

# **ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ**

**ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

**Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής**

## **ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**«Διεθνείς Ροές Κεφαλαίων»**

Των φοιτητών

**ΤΡΟΥΛΛΙΝΟΣ ΕΥΑΓΓΕΛΟΣ Α.Μ. 5352**  
**ΑΝΔΡΕΑΚΗ ΙΩΑΝΝΑ-ΜΑΡΙΑ Α.Μ. 10403**  
**ΡΟΥΣΣΟΥ ΙΩΑΝΝΑ-ΜΑΡΙΑ Α.Μ. 12784**

Επιβλέπων: Αν. Καθηγητής Σταύρος Η. Αρβανίτης

Ηράκλειο,  
Μάρτιος 2021

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

**Σκοπός:** Η διερεύνηση της σημαντικότητας των ροών κεφαλαίου για την εύρυθμη λειτουργία του διεθνούς εμπορίου και του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, με έμφαση στις διεθνείς ροές κεφαλαίου της ελληνική οικονομίας από την ένταξη της στο ευρώ μέχρι και σήμερα.

**Μεθοδολογία:** Θεωρητική ανάλυση της διεθνούς αγοράς κεφαλαίου και των διεθνών τραπεζικών ιδρυμάτων ως διαμεσολαβητές του διεθνούς εμπορίου και εμπειρική διερεύνηση των ροών κεφαλαίου της ελληνικής οικονομίας.

**Ευρήματα:** Τα εμπειρικά μας ευρήματα ως προς την μελέτη και αξιολόγηση του Ισοζυγίου Πληρωμών της ελληνικής οικονομίας δείχνουν πως ένα διαχρονικά ελλειμματικό Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών, αναπόφευκτα θα οδηγήσει σε περιπέτειες μια μικρή ανοικτή οικονομία, ειδικά εντός μιας ατελούς νομισματικής ένωσης όπως η Ευρωζώνη, όπου δεν έχει τον έλεγχο της νομισματικής της πολιτικής και το μοντέλο χρηματοδότησης της εξαρτάται αποκλειστικά από τις διαθέσεις των αγορών. Η μόνη θετική εικόνα του ελληνικού Ισοζυγίου Πληρωμών παρουσιάζεται στο διαχρονικά πλεονασματικό Ισοζύγιο Υπηρεσιών, που στηρίζεται στους δυο βασικούς πυλώνες της ελληνικής οικονομίας, τον τουρισμό και την ναυτιλία.

**Περιορισμοί:** Η εμπειρική μας διερεύνηση αφορά την περιγραφική και διαγραμματική ανάλυση των μεγεθών του Ισοζυγίου Πληρωμών κατά το χρονικό διάστημα 2002 με 2019, με την χρήση ετήσιων παρατηρήσεων.

**Επιπτώσεις πολιτικής:** Η ελληνική οικονομία πρέπει να επιδιώξει την ανάπτυξη περισσότερων εξαγωγικών τομέων της, με σκοπό την αύξηση της παραγωγικής της δυναμικότητας και ανταγωνιστικότητας, εντός ενός μοντέλου ισόρροπης ανάπτυξης που δεν βασίζεται αποκλειστικά στην εξαγωγή υπηρεσιών.

## ABSTRACT

**Purpose:** The investigation of the importance of capital flows for the proper functioning of international trade and the global financial system, with emphasis on the international capital flows of the Greek economy from its accession to the euro until today.

**Methodology:** Theoretical analysis of the international capital market and international banking institutions as intermediaries of international trade and empirical investigation of international capital flows in the Greek economy.

**Findings:** Our empirical findings on the study and evaluation of the Balance of Payments accounts of the Greek economy show that a long-term current account deficit will inevitably cause troubles in a small open economy, especially within an imperfect monetary union such as the Eurozone, where it has no control over its monetary policy and its financing model depends solely on the stance of the markets. The only positive picture of the Greek BOP accounts is presented in the long-term surplus of Trade in Services, which is based on the two main pillars of the Greek economy, tourism and shipping.

**Limitations:** Our empirical investigation concerns the descriptive and diagrammatic analysis of the BOP accounts for the period between 2002 and 2019, using annual observations.

**Policy implications:** The Greek economy should seek to develop more of its export sectors, with a goal of increasing its production capacity and competitiveness, within a model of balanced growth that is not based solely on the export of services.

## Περιεχόμενα

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	2
ABSTRACT.....	3
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	6
ΜΕΡΟΣ Α: ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΘΕΜΕΛΙΩΣΗ.....	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.....	8
Διεθνής αγορά κεφαλαίου και τα οφέλη από το διεθνές εμπόριο.....	8
1.1 Πλεονεκτήματα διεθνών χρηματοπιστωτικών συναλλαγών.....	8
1.1.1 Διεθνής επιμερισμός κινδύνων.....	8
1.1.2 Διαχρονικό εμπόριο.....	9
1.1.3 Πειθαρχία.....	11
1.2 Προβλήματα των υπερεθνικών κεφαλαιαγορών στην πράξη.....	12
1.2.1 Επιβολή εφαρμογής συμβάσεων και προβλήματα πληροφόρησης.....	12
1.2.2 Απώλεια της αυτονομίας των οικονομικών πολιτικών.....	14
1.3 Το αδύνατο τρίγωνο: Κινητικότητα κεφαλαίων, συναλλαγματική ισοτιμία και νομισματική πολιτική.....	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.....	18
Διεθνής τραπεζική και διεθνής αγορά κεφαλαίου.....	18
2.1 Διεθνής Τραπεζική: Οφέλη και κίνδυνοι.....	18
2.2 Η γενική συμπεριφορά και η επίδραση των ροών κεφαλαίων.....	18
2.3 Η συμπεριφορά και η επίδραση των διασυνοριακών τραπεζικών ροών.....	21
2.4 Η συμπεριφορά και η επίδραση των ξένων τραπεζών.....	22
2.5 Συμπεριφορά των ξένων τραπεζών συγκριτικά των εγχωρίων.....	22
2.6 Επιπτώσεις των ξένων τραπεζών στις τοπικές τραπεζικές αγορές.....	24
2.7 Επιπτώσεις των ξένων τραπεζών στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.....	27
2.8 Η επίδραση της παρουσίας των ξένων τραπεζών στη συνολική εξωτερική χρηματοδότηση και την εγχώρια πίστωση.....	32
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.....	35
Θεσμικό πλαίσιο της διεθνούς τραπεζικής.....	35
3.1 Εισαγωγική αναφορά.....	35
3.2 Άνοιγμα τραπεζικής αγοράς και εμπόδια στο εμπόριο χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.....	35
3.2.1 Εμπόριο χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.....	35
3.2.2 Αλλαγές στο κανονιστικό πλαίσιο.....	36

3.3 Κανονισμοί που επηρεάζουν τις παγκόσμιες τράπεζες .....	38
3.4 Το χρηματοπιστωτικό αδύνατο τρίγωνο. ....	42
3.5 Καθολικισμός .....	42
3.6 Εδαφικότητα .....	43
3.7 Τελευταίες τάσεις και επιλογές .....	45
ΜΕΡΟΣ Β: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ.....	46
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 .....	46
Οι ροές κεφαλαίων στην Ελληνική οικονομία: 2002-2019. ....	46
4.1 Θεωρία Ισοζυγίου Πληρωμών .....	46
4.1.1 Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) .....	46
4.1.2 Το ισοζύγιο κεφαλαίων (Ι.Κ.) .....	47
4.1.3 Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών (ΙΧΣ) .....	48
4.1.4 Στατιστικές Διαφορές (ΣΔ) .....	50
4.2 Μεθοδολογία Έρευνας .....	51
4.3 Ισοζύγιο Πληρωμών.....	51
4.4 Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών .....	53
4.5 Ισοζύγιο Κεφαλαίων .....	56
4.6 Ισοζύγιο Χρηματοοικονομικών Συναλλαγών.....	57
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	62
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	64

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Αναγνωρίζεται ευρέως ότι οι διεθνείς ροές κεφαλαίων έχουν ουσιαστικές συνέπειες στην μακροοικονομική λειτουργία μιας οικονομίας. Η πρόσφατη ιστορία των χρηματοπιστωτικών κρίσεων μας έχει διδάξει ότι η ευπάθεια σε εξωτερικές διαταραχές μπορεί να διαφέρει σημαντικά ανάλογα με τον οικονομικό τομέα που λαμβάνει τις ροές κεφαλαίου. Για παράδειγμα, κατά τη διάρκεια της τελευταίας παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, ο ένοχος ήταν το εγχώριο χρέος των νοικοκυριών των ΗΠΑ που κατείχαν οι αμερικανικές και οι παγκόσμιες τράπεζες. Αντίθετα, στις κρίσεις χρέους των περιφερειακών ευρωπαϊκών χωρών της Ευρωζώνης, όπου τον πρωταγωνιστικό ρόλο είχε η Ελλάδα, ο υπερβολικός κρατικός δανεισμός και το τραπεζικό χρέος ήταν οι δύο βασικοί παράγοντες που οδήγησαν σε ξαφνική διακοπή των ροών προς τις συγκεκριμένες οικονομίες.

Η ελληνική κρίση χρέους έθεσε σε αμφιβολία το εγχείρημα του κοινού νομίσματος. Επομένως, ακολούθησε μια σχεδόν αναγκαστική διάσωση, η οποία συνοδεύτηκε από ένα εξωτερικά επιβεβλημένο πρόγραμμα προσαρμογής, το οποίο με τη σειρά του οδήγησε στη βαθύτερη και μεγαλύτερη ύφεση σύγχρονης ελληνικής ιστορίας. Οι αδυναμίες της ευρωζώνης, και ειδικότερα το γεγονός πως αποτελεί μια ατελή νομισματική ένωση, διαδραμάτισαν επίσης σημαντικό ρόλο στην ελληνική κρίση χρέους, εφόσον η χώρα μας ως μικρή οικονομία χαμηλής ανταγωνιστικότητας και χωρίς δικαίωμα άσκησης νομισματικής πολιτικής, βρέθηκε εγκλωβισμένη στο χρέος της, εξαιτίας των διαχρονικών μακροοικονομικών ανισοροπιών και των λανθασμένων πολιτικών του παρελθόντος.

Ο στόχος της εργασίας μας είναι αρχικά η μελέτη του θεωρητικού πλαισίου των διεθνών αγορών κεφαλαίου και των διεθνών τραπεζών στις οποίες στηρίζεται σε σημαντικό βαθμό το ελεύθερο διεθνές εμπόριο. Σε δεύτερο επίπεδο θέλαμε να μελετήσουμε τις ροές κεφαλαίου της ελληνικής οικονομίας σε πρακτικό επίπεδο μέσω των εθνικών λογαριασμών του Ισοζυγίου Πληρωμών.

Η μεθοδολογία μας βασίστηκε στην περιγραφική και διαγραμματική ανάλυση και αξιολόγηση των βασικών λογαριασμών του Ισοζυγίου Πληρωμών που καταγράφουν τις συναλλαγές και τις ροές κεφαλαίου μιας ανοικτής οικονομίας, δηλαδή του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών και

του Ισοζυγίου Χρηματοοικονομικών Συναλλαγών. Όπου το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών καταδεικνύει την παραγωγική δυναμικότητα και την εξωστρέφεια μιας οικονομίας, ενώ το Ισοζύγιο Χρηματοοικονομικών Συναλλαγών καταγράφει τις ροές κεφαλαίων που δημιουργούνται ως αποτέλεσμα των συναλλαγών της οικονομίας με το εξωτερικό. Τα δεδομένα της έρευνάς μας αφορούν ετήσιες παρατηρήσεις των επιμέρους στοιχείων του ελληνικού Ισοζυγίου Πληρωμών, με την περίοδο αναφοράς μας να βρίσκεται από το 2002 μέχρι το 2019.

Το βασικό συμπέρασμα της εργασίας μας από την μελέτη και αξιολόγηση του Ισοζυγίου Πληρωμών της ελληνικής οικονομίας είναι πως ένα διαχρονικά ελλειμματικό ΙΤΣ, λόγω κυρίως εμπορικών ελλειμάτων, αναπόφευκτα θα οδηγήσει αργά ή γρήγορα σε περιπέτειες μια μικρή ανοικτή οικονομία, ειδικά εντός μιας ατελούς νομισματικής ένωσης, όπου δεν έχει τον έλεγχο της νομισματικής της πολιτικής και το μοντέλο χρηματοδότησης της εξαρτάται αποκλειστικά από τις διαθέσεις των αγορών. Η μόνη θετική εικόνα του ελληνικού Ισοζυγίου Πληρωμών παραμένει διαχρονικά το Ισοζύγιο Υπηρεσιών, που στηρίζεται στα δύο δυνατά χαρτιά της ελληνικής οικονομίας, τον τουρισμό και την ναυτιλία. Όμως, όπως είδαμε στην πανδημία του 2020, τίποτα δεν πρέπει να θεωρείται δεδομένο και μένει να δούμε στην πράξη, πως και αν μπορεί να λειτουργήσει η ελληνική οικονομία, χωρίς την αναμενόμενη συνεισφορά του τουριστικού κλάδου.

Στο πρώτο κεφάλαιο της εργασίας μας αναλύουμε την διεθνή αγορά κεφαλαίου και τα οφέλη από το διεθνές εμπόριο. Στο συνέχεια, στο δεύτερο κεφάλαιο προχωράμε στην αναλυτική παρουσίαση της διεθνούς τραπεζικής στο πλαίσιο των διεθνών αγορών κεφαλαίου. Στο τρίτο κεφάλαιο αναφερόμαστε . Στο τέταρτο και τελευταίο κεφάλαιο γίνεται εμπειρική διερεύνηση των ροών κεφαλαίου της ελληνικής οικονομίας, κατά την περίοδο 2002-2019 και στο τέλος της εργασίας παραθέτουμε τα συμπεράσματα μας.

## ΜΕΡΟΣ Α: ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΘΕΜΕΛΙΩΣΗ

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

#### Διεθνής αγορά κεφαλαίου και τα οφέλη από το διεθνές εμπόριο

##### 1.1 Πλεονεκτήματα διεθνών χρηματοπιστωτικών συναλλαγών

Η οικονομική θεωρία δεν αφήνει καμία αμφιβολία για τα πιθανά πλεονεκτήματα των παγκόσμιων χρηματοπιστωτικών συναλλαγών. Οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές επιτρέπουν στους κατοίκους διαφορετικών χωρών να συγκεντρώνουν πλήθος κινδύνων, επιτυγχάνοντας μια πιο αποτελεσματική διαχείριση κινδύνου από ό,τι θα επέτρεπαν οι καθαρά εγχώριες αγορές. Επιπλέον, μια χώρα που υφίσταται μια προσωρινή ύφεση ή αντιμετωπίζει μια φυσική καταστροφή μπορεί να αντλήσει με ευκολία κεφάλαια από τις αγορές του εξωτερικού. Οι αναπτυσσόμενες χώρες, οι οποίες διαθέτουν σχετικά περιορισμένα κεφάλαια, μπορούν να δανειστούν για τη χρηματοδότηση επενδύσεων, προωθώντας έτσι την οικονομική τους ανάπτυξη. Σε παγκόσμιο επίπεδο, η διεθνής κεφαλαιαγορά διοχετεύει την παγκόσμια αποταμίευση στις πιο παραγωγικές χρήσεις, ανεξάρτητα από την τοποθεσία της επένδυσης. Ο άλλος κύριος δυναμικός ρόλος των διεθνών κεφαλαιαγορών είναι να πειθαρχήσουν τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής που θα μπορούσαν να μπουκνουν στον πειρασμό να εκμεταλλευτούν μια ελεγχόμενη εγχώρια κεφαλαιαγορά. Οι ριψοκίνδυνες οικονομικές πολιτικές, όπως ο υπερβολικός κρατικός δανεισμός ή η ανεπαρκής ρύθμιση των τραπεζών, μπορεί να προκαλέσουν κερδοσκοπικές εκροές κεφαλαίων και υψηλότερα εγχώρια επιτόκια σε ένα ανοιχτό χρηματοοικονομικό πλαίσιο λειτουργίας. Θεωρητικά, τουλάχιστον, ο φόβος των συγκεκριμένων επιπτώσεων θα πρέπει να λειτουργεί αποτρεπτικά στην εφαρμογή προβληματικών οικονομικών πολιτικών.

##### 1.1.1 Διεθνής επιμερισμός κινδύνων

Μια βασική λειτουργία μιας παγκόσμιας κεφαλαιαγοράς είναι να επιτρέπει στις χώρες να εμπορεύονται τους ατελείς εισοδηματικούς κινδύνους που αντιμετωπίζουν, μειώνοντας έτσι την παγκόσμια μεταβλητότητα της κατά κεφαλήν κατανάλωσης. Σε έναν θεωρητικό κόσμο δύο



οικονομιών, για παράδειγμα, μια καθαρή αλλαγή όρων εμπορίου αναδιανέμει το παγκόσμιο εισόδημα μακριά από τη χώρα της οποίας οι εξαγωγές είναι φθηνές πηγαίνοντας το στον εμπορικό της εταίρο. Ωστόσο, εάν οι χώρες ανταλλάσσουν μετοχές μεταξύ τους, η αναδιανεμητική επίδραση των διακυμάνσεων των όρων εμπορίου μειώνεται. Και οι δύο χώρες επωφελούνται από την ανταλλαγή, επειδή και οι δύο μπορούν να απολαύσουν ροές κατανάλωσης που είναι λιγότερο μεταβλητές στην ύπαρξη του διεθνούς εμπορίου. Αυτή η συγκέντρωση κινδύνων μπορεί να επιτευχθεί μέσω μιας ποικιλίας χρηματοπιστωτικών μέσων: μετοχές, άμεσες ξένες επενδύσεις και ασφαλιστικά συμβόλαια. Επιπλέον, πολλά παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα που βασίζονται σε ορισμένα από αυτά τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία αποτελούν επίσης αντικείμενο διεθνών συναλλαγών.

Η επίδραση των παγκόσμιων αγορών περιουσιακών στοιχείων στις αποφάσεις παραγωγής μπορεί να προσφέρει ακόμη μεγαλύτερα κέρδη από τη λειτουργία τους στην αποτελεσματικότερη κατανομή των εξωγενών κινδύνων κατανάλωσης. Σύμφωνα με τον Arrow (1970), η απλή εμπορία κινδύνων, είναι μόνο ένα μέρος της ιστορίας και από πολλές απόψεις το λιγότερο ενδιαφέρον μέρος. Η δυνατότητα μετατόπισης και ασφάλισης των κινδύνων, με την ευρύτερη έννοια, επιτρέπει στους οικονομικούς παράγοντες να ασκούν επικίνδυνες δραστηριότητες τις οποίες δεν θα αναλάμβαναν διαφορετικά. Σε ένα οικονομικό υπόδειγμα του Obstfeld (1994), η ικανότητα μεταφοράς κινδύνου σε μια παγκόσμια αγορά ωθεί τους επενδυτές να μεταφέρουν το κεφάλαιό τους προς πιο επικίνδυνες αλλά, κατά μέσο όρο, πιο κερδοφόρες δραστηριότητες. Το αποτέλεσμα είναι η αύξηση του μέσου ρυθμού αύξησης της παγκόσμιας παραγωγής και ενδεχομένως, υψηλότερα επίπεδα κοινωνικής ευημερίας, βάσει κατανάλωσης.

### 1.1.2 Διαχρονικό εμπόριο

Η λειτουργία επιμερισμού των κινδύνων των κεφαλαιαγορών είναι η βελτίωση της κατανομής των πόρων σε πλήθος τυχαίων εναλλακτικών καταστάσεων των αγορών. Αυτή η θεωρητική λειτουργία των αγορών, δεν χρειάζεται καμία δυναμική διάσταση, εφόσον οι κεφαλαιαγορές ανακατανέμουν τους πόρους με την πάροδο του χρόνου με τρόπους που μπορούν να αυξήσουν την αποτελεσματικότητα. Κατ' αρχήν, αυτή η λειτουργία ανακατανομής κινδύνου μπορεί να γίνει κατανοητή χωρίς αναφορά στην αβεβαιότητα, χρησιμοποιώντας ένα φανταστικό κόσμο

όπου υφίσταται τέλεια διορατικότητα. Σε έναν τέτοιο κόσμο, μια διεθνής κεφαλαιαγορά επιτρέπει στις χώρες να εξομαλύνουν με την πάροδο του χρόνου τις δυναμικές επιπτώσεις στην κατανάλωση των προβλέψιμων διακυμάνσεων του εισοδήματος. Μια χώρα της οποίας η παραγωγή είναι προσωρινά χαμηλή, για παράδειγμα, μπορεί να δανειστεί για τη στήριξη της κατανάλωσης, αποπληρώνοντας τα δάνεια αργότερα, με βάση την αναμενόμενη αύξηση της παραγωγής. Η ευκαιρία δανεισμού επιτρέπει μια περισσότερο σταθερή ροή κατανάλωσης συγκριτικά της αυτάρκειας.

Όπως και στην περίπτωση του επιμερισμού των κινδύνων, οι καθαρά διαχρονικές εμπορικές ευκαιρίες θα επηρεάσουν επίσης τις παραγωγικές δραστηριότητες που αναλαμβάνουν οι οικονομικοί παράγοντες, συμβάλλοντας περαιτέρω στην αποτελεσματικότητα ελλείψει στρεβλώσεων στις αγορές. Μια χώρα που έχει πλούσιες επενδυτικές ευκαιρίες, αλλά που παρουσιάζει σχετικά χαμηλή εθνική αποταμίευση, μπορεί να αξιοποιήσει τη διεθνή κεφαλαιαγορά για να εκμεταλλευτεί το επενδυτικό δυναμικό της, χωρίς να χρειαστεί να προχωρήσει σε μαζικές βραχυπρόθεσμες περικοπές στην κατανάλωση. Αντίθετα, οι χώρες με άφθονες αποταμιεύσεις αλλά πιο περιορισμένες επενδυτικές προοπτικές εγχωρίως μπορούν να κερδίσουν υψηλότερες αποδόσεις συγκριτικά με την εγχώρια αγορά. Τόσο οι δανειολήπτες όσο και οι δανειστές κερδίζουν όταν πραγματοποιούνται ροές κεφαλαίων προς τις πιο παραγωγικές χρήσεις παγκοσμίως. Ειδικότερα, οι αναπτυσσόμενες χώρες μπορούν να επενδύσουν περισσότερο από ό,τι θα μπορούσαν σε κατάσταση αυτάρκειας, ενώ ταυτόχρονα απολαμβάνουν υψηλότερη κατανάλωση και μισθούς. Επομένως, η διαδικασία οικονομικής σύγκλισης επισπεύεται από τις ροές κεφαλαίων από πλούσιες σε φτωχές χώρες.

Υπό συνθήκες αβεβαιότητας, ακόμη και οι ροές κεφαλαίου που δεν αφορούν την αγοραπωλησία περιουσιακών στοιχείων μπορούν να βοηθήσουν τις χώρες να μετριάσουν τις επιπτώσεις των κινδύνων που αντιμετωπίζουν. Οι χώρες που υφίστανται τυχαίες αλλά προσωρινές εισοδηματικές ελλείψεις, όπως οι αποτυχίες μιας σοδειάς, μπορούν να αμβλύνουν τις επιπτώσεις τους με δανεισμό από το εξωτερικό μέχρι να αντιμετωπιστεί το προσωρινής φύσης πρόβλημα. Η ικανότητα των δανείων να υποκαθιστούν εν μέρει την απουσία αγορών επιμερισμού του κινδύνου αντικατοπτρίζει απλώς το γεγονός ότι η οικονομία αντιμετωπίζει συνεχιζόμενη αβεβαιότητα. Ωστόσο, ο βαθμός μετατόπισης του κινδύνου που επιτρέπουν οι

αγορές δανείων είναι γενικά πολύ κατώτερος από ό, τι πραγματικά πλήρεις αγορές περιουσιακών στοιχείων θα επέτρεπε. Στην περίπτωση των τέλειων αγορών, οι χώρες θα απάλυναν κάθε ιδιοσυγκρασιακό κίνδυνο παραγωγής στις παγκόσμιες ασφαλιστικές αγορές, και ως εκ τούτου, μια ιδιοσυγκρασιακή διαταραχή για την εθνική παραγωγή δεν θα επηρέαζε καθόλου το εθνικό εισόδημα. Φυσικά, οι διεθνείς συναλλαγές που αφορούν περιουσιακά στοιχεία με τυχαίες αποδόσεις, όπως οι άμεσες ξένες επενδύσεις, μπορούν επίσης να χρησιμεύσουν για την εκμετάλλευση των ωφελειών του εμπορίου. Στην πραγματικότητα, το πεδίο εφαρμογής του παγκόσμιου εμπορίου περιουσιακών στοιχείων βρίσκεται μεταξύ των περιπτώσεων των δανείων κατά περίπτωση ανάγκης και των ολοκληρωμένων αγορών.

### 1.1.3 Πειθαρχία

Μια ανοικτή κεφαλαιαγορά μπορεί να επιβάλει πειθαρχία στις κυβερνήσεις που διαφορετικά θα μπορούσαν να ακολουθήσουν υπερβολικά επεκτατικές δημοσιονομικές ή νομισματικές πολιτικές ή να ανεχθούν χαλαρές χρηματοπιστωτικές πρακτικές από εγχώριους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Η προοπτική αύξησης των επιτοκίων και της φυγής κεφαλαίων μπορεί να αποθαρρύνει τα μεγάλα ελλείμματα του δημόσιου τομέα. Επίσης, η έντονη αντίδραση των συναλλαγματικών ισοτιμιών στις προσδοκίες των επενδυτών και στα επιτόκια μπορεί να περιορίσει τις πληθωριστικές νομισματικές κινήσεις.

Ο Tirole (2002) αναλύει τα αποτελέσματα πειθαρχίας στο επίκεντρο ενός πλαισίου για την ανάλυση των διεθνών οικονομικών μεταρρυθμίσεων, όπου σε ιστορικό πλαίσιο αναφοράς υπάρχουν σημαντικές ενδείξεις ότι κατά την περίοδο μέχρι το 1914, οι χώρες που προσχώρησαν στο διεθνές πρότυπο χρυσού ανταμείφθηκαν από το χαμηλότερο κόστος δανεισμού από το εξωτερικό. Επίσης, οι χώρες με χαμηλότερα δημόσια χρέη ανταμείφθηκαν ομοίως κατά τη διάρκεια του μεσοπολέμου στην δεύτερη εφαρμογή του πρότυπου χρυσού, κατά την περίοδο 1925-31. Σύμφωνα με τον Edwards (1986), τα εξωτερικά περιθώρια δανεισμού των αναπτυσσόμενων χωρών αντικατοπτρίζουν, τουλάχιστον εν μέρει, ορισμένα μακροοικονομικά θεμελιώδη στοιχεία.

Δυστυχώς, η πειθαρχία της αγοράς συχνά φαίνεται ανεπαρκής για να αποτρέψει την κακή οικονομική συμπεριφορά. Οι κεφαλαιαγορές μπορεί να ανεχθούν ασυνεπείς πολιτικές για σημαντικό χρονικό διάστημα και στη συνέχεια απότομα να αντιστρέψουν την θέση τους, επιβάλλοντας μια πιο σκληρή τιμωρία από ότι δικαιολογεί η προβληματική πολιτική που ακολουθήθηκε. Ενώ, σε ορισμένες περιπτώσεις, το άνοιγμα της κεφαλαιαγοράς έχει περιορίσει την δυνατότητα επιδίωξης αναμφισβήτητα επιθυμητών οικονομικών στόχων.

## 1.2 Προβλήματα των υπερεθνικών κεφαλαιαγορών στην πράξη

Σε έναν κόσμο πολλαπλών κυρίαρχων κρατών, μια ολοκληρωμένη παγκόσμια κεφαλαιαγορά συνδυάζει αναγκαστικά αρκετές διαφορετικές πολιτικές δικαιοδοσίες που μπορεί να διαφέρουν ως προς την οικονομική υποδομή, τα νομικά ιδρύματα και τον εμπορικό πολιτισμό τους, καθώς και στους εμπορικούς παράγοντες, όπως οι διαθέσιμοι παραγωγικοί συντελεστές, η τεχνολογία καθώς και οι προτιμήσεις. Η ύπαρξη πολιτικών οντοτήτων μικρότερων από την ίδια την αγορά μπορεί να περιορίσει την αποτελεσματικότητα της αγοράς και να καταστήσει την λειτουργία της αγοράς αντιπαραγωγική. Συνεπώς, κάθε συνολική εκτίμηση των καθαρών ωφελειών που παρέχει η παγκόσμια κεφαλαιαγορά πρέπει να λαμβάνει υπόψη την έκταση της αγοράς σε ορισμένα κυρίαρχα κράτη.

### 1.2.1 Επιβολή εφαρμογής συμβάσεων και προβλήματα πληροφόρησης

Ένα προφανές αρχικό πρόβλημα είναι η επιβολή εφαρμογής των χρηματοπιστωτικών συμβάσεων. Από αναλυτικής άποψης, τα οφέλη του δυναμικού εμπορίου χρηματοπιστωτικών συμβάσεων είναι ακριβώς ίδια με εκείνα που προκύπτουν από το στατικό εμπόριο αγαθών, όταν οι συμβάσεις μπορούν να επαληθευτούν και να επιβληθούν χωρίς κάποιο επιπλέον κόστος. Επομένως, βάσει αυτής της ισοδυναμίας τα αγαθά που διατίθενται σε διαφορετικές ημερομηνίες, ή που εξαρτώνται από διαφορετικές καταστάσεις, θα πρέπει να κατηγοριοποιηθούν ως ξεχωριστά αγαθά. Στις στατικές αναλύσεις εμπορίου, τουλάχιστον σε ένα φανταστικό - υποθετικό κόσμο χωρίς χρόνο αποστολής ή εμπορική πίστωση, δεν απαιτείται μια αρχική πληρωμή προκειμένου να εξασφαλισθεί μια μελλοντική. Επομένως, το ζήτημα της εμπιστοσύνης, το οποίο είναι κεντρικό για τις χρηματοπιστωτικές συναλλαγές, δεν λαμβάνεται

υπόψη στα στατικά παραδείγματα εμπορίου. Ωστόσο, στις δυναμικές χρηματοπιστωτικές αγορές του πραγματικού κόσμου το πρόβλημα είναι κυρίαρχο, εφόσον το συμβαλλόμενο μέρος που είναι ο πρώτος που λαμβάνει την πληρωμή μπορεί να έχει μειωμένα κίνητρα εκπλήρωσης της συμφωνίας αργότερα.

Το πρόβλημα της επιβολής είναι η εξασφάλιση επαρκών κινήτρων για την εκπλήρωση των συμβατικών υποχρεώσεων. Ενώ η εφαρμογή των συμβάσεων είναι ζωτικής σημασίας ακόμη και σε μια κλειστή οικονομία, γίνεται ακόμη πιο προβληματική στις συμβάσεις μεταξύ κατοίκων διαφορετικών χωρών. Εάν ένα μέρος της σύμβασης έχει κυρίαρχη ικανότητα δικαίου σε διαφορετική χώρα, τα ένδικα μέσα σε περίπτωση παραβίασης της σύμβασης μπορεί να είναι σχετικά περιορισμένα. Ακόμη και όταν όλα τα συμβαλλόμενα μέρη είναι ιδιωτικοί παράγοντες, μπορεί να είναι συγκριτικά δύσκολο να ασκηθεί αγωγή σε αλλοδαπά δικαστήρια ή να επιβληθούν εγχώριες δικαστικές αποφάσεις σε ξένους υπηκόους. Μερικές φορές, οι κυβερνήσεις θα αναλάβουν τα προβληματικά χρέη του εγχώριου ιδιωτικού τομέα τους, μετατρέποντας τα προβλήματα του ιδιωτικού τομέα σε προβλήματα δημόσιου χρέους. Σύμφωνα με τον Tirole (2002), το καθεστώς δικαίου και οι κρατικές παρεμβάσεις μπορούν να επηρεάσουν την προθυμία ή την ικανότητα των ιδιωτών να εκπληρώσουν τις συμβάσεις τους με αλλοδαπούς.

Η αποτελεσματικότητα των συμβάσεων περιορίζεται περαιτέρω από τις ασυμμετρίες πληροφόρησης, οι οποίες και πάλι είναι πιο σοβαρές σε ένα διεθνές περιβάλλον από ό,τι εντός των συνόρων ενός κράτους. Η διασυνοριακή παρακολούθηση μπορεί να είναι πιο δύσκολη από ό,τι σε ένα εσωτερικό πλαίσιο λόγω των διαφορών στα λογιστικά πρότυπα, τα νομικά συστήματα, την αποτελεσματικότητα των κυβερνητικών πολιτικών, τους μηχανισμούς ελέγχου και λοιπούς παράγοντες. Τόσο οι περιορισμοί επιβολής στην εφαρμογή των συμβάσεων όσο και οι ασυμμετρίες πληροφόρησης μειώνουν τις ωφέλειες τους διεθνούς εμπορίου, χωρίς απαραίτητα να τις εξαλείφουν πλήρως.

### 1.2.2 Απώλεια της αυτονομίας των οικονομικών πολιτικών

Οι κυβερνώντες, οι πολιτικοί, και οι ψηφοφόροι επιζητούν την ικανότητα κυρίαρχων και ανεξάρτητων επιλογών πολιτικής. Δηλαδή, επιθυμούν να αποφασίσουν τους στόχους της εσωτερικής πολιτικής, καθώς και τις πολιτικές που θα διαμορφώσουν το μέλλον του έθνους, του κράτους ή της περιφερειακής οντότητας. Τέτοιες επιθυμίες έρχονται συχνά σε σύγκρουση με υπερεθνικές αγορές που εκτείνονται πέρα από τα σύνορα της πολιτείας. Ειδικότερα, το άνοιγμα του χρηματοπιστωτικού τομέα, μπορεί να θέσει σε κίνδυνο την ικανότητα της δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής να επιτύχει τους απαραίτητους εθνικούς στόχους.

Πιο συγκεκριμένα, όταν το κεφάλαιο είναι ελεύθερο να μετακινηθεί μεταξύ διαφορετικών χωρών όταν έρθει αντιμέτωπο με φορολόγηση, τότε είτε το βάρος της παροχής κοινωνικών υπηρεσιών πρέπει να μετατοπιστεί προς τους εργαζόμενους, είτε οι υπηρεσίες αυτές πρέπει να μειωθούν. Ο φορολογικός ανταγωνισμός μεταξύ των κρατών μπορεί να οδηγήσει σε παγκόσμια καθοδική μείωση των φόρων κεφαλαίου, σε σημείο κάτω από τα πολιτικά επιθυμητά επίπεδα. Εν ολίγοις, η υπερβολική ελευθερία μετακίνησης κεφαλαίου δημιουργεί στις κυβερνήσεις ένα σκληρό δίλλημα επιλογής ανάμεσα στο μέγεθος του δημόσιου τομέα και στην δίκαιη αναδιανομή εισοδήματος μέσω κοινωνικών παροχών. Σύμφωνα με τον Mundell (1957), η κινητικότητα των κεφαλαίων μπορεί να υποκαταστήσει το εμπόριο με αποτέλεσμα να προκαλεί επιπτώσεις στην κατανομή του εισοδήματος παρόμοιες με εκείνες του εμπορίου. Επομένως, η μειωμένη ικανότητα της κυβέρνησης να επιτύχει τους στόχους αναδιανομής μπορεί να είναι ακόμη πιο επιζήμια για την κοινωνική συνοχή όταν υπάρχει υψηλή κινητικότητα κεφαλαίου.

Το άνοιγμα του χρηματοπιστωτικού συστήματος περιορίζει επίσης τις επιλογές των κυβερνήσεων ως προς και τις νομισματικές πολιτικές που μπορούν να ακολουθήσουν. Οι κυβερνήσεις δεν μπορούν να διατηρούν ταυτόχρονα ένα ελεύθερο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών, μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία και μια εγχώρια νομισματική πολιτική για εύλογο χρονικό διάστημα. Μπορούν να συνδυάσουν το πολύ δύο στοιχεία από αυτή τη λίστα των τριών. Αυτό το αδύνατο τρίγωνο μακροοικονομικής πολιτικής είναι κεντρικής σημασίας για την κατανόηση του τρόπου με τον οποίο η παγκόσμια κεφαλαιαγορά έχει εξελιχθεί με την πάροδο του χρόνου.

### 1.3 Το αδύνατο τρίγωνο: Κινητικότητα κεφαλαίων, συναλλαγματική ισοτιμία και νομισματική πολιτική

Είναι ένας τετριμμένος αλλά αληθινός ισχυρισμός της διεθνούς νομισματικής οικονομίας ότι η συναλλαγματική ισοτιμία είναι το σημαντικότερο μέγεθος μιας ανοικτής οικονομίας. Επομένως, οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών έχουν εκτεταμένες επιπτώσεις ακόμη και στις μεγαλύτερες οικονομίες του και έχουν γίνει όλο και περισσότερο η αιτία για δημόσια και επίσημη ανησυχία. Λόγω της κεντρικής σημασίας της, η συναλλαγματική ισοτιμία είναι, στις περισσότερες οικονομίες του κόσμου, βασικό μέσο ή στόχος της νομισματικής πολιτικής. Τουλάχιστον, είναι ένας πρωταρχικός δείκτης πολιτικής.

Μια ανοικτή κεφαλαιαγορά, ωστόσο, στερεί από την κυβέρνηση μιας χώρας τη δυνατότητα να στοχεύσει ταυτόχρονα τη συναλλαγματική της ισοτιμία και να χρησιμοποιήσει τη νομισματική πολιτική για την επίτευξη άλλων εσωτερικών οικονομικών στόχων. Για παράδειγμα, μια χώρα όπως η Δανία, η οποία προσαρτά τη συναλλαγματική ισοτιμία νομίσματός της, της κορώνας με το ευρώ. Δεδομένου ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά κατανοούν ότι η συναλλαγματική ισοτιμία δεν θα μετατεθεί κατά πολύ, τα ονομαστικά επιτόκια στη Δανία πρέπει να αντιστοιχούν σε αυτά της ευρωζώνης. Τα επιτόκια διατηρούνται σε ευθυγράμμιση με την δράση των *abritageurs* που δανείζονται μαζικά στο χαμηλό επιτόκιο και δανείζουν στο υψηλό επιτόκιο, όταν υπάρχει σιγουριά πως τα κέρδη τους δεν μπορούν να διαγραφούν από μια κίνηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Αλλά αυτή η ισότητα των επιτοκίων σημαίνει επίσης ότι η Δανία δεν μπορεί να ασκεί μια νομισματική πολιτική ανεξάρτητη από της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, που ασκεί την νομισματική πολιτική του ευρώ. Επομένως, τόσο η συναλλαγματική ισοτιμία όσο και το επιτόκιο, οι δύο πυλώνες για τις επιπτώσεις της νομισματικής πολιτικής, καθορίζονται εξωγενώς. Δεδομένου ότι η Δανία και όχι η ΕΚΤ προσαρτά τη συναλλαγματική της ισοτιμία της στο ευρώ, η κεντρική τράπεζα της Δανίας έχει πλέον μόνο έναν νομισματικό ρόλο: την διαφοροποίηση των υποχρεώσεων της, έτσι ώστε να αντισταθμίσει οποιαδήποτε αρχική μεταβολή της συναλλαγματικής αξίας της κορώνας έναντι του ευρώ.

Θεωρητικά, η Δανία θα μπορούσε να ανακτήσει μια ανεξάρτητη νομισματική πολιτική με δύο τρόπους. Εάν μπορούσε να απαγορεύσει όλες τις διασυνοριακές χρηματοπιστωτικές συναλλαγές, η Δανία θα αποσύνδεε επιτυχώς το επιτόκιο της από το επιτόκιο της Ευρωζώνης

και θα μπορούσε συγχρόνως να διατηρήσει μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία. Στην περίπτωση αυτή, η Δανία θα μπορούσε να μειώσει μονομερώς τα επιτόκιά της, για παράδειγμα, αλλά οι επενδυτές δεν θα έχουν πλέον το δικαίωμα να μεταφέρουν τα κεφάλαια τους εκτός Δανίας ως απάντηση στη διαφορά απόδοσης που προκύπτει. Οι πιέσεις στην αγορά συναλλάγματος θα περιορίζονταν στις απαιτήσεις σε ευρώ από δανούς εισαγωγείς και από εξαγωγείς στη Δανία που επιθυμούν να μετατρέψουν τα κέρδη τους σε ευρώ. Τυχόν συναλλαγματικές επιπτώσεις αυτών των εμπορικών απαιτήσεων για ευρώ, οι οποίες είναι πολύ μικρότερες από τις πιθανές απαιτήσεις που συνδέονται με τις διεθνείς χρηματοοικονομικές ροές, θα μπορούσαν κανονικά να αντισταθμιστούν από τις πωλήσεις των επίσημων συναλλαγματικών αποθεματικών σε ευρώ. Εναλλακτικά, η Δανία θα μπορούσε να διατηρήσει την ελεύθερη κυκλοφορία των ιδιωτικών κεφαλαίων, αλλά να επιτρέψει συγχρόνως την ελεύθερη διακύμανση της ισοτιμίας κορόνας-ευρώ. Στην περίπτωση αυτή, η Δανία θα ήταν ελεύθερη να μειώσει τα επιτόκιά της, αλλά αυτό θα είχε ως αποτέλεσμα η κορώνα να υποτιμηθεί έναντι του ευρώ.

Επομένως, το επιλεγμένο καθεστώς μακροοικονομικής πολιτικής μπορεί να περιλαμβάνει το πολύ δύο στοιχεία του «αδύνατου τριγώνου» οικονομικής πολιτικής, μεταξύ των:

α) πλήρη ελευθερία των διασυνοριακών κινήσεων κεφαλαίων

β) σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία

γ) ανεξάρτητη νομισματική πολιτική προσανατολισμένη προς τους εγχώριους στόχους.

Οι επιπτώσεις του αδύνατου τριγώνου είναι απλές αλλά έντονες. Εάν απαγορεύονται οι κινήσεις κεφαλαίων, στην περίπτωση που αποκλείεται το πρώτο στοιχείο τότε μια χώρα με σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία μπορεί να αποδεσμευτεί από τα ξένα επιτόκια και να ασκεί ανεξάρτητη νομισματική πολιτική. Ομοίως, μια κυμαινόμενη συναλλαγματική ισοτιμία, στην περίπτωση που αποκλείεται το δεύτερο στοιχείο, συνδυάζει την ελευθερία των διεθνών κινήσεων κεφαλαίων με την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής. Ωστόσο, η νομισματική πολιτική είναι ανίκανη να επιτύχει εγχώριους στόχους όταν η συναλλαγματική ισοτιμία είναι σταθερή και οι κινήσεις κεφαλαίων είναι ελεύθερες. Στην περίπτωση αυτή, το τρίτο στοιχείο αποκλείεται διότι οι παρεμβάσεις για τη στήριξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας



συνεπάγονται στη συνέχεια ροές κεφαλαίων που αντισταθμίζουν ισόποσα τις συγκεκριμένες ενέργειες νομισματικής πολιτικής που απειλούν να μεταβάλουν τα εγχώρια επιτόκια.

Η επιλογή μεταξύ σταθερών και κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών δεν θα πρέπει να θεωρείται απόλυτα διχοτομική, ούτε θα πρέπει να θεωρηθεί ότι η επιλογή ενός καθεστώτος κυμαινόμενης ισοτιμίας οδηγεί αναγκαστικά σε χρήσιμο βαθμό ευελιξίας της νομισματικής πολιτικής. Στην πραγματικότητα, ο βαθμός ευελιξίας των συναλλαγματικών ισοτιμιών βρίσκεται σε ένα συνεχές, με ζώνες-στόχους συναλλαγματικών ισοτιμιών, που βρίσκονται μεταξύ των άκρων των αμετάκλητα σταθερών και των ελεύθερα κυμαινόμενων. Όσο μεγαλύτερη είναι η προσοχή που δίνεται στη συναλλαγματική ισοτιμία, τόσο πιο περιορισμένη είναι η νομισματική πολιτική στην επιδίωξη άλλων στόχων. Η έννοια της ελεύθερα κυμαινόμενης ισοτιμίας είναι μια σχεδόν θεωρητική προσέγγιση, καθώς λίγες κυβερνήσεις είναι πρόθυμες να θέσουν νομισματική πολιτική χωρίς κάποιες εκτιμήσεις των επιπτώσεων της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Εάν οι συναλλαγματικές ισοτιμίες υπόκεινται σε καθαρά κερδοσκοπικούς κλυδωνισμούς που δεν σχετίζονται με τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη, και εάν οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής ενδιαφέρονται να αντιμετωπίσουν αυτές τις κινήσεις, τότε ο νομισματικός έλεγχος θα τεθεί σε κίνδυνο. Το σενάριο αυτό υποκίνησε την πρόταση του James Tobin για έναν φόρο επί των ροών κεφαλαίων, γνωστό ως φόρο Tobin. Στη πράξη όμως, οι μεγάλες βιομηχανικές χώρες που διατηρούν κυμαινόμενα ισοτιμίες φαίνεται να τον βλέπουν ως μια εξαιρετικά ακριβή λύση με αβέβαιες ωφέλειες.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### Διεθνής τραπεζική και διεθνής αγορά κεφαλαίου

#### 2.1 Διεθνής Τραπεζική: Οφέλη και κίνδυνοι

Το κεφάλαιο αυτό εξετάζει τις μελέτες σχετικά με τα οφέλη και τους κινδύνους των ροών κεφαλαίων εν γένει και των διασυνοριακών τραπεζικών ροών και της παρουσίας των ξένων τραπεζών ειδικότερα. Εξετάζει επίσης τις αλληλεπιδράσεις μεταξύ των διασυνοριακών τραπεζικών ροών και της παρουσίας ξένων τραπεζών. Υπογραμμίζει τον τρόπο με τον οποίο η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 έχει οδηγήσει σε σημαντικό αριθμό νέων μελετών, με πρόσθετα ευρήματα και ερμηνείες σε προγενέστερες μελέτες.

#### 2.2 Η γενική συμπεριφορά και η επίδραση των ροών κεφαλαίων

Για να αξιολογηθούν οι επιπτώσεις των συνεχιζόμενων αλλαγών στις παγκόσμιες τραπεζικές συναλλαγές ως προς τα οφέλη που προσφέρουν και το πραγματικό κόστος τους, θα ξεκινήσουμε με τα ευρήματα της εκτεταμένης βιβλιογραφίας για την χρηματοπιστωτική παγκοσμιοποίηση και να εξετάσουμε πώς έχει εξελιχθεί με την πάροδο του χρόνου. Ήταν σαφές ακόμη και πριν από την εμφάνιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 ότι η χρηματοπιστωτική παγκοσμιοποίηση έχει ταυτόχρονα οφέλη και κινδύνους.

Εννοιολογικά, τα πιθανά οφέλη σύμφωνα με τους Kose et al. (2009), είναι πρωτίστως, ότι το κεφάλαιο κατανέμεται σε παγκόσμιο επίπεδο πιο αποτελεσματικά και ότι η κατανομή των κινδύνων ενισχύεται. Η εξωτερική χρηματοδότηση μπορεί να αυξηθεί με έναν πιο ανοικτό λογαριασμό κεφαλαίου και η κατανομή των εγχώριων πόρων μπορεί να βελτιωθεί με την εισαγωγή καλύτερης τεχνογνωσίας και δεξιοτήτων και τη βελτίωση της πρόσβασης σε εξειδικευμένη τεχνολογία, όπως για τη εμπορική χρηματοδότηση. Οι πιέσεις από ξένα κεφάλαια ενδέχεται να αυξάνουν την δημοσιονομική πειθαρχία στη μακροοικονομική και χρηματοπιστωτική διαχείριση των υπευθύνων χάραξης οικονομικής πολιτικής, ενώ η είσοδος ξένων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μπορεί να συμβάλει στην ενίσχυση του ανταγωνισμού και στην αναβάθμιση της ρύθμισης και της εποπτείας.

Οι εξελίξεις αυτές μπορεί να οδηγήσουν, άμεσα και έμμεσα, σε περισσότερα κεφάλαια και χρηματοδότηση, σε μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα κατανομής, πετυχαίνοντας έτσι υψηλότερη οικονομική ανάπτυξη. Ενώ, από άποψης οικονομικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, οι κίνδυνοι μπορούν να εξαχθούν και να διαμοιραστούν πιο αποτελεσματικά.

Ωστόσο, υπάρχουν πάντα λόγοι για τους οποίους απαιτείται προσοχή στην διαχείριση των κινδύνων που δημιουργούνται. Ο δανεισμός από το εξωτερικό συνοδεύεται από δικούς του ειδικούς κινδύνους, όπως η αύξηση των συναλλαγματικών ανοιγμάτων και άλλες αναντιστοιχίες. Στο βαθμό που η παγκόσμια χρηματοδότηση εμφανίζει υψηλότερη θετική συσχέτισή με τον οικονομικό κύκλο συγκριτικά με την εγχώρια χρηματοδότηση, ο κίνδυνος εμφάνισης έντονης ανάπτυξης που ακολουθείται από επεισόδια απότομης ύφεσης μπορεί να αυξηθεί. Ένας αυξημένος ρόλος των ξένων χρηματοπιστωτικών αγορών και ιδρυμάτων μπορεί μειώσει την αξία των εγχώριων χρηματοπιστωτικών θεσμών και ενδεχομένως να επηρεάσει αρνητικά τη συνολική εγχώρια χρηματοδότηση. Επίσης, οι συστημικοί κίνδυνοι μπορούν να εισαχθούν, όπως για παράδειγμα όταν ξένες τράπεζες που πλήττονται από διαταραχές στην εσωτερική τους αγορά, πρέπει να μειώσουν τη χορήγηση δανείων και να αποσυρθούν από τις εγχώρια αγορά.

Η άποψη πριν από την κρίση του 2008 ήταν ότι η ισορροπία μεταξύ των οφελών και των κινδύνων των ροών κεφαλαίων ήταν ευνοϊκή εφόσον μια χώρα πληρούσε ορισμένα ποιοτικά κριτήρια ως προς την λειτουργία της οικονομίας της. Ειδικότερα, η βιβλιογραφία ανέδειξε τους ακόλουθους παράγοντες: την καλή μακροοικονομική διαχείριση, το αναπτυγμένο και υγιές θεσμικό περιβάλλον, το άνοιγμα του εμπορίου και το σχετικά μεγάλο μέγεθος του χρηματοπιστωτικού τομέα. Για τις χώρες που πληρούσαν σε ικανοποιητικό βαθμό αυτά τα κριτήρια, η χρηματοπιστωτική παγκοσμιοποίηση θεωρήθηκε ότι μειώνει την χρηματοπιστωτική αστάθεια και τον κίνδυνο εμφάνισης κρίσεων. Για τις υπόλοιπες χώρες που δεν πληρούσαν σε ικανοποιητικό βαθμό τα κριτήρια, δηλαδή τις λεγόμενες αναδυόμενες αγορές, η ισορροπία μεταξύ οφέλους και κινδύνου θεωρήθηκε λιγότερο ξεκάθαρη, ως προς το αν είναι πραγματικά συμφέρουσα. Σύμφωνα με το παράδοξο του Lucas, κατά τον Goktan (2015), διαπιστώθηκε στην πράξη πως οι αναδυόμενες οικονομίες δεν λαμβάνουν απαραίτητα υψηλότερη εξωτερική

χρηματοδότηση, ενώ ήταν πλήρως εκτεθειμένες στην εισαγωγή επεισοδίων παγκόσμιας χρηματοοικονομικής αστάθειας στην οικονομία τους.

Η διάκριση μεταξύ ανεπτυγμένων και αναδυόμενων οικονομιών δεν αποδείχθηκε έγκυρη πριν την κρίση του 2008, εφόσον οι ροές κεφαλαίων δεν φάνηκε να οδηγούν απαραίτητα σε οικονομική ανάπτυξη για χώρες που ήταν κατά τα άλλα αρκετά ανεπτυγμένες, όπως και κατά τη διάρκεια της κρίσης του 2008, όπου οι ροές κεφαλαίων ήταν πολύ ευμετάβλητες και ασταθείς για όλες τις οικονομίες. Στη συνέχεια, η έρευνα επικεντρώθηκε περισσότερο στην κατανόηση των παραγόντων πίσω από τη χαμηλή επίδραση ανάπτυξης των μεγάλων εισροών κεφαλαίων, με τους Benigno et al. (2015) να τονίζουν την εσφαλμένη κατανομή των εισερχόμενων κεφαλαίων προς μη εμπορεύσιμα στοιχεία, όπως η ακίνητη περιουσία, ενώ οι Gorinath et al. (2017) βρίσκουν λανθασμένη προτίμηση προς τον μεταποιητικό τομέα όσον αφορά τη Νότια Ευρώπη.

Από άποψη της μεταβλητότητας των ροών κεφαλαίων, οι μελέτες πλέον επικεντρώνονται, εκτός από τις διαφορές μεταξύ ακαθάριστων και καθαρών ροών και στις διακυμάνσεις στους τύπους και τους προορισμούς και στις ακριβείς πηγές χρηματοδότησης (βάσεις των επενδυτών) ως σημαντικούς παράγοντες επίδρασης της μεταβλητότητας. Πιο συγκεκριμένα, οι Raddatz και Schmukler (2012) και Puy (2016) βρίσκουν ότι οι ροές διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων —ιδίως προς και από τις αναδυόμενες αγορές— τείνουν να είναι εξαιρετικά προκυκλικές με τις οικονομικές συνθήκες των χωρών προέλευσης των κεφαλαίων και συχνά ανεξάρτητες από τα θεμελιώδη οικονομικά στοιχεία των χωρών που προωθούνται οι εισροές κεφαλαίων. Επίσης, οι Jotikasthira et al. (2012) διαπιστώνουν ότι διαταραχές χρηματοδότησης στην χώρα προέλευσης των κεφαλαίων μπορούν να προκαλέσουν αιφνίδιες έντονες πωλήσεις σε χώρες που περιλαμβάνονται στα χαρτοφυλάκια παγκόσμιων αμοιβαίων κεφαλαίων, ιδίως στις αναδυόμενες αγορές. Συνεπώς, ενώ πριν από την κρίση του 2008 η επίδραση των ροών κεφαλαίων στην πραγματική οικονομία και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα είχε διαφανεί ως περίπλοκη γενικότερα, τα γεγονότα που ακολούθησαν την κρίση έχουν προσθέσει κάποιες περαιτέρω επιφυλάξεις στην πραγματική επίδραση τους.

### 2.3 Η συμπεριφορά και η επίδραση των διασυνοριακών τραπεζικών ροών

Μια πτυχή των τραπεζικών ροών που επισημαίνεται εδώ και αρκετό καιρό είναι πως η μεταβλητότητα τους μπορεί να είναι υψηλότερη από εκείνη άλλων ροών κεφαλαίου. Σύμφωνα με τους Claessens et al. (1995), διαπιστώθηκε ότι οι τραπεζικές κεφαλαιακές ροές δεν εμφανίζουν βασικές ιδιότητες χρονολογικών σειρών, όπως μεταβλητότητα ή εμμογή, και αμφισβήτησαν την κοινή πεποίθηση ότι οι βραχυπρόθεσμες τραπεζικές ροές εμφανίζουν υψηλή μεταβλητότητα. Ωστόσο, σε μια μεταγενέστερη μελέτη οι Levchenko και Mauro (2007), βρίσκουν ότι οι τραπεζικές ροές τείνουν να είναι πιο ευμετάβλητες συγκριτικά με άλλες κεφαλαιακές ροές και έχουν χαμηλή εμμογή, ιδίως στις αναδυόμενες αγορές. Κατά συνέπεια, έχει παρατηρηθεί υψηλότερη προκυκλικότητα των ροών χρέους σε σχέση με τα εγχώρια χρηματοοικονομικά μεγέθη, ιδίως για τις αναδυόμενες αγορές και τις αναπτυσσόμενες χώρες. Ειδικότερα, οι Contessi et al. (2013) αναλύουν τις δεύτερες στιγμές και τις κυκλικές ιδιότητες των κατανεμημένων ακαθάριστων ροών κεφαλαίων σε σχέση με τρεις μακροοικονομικές μεταβλητές: Το ΑΕΠ, τις Επενδύσεις και τα πραγματικά επιτόκια. Διαπιστώνουν πως στις περισσότερες χώρες οι ροές χρέους παρουσιάζουν την υψηλότερη μεταβλητότητα και πως οι εισροές χρέους είναι προκυκλικά συγχρονισμένες ως προς τις τρεις μακροοικονομικές μεταβλητές της μελέτης τους, με εξαίρεση τις προηγμένες χώρες.

Η κρίση του 2008 επιβεβαίωσε αλλά και αντέκρουσε ορισμένες από αυτές τις ιδιότητες. Οι προηγμένες χώρες, παρά το γεγονός πως διέθεταν καλύτερα μακροοικονομικά, χρηματοπιστωτικά συστήματα και θεσμικά πλαίσια, παρουσίασαν την ίδια ή και μεγαλύτερη αστάθεια στις ακαθάριστες και καθαρές τραπεζικές ροές όσο και οι αναδυόμενες αγορές. Η επιστροφή των κεφαλαίων προς τις χώρες προέλευσης ήταν γενική κατά τη διάρκεια της κρίσης του 2008, καθώς οι τράπεζες υποχώρησαν πίσω στις αναπτυσσόμενες οικονομικά χώρες, παρόλο που πολλές από αυτές αποτελούσαν τον κεντρικό πυρήνα των χωρών που χτυπήθηκαν χειρότερα από την χρηματοπιστωτική κρίση.

Ωστόσο, οι ροές προς τα τραπεζικά συστήματα, ιδίως εκείνες από άλλες τράπεζες, ήταν οι πιο ευμετάβλητες και μειώθηκαν περισσότερο μετά την κρίση του 2008, περισσότερο από τις ροές προς μη χρηματοπιστωτικές εταιρείες. Αυτή η μεγαλύτερη αστάθεια των τραπεζικών ροών έχει εν μέρει σχέση με το γεγονός ότι οι τράπεζες επηρεάζονται περισσότερο από τις συνθήκες της

παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής και νομισματικής πολιτικής. Οι Bruno και Shin (2015) αναλύουν τον τρόπο με τον οποίο οι διεθνώς ενεργές τράπεζες επεκτείνουν και μειώνουν τις συμβάσεις τους σε διασυνοριακές απαιτήσεις, εν μέρει ως απάντηση στις συνθήκες νομισματικής πολιτικής και τραπεζικού συστήματος σε προηγμένες χώρες. Παρομοίως, ο Cerutti (2015) δείχνει ότι οι ροές κεφαλαίων προς τις αναδυόμενες αγορές, οι οποίες βασίζονται περισσότερο στις διεθνείς τράπεζες είναι πιο ευαίσθητες στους παγκόσμιους οικονομικούς παράγοντες.

#### 2.4 Η συμπεριφορά και η επίδραση των ξένων τραπεζών

Το σημείο εκκίνησης για μια εμπειρική ανάλυση του ρόλου των ξένων τραπεζών και του κατά πόσον και πώς επηρεάζουν τα εγχώρια χρηματοπιστωτικά συστήματα και τις οικονομίες που δραστηριοποιούνται απαιτεί την σύγκριση τη συμπεριφορά τους με εκείνη των εγχώριων τραπεζών. Άρα, πρέπει να αναλυθεί αν οι ξένες τράπεζες και οι εγχώριες τράπεζες λειτουργούν με τον ίδιο ή διαφορετικό τρόπο, αν οι δραστηριότητες των ξένων τραπεζών συμπληρώνουν ή υποκαθιστούν τις δραστηριότητες των εγχώριων τραπεζών και αν παρέχουν τους ίδιους ή διαφορετικούς τύπους υπηρεσιών χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης. Στην συνέχεια μπορούν να γίνουν αναλύσεις σχετικά με το πώς η συμπεριφορά των ξένων τραπεζών επηρεάζει εκείνη των εγχώριων τραπεζών και το συνολικό εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Επίσης, θα πρέπει να διαπιστωθεί αν η παρουσία τους προωθεί την ύπαρξη ενός πιο αποτελεσματικού τραπεζικού συστήματος και πως επηρεάζουν την πραγματική οικονομία, δηλαδή πώς επηρεάζει η παρουσία των ξένων τραπεζών την πρόσβαση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών σε χρηματοδοτικά κεφάλαια. Τέλος, πρέπει να εξεταστούν οι δεσμοί μεταξύ της παρουσίας των ξένων τραπεζών και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, συμπεριλαμβανομένων των επεισοδίων έντονης ανάπτυξης ή ύφεσης και της αστάθειας των ροών κεφαλαίων.

#### 2.5 Συμπεριφορά των ξένων τραπεζών συγκριτικά των εγχωρίων

Οι ξένες τράπεζες διαφέρουν από τις εγχώριες τράπεζες όσον αφορά τα επιχειρηματικά τους μοντέλα, βάσει ανάλυσης των ισολογισμών τους, κυρίως σε θέματα φερεγγυότητας και ρευστότητας. Το πόσο κοινές είναι αυτές οι διαφορές και πώς ποικίλλουν ανάλογα με τη χώρα

στην οποία δραστηριοποιείται μια διεθνής τράπεζα, και ενδεχομένως βάσει χώρας προέλευσης της διεθνούς τράπεζα, είναι λιγότερο ξεκάθαρο. Χρησιμοποιώντας οικονομικές καταστάσεις, οι Claessens και van Horen (2012) βρίσκουν ότι στις προηγμένες χώρες, οι ξένες τράπεζες συμμετέχουν λιγότερο στις παραδοσιακές μορφές χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης όπως είναι οι καταθέσεις και ο δανεισμός και συμμετέχουν περισσότερο στην επενδυτική τραπεζική και σε άλλες λιγότερο παραδοσιακές μορφές τραπεζικής. Στις αναδυόμενες αγορές, ισχύει το ακριβώς αντίθετο, εφόσον οι ξένες τράπεζες τείνουν να δραστηριοποιούνται περισσότερο στον δανεισμό. Όσον αφορά το κεφάλαιο και τη ρευστότητα, οι ξένες τράπεζες γενικά τείνουν να έχουν χαμηλότερη κεφαλαιακή μόχλευση και να έχουν υψηλότερους δείκτες κεφαλαίου και ρευστότητας από ό,τι οι εγχώριες τράπεζες, δηλαδή είναι πιο συντηρητικές από τις εγχώριες τράπεζες. Ο ισχυρισμός πως οι παγκοσμίως ενεργές τράπεζες προσφέρουν αυξημένης ποιότητας διαμεσολάβηση βασίζεται περισσότερο σε μεμονωμένες μελέτες τραπεζών παρά σε μια γενική ανάλυση της αξίας των υπηρεσιών τους. Ωστόσο, σε μια πρόσφατη έρευνα, οι Claessens et al. (2017) βρίσκουν πως οι ξένες τράπεζες κατά περίπτωση διευκολύνουν το παγκόσμιο εμπόριο σε μεγαλύτερο βαθμό συγκριτικά με τις εγχώριες τράπεζες.

Οι διαφορές των ξένων και εγχωρίων τραπεζών όσον αφορά την σύνθεση των περιουσιακών τους στοιχείων, τις δομές χρηματοδότησης και τις δραστηριότητες τους, δείχνουν ότι οι επιδόσεις των ξένων τραπεζών διαφέρουν από τις επιδόσεις των εγχωρίων, με τις διαφορές αυτές να εξαρτώνται ανάλογα τη χώρα υποδοχής και την χώρα προέλευσης, καθώς και από άλλα τραπεζικά χαρακτηριστικά. Σε μια έρευνα για τις ΗΠΑ, οι Grosse και Goldberg (1991), βρίσκουν ότι οι ξένες τράπεζες αποδίδουν χειρότερα από τις εγχώριες αμερικανικές τράπεζες σε σημαντικό βαθμό. Παρομοίως, ο De Young (1995) διαπιστώνει πως οι ξένες τράπεζες παρουσιάζουν χαμηλότερες επιδόσεις των εγχωρίων τραπεζών σε χώρες υψηλού εισοδήματος. Για τις αναδυόμενες αγορές και τις αναπτυσσόμενες χώρες, τα ευρήματα ποικίλλουν.

Οι Claessens και Van Horen (2012), μελετώντας τις επιδόσεις των ξένων σε σχέση με τις εγχώριες τράπεζες σε 74 χώρες από το 1999 έως το 2006, διαπιστώνουν ότι οι ξένες τράπεζες, κατά μέσο όρο, υπερτερούν των εγχωρίων τραπεζών, με κερδοφορία περίπου 0,3% υψηλότερη από τη μέση κερδοφορία του 1,6%. Όμως, μπορεί να πάρει κάποιο χρονικό διάστημα για τις ξένες τράπεζες να ξεπεράσουν τις εγχώριες τράπεζες, όπως δείχνει η έρευνα του Correa (2009), οι

τράπεζες που αποκτήθηκαν από ξένους δεν αποδίδουν καλύτερα από τις εγχώριες τράπεζες στα πρώτα 2 χρόνια μετά την εξαγορά. Οι ξένες τράπεζες είναι ιδιαίτερα κερδοφόρες στις αναπτυσσόμενες χώρες και λιγότερο στις αναδυόμενες αγορές. Επίσης, σε χώρες όπου το εκτελεστικό κόστος της σύμβασης είναι σχετικά υψηλό ή η διαθεσιμότητα πληροφόρησης χαμηλή, οι ξένες τράπεζες είναι πιο κερδοφόρες. Σύμφωνα με τους Claessens και Lee (2003), η κερδοφορία είναι ιδιαίτερα υψηλή σε χώρες όπου οι ξένες τράπεζες δεν κυριαρχούν και όχι εκεί όπου κυριαρχούν. Οι ξένες τράπεζες από χώρες υψηλού εισοδήματος αποδίδουν επίσης καλύτερα, προτείνοντας την τεχνογνωσία και την προσβασιμότητα σε κεφάλαια ως παράγοντες. Επίσης, όταν η χώρα καταγωγής τους έχει την ίδια γλώσσα και παρόμοιο κανονισμό με τη χώρα υποδοχής ή είναι κοντά οι ξένες τράπεζες αποδίδουν καλύτερα, γεγονός που υποδηλώνει ότι η αμεσότητα διευκολύνει τη συλλογή ήπιων πληροφοριών και την μετάδοσή τους.

## 2.6 Επιπτώσεις των ξένων τραπεζών στις τοπικές τραπεζικές αγορές

Η γενική πεποίθηση πριν από την κρίση του 2008 ήταν ότι η επίδραση των ξένων τραπεζών στις χώρες υποδοχής ήταν ως επί το πλείστον θετική, με πολλαπλούς παράγοντες να προκαλούν αυτά τα οφέλη. Η παρουσία ξένων τραπεζών μπορεί να σημαίνει πρόσθετη εξωτερική χρηματοδότηση, ιδίως για δραστηριότητες που χρειάζονται παγκόσμια δίκτυα και εξειδικευμένες χρηματοδοτικές δεξιότητες, όπως η χρηματοδότηση του εμπορίου ή δραστηριότητες επενδυτικής τραπεζικής, καθώς και για συγκεκριμένους τύπους επιχειρήσεων, όπως μεγάλες πολυεθνικές εταιρείες. Η παρουσία των ξένων τραπεζών μπορεί να ενισχύσει τον ανταγωνισμό, οδηγώντας σε χαμηλότερα τραπεζικά έξοδα, υψηλότερη αποδοτικότητα και χαμηλότερο κόστος διαμεσολάβησης. Καθώς οι ξένες τράπεζες επιφέρουν βελτιώσεις στα προϊόντα που προσφέρουν μέσω χρήσης της τεχνολογίας και τεχνογνωσίας που διαθέτουν, μπορεί να προκύψουν δευτερογενείς επιπτώσεις στις εγχώριες τράπεζες, οδηγώντας σε καλύτερη συνολική χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση. Σύμφωνα με τον Mishkin (2007), οι ξένες τράπεζες μπορούν επίσης να πιέσουν τις κυβερνήσεις να βελτιώσουν το ρυθμιστικό πλαίσιο και την εποπτεία τους, να αυξήσουν τη διαφάνεια και γενικότερα να παίξουν καταλυτικό παράγοντα σε εσωτερικές μεταρρυθμίσεις, μεταξύ άλλων, βοηθώντας στη μείωση των αθέμιτων δεσμών μεταξύ τοπικών τραπεζών και πολιτικών παραγόντων. Όλες αυτές οι



βελτιώσεις μπορούν με τη σειρά τους να οδηγήσουν σε αύξηση της πρόσβασης σε χρηματοδότηση και βελτίωση των χρηματοοικονομικών επιδόσεων των δανειοληπτών.

Αρκετές εμπειρικές μελέτες έχουν τεκμηριώσει ορισμένες από αυτές τις επιδράσεις πριν από την κρίση του 2008, αν και συγκεκριμένα στοιχεία για δευτερογενείς επιπτώσεις είναι σχετικά σπάνια. Πιο συγκεκριμένα οι Berger et al. (2005), διαπίστωσαν ότι η μεγαλύτερη παρουσία των ξένων τραπεζών συμπίπτει με το χαμηλότερο συνολικό κόστος της εγχώριας χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης. Όσον αφορά τον ανταγωνισμό, οι Claessens και Laeven (2004) αποδεικνύουν ότι δεν απαιτείται μεγάλη παρουσία ξένων τραπεζών, αυτό που είναι πιο σημαντικό είναι ότι το τοπικό τραπεζικό σύστημα είναι προσβάσιμο, δηλαδή χωρίς περιορισμούς εισόδου. Ωστόσο, οι άμεσες και δευτερογενείς επιπτώσεις μπορεί να εξαρτώνται από τις συνθήκες στη χώρα υποδοχής. Σύμφωνα με τους Demirguc-Kunt et al. (2003), η μειωμένη ανάπτυξη και οι φραγμοί εισόδου φαίνεται να εμποδίζουν την αποτελεσματικότητα των ξένων τραπεζών. Επίσης, σύμφωνα με τους Claessens και Lee (2003) με την πιο περιορισμένη παρουσία, προκύπτουν λιγότερες δευτερογενείς επιπτώσεις, υποδηλώνοντας μια επίδραση ελάχιστου ορίου παρουσίας ξένων τραπεζών.

Επίσης, σύμφωνα με τους Martinez et al. (2004), υπάρχουν στοιχεία για δάνεια καλύτερης ποιότητας όταν υπάρχει μεγαλύτερη παρουσία ξένων τραπεζών, π.χ. χαμηλότερες προβλέψεις και δανειολήπτες με καλύτερες επιδόσεις. Ωστόσο, όσον αφορά την πρόσβαση στη χρηματοδότηση, τα αποτελέσματα διαφέρουν ανάλογα με τα τραπεζικά και εταιρικά χαρακτηριστικά. Οι Berger et al. (2004) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι μια μεγαλύτερη ξένη παρουσία οδηγεί σε μεγαλύτερη διαθεσιμότητα πιστώσεων για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Οι Clarke et al. (2001) διαπιστώνουν ότι η είσοδος σε ξένες τράπεζες βελτιώνει τις συνθήκες χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις όλων των μεγεθών, αν και οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις επωφελούνται περισσότερο, ενώ οι Brown et al. (2011) βρίσκουν στοιχεία για μεγαλύτερη πρόσβαση στη χρηματοδότηση μόνο για τις πιο διαφανείς επιχειρήσεις. Επίσης, οι Giannetti και Ongena (2012) βρίσκουν ότι η μεγαλύτερη παρουσία των ξένων τραπεζών αυξάνει την πιθανότητα όλων των τύπων επιχειρήσεων να αποκτήσουν πρόσβαση σε τραπεζικά δάνεια, παρόλο που οι μεγάλες και οι ξένες επιχειρήσεις είναι πιθανότερο να έχουν σχέση με μια ξένη τράπεζα και οι μικρές εγχώριες επιχειρήσεις με τις εγχώριες τράπεζες αντίστοιχα.

Μια ανησυχία είναι πως οι ξένες τράπεζες θα είναι ιδιαιτέρως επιλεκτικές στην επιλογή των καλύτερων εταιρειών για τις χορηγήσεις τους, επηρεάζοντας αρνητικά τη συνολική ιδιωτική πίστωση, δεδομένου ότι επιδεινώνουν το πιστωτικό σύνολο που απομένει για τις εγχώριες τράπεζες, ιδίως σε χώρες όπου ο δανεισμός βασίζεται στην διαχρονική συνεργασία με τον πελάτη. Πράγματι, οι Detragiache et al. (2008) διαπιστώνουν ότι στις χώρες χαμηλού εισοδήματος, όπου ο συνεργατικός δανεισμός εμφανίζει υψηλά επίπεδα, η μεγαλύτερη παρουσία των ξένων τραπεζών συνδέεται με λιγότερες συνολικές πιστώσεις.

Ωστόσο, οι Cull και Martinez-Peria (2010) βρίσκουν ότι η επίδραση αυτή εξαφανίζεται, ή ακόμη και αντιστρέφεται, μόλις συνυπολογιστεί η απόκτηση τραπεζών από ξένους λόγω προηγούμενης προβληματικής λειτουργίας. Οι Claessens και van Horen (2014), βρίσκουν αρνητική επίδραση της παρουσίας των ξένων τραπεζών στις ιδιωτικές πιστώσεις για τις αναπτυσσόμενες χώρες, ενώ δεν βρίσκουν αρνητικές επιπτώσεις στις αναδυόμενες αγορές και τις χώρες υψηλού εισοδήματος. Η αρνητική επίδραση εμφανίζεται επίσης μόνο όταν οι ξένες τράπεζες έχουν περιορισμένο μερίδιο αγοράς, η επιβολή των συμβάσεων είναι δαπανηρή και η παροχή πιστωτικής πληροφόρησης είναι περιορισμένη. Τα αποτελέσματα αυτά υποδηλώνουν ότι ορισμένα χαρακτηριστικά της αγοράς, και όχι το γενικό επίπεδο εισοδήματος, καθιστούν τις ξένες τράπεζες επιλεκτικές στην χορήγηση δανείων.

Επίσης, τα στοιχεία δείχνουν πως οι οικονομικές συνθήκες στις χώρες καταγωγής των τραπεζών είναι σημαντικές ως προς τον δανεισμό που προσφέρουν σε ξένες αγορές, συμπεριλαμβανομένου του ότι οι περιοριστικοί κανονισμοί μπορούν να κάνουν τις τράπεζες να αναζητήσουν κινδύνους στο εξωτερικό. Οι Ongena et al. (2013) βρίσκουν ότι τα χαμηλότερα εμπόδια εισόδου, οι αυστηρότεροι περιορισμοί στις τραπεζικές δραστηριότητες και οι υψηλότερες ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις στο εσωτερικό συνδέονται με χαμηλότερα πρότυπα τραπεζικού δανεισμού στο εξωτερικό. Επίσης, διαπιστώνουν ισχυρότερες επιπτώσεις όταν οι τράπεζες εποπτεύονται λιγότερο αποτελεσματικά στο εσωτερικό τους, οι οποίες δεν αντισταθμίζονται από τη ρύθμιση της χώρας υποδοχής. Οι Houston et al. (2012) διαπιστώνουν ότι οι τράπεζες μεταφέρουν δανειακά κεφάλαια σε αγορές με λιγότερους κανονισμούς, όταν έρχονται αντιμέτωπες με μια προσπάθεια περιορισμού των τραπεζικών κινδύνων από τις εγχώριες ρυθμιστικές αρχές. Σύμφωνα με τους Morais et al. (2019), η λειτουργία της τραπεζικής

αγοράς του Μεξικό, δείχνει πως οι θέσεις νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και τη Ευρωζώνη επηρεάζουν την τοπική προσφορά πιστώσεων των ξένων τραπεζών που προέρχονται από τις συγκεκριμένες χώρες και ζώνες.

Εν ολίγοις, ενώ, οι ξένες τράπεζες προσφέρουν πολλά οφέλη στις οικονομίες υποδοχής, αυτά μπορεί να εξαρτηθούν από ορισμένες προϋποθέσεις. Μια χαμηλή γενική ανάπτυξη και εμπόδια εισόδου, συμπεριλαμβανομένου ενός ασθενέστερου θεσμικού περιβάλλοντος, μπορούν να παρεμποδίσουν τις θετικές επιπτώσεις. Μπορεί να υπάρξει ένα αποτέλεσμα ελάχιστης ικανοποίησης προϋποθέσεων, όπου, με περιορισμένη είσοδο, προκύπτουν λιγότερες δευτερογενείς επιπτώσεις. Αντίθετα, η μεγαλύτερη παρουσία ξένων τραπεζών σημαίνει πιο πιθανή μεγαλύτερη πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση, συμπεριλαμβανομένων των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Όμως, οι ξένες τράπεζες μπορούν να εμφανίσουν επιλεκτικές χορηγήσεις σε δανειολήπτες οδηγώντας σε μια μείωση της συνολικής πίστωσης, η πρακτική αυτή προκύπτει κυρίως σε χώρες χαμηλού εισοδήματος και όχι έτσι όταν οι ξένες τράπεζες είναι μεγάλες στην εγχώρια αγορά. Τέλος, ενώ οι κίνδυνοι μπορούν να εισαχθούν από το εξωτερικό, οι υγιέστερες ξένες τράπεζες, οι οποίες προέρχονται από τις οικονομικά δυναμικότερες χώρες, συνδέονται με περισσότερες και υψηλότερης ποιότητας χορηγήσεις.

## 2.7 Επιπτώσεις των ξένων τραπεζών στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα

Ο ρόλος των ξένων τραπεζών όσον αφορά τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα ήταν ψηλά στην πολιτική και την ερευνητική ατζέντα πριν από την κρίση του 2008, με το ενδιαφέρον να είναι ακόμα υψηλότερο μετά την εμφάνιση της. Αρχικά, είναι σημαντικό να συνειδητοποιήσουμε ότι ο διεθνής επιμερισμός των κινδύνων έχει αρκετές πλευρές. Όπως επισημαίνουν θεωρητικά υποδείγματα, οι πολυεθνικές τράπεζες μπορούν να μετριάσουν τις τοπικές χρηματοοικονομικές κρίσεις, να μεταδώσουν ξένες χρηματοπιστωτικές διαταραχές και να επιδεινώσουν τις διαταραχές στην πραγματική οικονομία. Οι ξένες τράπεζες μπορούν να βοηθήσουν στην χρηματοπιστωτική σταθερότητα, δεδομένου ότι μπορούν να εξάγουν κινδύνους μακριά από τη χώρα υποδοχής, με τον επιμερισμό των κινδύνων να αποτελεί σημαντικό παράγοντα, καθώς έχουν ευκολότερη πρόσβαση σε παγκόσμια κεφάλαια, ειδικά σε περιόδους πίεσης στην

εγχώρια οικονομία ή το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ωστόσο, οι ξένες τράπεζες μπορούν επίσης να εισάγουν διαταραχές στην αγορά υποδοχής, όπως έχει καταστεί σαφές με την κρίση του 2008.

Τα υποδείγματα αναγνωρίζουν αυτές τις επιπτώσεις και καθιστούν σαφές ότι οι επιπτώσεις μπορεί να διαφέρουν ανάλογα με τις τραπεζικές κεφαλαιαγορές και τις διαταραχές που εμφανίζονται. Σύμφωνα με τους Kerl και Niermann (2014), οι οποίοι μελέτησαν την λειτουργία των γερμανικών τραπεζών, οι τράπεζες εναλλακτικά μπορούν να δανείσουν διεθνώς ενδοτραπεζικά, διατραπεζικά και σε ξένες εταιρείες. Με βάση τα εμπόδια που παρουσιάζονται στην λειτουργία των ξένων τραπεζών, οι αντιδράσεις σε διαταραχές θα διαφέρουν μεταξύ των τραπεζών. Οι De Blas και Russ (2013) συγκρίνουν τις ανταγωνιστικές επιπτώσεις από τις διασυνοριακές τραπεζικές εξαγορές με τις διασυνοριακές χρηματοδοτήσεις και διαπιστώνουν ότι οι πρώτες δεν αυξάνουν τις ανταγωνιστικές πιέσεις, αλλά οι τελευταίες μειώνουν τις προσαυξήσεις και τα επιτόκια. Η συμπεριφορά των τραπεζών θα διαφέρει ανάλογα με το αν αντιμετωπίζουν μια διαταραχή στην πραγματική οικονομία ή χρηματοπιστωτικής φύσεως. Για παράδειγμα, σε ένα υπόδειγμα δύο χωρών των Morgan et al. (2004), η διασυνοριακή τραπεζική ολοκλήρωση αυξάνει την ομοιότητα μεταβολής της παραγωγής μετά από ασύμμετρη διαταραχή στον χρηματοπιστωτικό τομέα, ενώ μειώνει αντιστοίχως την ομοιότητα μεταβολής όταν η ασύμμετρη διαταραχή εμφανίζεται στην πραγματική οικονομία.

Όσον αφορά τις εμπειρικές μελέτες, αρκετές έχουν τονίσει ότι οι ξένες τράπεζες μπορούν πράγματι να ενισχύσουν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα όταν υπάρχει πίεση ή κρίση στη χώρα υποδοχής, καθώς οι ξένες μητρικές τράπεζες υποστηρίζουν τις θυγατρικές τους. Αυτό συνέβη σε πολλές περιπτώσεις, ιδίως το φθινόπωρο του 2008, σύμφωνα με τους De Haas και van Lelyveld (2014), όταν ξένες τράπεζες υποστήριξαν τη διεθνή λειτουργία τους. Αλλά και νωρίτερα, οι ξένες τράπεζες ήταν πηγή χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, καθώς ανακαταναείμουν κεφάλαια και ρευστότητα σε εναλλακτικές τοποθεσίες ως απάντηση στις κρίσεις της χώρας υποδοχής. Το αποτέλεσμα αυτό έχει αποδειχθεί άμεσα για τις αμερικανικές τράπεζες και έμμεσα με τη διερεύνηση των επιδόσεων των ξένων θυγατρικών και εγχώριων τραπεζών. Μελετώντας επεισόδια σε αναδυόμενες αγορές και αναπτυσσόμενες χώρες, οι Crystal et al. (2001) και οι De Haas και Van Lelyveld (2006) βρίσκουν ότι χάρη στην υποστήριξη

των μητρικών τραπεζών τους, ξένες θυγατρικές δεν χρειάζεται να περιορίσουν σημαντικά την παροχή πίστωσης κατά τη διάρκεια μιας κρίσης στη χώρα υποδοχής, ενώ οι εγχώριες τράπεζες αντιθέτως περιορίσαν τον δανεισμό τους. Αλλά ο βαθμός των συγκεκριμένων ωφελειών μπορεί να ποικίλει. Οι De Haas και Van Lelyveld (2010) συγκρίνουν ξένες τράπεζες με μεγάλες εγχώριες τράπεζες και διαπιστώνουν ότι οι θυγατρικές ξένων τραπεζών ήταν πιο σταθερές στο δανεισμό κατά τη διάρκεια της κρίσης σε περίπτωση που άλλες θυγατρικές του ίδιου ομίλου είχαν υψηλότερη ρευστότητα ή κατείχαν περισσότερα κεφάλαια. Θεωρούν το εύρημα αυτό ως απόδειξη της λειτουργίας μιας εσωτερικής κεφαλαιαγοράς από τις πολυεθνικές τράπεζες μέσω της οποίας ανακαταναείμουν τη ρευστότητα και το κεφάλαιο ως απάντηση σε διαταραχές.

Ενώ τα ευρήματα σχετικά με την εξαγωγή τραπεζικού κινδύνου είναι ευνοϊκά, η άλλη πλευρά του επιμερισμού των κινδύνων είναι ότι όταν αντιμετωπίζουν διαταραχές στο εσωτερικό τους οι ξένες τράπεζες, ενδέχεται να αποσυρθούν από τις διασυννοριακές τραπεζικές δραστηριότητες και να ανακατευθύνουν τον δανεισμό προς την χώρα τους. Οι διαταραχές κεφαλαίου ή χρηματοδότησης στις μητρικές των ξένων τραπεζών ή στις εγχώριες αγορές τους γενικότερα μπορούν να μεταφερθούν σε θυγατρικές στο εξωτερικό, επηρεάζοντας αρνητικά τον εγχώριο δανεισμό και τις δραστηριότητές τους στις ξένες χώρες. Επίσης, οι μητρικές τράπεζες μπορούν να επαναπατρίσουν κεφάλαια και ρευστότητα από τις ξένες θυγατρικές τους, γεγονός που με τη σειρά του μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την παροχή πιστώσεων στην αγορά υποδοχής. Πράγματι, μια σημαντική μελέτη των Peek και Rosengren (2000), δείχνει πως οι διαταραχές στις ιαπωνικές μητρικές τράπεζες διαβιβάστηκαν στα υποκαταστήματά τους στις ΗΠΑ, με αρνητικές συνέπειες ως προς τις παρεχόμενες πιστώσεις στις ΗΠΑ, προκαλώντας ένα πραγματικό οικονομικό κόστος.

Μελετώντας πρόσφατες κρίσεις, αναλύσεις έχουν επίσης διαπιστώσει ότι οι ξένες τράπεζες μπορούν να εισάγουν κινδύνους, με μελέτες να δείχνουν ότι στο αποκορύφωμα της κρίσης, οι παγκόσμιες τράπεζες μεταβίβασαν διαταραχές πέραν των συνόρων τους μέσω των θυγατρικών τους τραπεζών. Οι Cetorelli και Goldberg (2011), τεκμηριώνουν δευτερογενείς επιπτώσεις στις αναδυόμενες αγορές, αλλά και στη μετάδοση τραπεζικής δυσχέρειας ως προς την πρόσβαση των επιχειρήσεων σε εξωτερική χρηματοδότηση. Σε μια επόμενη έρευνα τους οι Cetorelli και Goldberg (2012), βρίσκουν πως οι ξένες τράπεζες με υψηλή έκθεση στην κρίση των στεγαστικών

δανείων χαμηλής εξασφάλισης μετέφεραν την κρίση στις αγορές των ΗΠΑ, επειδή προχώρησαν σε μείωση των διαθέσιμων κεφαλαίων τους στα υποκαταστήματά τους στις ΗΠΑ, προχωρώντας ουσιαστικά σε μείωση του παρεχόμενου δανεισμού. Οι συγκεκριμένες μεταδόσεις είχαν πραγματικές οικονομικές συνέπειες, με τους Poron και Udell (2012) να βρίσκουν πως αν μια τράπεζα είχε υψηλή έκθεση στον πιστωτικό κίνδυνο κατά την έναρξη της κρίσης του 2008, τότε η πιθανότητα περιορισμού της παρεχόμενης πίστωσης σε επιχειρήσεις ήταν αυξημένη, με τη μετάδοση αυτή να λαμβάνει χώρα, επίσης, όταν σημειώθηκαν διαταραχές στην αποτίμηση των χρηματοοικονομικών στοιχείων στους ισολογισμούς των μητρικών των ξένων θυγατρικών.

Όσον αφορά άλλες περιπτώσεις, τα δεδομένα για την κρίση 2008 δείχνουν διαφορές στις μεταδόσεις των διαταραχών. Οι De Haas και van Lelyveld (2014) δεν βρίσκουν σε όλες τις περιπτώσεις στοιχεία για μια ενεργή εσωτερική κεφαλαιαγορά στις διεθνείς τράπεζες, ενώ οι Cetorelli και Goldberg (2012) βρίσκουν ότι οι αμερικανικές διεθνείς τράπεζες προσαρμόζουν τη εσωτερική τους ρευστότητα και τις απαιτήσεις τους ως απάντηση στις διακυμάνσεις της εγχώριας ρευστότητας. Σε άλλη έρευνα, οι Cull και Martinez Peria (2010) δείχνουν ότι ενώ στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη ο ρυθμός χορήγησης δανείων από ξένες τράπεζες μειώθηκε περισσότερο συγκριτικά των εγχώριων τραπεζών κατά τη διάρκεια της κρίσης, οι ξένες τράπεζες στη Λατινική Αμερική δεν παρουσίασαν την ίδια συμπεριφορά μείωσης πίστωσης. Η διαφοροποίηση φαίνεται να οφείλεται στο γεγονός ότι οι ξένες τράπεζες της Λατινικής Αμερικής χρηματοδοτούνταν κυρίως μέσω εγχώριων καταθέσεων. Προσφέροντας, κυρίως, δάνεια σε εγχώριο νόμισμα, εξαιτίας των κανονιστικών υποχρεώσεων των χωρών υποδοχής, οι οποίες τους επέτρεψαν να διατηρήσουν τον δανεισμό τους σε υψηλά επίπεδα ακόμη και όταν οι μητρικές τους τράπεζες επλήγησαν από διαταραχές χρηματοδότησης. Αντίθετα, στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη, οι θυγατρικές τράπεζες χρηματοδοτούνταν κυρίως μέσω χονδρικής διατραπεζικής χρηματοδότησης, μεταξύ άλλων από εσωτερικές κεφαλαιαγορές, οι οποίες ήταν αρκετά πιο ασταθείς.

Συνεπώς, οι διαφορετικές αναλύσεις των διεθνών τραπεζών δεν μπορούν να γενικευτούν και όπως δείχνουν οι πρόσφατες μελέτες δεν μπορεί κανείς να θεωρήσει τις διάφορες ξένες θυγατρικές τράπεζες ως μια ομοιογενή ομάδα, όσον αφορά τη χρηματοπιστωτική τους σταθερότητα και την πρόσβαση τους σε χρηματοδότηση. Σε μια σημαντική έρευνα, οι Claessens

και Van Horen (2013), διερευνούν τον τρόπο με τον οποίο οι διαφορές σε τραπεζικά και εθνικά χαρακτηριστικά επηρέασαν το βαθμό του τοπικού δανεισμού με βάση τις διαταραχές που αντιμετώπισαν οι μητρικές τράπεζες κατά τη διάρκεια της κρίσης του 2008. Λαμβάνοντας υπόψη περίπου τις 100 χώρες που αναλύθηκαν, οι ερευνητές διαπίστωσαν ότι οι ξένες τράπεζες μείωσαν το 2009 τις πιστώσεις κατά 6% περισσότερο συγκριτικά των εγχωρίων τραπεζών. Ωστόσο, μόνο για τις αναπτυσσόμενες χώρες και τις αναδυόμενες αγορές υπήρχε σημαντική διαφορά μεταξύ ξένων και εγχωρίων τραπεζών, όχι όμως και στις προηγμένες οικονομικά χώρες.

Η μεγάλη ποικιλία στην συμπεριφορά των τραπεζών σε κρίσεις ρευστότητας αναλύεται σε μια σημαντική περιπτωσιολογική μελέτη των Lambert et al. (2015), που διενεργήθηκε από το IBRN σε έντεκα χώρες ως προς τον τρόπο μετάδοσης των κινδύνων ρευστότητας από τις παγκόσμιες τράπεζες στις τοπικές αγορές. Μια επακόλουθη μελέτη επισκόπησης των Buch και Goldberg (2015) συνοψίζει τα ευρήματα της μελέτης του IBRN βρίσκοντας πως οι συνθήκες ρευστότητας που επηρεάζουν τις μητρικές τράπεζες επηρεάζουν τόσο τον εγχώριο όσο και το ξένο δανεισμό αυτών των τραπεζών. Επίσης, βρίσκουν πως η δομή του ισολογισμού των τραπεζών και τα επιχειρηματικά μοντέλα που ακολουθούν επηρεάζουν τις αντιδράσεις τους στον κίνδυνο ρευστότητας που αντιμετωπίζουν, χωρίς όμως να απομονώνεται κάποιο συγκεκριμένο χαρακτηριστικό του ισολογισμού ως σημαντικός και συνεπής παράγοντας μετάδοσης του κινδύνου ρευστότητας. Επιπλέον, η εσωτερική διαχείριση της ρευστότητας εντός των πολυεθνικών τραπεζών μπορεί να μεταβάλει τις εγχώριες δανειοδοτικές επιπτώσεις του κινδύνου ρευστότητας. Τέλος, η διαθεσιμότητα ρευστότητας σε επίσημο κρατικό ή διακρατικό επίπεδο τείνει να μειώνει τις αρνητικές συνέπειες των εσωτερικών συνθηκών ρευστότητας των πολυεθνικών τραπεζών κατά τη διάρκεια περιόδων πίεσης και να αποδυναμώνει τον αντίκτυπο των αρνητικών εξελίξεων στους τραπεζικούς ισολογισμούς.

Ενώ οι μελέτες δείχνουν ότι είναι σημαντικό να ληφθεί υπόψη η ετερογένεια μεταξύ των τραπεζών και των χωρών δραστηριοποίησης τους ως προς την συμπεριφορά των ξένων τραπεζών σε κρίσεις ρευστότητας, μια επαναλαμβανόμενη διαπίστωση είναι πως η πρόσβαση σε τοπικές καταθέσεις σε σταθερό βαθμό παίζει καθοριστική σημασία στην σταθερότητα της παρεχόμενης πίστωσης. Οι Correa et al. (2015) βρίσκουν πως η εξάρτηση από διατραπεζικές καταθέσεις υψηλής μεταβλητότητας κάνει τις θυγατρικές των ξένων τραπεζών, όπως και τις

αντίστοιχες εγχώριες τράπεζες, πιο ευάλωτες σε τραπεζικές φυγές καταθέσεων όταν εμφανιστούν συνθήκες χρηματοπιστωτικής αστάθειας. Επομένως, οι ξένες τράπεζες που έχουν σημαντικό μερίδιο στην εγχώρια αγορά και σταθερή ροή καταθέσεων ενδέχεται να επηρεαστούν λιγότερο από τις διαταραχές στους ισολογισμούς των μητρικών τους, καθώς έχουν τις δικές τους τοπικές αγορές χρηματοδότησης. Παρομοίως, οι Cetorelli και Goldberg (2011) βρίσκουν ότι οι ξένες τράπεζες που έχουν μια ισχυρή βάση καταθέσεων μειώνουν τις πιστώσεις σημαντικά λιγότερο συγκριτικά με τις υπόλοιπες τράπεζες. Το εύρημα αυτό δείχνει και πάλι τη σημασία των σταθερών τοπικών δομών χρηματοδότησης για την παροχή πιστώσεων όταν οι μητρικές τράπεζες πλήττονται από μια δυσμενή διαταραχή.

Συνοψίζοντας, η ξένη ιδιοκτησία των τραπεζών μπορεί να βοηθήσει με την οικονομική σταθερότητα της χώρας υποδοχής, δεδομένου πως οι μητρικές των πολυεθνικών τραπεζών μπορούν και υποστηρίζουν τις θυγατρικές τους σε περιόδους οικονομικής πίεσης, ειδικά όταν υπάρχει σημαντική εμπορική παρουσία, με βάση τον αριθμό υποκαταστημάτων. Επιπλέον, ο διασυνοριακός δανεισμός των παγκόσμιων τραπεζών είναι πιο σταθερός κατά τη διάρκεια μιας κρίσης στη χώρα υποδοχής απ' ό,τι όταν δεν υπάρχει παρουσία πολυεθνικών τραπεζών στην εγχώρια αγορά. Όταν οι μητρικές των πολυεθνικών αντιμετωπίζουν μια διαταραχή χρηματοδότησης αυτό, εκ των πραγμάτων, μπορεί να επηρεάσει αρνητικά τον δανεισμό των θυγατρικών τους. Όμως, αυτό εξαρτάται σημαντικά από τις τοπικές συνθήκες και το επιχειρηματικό μοντέλο της θυγατρικής. Οι ξένες τράπεζες είναι λιγότερο πιθανό να συμβάλουν στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στις αναδυόμενες αγορές και στις αναπτυσσόμενες χώρες, όπου έχουν μικρό μερίδιο στην εγχώρια αγορά και όταν εξαρτώνται λιγότερο από την τοπική χρηματοδότηση. Τέλος, τα αποτελέσματα δείχνουν και πάλι τη σημασία της εξέτασης της ετερογένειας των διαφορετικών πολυεθνικών τραπεζών κατά την ανάλυση της επίδρασης τους.

## 2.8 Η επίδραση της παρουσίας των ξένων τραπεζών στη συνολική εξωτερική χρηματοδότηση και την εγχώρια πίστωση.

Η παρουσία των ξένων τραπεζών και οι διασυνοριακές τραπεζικές ροές μπορούν να επηρεάσουν τη συνολική εξωτερική χρηματοδότηση και τις εγχώριες πιστωτικές συνθήκες. Σε μικροοικονομικό επίπεδο, οι αλληλεπιδράσεις θα αντικατοπτρίζουν τις δραστηριότητες των



εσωτερικών κεφαλαιαγορών μεταξύ των μητρικών και των τοπικών θυγατρικών τραπεζών, όπου η ρευστότητα και το κεφάλαιο κατανέμονται ως απάντηση στη σχετική ζήτηση και προσφορά, λαμβάνοντας υπόψη τα ρυθμιστικά πλαίσια λειτουργίας. Ωστόσο, οι εγχώριες θυγατρικές μπορούν επίσης να παρακολουθούν και αξιολογούν την φερεγγυότητα των πελατών τους, αλλά ωστόσο τα προωθούν τα μεγάλα δάνεια στην μητρική τράπεζα, για την αντιμετώπιση των ορίων μεγάλου ανοίγματος και άλλων κανονισμών που ισχύουν στην αγορά της θυγατρικής.

Επίσης, μπορεί να υπάρχουν μακροοικονομικές επιδράσεις, εφόσον η μεγαλύτερη τοπική παρουσία μπορεί, αφενός, να αυξήσει τα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, αλλά, αφετέρου, μπορεί επίσης να οδηγήσει σε περισσότερες εγχώριες αποταμιεύσεις και λιγότερες καθαρές εισροές κεφαλαίων. Η παρουσία ξένων τραπεζών θα μπορούσε να επηρεάσει τη σύνθεση των ροών κεφαλαίων και να οδηγήσει σε περισσότερες «καλές» ή «κακές» μορφές εξωτερικής χρηματοδότησης, δηλαδή την αύξηση ή μείωση του τραπεζικού χρέους. Γενικότερα, η παρουσία των ξένων τραπεζών θα μπορούσε να επηρεάσει το βαθμό συγχρονισμού των οικονομικών κύκλων και την εμφάνιση των εγχώριων αρνητικών επεκτάσεων και επακόλουθων κρίσεων. Όμως, η μακροοικονομική ανάλυση είναι πιο σύνθετη διαδικασία γιατί συμπεριλαμβάνει αρκετούς προσδιοριστικούς παράγοντες όπως η νομισματική και δημοσιονομική πολιτική, οι διαφορές επιτοκίων, οι μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών, καθώς και πολιτικές διαχείρισης των ροών κεφαλαίων. Επομένως, είναι δύσκολο να απομονωθεί η μακροοικονομική επιρροή των πολυεθνικών τραπεζών, ως προς τις ροές των κεφαλαίων και τις εγχώριες πιστωτικές εξελίξεις.

Ενώ μπορεί να υπάρχουν αρκετοί κοινοί παράγοντες, πρακτικά φαίνεται να υπάρχει μικρή συσχέτιση μεταξύ των εξελίξεων στον εγχώριο δανεισμό των ξένων τραπεζών και των συνολικών διασυνοριακών ροών κεφαλαίου. Για παράδειγμα, σύμφωνα με μια έρευνα των Benes et al. (2013), πριν από την κρίση του 2008, οι χώρες της Περιφέρειας της Ευρωζώνης είχαν μικρή παρουσία ξένων τραπεζών και μεγάλα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ενώ άλλες χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, είχαν μεγάλη παρουσία σε ξένες τράπεζες και αντίστοιχα μεγάλα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Ωστόσο, η μορφή της τραπεζικής ολοκλήρωσης μπορεί να έχει σημασία στα είδη των ροών κεφαλαίων. Πριν από την κρίση, όπως δείχνουν οι Laeven και Tressel (2013), οι αναδυόμενες ευρωπαϊκές χώρες, με

μεγάλη παρουσία ξένων τραπεζών και μεγάλες διασυνοριακές ενδοομιλικές ροές κεφαλαίων, παρουσίασαν σημαντικά ταχύτερη συσσώρευση ξένων υποχρεώσεων από ότι άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Επίσης, σε άλλες περιπτώσεις, υπάρχουν εσφαλμένοι δεσμοί μεταξύ της παρουσίας ξένων τραπεζών και του είδους των ροών κεφαλαίων, όπως υποστήριξε η Shin (2010) για την περίπτωση της Κορέας, όπου υποκαταστήματα ξένων τραπεζών δραστηριοποιούνται σε βραχυπρόθεσμα αρμπιτράζ επιτοκίων μεγάλης κλίμακας, καθιστώντας τα επιτόκια και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες πιο ευμετάβλητα. Επομένως, η παρουσία ξένων τραπεζών μπορεί να μεταβάλλει τις διασυνοριακές τραπεζικές ροές.

Επίσης, υπάρχουν στοιχεία που αποδεικνύουν ότι ορισμένοι τύποι ξένων τραπεζών μπορούν να επηρεάσουν μια εγχώρια πιστωτική έκρηξη. Αναλύοντας τις πιστωτικές εκρήξεις πριν από την κρίση του 2008, οι Claessens και Van Horen (2017) βρίσκουν πως η παρουσία ξένων τραπεζών δεν συνδέεται σε σημαντικό βαθμό με το μέγεθος των εγχώριων πιστωτικών εκρήξεων. Ταυτόχρονα, οι ίδιοι ερευνητές, ελέγχοντας την συνολική εγχώρια πιστωτική επέκταση και τον ρόλο των τραπεζών μεμονωμένα, βρίσκουν ότι οι ξένες τράπεζες έχουν σημαντικότερη επιρροή σε κύκλους πιστωτικής έκρηξης, συγκριτικά με τις εγχώριες τράπεζες, αλλά κυρίως επειδή έχουν μεγαλύτερα οικονομικά μεγέθη. Ωστόσο, οι ξένες τράπεζες έχουν την δυνατότητα να εισάγουν στην εγχώρια αγορά μια έντονη πιστωτική αύξηση λόγω συνθηκών που επικρατούν στην οικονομία της μητρικής τους, εφόσον προέρχονται από τραπεζικά συστήματα με χαμηλή σχετικά ρύθμιση.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### Θεσμικό πλαίσιο της διεθνούς τραπεζικής

#### 3.1 Εισαγωγική αναφορά

Το κεφάλαιο αυτό επικεντρώνεται στα θέματα των κανόνων που επικρατούν στο εμπόριο τραπεζικών υπηρεσιών σε διεθνές επίπεδο και τον τρόπο αντιμετώπισης των παγκόσμιων τραπεζών από άποψη ρύθμισης, εποπτείας και εξυγίανσης. Ένα από τα κύρια μαθήματα της κρίσης του 2008 ήταν πως οι τράπεζες είναι παγκόσμιες στην ακμή τους, αλλά εθνικές στην κατάρρευση τους. Πολλές κυβερνήσεις αναγκάστηκαν να στηρίξουν τις τράπεζές τους και τα τραπεζικά τους συστήματα γενικότερα, ακόμη και όταν οι ζημίες οφείλονταν σε μεγάλο βαθμό στις διεθνείς δραστηριότητές τους. Ταυτόχρονα, ορισμένες μεμονωμένες εθνικές δράσεις, ή και η έλλειψή τους, επηρέασαν αρνητικά τα τραπεζικά συστήματα των υπολοίπων χωρών. Επομένως, είναι σημαντικό να εστιάσουμε στις αλλαγές που γίνονται για τη βελτίωση της ρύθμισης, της εποπτείας και της εξυγίανσης των τραπεζών που δραστηριοποιούνται διεθνώς.

#### 3.2 Άνοιγμα τραπεζικής αγοράς και εμπόδια στο εμπόριο χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών

##### 3.2.1 Εμπόριο χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών

Αν και η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 έχει οδηγήσει σε επαναξιολόγηση των κινδύνων και των οφελών των διεθνών τραπεζών και σε αυστηρότερους χρηματοοικονομικούς κανονισμούς, δεν αποθάρρυνε τις χώρες, ιδιαιτέρως τις αναδυόμενες, από το περαιτέρω άνοιγμα των οικονομιών τους. Υπήρξε μια περαιτέρω γενική κατάργηση των περιορισμών ως προς την πρόσβαση των αγορών σε συνδυασμό, όμως, με προστατευτικά μέτρα που ευνοούν τις εγχώριες επιχειρήσεις έναντι των ξένων γενικότερα. Συγχρόνως, αρκετές χώρες συνέχισαν να συνάπτουν προνομιακές εμπορικές συμφωνίες μεταξύ τους, οι οποίες τις περισσότερες φορές παρέχουν ειδική μεταχείριση στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, προσφέροντας τους ευκολότερη πρόσβαση στην αγορά του εμπορικού εταίρου.

### 3.2.2 Αλλαγές στο κανονιστικό πλαίσιο

Οι περισσότερες χώρες συνεχίζουν την τάση ανοίγματος των οικονομιών τους, όμως εμφανίζονται και αντισταθμιστικές ενέργειες στο άνοιγμα, εφόσον προκύπτουν νέοι κανόνες που διαμορφώνουν ένα αυστηρότερο πλαίσιο στις διασυνοριακές ροές κεφαλαίων καθώς έχουν αυξηθεί και τα άτυπα ή ανεπίσημα εμπόδια. Τα ρυθμιστικά μέτρα περιλαμβάνουν τόσο εκείνα που αποσκοπούν στη μείωση των κινδύνων όσο και εκείνα που θεσμοθετήθηκαν προληπτικά για τη μείωση των δυσμενών επιπτώσεων μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Οι δυο κατηγορίες των μέτρων μπορούν να επηρεάσουν το πραγματικό άνοιγμα των χρηματοπιστωτικών αγορών, όμως τα αποτελέσματα που προκύπτουν δεν είναι απαραίτητα παρόμοια. Για παράδειγμα, αν μια χώρα λειτουργήσει προληπτικά σε μακροοικονομικό επίπεδο και αυξήσει τις κεφαλαιακές απαιτήσεις των τραπεζών της, τότε θα μπορούσαν να αυξηθούν οι διασυνοριακές εισροές, εφόσον οι δανειολήπτες θα μεταφερθούν στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές αντί την εγχώριας τραπεζικής αγοράς, ελλείψει πλήρους αμοιβαιότητας από τις ξένες κυβερνήσεις. Οι Aiyar et al. (2014) βρίσκουν υποστηρικτικά στοιχεία για αυτό το σενάριο, εφόσον βρίσκουν πως τα υποκαταστήματα ξένων τραπεζών αύξησαν τον δανεισμό τους στην Βρετανία ως απάντηση στα αυστηρότερα μέτρα που εφαρμόστηκαν στις εγχώριες τράπεζες από την Βρετανική κυβέρνηση, δηλαδή εμφανίστηκε ένα είδος διασυνοριακού ρυθμιστικού αρμπιτράζ. Παρομοίως, οι Cerutti et al. (2017) τεκμηριώνουν ότι η μεγαλύτερη χρήση προληπτικών μακροοικονομικών πολιτικών αυξάνει την αναλογία του δανεισμού από ξένες τράπεζες συγκριτικά με εγχώριες.

Οι δευτερογενείς επιπτώσεις μπορούν επίσης να μεταφερθούν προς το εξωτερικό δανεισμό, δηλαδή όταν τα ιδρύματα προσαρμόζονται στους εγχώριους περιορισμούς, μειώνοντας ή αυξάνοντας τις διασυνοριακές δραστηριότητές τους. Για παράδειγμα, οι προληπτικές μακροοικονομικές πολιτικές, μπορούν να οδηγήσουν τις εγχώριες τράπεζες να γίνουν λιγότερο ενεργές σε διεθνές επίπεδο. Πιο συγκεκριμένα, οι Aiyar et al. (2014), βρίσκουν πως κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 2000 οι εποπτικές αρχές της Βρετανίας απαιτούσαν από τις τράπεζες τους και τις θυγατρικές τους να πληρούν υψηλότερες κεφαλαιακές απαιτήσεις συγκριτικά με άλλες χώρες και αυτό είχε ως αποτέλεσμα οι εγχώριες Βρετανικές τράπεζες να δανείσουν λιγότερα κεφάλαια προς το εξωτερικό, γεγονός που μπορεί να μείωσε την αποτελεσματικότητα

της διεθνούς παρουσίας τους. Επιπλέον, όταν εμφανιστεί μια τραπεζική διαταραχή σε μια χώρα όπου δεν υπάρχουν τα κατάλληλα μέτρα αποτελεσματικού περιορισμού της, τότε αναμένεται να επηρεαστούν αρνητικά και οι υπόλοιπες χώρες που συσχετίζονται μαζί της στο εμπόριο τραπεζικών υπηρεσιών. Τα ειδικά χαρακτηριστικά των χωρών και των χρηματοπιστωτικών τους αγορών έχουν ιδιαίτερη σημασία στην διάχυση μιας διαταραχής, καθώς τα περιθώρια αποφυγής και οι προφυλακτικοί μηχανισμοί δεν είναι παντού το ίδιο ανεπτυγμένοι. Για παράδειγμα, οι Cerutti et al. (2017) διαπιστώνουν, πως η δυνατότητα απόκτησης ξένου δανεισμού είναι μεγαλύτερη στις ανεπτυγμένες χώρες, επειδή προσφέρονται περισσότερες εναλλακτικές λύσεις στους εγχώριους δανειολήπτες. Επίσης, σε μια άλλη προσέγγιση, τα προστατευτικά μέτρα μπορούν να ισοδυναμούν με τον περιορισμό της πρόσβασης σε μια αγορά όταν καταλήγουν να επιβαρύνουν δυσανάλογα τους ξένους συγκριτικά με τους εγχώριους συμμετέχοντες. Για παράδειγμα, οι αυξημένες απαιτήσεις αποθεματικών για τις καταθέσεις σε συνάλλαγμα, που υιοθετούνται προληπτικούς λόγους, ενδέχεται να επηρεάσουν δυσανάλογα τους ξένους. Σε μια σχετική μελέτη 12 χωρών της Ασίας και του Ειρηνικού, οι Bruno et al. (2017), βρίσκουν ενδείξεις πως οι προληπτικές παρεμβάσεις στις απαιτήσεις αποθεματικών επηρέασαν τις εισροές κεφαλαίων.

Όσον αφορά τις κανονιστικές δράσεις μετά την κρίση του 2008, υπάρχουν ανεπίσημα στοιχεία και μερικά ερευνητικά δεδομένα που υποστηρίζουν την τάση περιφρούρησης του κανονιστικού πλαισίου. Πιο συγκεκριμένα, οι Cerutti και Schmieder (2014) βρίσκουν πρόσθετα όρια στις εκροές και τις ρυθμιστικές δράσεις σε ορισμένες αγορές, τόσο στις ανεπτυγμένες χώρες όσο και στις αναδυόμενες αγορές. Επίσης, σύμφωνα με τους Boudghene και Maes (2012), οι τράπεζες που έλαβαν κρατική στήριξη οδηγήθηκαν σε μείωση των διεθνών δραστηριοτήτων τους, με την επιτροπή ανταγωνισμού της ΕΕ να αναγκάζει ορισμένες ευρωπαϊκές τράπεζες που έλαβαν κρατική στήριξη να προχωρήσουν σε πώληση των θυγατρικών τους. Επομένως, οι αποφάσεις περικοπών που ελήφθησαν δεν οφείλονταν μόνο στις τραπεζικές επιλογές, αλλά και στη χώρα καταγωγής και σε υπερεθνικούς παράγοντες. Συνοψίζοντας, μπορεί να παρατηρείται μια τάση γενικότερου ανοίγματος των τραπεζικών αγορών, όμως, στην πράξη η εφαρμογή προληπτικών μακροοικονομικών πολιτικών σε συνδυασμό με ρυθμιστικές δράσεις, έχουν αυξήσει τα εμπόδια

εισόδου στις περισσότερες τραπεζικές αγορές, αναδεικνύοντας την προτίμηση των αρχών στην ανάπτυξη του εγχώριου τραπεζικού συστήματος.

### 3.3 Κανονισμοί που επηρεάζουν τις παγκόσμιες τράπεζες

Οι παγκόσμιες τράπεζες έχουν πολλά οφέλη, όμως μπορούν επίσης να αποτελέσουν εστία κινδύνου, καθώς είναι δύσκολη η διαχείριση τους και οι αγορές δεν έχουν την δυνατότητα να τις χαλιναγωγήσουν μέσω πειθαρχικών μέτρων. Σε μια διεθνοποιημένη αγορά οι κίνδυνοι μπορούν να διαρρεύσουν πέρα από τα σύνορα μια συγκεκριμένης τραπεζικής αγοράς. Οι αδυναμίες των παγκόσμιων τραπεζών μπορεί να είναι εύκολο να αγνοηθούν, ειδικά κατά τη διάρκεια μιας έντονης πιστωτικής επέκτασης, αλλά οι συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στον εγχώριο και ξένο τραπεζικό παράγοντα αναδεικνύονται σε έντονο βαθμό σε περιόδους οικονομικής πίεσης. Επιπλέον, η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 ανέδειξε πόσο δύσκολή είναι η διάσωση των πολυεθνικών τραπεζών, ένα πρόβλημα που παραμένει θεμελιώδες και στο οποίο πρέπει να δημιουργηθούν πλάνα δράσης.

Η διακυβέρνηση των τραπεζών είναι αναμφισβήτητα πιο δύσκολη από εκείνη των μη χρηματοπιστωτικών εταιρειών. Οι τράπεζες ως εταιρικοί οργανισμοί παρουσιάζουν σημαντικές ιδιαιτερότητες εξαιτίας των χαρακτηριστικών τους, όπως η υψηλή μόχλευση, έντονα διαμοιρασμένο χρέος στην αγορά, δυνατότητα γρήγορης προσαρμογής των περιουσιακών στοιχείων του ισολογισμού, ενώ αν και ρυθμίζονται στενά, επωφελούνται από ένα κρατικό δίκτυο ασφαλείας ως προς την εγγύηση των καταθέσεων. Σύμφωνα με τον Laeven (2013), πολλές από τις ορθές πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης των μη χρηματοπιστωτικών εταιρειών μπορούν να εφαρμοστούν και στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, εντούτοις παρουσιάζονται περιπλοκές στην εφαρμογή τους

Οι προκλήσεις της εσωτερικής και εξωτερικής εταιρικής διακυβέρνησης και της σχετικής πειθαρχίας στην τραπεζική αγορά γίνονται ακόμη μεγαλύτερες όταν οι τράπεζες επεκτείνονται πέραν των συνόρων τους. Η διαχείριση μιας μεγάλης συστημικής, πολυεθνικής τράπεζας είναι σαφώς πολύ περίπλοκη υπόθεση. Σύμφωνα με τους Carmassi και Herring (2016), οι συγκεκριμένες τράπεζες διεθνοποιούνται σε ιδιαίτερα σημαντικό βαθμό, με τις τριάντα

κορυφαίες τράπεζες να έχουν την πλειοψηφία των περιουσιακών τους στοιχείων στο εξωτερικό. Περαιτέρω, ο αριθμός των θυγατρικών τους δείχνει την πολυπλοκότητα της λειτουργίας τους, με τις τρεις μεγαλύτερες τράπεζες να έχουν κοντά στις 1.000 θυγατρικές η κάθε μία, εκ των οποίων το 68% λειτουργεί στο εξωτερικό και το 12% σε offshore χρηματοπιστωτικά κέντρα. Η λογική δείχνει ότι η διαχείριση και η διακυβέρνηση των συγκεκριμένων οργανισμών είναι πολύ πιο δύσκολη συγκριτικά των απλούστερων τραπεζικών σχημάτων. Οι δυσκολίες διαχείρισης προσauxάζονται επειδή η πλειονότητα των συγκεκριμένων τραπεζών ανήκουν στην ειδική κατηγορία συστημικών τραπεζών που θεωρούνται «υπερβολικά μεγάλες για να αποτύχουν». Επομένως, αυτό σημαίνει πως επωφελούνται από μια αφανή μορφή επιδότησης, η οποία στρεβλώνει τα κίνητρα των μετόχων και της διοίκησής τους και περιπλέκει τη διακυβέρνησή τους.

Σε απάντηση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008, έχουν δημιουργηθεί πολλοί νέοι κανονισμοί, με πολλούς να επηρεάζουν ειδικά τις παγκόσμιες τράπεζες, με τις παγκόσμιες συστημικές τράπεζες και τις αντίστοιχες εγχώριες να προσδιορίζονται ετησίως, βάσει κριτηρίων. Οι νέες κεφαλαιακές απαιτήσεις της Βασιλείας III περιλαμβάνουν τη συστημική εξυγίανση των διασυννοριακών τραπεζών. Σε μια μη χρηματοπιστωτική εταιρεία η πτώχευση και η επακόλουθη αναδιάρθρωση της μπορούν να επεκταθεί σε μεγάλο χρονικό διάστημα, όμως στην περίπτωση των τραπεζών μια γρήγορη αναδιάρθρωση είναι ουσιαστικής σημασίας, δεδομένων των κινδύνων που αντιμετωπίζουν οι καταθέτες και οι λοιποί πιστωτές. Ωστόσο, μια συστημική τράπεζα είναι εξ ορισμού δύσκολο να πτωχεύσει, συνήθως έχει μεγάλο μέγεθος, εκτεταμένες διασυνδέσεις, και μερικές φορές έχει μοναδικό ρόλο στην παροχή βασικών υπηρεσιών, με αποτέλεσμα να είναι δύσκολο να κλείσει ή να εκκαθαριστεί γρήγορα και χωρίς διαταραχές στο υπόλοιπο του τραπεζικού συστήματος. Όταν μια συστημική τράπεζα αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα στην λειτουργία της, τότε η εξυγίανση συχνά απαιτεί κρατική στήριξη.

Πράγματι, λίγες συστημικές τράπεζες αναδιαρθρώνονται κατά γρήγορο τρόπο υπό κανονικές συνθήκες λειτουργίας, ενώ η αναδιάρθρωση γίνεται απαγορευτική κατά την διάρκεια συστημικής κρίσης. Αυτά τα ζητήματα περιπλέκονται όταν μια τράπεζα συγκαταλέγεται στην λίστα των παγκόσμιων συστημικών τραπεζών. Κατά τη διάρκεια της κρίσης του 2008 σημαντικός αριθμός παγκόσμιων συστημικών τραπεζών απέτυχε, ενώ περισσότερες αντιμετώπισαν

προβλήματα λειτουργίας την διετία 2008-2009 από ότι κατά τις προηγούμενες δύο δεκαετίες. Οι κυβερνήσεις τους παρείχαν μεγάλη στήριξη, αφού σύμφωνα με τους Laeven και Valencia (2013), από όλες τις τράπεζες που είχαν προβλήματα, οι παγκόσμιες συστημικές αντιπροσώπευαν μόλις το 16% των περιουσιακών στοιχείων, αλλά έλαβαν το 54% της στήριξης. Οι τρέχουσες κανονιστικές μεταρρυθμίσεις αποσκοπούν στη μείωση της παρουσίας και των αρνητικών επιπτώσεων των παγκόσμιων συστημικών τραπεζών, ωστόσο παραμένει το ζήτημα του τρόπου αποφυγής των κυβερνήσεων στην εξαναγκαστική παροχή διάσωσης λόγω του φόβου συστημικών κρίσεων.

Οι προκλήσεις εποπτείας και εξυγίανσης για μια παγκόσμια συστημική τράπεζα αφορούν σε μεγάλο βαθμό προβλήματα συντονισμού. Μια ασθενώς επιτηρούμενη παγκόσμια συστημική τράπεζα και η αποτυχία της δημιουργούν δυσμενείς διασυννοριακές επιπτώσεις, αλλά αυτές συχνά αγνοούνται από τις ξένες αρχές, καθώς την ευθύνη της έχει μια χώρα μεμονωμένα, η οποία φέρει και το βάρος της χρηματοδότησης της. Επίσης, οι περισσότερες νομοθεσίες και διαδικασίες αφερεγγυότητας και αναδιάρθρωσης είναι εθνικές και μπορεί να διαφέρουν σημαντικά μεταξύ διαφορετικών χωρών. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με ένα οικονομικό υπόδειγμα του Freixas (2003), οι ασυμμετρίες στις εγχώριες και διεθνείς δραστηριότητες, στα περιουσιακά στοιχεία όσο και τις υποχρεώσεις, σημαίνουν πως τα εθνικά συμφέροντα κάθε χώρας που δραστηριοποιείται η παγκόσμια τράπεζα μπορεί να αποκλίνουν μεταξύ τους. Επομένως, σε μια παγκόσμια συστημική τράπεζα που δραστηριοποιείται σε δύο μόνο χώρες αλλά είναι μεγάλη και στις δύο, τα κίνητρα των δύο χωρών είναι πιθανότερο να ευθυγραμμιστούν, καθώς οι εποπτικές αρχές και των δύο χωρών θα ήθελαν να παρέμβουν σε περίπτωση οικονομικής δυσχέρειας. Ωστόσο, στο σενάριο μιας παγκόσμιας συστημικής τράπεζας η οποία έχει μεγάλη παρουσία στην χώρα της αλλά μικρή παρουσία στο εξωτερικό, είναι αναμενόμενο η εποπτική αρχή της χώρας της να ενδιαφέρεται λιγότερο για τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης στη χώρα του εξωτερικού. Όταν μια παγκόσμια τράπεζα είναι συστημική στη χώρα υποδοχής, αλλά δεν είναι απαραίτητα μεγάλη στη χώρα καταγωγής, μια περίπτωση που αντιμετωπίζουν πολλές αναδυόμενες αγορές και αναπτυσσόμενες χώρες, η χώρα καταγωγής μπορεί να έχει μικρό κίνητρο παρέμβασης στην



διάσωση της, αλλά η αποτυχία μπορεί να προκαλέσει μεγάλο οικονομικό όλεθρο στη χώρα υποδοχής.

Οι Beck et al. (2013), σε μια ανάλυση των παρεμβάσεων κατά την διάρκεια της κρίσης του 2008, διαπιστώνουν πως υπήρχαν ισχυρότερα κίνητρα παρέμβασης όταν το μετοχικό κεφάλαιο των τραπεζών ανήκε σε ξένους και ασθενέστερα κίνητρα εάν τα περιουσιακά στοιχεία είχαν δανειστεί ή επενδυθεί στο εξωτερικό, όπου οι καταθέσεις ανήκουν σε ξένους. Με άλλα λόγια, οι εθνικοί εποπτικοί οργανισμοί ήταν πιο πρόθυμοι να παρέμβουν, όταν υπήρχαν αρνητικές συνέπειες για τους εγχώριους καταθέτες και την τοπική οικονομία και όταν το κόστος της αναδιάρθρωσης ήταν πιθανότερο να το επωμιστούν οι ξένοι ιδιοκτήτες.

Ενώ οι εποπτικές αρχές γνώριζαν πριν από την κρίση του 2008, ότι το διασυνοριακό πλαίσιο εξυγίανσης των τραπεζών δεν ήταν τέλειο, υπήρχε η προσδοκία πως τα μνημόνια συνεργασίας μεταξύ των εποπτικών οργανισμών θα αρκούσαν. Η προσέγγιση αυτή σαφώς δεν λειτούργησε, δεδομένου ότι κατά τη διάρκεια της κρίσης του 2008 υπήρξε μικρή συνεργασία και οι περισσότερες διασυνοριακές παρεμβάσεις ήταν μικρού μεγέθους. Κατά περίπτωση εφαρμόστηκαν αυτοσχέδιες εξυγιάνσεις, όπου σε ορισμένες περιπτώσεις, κατάφεραν να περιορίσουν τις δευτερογενείς επιπτώσεις, αλλά με σημαντικό κόστος για τους φορολογούμενους. Ενώ, σε άλλες περιπτώσεις, η εξυγίανση προστάτευε αποκλειστικά τα εγχώρια συμφέροντα χωρίς να δίνεται ιδιαίτερη μέριμνα ως προς τις διεθνείς δευτερογενείς επιπτώσεις. Επομένως, το μοντέλο διάσωσης που ακολουθήθηκε έγινε ασαφές, εφόσον κάθε αυτοσχέδια διάσωση προκαλούσε ερωτηματικά ως προς τον τρόπο χειρισμού των υπολοίπων τραπεζών. Έκτοτε, αναγνωρίζεται ότι η βελτίωση της διασυνοριακής παρέμβασης σε περίπτωση τραπεζικών κρίσεων είναι καίριας σημασίας, όπως και η εκ των προτέρων ενίσχυση του ρυθμιστικού πλαισίου και της εποπτείας των τραπεζών.

### 3.4 Το χρηματοπιστωτικό αδύνατο τρίγωνο.

Οι επιτακτικοί λόγοι που προκάλεσαν τις ανεπαρκείς εξυγιάνσεις σε διεθνές επίπεδο είναι πολλαπλοί και κατανοητοί, όπως για παράδειγμα: όρια στους χρηματοπιστωτικούς και εποπτικούς πόρους, κακή πληροφόρηση και αβεβαιότητα σχετικά με το τι προκαλεί μια αποτυχία μιας παγκόσμιας συστημικής τράπεζας και τι θα σημαίνουν οι συνέπειες μιας αποτυχίας για το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Οι βαθύτερες αιτίες για τα προβλήματα βρίσκονται στο χρηματοπιστωτικό αδύνατο τρίγωνο, που παρουσιάστηκε για πρώτη φορά από τον Schoenmaker (2011). Εννοιολογικά, βασίζεται σε ένα γνωστό οικονομικό αδύνατο τρίγωνο, τη λεγόμενη αδύνατη τριάδα της κινητικότητας των κεφαλαίων, της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας και της ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής, στο οποίο αναφερθήκαμε στο Κεφάλαιο 1. Το χρηματοπιστωτικό αδύνατο τρίγωνο, κατά παρόμοια λογική αναφέρει πως, η διατήρηση παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, η προώθηση της διασυνοριακής χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης και η διατήρηση μια εθνικής αρχής εξυγιάνσης, δεν μπορούν να συνυπάρξουν ταυτοχρόνως. Πιο συγκεκριμένα, δύο από τους τρεις στόχους μπορούν να επιτευχθούν με σχετική ευκολία, αλλά η επίτευξη και των τριών είναι δύσκολη, ιδίως στο πλαίσιο μιας νομισματικής ένωσης. Το χρηματοπιστωτικό αδύνατο τρίγωνο αναγκάζει τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής να κάνουν επιλογές, οι οποίες μπορούν να γίνουν χρησιμοποιώντας μία από τις δύο βασικές προσεγγίσεις, τον καθολικισμό ή την εδαφικότητα. Η εφαρμογή οποιασδήποτε από αυτές τις προσεγγίσεις θα είναι δύσκολη και περίπλοκη και θα πρέπει να προσαρμόζεται στις συνεχιζόμενες αλλαγές που προκύπτουν στον παγκόσμιο τραπεζικό τομέα.

### 3.5 Καθολικισμός

Ο όρος αυτός, που χρησιμοποιείται για τις πτωχεύσεις μη χρηματοπιστωτικών εταιρειών, περιλαμβάνει δίκαιη κατανομή της περιουσίας, ανεξάρτητα από την τοποθεσία των θυγατρικών της επιχείρησης. Σύμφωνα με τον Hupkes (2016), η εφαρμογή αυτού του μοντέλου στις παγκόσμιες συστημικές τράπεζες θα σήμαινε ότι η τράπεζα θα υπόκειται σε ενιαία απόφαση που θα διενεργείται από τη χώρα στην οποία έχει την έδρα της η τράπεζα. Ενώ ο καθολικισμός δημιουργεί σαφήνεια στο ότι η εγχώρια αρχή είναι αρμόδια, δεν αποφεύγει όλες τις συγκρούσεις δεδομένου ότι οι ασυμμετρίες μπορούν να παραμείνουν. Για παράδειγμα, όταν η

Θυγατρική είναι συστημική στη χώρα υποδοχής, αλλά η μητρική τράπεζα δεν είναι συστημική στην πατρίδα της, τότε η παρέμβαση των αρχών στην χώρα της μητρικής ποτέ δεν είναι αρκετή για να ικανοποιήσει τις απαιτήσεις στην χώρα της θυγατρικής συστημικής. Στην ιδανική περίπτωση, αυτό το μοντέλο έχει επίσης ενιαία ρύθμιση και εποπτεία, με έναν παγκοσμίως αναγνωρισμένο μηχανισμό στήριξης της ρευστότητας και την ικανότητα και την προθυμία, εάν χρειαστεί, να συμμετάσχουν οι χώρες σε διεθνή καταμερισμό των βαρών.

Για να λειτουργήσει το καθολικό μοντέλο θα απαιτηθεί μια προκαθορισμένη συμφωνία σχετικά με την κατανομή των βαρών σε περίπτωση ζημιών. Το σημαντικότερο στοιχείο είναι να επιτευχθεί μια συμφωνία εκ των προτέρων και όχι να προκύψει εκ των υστέρων, όπως γενικά έχει συμβεί μέχρι σήμερα. Η εκ των προτέρων επίτευξη μια συμφωνίας διαμοιρασμού του βάρους έχει ως κύριο όφελος ότι οι εμπλεκόμενες χώρες έχουν μεγαλύτερα κίνητρα για να διασφαλίσουν ότι κάθε μία πραγματοποιεί επαρκείς εποπτικές επενδύσεις, προκειμένου να ελαχιστοποιηθεί η πιθανότητα εμφάνισης δυσκολιών σε μια παγκόσμια συστημική τράπεζα. Η συγκεκριμένη προσέγγιση μπορεί σε «παρασιτική» συμπεριφορά, όμως η σαφήνεια των πόρων που κινδυνεύουν γενικά αυξάνει τη λογοδοσία και ενισχύει τα κίνητρα για την κριτική αξιολόγηση της εποπτείας της χώρας καταγωγής και υποδοχής και την αύξηση της συνεργασίας μέσω της καλύτερης ανταλλαγής πληροφοριών, μειώνοντας έτσι τους συνολικούς κινδύνους και το κόστος.

### 3.6 Εδαφικότητα

Σύμφωνα με την προσέγγιση της εδαφικότητας, η οποία αποτελεί μη συνεργατική λύση, δεν θα υπήρχε τεκμήριο κατανομής περιουσιακών στοιχείων σε διεθνές επίπεδο σε περίπτωση που τμήματα μιας παγκόσμιας συστημικής τράπεζας καταστούν προβληματικά. Κάθε μονάδα της τράπεζας εξυγιάνετε σύμφωνα με τους έγχωριους νόμους με βάση αποκλειστικά τα εγχώρια περιουσιακά στοιχεία και τις αντίστοιχες υποχρεώσεις. Γνωρίζοντας πως οι αγορές δρουν προληπτικά σε περίοδο οικονομικού στρες, θα μπορούσαν να εμφανιστούν επιθετικές πωλήσεις σε τμήματα ολόκληρου του ομίλου της παγκόσμιας τράπεζας γενικότερα και όχι μόνο στη συγκεκριμένη χώρα που αντιμετωπίζει κάποιο οικονομικό πρόβλημα. Επομένως, οι χώρες θα

απαιτούν από τις μονάδες της δικαιοδοσίας τους να περικλείουν όλες τις δραστηριότητές τους στον τομέα μιας συγκεκριμένης αρχής, ώστε να εξασφαλίζεται ότι η εκ των υστέρων εξυγίανση μπορεί να γίνει σε αυτόνομη βάση. Συγκεκριμένα, αυτή η οικονομική περιφραγή σημαίνει την δημιουργία θυγατρικών για κάθε παρουσία σε ξένη αγορά.

Τα πλεονεκτήματα αυτής της προσέγγισης είναι πως δεν υπάρχει ανάγκη για διεθνή κατανομή των βαρών, καθώς όλες οι τραπεζικές μονάδες μπορούν να εξυγιανθούν πλήρως στο εσωτερικό τους, με καλύτερα κίνητρα για τοπική εποπτεία, καθώς οι ευθύνες ανατίθενται με σαφή τρόπο και με λιγότερα περιθώρια σύγκρουσης συμφερόντων. Τα μειονεκτήματα είναι ότι οι παγκόσμιες τράπεζες, δεδομένου ότι θα πρέπει να χρησιμοποιούν το μοντέλο θυγατρικής σε κάθε δικαιοδοσία, θα έχουν το πρόσθετο κόστος της δέσμευσης και της μη εύκολης χρήσης και διάθεσης κεφαλαίων και ρευστότητας σε παγκόσμιο επίπεδο, το οποίο μπορεί να είναι ιδιαίτερα δαπανηρό σε περιόδους οικονομικού στρες. Μια γενικότερη ανησυχία με αυτό το μοντέλο είναι ότι οι τοπικές αρχές δεν θα έχουν καμία ή μικρή ανησυχία για τα παγκόσμια συμφέροντα και ακόμη χαμηλότερο κίνητρο για συνεργασία στον τομέα της εποπτείας, αν και πιθανότατα θα παραμείνουν κάποιες δευτερογενείς επιπτώσεις. Επιπλέον, η συγκεκριμένη προσέγγιση μπορεί να οδηγήσει σε διεστραμμένες ενέργειες σε περιόδους χρηματοπιστωτικής αναταραχής. Για παράδειγμα, οι ρυθμιστικές αρχές μπορούν να θελήσουν να εξασφαλίσουν επαρκή περιουσιακά στοιχεία στη τράπεζα της δικαιοδοσίας τους για την κάλυψη των εγχώριων υποχρεώσεων σε περίπτωση αποτυχίας και να ζητήσουν μεγαλύτερη περιφρούρηση των περιουσιακών στοιχείων σε περίπτωση οικονομικής πίεσης, η οποία μπορεί να οδηγήσει σε παρόμοιες παρεμβάσεις και σε άλλες δικαιοδοσίες και να οδηγήσει σε ένα άτυπο bank run των ρυθμιστικών αρχών στην τράπεζα. Επίσης, σύμφωνα με το μοντέλο της εδαφικότητας, οι εποπτικές δράσεις θα είναι πιο έντονες του κανονικού στις εγχώριες τράπεζές τους και στα συναφή στενότερα εθνικά συμφέροντα, δημιουργώντας όχι μόνο ρυθμιστικούς κινδύνους, αλλά και ευρύτερες ανησυχίες για την πολιτική οικονομία, εφόσον αυτό το μοντέλο μπορεί να λειτουργήσει υπονομευτικά της χρηματοπιστωτικής παγκοσμιοποίησης.

### 3.7 Τελευταίες τάσεις και επιλογές

Πριν από την κρίση του 2008, υπήρξαν ορισμένες κινήσεις προς την κατεύθυνση της καθολικότητας. Όμως, πλέον είναι σαφές πως οι εθνικές και εδαφικές προσεγγίσεις εμφανίζουν μεγαλύτερη δυναμική και προτίμηση. Έχουν υπάρξει περιπτώσεις «περίφραξης» από εποπτικούς οργανισμούς με χρήση παρεμβατικών κινήσεων για να διασφαλίσουν ότι οι ξένες τράπεζες που δραστηριοποιούνται εγχώρια θα συνεχίζουν να υποστηρίζουν τις τοπικές δραστηριότητές τους. Επιπλέον σε πολλές χώρες νομοθετούνται και εφαρμόζονται νέα κανονιστικά πλαίσια που ουσιαστικά ενθαρρύνουν περισσότερο την τοπική ή εδαφική προσέγγιση. Επομένως, η πιθανότητα μεγαλύτερης διεθνούς συναίνεσης, που απαιτεί μια καθολική προσέγγιση, όλο και απομακρύνεται από τον παγκόσμιο τραπεζικό χάρτη. Ωστόσο, θα μπορούσαν να υιοθετηθούν ορισμένα θετικά στοιχεία της καθολικής προσέγγισης. Για παράδειγμα, οι διαδικασίες που πρέπει να ακολουθούνται σε περίπτωση τραπεζικής εξυγίανσης και αναδιάρθρωσης θα μπορούσαν να εναρμονιστούν μεταξύ των χωρών.

Ωστόσο, για ορισμένες χώρες, η καθολική προσέγγιση, ή μια πιο ελαφρά εκδοχή της, είναι αρκετά ρεαλιστική και πραγματοποιήσιμη. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για τις χώρες που εμφανίζουν σχετικά υψηλό βαθμό ολοκλήρωσης μεταξύ τους, όπως η ΕΕ ή και ακόμη περισσότερο τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης. Με αφορμή τις διάφορες τραπεζικές κρίσεις του πρόσφατου παρελθόντος, οι χώρες της ΕΕ υιοθέτησαν την Τραπεζική Ένωση, η οποία αποτελεί μια καθολική προσέγγιση εντός της Ευρωζώνης, καθώς ενσωματώνει τη ρύθμιση και την εποπτεία μέσω του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού της ΕΚΤ, την εξυγίανση μέσω της οδηγίας 2014/59/ΕΕ για την Ανάκαμψη και Εξυγίανση Πιστωτικών Ιδρυμάτων και Επιχειρήσεων Επενδύσεων, αποτελούμενο από το Ενιαίο Συμβούλιο Εξυγίανσης της Τραπεζικής Ένωσης, καθώς και μηχανισμούς εγγύησης των καταθέσεων. Η Τραπεζική Ένωση της Ευρωζώνης δεν είναι ακόμα σε πλήρη ισχύ, εφόσον οι κανόνες για την κατανομή των βαρών μεταξύ των συμμετεχόντων χωρών, μέσω κρατικών μηχανισμών στήριξης εξακολουθούν να καθορίζονται, όμως αποτελεί ένα σημαντικό βήμα προόδου προς την εφαρμογή μιας καθολικής προσέγγισης στο τραπεζικό σύστημα.

## ΜΕΡΟΣ Β: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

#### Οι ροές κεφαλαίων στην Ελληνική οικονομία: 2002-2019.

##### 4.1 Θεωρία Ισοζυγίου Πληρωμών

Όλες οι χώρες συναλλάσσονται και έχουν οικονομικές συναλλαγές με τον υπόλοιπο κόσμο. Με άλλα λόγια, όλες οι χώρες είναι ανοικτές οικονομίες. Οι ροές χρημάτων μεταξύ κατοίκων μιας χώρας και του υπόλοιπου κόσμου καταγράφονται στο λογαριασμό ισοζυγίου πληρωμών της χώρας. Οι εισπράξεις χρημάτων από το εξωτερικό θεωρούνται ως πιστώσεις και καταχωρούνται στους λογαριασμούς με θετικό πρόσημο. Οι εκροές χρημάτων από τη χώρα θεωρούνται χρεώσεις και εισάγονται με αρνητικό πρόσημο. Υπάρχουν τρία κύρια μέρη του λογαριασμού ισοζυγίου πληρωμών: το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, το ισοζύγιο κεφαλαίων και το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών.

##### 4.1.1 Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ)

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών καταγράφει πληρωμές για εισαγωγές και εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, συν τα εισοδήματα που ρέουν προς και από τη χώρα, συν καθαρές μεταβιβάσεις χρημάτων προς και από τη χώρα. Συνήθως διαχωρίζεται σε τέσσερα επιμέρους ισοζύγια:

1. Ισοζύγιο Αγαθών/Εμπορευμάτων
2. Ισοζύγιο Υπηρεσιών
3. Ισοζύγιο Εισοδημάτων
4. Ισοζύγιο Τρεχουσών Μεταβιβάσεων

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι το συνολικό υπόλοιπο όλων των τεσσάρων ισοζυγίων. Πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών είναι το σημείο όπου οι πιστώσεις υπερβαίνουν τις χρεώσεις. Έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών είναι το σημείο όπου οι χρεώσεις υπερβαίνουν τις πιστώσεις.

#### *Εμπορικό Ισοζύγιο (Ισοζύγιο Αγαθών και Ισοζύγιο Υπηρεσιών)*

Στο ισοζύγιο αγαθών καταγράφονται οι εισαγωγές και οι εξαγωγές φυσικών αγαθών. Οι εξαγωγές οδηγούν σε εισροή χρημάτων και, ως εκ τούτου, αποτελούν πιστωτικό στοιχείο. Οι εισαγωγές οδηγούν σε εκροή χρημάτων και, ως εκ τούτου, αποτελούν χρεωστικό στοιχείο. Το ισοζύγιο αυτών ονομάζεται ισοζύγιο αγαθών ή ισοζύγιο εμπορευμάτων. Πλεόνασμα είναι όταν οι εξαγωγές υπερβαίνουν τις εισαγωγές. Έλλειμμα είναι όταν οι εισαγωγές υπερβαίνουν τις εξαγωγές. Το ισοζύγιο υπηρεσιών, καταγράφει τις εισαγωγές και τις εξαγωγές υπηρεσιών, όπως οι μεταφορές, ο τουρισμός και η ασφάλιση. Έτσι, η αγορά ενός ταξιδιωτικού πακέτου στο εξωτερικό είναι μια χρέωση, δεδομένου ότι αντιπροσωπεύει μια εκροή χρημάτων, ενώ η αγορά από έναν ξένο κάτοικο μιας υπηρεσίας μεταφοράς είναι μια πίστωση στο λογαριασμό υπηρεσιών. Ο συνδυασμός του ισοζυγίου αγαθών και του ισοζυγίου υπηρεσιών είναι γνωστός ως ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών ή πιο απλά ως εμπορικό ισοζύγιο.

#### *Ισοζύγιο εισοδημάτων*

Το ισοζύγιο εισοδημάτων συμπεριλαμβάνει μισθούς, τόκους και κέρδη που ρέουν προς και από τη χώρα. Για παράδειγμα, τα μερίσματα που πληρώνονται σε αλλοδαπό κάτοικο από τις μετοχές μιας ελληνικής εταιρείας αποτελεί εκροή χρημάτων, δηλαδή χρεωστικό στοιχείο. Το ισοζύγιο εισοδημάτων μπορεί να παρουσιαστεί και ως ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων.

#### *Ισοζύγιο τρεχουσών μεταβιβάσεων*

Το ισοζύγιο τρεχουσών μεταβιβάσεων περιλαμβάνει κρατικές συνεισφορές και εισπράξεις από την ΕΕ και διεθνείς οργανισμούς, καθώς και διεθνείς μεταφορές χρημάτων από ιδιώτες και επιχειρήσεις. Οι μεταφορές εκτός χώρας είναι χρεώσεις, για παράδειγμα τα χρήματα που αποστέλλονται από την Ελλάδα σε Έλληνα φοιτητή που σπουδάζει στο Ηνωμένο Βασίλειο. Οι μεταφορές προς την χώρα αντίστοιχα είναι πιστωτικό στοιχείο. Το ισοζύγιο τρεχουσών μεταβιβάσεων μπορεί να παρουσιαστεί και ως ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων.

#### 4.1.2 Το ισοζύγιο κεφαλαίων (I.K.)

Το ισοζύγιο κεφαλαίων καταγράφει τις ροές κεφαλαίων, προς τη χώρα (πιστώσεις) και εκτός της χώρας (χρεώσεις), που συνδέονται με την απόκτηση ή τη διάθεση παγίων περιουσιακών

στοιχείων π.χ. γη, τη μεταφορά κεφαλαίων από μετανάστες και την καταβολή επιχορηγήσεων από την κυβέρνηση για έργα του εξωτερικού και την είσπραξη/πληρωμή χρημάτων από την ΕΕ για κεφαλαιακές ενισχύσεις, π.χ. το Ευρωπαϊκό Γεωργικό Ταμείο Προσανατολισμού και Εγγυήσεων.

#### 4.1.3 Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών (ΙΧΣ)

Ο λογαριασμός του ισοζυγίου χρηματοοικονομικών συναλλαγών καταγράφει διασυννοριακές μεταβολές στην κατοχή μετοχών, περιουσιακών στοιχείων, τραπεζικών καταθέσεων και δανείων, κρατικών τίτλων, μεταξύ άλλων. Σε αντίθεση με το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών που αφορά τα οικονομικά εισοδήματα, το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών ασχολείται με την αγορά και την πώληση περιουσιακών στοιχείων. Αποτελείται από τέσσερις βασικές μεταβολές περιουσιακών στοιχείων:

- Άμεσες Επενδύσεις
- Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου
- Λοιπές Χρηματοοικονομικές Ροές
- Ροές συναλλαγματικών αποθεμάτων

Αξίζει να σημειωθεί πως στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών, οι πιστώσεις και οι χρεώσεις καταγράφονται καθαρές. Για παράδειγμα, οι Ελληνικές επενδύσεις στο εξωτερικό αποτελούν την καθαρή απόκτηση περιουσιακών στοιχείων στο εξωτερικό, δηλαδή την αγορά μείον την πώληση περιουσιακών στοιχείων. Ομοίως, οι ξένες επενδύσεις στην Ελλάδα υπολογίζονται από την αγορά μείον την πώληση περιουσιακών στοιχείων στην Ελλάδα από ξένους κατοίκους. Επίσης, στις δύο περιπτώσεις η ροή μπορεί να είναι προς την αντίθετη κατεύθυνση, για παράδειγμα, εάν οι Έλληνες αγοράσουν λιγότερα περιουσιακά στοιχεία στο εξωτερικό από αυτά που πώλησαν, το στοιχείο αυτό θα ήταν καθαρή πίστωση και όχι χρέωση, δηλαδή θα υπήρχε καθαρή απόδοση χρημάτων προς την Ελλάδα.

#### *Άμεσες επενδύσεις*

Εάν μια ξένη εταιρεία επενδύει χρήματα από το εξωτερικό σε ένα από τα υποκαταστήματά της ή συνδεδεμένες εταιρείες στην Ελλάδα, αυτό αντιπροσωπεύει εισροή χρημάτων όταν πραγματοποιείται η επένδυση και συνεπώς, αποτελεί πιστωτικό στοιχείο. Ενώ, κάθε



μεταγενέστερο κέρδος από την επένδυση αυτή που ρέει στο εξωτερικό θα καταγράφεται ως εκροή εισοδήματος από επενδύσεις στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Οι επενδύσεις στο εξωτερικό από ελληνικές εταιρείες αντιπροσωπεύουν εκροή χρημάτων κατά την πραγματοποίηση της επένδυσης και επομένως είναι χρεωστικά στοιχεία. Οι άμεσες επενδύσεις αφορούν την απόκτηση ή την πώληση περιουσιακών στοιχείων: π.χ. ένα εργοστάσιο ή μια αγροτική εκμετάλλευση, ή την εξαγορά μιας ολόκληρης επιχείρησης, όχι τις εισαγωγές ή τις εξαγωγές πάγιου εξοπλισμού.

#### *Επενδύσεις χαρτοφυλακίου*

Οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου αφορούν μεταβολές στην κατοχή περιουσιακών στοιχείων σε τίτλους κτήσης, όπως οι μετοχές μιας εταιρείας. Έτσι, εάν ένας κάτοικος της Ελλάδας αγοράσει μετοχές ξένης εταιρείας, αυτό είναι μια εκροή κεφαλαίων και ως εκ τούτου είναι ένα χρεωστικό στοιχείο.

#### *Λοιπές χρηματοοικονομικές ροές*

Οι λοιπές χρηματοοικονομικές ροές αποτελούνται κυρίως από διάφορες μορφές βραχυπρόθεσμων νομισματικών κινήσεων μεταξύ της Ελλάδας και του υπόλοιπου κόσμου. Οι καταθέσεις από κατοίκους του εξωτερικού σε Ελληνικές τράπεζες και τα δάνεια προς την Ελλάδα από το εξωτερικό είναι πιστωτικά στοιχεία, δεδομένου ότι αντιπροσωπεύουν εισροή χρημάτων. Καταθέσεις από κατοίκους της Ελλάδας σε τράπεζες του εξωτερικού και δάνεια από Ελληνικές τράπεζες σε κατοίκους του εξωτερικού είναι χρεωστικά στοιχεία. Αντιπροσωπεύουν μια εκροή χρημάτων. Οι βραχυπρόθεσμες νομισματικές ροές είναι πολύ συχνό φαινόμενο μεταξύ των διεθνών χρηματοπιστωτικών κέντρων για να επωφεληθούν από τις διαφορές στα επιτόκια των χωρών και τις μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

#### *Συναλλαγματικές μεταβολές αποθεματικών*

Η Τράπεζα της Ελλάδος, όπως και όλες οι άλλες κεντρικές τράπεζες, κατέχει αποθέματα χρυσού και ξένων νομισμάτων. Κατά καιρούς η Τράπεζα της Ελλάδος, ενεργώντας ως κυβερνητικός

αντιπρόσωπος, πουλάει ή αγοράζει ορισμένα από αυτά τα αποθεματικά στην αγορά συναλλάγματος. Ο συγκεκριμένος ρόλος πλέον έχει μεταφερθεί ουσιαστικά στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, η οποία έχει τον έλεγχο του κοινού νομίσματος. Η ανάληψη αποθεματικών αντιπροσωπεύει ένα πιστωτικό στοιχείο στους λογαριασμούς του ισοζυγίου πληρωμών: τα χρήματα που προέρχονται από τα αποθεματικά αντιπροσωπεύουν εισροή στο ισοζύγιο πληρωμών, αν και εκροή από το λογαριασμό αποθεματικών. Συνεπώς, τα αποθεματικά μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη στήριξη ελλείμματος σε άλλα σημεία του ισοζυγίου πληρωμών. Αντίθετα, εάν υπάρχει πλεόνασμα σε άλλο σημείο του ισοζυγίου πληρωμών, η Τράπεζα της Ελλάδος μπορεί να το χρησιμοποιήσει για να αυξήσει τα αποθεματικά της. Η αύξηση των αποθεματικών υπολογίζεται ως χρεωστικό στοιχείο στο ισοζύγιο πληρωμών, δεδομένου ότι αντιπροσωπεύει εκροή στα αποθεματικά.

Τα συναλλαγματικά αποθεματικά της Τράπεζας της Ελλάδος, πλέον συμπεριλαμβάνουν μόνο τον νομισματικό χρυσό, την συναλλαγματική θέση στο ΔΝΤ, και τα SDR και τις απαιτήσεις σε ξένο νόμισμα έναντι κατοίκων εκτός ευρωζώνης. Ενώ, δεν συμπεριλαμβάνονται οι απαιτήσεις σε ευρώ έναντι ξένων κατοίκων εκτός ευρωζώνης, οι απαιτήσεις σε ευρώ και σε ξένο νόμισμα έναντι κατοίκων της ευρωζώνης και η συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στα κεφάλαια και στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ.

#### 4.1.4 Στατιστικές Διαφορές (ΣΔ)

Όταν λαμβάνονται υπόψη όλες οι συνιστώσες του ισοζυγίου πληρωμών, τότε θα πρέπει να ισοσκελίζει ακριβώς, δηλαδή οι πιστώσεις θα πρέπει να ισούνται με χρεώσεις. Ωστόσο, όταν καταρτίζονται τα στατιστικά στοιχεία, είναι πιθανό να προκύψουν ορισμένα σφάλματα, επομένως δεν θα υπάρξει αυτόματα ισορροπία. Για να διορθωθεί η συγκεκριμένη ανισορροπία, περιλαμβάνεται στο ισοζύγιο μια στατιστική διαφορά που ισοσκελίζει το ισοζύγιο πληρωμών. Ο κύριος λόγος για τα σφάλματα είναι ότι τα στατιστικά στοιχεία λαμβάνονται από διαφορετικές πηγές και συχνά υπάρχουν καθυστερήσεις στην καταγραφή των στοιχείων και μερικές φορές παραλείψεις.

## 4.2 Μεθοδολογία Έρευνας

Η εμπειρική μας διερεύνηση στοχεύει στην ανάλυση των μεγεθών και την διαγραμματική απεικόνιση των ροών κεφαλαίων της Ελληνικής οικονομίας κατά την πρόσφατη χρονική περίοδο, με σκοπό την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων για τις ροές του διεθνούς κεφαλαίου στην Ελληνική οικονομία. Η ανάλυση μας επικεντρώνεται στο Ισοζύγιο Πληρωμών και στα επιμέρους δομικά του Ισοζύγια. Το χρονικό διάστημα της ανάλυσής μας αφορά την περίοδο 2002-2019, δηλαδή από την είσοδο της οικονομίας μας στην ζώνη του ευρώ, μέχρι το πιο πρόσφατο ημερολογιακό έτος, βάσει διαθεσιμότητας ολοκληρωμένων ετήσιων στατιστικών στοιχείων. Ως πηγή δεδομένων χρησιμοποιούνται τα στατιστικά στοιχεία της Τράπεζα της Ελλάδος για το Ισοζύγιο Πληρωμών.

## 4.3 Ισοζύγιο Πληρωμών

Το ισοζύγιο πληρωμών είναι πάντα ισοσκελισμένο, δηλαδή μηδενικό, βάσει της λογιστικής του φύσης, όπου η συνολική χρέωση και η συνολική πίστωση εξισώνονται, εφόσον η οποιαδήποτε διαφορά τους κλείνει αναγκαστικά με την χρήση του λογαριασμού των Στατιστικών Διαφορών, ως ακολούθως:

$$\text{Ισοζύγιο Πληρωμών} = \text{ITΣ} + \text{IK} + \text{IXΣ} + \text{ΣΔ} = 0$$

Για λόγους απλούστευσης της ανάλυσης το ITΣ και το ΙΚ συνήθως διαμορφώνουν μαζί το πρώτο δομικό ισοζύγιο και ακολούθως το ΙΧΣ διαμορφώνει το δεύτερο δομικό ισοζύγιο. Επομένως, προκύπτει μια απλή συσχέτιση ανάμεσα στα δυο δομικά ισοζύγια όπου τα ελλείματα (πλεονάσματα) τους ενός θα πρέπει να καλύπτονται από τα πλεονάσματα (ελλείμματα) του άλλου. Άρα, σε γενικές γραμμές και όταν διαμορφώνεται μια ξεκάθαρα ελλειμματική/πλεονασματική τιμή στο ένα βασικό δομικό ισοζύγιο, αυτό ουσιαστικά προεξοφλεί και την αντίστοιχη πλεονασματική/ελλειμματική τιμή του άλλου.

Στον Πίνακα 4.1 παρουσιάζονται τα περιγραφικά στατιστικά των τριών δομικών ισοζυγίων του ελληνικού ισοζυγίου πληρωμών, καθώς και των στατιστικών διαφορών, για την χρονική περίοδο 2002 με 2019, όπου διαπιστώνεται η ύπαρξη ενός έντονα ελλειμματικού ITΣ, με την μέση τιμή του να βρίσκεται περίπου στα 14 δις € σε απόλυτους όρους, με μέγιστη απόλυτη τιμή διαχρονικά

36,6 δις € το 2008 και ελάχιστη απόλυτη τιμή 1,4 δις € το 2014. Λόγω της συμπληρωματικής του φύσης, το ελλειμματικό ΙΤΣ συνοδεύεται από ένα έντονα πλεονασματικό ΙΧΣ, με μέση τιμή πλεονάσματος τα 10,8 δις €, με μέγιστη τιμή τα 30,8 δις €, ενώ αξίζει να σημειωθεί πως παρουσίασε και αρνητικές τιμές κατά την τριετία 2013 με 2015.

**Πίνακας 4.1** Περιγραφικά Στατιστικά Δομικών Ισοζυγίων (ΙΤΣ, ΙΚ, ΙΧΣ, και ΣΔ) του Ισοζυγίου Πληρωμών της Ελλάδας, σε ετήσια βάση για την περίοδο 2002-2019 (ποσά σε εκ. €)

	Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (ΙΤΣ)	Ισοζύγιο Κεφαλαίων (ΙΚ)	Ισοζύγιο Χρημ/κών Συναλλαγών (ΙΧΣ)	Στατιστικές Διαφορές (ΣΔ)
<b>Μέσος</b>	-14.001,89	2.132,44	10.833,41	1.036,04
<b>Τυπικό Σφάλμα</b>	2.784,90	255,11	2.559,12	268,83
<b>Διάμεσος</b>	-13.051,95	2.060,14	10.160,69	1.086,28
<b>Τυπική Απόκλιση</b>	11.815,31	1.082,36	10.857,41	1.140,54
<b>Κύρτωση</b>	-0,76	-0,04	-1,00	-0,73
<b>Ασυμμετρία</b>	-0,65	0,38	0,53	-0,39
<b>Εύρος Τιμών</b>	35.248,43	3.979,16	32.654,72	3.448,00
<b>Ελάχιστη Τιμή</b>	-36.566,23	353,15	-1.825,57	-872,86
<b>Μέγιστη Τιμή</b>	-1.317,81	4.332,31	30.829,15	2.575,15
<b>Πλήθος Τιμών</b>	18	18	18	18

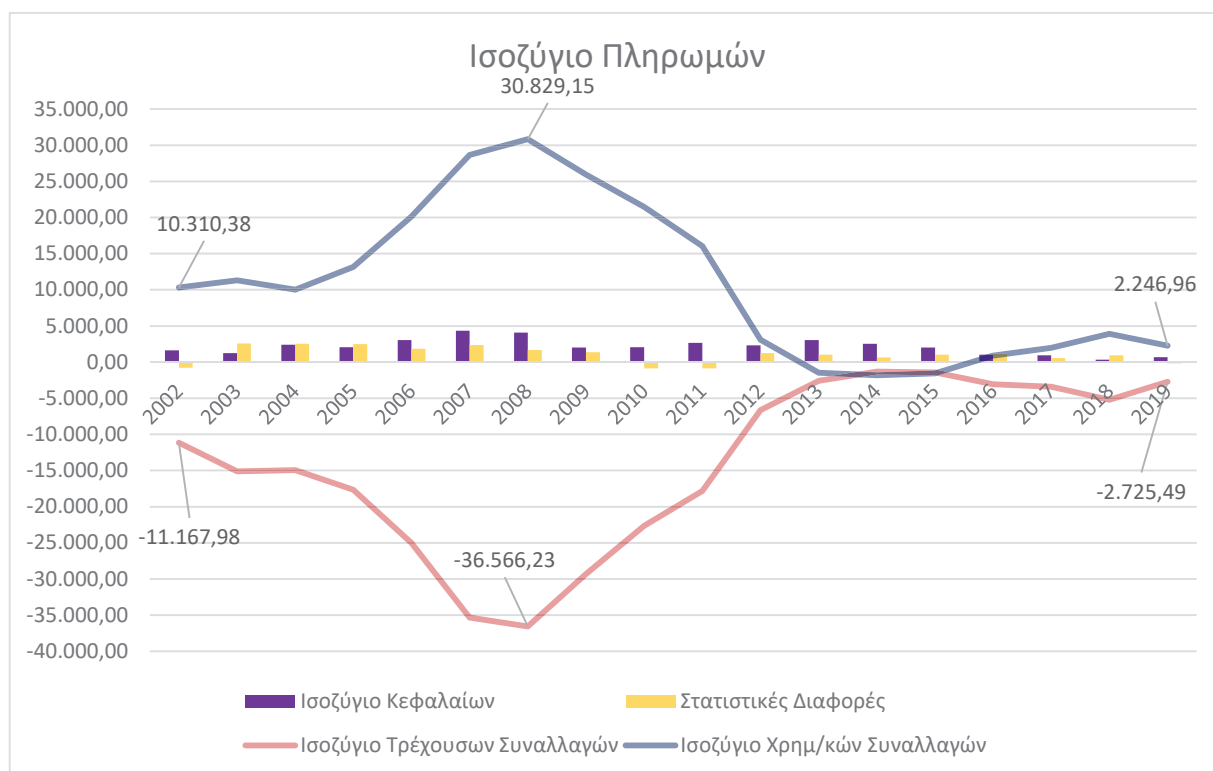
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Η ανάλυση του Διαγράμματος 4.1 επιβεβαιώνει αρχικώς με εμφανή τρόπο την αλληλεξάρτηση των δυο δομικών ισοζυγίων του Ισοζυγίου Πληρωμών εφόσον η διαχρονική πορεία των ΙΤΣ (κόκκινη γραμμή) και ΙΧΣ (μπλε γραμμή) είναι κατοπτρική μεταξύ τους. Επίσης, διαπιστώνεται η σχετικά μικρή επιρροή του ΙΚ (μωβ στήλη) στο Ισοζύγιο Πληρωμών, ενώ παρόμοιο αλλά όχι εντελώς αμελητέο ρόλο έχουν και οι ΣΔ (κίτρινη στήλη).

Επιπλέον, η διαχρονική διαγραμματική ανάλυση του Ισοζυγίου Πληρωμών καταδεικνύει με έντονο τρόπο ένα ράλι εμπορικού ελλείματος στην πρώτη πενταετία λειτουργίας του ευρώ μέχρι την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-8 που διαμόρφωσε τις συνθήκες για μια άτακτη υποχώρηση του ελλείματος και σε συνδυασμό με την ελληνική κρίση χρέους του 2010 διαμόρφωσε ένα σχεδόν εξισορροπημένο ΙΤΣ από το 2013 και μετά, όχι ως επακόλουθο κάποιας εξωστρέφειας της οικονομίας και μείωσης των δομικών ανισορροπιών, αλλά ως αναγκαστική

προσαρμογή στα νέα οικονομικά δεδομένα της ανεργίας και της καθοδικής προσαρμογής των μισθών που έφεραν οι μνημονιακές πολιτικές λιτότητας που συνόδευσαν τα ευρωπαϊκά πακέτα στήριξης και αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους.

**Διάγραμμα 4.1** Διαχρονική εξέλιξη Ελληνικού Ισοζυγίου Πληρωμών βάσει επιμέρους ισοζυγίων, σε ετήσια βάση για την περίοδο 2002-2019 (ποσά σε εκ. €)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

#### 4.4 Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών

Το ΙΤΣ μπορεί εύκολα να χαρακτηριστεί ως το πιο σημαντικό δομικό κομμάτι του Ισοζυγίου Πληρωμών, εφόσον δείχνει ουσιαστικά την παραγωγική δυναμικότητα μιας οικονομίας. Το ΙΤΣ αποτελείται από τα εξής ισοζύγια:

$$IT\text{Σ} = \text{Ισοζύγιο Αγαθών} + \text{Ισοζύγιο Υπηρεσιών} + \text{Ισοζύγιο Εισοδημάτων} \\ + \text{Ισοζύγιο Τρεχουσών Μεταβιβάσεων}$$

Μια οικονομία με πλεονασματικό ΙΤΣ πέραν του ότι πραγματοποιεί περισσότερες εξαγωγές προϊόντων και υπηρεσιών από ότι εισαγωγές, είναι και καθαρός πιστωτής προς το εξωτερικό, δηλαδή ουσιαστικά αποκομίζει διπλό όφελος από το άνοιγμα της οικονομίας της, σενάριο οικονομικής ανάπτυξης που αποτελεί φιλοδοξία και στόχο όλων των οικονομιών. Αντίστοιχα, ένα ελλειμματικό ΙΤΣ αντικατοπτρίζει μια οικονομία που εισάγει περισσότερα αγαθά και υπηρεσίες από τι εξάγει και συγχρόνως έχει την ανάγκη δανεισμού από τον υπόλοιπο κόσμο για να καλύψει το ελλειμματικό της ΙΤΣ. Ένα ελλειμματικό ΙΤΣ από μόνο του δεν είναι απαραίτητα αρνητικό γεγονός, γιατί αν οφείλεται κατά βάση σε εισαγωγές κεφαλαιουχικών αγαθών μπορεί να δημιουργήσει τις συνθήκες για ανάπτυξη της εγχώριας παραγωγής μελλοντικά, ενώ από την άλλη μεριά ένα ελλειμματικό ΙΤΣ που προκύπτει βάσει εισαγωγών καταναλωτικών αγαθών διαμορφώνει αρνητική δυναμική για την συγκεκριμένη οικονομία.

Στον Πίνακα 4.2 παρουσιάζονται τα περιγραφικά στατιστικά των τεσσάρων επιμέρους ισοζυγίων του ελληνικού ΙΤΣ, για την χρονική περίοδο 2002 με 2019, όπου διαπιστώνεται η ύπαρξη ενός έντονα ελλειμματικού Ισοζυγίου Αγαθών, με την μέση τιμή του να βρίσκεται περίπου στα 26,3 δις € σε απόλυτους όρους, με μέγιστη απόλυτη τιμή διαχρονικά 44,4 δις € το 2008 και ελάχιστη απόλυτη τιμή 17,7 δις € το 2015.

**Πίνακας 4.2** Περιγραφικά Στατιστικά Επιμέρους Ισοζυγίων του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών της Ελλάδας, σε ετήσια βάση για την περίοδο 2002-2019 (ποσά σε εκ. €)

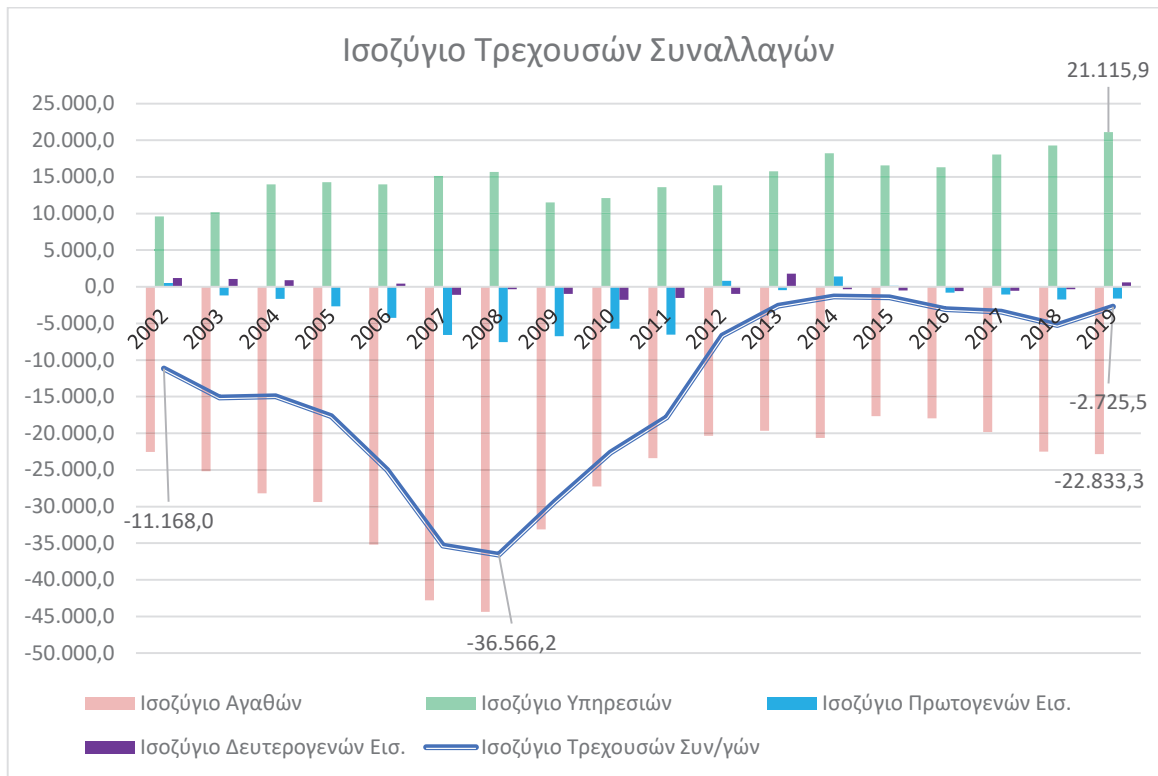
	Ισοζύγιο Αγαθών	Ισοζύγιο Υπηρεσιών	Ισοζύγιο Πρωτογενών Εισοδημάτων	Ισοζύγιο Δευτερογενών Εισοδημάτων
<b>Μέσος</b>	-26,269.39	14,958.05	-2,530.71	-159.84
<b>Τυπικό Σφάλμα</b>	1,883.77	722.20	688.75	231.34
<b>Διάμεσος</b>	-23,112.32	14,703.67	-1,620.63	-338.73
<b>Τυπική Απόκλιση</b>	7,992.15	3,064.05	2,922.11	981.50
<b>Κύρτωση</b>	0.64	-0.22	-1.17	-0.57
<b>Ασυμμετρία</b>	-1.19	0.13	-0.53	0.36
<b>Εύρος Τιμών</b>	26,697.27	11,506.73	8,943.66	3,559.65
<b>Ελάχιστη Τιμή</b>	-44,363.35	9,609.14	-7,541.57	-1,763.31
<b>Μέγιστη Τιμή</b>	-17,666.09	21,115.87	1,402.08	1,796.34
<b>Πλήθος Τιμών</b>	18	18	18	18

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Από την άλλη μεριά, παρουσιάζεται ένα έντονα πλεονασματικό Ισοζύγιο Υπηρεσιών, το οποίο βασίζεται στα δύο δυνατά χαρτιά της ελληνικής οικονομίας, δηλαδή τη παροχή υπηρεσιών στον τομέα του τουρισμού και την υπερπόντια ναυτιλία, με μέση τιμή πλεονάσματος του Ισοζυγίου Υπηρεσιών στα 14,9 δις €, με την μέγιστη τιμή 21,1 δις € να εμφανίζεται το 2019, γεγονός ιδιαίτερα θετικό. Το ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων δείχνει μια γενικότερη τάση διαρροής εισοδημάτων προς το εξωτερικό, με ελλειμματική μέση τιμή 2,5 δις € και μέγιστο έλλειμμα στα 7,5 δις € το 2008.

Η ανάλυση του Διαγράμματος 4.2 επιβεβαιώνει την γενικότερη διαπίστωση των περιγραφικών στοιχείων των επιμέρους ισοζυγίων του ΙΤΣ, με ένα διαχρονικά ελλειμματικό Ισοζύγιο Αγαθών, το οποίο ακολούθησε μια ξέφρενη ελλειμματική πορεία μέχρι το 2008 και στην συνέχεια ακολούθησε μια έντονη διόρθωση προς τα πάνω, κυρίως λόγω της μείωσης των εισαγωγών και όχι λόγω αύξησης των εξαγωγικών δραστηριοτήτων.

**Διάγραμμα 4.2** Διαχρονική εξέλιξη Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών βάσει επιμέρους ισοζυγίων, σε ετήσια βάση για την περίοδο 2002-2019 (ποσά σε εκ. €)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Αξιοσημείωτη είναι η πορεία του Ισοζυγίου Υπηρεσιών, που παρά την μικρή επιβράδυνση που ακολούθησε την κρίση του 2008, παρουσιάζει μια διαχρονική αύξηση και σε συνδυασμό με την ελάττωση του ελλείματος του Ισοζυγίου Αγαθών, διαμορφώνει ένα σχετικά ισορροπημένο Ισοζύγιο Αγαθών και Υπηρεσιών τα τελευταία έτη, εφόσον το 2019 το έλλειμα του ήταν μόλις 1,7 δις €.

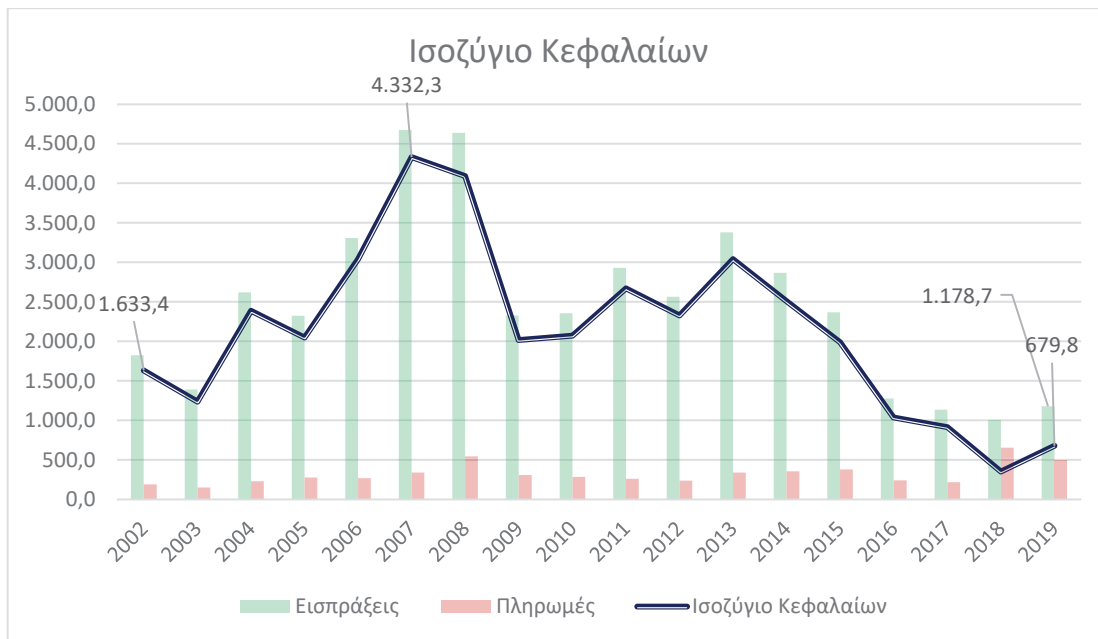
#### 4.5 Ισοζύγιο Κεφαλαίων

Το ελληνικό ισοζυγίων κεφαλαίων αποτελείται σε συντριπτικό βαθμό από τις μεταβιβάσεις που εισπράττει η ελληνική κυβέρνηση από την ΕΕ και που συνδέονται με επενδύσεις πάγιων κεφαλαίων μέσω κοινοτικών πλαισίων στήριξης και συνοχής. Για παράδειγμα, από τα 1,18 δις € των εισπράξεων το 2019, το 1 δις € αφορούσε εισπράξεις της γενικής κυβέρνησης από



επενδυτικά προγράμματα της ΕΕ. Στο Διάγραμμα 4.3 παρουσιάζεται η εξέλιξη του ΙΚ, το οποίο χαρακτηρίζεται ως διαχρονικά πλεονασματικό, με τάσεις εξισορρόπησης τα τελευταία χρόνια.

**Διάγραμμα 4.3** Διαχρονική εξέλιξη Ισοζυγίου Κεφαλαίων βάσει εισπράξεων και πληρωμών, σε ετήσια βάση για την περίοδο 2002-2019 (ποσά σε εκ. €)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

#### 4.6 Ισοζύγιο Χρηματοοικονομικών Συναλλαγών

Το ΙΧΣ καταγράφει συναλλαγές που αφορούν χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις και πραγματοποιούνται μεταξύ κατοίκων και μη κατοίκων και υπολογίζεται ως εξής:

$$\begin{aligned}
 \text{ΙΧΣ} = & \text{Άμεσες Επενδύσεις} + \text{Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου} + \text{Λοιπές Επενδύσεις} \\
 & + \text{Μεταβολή Συναλλαγματικών Διαθεσίμων}
 \end{aligned}$$

Οι συναλλαγές του ΙΧΣ μπορεί να αφορούν αγαθά, υπηρεσίες, έσοδα, λογαριασμούς κεφαλαίου ή άλλες εγγραφές χρηματοοικονομικών λογαριασμών. Για παράδειγμα, η εγγραφή για μια εξαγωγή αγαθών είναι συνήθως μια αύξηση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, όπως το νόμισμα και οι καταθέσεις ή η εμπορική πίστωση. Εναλλακτικά, μια συναλλαγή μπορεί να περιλαμβάνει δύο συναλλαγές χρηματοοικονομικού ισοζυγίου. Ενώ, μερικές φορές, η

συναλλαγή χρηματοοικονομικού λογαριασμού περιλαμβάνει την ανταλλαγή ενός περιουσιακού στοιχείου με ένα άλλο, για παράδειγμα, ένα ομόλογο μπορεί να ανταλλάσσεται με νόμισμα και καταθέσεις. Σε άλλες περιπτώσεις, η συναλλαγή μπορεί να συνεπάγεται τη δημιουργία ενός νέου χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου και μιας αντίστοιχης υποχρέωσης.

Το υπόλοιπο του ΙΧΣ ονομάζεται καθαρή δανειοληψία από το εξωτερικό όταν είναι πλεονασματικό και καθαρή δανειοδότηση προς το εξωτερικό όταν είναι ελλειμματικό. Ο καθαρός δανεισμός σημαίνει πως η οικονομία προμηθεύει κεφάλαια στο εξωτερικό, λαμβάνοντας υπόψη την απόκτηση και διάθεση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και την ανάληψη και αποπληρωμή υποχρεώσεων.

Στον Πίνακα 4.3 παρουσιάζονται τα περιγραφικά στατιστικά των τεσσάρων επιμέρους ισοζυγίων του ελληνικού ΙΧΣ, για την χρονική περίοδο 2002 με 2019, όπου εντύπωση προκαλεί το εύρος και το μέγεθος των ελάχιστων/μέγιστων τιμών των Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και των Λοιπών Επενδύσεων, με τις συγκεκριμένες ακραίες τιμές να οφείλονται στην αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους που έγινε το 2012. Το συγκεκριμένο, συμπέρασμα προκύπτει αβίαστα με την αντίστοιχη διαχρονική απεικόνιση του ΙΧΣ στο Διάγραμμα 4.4, όπου το 2012 η καθαρή μεταβολή των Λοιπών Επενδύσεων παρουσίασε αύξηση 102 δις € και η καθαρή μεταβολή των Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου παρουσίασε μείωση 100 δις €, με το ΙΧΣ εν τέλει να διαμορφώνεται πλεονασματικό στα 3 δις € περίπου.

Η γενικότερη εικόνα των περιγραφικών στατιστικών του ΙΧΣ για την περίοδο 2002-2019 είναι αρχικά πως οι Άμεσες Επενδύσεις κυμαίνονται σε σχετικά χαμηλά επίπεδα με την μέση εισροή κεφαλαίων να βρίσκεται περίξ του 1 δις € ανά έτος, ενώ κυριαρχικό ρόλο διαμορφώνουν συνδυαστικά οι Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου και οι Λοιπές Επενδύσεις.

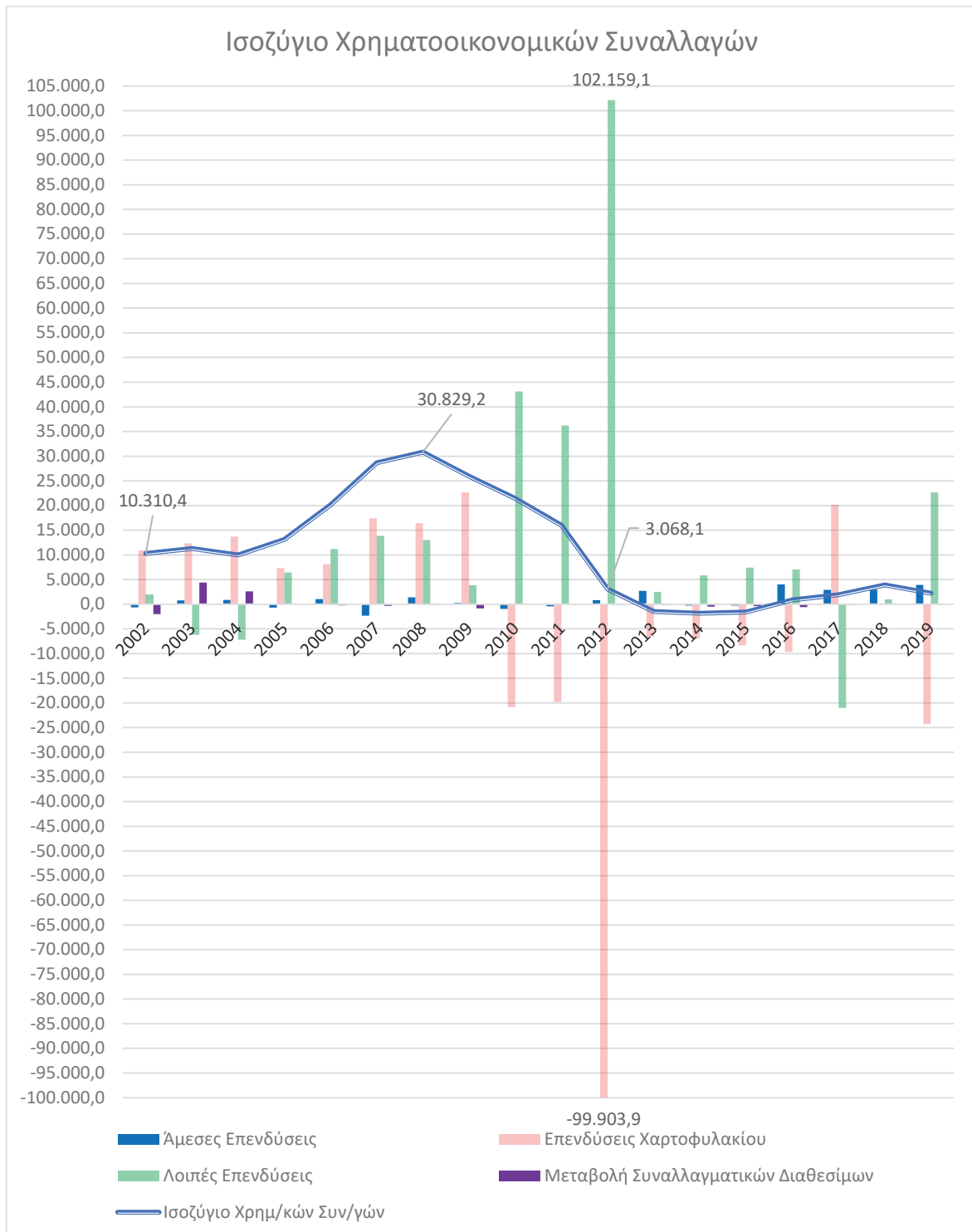
**Πίνακας 4.3** Περιγραφικά Στατιστικά Επιμέρους Ισοζυγίων του Ισοζυγίου Χρηματοοικονομικών Συναλλαγών της Ελλάδας, σε ετήσια βάση για την περίοδο 2002-2019 (ποσά σε εκ. €)

	Άμεσες Επενδύσεις	Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου	Λοιπές Επενδύσεις	Μεταβολή Συν/κών Διαθεσίμων
<b>Μέσος</b>	899,91	4.953,43	-13.330,43	119,12
<b>Τυπικό Σφάλμα</b>	420,16	6.587,49	6.300,68	320,90
<b>Διάμεσος</b>	795,80	3.328,46	-6.760,80	-95,50
<b>Τυπική Απόκλιση</b>	1.782,57	27.948,36	26.731,52	1.361,48
<b>Κύρτωση</b>	-0,67	7,82	7,08	6,10
<b>Ασυμμετρία</b>	0,33	2,42	-2,34	2,19
<b>Εύρος Τιμών</b>	6.294,33	122.567,70	123.145,45	6.392,00
<b>Ελάχιστη Τιμή</b>	-2.290,20	-22.663,78	-102.159,08	-1.983,00
<b>Μέγιστη Τιμή</b>	4.004,13	99.903,91	20.986,38	4.409,00
<b>Πλήθος Τιμών</b>	18	18	18	18

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος (2020)

Το Διάγραμμα 4.4 εξηγεί την διαχρονική μεταβολή του ΙΧΣ, κατά την περίοδο 2002 με 2019, βάσει των επιμέρους ισοζυγίων που το διαμορφώνουν. Η διαχρονική ανάλυση μπορεί να διαχωριστεί σε τρεις υποπεριόδους, βάσει των μεγεθών και των γεγονότων που ευθύνονται για τις παρατηρούμενες μεταβολές. Η πρώτη περίοδος αφορά το χρονικό διάστημα 2002-2008, δηλαδή από την ένταξη της Ελλάδας στο ευρώ μέχρι την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, όπου το ΙΧΣ ήταν έντονα πλεονασματικό και πήρε την μέγιστη τιμή του το 2008, τροφοδοτούμενο σε μεγάλο βαθμό από τη ευκολία δανεισμού του δημοσίου και του ιδιωτικού τομέα που επικρατούσε εκείνη την χρονική περίοδο.

**Διάγραμμα 4.4** Διαχρονική εξέλιξη ΙΧΣ βάσει επιμέρους ισοζυγίων, σε ετήσια βάση για την περίοδο 2002-2019 (ποσά σε εκ. €)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος (2020)

Η δεύτερη περίοδος αφορά το χρονικό διάστημα 2009 με 2012, δηλαδή από την παγκόσμια κρίση του 2008 μέχρι την αναδιάρθρωση του ελληνικού κρατικού χρέους το 2012, που ακολούθησε φυσικά την ελληνική κρίση χρέους του 2010. Στην συγκεκριμένη χρονική περίοδο παρατηρείται η διαχρονική μείωση του πλεονάσματος ΙΧΣ, εξαιτίας της συρρίκνωσης της ελληνική οικονομίας και της αποκοπής της Ελλάδας από τις αγορές κεφαλαίου, που προκάλεσαν οι κρίσεις της περιόδου.

Το 2012 ως έτος μεμονωμένα εμφανίζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον διαγραμματικά εξαιτίας των ακραίων διακυμάνσεων στα ισοζύγια των Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και των Λοιπών Επενδύσεων. Με βάση τα δελτία τύπου της Τράπεζα της Ελλάδος (2013), η εκροή κεφαλαίων κατά περίπου 100 δις € στο ισοζύγιο Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου οφείλεται σε δύο βασικούς παράγοντες αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους: α) στην αύξηση της τοποθέτησης της Ελλάδας στα ομόλογα του EFSF κατά περίπου 58 δις € και β) στην μείωση των ξένων τοποθετήσεων σε ελληνικά ομόλογα κατά περίπου 42 δις €. Ενώ, η εισροή περίπου 102 δις € στο ισοζύγιο των Λοιπών Επενδύσεων, οφείλεται κυρίως στην αύξηση των δανειακών υποχρεώσεων του ελληνικού κράτους από τον EFSF και το ΔΝΤ, καθώς και του ιδιωτικού τομέα, κατά περίπου 111 δις € και σε μια καθαρή αντιστάθμιση εκροών σε καταθέσεις και γeros κατά 9 δις € περίπου.

Η τρίτη και τελευταία χρονική περίοδος αφορά το χρονικό διάστημα 2013 με 2019, δηλαδή τα χρόνια που ακολούθησαν την αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους μέχρι και το πιο πρόσφατο στατιστικά διαθέσιμο έτος, με ιδιαίτερο χαρακτηριστικό τα capital control που εφαρμόστηκαν από τον Ιούνιο του 2015 μέχρι και την πλήρη απελευθέρωση τους τον Σεπτέμβριο του 2019. Το ΙΧΣ της περιόδου χαρακτηρίζεται από μια εικόνα εξισορρόπησης εφόσον η οικονομία ήταν σε καθεστώς επιτήρησης με την επιστροφή στις αγορές δανεισμού να πραγματοποιείται επιτυχώς από το 2017 και μετά.

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στόχος της εργασίας μας ήταν η μελέτη των διεθνών ροών κεφαλαίου της ελληνικής οικονομίας. Η μεθοδολογία μας βασίστηκε στην περιγραφική και διαγραμματική ανάλυση και αξιολόγηση των βασικών λογαριασμών του Ισοζυγίου Πληρωμών που καταγράφουν τις συναλλαγές και τις ροές κεφαλαίου μιας ανοικτής οικονομίας, δηλαδή του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών και του Ισοζυγίου Χρηματοοικονομικών Συναλλαγών. Όπου το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών καταδεικνύει την παραγωγική δυναμικότητα και την εξωστρέφεια μιας οικονομίας, ενώ το Ισοζύγιο Χρηματοοικονομικών Συναλλαγών καταγράφει τις ροές κεφαλαίων που δημιουργούνται ως αποτέλεσμα των συναλλαγών της οικονομίας με το εξωτερικό.

Το βασικό συμπέρασμα της εργασίας μας από την μελέτη και αξιολόγηση του Ισοζυγίου Πληρωμών της ελληνικής οικονομίας είναι πως ένα διαχρονικά ελλειμματικό ΙΤΣ, λόγω κυρίως εμπορικών ελλειμάτων, αναπόφευκτα θα οδηγήσει αργά ή γρήγορα σε περιπέτειες μια μικρή ανοικτή οικονομία, ειδικά εντός μιας ατελούς νομισματικής ένωσης, όπου δεν έχει τον έλεγχο της νομισματικής πολιτικής και το μοντέλο χρηματοδότησης της εξαρτάται αποκλειστικά από τις διαθέσεις των αγορών. Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 λειτούργησε καταλυτικά στην ανάδειξη των προβλημάτων βιωσιμότητας του ελληνικού μοντέλου χρηματοδότησης, με την αναπόφευκτη στάση πληρωμών να πραγματοποιείται τελικά το 2010.

Η επακόλουθη «διάσωση» της ελληνικής οικονομίας από τις υπόλοιπες χώρες της Ευρωζώνης και το ΔΝΤ είχε ως προαπαιτούμενο την εφαρμογή σκληρών πολιτικών λιτότητας, που οδήγησαν άμεσα στην γρήγορη «διόρθωση» και «εξυγίανση» του εμπορικού ελλείματος, με δυσβάστακτο, όμως, κοινωνικό κόστος, εφόσον η χώρα οδηγήθηκε σε μια πολυετή οικονομική κρίση.

Η μόνη θετική εικόνα του ελληνικού Ισοζυγίου Πληρωμών παραμένει διαχρονικά το Ισοζύγιο Υπηρεσιών, που στηρίζεται στα δύο δυνατά χαρτιά της ελληνικής οικονομίας, τον τουρισμό και την ναυτιλία. Όμως, όπως είδαμε στην πανδημία του 2020, τίποτα δεν πρέπει να θεωρείται δεδομένο και μένει να δούμε στην πράξη, πως και αν μπορεί να λειτουργήσει η ελληνική οικονομία, χωρίς την αναμενόμενη συνεισφορά του τουριστικού κλάδου. Το ελληνικό τουριστικό προϊόν είναι από τα πιο δημοφιλή παγκοσμίως, όμως θα πρέπει να αναπτυχθούν και

άλλοι εξαγωγικοί τομείς της οικονομίας μας, με σκοπό την αύξηση της παραγωγικής μας δυναμικότητας και ανταγωνιστικότητας, εντός ενός μοντέλου ισόρροπης ανάπτυξης που δεν βασίζεται αποκλειστικά στην παροχή υπηρεσιών.

Τα δεδομένα της έρευνάς μας αφορούν ετήσιες παρατηρήσεις των επιμέρους στοιχείων του ελληνικού Ισοζυγίου Πληρωμών σε εκατ. €. Η περίοδος αναφοράς μας είναι από το 2002 μέχρι το 2019, δηλαδή από την ένταξη της χώρας μας στην ζώνη του ευρώ μέχρι και το πιο πρόσφατο διαθέσιμο στατιστικά έτος, με 18 ετήσιες παρατηρήσεις ανά κατηγορία έρευνας. Τα δεδομένα της εμπειρικής μας διερεύνησης προέρχονται από τα δημοσιευμένα στο διαδίκτυο στατιστικά της Τράπεζα της Ελλάδος.

## BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Aiyar, S., Calomiris, C.W., Hooley, J., Korniyenko, Y. and Wieladek, T., 2014.** The international transmission of bank capital requirements: Evidence from the UK. *Journal of Financial Economics*, 113(3), pp.368-382.
- Arrow, K.J., 1970.** *Essays in the theory of risk-bearing* (No. 04; HB615, A7.).
- Beck, T., Todorov, R. and Wagner, W., 2013.** Supervising cross-border banks: theory, evidence and policy. *Economic Policy*, 28(73), pp.5-44.
- Benes, J., Guajardo, J., Sandri, D. and Simon, J., 2013.** The Ying and Yang of capital flow management: balancing capital inflows with capital outflows [R]. *World Economic Outlook*, 10, pp.113-132.
- Benigno, G., Converse, N. and Fornaro, L., 2015.** Large capital inflows, sectoral allocation, and economic performance. *Journal of International Money and Finance*, 55, pp.60-87.
- Berger, A.N., Buch, C.M., DeLong, G. and DeYoung, R., 2004.** Exporting financial institutions management via foreign direct investment mergers and acquisitions. *Journal of International money and Finance*, 23(3), pp.333-366.
- Berger, A.N., Clarke, G.R., Cull, R., Klapper, L. and Udell, G.F., 2005.** Corporate governance and bank performance: A joint analysis of the static, selection, and dynamic effects of domestic, foreign, and state ownership. *Journal of Banking & Finance*, 29(8-9), pp.2179-2221.
- Boudghene, Y. and Maes, S., 2012.** Relieving banks from toxic or impaired assets: the EU state aid policy framework. *Journal of European Competition Law & Practice*, 3(6), pp.562-577.
- Brown, M., Ongena, S., Popov, A. and Yeşin, P., 2011.** Who needs credit and who gets credit in Eastern Europe?. *Economic Policy*, 26(65), pp.93-130.
- Bruno, V. and Shin, H.S., 2015.** Cross-border banking and global liquidity. *The Review of Economic Studies*, 82(2), pp.535-564.
- Bruno, V., Shim, I. and Shin, H.S., 2017.** Comparative assessment of macroprudential policies. *Journal of Financial Stability*, 28, pp.183-202.
- Buch, C.M. and Goldberg, L.S., 2015.** International banking and liquidity risk transmission: Lessons from across countries. *IMF Economic Review*, 63(3), pp.377-410.
- Carmassi, J. and Herring, R., 2016.** The corporate complexity of global systemically important banks. *Journal of Financial Services Research*, 49(2), pp.175-201.



- Cerutti, E.** and Schrieder, C., 2014. Ring fencing and consolidated banks' stress tests. *Journal of Financial Stability*, 11, pp.1-12.
- Cerutti, E.**, 2015. Drivers of cross-border banking exposures during the crisis. *Journal of Banking & Finance*, 55, pp.340-357.
- Cerutti, E.**, Claessens, S. and Laeven, L., 2017. The use and effectiveness of macroprudential policies: New evidence. *Journal of Financial Stability*, 28, pp.203-224.
- Cetorelli, N.** and Goldberg, L.S., 2011. Global banks and international shock transmission: Evidence from the crisis. *IMF Economic review*, 59(1), pp.41-76.
- Cetorelli, N.** and Goldberg, L.S., 2012. Follow the money: Quantifying domestic effects of foreign bank shocks in the great recession. *American Economic Review*, 102(3), pp.213-18.
- Claessens, S.** and Horen, N.V., 2017. The role of foreign banks in local credit booms. In *The Future of Large, Internationally Active Banks* (pp. 273-292).
- Claessens, S.** and Horen, N.V., 2017. The role of foreign banks in local credit booms. In *The Future of Large, Internationally Active Banks* (pp. 273-292).
- Claessens, S.** and Laeven, L., 2004. What drives bank competition? Some international evidence. *Journal of money, credit and banking*, pp.563-583.
- Claessens, S.** and Lee, J.K., 2003. Foreign banks in low-income countries: recent developments and impacts. *Globalization and national financial systems*, 109.
- Claessens, S.** and Van Horen, N., 2012. Being a foreigner among domestic banks: Asset or liability?. *Journal of Banking & Finance*, 36(5), pp.1276-1290.
- Claessens, S.** and Van Horen, N., 2013. Impact of foreign banks. *Journal of Financial Perspectives*, 1(1).
- Claessens, S.** and Van Horen, N., 2014. Location decisions of foreign banks and competitor remoteness. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(1), pp.145-170.
- Claessens, S.**, Dooley, M.P. and Warner, A., 1995. Portfolio capital flows: hot or cold?. *The World Bank Economic Review*, 9(1), pp.153-174.
- Clarke, G.R.**, Cull, R. and Martinez Peria, M.S., 2001. Does foreign bank penetration reduce access to credit in developing countries? Evidence from asking borrowers. *Evidence from Asking Borrowers (September 2001)*.
- Contessi, S.**, De Pace, P. and Francis, J.L., 2013. The cyclical properties of disaggregated capital flows. *Journal of International Money and Finance*, 32, pp.528-555.
- Correa, R.**, 2009. Cross-border bank acquisitions: is there a performance effect?. *Journal of Financial Services Research*, 36(2), pp.169-197.

- Correa, R., Goldberg, L.S. and Rice, T., 2015.** International banking and liquidity risk transmission: Evidence from the United States. *IMF Economic Review*, 63(3), pp.626-643.
- Crystal, J., Dages, B.G. and Goldberg, L.S., 2001.** Does foreign ownership contribute to sounder banks in emerging markets? The Latin American experience. *The Latin American Experience (September 2001)*. FRB of New York Staff Report, (137).
- Cull, R. and Martinez Peria, M.S., 2010.** Foreign bank participation in developing countries: what do we know about the drivers and consequences of this phenomenon?. *World bank policy research working paper*, (5398).
- De Blas, B. and Russ, K.N., 2013.** All banks great, small, and global: Loan pricing and foreign competition. *International Review of Economics & Finance*, 26, pp.4-24.
- De Haas, R. and Van Lelyveld, I., 2006.** Foreign banks and credit stability in Central and Eastern Europe. A panel data analysis. *Journal of banking & Finance*, 30(7), pp.1927-1952.
- De Haas, R. and Van Lelyveld, I., 2010.** Internal capital markets and lending by multinational bank subsidiaries. *Journal of financial Intermediation*, 19(1), pp.1-25.
- De Haas, R. and Van Lelyveld, I., 2014.** Multinational banks and the global financial crisis: Weathering the perfect storm?. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(s1), pp.333-364.
- De Young, R., 1995.** *Foreign-owned banks in the US: Earning market share or buying it?* (Vol. 95, No. 2). Comptroller of the Currency.
- Demirguc-Kunt, A., Laeven, L. and Levine, R., 2003.** *Regulations, market structure, institutions, and the cost of financial intermediation* (No. w9890). National Bureau of Economic Research.
- Detragiache, E., Tressel, T. and Gupta, P., 2008.** Foreign banks in poor countries: theory and evidence. *The Journal of Finance*, 63(5), pp.2123-2160.
- Edwards, S., 1986.** The pricing of bonds and bank loans in international markets: An empirical analysis of developing countries' foreign borrowing. *European Economic Review*, 30(3), pp.565-589.
- Freixas, X., 2003.** Crisis management in Europe. *Financial Supervision in Europe, Cheltenham: Edward Elgar*, pp.102-119.
- Giannetti, M. and Ongena, S., 2012.** "Lending by example": Direct and indirect effects of foreign banks in emerging markets. *Journal of International Economics*, 86(1), pp.167-180.
- Göktan, M.G., 2015.** On the explanation of the Lucas Paradox. *Economics Letters*, 137, pp.109-113.

- Gopinath**, G., Kalemli-Özcan, Ş., Karabarbounis, L. and Villegas-Sanchez, C., 2017. Capital allocation and productivity in South Europe. *The Quarterly Journal of Economics*, 132(4), pp.1915-1967.
- Grosse**, R. and Goldberg, L.G., 1991. Foreign bank activity in the United States: An analysis by country of origin. *Journal of Banking & Finance*, 15(6), pp.1093-1112.
- Houston**, J.F., Lin, C. and Ma, Y., 2012. Regulatory arbitrage and international bank flows. *The Journal of Finance*, 67(5), pp.1845-1895.
- Hüpkens**, E.H., 2016. *Towards a Global Solution for a Global Problem* (pp. 244-263). Singapore: World Scientific Publishing.
- Jotikasthira**, C., Lundblad, C. and Ramadorai, T., 2012. Asset fire sales and purchases and the international transmission of funding shocks. *The Journal of Finance*, 67(6), pp.2015-2050.
- Kerl**, C. and Niepmann, F., 2015. What determines the composition of international bank flows?. *IMF Economic Review*, 63(4), pp.792-829.
- Kose**, M.A., Prasad, E., Rogoff, K. and Wei, S.J., 2009. Financial globalization: A reappraisal. *IMF Staff papers*, 56(1), pp.8-62.
- Laeven**, L. and Tressel, T., 2013. European Union Financial Integration before the Crisis. *From Fragmentation to Financial Integration in Europe*, p.49.
- Laeven**, L. and Valencia, F., 2013. Systemic banking crises database. *IMF Economic Review*, 61(2), pp.225-270.
- Laeven**, L., 2013. Corporate governance: what's special about banks?. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 5(1), pp.63-92.
- Lambert**, F., Deb, P., Ehrentraud, J. and González-Hermosillo, B., 2015. International banking after the crisis: increasingly local and safer. *International Monetary Fund*, pp.55-92.
- Levchenko**, A.A. and Mauro, P., 2007. Do some forms of financial flows help protect against "sudden stops"? *The World Bank Economic Review*, 21(3), pp.389-411.
- Mishkin**, F.S., 2007. Is financial globalization beneficial?. *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(2-3), pp.259-294.
- Mody**, A. and Peria, M.S.M., 2004. *How foreign participation and market concentration impact bank spreads: evidence from Latin America* (Vol. 3210). World Bank Publications.
- Morais**, B., Peydró, J.L., Roldán-Peña, J. and Ruiz-Ortega, C., 2019. The international bank lending channel of monetary policy rates and QE: Credit supply, reach-for-yield, and real effects. *The Journal of Finance*, 74(1), pp.55-90.

- Morgan**, D.P., Rime, B. and Strahan, P.E., 2004. Bank integration and state business cycles. *The Quarterly Journal of Economics*, 119(4), pp.1555-1584.
- Mundell**, R.A., 1957. International trade and factor mobility. *the american economic review*, 47(3), pp.321-335.
- Obstfeld**, M., 1994. Risk-taking, global diversification, and growth. *The American Economic Review*, pp.1310-1329.
- Ongena**, S., Popov, A. and Udell, G.F., 2013. "When the cat's away the mice will play": Does regulation at home affect bank risk-taking abroad?. *Journal of Financial Economics*, 108(3), pp.727-750.
- Peek**, J. and Rosengren, E.S., 2000. Collateral damage: Effects of the Japanese bank crisis on real activity in the United States. *American Economic Review*, 90(1), pp.30-45.
- Popov**, A. and Udell, G.F., 2012. Cross-border banking, credit access, and the financial crisis. *Journal of international economics*, 87(1), pp.147-161.
- Puy**, D., 2016. Mutual funds flows and the geography of contagion. *Journal of International Money and Finance*, 60, pp.73-93.
- Raddatz**, C. and Schmukler, S.L., 2012. *On the international transmission of shocks: Micro-evidence from mutual fund portfolios*. The World Bank.
- Schoenmaker**, D., 2011. The financial trilemma. *Economics letters*, 111(1), pp.57-59.
- Shin**, H.S., 2010. Non-core liabilities tax as a tool for prudential regulation. *Policy memo*, 19.
- Tirole**, J., 2002. *Financial crises, liquidity, and the international monetary system* (Vol. 6). Princeton University Press.