφει τις μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών, οι οποίες λειτουργούσαν ως εμπόδιο στην διακίνηση των κεφαλαίων, ο περιορισμός των διαφοροποιήσεων στη φορολογία μεταξύ των χωρών της Ε.Ε. άρχισε να προσελκύει αυξανόμενο ενδιαφέρον.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αρκετές φορές πρότεινε κανόνες φορολογικής εναρμόνισης, οι οποίοι κυρίως επικεντρώνονταν στην ενιαία επιβολή φορολόγησης 15% στις αποδόσεις των επενδύσεων. Μάλιστα πολλές χώρες

μέλη, οι οποίες έχουν αναποτελεσματικά συστήματα ελέγχου και εισπραξης φόρων, υποστηρίζουν ότι η φορολογική εναρμόνιση είναι αναγκαία και αυτό γιατί η χρηματοοικονομική ενοποίηση θα οδηγήσει σε φοροαποφυγή και φοροδιαφυγή.

Ωστόσο, οι προτάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής συνάντησαν την αντίδραση του Ηνωμένου Βασιλείου, του Λουξεμβούργου και της Ολλανδίας που υποστήριξαν ότι η φορολογική εναρμόνιση είναι μη-αναγκαία αλλά και ζημιογόνα για την αποτελεσματική λειτουργία των ευρωπαϊκών χρηματοοικονομικών αγορών, και επιπλέον το μέτρο αυτό θα οδηγήσει σε μαζικές κινήσεις κεφαλαίων εκτός της Ε.Ε., κυρίως προς την Ελβετία και σε άλλους φορολογικούς παραδείσους. Οι αντιρρήσεις ορισμένων χωρών της Ε.Ε. και η ασυμφωνία κατέληξε στην μη φορολογική εναρμόνιση των χωρών-μελών. (Θαλασσινός, 2002, σ. 121-123)

Μετά την εξέλιξη αυτή το Λουξεμβούργο παραμένει το επίκεντρο προσέλκυσης Ευρωπαϊκών επενδύσεων, μεταξύ άλλων και για φορολογικούς λόγους. Οι αποδόσεις των επενδύσεων δεν υπόκεινται σε φόρους στη χώρα αυτή, με αποτέλεσμα να έχει καταστεί το λειτουργικό κέντρο διάθεσης αμοιβαίων κεφαλαίων σε ολόκληρη την Ε.Ε. Οι φορολογικοί κανόνες του Λουξεμβούργου αποτελούν την κύρια πηγή του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος που διαθέτει η χώρα στον τομέα διαχείρισης διαθεσίμων.

Αρκετές χώρες, όπως η Γαλλία, μετά από ανταγωνιστικές πιέσεις μείωσαν τους φορολογικούς συντελεστές στις αποδόσεις των επενδύσεων, με στόχο να καταστήσουν την εγχώρια αγορά περισσότερο ελκυστική. Ωστόσο,

οι διαφορές συνεχίζουν να υφίστανται και η φορολογική εναρμόνιση δεν έχει ακόμη επιτευχθεί.

Στη χώρα μας, τα πρώτα αμοιβαία κεφάλαια έκαναν την εμφάνιση τους στα τέλη του 1972. Ωστόσο, ο επενδυτικός αυτός θεσμός γνώρισε ουσιαστική ανάπτυξη στη διάρκεια της δεκαετίας του 1990. Στην αρχή της δεκαετίας αυτής μόνο η κατηγορία των μικτών αμοιβαίων κεφαλαίων υπήρχε στην ελληνική αγορά. Στη συνέχεια, σχηματίστηκαν τα μετοχικά και τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια, ενώ παράλληλα προστέθηκαν τα διεθνή και τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων. Η παρουσία των Ομολογιακών και των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Διαχείρισεως Διαθεσίμων διεύρυνε σε σημαντικό βαθμό την αγορά αυτή. Η ενίσχυση του ρόλου του Ελληνικού χρηματιστηρίου περί τα τέλη της δεκαετίας έστρεψε το ενδιαφέρον των επενδυτών και στην κατηγορία των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, με αποτέλεσμα η αγορά αυτή να βρίσκεται πλέον σε υψηλά επίπεδα τόσο στο σύνολο των υπό διαχείριση ενεργητικών, όσο και από πλευράς φάσματος επενδυτικών επιλογών. Συγκεκριμένα, στα μέσα του 2001 το συνολικό ύψος των υπό διαχείριση ενεργητικών ανήλθε στα 8,8 τρις δρχ., ενώ συνολικά στην αγορά δραστηριοποιούνται 268 Αμοιβαία Κεφάλαια όλων των κατηγοριών. Οι προοπτικές της ελληνικής αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων εκτιμάται πως είναι πολύ θετικές, καθώς το νέο ευρωπαϊκό νόμισμα και η διαμόρφωση των επιτοκίων σε χαμηλά επίπεδα μεταβάλλουν σε σημαντικό βαθμό το επενδυτικό περιβάλλον. (Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2003)

3. Η αγορά των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων

Η αγορά των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων είναι ένας από τους πλέον αναπτυσσόμενους τομείς του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος και αναμένεται να είναι και από τους πλέον δυναμικούς στο άμεσο μέλλον. Ως συνέπεια αυτού, τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια αποτέλεσαν στρατηγικούς στόχους από όλα τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα περιλαμβανομένων των τραπεζών, των ασφαλιστικών εταιρειών, των εταιρειών αμοιβαίων κεφαλαίων, των χρηματοοικονομικών συμβούλων και των ανεξάρτητων εταιρειών διαχείρισης διαθεσίμων. Η αγορά αυτή ανέρχεται στην Ευρώπη στο επίπεδο των 1,9 τρις δολαρίων. Το Ηνωμένο Βασίλειο καταλαμβάνει σχεδόν το ήμισυ της αγοράς αυτής με δευτέρα την Ολλανδία που καταλαμβάνει μερίδιο της τάξεως του 16%.

Η προοπτική ανάπτυξης της αγοράς αυτής βασίζεται στο δημογραφικό πρόβλημα της σταδιακής γήρανσης του πληθυσμού. Οι μεγάλες δημογραφικές αλλαγές που έχουν συντελεστεί στις βιομηχανικές χώρες τις τελευταίες δεκαετίες έχουν επιβαρύνει σημαντικά τα συστήματα κοινωνικής ασφάλισης. Οι εισφορές που πρέπει να πληρώνουν οι εκάστοτε εργαζόμενοι για τη χρηματοδότηση των παροχών προς τους συνταξιούχους, υπολογίζονται ως το γινόμενο των παροχών επί τον δείκτη δημογραφικής εξάρτησης, δηλαδή το λόγο του αριθμού των συνταξιούχων προς τον αριθμό των εργαζομένων, με αποτέλεσμα να υπονομεύεται η βιωσιμότητα των συστημάτων. Στα μέσα του αιώνα υπολογίζεται ότι το ποσοστό του πληθυσμού με ηλικία άνω των 60 ετών θα αυξηθεί στην Ευρώπη από 22% σε 35%. Άλλη αιτία της παθογένειας του συστήμα-

τος αποτελεί η αύξηση του ύψους των κοινωνικών παροχών και η αύξηση της ανεργίας στην Ε.Ε. την τελευταία εικοσαετία. Το πρόβλημα αυτό θα έχει σημαντικές συνέπειες στο μέγεθος και στη δομή των αγορών κεφαλαίων, στην ανταγωνιστική θέση των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων γενικά και στη διαχείριση διαθεσίμων ειδικότερα.

Επί του παρόντος, υπάρχουν σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των χωρών της Ε.Ε, όσον αφορά τις δημογραφικές και οικονομικές πιέσεις για τη δημιουργία κεφαλαιοποιητικών συνταξιοδοτικών συστημάτων, καθώς επίσης υπάρχουν σημαντικές διαφορές στις τοποθετήσεις των διαθεσίμων των συνταξιοδοτικών ταμείων.

Δημογραφικά και δομικά προβλήματα διαφόρων χωρών μελών βάζουν σε κίνδυνο τη βιωσιμότητα των σημερινών συνταξιοδοτικών συστημάτων και υποστηρίζεται ότι σταδιακά θα οδηγήσουν στην υιοθέτηση εναλλακτικών τρόπων αντιμετώπισης του προβλήματος. (Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2003)

4. Διαχείριση διαθεσίμων ιδιωτών

Ένας από τους μεγαλύτερους τομείς των διαχειριζόμενων κεφαλαίων σχετίζεται με την παροχή ολοκληρωμένων επενδυτικών υπηρεσιών σε ιδιώτες με υψηλή και μεσαία οικονομική επιφάνεια. Ο τομέας αυτός συχνά αναφέρεται ως *private banking*.

Οι προτιμήσεις των ιδιωτών που τοποθετούν τα κεφάλαια τους προς διαχείριση είναι εκτός των άλλων οι αποδόσεις, η ρευστότητα, η ασφάλεια

λεια, η εμπιστευτικότητα, το επίπεδο των παρεχόμενων υπηρεσιών και ο αποτελεσματικός φορολογικός προγραμματισμός.

Σκοπός του private banking είναι να προσδιορίζει επακριβώς τους ιδιαίτερους στόχους κάθε πελάτη και να έχει τη δυνατότητα και την ευελιξία να τους ικανοποιεί σε ένα υψηλά ανταγωνιστικό περιβάλλον.

Σήμερα, μετά την εισαγωγή του ευρώ, ο ανταγωνισμός μεταξύ ευρωπαϊκών και άλλων τραπεζικών ιδρυμάτων για την παροχή ολοκληρωμένων επενδυτικών υπηρεσιών έχει ενταθεί και μάλιστα συνεχώς σχεδιάζονται και διατίθενται καινοτόμα προϊόντα ή άλλα εξειδικευμένα προϊόντα στις αγορές. Στο νέο περιβάλλον θα υπάρχει πάντοτε η ανάγκη για παροχή αξιόπιστων επενδυτικών συμβουλών υψηλής ποιότητας με χαμηλό κόστος.

Η διαχείριση διαθεσίμων ιδιωτών παρουσιάζει σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης στην Ελληνική αγορά, καθώς σήμερα κατέχει μικρό ποσοστό έναντι των τραπεζικών καταθέσεων και των τοποθετήσεων σε ομόλογα. Η προοπτική ανάπτυξης του τομέα αυτού διαφαίνεται επίσης από το γεγονός ότι το ποσοστό που καταλαμβάνει η διαχείριση διαθεσίμων ιδιωτών στο σύνολο των τοποθετήσεων είναι πολύ χαμηλότερο στην Ελλάδα σε σύγκριση με άλλες χώρες της Ε.Ε.

Επιπλέον, έχει διαμορφωθεί η τάση να προσφέρονται οι υπηρεσίες του private banking από τις τράπεζες που βρίσκονται στη χώρα του πελάτη, ενώ σημαντική αναμένεται να είναι η αύξηση των κεφαλαίων προς διαχείριση. Αρκετές Ελληνικές τράπεζες για να είναι σε θέση να ικανοποιήσουν την ανάγκη για αξιόπιστες επενδυτικές συμβουλές υψηλής ποιότητας με χαμηλό

κόστος, άρχισαν να ενοποιούν τις δραστηριότητες των διευθύνσεων private banking. Έτσι, παρέχουν υπηρεσίες σε πελάτες που διαθέτουν προς διαχείριση τουλάχιστον 500 χιλιάδες ευρώ, η αγορά αυτή υπολογίζεται σε 300 χιλιάδες πελάτες, ενώ από ορισμένες δίνεται η δυνατότητα προσφοράς υπηρεσιών private banking σε πελάτες με κεφάλαια άνω των 100 χιλιάδων ευρώ. (Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2003)

5. Προοπτική του τομέα διαχείρισης διαθεσίμων

Όπως προαναφέρθηκε, όλων των ειδών τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα έχουν εμπλακεί ή τείνουν να εμπλακούν στη διαχείριση διαθεσίμων. Τα ιδρύματα αυτά, επενδυτικές τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, αυτόνομες εταιρείες, χρηματοοικονομικές εταιρείες θυγατρικές βιομηχανικών μονάδων, εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων και γενικοί ή εξειδικευμένοι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι, συχνά συμμετέχουν στον ίδιο χρηματοοικονομικό όμιλο. Τα μέλη κάθε χρηματοοικονομικού ομίλου ανταγωνίζονται όχι μόνο μεταξύ τους αλλά και με τα μέλη άλλων χρηματοοικονομικών ομίλων.

Οι υπηρεσίες διαχείρισης διαθεσίμων μπορούν να προσφερθούν στους πελάτες-καταναλωτές μαζί με άλλα είδη χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Το γεγονός αυτό προσδίδει στα χρηματοοικονομικά ιδρύματα προσανατολισμένα στην προσφορά υπηρεσιών λιανικής (π.χ. εμπορικές τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες) ένα ανταγωνιστικό πλεονέκτημα τόσο στην πώληση όσο και στη διανομή. Παράλληλα, οι εξειδικευμένες χρηματοοικονομικές εταιρείες μπορούν να εγκαταστήσουν αποτελεσματικά και χαμηλού κό-

στους κανάλια διανομής και πώλησης υπηρεσιών διαχείρισης διαθεσίμων, χρησιμοποιώντας τεχνικές εξ αποστάσεων μάρκετινγκ μέσω ηλεκτρονικών δικτύων.

Ο έντονος ανταγωνισμός θα καταστήσει τον τομέα διαχείρισης διαθεσίμων έναν από τους πλέον ανταγωνιστικούς τομείς των χρηματοοικονομικών. Ήδη η δυναμική του ανταγωνισμού έχει οδηγήσει σε αρκετές στρατηγικές κινήσεις εκ μέρους των διαχειριστών διαθεσίμων και μεταξύ διαχειριστών διαθεσίμων και τραπεζών, ασφαλιστικών εταιρειών και χρηματοοικονομικών συμβούλων.

Σήμερα οι Η.Π.Α., η Ιαπωνία και το Ηνωμένο Βασίλειο έχουν τη συντριπτική πλειοψηφία των μεγαλύτερων διαχειριστών διαθεσίμων, ενώ η Ηπειρωτική Ευρώπη καταλαμβάνει χαμηλό σχετικά μερίδιο. Η εικόνα αυτή αναμένεται να μεταβληθεί μέσω μιας επιταχυνόμενης διαδικασίας συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ε.Ε. την τελευταία περίοδο. (Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2003)

Οι διαχειριστές διαθεσίμων, λόγω της πίεσης για επίτευξη υψηλών αποδόσεων, επικεντρώνουν τις συναλλαγές τους σε αγορές οι οποίες έχουν τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

- υψηλό βαθμό ρευστότητας,
- χαμηλό κόστος συναλλαγών σε ό,τι αφορά στις προμήθειες, στις τηλεπικοινωνίες και σε άλλες υπηρεσίες υποδομής,
- υψηλό βαθμό διαφάνειας στις συναλλαγές αξιόγραφων, περιλαμβανομένων και αυστηρών εποπτικών κανόνων, καθώς και εφαρμογής των κανό-

νων αυτών, ώστε να εξασφαλίζεται η εμπιστοσύνη και η τιμιότητα στις συναλλαγές,

- ευρύ φάσμα προϊόντων περιλαμβανομένων παραγώγων και νέων καινοτομιών και
- ομοιόμορφη νομική και λογιστική υποδομή που ικανοποιεί τα διεθνή πρότυπα.

Η Ε.Ε. χρηματοοικονομικά μπορεί να χαρακτηριστεί ως ένα διασπασμένο σύστημα ύπαρξης και λειτουργίας πολλών εθνικών χρηματιστηρίων, εκ των οποίων μόνο ένα εξ αυτών, του Λονδίνου, καλύπτει πλήρως τις ανάγκες των μεγάλων θεσμικών διαχειριστών διαθεσίμων. Η ύπαρξη ηλεκτρονικών δικτύων και χαμηλού-κόστους συναλλαγών για τους θεσμικούς επενδυτές θα τείνει να εξαλείψει τη διάσπαση των χρηματιστηριακών αγορών στο περιβάλλον του ευρώ. (Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2003)

Η τάση προς τραπεζική αποδιαμεσολάβηση, που, όπως προαναφέρθηκε, αποτελεί μια από τις συνέπειες της ΟΝΕ, πρόκειται να καταστήσει τις ευρωπαϊκές αγορές περισσότερο ελκυστικές και προς τους διαχειριστές διαθεσίμων. Η τάση αυτή θα αυξήσει το βαθμό ρευστότητας, θα μειώσει το κόστος συναλλαγών και θα διευρύνει το φάσμα των παρεχόμενων προϊόντων, χαρακτηριστικά ιδιαίτερα προσφιλή προς τους διαχειριστές αυτούς.

Οι κινήσεις των μεγάλων διαχειριστών διαθεσίμων θα επηρεάσουν σημαντικά τον ανταγωνισμό μεταξύ των ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών.

Σ Υ Μ Π Ε Ρ Α Σ Μ Α Τ Α

Η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση, σε συνδυασμό με τις ραγδαίες μεταβολές στο τεχνολογικό περιβάλλον και την εισαγωγή του ευρώ, υποχρεώνει τις τράπεζες σε ταχεία και συνεχή προσαρμογή και αύξηση της ανταγωνιστικότητάς τους. Σε εθνικό επίπεδο, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα απαιτούν στις νέες εξελίξεις με συγχωνεύσεις, εξαγορές ή και συμμαχίες, οι οποίες σχεδιάστηκαν για να παγιώσουν τις εθνικές τους θέσεις στην αγορά. Η μετάβαση στο ενιαίο νόμισμα και οι τεχνολογικές εξελίξεις έκαναν ιδιαίτερα σημαντικό τον παράγοντα «μέγεθος». Ενώ στα μέσα της δεκαετίας του 1980 υπήρχαν περισσότερα από 11.000 πιστωτικά ιδρύματα στην Ευρώπη, σήμερα απέμειναν περίπου 7.500. Οι κινήσεις αυτές αποσκοπούν στη δημιουργία μεγάλων χρηματοπιστωτικών ομίλων που θα τους καταστήσει ικανούς να ανταγωνιστούν αποτελεσματικά σε εθνικό επίπεδο.

Η νέα ευρωπαϊκή αγορά φαίνεται να ευνοεί την τραπεζική των πολλαπλών συναλλαγών που αναπτύσσεται και εφαρμόζεται με τη δημιουργία μεγάλων χρηματοοικονομικών ομίλων με διαφοροποιημένες δραστηριότητες, οι οποίες έχουν αναληφθεί από ειδικευμένα τμήματα ή θυγατρικές. Οι θυγατρικές αυτές προσφέρουν με αποτελεσματικότητα και ευελιξία το σύνολο των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, λειτουργώντας ημιανεξάρτητα κάτω από την ομπρέλα της μητρικής εταιρείας, που συνήθως είναι μια τράπεζα, το

δίκτυο της οποίας αποτελεί το βασικό μέσο προώθησης του συνόλου των προϊόντων του ομίλου. Ένα πολύ-λειτουργικό ίδρυμα με λειτουργικά ανεξάρτητες οντότητες αποδεικνύεται ανώτερο σε αποτελεσματικότητα από ένα πλήρως ενοποιημένο χρηματοοικονομικό οργανισμό.

Παράλληλα, παρατηρείται και η ενίσχυση του ρόλου των μικρότερων, σύγχρονων και ευέλικτων τραπεζών με παραγωγή εξειδικευμένων προϊόντων, ενώ επιδιώκεται η διασύνδεση του δικτύου τους με μεγαλύτερες χρηματοοικονομικές μονάδες. Μια επιτυχημένη στρατηγική για την αντιμετώπιση των προκλήσεων του νέου χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος είναι η έμφαση στην πλέον εξειδικευμένη και ευέλικτη πιστωτική λειτουργία, που μπορεί να οδηγήσει σε απόκτηση δυναμικού πλεονεκτήματος προσαρμογής στα χαρακτηριστικά μιας ταχύτατα εξελισσόμενης αγοράς.

Ωστόσο, η συντριπτική πλειοψηφία των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Ε.Ε. αφορά εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μεταξύ διαφορετικών δομικά ιδρυμάτων, που λειτουργούν σε διαφορετικές και «απόμακρες» αγορές, κάνουν δύσκολη τη λήψη και εφαρμογή διαχειριστικών αποφάσεων, με αποτέλεσμα η διοίκηση ενός μεγάλου και διαφοροποιούμενου ιδρύματος σε ευρωπαϊκό επίπεδο να αποδειχθεί τόσο πολύπλοκη άσκηση, ώστε να παρουσιαστούν σοβαρά προβλήματα. Η ανάγκη για ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε μη-εθνικές αγορές μπορεί να ικανοποιηθεί αποτελεσματικότερα, από πλευράς κόστους και κινδύνου, από επιτυχημένες εταιρικές σχέσεις και συμμαχίες. Πολλές τράπεζες έχουν ήδη σχηματίσει μεγάλα ευρωπαϊκά δίκτυα ανταποκριτών με σκοπό την εξυ-

πήρηση των πελατών τους στις μη εθνικές αγορές. Οι σύνδεσμοι ανταποκριτών είναι ένα φθινό υποκατάστατο για τη διεθνή αντιπροσώπευση ενός ιδρύματος και τείνουν να είναι περισσότερο από απλές τεχνικές συμφωνίες συνεργασίας, στοχεύοντας στη διανομή προϊόντων και την αμοιβαία ανταλλαγή πληροφοριών σε αντικείμενα, όπως ξένο συνάλλαγμα και χρηματοοικονομικοί διακανονισμοί. Οι συμμαχίες χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων από διαφορετικές χώρες παίρνουν συνήθως τη μορφή μικρών αμοιβαίων συμμετοχών στα μετοχικά κεφάλαια των εν λόγω τραπεζών με στόχο να αποτρέψουν προσπάθειες εξαγοράς από άλλους ανταγωνιστές.

Η ΟΝΕ συνιστά ένα εξαιρετικά ευνοϊκό πλαίσιο για την ανταγωνιστική ανάπτυξη του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Ο οικονομικός χώρος του ευρώ χαρακτηρίζεται από υψηλή νομισματική και δημοσιονομική σταθερότητα, περιορισμένο συναλλαγματικό κίνδυνο, διαφάνεια στις καταναλωτικές και επενδυτικές επιλογές, καθώς και μεγαλύτερο βάθος και ρευστότητα στις χρηματοοικονομικές αγορές.

Το περιβάλλον αυτό αναμένεται να επηρεάσει θετικά τις τραπεζικές δραστηριότητες. Παρά τη σημαντική αύξηση των δανείων από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, το συνολικό ποσοστό τους προς το σύνολο του μέσου ενεργητικού των ελληνικών τραπεζών παραμένει από τα χαμηλότερα στην Ε.Ε. Έτσι, το σύνολο των καταναλωτικών δανείων περιορίζεται στο 4,5%, έναντι 10% του ευρωπαϊκού μέσου όρου. Αντιστοίχως, το ποσοστό των στεγαστικών δανείων στην Ελλάδα βρίσκεται ακόμη στο επίπεδο του 8%, έναντι 40% του ευρωπαϊκού μέσου όρου. Τα ανωτέρω μεγέθη στην περίπτωση της Ελλά-

δας υπολείπονται σημαντικά των αντίστοιχων μεγεθών άλλων χωρών με παρόμοια οικονομική θέση και περίπου ίδιο κατά κεφαλήν εισόδημα, όπως η Πορτογαλία και η Ισπανία. Στο πλαίσιο του εντεινόμενου ευρωπαϊκού ανταγωνισμού, οι ελληνικές τράπεζες διαθέτουν σημαντικά πλεονεκτήματα, όπως είναι οι μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης του τομέα τόσο στο εσωτερικό όσο και στην ευρύτερη περιοχή των Βαλκανίων και της Μεσογείου.

Στο μέλλον ο αυξημένος ανταγωνισμός μεταξύ των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων και των μη-χρηματοοικονομικών εταιρειών θα τείνει να συμπίεσει τα επιτοκιακά περιθώρια και να πιέσει τα τραπεζικά ιδρύματα να επεκταθούν σε άλλα, μη παραδοσιακά, προϊόντα. Επιπλέον, η τάση αποδιαμεσολάβησης και οι χαμηλές αποδόσεις των τραπεζικών καταθέσεων θα επηρεάσουν τη ρευστότητα των τραπεζών, με αποτέλεσμα οι τράπεζες να στραφούν σε εναλλακτικές μορφές άντλησης κεφαλαίων αυξάνοντας το κόστος τους. Ωστόσο, η δημιουργία μεγαλύτερου μεγέθους και υψηλότερης ρευστότητας κεφαλαιαγορών θα ενισχύσει τα έσοδα από εργασίες αποδιαμεσολάβησης, όπως αναδοχές, συμβουλευτικές υπηρεσίες, χρηματοπιστηριακές υπηρεσίες, ασφάλειες, διαχείριση κεφαλαίων και διαχείριση ακίνητης περιουσίας.

Η πρόσφατη απελευθέρωση και ο εκσυγχρονισμός του ελληνικού τραπεζικού συστήματος οδήγησαν στη μεταβολή της δομής του και στην αύξηση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών τραπεζών. Ωστόσο, ο μετασχηματισμός του δεν έχει ακόμα ολοκληρωθεί. Η επιτυχής αντιμετώπιση της πρόκλησης του αυξημένου ευρωπαϊκού ανταγωνισμού, προϋποθέτει οι ελληνικές τράπεζες να διαμορφώσουν μια σαφή αντίληψη συγκριτικού πλεονεκτήματος

σε ό,τι αφορά στη διείσδυση σε νέες αγορές (π.χ. της Βαλκανικής, της Μέσης Ανατολής και της Βόρειας Αφρικής), αλλά και στην πραγματοποίηση εγχώριων και διεθνών συμμαχιών και συγχωνεύσεων για την απόκτηση του κρίσιμου αναγκαίου μεγέθους. Το μέγεθος, η κλίμακα των εργασιών, οι επενδύσεις στην τεχνολογία και ο περιορισμός του κόστους θα είναι σαφώς κρίσιμοι παράγοντες που θα καθορίσουν την ανταγωνιστικότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

Η ΟΝΕ αναμένεται επίσης να συμβάλει σημαντικά στην ενοποίηση των ευρωπαϊκών αγορών αξιόγραφων, χωρίς ωστόσο να οδηγήσει στην πλήρη ολοκλήρωσή τους. Σε ό,τι αφορά στην αγορά χρήματος ο βαθμός ενοποίησης διαφοροποιείται σημαντικά, ανάλογα με τους διαφορετικούς τομείς της αγοράς αυτής. Ο πλέον ενοποιημένος τομέας είναι η διατραπεζική αγορά καταθέσεων κι οι συσχετιζόμενες αγορές παραγώγων. Αντίθετα, άλλοι τομείς της αγοράς που προϋποθέτουν την ανταλλαγή ρευστότητας με εγγυήσεις, δηλαδή πωλήσεις χρεογράφων σε ιδιώτες με συμφωνία επαναγοράς, έντοκα γραμμάτια, βραχυπρόθεσμα αξιόγραφα διαπραγμάτευσης και πιστοποιητικά καταθέσεων, χαρακτηρίζονται από σχετικά χαμηλό βαθμό ενοποίησης λόγω των δυσκολιών διαχείρισης των συσχετιζόμενων εγγυήσεων.

Η ΟΝΕ θα συνεισφέρει σημαντικά και στην ενοποίηση των ευρωπαϊκών αγορών κεφαλαίου. Η κατάργηση των διαχωριστικών γραμμών που υπήρχαν λόγω της ύπαρξης διαφορετικών νομισμάτων και συναλλαγματικών κινδύνων, έκανε δυνατή τη διαπραγμάτευση και εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών σε ευρώ στις χώρες της ζώνης.

Παρ' όλα αυτά και μετά την εισαγωγή του κοινού νομίσματος, οι Ευρωπαϊκές αγορές κεφαλαίου θα διατηρήσουν έναν ισχυρό εθνικό χαρακτήρα, κυρίως στον τομέα της λιανικής, όπου οι εθνικοί κανονισμοί και οι καταναλωτικές συνήθειες οδηγούν στη χρήση διαφορετικών χρηματοοικονομικών εργαλείων. Αυτές οι διαφοροποιήσεις στον τομέα της λιανικής επηρεάζουν και τον τομέα της χοντρικής λόγω του ότι συμβάλλουν σε διαφορετικούς τρόπους επαναχρηματοδότησης των εγχώριων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. Παρά τη γενική τάση προς τραπεζική αποδιαμεσολάβηση, στην οποία θα συμβάλει σημαντικά το ευρώ, η κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων θα εξακολουθήσει να διαφέρει σημαντικά από χώρα σε χώρα λόγω κυρίως των διαφοροποιήσεων στη δομή των εθνικών φορολογικών συστημάτων.

Ωστόσο, η ΟΝΕ αναμένεται να εντείνει τις πιέσεις για εναρμόνιση των νομοθετικών ρυθμίσεων, των διοικητικών διαδικασιών και των εποπτικών μηχανισμών λειτουργίας των ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών με τάση υιοθέτησης του αυστηρότερου συστήματος. Η εξέλιξη αυτή θα επιφέρει σημαντική βελτίωση στις λειτουργικές και ανταγωνιστικές συνθήκες των αγορών αυτών και θα δημιουργήσει σημαντικά πλεονεκτήματα για τους επενδυτές προσδίδοντας νέα δυναμική στις αγορές αυτές. Επίσης, οι τεχνολογικές εξελίξεις συμβάλλουν σημαντικά στην ενοποίηση των κεφαλαιαγορών. Η εφαρμογή της νέας τεχνολογίας και η αξιοποίηση των ωφελημάτων που προκύπτουν από αυτή απαιτεί μεγάλες επενδύσεις, οι οποίες δε μπορούν να πραγματοποιηθούν από μικρά χρηματιστήρια, τα οποία αναπόφευκτα οδηγούνται σε συνεργασίες με μεγαλύτερα χρηματιστήρια.

Σε ό,τι αφορά στις αγορές ομολόγων της ζώνης του ευρώ, η δημιουργία της ONE ενοποίησε τις αγορές αυτές και η νέα αγορά που προέκυψε αναδείχθηκε ως η δεύτερη αγορά ομολόγων σε μέγεθος και σπουδαιότητα μετά την αντίστοιχη των Η.Π.Α. Ωστόσο, παρά την πρόσφατη ανάπτυξη, ο τομέας των εταιρικών ομολόγων παραμένει από πλευράς όγκου σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα από ό,τι ο αντίστοιχος τομέας των Η.Π.Α.

Υψηλές προοπτικές ανάπτυξης παρουσιάζει και η ευρωπαϊκή θεσμική αγορά διαχείρισης διαθεσίμων. Οι κύριες αιτίες της εξέλιξης αυτής είναι:

- η συνεχής γενικευμένη τάση για επαγγελματική διαχείριση των διαθεσίμων
- το γεγονός ότι τα υπάρχοντα συνταξιοδοτικά συστήματα δεν μπορούν να επιτύχουν τους στόχους τους και σταδιακά πρέπει να αντικατασταθούν από κεφαλαιακά-ανταποδοτικά συστήματα που θα δώσουν τις απαιτούμενες αποδόσεις, για να ικανοποιήσουν τις ανάγκες των συνταξιούχων που συνεχώς αυξάνονται,
- η έμφαση που δίνεται σε δημόσια και ιδιωτικά συνταξιοδοτικά προγράμματα που βασίζονται σε συνεισφορές εργοδοτών και εργαζομένων κάτω από την πίεση της δημογραφικής εξέλιξης και

Παρά την υψηλή προοπτική ανάπτυξης, ο τομέας διαχείρισης διαθεσίμων θα αποτελέσει πεδίο ισχυρού ανταγωνισμού όλων των χρηματοοικονομικών εταιρειών, όπως είναι οι εμπορικές τράπεζες, οι επενδυτικές τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρείες, οι εταιρείες αξιόγραφων, οι εταιρείες αμοι-

βαίων κεφαλαίων και οι εταιρείες χρηματοοικονομικών συμβούλων όχι μόνο των ευρωπαϊκών αλλά και τρίτων, εκτός Ε.Ε. χωρών, όπως η Ελβετία και οι Η.Π.Α. Όλη αυτή η ποικιλία των εταιρειών που λειτουργούν στην αγορά αυτή με διαφορετικούς στρατηγικούς στόχους και διαφορετικό επίπεδο οικονομικών πόρων πρόκειται να καταστήσει την αγορά αυτή αυξανόμενα ανταγωνιστική ακόμη και κάτω από συνθήκες υψηλής ανάπτυξης.

Η ΟΝΕ αναμένεται να επηρεάσει σημαντικά την προοπτική ανάπτυξης του τομέα διαχείρισης διαθεσίμων, δεδομένου ότι η κατάργηση των εθνικών νομισμάτων και των αποκλίσεων των εθνικών νομισματικών πολιτικών καθώς και η μείωση της διαφοράς των επιτοκίων θα επηρεάσουν τις αποδόσεις των τοποθετήσεων. Οι ευρωπαϊκές αγορές κεφαλαίων θα αποκτήσουν μεγαλύτερη ρευστότητα και διαφάνεια, χαμηλότερο κόστος συναλλαγών, ευρύτερο φάσμα προϊόντων, περιλαμβανομένων και νέων καινοτομιών, καθώς και τη δυνατότητα να ανταγωνιστούν ισότιμα την αντίστοιχη αγορά των Η.Π.Α.

Τέλος, η ΟΝΕ και η γενικότερη τάση προς την τραπεζική αποδιαμεσολάβηση θα αυξήσει τις ανταγωνιστικές πιέσεις μεταξύ του διαφορετικού είδους χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, όπως των εμπορικών τραπεζών, των επενδυτικών τραπεζών, των ασφαλιστικών εταιρειών, των εξειδικευμένων εταιρειών διαχείρισης διαθεσίμων, καθώς επίσης και των ξένων χρηματοοικονομικών εταιρειών, που δραστηριοποιούνται σε άλλες αγορές σε καθεστώς έντονου προστατευτισμού.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΠΗΓΕΣ

- 1) Alpha Τράπεζα Πίστεως, Οικονομικό Δελτίο, Εκδόσεις 1997-2001
- 2) Βάντερ Β., «Καινοτομία στη Χρηματοδότηση», εκδόσεις Παπαζήση 1997
- 3) Γαλάνης Βασίλειος, «Η λειτουργία των σύγχρονων χρηματοοικονομικών θεσμών στη χώρα μας», εκδόσεις Σταμούλης 2000
- 4) Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2002
- 5) Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2003
- 6) Θαλασσινός Ε., «Ευρωπαϊκή Χρηματοοικονομική Αγορά», εκδόσεις Σταμούλης 2002
- 7) Κυριαζίδης Θ., «Οικονομίες κλίμακας και τεχνολογική αλλαγή», εκδόσεις Σταμούλης 2002
- 8) Μπέρκερ Ν., «Διευθυντική χρηματοδότηση», εκδόσεις Παπαζήση 1997
- 9) Πελαγίδης Θ., «Τα οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης», εκδόσεις Παπαζήση, 2003
- 10) www.emporiki.gr
- 11) www.ethniki.gr