

Ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού τομέα

και Οικονομική Μεγέθυνση στην
Ελλάδα

Χρηματοοικονομικός τομέας

- Αγορά κεφαλαίων:
- Χρηματιστήριο
- Τραπεζικό σύστημα (εμπορικές τράπεζες, εξειδικευμένα πιστωτικά ιδρύματα(ΑΤΕ, Κτηματική Τράπεζα, Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο...))
- Μη τραπεζικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα και οργανισμοί
 - Ιδιωτικά συνταξιοδοτικά ταμεία
 - Ασφαλιστικές εταιρείες
 - Αμοιβαία κεφάλαια
- Αγορά ομολόγων (στην Ελλάδα σχεδόν αποκλειστικά η κυβέρνηση για να αντλήσει πόρους)

Χρηματοοικονομικός τομέας-μεγέθυνση

- Σε θεωρητικό επίπεδο η σχέση είναι αμφίδρομη:
- χρηματοοικονομικός τομέας \leftrightarrow μεγέθυνση
- Χρηματοοικονομικός τομέας:
 - αποταμίευση της κοινωνίας \rightarrow παραγωγικές επενδύσεις
- Ερώτημα σχετικά με την
- **Αποτελεσματικότητα** του χρηματοοικονομικού τομέα

Θεωρητικό υπόβαθρο

- **Κ. Βαΐτσος:** Αρχές Αναπτυξιακής Οικονομικής, εκδ. Κριτική, 2009, κεφ. 5^ο.
- (εδώ μπορείτε να διαβάσετε για να κατανοείτε το βαθύτερο οικονομικό - θεωρητικό υπόβαθρο της σχέσης ανάπτυξης και χρηματοοικονομικού τομέα).
- **A. Koutroulis:** Finance and Economic Growth: the case of Greece 1960-2005, ΚΕΡΕ, 2011, (κεφ. 1).
(το βιβλίο αυτό περιγράφει την θεωρητική σχέση, αλλά κυρίως αναλύει την εξέλιξη του χρηματοοικονομικού τομέα στην Ελλάδα, μετά το 1960, έως το 2005. Επίσης, περιέχει και εμπειρική διερεύνηση).

Αποτελεσματικότητα του χρηματοοικονομικού τομέα

- Ποια διάρθρωση του χρηματοοικονομικού τομέα είναι πιο αποτελεσματική;
- Αποτελεσματικότητα: σε σχέση με την επίδραση στο ΑΕΠ.

3 θέσεις για τις επιπτώσεις της διάρθρωσης του χρηματοοικονομικού συστήματος στην ανάπτυξη:

1^η Διαμεσολαβητικό χρηματοοικονομικό σύστημα πιο αποτελεσματικό:

- Ανάπτυξη του τραπεζικού συστήματος και άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων
- Κεντρικό ρόλο: κράτος(π.χ. Ελλάδα)- θεσμοί
- Μοντέλο ανάπτυξης Γαλλίας, Ιαπωνίας, Γερμανίας.
- Τραπεζικό σύστημα: αξιολογεί επενδυτικά έργα, κατευθύνει πόρους σε συγκεκριμένους κλάδους.

Αντιρρήσεις:

- ακριβό σύστημα, (κέρδη τραπεζών), κόστη συναλλαγών,
- γραφειοκρατία, χρονικές υστερήσεις,
- οδηγεί στη δημιουργία πελατειακού συστήματος, διαφθορά.
- 2 προσεγγίσεις για την βελτίωση της αποτελεσματικότητας:
 - ενίσχυση ρόλου του κράτους- θέσπιση κανονιστικού πλαισίου
 - ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας- απελευθέρωση της αγοράς
- (Ελλάδα: κράτος, ΟΝΕ)

2^η . Χρηματοοικονομικό σύστημα που στηρίζεται στην κεφαλαιαγορά (π.χ. χρηματιστήριο) πιο αποτελεσματικό

- Πρότυπο ανάπτυξης: ΗΠΑ, ΗΒ
- Άμεση άντληση κεφαλαίων από αγορά
- Προϋποθέσεις:
 - Ύπαρξη ανεπτυγμένης κεφαλαιαγοράς
 - Εύκολη πρόσβαση
 - Χαμηλό κόστος συναλλαγών
 - Καλή πληροφόρηση
- Υπέρ:
 - Αμεσότητα
 - Αποφεύγεται η γραφειοκρατία
 - Δεν δημιουργείται πελατειακό σύστημα

Αντιρρήσεις:

- Μικρές επιχειρήσεις που δεν είναι εισηγμένες δεν έχουν πρόσβαση σε τέτοιου είδους χρηματοδότηση.
- Δεν υπάρχει έλεγχος της αξιοποίησης των κεφαλαίων που αντλούνται από την κεφαλαιαγορά. (ηθικός κίνδυνος)
- Για να αποδώσει χρειάζεται να υπάρχει το κατάλληλο υπόβαθρο (επενδυτική κουλτούρα).

3^η . Η διάρθρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος δεν έχει σημασία

- αυτό που έχει σημασία είναι
 - το επίπεδο και η ποιότητα παρεχομένων υπηρεσιών
 - οι θεσμοί και νομικό πλαίσιο
 - ποιότητα, ταχύτητα μετάδοσης και προσβασιμότητα πληροφοριών.
- Εμπειρικές μελέτες για την αποτελεσματικότητα του χρηματοοικονομικού τομέα υποστηρίζουν αυτήν την 3^η άποψη.

Χρηματοοικονομικός τομέας → Μεγέθυνση

- Πώς συντελεί ο χρηματοοικονομικός τομέας στην οικονομική μεγέθυνση μίας χώρας;
- Μεταφέρει **ρευστότητα** από τους αποταμιευτές στους επενδυτές.
- Συμβάλλει στη μείωση του **κόστους** των συναλλαγών
- Η οργάνωση διαμεσολαβητικών μηχανισμών συντελούν στο να:
 - διευκολύνουν την διάχυση των **πληροφοριών**
 - οργανώνουν την υποδοχή **επενδυτικών κεφαλαίων**
 - **αξιολογούν** εναλλακτικά επενδυτικά σχέδια
 - επιμερίζουν τον **κίνδυνο**
 - γενικά διευκολύνουν την κατανομή του **αποταμιευτικού πλεονάσματος** σε παραγωγικές και κερδοφόρες χρήσεις.

Μεγέθυνση → χρηματοοικονομικός τομέας

- Μεγέθυνση-ανάπτυξη επηρεάζει **μακροοικονομικούς παράγοντες** που βελτιώνουν τις συνθήκες μέσα στις οποίες μπορεί να αναπτυχθεί το χρηματοπιστωτικό σύστημα:
 - Επίπεδο γνώσεων-πληροφόρησης επενδυτών και αποταμιευτών βελτιώνεται
 - Περιορισμός διαφθοράς*
 - Στάση της κοινωνίας έναντι επιχειρηματικότητας
 - Διάρθρωση τραπεζικού συστήματος εξελίσσεται
 - Βαθμός **απελευθέρωσης** του χρηματοοικονομικού συστήματος*
 - Βελτίωση νομικού πλαισίου
 - Θέσπιση κανόνων εποπτείας

Εμπειρικές μελέτες για Ελλάδα

- Παπαπέτρου-Χονδρογιάννης (2001)(α), (β)
- Παπαπέτρου-Χονδρογιάννης-Λώλος (2005)
- Δριτσάκης-Αδαμόπουλος (2005)
- Halkos G.E., Trigoni M. (2010)
- Κουτρούλης 2011 (ΚΕΠΕ)

Εμπειρική διερεύνηση: θέματα που απασχολούν τους ερευνητές

- Πώς μετρώνται οι μεταβλητές των χρηματοοικονομικών μεγεθών:
- **Επιλογή μεταβλητών**: μεγαλύτερο εμπειρικό πρόβλημα.
- Θα επιθυμούσαμε οι μεταβλητές να εκφράζουν τις λειτουργίες του χρηματοοικονομικού συστήματος: π.χ. διασπορά κινδύνου, πληροφόρηση, διαφάνεια, αποτελεσματικότητα.
- Στην πραγματικότητα: επιλέγονται **μετρήσιμα μακροοικονομικά μεγέθη** που αντιπροσωπεύουν ποσοτικά μεγέθη του χρηματοοικονομικού συστήματος και της οικονομικής μεγέθυνσης.

Μελέτες ανήκουν σε δύο κατηγορίες:

- 1. Επίδραση του **τραπεζικού τομέα** στην ανάπτυξη με δείκτες που αφορούν
 - Διάφορα μεγέθη των τραπεζικών επιδόσεων, καταθέσεις, δάνεια, κέρδη.
- 2. Επίδραση του **χρηματιστηρίου** στην ανάπτυξη με δείκτες όπως
 - κεφαλαιοποίηση της χρηματιστηριακής αγοράς, δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας μετοχών (turn over ratio), όγκος πωλήσεων.

Παπαπέτρου-Χονδρογιάννης (2001)

(α), (β)

- Ελέγχουν σχέση χρηματιστηρίου και μακροοικονομικών μεγεθών (σχέσεις αιτιότητας).
- αποδόσεις των μετοχών δίνουν πληροφορίες για την μελλοντική πορεία των μακροοικονομικών μεγεθών.
- αποδόσεις μετοχών: μεταβολή της διαφοράς του δείκτη του χρηματιστηρίου Αθηνών και πληθωρισμού.
- μακροοικονομικά μεγέθη: βιομηχανικό προϊόν, επιτόκια, πραγματική τιμή πετρελαίου, ισοτιμία δρχ/\$, πραγματική απόδοση ξένων μετοχών (S&P500 N.Y.)

- εκτιμούν ένα αυτοπαλίνδρομο σχήμα.
- μηνιαία στοιχεία 1984-1992.
- Επίσης, ως δείκτης του μεγέθους της κεφαλαιαγοράς χρησιμοποιείται
- η **κεφαλαιοποίηση του χρηματιστηρίου**: αγοραία αξία των μετοχών που είναι εγγεγραμμένες στο χρηματιστήριο Αθηνών.

Σε τι καταλήγουν:

- Μακροχρόνια:
- δεν υπάρχει σχέση μακροοικονομικών μεγεθών και απόδοσης μετοχών
- Βραχυχρόνια:
- η μακροοικονομική δραστηριότητα επηρεάζει – προκαλεί την απόδοση των μετοχών (όχι το ανάποδο).

Παπαπέτρου, Χονδρογιάννης, Λώλος (2005)
**“Financial markets and economic growth in
Greece, 1986-1999”**,
Journal of International Financial Markets,
Institutions and Money.

- Ελέγχουν την επίδοση του χρηματοοικονομικού συστήματος σε σχέση με την οικονομική μεγέθυνση
- **Χρηματοοικονομικό σύστημα:**
 - **Κεφαλαιοποίηση του χρηματιστηρίου**
 - Συνολική **πίστωση των εμπορικών τραπεζών στον ιδιωτικό τομέα**
- **Εναλλακτικά: ελέγχουν μόνο τον βιομηχανικό τομέα**
 - Κεφαλαιοποίηση μόνο των μετοχών των επιχειρήσεων του βιομηχανικού τομέα
 - Πίστωση των εμπορικών τραπεζών στις βιομηχανικές επιχειρήσεις
 - (όλες οι μεταβλητές: ως ποσοστά του ΑΕΠ)
- **Μεγέθυνση:**
 - Ποσοστιαία αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ
 - Μηνιαία στοιχεία 1986-1999.

Μεθοδολογία

1. Έλεγχος στασιμότητας (πρώτες διαφορές στάσιμες)
2. Έλεγχος συνολοκλήρωσης για δύο περιπτώσεις:
 - 1^η : ΑΕΠ - δείκτες του χρηματοοικονομικού τομέα για το σύνολο της οικονομίας
 - 2^η: ΑΕΠ - δείκτες του χρηματοοικονομικού τομέα για τον τομέα της βιομηχανίας
 - Υπάρχει συνολοκλήρωση και για τις δύο περιπτώσεις
3. Έλεγχος αιτιότητας
 - Υπάρχει **αμφίδρομη σχέση** και στις 2 περιπτώσεις

Κριτική:

- Μηνιαία στοιχεία για το ΑΕΠ (προκύπτουν από τριμηνιαία στοιχεία, άρα είναι αναξιόπιστα)
- 2^ο υπόδειγμα: συνδέουν μεγέθυνση του ΑΕΠ με χρηματοοικονομικούς δείκτες που αφορούν μόνο τον βιομηχανικό τομέα

Κουτρούλης (2011), Finance and Economic Growth: the case of Greece 1960-2005, ΚΕΡΕ.

- Ετήσια δεδομένα: 1960-2005
- Δείκτης πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας
- Πραγματικοί δείκτες των εξελίξεων στον τραπεζικό τομέα και το χρηματιστήριο

Δείκτες οικονομικής επίδοσης

- Πραγματικό κατά κεφαλήν ΑΕΠ
- Κατά κεφαλήν αύξηση του ακαθάριστου κεφαλαίου (επενδύσεις-αποσβέσεις)
(επιλέγεται λόγω της στενής σχέσης με την οικονομική μεγέθυνση)
- Σταθερές τιμές 1995.

Δείκτες τραπεζικού τομέα

- **Καταθέσεις ιδιωτικού τομέα** στις εμπορικές τράπεζες και στα εξειδικευμένα πιστωτικά ιδρύματα/ΑΕΠ
- Συνολικές **πιστώσεις** του τραπεζικού συστήματος στον ιδιωτικό τομέα/ΑΕΠ
- Δεν περιλαμβάνονται μη τραπεζικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα και οργανισμοί

Δείκτες χρηματιστηριακής δραστηριότητας

- Κεφαλαιοποίηση των μετοχών του χρηματιστηρίου /ΑΕΠ
 - *(μέγεθος του χρηματιστηρίου σε σχέση με το μέγεθος της οικονομίας)*
- Αγοραία αξία των μετοχών που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο/ΑΕΠ
 - *(Μετρά την ρευστότητα που παρέχει το χρηματιστήριο στην οικονομία)*
- Αγοραία αξία των μετοχών που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο / Κεφαλαιοποίηση των μετοχών του χρηματιστηρίου
 - *(δείχνει την ρευστότητα του χρηματιστηρίου ως προς το μέγεθός του)*

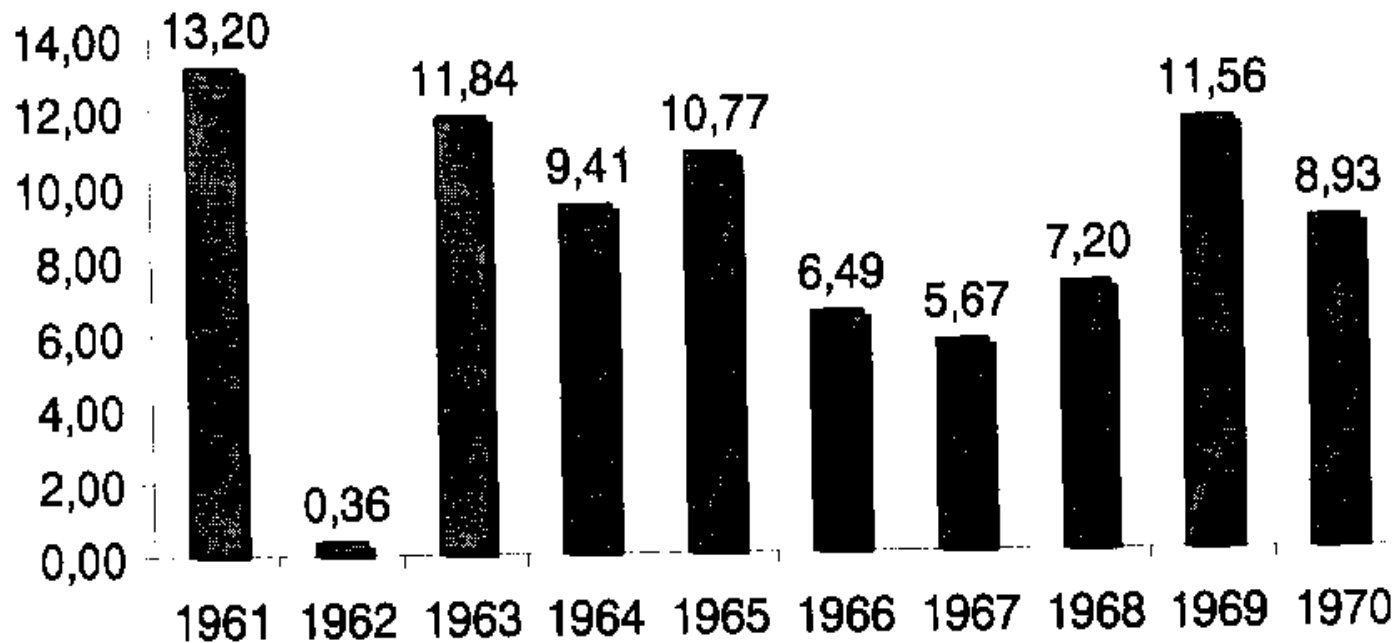
Περίοδοι ελέγχου:

- 1960-70
- 1970-80
- 1980-90
- 1990-2005

1961-70:

FIGURE 4.1

Economic growth rates 1961–1970 (real GDP annual percentage changes)

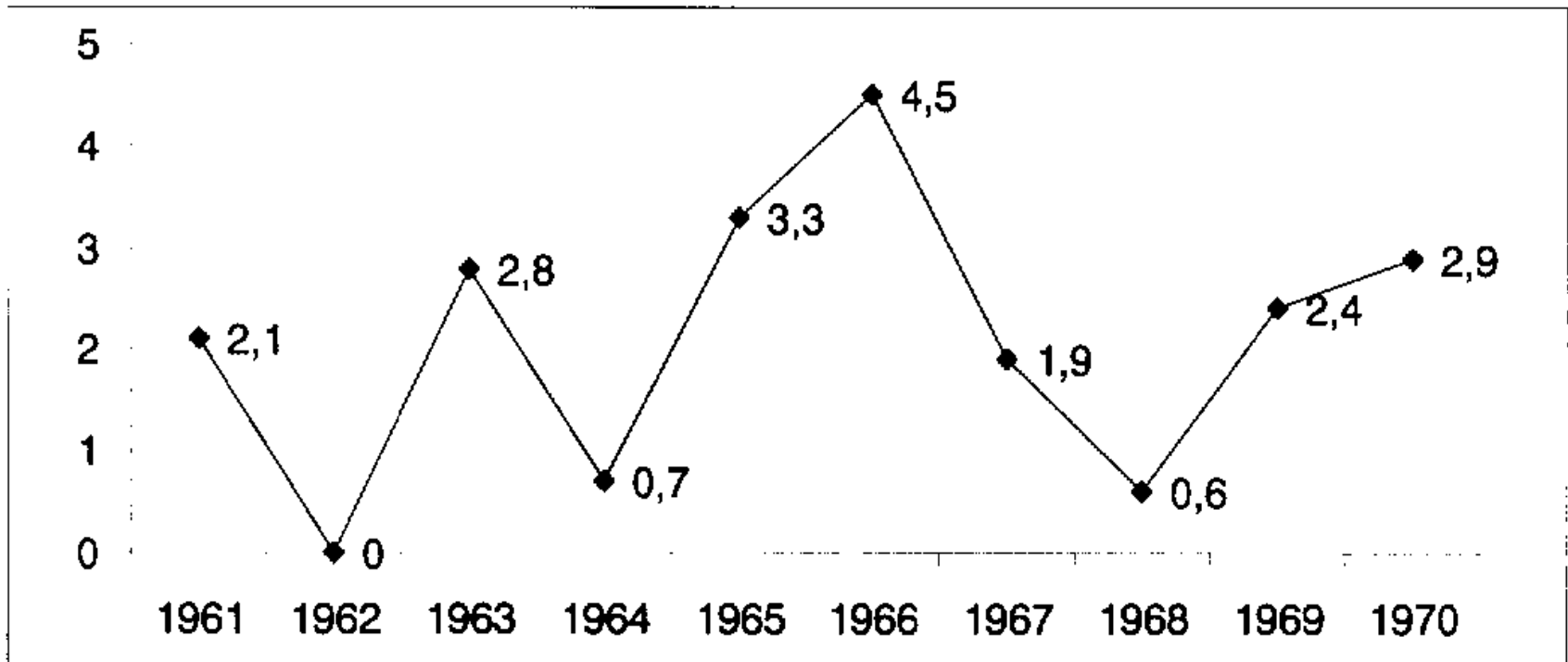


Source: calculations are based on GDP figures in euros at 1995 constant prices that have been extracted from Eurostat

1961-70:

FIGURE 4.2

Inflation rates 1961–1970 (average rates of CPI inflation)



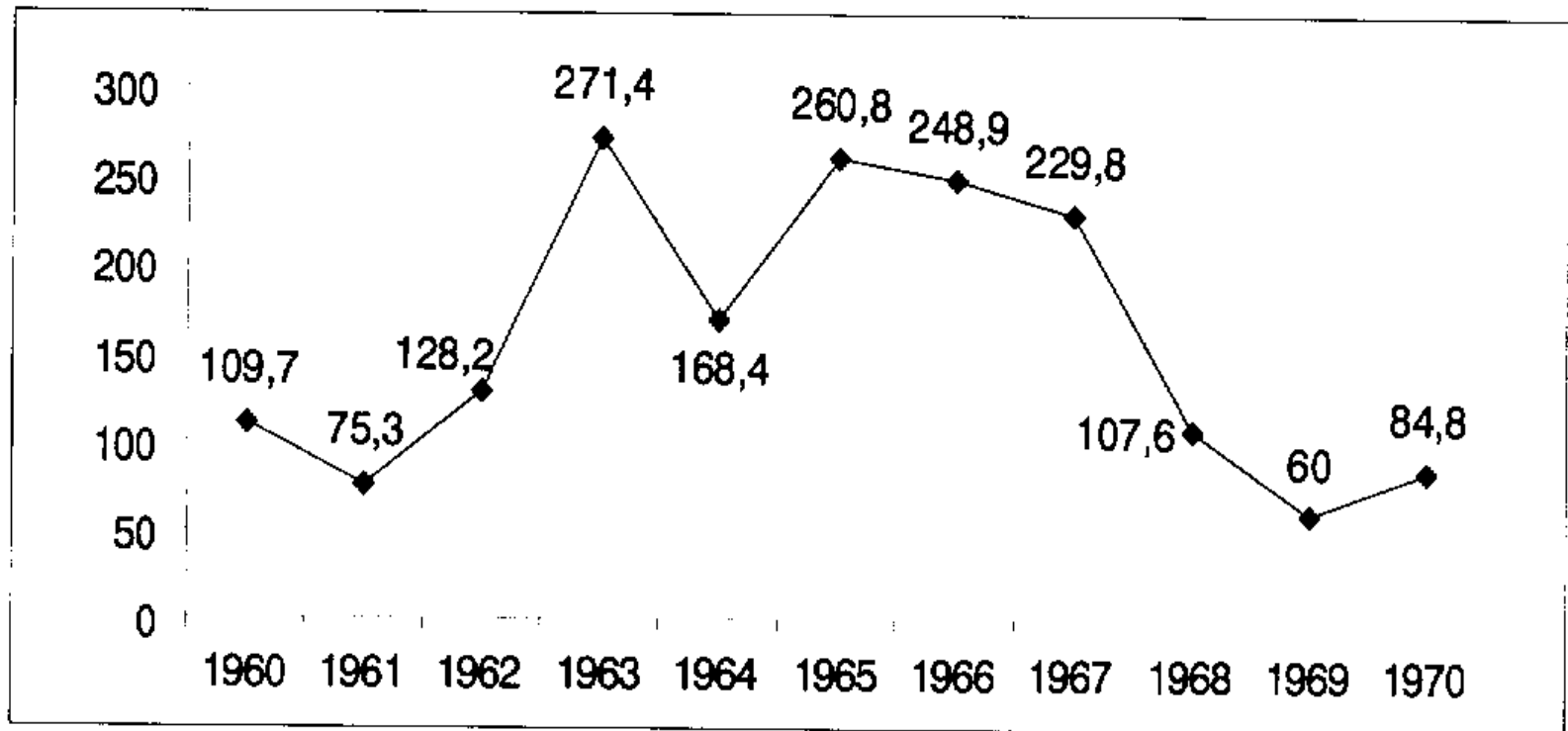
Source: calculations based on data from National Statistical Service of Greece (NSSG)

... that supported long-term economic stability and laid the foundations for

1960-70:

FIGURE 4.3

Ratio of bank claims on the private sector to total value traded in the stock market, 1960-1970

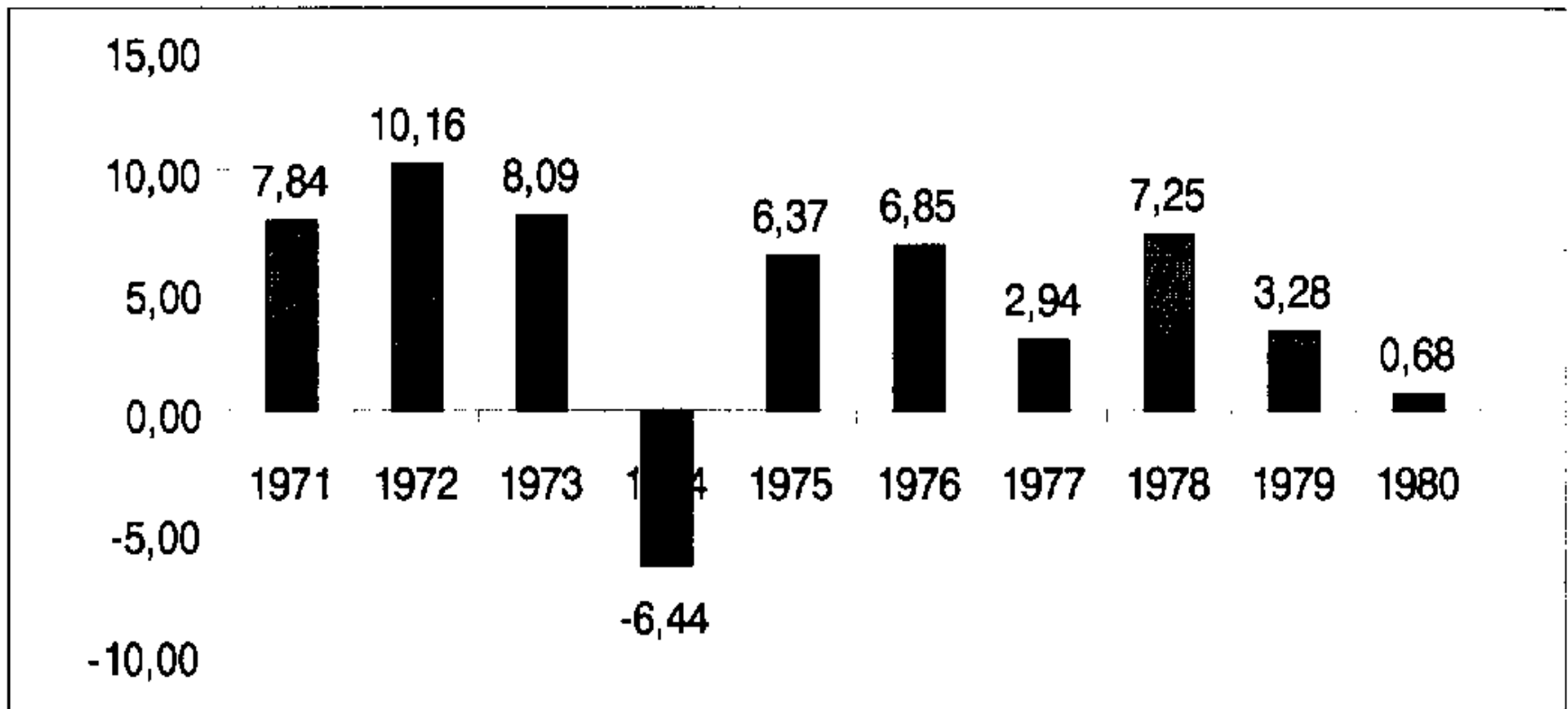


Sources: for private credit by banks: Bank of Greece; for GDP: Eurostat

1971-80:

FIGURE 4.4

Economic growth rates 1971–1980 (real GDP annual percentage changes)

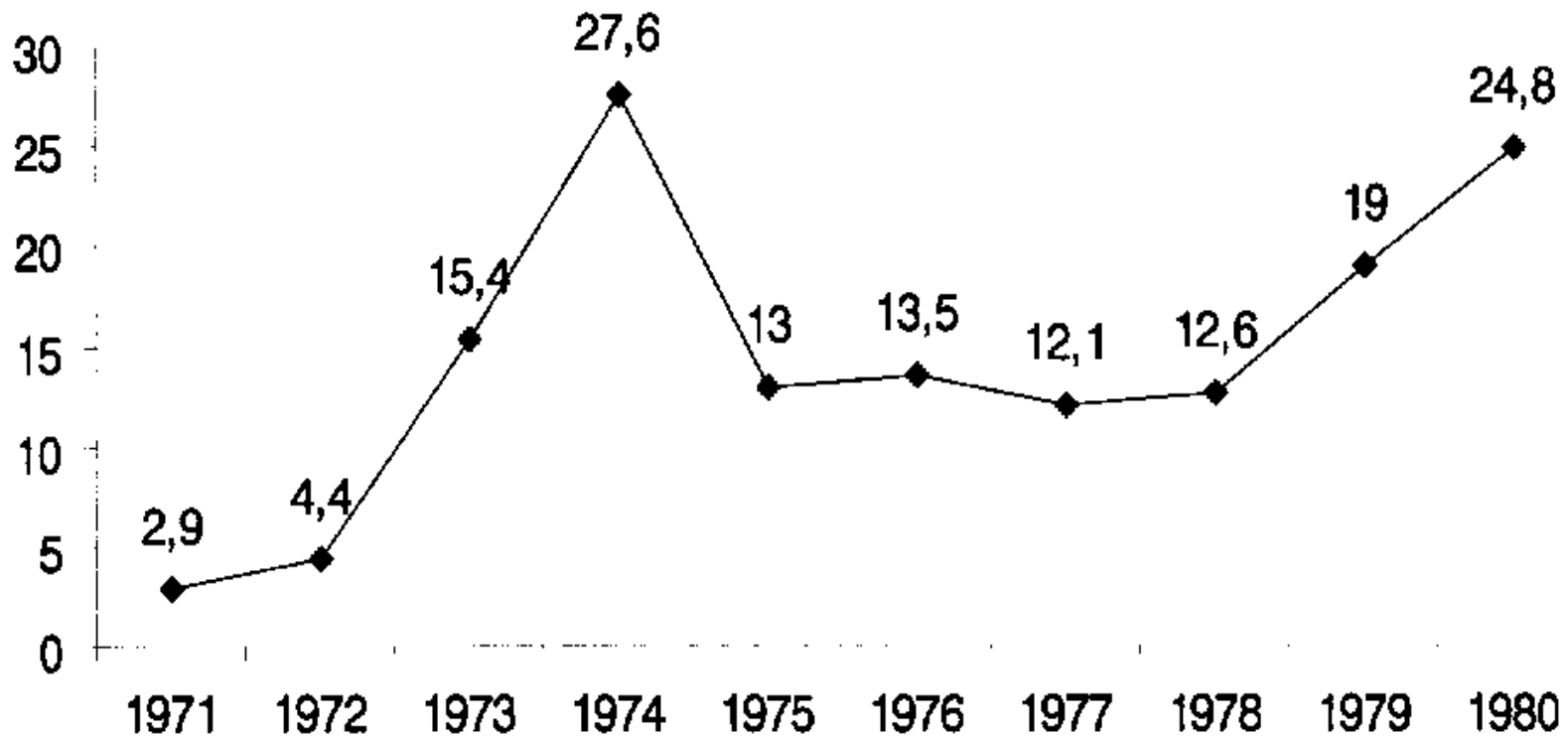


Source: calculations are based on GDP figures in euros at 1995 constant prices, extracted from Eurostat

1971-80:

FIGURE 4.5

Inflation rates 1971–1980 (average annual rates of CPI inflation)

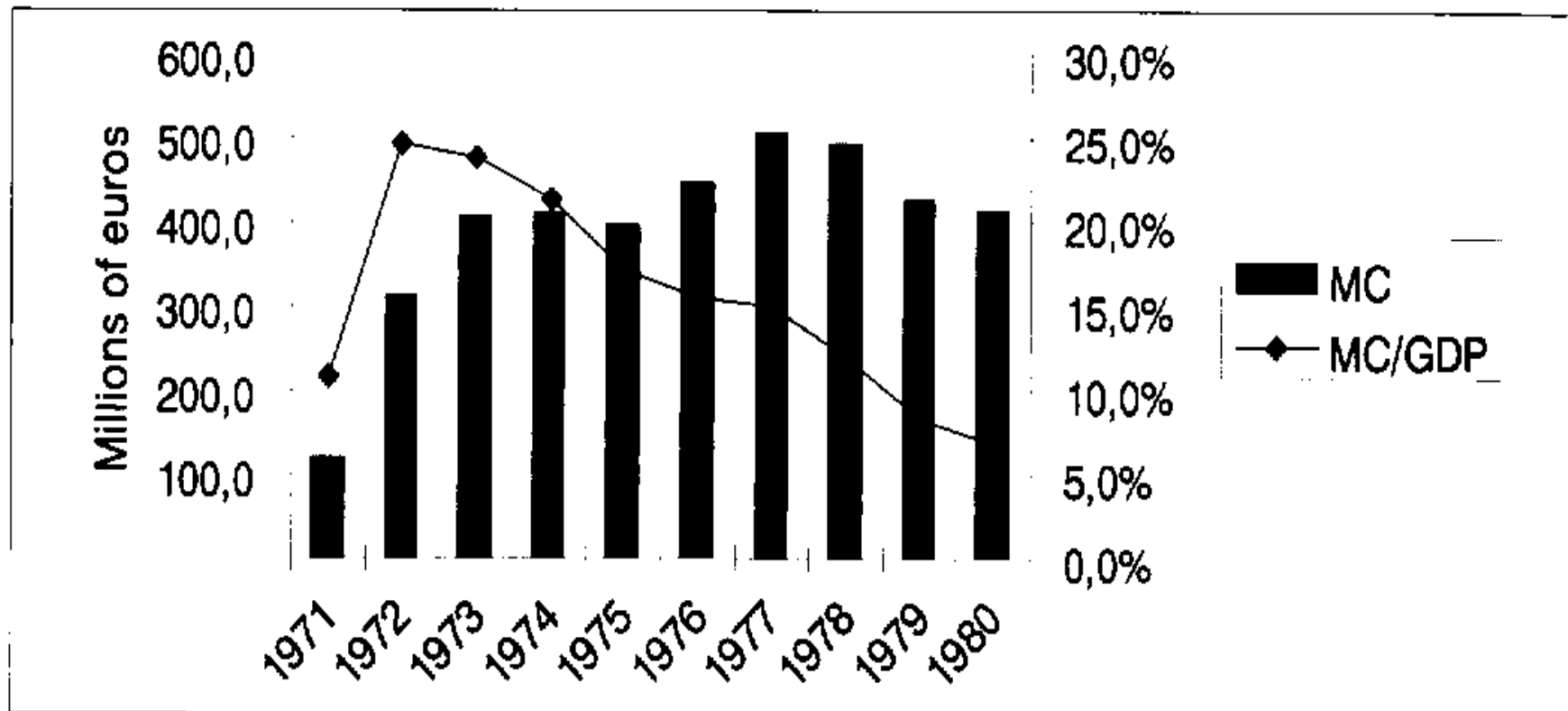


Source: calculations based on National Statistical Service of Greece (NSSG) data

1971-80:

FIGURE 4.6

Stock market capitalization to GDP ratio (MC/GDP) 1971-1980

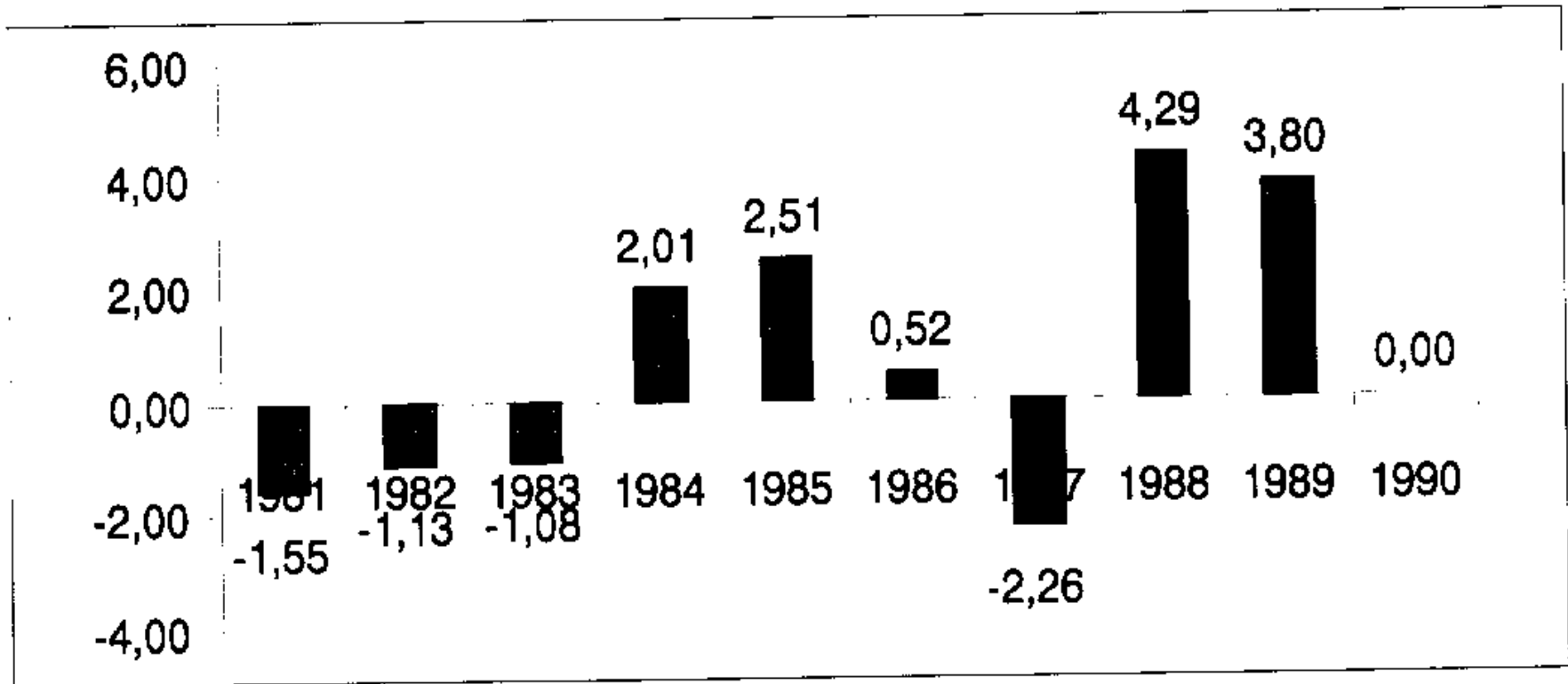


Sources: for stock market capitalization: Athens Stock Exchange; for GDP: Eurostat

1981-90:

FIGURE 4.7

Economic growth rates 1981-1990 (real GDP annual percentage changes)

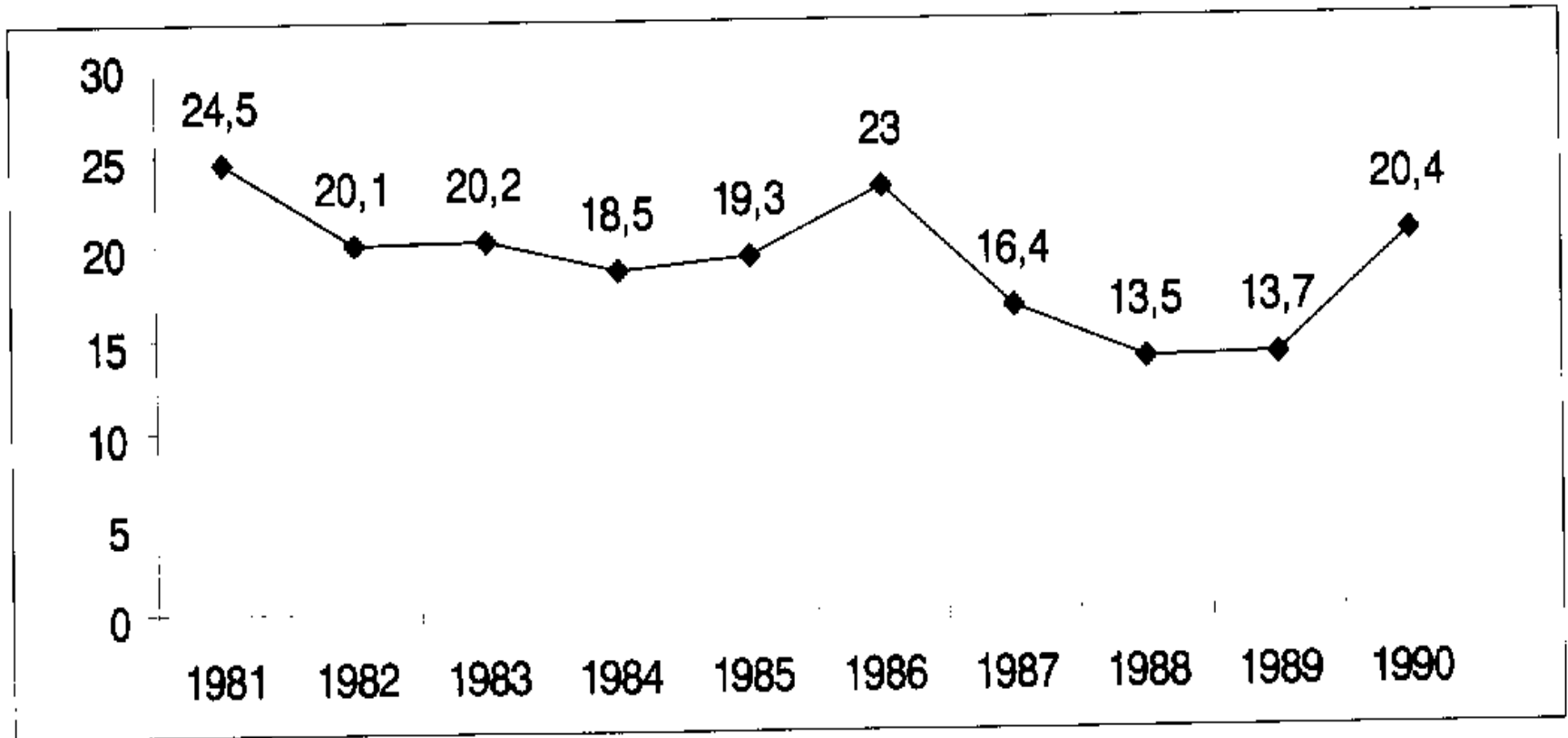


Source: calculations are based on GDP figures in euros at 1995 constant prices, extracted from Eurostat

1981-90:

FIGURE 4.8

Inflation rates 1981-1990 (average annual rates of CPI inflation)

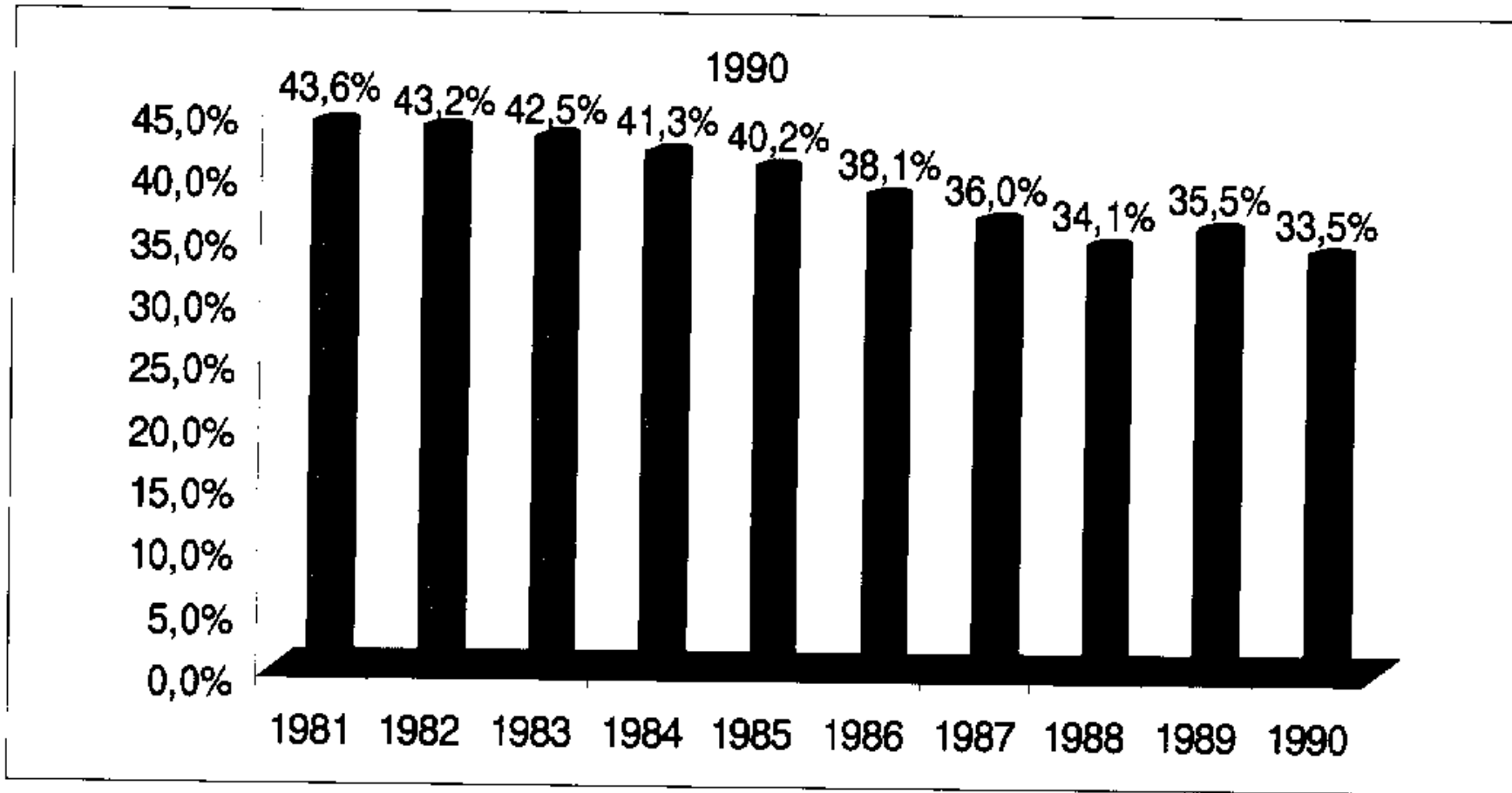


Source: calculations based on National Statistical Service of Greece (NSSG) data

1981-90:

FIGURE 4.9

Private credit by banks to GDP ratio 1981-1990

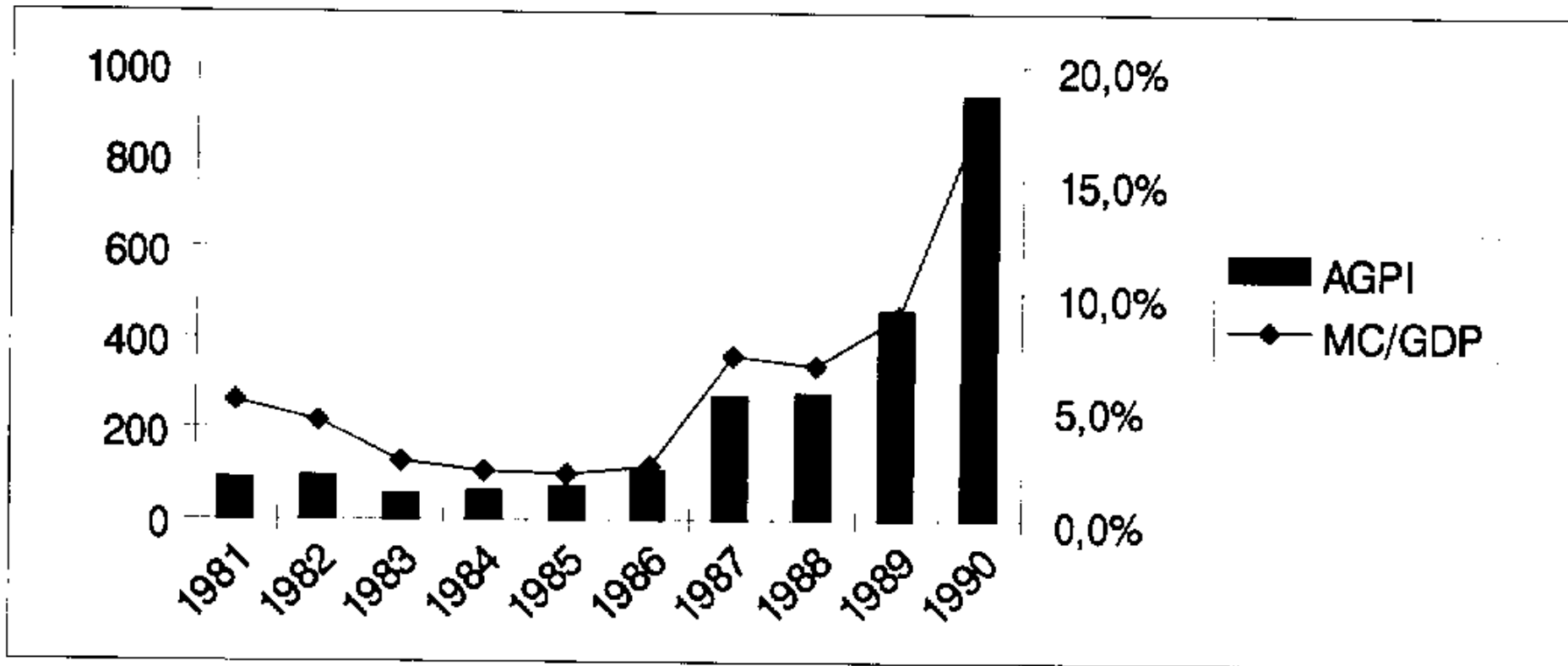


Sources: for private credit by banks: Bank of Greece; for GDP: Eurostat

1981-90:

FIGURE 4.10

ASE composite index and stock market capitalization to GDP ratio 1981-1990

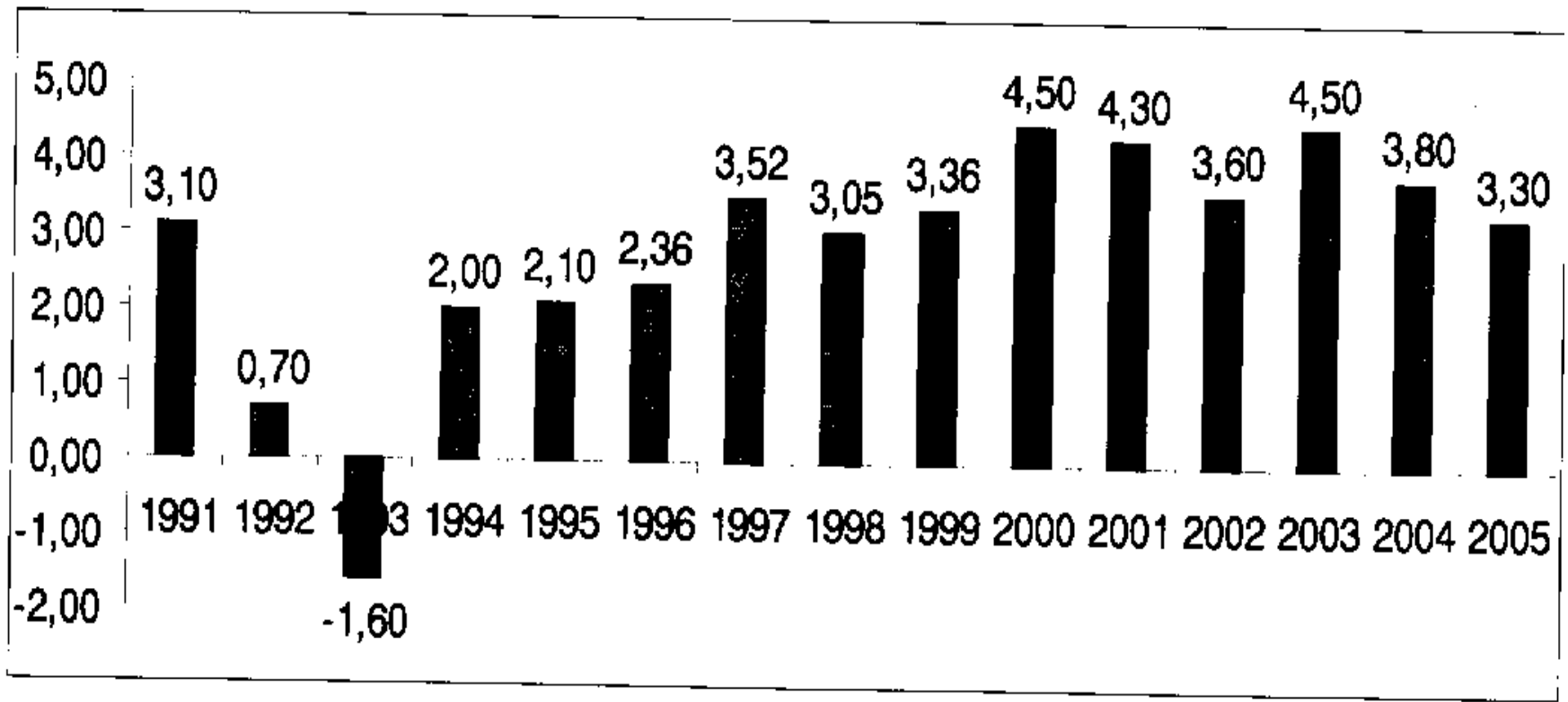


Sources: for the ASE composite index (AGPI) and stock market capitalization: Athens Stock Exchange; for GDP: Eurostat

1991-2005:

FIGURE 4.11

Economic growth rates 1991–2005 (real GDP annual percentage changes)

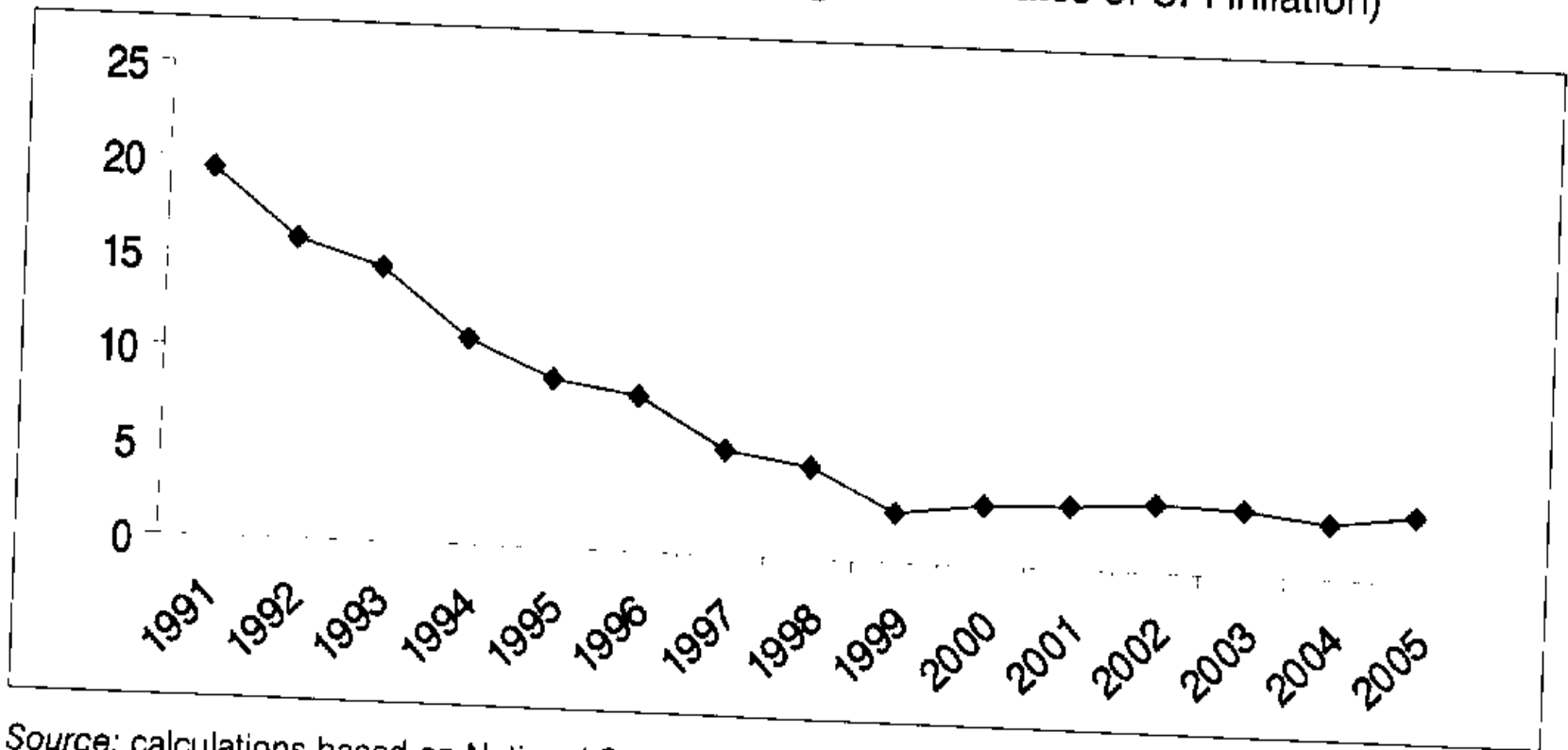


Source: calculations are based on GDP figures in euros at 1995 constant prices, extracted from Eurostat

1991-2005:

FIGURE 4.12

Inflation rates 1991-2005 (average annual rates of CPI inflation)

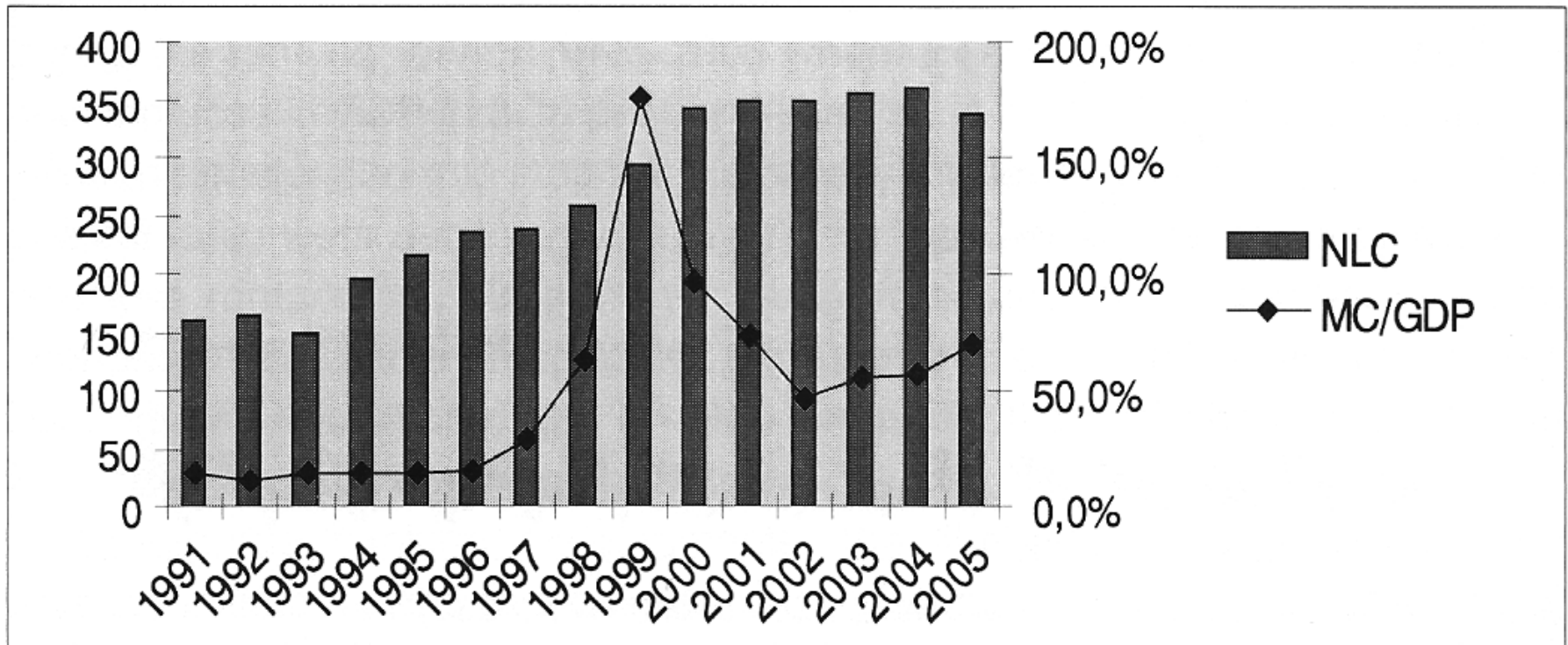


Source: calculations based on National Statistical Service of Greece (NSSG) data

1991-2005:

FIGURE 4.13

Number of listed companies and stock market capitalization ratio to GDP
1991-2000



Sources: for the number of listed companies (NLC) and stock market capitalization: Athens Stock Exchange; for GDP: Eurostat

μεθοδολογία

- Εμπειρική εκτίμηση:
- 1. Έλεγχος στασιμότητας
- 2. Έλεγχος συνολοκλήρωσης
- 3. Έλεγχος αιτιότητας

- Σε τι εμπειρικά αποτελέσματα καταλήγουν;
- Χρονολογικές σειρές: μη στάσιμες
- Πρώτες διαφορές: στάσιμες
- Έλεγχος συνολοκλήρωσης:
 1. **για κατά κεφαλήν εισόδημα** και δείκτες χρηματοοικονομικής επίδοσης
 2. **για κατά κεφαλήν κεφάλαιο** και δείκτες χρηματοοικονομικής επίδοσης

Αποτελέσματα (κατά κεφαλήν ΑΕΠ)

- Θετική σχέση μεταξύ κατά κεφαλήν ΑΕΠ και δεικτών της τραπεζικής και χρηματιστηριακής επίδοσης.
- Συντελεστής του δείκτη τραπεζικής δραστηριότητας στην εξίσωση συνολοκλήρωσης είναι μεγαλύτερος του συντελεστή χρηματιστηριακής επίδοσης.
- ⇒ η **επίδραση του τραπεζικού τομέα** στην πραγματική οικονομία είναι πιο έντονη από την επίδραση του χρηματιστηρίου, στη δεδομένη χρονική περίοδο.
- ⇒ το ελληνικό χρηματοοικονομικό σύστημα έχει βασιστεί στις **τράπεζες** για την ενίσχυση της οικονομικής μεγέθυνσης.
- Τράπεζες - επιχειρήσεις

Αποτελέσματα (κατά κεφαλήν κεφάλαιο)

1. Τραπεζικός τομέας επηρεάζει τη δημιουργία νέου κεφαλαίου
2. Αν για τραπεζικός δείκτης: **πιστώσεις** \Rightarrow οι χρηματιστηριακοί δείκτες δεν παίζουν ρόλο
3. Όταν περιλαμβάνονται και οι χρηματιστηριακοί δείκτες δεν υπάρχει συνολοκλήρωση
4. \Rightarrow το χρηματιστήριο είχε περιθωριακό ρόλο στη χρηματοδότηση της ανάπτυξης

Σχέση αιτιότητας

- Granger causality tests
- **Αμφίδρομη σχέση** μεταξύ τραπεζικών δεικτών και κατά κεφαλήν ΑΕΠ.
- **Αμφίδρομη σχέση** μεταξύ χρηματιστηριακών δεικτών και κατά κεφαλήν ΑΕΠ.
- **Δεν υπάρχει σχέση αιτιότητας** από τους χρηματοοικονομικούς δείκτες στο κατά κεφαλήν κεφάλαιο (επενδύσεις) εκτός μίας περίπτωσης:
- Τραπεζικός δείκτης (καταθέσεις) → κεφάλαιο ανά κεφαλή.

Συμπεράσματα

- Υπάρχει μακροχρόνια σχέση μεταξύ μεγέθυνσης και δεικτών χρηματοοικονομικής δραστηριότητας.
- Σχέση μεγέθυνσης και τραπεζικού δείκτη είναι πιο έντονη συγκριτικά με τους χρηματιστηριακούς δείκτες.
- Υπάρχει μακροχρόνια σχέση μεταξύ της δημιουργίας κεφαλαίου και χρηματοοικονομικού τομέα.
- Αιτιότητας:
- Αμφίδρομη σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικού τομέα και πραγματικού τομέα της οικονομίας (κατά κεφαλήν ΑΕΠ).
- Ο τραπεζικός τομέας επηρεάζει το κατά κεφαλήν κεφάλαιο (επενδύσεις).
- Σχέση τραπεζών - επιχειρήσεων

Τραπεζικό σύστημα-επιχειρήσεις

- Τράπεζες ανταποκρίνονται στη ζήτηση για κεφάλαια.
- Όμως, δημιουργείται ένα σύστημα που προσδιορίζεται από την **προσφορά κεφαλαίων**.
- Πελατειακές σχέσεις- ρόλος κράτους (τράπεζες)
- Αποτέλεσμα:
- επιχειρήσεις που λειτουργούν με την στήριξη των τραπεζών.
- δεκαετία 1980, προβληματικές επιχειρήσεις.
- δεκαετία 1990 αυτές οι επιχειρήσεις έκλεισαν ή εξαγοράστηκαν.
- Χρηματιστήριο δεν έπαιξε κάποιο σημαντικό ρόλο.
- Οικονομική κρίση πιο έντονη λόγω κεντρικού ρόλου του τραπεζικού συστήματος.