

A.

Ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού τομέα  
στην πορεία της οικονομικής ανάπτυξης



# Χρηματοπιστωτικό σύστημα και οικονομική δραστηριότητα

Δημήτριος Μόσχος

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΕΘΝΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΠΟΔΙΣΤΡΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ  
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΤΗΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Γεώργιος Χορταρέας

ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΕΘΝΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΠΟΔΙΣΤΡΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

## Περίληψη

*Η πρόσφατη διεθνής οικονομική κρίση είναι συνυφασμένη με την εντυπωσιακή εξάπλωση των χρηματοοικονομικών καινοτομιών και αποδίδεται ευρέως στις αδυναμίες των πιστωτικών ιδρυμάτων να διαχειρίζονται αποτελεσματικά την εκτίμηση και αξιολόγηση κινδύνων που υπάρχουν στο σύγχρονο διεθνές χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Μεγάλο μέρος της πρόσφατης διεθνούς βιβλιογραφίας δίνει έμφαση στη σύγχρονη δομή του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος και τους παράγοντες που αποτελούν δυνητική πηγή αστάθειας. Από την άλλη πλευρά, έχει αναπτυχθεί μια ογκώδης βιβλιογραφία σχετικά με τη σημασία που έχουν οι τράπεζες για τη λειτουργία του οικονομικού συστήματος και του ειδικού τους ρόλου που υπεισέρχεται ως αποφασιστικός παράγοντας στη μακροχρόνια διαδικασία της οικονομικής μεγέθυνσης. Το δοκίμιο αυτό επικεντρώνεται στον εντοπισμό και τη σκιαγράφηση της σημασίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος για την οικονομική δραστηριότητα. Αρχικά, εξετάζεται η επίδραση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην οικονομική μεγέθυνση και γίνεται μια επιλεκτική ανασκόπηση της εκτεταμένης σχετικής βιβλιογραφίας. Κατόπιν, η εστίαση μετατοπίζεται στις οικονομικές διακυμάνσεις και εξετάζει, υπό το πρίσμα των καινοτομιών του χρηματοπιστωτικού συστήματος, την πρόσφατη διεθνή εμπειρία. Τέλος, αναλύονται οι κύριες πτυχές της πορείας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος σε συνάρτηση με τις βασικές μακροοικονομικές εξελίξεις της ελληνικής οικονομίας και παρουσιάζονται ορισμένες διαπιστώσεις σχετικά με τη μελλοντική πορεία του.*

---

Οι συγγραφείς ευχαριστούν τον Καθηγητή Άγγελο Αντζουλάτο για τα εποικοδομητικά του σχόλια που συνέβαλαν σημαντικά στη βελτίωση του παρόντος άρθρου. Φυσικά, οποιαδήποτε λάθη και παραλήψεις είναι αποκλειστική ευθύνη των συγγραφέων.

## 1. Εισαγωγή

Η πρόσφατη διεθνής οικονομική κρίση είναι συνυφασμένη με την εντυπωσιακή εξάπλωση των χρηματοοικονομικών καινοτομιών και αποδίδεται ευρέως στις αδυναμίες των πιστωτικών ιδρυμάτων να διαχειρίζονται αποτελεσματικά την εκτίμηση και αξιολόγηση κινδύνων που υπάρχουν στο σύγχρονο διεθνές χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Μεγάλο μέρος της πρόσφατης διεθνούς βιβλιογραφίας δίνει έμφαση στη σύγχρονη δομή του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος και τους παράγοντες που αποτελούν δυνητική πηγή αστάθειας. Από την άλλη πλευρά, έχει αναπτυχθεί μια ογκώδης βιβλιογραφία σχετικά με τη σημασία που έχουν οι τράπεζες για τη λειτουργία του οικονομικού συστήματος και του ειδικού τους ρόλου, που υπεισέρχεται ως αποφασιστικός παράγοντας στη μακροχρόνια διαδικασία της οικονομικής μεγέθυνσης.

Το δοκίμιο αυτό επικεντρώνεται στον εντοπισμό και τη σκιαγράφηση της σημασίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος για την οικονομική δραστηριότητα. Στην ενότητα 2 εξετάζεται η επίδραση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην οικονομική μεγέθυνση και γίνεται μια επιλεκτική ανασκόπηση της εκτεταμένης σχετικής βιβλιογραφίας. Η ενότητα 3 μετατοπίζει την εστίαση στις οικονομικές διακυμάνσεις και εξετάζει, υπό το πρίσμα των καινοτομιών του χρηματοπιστωτικού συστήματος, την πρόσφατη διεθνή εμπειρία. Η ενότητα 4 παραθέτει τις κύριες πτυχές της πορείας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος σε συνάρτηση με τις βασικές μακροοικονομικές εξελίξεις της ελληνικής οικονομίας κατά την τελευταία δεκαετία. Τέλος, η ενότητα 5 συνοψίζει ορισμένα βασικά συμπεράσματα.

## 2. Χρηματοπιστωτικό σύστημα και οικονομική μεγέθυνση

Το ενδιαφέρον των οικονομολόγων για τη σύνθετη φύση της σχέσης μεταξύ της ανάπτυξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της οικονομικής ανάπτυξης/μεγέθυνσης είναι καταγεγραμμένο εδώ και έναν σχεδόν αιώνα (π.χ. Schumpeter, 1912 και Bagehot, 1873). Η συζήτηση αυτή αναζωογονήθηκε στις αρχές της δεκαετίας του 1970 με τις συνεισφορές των Shaw (1973) και McKinnon (1973) οι οποίοι υποστήριξαν, ότι οι στρεβλώσεις του τραπεζικού συστήματος, που προέρχονται συνήθως από κρατικές παρεμβάσεις και περιορισμούς, αποτελούν τροχοπέδη στη διαδικασία της οικονομικής ανάπτυξης. Η ανάλυση της σχέσης που έχει το χρηματοπιστωτικό σύστημα με την οικονομική μεγέθυνση τέθηκε σε νέα βάση, με εμπειρικό κυρίως προσανατολισμό, από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 με την έρευνα των King and Levine (1993a,b). Οι εμπειρικές αναλύσεις που ακολούθησαν έχουν παράξει πειστικά επιχειρήματα που δείχνουν ότι το επίπεδο χρηματοοικονομικής ανάπτυξης έχει ευεργετικά αποτελέσματα για την οικονομική μεγέθυνση, την τεχνολογική πρόοδο και τη συσσώρευση κεφαλαίου.

Η πρωταρχική λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος συνίσταται στη μεταφορά κεφαλαίων από ετερογενείς πηγές αποταμίευσης προς τους επενδυτές. Ο διαμεσολαβητικός ρόλος των τραπεζών στην οικονομία, εκτός από την κινητοποίηση των αποταμιεύσεων, συνίσταται στη συλλογή και αξιοποίηση της πληροφόρησης για το επιχειρηματικό περιβάλλον και τις οικονομικές προοπτικές, και κατά συνέπεια, τη σε βάθος ανάλυση και καλύτερη διαχείριση του κίνδυνου.

Η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος συμβάλλει στην οικονομική μεγέθυνση μέσω της παροχής πληρέστερης πληροφόρησης και της μείωσης του κόστους συναλλαγών. Επιπλέον, συνεισφέρει στη βελτίωση της παραγωγικότητας και της αποτελεσματικότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα, ενθαρρύνει την αποταμίευση και διευκολύνει τις επενδύσεις. Γενικότερα, πιο ανεπτυγμένα χρηματοπιστωτικά συστήματα έχουν τη δυνατότητα να διοικηθούν με αποτελεσματικό τρόπο μεγαλύτερες ποσότητες κεφαλαίων από τους αποταμιευτές στους επενδυτές.<sup>1</sup> Ταυτόχρονα το χρηματοπιστωτικό σύστημα μετριάζει τον κίνδυνο των επενδυτικών αποφάσεων και κυρίως τον κίνδυνο ρευστότητας (Pagano, 1993, Levine, 1997).

<sup>1</sup> Μια ανάλογη ερμηνεία δίνει ο Hicks (1969).

Οι υπηρεσίες που παρέχονται από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διευκολύνουν την οικονομική δραστηριότητα ποικιλοτρόπως. Η χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση επιτρέπει την αντιμετώπιση προβλημάτων «ηθικού κινδύνου» (moral hazard) και «δυσμενούς επιλογής» (adverse selection), ενθαρρύνοντας την προσφορά των αποταμιευτικών κεφαλαίων. Συμβάλλει στη σημαντική μείωση του κόστους συναλλαγών μέσω ενός μηχανισμού συγκέντρωσης των επιμέρους κεφαλαίων από ετερογενείς αποταμιευτές και τη διοχέτευσή τους προς τους επενδυτές. Επιπλέον, διευκολύνει τη διαχείριση του κινδύνου, καθώς επιτρέπει τη διαχρονική εξομάλυνση ροών και την εκμετάλλευση των οικονομικών κλίμακας.<sup>2</sup>

Οι King and Levine (1993a, 1993b) εξετάζουν εμπειρικά τη σχέση μεταξύ χρηματοπιστωτικού τομέα και μεγέθυνσης για 77 χώρες από το 1960 έως το 1989, χρησιμοποιώντας τέσσερις εναλλακτικούς δείκτες χρηματοοικονομικής ανάπτυξης. Εκτός από την ενθάρρυνση της επένδυσης και αποταμίευσης, η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού τομέα αναμένεται να επηρεάσει την οικονομική μεγέθυνση αυξάνοντας τη συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών παραγωγής (total factor productivity). Η ανάλυση των Levine et. al. (2000a,b) οδηγεί σε ανάλογα συμπεράσματα. Οι Beck et. al. (2000) αποδίδουν πρωταρχική σημασία στην επίδραση που ασκεί ο χρηματοπιστωτικός τομέας επί της συνολικής παραγωγικότητας. Οι Rioja and Valev (2004), μελετώντας στοιχεία από 74 χώρες, επίσης καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού τομέα ως κινητήριος μοχλός της μεγέθυνσης επιτελείται κυρίως μέσω του μηχανισμού αυτού, δηλαδή μέσω της αυξημένης παραγωγικότητας.

Επιπλέον, για τους ίδιους λόγους που επιδρά θετικά στη συνολική παραγωγικότητα, η χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση ενισχύει την παραγωγική αποτελεσματικότητα (μείωση του κόστους πληροφόρησης και συναλλαγών, καλύτερη κατανομή των πόρων, χαλάρωση των δανειστικών περιορισμών, κ.λπ.). Πράγματι, ορισμένες πρόσφατες εμπειρικές αναλύσεις εστιάζουν άμεσα στη σημασία του χρηματοοικονομικού συστήματος για την παραγωγική αποτελεσματικότητα, η οποία με τη σειρά της επιδρά στην οικονομική μεγέθυνση, χρησιμοποιώντας τη μη-παραμετρική μέθοδο της περιβάλλουσας ανάλυσης δεδομένων (Data Envelopment Analysis). Για παράδειγμα, η ανάλυση των Arestis et al. (2006) επιβεβαιώνει εμπειρικά για τις χώρες του ΟΟΣΑ την υπόθεση ότι η χρηματοοικονομική ανάπτυξη έχει θετική επίδραση στην τεχνική αποτελεσματικότητα της οικονομίας. Άλλες μελέτες βρίσκουν ότι η αποτελεσματική λειτουργία του τραπεζικού συστήματος έχει ευνοϊκά αποτελέσματα για την παραγωγικότητα της οικονομίας (π.χ. Lozano-Vivas and Pastor, 2006) και κατ' επέκταση για τη μεγέθυνση του ΑΕΠ. Ο βαθμός της αποτελεσματικότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος μπορεί να σχετίζεται με τον βαθμό ανάπτυξης αυτού. Οι Chortareas et. al. (2010), εξετάζοντας στοιχεία από εννέα χώρες της Λατινικής Αμερικής, βρίσκουν ότι η παραγωγικότητα των τραπεζών (μετρούμενη από έναν δείκτη Malmquist) είναι υψηλότερη σε χώρες με πιο ανεπτυγμένα χρηματοπιστωτικά συστήματα (ταυτόχρονα υπάρχουν και κάποιες ενδείξεις αμφίδρομης αιτιότητας).

Θα πρέπει στο σημείο αυτό να σημειωθεί ότι η αιτιατή σχέση μεταξύ της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και της οικονομικής μεγέθυνσης μπορεί να είναι αμφίδρομη.<sup>3</sup> Επιπλέον, η θετική συσχέτιση μεταξύ των δεικτών χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και της οικονομικής μεγέθυνσης που εντοπίζουν οι διάφορες εμπειρικές μελέτες μπορεί να αντανακλά την επίδραση τρίτων εξωγενών παραγόντων στις υπό εξέταση μεταβλητές.<sup>4</sup> Έτσι, ο Lucas (1988) απορρίπτει τον ρόλο του χρηματοπιστωτικού τομέα στη διαδικασία της μεγέθυνσης χαρακτηρίζοντάς τον ως υπερ-εκτιμημένο. Παρά την ύπαρξη επιμέρους επιφυλάξεων που αναφέρονται σε διάφορες πιθανές ατέλειες της οικονομετρικής έρευνας (μη γραμμικότητα, αμφίδρομη αιτιότητα, κ.λπ.), η σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και οικονομικής μεγέθυνσης, με βάση τις δημοσιευμένες εμπειρικές αναλύσεις, εμφανίζεται σε γενικές γραμμές να είναι θετική και εύρωστη. Αν και η έμφαση σε διαφορετικό τύπο δεδομένων και διαφορετικές μεταβλητές που χρησιμοποιούνται ως δείκτες μέτρησης της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης δεν αναιρεί τα βασικά συμπεράσματα και τη σημαντική συναίνεση που έχει αναπτυχθεί στη βιβλιογραφία, οι υπάρχουσες ποσοτικές εκτιμήσεις δεν είναι ταυτώσιμες (Levine, 2004).

<sup>2</sup> Επίσης, αφού τα ιδιωτικά δάνεια δεν είναι εμπορεύσιμα, αντιμετωπίζεται το πρόβλημα του «τζαμπατζή» (free-rider) ο οποίος ανέξοδα ακολουθεί τη στρατηγική επενδυτών που αποκτούν πληροφόρηση με κόστος σε ένα σύστημα αγοράς κεφαλαίου.

<sup>3</sup> Η J. Robinson (1952), για παράδειγμα, υποστηρίζει ότι είναι η επιχειρηματική δραστηριότητα που συντελεί στην ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος και όχι αντίστροφα.

<sup>4</sup> Οι Greenwood and Jovanvic (1990) παρουσιάζουν ένα τέτοιο θεωρητικό υπόδειγμα.

Οι Arestis et. al. (2010), αναλύοντας τα αποτελέσματα από 60 περίπου δημοσιευμένες μελέτες, βρίσκουν ότι η όποια διαφοροποίηση των ποσοτικών εκτιμήσεων οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στο είδος των δεδομένων και στις διαφορετικές μεταβλητές που χρησιμοποιούνται ως δείκτες χρηματοοικονομικής ανάπτυξης.

Τέλος, ένα μέρος της βιβλιογραφίας εστιάζει στη χρηματοοικονομική δομή (financial structure) σε μια προσπάθεια να συγκεκριμενοποιηθεί η σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και οικονομικής μεγέθυνσης. Ο Goldsmith (1969) επιχειρήσε να αναλύσει τον ρόλο του μίγματος των χρηματοοικονομικών εργαλείων, αγορών και διαμεσολάβησης (δηλ. τη χρηματοοικονομική δομή). Ακολούθως, έχουν αναπτυχθεί διάφορες θεωρητικές προσεγγίσεις που οριοθετούν τις συνθήκες κάτω από τις οποίες τραπεζοκεντρικά συστήματα (bank-based systems) ή συστήματα αγορών κεφαλαίου (market-based systems) διευκολύνουν περισσότερο τη ροή των κεφαλαίων στην πιο παραγωγική χρήση (π.χ., Dolar and Meh, 2002). Η υπάρχουσα εμπειρική βιβλιογραφία παρουσιάζει ανάμικτα αποτελέσματα ως προς το ποιο από τα δύο συστήματα ευνοεί περισσότερο την οικονομική ανάπτυξη. Υπάρχουν χώρες με τραπεζοκεντρικά συστήματα, καθώς και χώρες με ανεπτυγμένα συστήματα αγορών κεφαλαίου που χαρακτηρίζονται από υψηλούς ρυθμούς μεγέθυνσης. Πάντως, στον βαθμό που τα τραπεζοκεντρικά συστήματα είναι λιγότερο ευάλωτα σε προβλήματα ατελούς και ασύμμετρης πληροφόρησης, μπορεί να συνεπάγονται χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου και, ως εκ τούτου, υπερτερούν έναντι των συστημάτων αγορών κεφαλαίου (Greenwald et. al., 1984).

### 3. Χρηματοπιστωτικό σύστημα και οικονομικές διακυμάνσεις

Είναι τελικά το χρηματοπιστωτικό σύστημα πηγή δεινών και αστάθειας για την οικονομία ή μια πηγή ανάπτυξης και σταθερότητας; Από τη μια πλευρά υπάρχει μεγάλη μερίδα οικονομολόγων οι οποίοι συγκλίνουν στην τελευταία άποψη. Από την άλλη, κάποιοι αναλυτές υπογραμμίζουν τους κινδύνους που συνεπάγεται η σύνθετη δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος και η εντεινόμενη συνύφανσή του με κάθε σχεδόν πλευρά της οικονομικής δραστηριότητας.

Πριν από τρεις δεκαετίες ο Minsky (1982), αναφερόμενος στη μεγάλη κρίση του 1929 αναρωτήθηκε εάν «μπορεί να ξανα συμβεί»<sup>5</sup>. Η σύνθετη και περίπλοκη δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος στις καπιταλιστικές οικονομίες αποτελεί βασικό συστατικό στοιχείο της υπόθεσης της «χρηματοπιστωτικής αστάθειας» ("financial instability"), η οποία υποστηρίζει ότι η κερδοσκοπική χαρακτήρα χρηματοοικονομική δραστηριότητα μπορεί να αποσταθεροποιήσει την οικονομία. Πράγματι, η δραστηριότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων θεωρείται ότι συνέβαλε στην παγκόσμια οικονομική κρίση που ξεκίνησε το 2008 (π.χ., Jenkinson, 2008), μεταξύ άλλων, λόγω της ανάληψης υπερβολικών κινδύνων και των δυσλειτουργιών της αγοράς. Οι γενικευμένες τραπεζικές/χρηματοοικονομικές κρίσεις μπορούν σε γενικές γραμμές να θεωρηθούν ακραία φαινόμενα για τις βιομηχανικές χώρες. Όμως ακόμα και όταν η αστάθεια και οι κρίσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα δεν συνοδεύονται από μια γενικευμένη οικονομική κρίση, οι επιπτώσεις τους στην ευρύτερη οικονομική δραστηριότητα είναι σημαντικές. Συνήθως, οι περίοδοι που έπονται των τραπεζικών κρίσεων χαρακτηρίζονται από παρατεταμένη και έντονη συστολή της οικονομικής δραστηριότητας και εκτίναξη της ανεργίας. Οι Reinhart και Rogoff (2009), μελετώντας την εμπειρία μιας σειράς χωρών που αντιμετώπισαν τραπεζικές κρίσεις, υπολογίζουν ότι κατά μέσο όρο το κατά κεφαλή ΑΕΠ μειώνεται κατά 9,3% και το ποσοστό ανεργίας αυξάνεται κατά 7%. Οι εκτιμήσεις αυτές δεν απέχουν πολύ από παλαιότερες εκτιμήσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου.<sup>6</sup> Φυσικά, οι τραπεζικές κρίσεις δεν αποτελούν πρόσφατο μόνο φαινόμενο και αρκετές τέτοιες εκδηλώθηκαν στις δεκαετίες που προηγήθηκαν της παγκόσμιας κρίσης του 2008.

<sup>5</sup> Η απάντηση που δίνει ο Minsky (1982) στο ερώτημά του είναι ότι το αποτέλεσμα εξαρτάται από τη «φύση της μεγάλης κυβέρνησης» που θα επιλέγει κανείς.

<sup>6</sup> Στο World Economic Outlook (1998) το μέσο κόστος των τραπεζικών/χρηματοοικονομικών κρίσεων ανά χώρα εκτιμάται σε 11,6% του ΑΕΠ.

Η συμβολή του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη μεγέθυνση των κυκλικών οικονομικών διακυμάνσεων και στη δημιουργία αστάθειας στον χρηματοοικονομικό τομέα αναφέρεται ως «προκυκλικότητα». Η προκυκλικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος δημιουργεί ενδογενείς πιστωτικούς κύκλους, δηλαδή αύξηση των πιστώσεων σε περιόδους οικονομικής άνθησης και μείωση των πιστώσεων σε περιόδους ύφεσης. Για παράδειγμα, καθώς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε περιόδους ύφεσης υπόκεινται σε ζημίες και τα αποθεματικά τους μειώνονται, επιδεινώνονται οι όροι άντλησης κεφαλαίων από εξωτερικές πηγές. Η εξέλιξη αυτή επιδρά ανασταλτικά στην πιστωτική επέκταση και, κατά συνέπεια, επιφέρει κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας, εξέλιξη που με τη σειρά της αυξάνει τον κίνδυνο της παραπέρα αποδυνάμωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Δημιουργείται λοιπόν ένας φαύλος κύκλος που όταν συνοδεύεται από μεγάλες μακροοικονομικές ανισορροπίες γίνεται ιδιαίτερα επικίνδυνος, καθώς μπορεί να οδηγήσει σε κρίση. Το βασικό πρόβλημα συνήθως έγκειται στο ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα δεν έχει συσσωρεύσει επαρκή κεφάλαια στην ανοδική φάση του κύκλου (όταν δηλαδή οι συνθήκες είναι ευνοϊκές) και δεν έχει δημιουργήσει μηχανισμούς που διευκολύνουν την απορρόφηση των κραδασμών κατά την περίοδο της ύφεσης. Συνήθως (π.χ., Financial Stability Board, 2009), η προκυκλικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος αποδίδεται σε δύο πηγές: πρώτον, στην αδυναμία της επαρκούς μέτρησης του κινδύνου και δεύτερον, σε κίνητρα που χαρακτηρίζονται από στρεβλώσεις.

Από την άλλη πλευρά, το χρηματοπιστωτικό σύστημα δημιουργεί μηχανισμούς που μπορούν να συμβάλλουν στον μετριασμό των κυκλικών διακυμάνσεων. Πιο συγκεκριμένα, η λειτουργία του τραπεζικού συστήματος επιτρέπει στις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά να αντιμετωπίσουν τις διακυμάνσεις των εσόδων τους κατά τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου με σχετικά περιορισμένες αυξομειώσεις των δαπανών τους.

Η περίοδος από τη δεκαετία του 1980 μέχρι το ξέσπασμα της πρόσφατης διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης χαρακτηρίστηκε από το φαινόμενο της «μεγάλης εξομάλυνσης» (great moderation). Η «μεγάλη εξομάλυνση» συνίσταται στην εμφανή μείωση της διακύμανσης βασικών μακροοικονομικών μεγεθών στις ανεπτυγμένες οικονομίες. Ερευνητές και αναλυτές έχουν προτείνει τρεις βασικές ερμηνείες της «μεγάλης εξομάλυνσης» (Bernanke, 2004). Μια μερίδα αναλυτών αποδίδει τη «μεγάλη εξομάλυνση» στην αποτελεσματικότερη άσκηση νομισματικής πολιτικής (π.χ., Clarida et. al., 2000), στον βαθμό που η τελευταία επικεντρώνεται στην επίτευξη χαμηλού και πιο σταθερού πληθωρισμού. Μια άλλη κατεύθυνση στη βιβλιογραφία θεωρεί τη «μεγάλη εξομάλυνση» συμπτωματική, δηλαδή την αποδίδει στις σχετικά ήπιες συνθήκες και την απουσία σημαντικών αρνητικών διαταράξεων κατά την περίοδο αυτή (π.χ., Stock and Watson, 2002). Τέλος, άλλες ερμηνείες εστιάζουν σε αλλαγές στη δομή της οικονομίας, όπως η παγκοσμιοποίηση, η ένταση του διεθνούς ανταγωνισμού, η βελτίωση της διαχείρισης αποθεμάτων<sup>7</sup> (inventory management) και οι καινοτομίες στο χρηματοοικονομικό σύστημα (financial innovation).

Πράγματι, ορισμένοι αναλυτές ερμηνεύουν τη «μεγάλη εξομάλυνση», η οποία προηγήθηκε της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, ως αποτέλεσμα των χρηματοοικονομικών καινοτομιών που ξεκίνησαν τη δεκαετία του 1980.<sup>8</sup> Η επέκταση των χρηματοοικονομικών προϊόντων μέσω των καινοτομιών διέυρνε τις επιλογές των συναλλασσομένων με τις τράπεζες και επέτρεψε την καλύτερη προσαρμογή των προσφερόμενων υπηρεσιών στις ανάγκες των επιχειρήσεων και καταναλωτών. Μια βασική ερμηνεία που προβάλλεται είναι ότι, πριν από αυτές τις καινοτομίες οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά αντιμετώπιζαν σημαντικά κόστη συναλλαγής που ενδεχομένως δεν επέτρεπαν την επιθυμητή διάρθρωση των χαρτοφυλακίων τους. Οι χρηματοπιστωτικές καινοτομίες, υποβοηθούμενες από τις βελτιώσεις στην τεχνολογία και την απορρύθμιση, ελαττώνουν αυτά τα κόστη, διευκολύνοντας την αναδιάρθρωση των χαρτοφυλακίων και επιτρέπουν τη μεγαλύτερη συμμετοχή των επιχειρήσεων και νοικοκυριών στις αγορές. Για παράδειγμα, οι Dynan et al. (2006) υποστηρίζουν ότι ένας από τους λόγους για τους οποίους η οικονομία επέδειξε μικρότερες διακυμάνσεις από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 είναι ότι οι καινοτομίες στον χρηματοπιστωτικό τομέα βοήθησαν τα νοικοκυριά να εξομαλύνουν τη δαπάνη τους παρά τις όποιες διαταράξεις στο εισόδημά τους.

<sup>7</sup> Π.χ. Kahn et. al. (2002).

<sup>8</sup> Π.χ. Dynan, et. al. (2006), Justiniano and Primiceri (2006), Jermann and Quadrini (2006).

Ένα συναφές ερώτημα που προκύπτει είναι πώς ο βαθμός χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης συνδέεται με τις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας.<sup>9</sup> Η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος μπορεί να συμβάλει στην εξομάλυνση των μακροοικονομικών διακυμάνσεων μέσα από διαύλους ανάλογους με αυτούς που διευκολύνουν τη διαδικασία της μεγέθυνσης. Ο Ferreira da Silva (2002) χρησιμοποιώντας διαστρωματικά δεδομένα για την περίοδο 1960-1997 βρίσκει ότι οι δείκτες χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης σχετίζονται αρνητικά με το εύρος του οικονομικού κύκλου. Οι διακυμάνσεις του ΑΕΠ και των συστατικών του στοιχείων είναι πιο ήπιες σε χώρες με ανεπτυγμένο χρηματοπιστωτικό τομέα και αυξημένη πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα. Συνεπώς, δεν είναι τυχαία η σπουδή την οποία επέδειξαν οι οργανισμοί άσκησης πολιτικής για τη σταθεροποίηση και υποστήριξη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μετά την εκδήλωση της πρόσφατης παγκόσμιας κρίσης. Η ομαλή λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι μια σημαντική προϋπόθεση για την έξοδο από την ύφεση σε εθνικό και παγκόσμιο επίπεδο. Γενικότερα λοιπόν, από τη μια πλευρά το χρηματοπιστωτικό σύστημα συνεισφέρει στην εξομάλυνση του οικονομικού κύκλου και στην οικονομική μεγέθυνση, ενώ από την άλλη υπόκειται στους κινδύνους που δημιουργεί η ανεξέλεγκτη δράση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε συνθήκες ατελούς πληροφόρησης και στρεβλωμένων κινήτρων.

## 4. Ελληνική οικονομία και εγχώριο τραπεζικό σύστημα

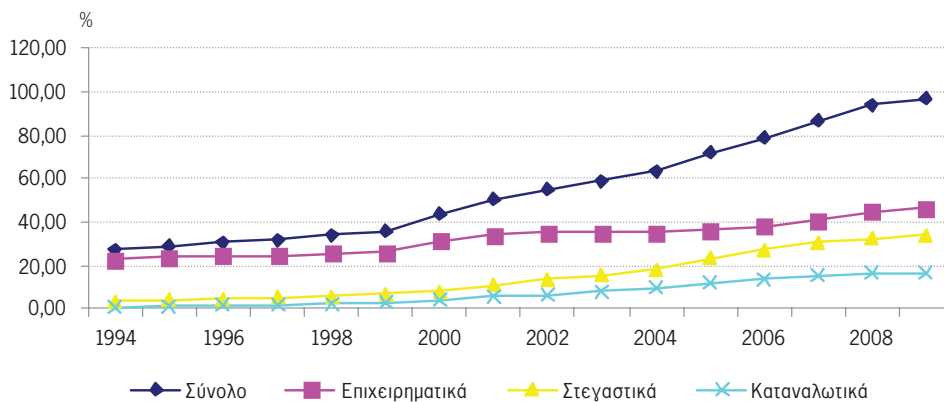
Η πορεία της ελληνικής οικονομίας από τα μέσα της δεκαετίας του '90 μέχρι το 2009, οπότε και εκδηλώθηκαν τα πρώτα σημάδια της εγχώριας ύφεσης που συνεχίζεται με εντεινόμενους ρυθμούς, χαρακτηρίστηκε από υψηλούς ρυθμούς μεγέθυνσης οι οποίοι υπερέβαιναν σημαντικά τους αντίστοιχους των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ). Το αναπτυξιακό πρότυπο στηρίχτηκε στην τόνωση της εγχώριας κατανάλωσης και την ενίσχυση των επενδύσεων που σε μεγάλο βαθμό χρηματοδοτήθηκαν από εισροές κεφαλαίων από το εξωτερικό. Η επενδυτική δραστηριότητα κατευθύνθηκε κυρίως σε έργα υποδομών στους τομείς των μεταφορών, των τηλεπικοινωνιών, της ενέργειας και των κατασκευών.

Η συμμετοχή του τραπεζικού τομέα στην αναπτυξιακή αυτή διαδικασία ήταν σημαντική. Η πολιτική της σταδιακής και κατά φάσεις απελευθέρωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος που απέβλεπε στην κατάργηση υφιστάμενων διοικητικών ρυθμίσεων επέδρασε σημαντικά στην αποτελεσματική λειτουργία του τραπεζικού συστήματος. Η πολιτική αυτή ουσιαστικά ξεκίνησε το 1987 και στη μεγαλύτερή της έκταση υλοποιήθηκε μέχρι και το 1994 (Garganas and Tavlas, 2001). Κατά συνέπεια, με την απελευθέρωση των τραπεζικών υπηρεσιών και την ένταξη του εγχώριου τραπεζικού τομέα στο χρηματοοικονομικό σύστημα της ζώνης του ευρώ, η διαμεσολαβητική δραστηριότητα των τραπεζών παρουσίασε ταχύτατη ανάπτυξη. Η αποτελεσματικότητα της λειτουργίας των τραπεζών και η παραγωγικότητά τους αυξήθηκε σημαντικά. Για παράδειγμα, οι Chortareas et. al. (2009) εκτιμούν ότι κατά την περίοδο 1998-2003 η αποτελεσματικότητα κόστους αυξήθηκε κατά 4,3% και η αποτελεσματικότητα σε όρους κερδών κατά 93%. Επιπλέον, η παραγωγικότητά τους, μετρούμενη με έναν δείκτη Malmquist, αυξήθηκε κατά 15%.

Κατά την περίοδο 1994-2009 (Διάγραμμα 1), η συνολική χρηματοδότηση του εγχώριου ιδιωτικού μη τραπεζικού τομέα ως ποσοστό του ΑΕΠ υπερτριπλασιάστηκε (από 27,1% το 1991 σε 97,0% το 2009). Ιδιαίτερα έντονη άνοδο σημείωσε η χρηματοδότηση των νοικοκυριών. Η στεγαστική πίστη ως ποσοστό του ΑΕΠ από 3,8% το 1994 διαμορφώθηκε στο 33,9% το 2009, ενώ η καταναλωτική πίστη ως ποσοστό του ΑΕΠ από 0,9% το 1994 έφτασε το 16,5% το 2009. Η τραπεζική χρηματοδότηση προς τις επιχειρήσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ περίπου διπλασιάστηκε (από 22,5% το 1994 σε 46,7% το 2009).

<sup>9</sup> Οι προ/αντί κυκλικές ιδιότητες του κανονιστικού πλαισίου των τραπεζών εξετάζονται εκτενώς στο πλαίσιο μιας διαφορετικής βιβλιογραφίας.



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1** Τραπεζικά δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα ( ποσοστό % ΑΕΠ)

ΠΗΓΗ: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛ.ΣΤΑΤ. και Τράπεζας της Ελλάδος

Οι εξελίξεις αυτές είχαν ως αποτέλεσμα ο λόγος δανείων προς ΑΕΠ να προσεγγίσει τον αντίστοιχο της ευρωζώνης (βλ. Πίνακα 1). Η σύγκλιση αυτή ήταν ιδιαίτερα έντονη στα καταναλωτικά και στεγαστικά δάνεια λόγω της θεαματικής ανόδου των δανείων στους ιδιώτες.

Εκτός από τις παραδοσιακές δραστηριότητες της άντλησης καταθέσεων και της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, μεγάλη ώθηση δόθηκε στην προσφορά εξειδικευμένων τραπεζικών προϊόντων. Η ευελιξία που παρείχαν τα νέα προϊόντα διέυρνε τις επιλογές των επιχειρήσεων και νοικοκυριών ως προς την κάλυψη των αναγκών τους. Η διέυρυνση των τραπεζικών καταθέσεων, που αποτελούσαν σημαντικό μέσο τοποθέτησης των ιδιωτικών αποταμιεύσεων, συνοδεύτηκε από την εξαπλώση νέων επενδυτικών και αποταμιευτικών προϊόντων που προσφέρουν εναλλακτικούς συνδυασμούς αποδόσεων και ανάληψης κινδύνων. Οι καταθέσεις εγγυημένου κεφαλαίου, τα αμοιβαία κεφάλαια και τα τραπεζοασφαλιστικά προϊόντα αποτελούν χαρακτηριστικά παραδείγματα προϊόντων, η προσφορά των οποίων συνδυάστηκε με διέυρυνση της ποικιλίας τους, προκειμένου να καλύψουν τις ανάγκες επιμέρους κατηγοριών επενδυτών.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1** Δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα στην Ελλάδα και την ευρωζώνη (ποσοστό % ΑΕΠ)

ΕΤΟΣ	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ		ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΑ		ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ		ΣΥΝΟΛΟ	
	Ελλάδα	Ευρωζώνη	Ελλάδα	Ευρωζώνη	Ελλάδα	Ευρωζώνη	Ελλάδα	Ευρωζώνη
1998	34,0	41,8	5,8	24,2	2,5	6,6	34,0	82,6
2009	46,7	64,9	33,9	39,5	16,5	15,6	97,0	120,0

ΠΗΓΗ: ΕΛ.ΣΤΑΤ., Τράπεζα της Ελλάδος, AMECO

Στον τομέα της επιχειρηματικής πίστης δόθηκε έμφαση στη συνολική εξυπηρέτηση των επιχειρήσεων και στη διέυρυνση των δυνατοτήτων για κάλυψη των αναγκών τους. Σημειώθηκε απλοποίηση των διαδικασιών στις συναλλαγές των επιχειρήσεων με τις τράπεζες και ευρύτατη εξαπλώση νέων χρηματοδοτικών εργαλείων που επιτρέπουν την εξυπηρέτηση των αναγκών των επιχειρήσεων χωρίς υπέρμετρη επιβάρυνση της ρευστότητάς τους. Στα πλαίσια αυτά σημαντική εξαπλώση σημείωσαν η χρηματοδοτική μίσθωση (leasing) που επιτρέπει τη χρήση μηχανολογικού εξοπλισμού και διαρκών αγαθών με σταδιακή αποπληρωμή, καθώς και η πρακτόρευση επιχειρηματικών απαιτήσεων (factoring) που ικανοποιεί την ανάγκη για ρευστότητα μέσω της προεξόφλησης εσόδων. Επιπλέον, η διέυρυνση της ποικιλίας των εναλλακτικών προϊόντων στεγαστικής και

καταναλωτικής πίστης που έλαβε χώρα, κατέστησε δυνατή τη διαχρονική κατανομή της δαπάνης των νοικοκυριών ανάλογα με τις ροές των προσδοκώμενων μελλοντικών τους εισοδημάτων, χωρίς να απαιτείται προγενέστερη αποταμίευση για την κάλυψη της απαιτούμενης δαπάνης.

Τέλος, πέρα από τη βελτίωση της εξυπηρέτησης των πελατών μέσω της προσφοράς εξειδικευμένων προϊόντων μέσω των καταστημάτων, σημαντική πρόοδος σημειώθηκε και στην προώθηση εναλλακτικών δικτύων διανομής. Η πρόσβαση σε τραπεζικές υπηρεσίες έγινε αποτελεσματικότερη χάρη στη χρήση νέων τεχνολογιών που συνέβαλαν στην προώθηση των Αυτόματων Ταμειολογιστικών Μηχανών (ΑΤΜ), της τηλεφωνικής τραπεζικής και της τραπεζικής μέσω διαδικτύου. Παράλληλα, η τεχνολογική αναβάθμιση των ελληνικών τραπεζών ενίσχυσε ποικιλοτρόπως την αποτελεσματικότητά τους, καθώς, εκτός από την αναβάθμιση της ποιότητας των προϊόντων και υπηρεσιών που προσφέρουν, συνέβαλε στον εκσυγχρονισμό της εσωτερικής λειτουργίας τους και τη βελτίωση της παραγωγικότητάς τους.

Η κρίση που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία συνδέεται κυρίως με τα χρόνια προβλήματα και ανισοροπίες που έχουν συσσωρευτεί και, δευτερευόντως μόνο, είναι αποτέλεσμα των επιπτώσεων της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης. Η ένταση της κρίσης, μεταξύ άλλων, είναι άμεση απόρροια της διόγκωσης του δημοσιονομικού ελλείμματος και του δημόσιου χρέους σε επίπεδα που είναι δύσκολο να ελεγχθούν. Η επιδείνωση των δημοσιονομικών επιδόσεων οφείλεται στη μη έγκαιρη και συστηματική λήψη μέτρων που ήταν απαραίτητα για τη συγκράτηση του ήδη υπέρογκου δημόσιου χρέους και τη μη εμπέδωση πολιτικών που θα εξασφάλιζαν συνθήκες συνετούς δημοσιονομικής διαχείρισης. Η επιβάρυνση των δαπανών για κοινωνική ασφάλιση, η χαμηλή αποδοτικότητα των δημοσίων δαπανών και η εκτεταμένη παραοικονομία και φοροδιαφυγή δημιούργησαν μια ιδιαίτερα δυσμενή δημοσιονομική κατάσταση που συνέβαλε στη διαμόρφωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα (2009:126%).

Είναι προφανές ότι εξάλειψη των μακροοικονομικών ανισοροπιών απαιτεί, πέρα από την προσήλωση στη δημοσιονομική πειθαρχία, την προσαρμογή προς ένα νέο διατηρήσιμο αναπτυξιακό πρότυπο. Η αναπτυξιακή δυναμική της χώρας πρέπει να γίνει πιο εξωστρεφής, προκειμένου να επιτευχθούν χαμηλά ποσοστά ανεργίας και υψηλό βιοτικό επίπεδο. Η επίτευξη αυτού του στόχου απαιτεί τη μετατόπιση της παραγωγής σε τομείς με δυναμικά συγκριτικά πλεονεκτήματα.

Η αναπτυξιακή πορεία της ελληνικής οικονομίας κατά τα τελευταία χρόνια υπήρξε εσωστρεφής (Στουρνάρας και Αλμπάνη, 2008). Η εσωστρέφεια αυτή αντανακλάται στη διαχρονική υποχώρηση των καθαρών εξαγωγών ως ποσοστό του ΑΕΠ, την αντίστοιχη διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και τη σημαντική διόγκωση του εξωτερικού χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ κατά τα τελευταία χρόνια. Η δυσμενής αυτή εξέλιξη αποτυπώνεται στην υποχώρηση της εγχώριας αποταμίευσης ως ποσοστό του ΑΕΠ σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα<sup>10</sup> και, σε μεγάλο βαθμό, οφείλεται στη χαμηλή διεθνή ανταγωνιστικότητα των εγχωρίως παραγόμενων προϊόντων και υπηρεσιών. Στον τομέα της μεταποίησης η παραγωγική δομή και οι εξαγωγές της χώρας κυρίως αποτελούνται από προϊόντα χαμηλής και μεσαίας τεχνολογίας που ανταγωνίζονται τις εξαγωγές χωρών με χαμηλό κόστος, ενώ οι χώρες της ΕΕ εξειδικεύονται περισσότερο σε προϊόντα υψηλής και μεσαίας τεχνολογίας τα οποία ευνοούνται από τη διάρθρωση της διεθνούς ζήτησης. Η προσφορά υπηρεσιών στις οποίες εμφανίζουμε συγκριτικό πλεονέκτημα, όπως ο τουρισμός, υστερεί έναντι των ανταγωνιστών μας.

Η ύφεση που πλήττει την ελληνική οικονομία, πέρα από τις αρνητικές επιπτώσεις στα μακροοικονομικά μεγέθη, επηρεάζει δυσμενώς και τον τραπεζικό τομέα. Οι τράπεζες είναι αντιμέτωπες με προβλήματα άντλησης ρευστότητας από τις διεθνείς αγορές λόγω της υποβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου. Παράλληλα, το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων εμφανίζει ανοδική πορεία, γεγονός που έχει αρνητικές επιπτώσεις στους τραπεζικούς ισολογισμούς. Υπό τις συνθήκες αυτές, η διοχέτευση πόρων στην πραγματική οικονομία καθίσταται δυσχερής.

<sup>10</sup> Η υποχώρηση της εγχώριας αποταμίευσης, και κυρίως της ιδιωτικής, μπορεί να συνδέεται και με υπερχρέωση του ιδιωτικού τομέα ως αποτέλεσμα της χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης που προηγήθηκε. Ανάλογες απόψεις τεκμηριώνονται ευρέως στη διεθνή βιβλιογραφία (π.χ. King, 1994, Miles, 1992, Koskela et. al., 1992, Fry, 1993).

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η έντονη ανοδική πορεία των τραπεζικών δανείων κατά τη δεκαετία 1999-2008 (Πίνακας 1) έλαβε χώρα σε μια περίοδο χαμηλών επιτοκίων, ευνοϊκών προσδοκιών και ευφορίας λόγω της συμμετοχής της χώρας στην ευρωζώνη. Μπορεί να υποστηριχθεί ότι υπό τις συνθήκες αυτές οι τράπεζες, ανταποκρινόμενες στην υψηλή ζήτηση για δάνεια, υποεκτίμησαν τους κινδύνους μη εξυπηρέτησης των υποχρεώσεων της πελατείας τους, και δεν έδειξαν την απαιτούμενη αυτοσυγκράτηση υπό τον φόβο απώλειας μεριδίων αγοράς σε συνθήκες έντονου ανταγωνισμού. Ως αντίλογος στην άποψη αυτή, μεταξύ των άλλων μπορεί να προταθεί το ότι η μέτρηση του κινδύνου υπόκειται σε περιορισμούς, ιδιαίτερα σε περιόδους διαρθρωτικών ανακατατάξεων, όπως αυτή που ακολούθησε την είσοδο της χώρας στη ζώνη του ευρώ. Κατά τη διάρκεια τέτοιων περιόδων είναι εξαιρετικά δυσχερής η διάκριση μεταξύ παροδικών και μονιμότερων εξελίξεων, με αποτέλεσμα να περιορίζονται περαιτέρω οι δυνατότητες ορθής αξιολόγησης των κινδύνων.

Τα προβλήματα που αφορούν το ελληνικό τραπεζικό σύστημα δεν είναι μονοσήμαντα. Αντανακλούν τους μηχανισμούς αλληλεπίδρασης μεταξύ του χρηματοπιστωτικού τομέα και της πραγματικής οικονομίας που λειτουργούν με ιδιαίτερη ένταση υπό τις συνθήκες της παρούσας οικονομικής κρίσης. Η έξοδος από την οικονομική κρίση ευνοεί την αξιοποίηση νέων ευκαιριών. Κατά τη νέα αυτή πορεία, το εγχώριο τραπεζικό σύστημα μπορεί να αποτελέσει τον κινητήριο μοχλό για την ανάδειξη των συγκριτικών πλεονεκτημάτων και να διαδραματίσει πρωτεύοντα ρόλο στην ενεργοποίηση των αναπτυξιακών παραγόντων. Στον τομέα της επιχειρηματικής πίστης θα υπάρξουν προκλήσεις για μια πιο επιλεκτική πολιτική χρηματοδότησης προς κλάδους που ανταποκρίνονται στα συγκριτικά πλεονεκτήματα της ελληνικής οικονομίας. Οι επιχειρήσεις που θα ευνοηθούν μέσα από τη διαδικασία αυτή θα είναι εκείνες που συνδυάζουν τα παραδοσιακά συγκριτικά πλεονεκτήματα με καινοτομία και ποιότητα. Εκτός από τους παραδοσιακούς εξωστρεφείς κλάδους του τουρισμού, της ναυτιλίας, των τροφίμων κ.λπ., η ελληνική οικονομία παρουσιάζει σημαντικές αναπτυξιακές δυνατότητες σε μια σειρά από προϊόντα και υπηρεσίες που ευνοούνται από τη γεωμορφολογία, το κλίμα και τη γεωγραφική της θέση.

Η προσαρμογή σε ένα νέο πιο εξωστρεφές οικονομικό περιβάλλον αποτελεί πρόκληση για τις ελληνικές τράπεζες. Οι ελληνικές τράπεζες έχουν επενδύσει σημαντικά ποσά σε τεχνολογικό εξοπλισμό και ανθρώπινο κεφάλαιο. Διαθέτουν σύγχρονα συστήματα διαχείρισης κινδύνων και την υποδομή για συλλογή και αξιοποίηση πληροφοριών που αφορούν το επιχειρηματικό και οικονομικό περιβάλλον. Αξιοποιώντας τα εφόδια αυτά έχουν τη δυνατότητα να διοχετεύουν τους πόρους που διαχειρίζονται κατά τρόπο αποδοτικό. Η χρηματοδότηση επιχειρήσεων και δραστηριοτήτων που ανταποκρίνονται σε ένα πιο εξωστρεφές αναπτυξιακό πρότυπο εξυπηρετεί τον στόχο για αποτελεσματική κατανομή και υψηλή αποδοτικότητα των κεφαλαίων του εγχώριου τραπεζικού συστήματος. Με την υιοθέτηση αποτελεσματικών συστημάτων πιστοδοτήσεων και διαχείρισης κινδύνων μπορούν να συμβάλλουν αποφασιστικά στην επιθυμητή και αποδοτική κατανομή των πόρων, προκειμένου η ελληνική οικονομία να βγει από την κρίση πιο ισχυρή.

## 4. Συμπεράσματα

Η ύπαρξη ανεπτυγμένων και αποτελεσματικών χρηματοοικονομικών και χρηματοπιστωτικών συστημάτων συμβάλλει καθοριστικά στη διαδικασία της οικονομικής μεγέθυνσης. Η άποψη έχει λάβει σημαντική υποστήριξη από πληθώρα εμπειρικών αναλύσεων που έχουν παρουσιαστεί στη διεθνή βιβλιογραφία. Επιπλέον, άλλες αναλυτικές προσεγγίσεις τονίζουν την προκυκλικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος η οποία μπορεί να οδηγήσει σε κρίσεις. Από την άλλη πλευρά, μια σειρά από πρόσφατες μελέτες αναδεικνύει τον ρόλο του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην εξομάλυνση των οικονομικών διακυμάνσεων και, ειδικότερα, στο εύρος και τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου. Η ελληνική οικονομία βρίσκεται σε ένα κρίσιμο σταυροδρόμι. Η επαναφορά σε θετικούς ρυθμούς μεγέθυνσης είναι απαραίτητη για την έξοδο από την κρίση και τη μετρίαση των παράπλευρων απωλειών της προσπάθειας δημοσιονομικής εξυγίανσης. Ένα εύρωστο χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελεί προϋπόθεση για την επίτευξη των στόχων αυτών. Για να επιτελέσει τον ρόλο αυτό το χρηματοπιστωτικό σύστημα θα πρέπει να εντοπιστούν και να ενθαρρυνθούν οι παράγοντες εκείνοι που διευκολύνουν την αναπτυξιακή του πτυχή και, ταυτόχρονα, μετριάσουν τους κινδύνους που δημιουργούνται σε συνθήκες ατελούς πληροφόρησης και στρεβλωμένων κινήτρων.

## Βιβλιογραφία

### Ελληνόγλωσση

Στουρνάρας, Γ. και Αλπιάνη Μ. (2008), «Η Ελληνική Οικονομία μετά την Κρίση: Αναζητώντας ένα Νέο Αναπτυξιακό Πρότυπο», Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (IOBE), Αθήνα.

### Ξενόγλωσση

Arestis, P., Chortareas G. and Desli E. (2006), "Financial Development and Productive Efficiency in OECD Countries: An Exploratory Analysis," *Manchester School*, University of Manchester, vol. 74(4), pp. 417-440.

Arestis, P., G. Chortareas and G. Magonis (2010), "The Growth-Financial Development nexus: A meta-analysis," *Working Paper, Cambridge Centre for Economics and Public Policy*.

Bagehot, W. (1873), *Lombard Street*, Homewood, IL : Richard D. Irwin, (1962 Edition).

Bernanke, Ben (2004), "The Great Moderation," Speech at the Meetings of the Eastern Economic Association, Washington, D.C., February 20.

Chortareas, G., J. G. Garza-Garcia and C. Girardone (2010), "Financial Deepening and Bank Productivity in Latin America", forthcoming, *European Journal of Finance*.

Chortareas, G., C. Girardone and A. Ventouri (2009), "Efficiency and Productivity of Greek Banks in the EMU Era," *Applied Financial Economics*, vol. 19(16), pp. 1317-1328.

Clarida, R., J. Gali and M. Gertler (2000), "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory," *Quarterly Journal of Economics*, 115, pp. 147-80.

Dolar, V. and C. Meh (2002), "Financial Structure and Economic Growth: A Non-Technical Survey," Working Paper 02-24, Bank of Canada.

Dynan, K. E., D. W. Elmendorf and D. E. Sichel (2006), "Can Financial Innovation Help Explain the Reduced Volatility of Economic Activity," *Journal of Monetary Economics*, 53, 2006, pp. 123-150.

Financial Stability Board (2009), "Addressing Financial System Procyclicality: a Possible Framework", Bank of International Settlements Note for the FSF Working Group on Market and Institutional Resilience, Financial Stability Board website, April.

Fry, M. J. (1993), "Financial Repression and Economic Growth". The Birmingham Business School, International Finance Group Working Paper (July).

Garganas, N. C. and G. S. Tavlas (2001), "Monetary Regimes and Inflation Performance". In *Greece's Economic Performance and Prospects*, R. C. Bryant, N. C. Garganas and G. S. Tavlas, eds, Bank of Greece and the Brookings Institution, 2001, pp. 43-102.

Goldsmith, R. W. (1969), *Financial Structure and Development*, New Haven, CT, Yale University Press.

Greenwald, B., J. E. Stiglitz and A. Weiss (1984), "Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations," *American Economic Review*, vol. 74(2), pp. 194-199.

Greenwood, J. and B. Jovanovic (1990), "Financial Development, Growth and the Distribution of Income," *Journal of Political Economy*, 98, pp. 1076-1107.

Hicks, J. (1969), *A Theory of Economic History*, Oxford: Clarendon Press.

Jenkinson, N., A. Penalver and N. Vause (2008), "Financial Innovation: What Have We Learnt?," *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q3, pp. 330-338.

Jermann, U. J. and V. Quadrini (2006), "Financial Innovations and Macroeconomic Volatility," CEPR Discussion Paper, No. 5727.

- Justiniano, A. and G. E. Primiceri (2008), "The Time-Varying Volatility of Macroeconomic Fluctuations," *American Economic Review*, vol. 98(3), pp. 604-41.
- International Monetary Fund (1998), *World Economic Outlook*, Washington D.C., IMF.
- Kahn, J. A., M., McConnell, G. Perez-Quiros (2002), "On the Causes of the Increased Stability of the U.S. Economy," *Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review*, 8, pp. 183-202.
- King, M. A. (1994), "Debt Deflation: Theory and Evidence," *European Economic Review*, 38, pp. 419-445.
- King, R. G. and R. Levine (1993a), "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right" *Quarterly Journal of Economics*, 108, pp. 717-38.
- King, R. G. and R. Levine (1993b), "Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence," *Journal of Monetary Economics*, 32, pp. 513-42.
- Koskela, R. L., H. A. Loikkanen and M. Viren (1992), "House Prices, Household Saving and Financial Market Liberalization in Finland," *European Economic Review*, 36, pp. 549-558.
- Levine, R. (2004), "Finance and Growth: Theory and Evidence", *NBER Working Paper*, No. 10766, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Levine, R., N. Loayza and T. Beck (2000a), "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes," *Journal of Monetary Economics*, 46, pp. 31-77.
- Levine, R., N. Loayza and T. Beck (2000b), "Finance and the Sources of Growth," *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 261-300.
- Lozano-Vivas, A. and J. T. Pastor (2006), "Banking and Economic Activity Performance: An Empirical Study at the Country Level," *The Manchester School*, 74 (4), pp. 469-482.
- Lucas, R. E. (1988), "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics* 22, pp. 3-42.
- McKinnon, R. I. (1973), *Money and Capital Economic Development*, Brookings Institution, Washington DC.
- Miles, D. (1992), "Housing Markets, Consumption and Financial Liberalization in the Major European Economies," *European Economic Review* 36, pp. 1093-1127.
- Minsky, H. P. (1982), *Can "It" Happen Again?*, M. E. Sharpe Inc., Armonk, New York.
- Pagano, M. (1993), "Financial Markets and Growth: An Overview," *European Economic Review* 37, pp. 613-622.
- Reinhart, C. M. and K. S. Rogoff (2009), "This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly", Princeton University Press.
- Rioja, F. and N. Valev (2004), "Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development", *Economic Inquiry* 42(1), pp. 27-40.
- Robinson, J. (1952), "The Generalization of the General Theory", In: *The Rate of Interest and Other Essays*, London: MacMillan.
- Schumpeter, J. A. (1912), *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung*, Leipzig: Dunker & Humblot, [The Theory of Economic Development, 1912, translated by R. Opie. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934].
- Shaw, E. S. (1973), *Financial Deepening Economic Development*, Oxford University Press, New York.
- Stock, J. H. and M. W. Watson (2002), "Has the Business Cycle Changed and Why?" in Mark Gertler and Kenneth Rogoff, eds, *NBER Macroeconomics Annual 2002*. Cambridge, MA: MIT Press, pp. 159-218.

