



ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΙΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΒΑΛΚΑΝΙΚΩΝ ΣΛΑΒΙΚΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΤΟΛΙΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΑΝΩΤΑΤΗ ΔΙΑΚΛΑΔΙΚΗ ΣΧΟΛΗ ΠΟΛΕΜΟΥ

Διατμηματικό Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών
Διεθνείς Σχέσεις και Ασφάλεια

Διπλωματική Εργασία

**Η ΘΕΩΡΙΑ ΙΣΧΥΡΙΖΕΤΑΙ ΟΤΙ Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩ-
ΣΗ ΕΧΕΙ ΘΕΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΠΟΥ ΟΙ ΑΓΟΡΕΣ ΕΙΝΑΙ
ΤΕΛΕΙΕΣ.**

ΤΙ ΣΥΜΒΑΙΝΕΙ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ ΑΤΕΛΩΝ ΑΓΟΡΩΝ;

ΟΙ ΑΤΕΛΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΠΑΡΑΓΟΥΝ ΚΡΙΣΕΙΣ;

Επιβλέπων Καθηγητής: Δημήτριος Κυρκιλής

Φοιτητής: Γεώργιος Α. Τσιγαράς

Δεκέμβριος 2018

ΣΕΛΙΔΑ ΣΚΟΠΙΜΑ ΚΕΝΗ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Αισθάνομαι την ανάγκη να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες και τη βαθιά μου εκτίμηση στον καθηγητή του Τμήματος Βαλκανικών, Σλαβικών και Ανατολικών Σπουδών του Πανεπιστημίου Μακεδονίας, κ. Δημήτριο Κυρκιλή, για την αμέριστη υποστήριξη που μου παρείχε με τις γνώσεις του και για την καθοδήγησή του κατά την εκπόνηση της παρούσας Διπλωματικής Εργασίας.

Ακόμη θέλω να ευχαριστήσω τη σύζυγό μου Ευφροσύνη Γκαζά, που καθ' όλη τη διάρκεια συγγραφής της διατριβής, μου συμπαραστάθηκε έμπρακτα και με ενέπνευσε με τις απόψεις της κατά τις συζητήσεις μας.

Τέλος τα 3 μου παιδιά (Αντώνη , Δημήτρη και Ευαγγελία- Μυροφόρα), που αγόγγυστα με υπόμεναν και με βοηθούσαν όλο αυτό το διάστημα, παρόλο που τους έλλειπα τόσο πολύ.

Γεώργιος Αντωνίου Τσιγαράς

ΥΠΕΥΘΥΝΗ ΔΗΛΩΣΗ

Δηλώνω υπευθύνως ότι όλα τα στοιχεία σε αυτήν την εργασία τα απέκτησα, τα επεξεργάσθηκα και τα παρουσιάζω σύμφωνα με τους κανόνες και τις αρχές της ακαδημαϊκής δεοντολογίας, καθώς και τους νόμους που διέπουν την έρευνα και την πνευματική ιδιοκτησία. Δηλώνω επίσης υπευθύνως ότι, όπως απαιτείται από αυτούς τους κανόνες, αναφέρομαι και παραπέμπω στις πηγές όλων των στοιχείων που χρησιμοποιώ και τα οποία δεν συνιστούν πρωτότυπη δημιουργία μου.

Γεώργιος Α. Τσιγαράς

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	8
Εισαγωγικές Επισημάνσεις	8
Δομή της Εργασίας	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ^ο	11
ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ	11
1.1 Δομή του Κεφαλαίου	11
1.2 Η Παγκοσμιοποίηση και οι Οικονομικές Ενώσεις	15
1.3 Η Ευρωπαϊκή Ένωση	15
1.4 Η ΟΝΕ.....	16
1.4.1 Η Γέννηση της ΟΝΕ	16
1.4.2 Η Μετεξέλιξη	17
1.4.3 Η Ολοκλήρωση	19
1.5 Οι Ανισότητες.....	20
1.6 Παγκόσμια Οικονομική Διακυβέρνηση	21
1.7 Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα	25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ^ο	29
ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ.....	29
2.1 Ορισμός	29
2.2 Χρηματοοικονομική Ολοκλήρωση και Αγορές.....	30

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ^ο	37
ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΕΝΩΣΗ.....	37
3.1 Εξάπλωση Εργασίας	37
3.2 Εξάπλωση Κεφαλαίου.....	39
3.3 Διάχυση της Πληροφορίας	39
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ^ο	47
ΤΕΛΕΙΕΣ Η ΑΤΕΛΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ.....	47
4.1 Τύποι Χρηματοοικονομικής Ενσωμάτωσης	47
4.2 Σχέση Ολοκλήρωσης με Ανάπτυξη.....	48
4.3 Επιπτώσεις της Χρηματοοικονομικής Ενσωμάτωσης	52
4.3.1 Κοινή Χρήση Κινδύνου.....	52
4.3.2 Βελτιωμένη Κατανομή Κεφαλαίου	54
4.3.3 Οικονομική Ανάπτυξη	55
4.3.4 Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη	56
4.4 Κόστος και Εμπόδια Χρηματοδοτικής Ολοκλήρωσης	58
4.4.1 Συγκέντρωση και Εσωτερική Εσφαλμένη Κατανομή των Ροών Κεφαλαίων	60
4.4.2 Απώλεια Μακροοικονομικής Σταθερότητας.....	60
4.4.3 Ανατροφοδότηση των Βραχυπρόθεσμων Ροών	61

4.4.4 Herding, Μεταδοτικότητα και Μεταβλητότητα των Ροών Κεφαλαίων	62
4.4.5 Κίνδυνος Εισόδου Ξένων Τραπεζών	62
4.5 Μέτρηση της Χρηματοοικονομικής Ενσωμάτωσης.....	65
4.6 Πρόοδος στην Οικονομική Ένταξη στην Ευρωπαϊκή Ένωση.	68
4.6.1 Ενσωμάτωση των Χρηματαγορών	70
4.6.2 Ενσωμάτωση των Αγορών Ομολόγων	72
4.6.3 Θεσμικό Πλαίσιο Οικονομικής Ολοκλήρωσης	78
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	81
ΕΠΙΜΥΘΙΟ	83
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	85

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Εισαγωγικές Επισημάνσεις

Αμέσως μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο ξεκίνησε η αρχική ανάπτυξη της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) και βασίστηκε στον τερματισμό πολυάριθμων πολέμων μεταξύ γειτονικών χωρών. Το 1951 δημιουργήθηκε η Ευρωπαϊκή Κοινότητα Άνθρακα και Χάλυβα (ΕΚΑΧ) υπογράφοντας τη συνθήκη του Παρισιού. Οι έξι ιδρυτικές χώρες ήταν το Βέλγιο, η Γαλλία, η Γερμανία, η Ιταλία, το Λουξεμβούργο και οι Κάτω Χώρες. Υπέγραψαν τη Συνθήκη της Ρώμης το 1957 με τη δημιουργία της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας, η οποία ονομάζεται επίσης «Κοινή Αγορά». Η εποχή που ακολουθεί, τη δεκαετία του 1960, χαρακτηρίζει μια εποχή οικονομικής ανάπτυξης λόγω της εγκατάλειψης των δασμών που αύξησαν το εμπόριο μεταξύ των μελών. Στη δεκαετία του '70 η ΕΕ χαιρέτισε τρία νέα μέλη. Τη Δανία, την Ιρλανδία και το Ηνωμένο Βασίλειο, αυξάνοντας τον αριθμό των κρατών μελών σε εννέα. Η επέκταση αυτή συνεχίστηκε στη δεκαετία του '80, καλωσορίζοντας την Ελλάδα, την Ισπανία και την Πορτογαλία. Επιπλέον, υπογράφηκε το 1986 η Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη με στόχο την επίλυση των προβλημάτων του ελεύθερου εμπορίου στα σύνορα της ΕΕ, δημιουργώντας μια «ενιαία αγορά». Επίσης, το 1989 το τείχος του Βερολίνου κατέρρευσε οδηγώντας στην επανένωση της Γερμανίας και την έναρξη της κατάρρευσης του κομμουνισμού στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη. Στη δεκαετία του 1990, το πρόγραμμα της ενιαίας αγοράς ολοκληρώθηκε με τις «τέσσερις ελευθερίες»: την κυκλοφορία αγαθών, υπηρεσιών, ανθρώπων και χρημάτων. Επιπλέον, εισήχθησαν νέα μέλη στην ΕΕ: Αυστρία, Φινλανδία και Σουηδία. Επιπλέον, η συμφωνία "Σένγκεν" επέτρεψε στους πολίτες να ταξιδεύουν χωρίς ελέγχους διαβατηρίων, με αποτέλεσμα την αύξηση των διασυνοριακών μετακινήσεων εργαζομένων. Την ίδια περίοδο, η Ευρωπαϊκή Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) συγκροτήθηκε με την υπογραφή της Συνθήκης του Μάαστριχτ, η οποία τελικά οδήγησε στην εισαγωγή του ευρώ σε πολλά κράτη μέλη το 1999. Στη συνέχεια, στη δεκαετία του 2000, όλο και περισσότερες χώρες υιοθέτησαν το ευρώ. Μια κρίσιμη καμπή κατά τη διάρκεια αυτών των περιόδων ήταν οι τρομοκρατικές επιθέσεις στη Νέα Υόρκη

και την Ουάσινγκτον στις 11 Σεπτεμβρίου 2001, οι οποίες προκάλεσαν στενότερη συνεργασία μεταξύ των χωρών για την καταπολέμηση του εγκλήματος. Αυτό τελικά οδήγησε στην εξάλειψη των πολιτικών διαιρέσεων μεταξύ Κεντρικής και Δυτικής Ευρώπης, καλωσορίζοντας συνολικά δώδεκα νέα μέλη. Αργότερα, το 2008, η παγκόσμια οικονομική κρίση έπληξε σοβαρά την Ευρώπη και η ΕΕ έπρεπε να βοηθήσει αρκετές χώρες να στηρίξουν τις τράπεζές τους και στη συνέχεια καθιέρωσε την «Τραπεζική Ένωση», εξασφαλίζοντας πιο ασφαλείς και αξιόπιστες τράπεζες. Το πιο πρόσφατο μέλος, στην Κροατία, έγινε δεκτός το 2013 και έγινε η 28η χώρα να ενταχθεί στην ΕΕ (ΕΕ, 2016).

Αυτή η σύντομη ιστορία της ΕΕ δείχνει μεγάλη ενοποίηση των ευρωπαϊκών χωρών με την ένταξη στην ΕΕ και μέσω της υπογραφής αρκετών συμφωνιών και συνθηκών. Ειδικά με την εισαγωγή του ευρώ ως νομίσματος πολλών κρατών μελών, σημειώθηκαν εξελίξεις σε μια πιο ολοκληρωμένη χρηματοπιστωτική αγορά εντός της ΕΕ. Το θέμα της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης εντός της ΕΕ είναι επί του παρόντος ακόμα πιο ενδιαφέρον λόγω αρκετών πρόσφατων γεγονότων:

Πρώτον, υπήρξε η παγκόσμια οικονομική κρίση που οδήγησε στην αύξηση της εστίασης στα θέματα χρηματοπιστωτικής σταθερότητας εντός της ΕΕ.

Δεύτερον, ο βρετανικός λαός αποφάσισε να εγκαταλείψει την ΕΕ, τη λεγόμενη «Brexit». Αυτή ήταν μια από τις πρώτες απαντήσεις σε μια μετατόπιση της αντίληψης των ψηφοφόρων για την ιδέα μιας «στενότερης ένωσης». Σε όλο και περισσότερες χώρες, τα ευρωσκεπτικά κόμματα κέρδισαν στήριξη. Τέλος, από την πιο πρόσφατη, η Ιταλία είχε συνταγματικό δημοψήφισμα που έχασε ο Πρωθυπουργός Matteo Renzi.

Όλα αυτά τα γεγονότα έχουν ασκήσει πίεση στην ΕΕ και την ιδέα μιας ενιαίας αγοράς. Αλλά ποιες θα είναι οι πιθανές συνέπειες της κατάργησης της ΟΝΕ ή ακόμη πιο δραστική στην ΕΕ; Πρώτον, οι επιχειρήσεις αναμένεται επί του παρόντος να έχουν οφέλη από τις ολοκληρωμένες χρηματοπι-

στωτικές αγορές όσον αφορά την πρόσβασή τους στη χρηματοδότηση (Lucey and Zhang, 2011 · Poron and Ongena, 2011). Αυτά τα οφέλη θα μπορούσαν συνεπώς να εξαφανιστούν όταν υπάρχει οικονομική αποσύνθεση. Αυτό θα μπορούσε να επηρεάσει ιδιαίτερα τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ) οι οποίες έχουν ήδη μεγαλύτερες δυσκολίες στην άντληση κεφαλαίων σε σύγκριση με το μεγαλύτερο αντίστοιχο (Ang, 1991).

Δομή της Εργασίας

Κύριο μέλημα αυτής της εργασίας είναι να εξετάσει κατά πόσον το επίπεδο χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης των χωρών της Ευρώπης που επηρεάζει τις οικονομικές αποφάσεις. Μόνο πολύ λίγα πρόσφατα έγγραφα που εξετάζουν τις οικονομικές αποφάσεις λαμβάνουν υπόψη τις πιθανές επιπτώσεις της χρηματοοικονομικής ενσωμάτωσης (π.χ. Lucey and Zhang, 2011, Poron and Ongena, 2011, Moscalu, 2015). Εκτός από τη διεθνή πτυχή της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης, αναλύονται τα χαρακτηριστικά της εταιρείας και της χώρας που επηρεάζουν τις αποφάσεις χρηματοδότησης. Επιπλέον, δεν έχει διερευνηθεί ακόμη το μεγαλύτερο μέρος των Κροατίας (2013), της Ρουμανίας και της Βουλγαρίας (2007) και της μεγαλύτερης διεύρυνσης της ΕΕ το 2004, που αποτελείται κυρίως από χώρες της ΚΑΕ (πλην της Κύπρου και της Μάλτας). Δεδομένου ότι πολλές από αυτές τις χώρες θεωρούνται αναδυόμενες, έχει μεγάλη σημασία να εξεταστεί κατά πόσο οι χώρες αυτές ενσωματώνονται στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα και κατά πόσο οι αποφάσεις χρηματοδότησης επηρεάζονται από το επίπεδο ολοκλήρωσης, δεδομένου ότι οι επιχειρήσεις αυτές αποτελούν τη ραχοκοκαλιά της οικονομίας. Θεωρητικά, το παρόν θα βασιστεί σε δύο πηγές θεωριών. Πρώτον, θα ασχοληθεί με τις θεωρίες της κεφαλαιακής δομής, η οποία είναι μια παραδοσιακή προσέγγιση της μοντελοποίησης των καθοριστικών παραγόντων των οικονομικών αποφάσεων. Δεύτερον, θα καλύψει τη θεωρία της οικονομικής ολοκλήρωσης και κυρίως θα ασχοληθεί με τις αγορές και κατά πόσο οι ατελής αγορές προκαλούν χρηματοπιστωτικές κρίσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο .

ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

1.1 Δομή του Κεφαλαίου

Η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης μπορεί να οριστεί ως ο συνδυασμός του χρέους και του μετοχικού κεφαλαίου που μια επιχείρηση χρησιμοποιεί για να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητές της. Το πρώτο σημαντικό έργο που θεωρείται το θεμέλιο όλων των άλλων θεωριών δομών κεφαλαίου είναι αυτό των Modigliani και Miller (1958). Περιγράφει τη θεωρία της έλλειψης αξιοπιστίας όπου η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης είναι άσχετη όταν πληρούνται ορισμένες υποθέσεις. Μια υπόθεση είναι ότι δεν υπάρχουν φόροι. Με αυτή την παραδοχή, η αξία μιας αδιαχώριστης επιχείρησης είναι ίση με εκείνη μιας κεκλιμένης επιχείρησης. Στην ουσία, η θεωρία αναφέρει ότι το ποσό του χρέους σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια χρησιμεύει μόνο ως προσδιορισμός των ταμειακών ροών προς τους κατόχους χρεωστικών τίτλων και τους μετόχους, αλλά δεν επηρεάζει τη συνολική αξία της επιχείρησης. Τέτοιες υποθέσεις που αντικατοπτρίζουν τέλειες συνθήκες αγοράς, έκαναν άλλους ερευνητές να σκεφτούν τη σημασία των αποφάσεων χρηματοδότησης όσον αφορά την αξία της επιχείρησης.

Λόγω των κριτικών για τις μη ρεαλιστικές υποθέσεις, οι Modigliani και Miller (1963) πρόσθεσαν φόρους στο μοντέλο τους. Ο φόρος ελήφθη υπόψη, δεδομένου ότι οι τόκοι που καταβλήθηκαν για το χρέος εκπίπτουν από το φόρο, εισάγοντας μια φορολογική ασπίδα. Σύμφωνα με αυτό το μοντέλο, μια επιχείρηση θα πρέπει να έχει όσο το δυνατόν μεγαλύτερο χρέος, καθώς θα αυξήσει το όφελος της φορολογικής ασπίδας και θα αυξήσει την αξία της επιχείρησης. Ωστόσο, δεδομένου ότι οι άριστες συνθήκες της αγοράς σπανίως υπάρχουν και το χρέος δεν είναι ελεύθερο από κινδύνους, οι Kraus και Litzenberger (1973) εισήγαγαν τη θεωρία περί αντιστάθμισης. Υποθέτουν ότι υπάρχει μια βέλτιστη δομή κεφαλαίου. Η βέλτιστη δομή θα πρέπει να μεγιστοποιεί τον πλούτο των μετόχων και ταυτόχρονα να διατηρεί τις απαιτήσεις των ενδιαφερομένων όσο το δυνατόν χαμηλότερες. Το αντιστάθμισμα είναι τότε η ισορροπία ανάμεσα στα οφέλη από τη φορολογική ελάφρυνση

του χρέους και την οικονομική δυσπραγία που προκαλείται από το κόστος της πτώχευσης. Σε κάποιο σημείο το οριακό κόστος της δυσφορίας είναι μεγαλύτερο από τα οριακά οφέλη της φορολογικής ασπίδας, μειώνοντας την αγοραία αξία μιας επιχείρησης. Πέραν της πτώχευσης, ένα άλλο έμμεσο κόστος που σχετίζεται με τη θεωρία αντιστάθμισεων είναι το κόστος γραφείων που περιγράφεται από τους Jensen και Meckling (1976).

Υπάρχουν δύο τύποι προβλημάτων:

1. Συγκρούσεις μεταξύ διοίκησης, ιδιαίτερα του διευθύνοντος συμβούλου, και των μετόχων, και
2. Συγκρούσεις μεταξύ αποπληθωριστών και μετόχων (Harris and Raviv, 2011).

Η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης θα μπορούσε να μειώσει αυτά τα κόστη. Ένα σημαντικό μειονέκτημα της θεωρίας περί αντιστάθμισης που περιγράφηκε παραπάνω είναι ότι είναι μάλλον στατική εστίαση σε μια περίοδο. Ωστόσο, δεν είναι ρεαλιστικό να υποθέσουμε ότι μια επιχείρηση σχεδιάζει μόνο τη βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωσή της σε μια μπροστινή περίοδο. Ο Frank και ο Goyal (2007) ενσωμάτωσαν την πτυχή πολλαπλών περιόδων στη θεωρία αντιστάθμισης, καταλήγοντας στη «δυναμική θεωρία αντιστάθμισης». Μια από τις ενδιαφέρουσες υποθέσεις αυτού του μοντέλου είναι ότι επιτρέπει στις επιχειρήσεις να βρίσκονται σε υποεπίπεδο επίπεδο μόχλευσης, αφού η βέλτιστη δομή του $t + 1$ εξαρτάται από τη βέλτιστη δομή του $t + 2$ που εξαρτάται από το $t + 3$ και ούτω καθεξής.

Μια άλλη άποψη για την επιθυμητή κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων είναι οι Myers και Majluf (2014), οι οποίοι υποστηρίζουν ότι οι επιχειρήσεις ακολουθούν μια ορισμένη ιεραρχία στη λήψη αποφάσεων για τη χρηματοδότηση, τη θεωρία της τάξης των ζωνών. Αναφέρουν ότι οι επιχειρήσεις προτιμούν την εσωτερική χρηματοδότηση για τα χρέη και το χρέος έναντι των ιδίων κεφαλαίων. Το βασικό σκεπτικό αυτής της ιεραρχίας είναι το κόστος της ασύμμετρης πληροφόρησης. Δεδομένου ότι οι ξένοι, όπως είναι οι τράπεζες και άλλοι επενδυτές, έχουν λιγότερες πληροφορίες, ζητούν αποζημίωση υπό μορφή πριμοδότησης. Λαμβάνοντας υπόψη ότι το μετοχικό κεφάλαιο είναι μια ευαίσθητη στις πληροφορίες ασφάλεια, το ασφάλιστρο για

την έκδοση μετοχών θα είναι ακόμη υψηλότερο. Επιπλέον, λαμβανομένης υπόψη της παραδοχής ότι τα διευθυντικά στελέχη ενεργούν προς το συμφέρον των σημερινών μετόχων, η έκδοση νέων μετοχών θεωρείται ως κακό σήμα σε πιθανούς επενδυτές. Αυτό είναι ένα λεγόμενο εφέ σηματοδότησης.

Οι Asquith και Mullins (2006) θεωρούν ότι η ανακοίνωση νέων αποθεμάτων προκαλεί πράγματι μια μέση μείωση της τιμής των μετοχών κατά 3%. Δείχνουν ότι το μέγεθος της μείωσης εξαρτάται από το βαθμό ασυμμετρίας των πληροφοριών μεταξύ διαχειριστών και επενδυτών. Σε αντίθεση με τη θεωρία περί αντιστάθμισης, η θεωρία της τάξης των κλοπών μπορεί να εξηγήσει γιατί οι επιχειρήσεις μπορούν να είναι πιο κερδοφόρες με μικρότερο χρέος σε σύγκριση με τις λιγότερο κερδοφόρες επιχειρήσεις με μεγαλύτερο χρέος. Η πιο κερδοφόρα επιχείρηση δεν έχει μόνο χαμηλότερο δείκτη χρέους, αλλά μπορεί επίσης να δημιουργήσει περισσότερους εσωτερικούς πόρους για τη χρηματοδότηση των απαραίτητων μελλοντικών επενδύσεων (Myers, 2001). Όσον αφορά το πεδίο εφαρμογής του παρόντος εγγράφου, είναι ενδιαφέρον να αναλυθεί κατά πόσο οι ΜΜΕ συμπεριφέρονται με παρόμοιο τρόπο σύμφωνα με τη θεωρία της αντιστάθμισης και τη θεωρία της σειράς των κεραίων σε σύγκριση με τις μεγαλύτερες εισηγμένες επιχειρήσεις, οι οποίες εξετάζονται ως επί το πλείστον λόγω της διαθεσιμότητας των δεδομένων. Μερικοί μελετητές υποστηρίζουν ότι οι ίδιες θεωρίες μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να εξηγήσουν τις οικονομικές αποφάσεις των διαχειριστών των ΜΜΕ σε σύγκριση με μεγάλες εισηγμένες επιχειρήσεις (Sogorb-Mira, 2005).

Όσον αφορά τη θεωρία περί αντιστάθμισης, είναι δύσκολο να υποστηριχθεί ότι οι ΜΜΕ δεν θα αντιμετωπίσουν το ίδιο εμπόδιο μεταξύ των φορολογικών οφελών και του κόστους χρηματοδότησης. Ωστόσο, υπάρχουν ορισμένα ζητήματα και επιπτώσεις στην κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης, που θα αντιμετωπίσουν οι ΜΜΕ σε μεγαλύτερο βαθμό. Για ένα, οι διαχειριστές πρέπει να γνωρίζουν τα οφέλη των φορολογικών ασπίδων. Πολλές ΜΜΕ διευθύνονται από επιχειρηματίες και ενδέχεται να μην διαθέτουν τις οικονομικές γνώσεις για να επωφεληθούν από αυτό το όφελος (ΟΟΣΑ, 2006). Επιπλέον, οι ΜΜΕ τείνουν να αντιμετωπίζουν περισσότερα

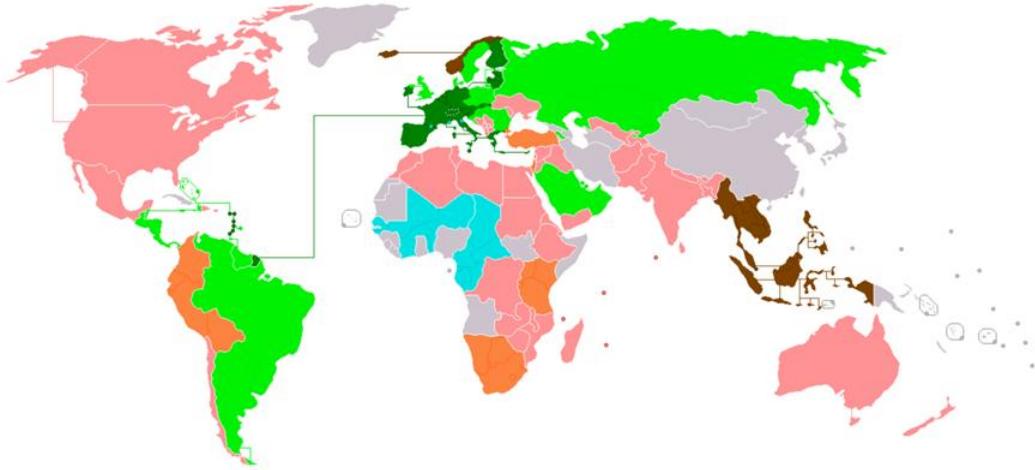
ζητήματα οικονομικών περιορισμών. Σε μια τέτοια περίπτωση, ένας διαχειριστής θα μπορούσε να γνωρίζει το πλεονέκτημα του χρέους αλλά δεν μπορούσε να ενεργήσει επ' αυτού. Ο οικονομικός περιορισμός δεν σημαίνει απαραίτητα ότι δεν υπάρχει χρηματοδότηση, αλλά ότι η τιμή είναι αποθαρρυντική. Τέλος, το «έμπειρο» κόστος πτώχευσης των ΜΜΕ είναι υψηλότερο σε σύγκριση με το μεγαλύτερο αντίστοιχο κόστος. Πολλές ΜΜΕ είναι οικογενειακές και επομένως η επιχείρηση μπορεί να έχει συναισθηματική αξία και η πτώχευση μπορεί να επηρεάσει την προσωπική τους οικονομική κατάσταση (Jensen and Uhl, 2008).

Οι λόγοι που αναφέρθηκαν παραπάνω συμβάλλουν στην εξήγηση της πιθανής απόκλισης των ΜΜΕ από τη θεωρία αντιστάθμισης και, επομένως, γιατί η κεφαλαιακή διάρθρωσή τους μπορεί να είναι διαφορετική. Σε ό,τι αφορά τη θεωρία της τάξης του σκύλου, πάλι, μεγάλο μέρος της έρευνας επικεντρώθηκε σε μεγάλες εισηγμένες επιχειρήσεις. Σε αντίθεση με τη θεωρία περί αντιστάθμισης, υπάρχουν πιά επιτακτικοί λόγοι να πιστεύουμε ότι η θεωρία της σειράς των κεραιών εξηγεί σωστά την κεφαλαιακή διάρθρωση των ΜΜΕ. Οι Lopez-Garcia και Sogorb-Mina (2008) διαπιστώνουν ότι οι διευθυντές των ΜΜΕ είναι συχνά ο μοναδικός μέτοχος της επιχείρησης. Δεδομένου ότι η έκδοση νέων μετοχών θα άμβλυνε την κυριότητα του ιδιοκτήτη-διαχειριστή, πιστεύουν ότι οι ΜΜΕ θα προτιμούσαν το χρέος έναντι των ιδίων κεφαλαίων. Επιπλέον, το κόστος έκδοσης μετοχών είναι υψηλότερο για τις ΜΜΕ σε σύγκριση με τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις που είναι ήδη εισηγμένες. Ειδικά, μια αρχική δημόσια προσφορά (IPO) είναι δαπανηρή για να οργανωθεί και υπόκειται σε υποτίμηση (Chittenden et al., 1996). Τέλος, το μέγεθος της επιχείρησης επηρεάζει επίσης τη διαθεσιμότητα του χρέους. Οι μικρότερες επιχειρήσεις βασίζονται συνεπώς περισσότερο στη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση, δεδομένου ότι οι περιορισμοί των επιχειρήσεων αυτών είναι κατά κύριο λόγο παρόντες για τη λήψη μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης. Η θεωρία πεταλούδων επεκτείνεται για τις ΜΜΕ, διαχωρίζοντας το βραχυπρόθεσμο και το μακροπρόθεσμο χρέος (Lopez-Garcia και Sogorb-Mina, 2008).

1.2 Η Παγκοσμιοποίηση και οι Οικονομικές Ενώσεις

Οι μεγαλύτερες οικονομικές ενώσεις στο πλανήτη μέχρι στιγμής, είναι: η Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ), Η Ευρασιατική Ένωση (ΕΟΕ), η οικονομική ένωση Λατινικής Αμερικής (ΟΕΛΑ). Ενώσεις υπό δημιουργία είναι η Αραβική Τελωνειακή Ένωση (ΑΤΕ) και η Αφρικανική Οικονομική Κοινότητα (ΑΟΚ).

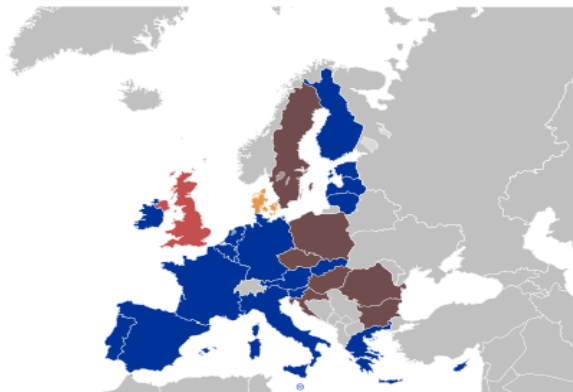
Χάρτης Νομισματικών Ενώσεων στον Κόσμο



Πηγή :(<https://el.wikipedia.org/wiki/> n.d.)

1.3 Η Ευρωπαϊκή Ένωση

Χάρτης της Ε.Ε



Η Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ)

- Μέλη της Ευρωζώνης
- Μέλος του ΕΜΣ 2 με δικαίωμα εξαίρεσης (Δανία)
- Μέλος της ΕΕ με δικαίωμα εξαίρεσης (Ηνωμένο Βασίλειο)
- Υπόλοιπα μέλη της ΕΕ

Εικόνα 2

Πηγή: (<https://el.wikipedia.org/wiki/> n.d.)

1.4 Η ONE

Η ONE αναπτύχθηκε ως ακολούθως

1.4.1 Η Γέννηση της ONE

Σύμφωνα με την Έκθεση Delors, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο αποφάσισε τον Ιούνιο του 1989 ότι το πρώτο στάδιο υλοποίησης της οικονομικής και νομισματικής ένωσης θα ξεκινούσε την 1η Ιουλίου 1990, όταν καταργήθηκαν όλοι οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων ανάμεσα στα κράτη μέλη.

Επιτροπή των Διοικητών

Πρόσθετες αρμοδιότητες δόθηκαν στην Επιτροπή των Διοικητών των κεντρικών τραπεζών των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας (ΕΕ), η οποία, από τη σύστασή της τον Μάιο του 1964, είχε σημαντικό ρόλο στη νομισματική συνεργασία. Αυτές οι αρμοδιότητες καθορίστηκαν με απόφαση του Συμβουλίου την 12/3/1990 και αφορούσαν τη διεξαγωγή διαβουλεύσεων και την προώθηση του συντονισμού στον τομέα της νομισματικής πολιτικής των κρατών μελών, για την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών.

Επειδή το διαθέσιμο χρονικό διάστημα ήταν σχετικά σύντομο, η Επιτροπή των Διοικητών ανέλαβε και τις προπαρασκευαστικές εργασίες για το Τρίτο Στάδιο της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ONE). Πρώτα έπρεπε να εντοπιστούν όλα τα θέματα που έπρεπε να τεθούν υπό εξέταση σε αρχικό στάδιο, και να θεσπιστεί ένα πρόγραμμα εργασίας έως τα τέλη του 1993 και να προσδιοριστούν καταλλήλως τα καθήκοντα που θα αναλάμβαναν οι υπάρχουσες υποεπιτροπές και ομάδες εργασίας οι οποίες είχαν συσταθεί για αυτό το λόγο.

Νομική προετοιμασία

Για την υλοποίηση του Δεύτερου και του Τρίτου Σταδίου ήταν απαραίτητη η αναθεώρηση της Συνθήκης για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας (της λεγομένης «Συνθήκης της Ρώμης»). Για τον λόγο αυτόν συγκλήθηκε Διακυβερνητική Διάσκεψη για την ONE, που

πραγματοποιήθηκε το 1991 παράλληλα με τη Διακυβερνητική Διάσκεψη για την πολιτική ένωση.

Οι διαπραγματεύσεις κατέληξαν στη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση, που εγκρίθηκε τον Δεκέμβριο του 1991 και υπεγράφη στο Μάαστριχτ στις 7/2/1992. Ωστόσο, εξαιτίας των καθυστερήσεων, η Συνθήκη τέθηκε τελικά σε ισχύ την 1/11/1993.

1.4.2 Η Μετεξέλιξη

Ίδρυση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος (ENI) και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)

Η ίδρυση του ENI την 1/1/1994 σηματοδότησε την έναρξη του Δεύτερου Σταδίου της ΟΝΕ και, κατά συνέπεια, τη διάλυση της Επιτροπής των Διοικήτων. Το ENI αποτέλεσε ένα μεταβατικό στάδιο, το οποίο αντανάκλούσε επίσης την κατάσταση της νομισματικής ολοκλήρωσης στο εσωτερικό της Κοινότητας. Το ENI δεν έφερε καμία ευθύνη για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής στην Ευρωπαϊκή Ένωση, μια που αυτή αποτελούσε αποκλειστικό δικαίωμα των εθνικών κυβερνήσεων. Επίσης, δεν είχε καμία αρμοδιότητα παρέμβασης στις αγορές συναλλάγματος.

Τα δύο κύρια καθήκοντα του ENI ήταν:

1. Να ενισχύσει τη συνεργασία μεταξύ των κεντρικών τραπεζών και τον συντονισμό των νομισματικών πολιτικών, και
2. Να αναλάβει τις αναγκαίες προετοιμασίες για την ίδρυση του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), για την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και για τη δημιουργία ενιαίου νομίσματος στο Τρίτο Στάδιο.

Τον Δεκέμβριο του 1995 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο συμφώνησε να ονομάσει «ευρώ» την ευρωπαϊκή νομισματική μονάδα η οποία επρόκειτο να εισαχθεί κατά την έναρξη του Τρίτου Σταδίου, και επιβεβαίωσε ότι το Τρίτο Στάδιο της ΟΝΕ θα ξεκινούσε την 1/1/1999. Προαναγγέλθηκε ένα χρονοδιάγραμμα για τη μετάβαση στο ευρώ, το οποίο βασίστηκε κυρίως σε αναλυτικές προτάσεις που εκπόνησε το ENI.

Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II

Παράλληλα, το ΕΝΙ ανέλαβε να εκτελέσει πολλές προπαρασκευαστικές εργασίες για τις μελλοντικές νομισματικές και συναλλαγματικές σχέσεις ανάμεσα στη ζώνη του ευρώ και τις λοιπές χώρες της ΕΕ. Τον Δεκέμβριο του 1996 το ΕΝΙ υπέβαλε έκθεση στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, η οποία αποτέλεσε τη βάση ενός ψηφίσματος του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου για τις αρχές και τα θεμελιώδη στοιχεία του νέου μηχανισμού συναλλαγματικών ισοτιμιών (ΜΣΙ II), και το οποίο εγκρίθηκε τον Ιούνιο του 1997.

Τα Νέα Τραπεζογραμμάτια

Τον Δεκέμβριο του 1996 το ΕΝΙ παρουσίασε ακόμα στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο και, στη συνέχεια, στο ευρύτερο κοινό την επιλεχθείσα σειρά σχεδίων για τα τραπεζογραμμάτια ευρώ τα οποία επρόκειτο να τεθούν σε κυκλοφορία την 1/1/2002.

Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης

Με σκοπό να συμπληρώσει και να ορίσει τις διατάξεις της Συνθήκης που αφορούσαν την ΟΝΕ, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ενέκρινε τον Ιούνιο του 1997 το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Δύο κανονισμοί αποτελούν μέρος του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, το οποίο αποσκοπεί στη διασφάλιση δημοσιονομικής πειθαρχίας για την ΟΝΕ. Το Συμβούλιο με δήλωσή του τον Μάιο του 1998 συμπλήρωσε το Σύμφωνο και ενίσχυσε και τις αντίστοιχες δεσμεύσεις. Το Σύμφωνο αναθεωρήθηκε το 2005 καθώς και το 2011.

Αρχικοί Συμμετέχοντες

Στις 2 Μαΐου 1998 το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης – συνερχόμενο σε επίπεδο αρχηγών κρατών ή κυβερνήσεων– αποφάσισε ομόφωνα ότι 11 κράτη μέλη πληρούσαν τα κριτήρια που ήταν απαραίτητα για τη συμμετοχή στο Τρίτο στάδιο της ΟΝΕ και την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος την 1/1/1999. Οι αρχικοί συμμετέχοντες ήταν το Βέλγιο, η Γερμανία, η Ισπανία, η Γαλλία, η Ιρλανδία, η Ιταλία, το Λουξεμβούργο, οι Κάτω Χώρες, η Αυστρία, η Πορτογαλία και η Φινλανδία. Επίσης, οι αρχηγοί κρα-

τών ή κυβερνήσεων κατέληξαν σε συμφωνία σε πολιτικό επίπεδο για τις προσωπικότητες που επρόκειτο να προταθούν ως μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ).

Προετοιμασία για τον Καθορισμό των Τιμών Μετατροπής

Τον Μάιο του 1998 οι υπουργοί Οικονομικών των κρατών μελών που υιοθέτησαν το ενιαίο νόμισμα συμφώνησαν, μαζί με τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών των κρατών μελών, την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το ΕΝΙ, ότι για τον καθορισμό των αμετάκλητων τιμών μετατροπής για το ευρώ θα χρησιμοποιούνταν οι τρέχουσες διμερείς κεντρικές ισοτιμίες των νομισμάτων των συμμετεχόντων κρατών μελών στο πλαίσιο του ΜΣΙ.

Διορισμός των Οργάνων λήψης Αποφάσεων

Στις 25/5/1998 οι κυβερνήσεις των 11 συμμετεχόντων κρατών μελών διόρισαν τον Πρόεδρο, τον Αντιπρόεδρο και τα τέσσερα άλλα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ. Η ανάληψη των καθηκόντων τους έγινε την 1/6/1998 και σηματοδότησε την ίδρυση της ΕΚΤ. Η ΕΚΤ και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες των συμμετεχόντων κρατών μελών αποτελούν το Ευρωσύστημα, το οποίο διαμορφώνει και προσδιορίζει την ενιαία νομισματική πολιτική κατά το Τρίτο Στάδιο της ΟΝΕ.

Με την ίδρυση της ΕΚΤ την 1/6/1998, το ΕΝΙ είχε πλέον τερματίσει το έργο του. Σύμφωνα με το άρθρο 123 (πρώην άρθρο 109Α) της Συνθήκης για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, το ΕΝΙ τέθηκε υπό εκκαθάριση μόλις ιδρύθηκε η ΕΚΤ. Όλες οι προπαρασκευαστικές εργασίες που είχαν ανατεθεί στο ΕΝΙ ολοκληρώθηκαν εγκαίρως και η ΕΚΤ αφιέρωσε τους τελευταίους μήνες του 1998 στον τελικό έλεγχο των συστημάτων και των διαδικασιών.

1.4.3 Η Ολοκλήρωση

Αμετάκλητος Καθορισμός των Συναλλαγματικών Ισοτιμιών

Το τρίτο και τελικό στάδιο της ΟΝΕ ξεκίνησε την 1/1/1999 με τον αμετάκλητο και οριστικό καθορισμό των συναλλαγματικών ισοτιμιών των νομισμάτων των 11 κρατών μελών που συμμετείχαν αρχικά στη Νομισματι-

κή Ένωση και με την άσκηση ενιαίας νομισματικής πολιτικής υπό την ευθύνη της ΕΚΤ.

Τα συμμετέχοντα κράτη μέλη έγιναν 12 με την είσοδο της Ελλάδας στο Τρίτο Στάδιο της ΟΝΕ την 1/1/2001. Η Σλοβενία έγινε το δέκατο τρίτο μέλος της ζώνης του ευρώ την 1/1/2007. Ακολούθησαν η Κύπρος και η Μάλτα έναν χρόνο μετά, η Σλοβακία την 1/1/2009, η Εσθονία την 1/1/2011, η Λεττονία την 1/1/2014 και η Λιθουανία την 1/1/2015. Οι κεντρικές τράπεζες των χωρών που εντάχθηκαν στη ζώνη του ευρώ έγιναν αυτομάτως μέλη του Ευρωσυστήματος.

1.5 Οι Ανισότητες

Παρά τα μεγαλεπίβολα σχέδια, η ΕΕ δεν κατάφερε να εξαλείψει την οικονομική ανισότητα. Δυστυχώς όπως φαίνεται στον πίνακα 1 με βάση τον δείκτη πτώχευσης οι νότιες χώρες της ΕΕ (Ελλάδα, Ιταλία, Ισπανία και Πορτογαλία) παρουσιάζουν στην περίοδο 2010-2015 εντονότερη αύξηση της πτώχευσης, ενώ οι βόρειες χώρες της ΕΕ δεν έχουν αύξηση της πτώχευσης. Αυτό υποδηλώνει μια άνιση (ασύμμετρη) χειροτέρευση της κατανομής του πλούτου ανάμεσα στις χώρες μέλη της ΕΕ.

Άτομα σε κίνδυνο πτώχευσης και κοινωνικού αποκλεισμού

Χώρα	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Αυστρία	18,9	19,2	18,5	18,8	18,3	...
Βέλγιο	20,8	21,0	21,6	20,8	21,1	...
Δανία	18,3	18,9	19,0	18,9	17,9	17,7
ΕΥ28	23,7	24,3	24,7	24,6	24,4	...
Φινλανδία	16,9	17,9	17,2	16,0	17,3	16,8
Γαλλία	19,2	19,3	19,1	18,1	18,5	...
Γερμανία	19,7	19,9	19,6	20,3
Ελλάδα	27,7	31,0	34,6	35,7	36,0	35,7
Ιρλανδία	27,3	29,4	30,0	29,5	27,6	
Ιταλία	24,5	28,2	29,9	28,4	28,3	...
Ολλανδία	15,1	15,7	15,0	15,9	16,5	16,8
Πορτογαλία	25,3	24,4	25,3	27,5	27,5	26,6
Ισπανία	26,1	26,7	27,2	27,3	29,2	28,6
Σουηδία	15,0	16,1	15,6	16,4	16,9	16,0
Βρετανία	23,2	22,7	24,1	24,8	24,1	23,5

Πίνακας 1. (Πηγή: Eurostat)

Το νόημα είναι ότι η ΕΕ δεν κατάφερε να μειώσει την εισοδηματική ανισότητα, ιδιαίτερα στην περίοδο της οικονομικής κρίσης. Δηλαδή η οικονομική κρίση έπληξε κυρίως την νότια ΕΕ.

1.6 Παγκόσμια Οικονομική Διακυβέρνηση

Η παγκόσμια διακυβέρνηση έχει την τάση να στρέφεται σε πολιτικές οικονομικού περιεχομένου καθόσον η αλληλεξάρτηση σε οικονομικό επίπεδο είναι πιο εμφανής, ενώ η αποτυχία της διεθνούς συνεργασίας σε αυτόν το τομέα μπορεί να προκαλέσει και τα πιο σημαντικά προβλήματα. Το σύστημα της παγκόσμιας οικονομικής διακυβέρνησης έχει ως αφετηρία τη Νομισματική και Οικονομική Συνδιάσκεψη του ΟΗΕ τον Ιούλιο του 1944 στην πόλη Bretton Woods, της Πολιτείας New Hampshire των ΗΠΑ.¹ Στη συνδιάσκεψη υιοθετήθηκε το σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών (που έγινε γνωστό ως «σύστημα Bretton Woods») και πάρθηκε η απόφαση της ίδρυσης τριών νέων οργανισμών, οι οποίοι ήταν:

1. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF), που τέθηκε σε ισχύ το Μάρτιο του 1947 με κύριο στόχο την επιτήρηση του συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών μέσω της σύνδεσης όλων των νομισμάτων με την αξία του δολαρίου των ΗΠΑ, που συναλλασσόταν άμεσα με τον χρυσό σε σταθερή ισοτιμία.²

2. Η Διεθνής Τράπεζα για την ανοικοδόμηση και την ανάπτυξη (IBRD), που τέθηκε σε ισχύ τον Ιούνιο του 1946, γνωστή και ως Παγκόσμια Τράπεζα, με σκοπό τη δημιουργία μιας νέας διεθνούς χρηματοπιστωτικής τάξης με την παροχή δανείων σε όσα κράτη έπρεπε να ανοικοδομηθούν και να αναπτυχθούν μετά τις καταστροφές που υπέστησαν από τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο.

¹ Η συνδιάσκεψη πραγματοποιήθηκε με πρωτοβουλία των ΗΠΑ και με αφορμή την περίοδο πολύ μεγάλης νομισματικής αστάθειας και τις μεγάλες μεταβολές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, που γνώρισε η ανθρωπότητα κατά τη διάρκεια του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου.

² Η ισοτιμία καθορίστηκε αρχικά σε 35 δολάρια η ουγγιά.

3. Η Γενική Συμφωνία Δασμών και Εμπορίου (GATT), που τέθηκε σε ισχύ τον Ιανουάριο του 1948 και αντικαταστάθηκε από τον Παγκόσμιο Οργανισμό Εμπορίου το 1995, με σκοπό τη δημιουργία μιας νέας τάξης διεθνούς εμπορίου με την ανάπτυξη του ελεύθερου εμπορίου και τη μείωση των δασμών.

Η στόχευση της συνδιάσκεψης από πλευράς ΗΠΑ, που ήταν η κινητήριος δύναμη των διαπραγματεύσεων και ουσιαστικά υπαγόρευαν την ουσία των αποτελεσμάτων είχε διπλό χαρακτήρα, την δημιουργία ενός ανοικτού και σταθερού διεθνούς οικονομικού συστήματος και τον περιορισμό της εξάπλωσης του κομμουνισμού. Με τους παραπάνω θεσμούς δημιουργήθηκε μια πρώτη μορφή παγκόσμιας οικονομικής διακυβέρνησης, που εδραζόταν σε ένα πλαίσιο νορμών και κανόνων και καθοδηγήθηκαν οι μελλοντικές οικονομικές διεθνείς σχέσεις. Ωστόσο, το 1971, οι ΗΠΑ βλέποντας το ποσοστό κάλυψης των δολαρίων σε κυκλοφορία να μειώνεται από το 55% στο 22% σε σχέση με τον αντίστοιχο απόθεμα σε χρυσό, αποφάσισε να κλείσει το «παράθυρο χρυσού», καθιστώντας το δολάριο μη μετατρέψιμο άμεσα σε χρυσό,³ γεγονός που σηματοδότησε και την κατάρρευση του «συστήματος Bretton Woods», αποτυπώνοντας τα θεμελιώδη σφάλματα στην αρχιτεκτονική του ίδιου του συστήματος (Heywood, 2013).

Σύμφωνα με τη φιλελεύθερη προσέγγιση, η ιδέα της κλασσικής πολιτικής οικονομίας συνίσταται στην πίστη ότι ο ανταγωνισμός της αγοράς που δεν επιδέχεται έξωθεν ρυθμίσεις τείνει προς την ισορροπία μακροπρόθεσμα. Η φιλελεύθερη οικονομική θεωρία του «συστήματος Bretton Woods» δημιουργούσε θεσμικές ρυθμίσεις που θα επόπτευαν τη διεθνή οικονομία και θα διασφάλιζαν τη σταθερότητα, υπό το φόβο ότι μια αρρυθμιστή διεθνής οικονομία είναι εγγενώς ασταθής και τείνει προς κρίσεις, όπως η Μεγάλη Ύφεση κατά τη διάρκεια του μεσοπολέμου. Εξάλλου, οι περισσότεροι φιλελεύθεροι αποδέχονται την ανάγκη οικονομικής διακυβέρνησης στον βαθμό που ενισχύει-παρά αποδυναμώνει- την διαφάνεια και τον

³ Η κίνηση αυτή έμεινε στην ιστορία ως το "Nixon Shock" (Eichengreen, 2008).

ελεύθερο ανταγωνισμό. Με βάση την οπτική του οικονομικού φιλελευθερισμού η παγκόσμια οικονομική διακυβέρνηση μέσω του «συστήματος Bretton Woods» ήταν ελαττωματική και οδηγήθηκε σε κατάρρευση στις αρχές της δεκαετίας του 1970 γιατί οι συναλλαγματικές ισοτιμίες λειτουργούν καλύτερα χωρίς εξωτερικούς παρεμβατισμούς.

Ωστόσο, σύμφωνα με τη ρεαλιστική προσέγγιση όπου τα οικονομικά εξηγούνται σε μεγάλο βαθμό με πολιτικούς όρους, τα στενά περιθώρια διακρατικής συνεργασίας στα οικονομικά ζητήματα μπορούν να διευρυνθούν μόνο με την ανάδυση μιας παγκόσμιας ηγεμονικής δύναμης, η κυρίαρχη στρατιωτική και οικονομική θέση της οποίας, είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με μια φιλελεύθερη παγκόσμια οικονομία. Έτσι, από την οπτική του ρεαλισμού η δημιουργία του συστήματος του Bretton Woods σήμανε την ανάδυση των ΗΠΑ ως ηγεμονικής δύναμης, ενώ η κατάρρευσή του αποτύπωσε την αδυναμία της ηγεμονίας τους ή την απόφαση (κατά άλλους αναλυτές) μιας τολμηρής ηγεμονικής δύναμης με συγκεκριμένη στόχευση, που επήλθε κατόπιν της σχετικής παρακμής της οικονομίας των ΗΠΑ.

Ακολούθησε η στροφή προς τον νεοφιλελευθερισμό εξαιτίας της ανάδυσης της «συναίνεσης της Ουάσιγκτον» από τη δεκαετία του 1980, που σηματοδότησε τον θρίαμβο του φιλελευθερισμού επί του ημιμερκαντελισμού του Bretton Woods. Ο όρος «συναίνεση της Ουάσιγκτον» επινοήθηκε από τον John Williamson το 1990 για να περιγράψει τις πολιτικές, τις οποίες είχαν υιοθετήσει, οι διεθνείς θεσμοί του Bretton Woods, δηλαδή το ΔΝΤ και η Παγκόσμια Τράπεζα με την υποστήριξη της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ, μετά την κατάρρευση του συστήματος Bretton Woods. Στη βάση του «ορθόδοξου» φιλελεύθερου μοντέλου, που για την ανάπτυξη προϋποθέτει τον εκσυγχρονισμό, στόχος ήταν η ανοικοδόμηση του αναπτυσσόμενου κόσμου. Η «συναίνεση της Ουάσιγκτον» έγκειται στο τρίπτυχο **σταθεροποίηση, ιδιωτικοποιήσεις και απελευθέρωση των αγορών** (Heywood, 2013). Αναλυτικότερα, ήταν υπέρμαχος:

1. Της δημοσιονομικής πειθαρχίας.
2. Της μείωσης των φορολογικών βαρών σε φυσικά και νομικά πρόσωπα ιδιωτικού δικαίου.

3. Της απελευθέρωσης των χρηματοοικονομικών αγορών.
4. Των κυμαινόμενων και ανταγωνιστικών συναλλαγματικών ισοτιμιών.
5. Της απελευθέρωσης του εμπορίου.
6. Του ανοίγματος των αγορών στις άμεσες ξένες επενδύσεις.
7. Των ιδιωτικοποιήσεων.

Λόγω της εκτεταμένης αντίδρασης στις αποτυχημένες οικονομικές πολιτικές να εκπληρώσουν τον στόχο της ανάπτυξης, όπως αποδείχτηκε, δημιουργήθηκε μία «ενισχυμένη» μορφή, που δίνει έμφαση και σε άλλες πολιτικές, όπως οι νομικές και πολιτικές μεταρρυθμίσεις με σκοπό την πάταξη της διαφθοράς, την βελτίωση της ευελιξίας της αγοράς και τη μείωση του επιπέδου φτώχειας. Αυτό δεν κατέστη αρκετό για να κατευνάσει τους επικριτές της παγκόσμιας οικονομικής διακυβέρνησης, ιδιαίτερα μετά την ασιατική κρίση της περιόδου 1997-1998 και την σοβαρή χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009. Έτσι, διατυπώθηκε σωρεία επικρίσεων για την αστάθεια και αποτυχία του συστήματος να αποτρέψει μια κρίση ή στην περίπτωση όπου αυτό δεν ήταν εφικτό να παράσχει επαρκείς προειδοποιήσεις πριν το ξέσπασμα των κρίσεων⁴.

Επιπλέον έχουν αναδειχτεί οι κίνδυνοι της αρρύθμιστης δυναμικής της παγκόσμιας διακίνησης κεφαλαίων, που έχουν επιτρέψει κερδοσκοπικές εκρήξεις σε όλο τον κόσμο προκαλώντας δραματικές κρίσεις. Με τα παραπάνω κατέστη επιτακτική η ανάγκη για μεταρρύθμιση της αρχιτεκτονικής της παγκόσμιας οικονομικής διακυβέρνησης με τη δημιουργία ενός «νέου Bretton Woods». Σε κάθε περίπτωση, οποιαδήποτε σχετική εξέλιξη στο μέλλον θα επηρεάζεται σημαντικά εκτός από τις ΗΠΑ και την ΕΕ, από τις θέσεις, τα ενδιαφέροντα και τις αξιώσεις των νέων ανερχόμενων δυνάμεων, κυρίως της Κίνας, αλλά και της Ινδίας, της Ρωσίας και της Βραζιλίας (Heywood, 2013).

⁴ Ειδικά στη περίπτωση της ασιατικής κρίσης θεωρήθηκε από κάποιους επικριτές ότι το ΔΝΤ πέτυχε μόνο να επιδεινώσει την κρίση (Heywood, 2013).

1.7 Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα

Πάντα όλες οι εμπορικές τράπεζες υπόκεινταν σε αρκετά περισσότερους περιορισμούς σε σχέση με τις υπόλοιπες μη τραπεζικές εταιρίες και για αυτό το λόγο κατατάσσονταν ανάμεσα στις πιο ασφαλείς, φερέγγυες αλλά και συντηρητικές επιχειρήσεις.

Σύμφωνα την μελέτη του Μελά (2011), οι κανονισμοί είχαν πολλές μορφές, όπως: ανώτατο ποσοστό επιτοκίων για δάνεια ή για καταθέσεις περιορισμένων γεωγραφικά αγορών, όπου θα ήταν δυνατό να προσφέρουν όλες τις τραπεζικές υπηρεσίες αλλά επίσης και περιορισμοί στις επιτρεπόμενες μορφές επενδύσεων καθώς και στα είδη των παρεχομένων τραπεζικών υπηρεσιών. Ενώ φυσικά οι περιορισμοί περιόριζαν τις ευκαιρίες αλλά και τους κινδύνους (ρίσκο), πρακτικά εξασφάλιζαν κέρδος, εφόσον η τραπεζική διοίκηση δεν διέπραττε απάτη.

Μετά τον δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο, οι κυβερνήσεις των χωρών, με στόχο την ανασυγκρότηση των οικονομιών τους, επεδίωξαν και επέτυχαν τον έλεγχο της συγκέντρωσης και της κατανομής των αποταμιευτικών πόρων της χώρας τους. Τα τραπεζικά ιδρύματα αποτέλεσαν με αυτό τον τρόπο, τον κορμό των χρηματοπιστωτικών συστημάτων και καθιερώθηκαν ως ένας από τους πιο σημαντικούς παράγοντες στη διαδικασία της οικονομικής ανάπτυξης (Jinjarak et al., 2013). Ο χρηματοοικονομικός χώρος στις αναπτυσσόμενες οικονομίες είχε σοβαρές παρεμβάσεις που οριοθετούσαν τα όρια δράσης του κάθε συμμετέχοντα. Μέσα από ένα τέτοιο προστατευτικό περιβάλλον που προφύλασσε από τον ανταγωνισμό, ο τραπεζικός κλάδος λειτουργούσε έτσι για πολλά χρόνια με σταθερότητα και κερδοφορία.

Οι βασικές αρχές που χαρακτήριζαν τις χρηματοπιστωτικές αγορές διεθνώς, μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1980, ήταν η υποχρεωτική εξειδίκευση και ο εθνικός έλεγχος (Emmot, 1988). Τέτοια είδη ήταν οι τοπικές συνεταιριστικές τράπεζες στην Ιαπωνία και την Ευρώπη, το Ταχυδρομικό Ταμειτήριο στην Ελλάδα, οι κτηματικές εταιρίες στην Αγγλία και τη Γερμανία και οι αποταμιευτικές και δανειστικές τράπεζες στις ΗΠΑ. Επίσης αξίζει να αναφερθεί ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές ήταν διαχωρισμένες και το όλο σύστημα βρισκόταν παραδοσιακά κάτω από τον έλεγχο και τις ρυθμιστικές

παρεμβάσεις των νομισματικών αρχών της εκάστοτε χώρας. Οι αρχές αυτές προσδιόριζαν τα επιτόκια, τις κινήσεις των νομισμάτων, την κατανομή των πιστώσεων, την εγχώρια προσφορά χρήματος κλπ., με στόχο την καλύτερη «διοίκηση» της οικονομίας και, πάνω απ' όλα, τη διατήρηση σταθερών νομισματικών συνθηκών σε συνθήκες πλήρους απασχόλησης (Μαρούλης, 1992).

Η απροσδόκητη όμως έκρηξη όμως της χρηματοπιστωτικής κρίσης έφερε τις τράπεζες στο επίκεντρο των αλλαγών. Ενώ από τη μία άλλαζε ο ρόλος που παραδοσιακά είχαν (ως διαμεσολαβητές μεταξύ αποταμίευσης και επένδυσης), παράλληλα εμφανίστηκαν τα πρώτα απειλητικά σύννεφα στην κυριαρχία τους στον χρηματοοικονομικό χώρο. Έτσι, καθώς τα πιστωτικά ιδρύματα έπαψαν να κατέχουν το μονοπώλιο (ως διαμεσολαβητές μεταξύ αποταμίευσης και επένδυσης), υπό την πίεση πλέον και άλλων θεσμικών επενδυτών, αυτό το προστατευτικό καθεστώς εντός του οποίου λειτουργούσαν μετατράπηκε σε ένα άκρως ανταγωνιστικό περιβάλλον.

Έτσι έχουμε, κατά τις τελευταίες δεκαετίες του εικοστού αιώνα την πραγματοποίηση ριζικών μεταβολών στη λειτουργία του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι κυριότερες εκ των οποίων είναι: α) η κατάργηση όλων των συναλλαγματικών περιορισμών και η απελευθέρωση της κίνησης όλων των κεφαλαίων, β) η απορρύθμιση όλων των επιτοκίων και όλων των τιμών των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, γ) η κατάργηση όλων των στεγανών και η ουσιαστική ενοποίηση των αγορών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, δ) το άνοιγμα όλων των αγορών στη παγκοσμιοποίηση και στο διεθνή ανταγωνισμό, ε) η επιβολή συγκεκριμένων περιορισμών σχετικά με την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, στ) η τεχνολογική αναβάθμιση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των λειτουργικών συστημάτων των διαφόρων αγορών κτλ. κλπ. Οι μεταβολές αυτές υπήρξαν βασικός παράγοντας για την αύξηση του εύρους και της συχνότητας της διακύμανσης των χρηματοοικονομικών μεταβλητών με λογική συνέπεια την ενίσχυση των χρηματοοικονομικών κινδύνων για τους επενδυτές, είτε αυτοί θα ήταν πιστωτικά ιδρύματα είτε και επιχειρήσεις είτε ακόμα και νοικοκυριά.

Έτσι, η πολιτική της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης, δια μέσου της απορρύθμισης των αντίστοιχων χρηματοπιστωτικών συστημάτων, πήρε σάρκα και οστά σε διεθνές επίπεδο με την πιο πάνω πραγματοποίηση ριζικών μεταβολών. Αξίζει να αναφερθούν μερικές χαρακτηριστικές περιπτώσεις: α) η κατάργηση των διαπολιτειακών εμποδίων στην προσφορά τραπεζικών υπηρεσιών στις ΗΠΑ, β) η κατάργηση των διακρατικών εμποδίων στην προσφορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στην ΕΕ, γ) η κατάργηση των ρυθμίσεων αναφορικά με τα είδη των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών που μπορούν να προσφέρουν οι διάφορες κατηγορίες χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, δ) η κατάργηση των ρυθμίσεων ως προς το ύψος των επιτοκίων και των τιμών των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών κλπ.

Οι συνέπειες των πιο πάνω αλλαγών στις εθνικές αλλά και στη διεθνή χρηματοοικονομική σφαίρα υπήρξαν σημαντικές και ώθησαν σε δραστικές διαφοροποιήσεις την επιχειρηματική διάρθρωση της αγοράς των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Αναφέρεται σαν παράδειγμα, ότι προκάλεσε μία μεγάλη ώθηση συγχωνεύσεων και εξαγορών στον χρηματοπιστωτικό τομέα και σε συνδυασμό με τη διεθνοποίηση των αγορών επέτρεψε την είσοδο στις εγχώριες αγορές νέων ανταγωνιστών είτε από άλλες χώρες είτε από άλλους κλάδους της οικονομίας.

Τα παραπάνω, σε συνδυασμό με την διακοπή από τα κράτη του συστήματος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών καθώς και της πολιτικής σταθεροποίησης των επιτοκίων, εμφάνισαν νέες ανάγκες στο όλο το χρηματοπιστωτικό σύστημα, οι οποίες το ανάγκασαν να αναλάβει με πιο αποφασιστικό τρόπο την λειτουργία της κάλυψης των κινδύνων λόγω των διακυμάνσεων των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Έτσι λοιπόν εμφανίστηκαν στην αγορά διάφορα καινοτόμα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και εργαλεία, όπως οι ομολογίες μεταβλητού επιτόκιο (FRNs), οι ανταλλαγές επιτοκίων και νομισμάτων (swaps), τα προαιρετικά δικαιώματα (options) κλπ.

Επιπλέον, οι προαναφερθείσες μεταβολές επηρέασαν σημαντικά τη διάρθρωση και τη λειτουργία των αγορών, τις μεθόδους προσδιορισμού όλων των τιμών καθώς και των αποδόσεων των χρηματοοικονομικών περι-

ουσιακών στοιχείων αλλά επίσης και τις τιμές των υπηρεσιών και το κόστος δανεισμού. Το στοιχείο που κυριάρχησε σε εκείνη τη φάση ήταν η αυξημένη εντατικοποίηση του ανταγωνισμού, τόσο μεταξύ των εγχωρίων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων όσο και μεταξύ των εγχωρίων και των αντίστοιχων ξένων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Ο Μελάς (2011) ορίζει τρεις γενικές κατηγορίες για τους παράγοντες που συνετέλεσαν στην πιο πάνω αλλαγή του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος:

1. Την διαδικασία της ιδιωτικοποίησης,
2. Την διεθνοποίηση της παραγωγής
3. Την εκμετάλλευση και ενσωμάτωση των σημαντικών τεχνολογικών εξελίξεων με βάση το φιλελεύθερο σύστημα.

Αξίζει να αναφερθεί η διαφορετική προσέγγιση του Goodhart (1984), ο οποίος αναφέρει τους βασικούς παράγοντες που καθόρισαν τις μεταβολές στις χρηματοπιστωτικές αγορές: Α) Την κυβερνητική πολιτική της απορρύθμισης, η οποία ενδυνάμωσε τον ανταγωνισμό στις χρηματοοικονομικές αγορές, Β) Τα υψηλά διακυμαινόμενα επίπεδα του πληθωρισμού, τα οποία οδήγησαν σε υψηλά και διακυμαινόμενα επίπεδα επιτοκίων και σε τεράστιες διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Γ) Τη ταχεία ανάπτυξη της τεχνολογίας, που αύξησε την διακίνηση της πληροφορίας.

Τέλος θα ήταν παράληψη να μην αναφερθούμε στους (Eichengreen και Mussa, 1998), σύμφωνα με τους οποίους η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση, ήταν αποτέλεσμα επιρροής κάποιων πολύ ισχυρών δυνάμεων όπως:

1. Η κατάργηση των θεσπισμένων περιορισμών στις συναλλαγές των λογαριασμών κεφαλαίου
2. Η σταθεροποίηση όλων των μακροοικονομικών μεγεθών στον αναπτυσσόμενο κόσμο,
3. Η ανάπτυξη των παράγωγων χρηματοοικονομικών εργαλείων (derivatives)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο .

ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ

2.1 Ορισμός

Η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση αναφέρεται σε μια διαδικασία κατά την οποία οι χρηματοπιστωτικές αγορές τοπικών οικονομιών ή και διεθνών οικονομιών συνδέονται στενά μεταξύ τους. Υπάρχουν διάφορες μορφές χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης όπως: η ανταλλαγή πληροφοριών, η κοινή χρήση αρίστων μεθόδων, η κοινή χρήση της νέας τεχνολογίας, οι επιχειρήσεις έχουν άμεση πρόσβαση στις διεθνείς αγορές, οι επενδυτές έχουν άμεση πρόσβαση στις διεθνείς αγορές, γίνονται διασυνοριακές κινήσεις κεφαλαίων, και ξένα κεφάλαια μπορούν να συμμετάσχουν στις τοπικές εγχώριες χρηματοπιστωτικές αγορές. Η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση προϋποθέτει και μια αναλυτική διεθνή συμφωνία. Το πρόβλημα είναι όμως ότι οι αγορές δεν είναι τέλειες. Έτσι, η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση με γειτονικές (ή άλλες) χώρες (που έχουν ατελείς αγορές) είναι ατελής. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η ανισότητα ανάμεσα στις χώρες αναφορικά με τον οριακό λόγο υποκαταστάσεως ανάμεσα σε διάφορους οικονομικούς παράγοντες. Εκτός από το πιο πάνω πρόβλημα υπάρχουν και τα νομικά εμπόδια και νομικοί περιορισμοί που εμποδίζουν την χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση. Για παράδειγμα, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πρέπει να ενεργούν ελεύθερα, οι επενδυτές να μπορούν χωρίς περιορισμούς να επενδύουν από την μια χώρα στην άλλη. Θα πρέπει όμως να τονιστεί ότι οι νομικοί περιορισμοί έγιναν για να προστατεύσουν τις ατελείς αγορές από το να μη γίνουν ατελέστερες (χειρότερες).

Η μέτρηση του βαθμού της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης επιτυγχάνεται με: την κίνηση κεφαλαίων (εντός αλλά και εκτός της κάθε χώρας), την κίνηση σε ξένα κεφαλαιακά στοιχεία ενεργητικού/παθητικού, την απόδοση των επενδύσεων, τα επιτόκια και το χρηματοπιστωτικό άνοιγμα.

2.2 Χρηματοοικονομική Ολοκλήρωση και Αγορές

Πολλοί μελετητές κατέληξαν σε έναν ορισμό της οικονομικής ολοκλήρωσης. Ο Baele et al(2004) υποθέτουν ότι για μια αγορά που θα ενσωματωθεί οικονομικά, όλα τα χρηματοοικονομικά μέσα και οι υπηρεσίες των συμμετεχόντων θα πρέπει να έχουν παρόμοια χαρακτηριστικά:

1. Κάθε συμμετέχων αντιμετωπίζει το ίδιο σύνολο κανόνων όταν ασχολείται με αυτά τα μέσα ή υπηρεσίες,
2. Την ισότιμη πρόσβαση στα εν λόγω μέσα και υπηρεσίες και
3. Αντιμετωπίζονται εξίσου όταν δραστηριοποιούνται στην αγορά. Αυτός ο ορισμός της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης συνδέεται στενά με το δίκαιο μιας τιμής. Αυτός ο νόμος δηλώνει ότι σε μια κατάσταση όπου τα περιουσιακά στοιχεία έχουν ταυτόσημο προφίλ κινδύνου και απόδοσης, θα πρέπει να έχουν ακριβώς την ίδια τιμή ανεξάρτητα από το πού μεταβιβάζονται (Yeyati et al., 2009).

Ο Brouwer (2005) ορίζει διαφορετικά την οικονομική ολοκλήρωση δηλώνοντας ότι η οικονομική ολοκλήρωση είναι η διαδικασία μέσω της οποίας η χρηματοπιστωτική αγορά μιας συγκεκριμένης οικονομίας ενσωματώνεται πιο στενά με άλλες οικονομίες ή με τον υπόλοιπο κόσμο. Αυτός ο ορισμός υποδηλώνει ότι θα υπάρξει αύξηση των ροών κεφαλαίων που θα οδηγήσει στην εξίσωση των τιμών και των αποδόσεων σε διάφορες χώρες (Stavarek et al., 2011).

Τέτοιες διαδικασίες θα μπορούσαν να προκύψουν ελλείψει ρητών συμφωνιών. Αυτό θα μπορούσε να έχει τη μορφή περιουσιακών στοιχείων ξένων τραπεζών στην εγχώρια αγορά ή διασυνοριακού δανεισμού εγχώριων επιχειρήσεων στη διεθνή αγορά. Ωστόσο, υπάρχουν ενδείξεις ότι η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση θα μπορούσε επίσης να ενισχυθεί με επίσημες διεθνείς συνθήκες (Ho, 2009). Αυτές οι Συνθήκες έχουν δύο διαφορετικά στοιχεία, το ένα στοχεύει στις συνεργατικές απαντήσεις όταν υπάρχει οικονομική δυσπραγία και το δεύτερο στοχεύει στην εναρμόνιση των κανονισμών των χρηματοπιστωτικών συστημάτων. Εκτός από διαφορετικούς ορισμούς, υπάρχουν και διάφοροι τύποι χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης.

Ο Guha et al(2004) κάνει διάκριση μεταξύ συνολικής, άμεσης και έμμεσης χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης όπου η ολοκληρωμένη ολοκλήρωση περιλαμβάνει τόσο την άμεση όσο και την έμμεση ολοκλήρωση. Οι αγορές ενσωματώνονται πλήρως όταν τα πραγματικά επιτόκια είναι τα ίδια για τις σχετικές αγορές. Η άμεση χρηματοπιστωτική ενοποίηση, που ονομάζεται επίσης ενοποίηση της κεφαλαιαγοράς, εκφράζεται στις διαφορές της τιμής των χρηματοπιστωτικών μέσων μεταξύ των αγορών. Όταν υπάρχουν τέτοιες διαφορές υπάρχουν αποκλίσεις από το νόμο μιας τιμής. Όταν υπάρχει άμεση ολοκλήρωση, ένας επενδυτής μπορεί να αναμένει να έχει την ίδια απόδοση σε προϊόντα από διαφορετικές αγορές μετά από προσαρμογές κινδύνου. Η έμμεση ολοκλήρωση μπορεί να ερμηνευθεί ως μια έμμεση συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων διαφορετικών χωρών. Επιπλέον, η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση ποικίλει σε ισχύ με τέλεια ολοκλήρωση και τέλεια αποσύνθεση και στα δύο άκρα του φάσματος (Oxelheim, 2010).

Στην περίπτωση τέλει αποσύνθεσης, οι αγορές είναι κατακερματισμένες, οι οποίες θα μπορούσαν να προκληθούν από το κόστος των συναλλαγών ή από την ανεπάρκεια της αγοράς (Guha et al., 2004). Εκτός από την ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών, οι Liebscher et al. (2006) προσδιορίζουν άλλες μορφές ενσωμάτωσης όπως η νομισματική ολοκλήρωση όπως το ευρώ, η είσοδος στο εξωτερικό ή η κανονιστική εναρμόνιση. Τώρα που περιγράφεται η έννοια της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης, μελετώνται τα οφέλη αυτής της προόδου. Baele et al(2004) εξετάζει τρία πλεονεκτήματα που είναι αλληλένδετα. Μερικοί μελετητές θεωρούν επίσης την οικονομική ανάπτυξη ως ένα από τα οφέλη.

Η οικονομική θεωρία υποδηλώνει ότι η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση θα πρέπει να έχει επίδραση (Jappelli και Pagano, 2008). Η ένταξη σε μεγαλύτερες αγορές είναι επωφελής τόσο για τις επιχειρήσεις όσο και για τα ιδρύματα χρηματοπιστωτικών αγορών. Επιτρέπει στις επιχειρήσεις με ανεπαρκή κεφάλαια για ορισμένα έργα να αναλαμβάνουν εκείνες που μπορούν να στραφούν σε έναν διαμεσολαβητή που μπορεί να καλύψει τα αρχικά έξοδα. Στην περίπτωση αυτή υπάρχει ισχυρή σχέση μεταξύ της ποιότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και της οικονομικής ανάπτυξης (Levine,

1997). Τέτοιες οικονομίες κλίμακας, όπου οι μεσάζοντες χρησιμοποιούν οικονομίες για τη χρηματοδότηση επιχειρήσεων, επιτρέπουν με οικονομικούς περιορισμούς να έχουν καλύτερη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές (Stavarek et al., 2011).

Κατά την ανάλυση της τραπεζικής ολοκλήρωσης, οι Kalemli-Ozcan και Manganeli (2008) διαπιστώνουν ότι η διασυννοριακή τραπεζική ολοκλήρωση αυξάνει τον καταμερισμό κινδύνων. Το επόμενο όφελος της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης είναι η καλύτερη κατανομή κεφαλαίου. Μια ολοκληρωμένη χρηματοπιστωτική αγορά καταργεί τα εμπόδια στο εμπόριο χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και κεφαλαίων, επιτρέποντας την αποτελεσματικότερη κατανομή των οικονομικών πόρων (Baele et al., 2004). Ο καταμερισμός του κινδύνου και η βελτίωση της κατανομής των κεφαλαίων είναι αλληλένδετες, δεδομένου ότι οι μεγαλύτερες δυνατότητες κατανομής των κινδύνων και η διαφοροποίηση των κινδύνων θα οδηγήσουν σε αποτελεσματικότερη κατανομή κεφαλαίου που θα μπορούσε να προωθήσει την οικονομική ανάπτυξη. Ένας άλλος μηχανισμός μέσω του οποίου επηρεάζεται η οικονομική ανάπτυξη από την οικονομική ολοκλήρωση είναι το άνοιγμα των διεθνών κεφαλαιαγορών. Αυτό το άνοιγμα θα οδηγήσει σε ροές κεφαλαίων από χώρες με άφθονο κεφάλαιο σε χώρες με απόλυτους πόρους. Τέλος, υπάρχει το πλεονέκτημα της οικονομικής ανάπτυξης.

Σύμφωνα με τους Hartmann et al (2007), η χρηματοοικονομική ανάπτυξη πρέπει να θεωρηθεί ως μια διαδικασία που τελικά θα μειώσει την ασυμμετρία των πληροφοριών, θα μειώσει το κόστος συναλλαγών και θα αυξήσει τον ανταγωνισμό. Εκτός από αυτά τα οφέλη, υπάρχουν επίσης τα κόστη και οι φραγμοί που σχετίζονται με την οικονομική ολοκλήρωση. Πολλοί ερευνητές (π.χ. Baele et al., 2004) έχουν εντοπίσει τις κύριες αιτίες αυτών των δαπανών:

1. Ο υψηλός βαθμός τραπεζικής συγκέντρωσης οδηγεί σε μείωση των ροών κεφαλαίων στις μικρότερες χώρες,
2. Λανθασμένη κατανομή των εγχώριων ροών κεφαλαίου που εμποδίζουν την οικονομική ανάπτυξη,
3. Απώλεια μακροοικονομικής σταθερότητας λόγω μεγάλων εισροών

κεφαλαίου που μπορεί να οδηγήσει σε υπερβολικό πληθωρισμό,

4. Ανατροφοδότηση ειδικά για τις βραχυπρόθεσμες ροές κεφαλαίων, δεδομένου ότι οι διαταραχές τείνουν να είναι μεγαλύτερες στις αναπτυσσόμενες χώρες και ενδέχεται να υπάρξει συμπεριφορά αγέλης όταν εμφανιστούν κραδασμοί

5. Κίνδυνος εισόδου ξένων τραπεζών, που μπορεί να πιέσει τις τοπικές τράπεζες να συγχωνεύσουν τα κεφάλαιά τους για την δημιουργία νέων τραπεζών ποιο ανταγωνιστικών και περισσότερο «πολιτικών», έτσι ώστε να τις καθιστούσαν καθοδηγητές των εξελίξεων και ουχί παρατηρητές.

Η βιβλιογραφία παρέχει διάφορους εναλλακτικούς ορισμούς της οικονομικής ολοκλήρωσης. Εδώ εμείς θα παρουσιάσουμε και να συζητήσουμε μόνο ορισμούς που έχουν προσελκύσει την προσοχή στην έρευνα. Ο Baele et al(2004) υποθέτουν ότι η αγορά ενός δεδομένου συνόλου χρηματοπιστωτικών μέσων και / ή υπηρεσιών είναι πλήρως ενοποιημένη εάν όλοι οι δυνητικοί συμμετέχοντες στην αγορά έχουν την ίδια σημασία. Χαρακτηριστικά:

1. Αντιμετωπίζουν ένα ενιαίο σύνολο κανόνων όταν αποφασίζουν να αντιμετωπίσουν τα οικονομικά μέσα ή / και υπηρεσίες.

2. Έχουν ισότιμη πρόσβαση στο ίδιο σύνολο χρηματοπιστωτικών μέσων ή / και υπηρεσιών.

3. Τους αντιμετωπίζονται εξίσου το ίδιο, όταν δραστηριοποιούνται στην αγορά.

Αυτός ο ορισμός της ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών περιλαμβάνει τρία σημαντικά χαρακτηριστικά:

Πρώτον, είναι ανεξάρτητα από τις οικονομικές δομές εντός των περιφερειών. Οι χρηματοοικονομικές δομές περιλαμβάνουν οι ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί - ιδρύματα ή αγορές - και τον τρόπο με τον οποίο συνδέονται μεταξύ τους όσον αφορά τη ροή κεφαλαίων προς και από τα νοικοκυριά, τις κυβερνήσεις και τις επιχειρήσεις.

Δεύτερον, οι τριβές στη διαδικασία διαμεσολάβησης - δηλαδή η πρόσβαση ή η επένδυση κεφαλαίου μέσω θεσμών ή αγορών - μπορεί να συνεχιστεί μετά την ολοκλήρωση της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης. Χρηματοοικονομική ενσωμάτωση αφορά τις συμμετρικές ή ασύμμετρες επιπτώσεις των υφιστάμενων τριβών σε διαφορετικές περιοχές. Ακόμα και

με την παρουσία τριβών, αρκετές περιοχές μπορούν να ενσωματωθούν οικονομικά όσο οι τριβές επηρεάζουν συμμετρικά αυτές τις περιοχές. Ωστόσο, αν οι τριβές είναι ασύμμετρες οι επιπτώσεις στους τομείς, η διαδικασία χρηματοπιστωτικής ενοποίησης δεν μπορεί να φτάσει στο σημείο ολοκλήρωσης.

Τρίτον, ο ορισμός της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης διαχωρίζει τα δύο συστατικά στοιχεία μιας χρηματοπιστωτικής αγοράς, δηλαδή την προσφορά και τη ζήτηση για επενδυτικές ευκαιρίες.

Απαιτείται πλήρης ολοκλήρωση στην ίδια πρόσβαση σε τράπεζες ή πλατφόρμες διαπραγμάτευσης, εκκαθάρισης και διακανονισμού και για τους δύο επενδυτές (ζήτηση για επενδυτικές ευκαιρίες) και επιχειρήσεις (παροχή επενδυτικών ευκαιριών, π.χ. καταχωρήσεις), ανεξάρτητα από την περιοχή προέλευσής τους. Επιπλέον, αφού έχει χορηγηθεί πρόσβαση, είναι πλήρης η ενσωμάτωση απαιτεί να μην υπάρχει διάκριση μεταξύ συγκρίσιμων συμμετεχόντων στην αγορά με βάση μόνο την τοποθεσία προέλευσής τους. Όταν μια δομή διακρίνει συστηματικά ευκαιρίες ξένων επενδύσεων λόγω εθνικών νομικών περιορισμών, τότε η περιοχή δεν είναι οικονομικά ολοκληρωμένη. Μια περιοχή μπορεί επίσης να ενταχθεί οικονομικά εν μέρει. Ο ορισμός της ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών συνδέεται στενά με το δίκαιο μιας τιμής. Η νομοθεσία μιας τιμής αναφέρει ότι αν τα περιουσιακά στοιχεία έχουν τους ίδιους κινδύνους και αποδόσεις, τότε πρέπει να τιμολογούνται ανεξάρτητα από το πού μεταβιβάζονται. Με άλλα λόγια, αν μια επιχείρηση εκδίδει ομόλογα σε δύο χώρες ή περιφέρειες, πρέπει να πληρώσει το ίδιο επιτόκιο και στα δύο σύνολα (Jappelli και Pagano, 2008).

Εάν ο νόμος μιας τιμής δεν κατέχει, τότε υπάρχει χώρος για ευκαιρίες arbitrage, Ωστόσο, εάν η επένδυση κεφαλαίου δεν εισάγει διακρίσεις, τότε οι επενδυτές θα είναι ελεύθεροι να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες arbitrage, οι οποίες στη συνέχεια θα σταματήσουν τις υπάρχοντες, αποκαθιστώντας έτσι την εγκυρότητα του νόμου μιας τιμής. Οι Baltzer et al(2008) δείχνουν ότι είναι εύκολο να δούμε ότι ο νόμος μιας τιμής είναι στην πραγματικότητα μια συνέπεια στον παραπάνω ορισμό. Εάν όλοι οι παράγοντες αντιμετωπίζουν τους ίδιους κανόνες, έχουν ίση πρόσβαση και αντιμετωπίζονται εξίσου, οποιαδήποτε διαφορά τιμής μεταξύ δύο πανομοιότυπων περιουσιακών στοι-

χείων θα διαιτητεύετε αμέσως. Ωστόσο, υπάρχουν περιπτώσεις όπου ο νόμος μιας τιμής δεν ισχύει άμεσα. Για παράδειγμα, ένα περιουσιακό στοιχείο μπορεί να μην επιτρέπεται να είναι εισηγμένο σε άλλη περιοχή ανταλλαγής, η οποία συμφωνία θα αποτελούσε εμπόδιο για την οικονομική ολοκλήρωση. Ένα άλλο παράδειγμα είναι που αντιπροσωπεύονται από περιουσιακά στοιχεία όπως μετοχές ή εταιρικά ομόλογα. Οι τίτλοι αυτοί χαρακτηρίζονται από διαφορετικές ταμειακές ροές και πολύ ετερογενείς πηγές κινδύνου και οι τιμές τους δεν είναι άμεσα συγκρίσιμα. Τα εναλλακτικά μέτρα που βασίζονται σε αποθέματα και ροές περιουσιακών στοιχείων (μέτρα βάσει ποσοτήτων) καθώς και εκείνα που διερευνούν τις επιπτώσεις των κοινών κρίσεων οι τιμές (μέτρα που βασίζονται σε ειδήσεις) μπορούν να συμπληρώσουν χρήσιμα τα μέτρα που βασίζονται στην τιμή συγκρίσεις (μέτρα βάσει τιμών).

Ο Brouwer (2005) υποστηρίζει ότι η ολοκλήρωση της χρηματοπιστωτικής αγοράς είναι η διαδικασία μέσω της οποίας οι χρηματοπιστωτικές αγορές σε μια οικονομία εντάσσονται πιο στενά με εκείνες των άλλων οικονομιών ή με εκείνες στον υπόλοιπο κόσμο. Αυτό συνεπάγεται αύξηση των ροών κεφαλαίων και μια τάση για εξίσωση των τιμών και των αποδόσεων των διαπραγματεύσιμων χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων στις διάφορες χώρες. Από την Οικονομική Επιτροπή (2008) επιβεβαιώνουν ότι αυτό απαιτεί την κατάργηση ορισμένων ή όλους τους περιορισμούς σε ξένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα από ορισμένες (ή όλες) χώρες. Ιδανικά, οικονομικά τα ιδρύματα θα είναι σε θέση να λειτουργούν ή να προσφέρουν διασυνοριακές χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, καθώς και να δημιουργήσουν δεσμούς μεταξύ τραπεζικών ιδίων κεφαλαίων και άλλων τύπων χρηματοπιστωτικών αγορών. Η χρηματοοικονομική ενσωμάτωση θα μπορούσε να προκύψει ακόμη και ελλείψει ρητών συμφωνιών. Τέτοιες μορφές σε ένταξη θα μπορούσε να περιλαμβάνει την είσοδο ξένων τραπεζών στις εγχώριες αγορές, την ξένη συμμετοχή στις ασφαλιστικές αγορές και στα συνταξιοδοτικά ταμεία, στην εμπορία τίτλων στο εξωτερικό και στον άμεσο δανεισμό από τις εγχώριες επιχειρήσεις στις διεθνείς αγορές.

Ο Ho (2009) δείχνει ότι η ολοκλήρωση της χρηματοπιστωτικής αγοράς θα μπορούσε να προχωρήσει στην επιβολή της σε μια επίσημη διεθνή συνθήκη. Αυτό αναφέρεται σε δύο διαφορετικά στοιχεία. Μία είναι η πρό-

βλεψη για συντονισμένες ή συνεργαζόμενες πολιτικές απαντήσεις στις οικονομικές διαταραχές. Το άλλο είναι στην κατάργηση των περιορισμών στις διασυνοριακές οικονομικές πράξεις των οικονομιών μελών συμπεριλαμβανομένης της εναρμόνισης των κανονισμών των χρηματοπιστωτικών συστημάτων. Και τα δύο στοιχεία είναι απαραίτητα για να επιτευχθεί πλήρης ενοποίηση των περιφερειακών χρηματοπιστωτικών αγορών. Κοινοί οικονομικοί κανονισμοί και φόροι μεταξύ των κρατών μελών, μέσα από τον νομισματική ολοκλήρωση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΕΝΩΣΗ

3.1 Εξάπλωση Εργασίας

Ο Mundell (1961) ισχυρίστηκε ότι η βιωσιμότητα μιας νομισματικής ένωσης βασίζεται και στην εξάπλωση της εργασίας. Στην πραγματικότητα η εξάπλωση της εργασίας δεν είναι τέλεια λόγω της ακαμψίας των μισθών (wage rigidity). Με άλλα λόγια, τα εργατικά συνδικάτα ίσως να προκαλέσουν ύφεση και ανεργία, διότι τα μέλη τους δεν επιθυμούν να εργαστούν σε κατώτερο μισθό από αυτόν που αναφέρεται στη συλλογική σύμβαση εργασίας. Αυτό το φαινόμενο ονομάζεται «ακαμψία μισθών» (wage rigidity). Η παγκοσμιοποίηση ανάγκασε τους επιχειρηματίες να προβούν σε εξοικονόμηση κόστους, για να ανταγωνιστούν τις χώρες φτηνού εργατικού κόστους (Κίνα, Ινδία, κλπ.). Έτσι, όλες οι χώρες προσπαθούν να μειώσουν το κόστος παραγωγής τους, αλλά η δυσκολία κάμψευς του κόστους αυτού κυμαίνεται από χώρα σε χώρα. Συγκεκριμένα, οι ΗΠΑ φαίνεται ότι είναι σε πλεονεκτική θέση έναντι της Ευρώπης. Αυτό φαίνεται από διάφορες εργασίες: α) Schinasi (1997) (ότι οι Ευρωπαϊκές τράπεζες σε σύγκριση με τις τράπεζες των ΗΠΑ έχουν υπεράριθμο προσωπικό, προσφέρουν μη ανταγωνιστικές τιμές και δυσκολεύονται να μειώσουν το λειτουργικό τους κόστος), β) Layard et al. (1991) όπου αποδεικνύεται ότι ο βαθμός δυσκολίας περικοπής πραγματικών μισθών (real wages) κυμαίνεται από χώρα σε χώρα. Η ακαμψία αυτή καθορίζεται από τις εργατικές συνδικαλιστικές οργανώσεις εκάστης χώρας, με αποτέλεσμα να προτιμούν οι εργαζόμενοι να μείνουν άνεργοι παρά να δεχτούν να εργαστούν με κατώτερες απολαβές (κατώτερο μισθό). Οι συνέπειες της ακαμψίας των μισθών είναι ότι η κάθε επιχείρηση δεν θα μειώσει τις τιμές των προϊόντων, οπότε τα προϊόντα αυτά δεν θα είναι πολύ ανταγωνιστικά στις εξαγωγές. Επομένως, δεν θα αυξηθεί εμπορικό ισοζύγιο της χώρας. Ίσως δε οι εξαγωγικές επιχειρήσεις να υποστούν ζημιές από την μη μείωση των τιμών των προϊόντων τους. Πολλές επιχειρήσεις έχουν ήδη μεταφέρει τις παραγωγικές τους μονάδες σε χώρες χαμηλού εργατικού

κόστους. Επομένως καταλήγουμε στο ότι η ακαμψία των μισθών αυξάνει την ανεργία και κλείνει εξαγωγικές επιχειρήσεις.

Εκτός από τα πιο πάνω, υπάρχουν και δημογραφικοί λόγοι που καθορίζουν την εξάπλωση της εργασίας. Η εξάπλωση της εργασίας στην ΕΕ είναι μικρότερη από αυτή των ΗΠΑ (Jacoby & Matthew, 2004). Αυτή η διαφορά έχει ήδη παρατηρηθεί από (OECD, 1965) και αποδίδεται σε πολλούς λόγους. Κατά πρώτον, η εξάπλωση στις ΗΠΑ είναι με βάση το νόμο πιο εύκολη από την ΕΕ. Πράγματι, οι πολίτες των ΗΠΑ έχουν την ελευθερία να ταξιδεύσουν οπουδήποτε εντός των ΗΠΑ (Jacoby & Matthew, 2004). Δεύτερον, η μεταφορά είναι ευκολότερη στις ΗΠΑ (Long, 1988), (Jacoby & Matthew, 2004). Τρίτος λόγος είναι το δημογραφικό. Δηλαδή, με βάση τους (Jacoby & Matthew, 2004) το ποσοστό γεννήσεων την δεκαετία 60 και 70 ήταν στις ΗΠΑ υψηλότερο από την ΕΕ, οπότε το ποσοστό του νεανικού πληθυσμού που ταξιδεύει ήταν υψηλότερο στις ΗΠΑ. Τέταρτος λόγος είναι το ποσοστό της ιδιοκτησίας που είναι ανώτερο στην ΕΕ από τις ΗΠΑ. Με άλλα λόγια ένας ιδιοκτήτης δύσκολα εγκαταλείπει το δικό του σπίτι για να βρει δουλειά σε άλλη περιοχή (Jacoby & Matthew, 2004). Επίσης, οι γυναίκες αλλάζουν κατοικία πιο δύσκολα από τους άνδρες. Ακόμη, οι μορφωμένοι ταξιδεύουν πιο εύκολα από τους αμόρφωτους (Kodrzycki, 2001), (McCormick, 1997), (Wasmer et al., 2005). Πάντως, η πιο πάνω διαφορά στην εξάπλωση της εργασίας ανάμεσα στις ΗΠΑ και ΕΕ σιγά -σιγά μειώνεται (Waldinger & Lichter, 2003), (Sassen, 1988), αλλά ακόμα υπάρχει (Krueger, 2000).

Ειδικά για τη νότια ΕΕ, οι οικογενειακοί δεσμοί είναι πολύ πιο ισχυροί από αυτούς της βόρειας ΕΕ και των ΗΠΑ (David et al., 2007). Έτσι εξηγείται το γιατί στη νότια ΕΕ αυξάνεται περισσότερο η ανεργία, επειδή η εξάπλωση της εργασίας είναι πολύ μικρή.

3.2 Εξάπλωση Κεφαλαίου

Τέλεια εξάπλωση κεφαλαίου σημαίνει ότι πρακτικά απεριόριστα ποσά κεφαλαίου μπορούν να πάνε από τη μια χώρα στην άλλη όταν τα επιτόκια είναι διαφορετικά ανάμεσα σε δύο χώρες. Έτσι, για μια μικρή χώρα, η τέλεια εξάπλωση κεφαλαίου σημαίνει ότι το επίπεδο των επιτοκίων αυτής της χώρας θα ισούται με το παγκόσμιο επίπεδο επιτοκίων. Και πιο αναλυτικά οι ροές κεφαλαίου σημαίνουν, άμεσες ξένες επενδύσεις (Η Nissan ίδρυσε εργοστάσιο στη Βρετανία), κινήσεις χαρτοφυλακίου και τραπεζικές μεταβιβάσεις.

Στην τέλεια εξάπλωση του κεφαλαίου το κεφάλαιο πηγαιίνει, από την μια χώρα στην άλλη πολύ εύκολα και δεν υπάρχει κόστος. Ενώ τα εμπόδια στην κίνηση κεφαλαίου είναι οι φόροι, οι δασμοί, οι περιορισμοί συναλλάγματος, οι κανόνες και η διακύμανση της ισοτιμίας του νομίσματος. Τα πλεονεκτήματα από την εξάπλωση επικεντρώνονται στην προέλευση άμεσων ξένων επενδύσεων, στην υψηλή απόδοση και στην εξίσωση των εισοδημάτων ανάμεσα στις χώρες. Από την άλλη, η ύπαρξη αβεβαιότητα προκαλεί απότομη έξοδος κεφαλαίου και σε περίπτωση κρίσης στην μία χώρα, αυτή μεταδίδεται εύκολα σε όλες τις άλλες. (παγκοσμιοποίηση) (Reinhart & Rogoff, 2014).

3.3 Διάχυση της Πληροφορίας

Σύμφωνα με τη μονεταριστική προσέγγιση, η ασύμμετρη πληροφόρηση δημιουργεί οικονομική κρίση η οποία συνδέεται με τον πανικό που δημιουργείται στον τραπεζικό τομέα (Mishkin, 1990).

Στην πραγματικότητα όμως υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση και ατελής πληροφόρηση. Τρανή απόδειξη αποτελεί για παράδειγμα η μελέτη των (Berg S. Alte & Moshe Kim, 1998). Στη μελέτη τους χρησιμοποιήθηκαν δυναμικά διαστρωματικά στοιχεία (panel data) του τραπεζικού τομέα της Νορβηγίας με 453 παρατηρήσεις για τη χρονική περίοδο 1990-1992. Το άρθρο αυτό, το οποίο βασίστηκε στην καθιερωμένη μέθοδο των comparative statics μιας επιχείρησης, η οποία μεγιστοποιεί τα κέρδη της,

κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι τράπεζες στην λιανική τραπεζική αγορά (retail banking) έχουν μεγάλη δύναμη, και τούτο διότι οι πελάτες τους δεν έχουν την ικανότητα να ψάξουν για την καλλίτερη ευκαιρία στην αγορά (small customer mobility), ενώ το αντίθετο συμβαίνει με την περίπτωση των επιχειρήσεων (corporate banking). Με άλλα λόγια υπάρχει στην πραγματικότητα ασύμμετρη πληροφόρηση (Information asymmetry).

Επίσης, ατελής πληροφόρηση υπάρχει και στην περίπτωση της φοροδιαφυγής, μια μορφή της οποίας είναι και η διαχείριση αποτελεσμάτων (earnings management) των επιχειρήσεων. Σύμφωνα με την έρευνα του (Guenther, 1994) στις εταιρίες των ΗΠΑ γίνεται χειραγώγηση των αποτελεσμάτων όταν αλλάζει ο φόρος κερδών. Οι εταιρίες έχουν σαν σκοπό να εμφανίσουν κατώτερο κέρδος στα αποτελέσματα χρήσεως έτσι ώστε να πληρώσουν κατώτερο φόρο και αυτό κυρίως το κάνουν οι μεγάλες επιχειρήσεις.

Επίσης, θα πρέπει να τονιστεί στο σημείο αυτό ότι αυτά τα τοξικά ομόλογα είχαν κάλυψη κυρίως από «subprime mortgages». Δηλαδή, αυτά τα «subprime mortgages» αφορούν τα δάνεια με το υψηλότερο ρίσκο. Και πιο αναλυτικά, αυτά τα δάνεια είχαν χορηγηθεί σε φτωχούς πελάτες (που δεν είχαν πλήρη πληροφόρηση όπως είχαν οι τράπεζες) με πολύ υψηλή πιθανότητα να εμφανίσουν πιστωτικό ρίσκο, δηλαδή να μην είναι σε θέση να αποπληρώσουν το δάνειο που έλαβαν. Δηλαδή υπήρχε ασύμμετρη πληροφόρηση που προκάλεσε την «φούσκα».

Η Εξάπλωση στην Κρίση της «Φούσκας»

Στη δεκαετία του 1980 η Αμερικανική επενδυτική τράπεζα “Salomon Brothers” λανσάρισε μια νέα μέθοδο σύμφωνα με την οποία δύνανται οι τράπεζες να μετατρέψουν τα δάνεια από τα λογιστικά τους βιβλία σε ομόλογα και με αυτό τον τρόπο να μπορούν να τα πωλήσουν στην αγορά όπως πωλούνται και τα λοιπά ομόλογα. Πιο συγκεκριμένα, τα δάνεια όταν εμφανίζονται στα λογιστικά βιβλία των τραπεζών αποτελούν αφενός στοιχείο του ενεργητικού τους και αφετέρου ταυτόχρονα είναι απαιτήσεις προς

τρίτους και είναι ακόμη και μια πηγή απαιτήσεων από μελλοντικά έσοδα (δόσεις εξοφλούμενου δανείου). Όταν τα δάνεια μετατρέπονται σε ομόλογα τότε αφενός στα λογιστικά της βιβλία η τράπεζα εμφανίζει κατώτερο κλάσμα ρίσκου (δηλαδή: δάνεια/μετοχικό κεφάλαιο) και αφετέρου εισπράττει και έσοδα από την πώληση του. Από την άλλη πλευρά ο δε αγοραστής του ομολόγου αυτού αναμένει να έχει μελλοντικά μια πηγή εσόδων. Για τη διαδικασία της αυτής της πώλησης ιδρύεται μια ενδιάμεση εταιρία (που λειτουργεί συνήθως σε φορολογικούς παραδείσους) και η οποία αγοράζει προς μεταπώληση αυτά τα πιο πάνω ομόλογα. Τα έσοδα από την μεταπώληση επιστρέφουν στην τράπεζα, και τα οποία η τράπεζα μπορεί να δανείσει ξανά σε άλλους διαφορετικούς πελάτες. Τους δε τόκους που εισπράττει τότε η τράπεζα από τα νέα αυτά δάνεια τους επιστρέφει (μέσω της ενδιάμεσης πιο πάνω εταιρίας) στους επενδυτές (αγοραστές αυτών των ομολόγων).

Από την άλλη μεριά αναφέρεται ότι το CDO (Collateralized Debt Obligation) είναι ένα ομόλογο (τίτλος) το οποίο έχει για υποθήκη στοιχεία ενεργητικού που έχουν σταθερή απόδοση⁵. Τα CDO είναι ομαδοποιημένα ανάλογα με το επίπεδο κινδύνου που περιέχουν. Με βάση το σκεπτικό αυτό η καλλίτερη ομάδα CDO ('senior' tranche) έχει τα CDO με το μικρότερο ρίσκο. Στην άλλη άκρη, η χειρότερη ομάδα CDO (junior tranche) είναι αυτή που έχει το υψηλότερο ρίσκο και ονομάζεται τοξικό ομόλογο ('toxic waste'). Έτσι λοιπόν, για αυτό το λόγο έχει και το πιο υψηλό επιτόκιο για να αντισταθμίσει αυτό το ρίσκο. Θα πρέπει να τονιστεί στο σημείο αυτό ότι αυτά τα τοξικά ομόλογα είχαν κάλυψη κυρίως από «subprime mortgages». Δηλαδή, αυτά τα «subprime mortgages» αφορούν τα δάνεια με το υψηλότερο ρίσκο. Και πιο αναλυτικά, αυτά τα δάνεια είχαν χορηγηθεί σε φτωχούς πελάτες (που δεν είχαν πλήρη πληροφόρηση όπως είχαν οι τράπεζες) με πολύ υψηλή πιθανότητα να εμφανίσουν πιστωτικό ρίσκο, δηλαδή που δεν είναι σε θέ-

⁵ Πηγή: <https://sites.google.com/site/sparemoments/my-articles/cdos---their-role-in-the-financial-crisis>

ση να αποπληρώσουν το δάνειο που έλαβαν. Όταν έγινε αυτό τότε τα μερίσματα από αυτά τα CDO ήταν αρκετά υψηλά έτσι ώστε να αντισταθμίσουν το ρίσκο, ενώ ταυτόχρονα οι οικονομικές συνθήκες (οικονομικό κλίμα), ήταν τότε καλό (δηλαδή κανείς δεν φαντάστηκε την φούσκα των ακινήτων), επίσης τότε τα επιτόκια ήταν χαμηλά και το σημαντικότερο ήταν το ότι η αγορά ακινήτων (housing market) παρουσίαζε τότε μια σταθερή και ανοδική πορεία. Πράγματι, τα ιδρύματα σαν το Freddie Mac και Fannie Mae, που τα δημιούργησε η Ομοσπονδιακή κυβέρνηση, παρείχαν εγγυήσεις για δάνεια που χορηγήθηκαν σε φτωχούς πολίτες και έτσι χειροτέρευσε η φούσκα των ακινήτων. Οι τιμές των ακινήτων σιγά σιγά αυξήθηκαν πιο πολύ. Και το σκεπτικό ήταν ότι σε περίπτωση αδυναμίας εξόφλησης του δανείου, τότε ο δανειστής (δηλαδή η τράπεζα) θα πουλούσε αυτό το ακίνητο και έτσι όχι μόνο θα κάλυπτε τη ζημιά αλλά και ακόμη θα είχε και καθαρά κέρδη. Όλοι λοιπόν τότε πίστευαν ότι αφενός δεν θα γινόταν η κρίση στην αγορά ακινήτων και αφετέρου ότι οι τιμές των ακινήτων θα παρέμεναν σε υψηλά επίπεδα.

Πιστεύοντας λοιπόν με αυτό το σκεπτικό, όλος ο κόσμος αγόραζε εκείνη την εποχή αυτά τα τοξικά ομόλογα. Υπενθυμίζεται ότι η ύφεση είχε ήδη αρχίσει να φαίνεται και πριν από την φούσκα των ακινήτων. Υπερβολικά δάνεια είχαν δοθεί στην περίοδο πριν από την κρίση, και τα οποία θα μπορούσε κανείς να πει ότι ετοίμασαν το έδαφος για την κατοπινή κρίση. Πράγματι τα επίσημα στατιστικά στοιχεία φανερώνουν ότι το σύνολο των δανείων στον ιδιωτικό τομέα σαν ποσοστό του ΑΕΠ (financial deepening) ήταν ήδη σε πολύ υψηλό επίπεδο. Με βάση δε τα στοιχεία του OECD (2009) ο ρυθμός αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα είχε ξεπεράσει τον ρυθμό αύξησης του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος (ΑΕΠ). Αν αυτό το συγκεκριμένο ποσοστό ξεπεράσει ένα κρίσιμο επίπεδο, τότε θα αρχίσει η οικονομική κρίση, θα αυξηθεί η ανεργία, και τούτο διότι ο πληθυσμός δεν θα είναι σε θέση να πληρώσει τις δανειακές του υποχρεώσεις (Georgiou, 2009). Για την έναρξη της κρίσης θα χρειαστεί απλά ένας εξωγενής παράγοντας. Η δε φούσκα των ακινήτων είναι (κατά γενική ομολογία) ένας εξωγενής παράγοντας.

Ο υπερβολικός δανεισμός, με άλλα λόγια το υψηλό ποσοστό του χρέους της κάθε χώρας στο δικό της ΑΕΠ ήταν ο προθάλαμος για την ύφεση. Αυτό αποδεικνύεται περίτρανα από την έρευνα των (Checherita & Rother, 2010). Στην εργασία τους αυτή έχει αποδειχτεί ότι υπάρχει μια αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στο ποσοστό του χρέους στο ΑΕΠ και στην οικονομική ανάπτυξη. Σε αυτή τη μελέτη εξεταστήκαν δώδεκα χώρες της ΕΕ αφενός οι βόρειες (Αυστρία, Βέλγιο, Φιλανδία, Γαλλία, Γερμανία, Ιρλανδία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία) και αφετέρου οι νότιες (Ελλάδα, Ιταλία, Πορτογαλία και Ισπανία) στη χρονική περίοδο 1970-2011.

Ήταν στα μέσα του έτους 2006 όταν η αγορά κατοικίας εμφάνισε για πρώτη φορά σημάδια ύφεσης στις ΗΠΑ. Εν τω μεταξύ καθώς μεγάλωνε η φούσκα των ακινήτων στις ΗΠΑ ανέβαινε και ταυτόχρονα ο πληθωρισμός. Έτσι λοιπόν η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αύξησε παράλληλα και τα επιτόκια. Κατά συνέπεια, το κόστος τραπεζικού δανεισμού αυξήθηκε και επομένως οι δανειολήπτες άρχισαν να δυσκολεύονται ακόμα και να αδυνατούν να ανταποκριθούν στις δανειακές τους υποχρεώσεις. Αυξήθηκε επομένως ο αριθμός των μη εξυπηρετούμενων στεγαστικών δανείων. Έτσι, κατά συνέπεια οι τράπεζες (που είχαν υποθηκευμένα αυτά τα ακίνητα) άρχισαν να τα πωλούν, αλλά τώρα δυστυχώς η πώληση αυτή γινόταν σε μια αγορά ακινήτων που ευρίσκεται σε ύφεση. Μετά από αυτό, μειώθηκε κατά συνέπεια και η ζήτηση για τα τοξικά αυτά ομόλογα. Σε αυτή την κακή κατάσταση πλέον, από το γενικό σύνολο των CDO (500 δις.\$ΗΠΑ) περίπου 188 δις. \$ΗΠΑ ήταν τοξικά ομόλογα⁶. Έτσι, οι τράπεζες βρέθηκαν στη δυσάρεστη θέση να κατέχουν τοξικά ομόλογα τα οποία δεν μπορούσαν να τα πωλήσουν, διότι αυτά δεν είχαν πλέον μεγάλη αξία, αλλά και ακόμα διότι κανένας δεν ήθελε να τα αγοράσει, επειδή πια η αξία τους κατακυλούσε συνεχώς. Συγκεκριμένα, για παράδειγμα τον Φεβρουάριο του 2007 η HSBC

⁶ Πηγή: <https://sites.google.com/site/sparemoments/my-articles/cdos---their-role-in-the-financial-crisis>

διέγραψε 10 δις.\$ΗΠΑ από τοξικά ομόλογα⁷. Αμέσως μετά η εταιρία Century χρεοκόπησε. Έτσι, με λίγα λόγια, όταν αυτή η κρίση κορυφώθηκε στο 2008, η CitiGroup έχασε 34 δις. \$ΗΠΑ από τοξικά ομόλογα, η Merrill Lynch έχασε 26 δις. \$ΗΠΑ⁸. Τα πιο πάνω έγιναν διότι τα τοξικά αυτά ομόλογα δεν είχαν πια καμία αξία.

Παρόμοια οικονομική κρίση δημιουργήθηκε και από τα (asset backed securities, ABS), και (credit default swaps, CDS). Το ABS είναι ένα ομόλογο που καλύπτεται από διάφορα στοιχεία ενεργητικού. Το CDS είναι μια συμφωνία σύμφωνα με την οποία ο πωλητής του CDS θα αποζημιώσει τον αγοραστή (συνήθως τον δανειστή) σε περίπτωση ρίσκου (Jarrow, 2011).

Πως Ξεκίνησε η Κρίση.

Τα στεγαστικά δάνεια κατείχαν ένα σχετικά μικρό ποσοστό του ενεργητικού των τραπεζών, αλλά δυστυχώς στο σύνολο τους οι τράπεζες των ΗΠΑ είχαν ήδη μεγάλο ρίσκο (μεγάλα ανοίγματα). Και πιο αναλυτικά, ο δείκτης (Ενεργητικό / Μετοχικό κεφάλαιο) ήταν 20 (Nada Mora, 2010). Δηλαδή, η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών (που είναι το αντίστροφο του δείκτη του ρίσκου) ήταν μόλις 5%. Αυτό λοιπόν το πολύ χαμηλό επίπεδο κεφαλαιακής επάρκειας αποτέλεσε και το θέμα της φροντίδας και ελέγχου της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών για να αποτραπεί στο μέλλον κάθε τραπεζική κρίση σε παγκόσμιο επίπεδο.

Επίσης, η πιο μεγάλη «έκθεση σε κίνδυνο» (ρίσκο) των τραπεζών των ΗΠΑ ήταν στα «mortgage debt securities» (ομόλογα με εγγύηση στεγαστικά δάνεια) (Nada Mora, 2010). Επίσης αξίζει να αναφερθεί ότι, το ποσοστό των στεγαστικών δανείων που έγινε «ομόλογα με εγγύηση στε-

⁷ Πηγή: <https://sites.google.com/site/sparemoments/my-articles/cdos---their-role-in-the-financial-crisis>

⁸ Πηγή: <https://sites.google.com/site/sparemoments/my-articles/cdos---their-role-in-the-financial-crisis>

γαστικά δάνεια» αυξήθηκε πάρα πολύ και συγκεκριμένα από 31,6% (1994) ανήλθε σε 80,5% (2006) (Barth et al., 2008).

Ταυτόχρονα, με την άνοδο της αγοράς ακινήτων και με την αθρόα δανειοδότηση των τραπεζών σε στεγαστικά δάνεια το «ποσοστό ιδιοκτησίας των ΗΠΑ» ανήλθε σε πρωτοφανή επίπεδα (Barth et al., 2008). Δυστυχώς όμως δεν υπήρχε διαφάνεια και ξεκάθαρη και επαρκής πληροφόρηση αναφορικά με το μέγεθος του ρίσκου σε κάθε τράπεζα των ΗΠΑ, αλλά και του κόσμου γενικότερα (Nada Mora, 2010). Επίσης εκτός από τα πιο πάνω, με την άνοδο των επιτοκίων (όταν άρχισε να «πέφτει» η αγορά ακινήτων) παρουσιάστηκαν και τα πρώτα συμπτώματα των απλήρωτων στεγαστικών δανείων (Nada Mora, 2010).

Έτσι ξεκίνησε η τραπεζική κρίση στις ΗΠΑ που γρήγορα εξαπλώθηκε σε όλο τον κόσμο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΤΕΛΕΙΕΣ Η ΑΤΕΛΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ

4.1 Τύποι Χρηματοοικονομικής Ενσωμάτωσης

Η βιβλιογραφία, π.χ. Oxelheim (1990) ή Guha et al. (2004), κάνει διάκριση μεταξύ συνολικής, άμεσης και στην έμμεση οικονομική ολοκλήρωση. Η συνολική χρηματοοικονομική ολοκλήρωση περιλαμβάνει άμεση και έμμεση ολοκλήρωση. Η συνολική (τέλεια) ενσωμάτωση σημαίνει ότι τα αναμενόμενα πραγματικά επιτόκια είναι στις σχετικές αγορές. Όταν η συνολική οικονομική ολοκλήρωση δεν είναι τέλεια, ο λόγος μπορεί να είναι ατελής άμεση ή/και έμμεση οικονομική ολοκλήρωση. Η άμεση χρηματοοικονομική ολοκλήρωση, η οποία αποκαλείται επίσης ολοκλήρωση της κεφαλαιαγοράς, εκφράζεται σε % αποκλίσεις από το νόμο μιας τιμής για χρηματοπιστωτικούς τίτλους. Υπό τέλεια άμεση οικονομική ολοκλήρωση αυτού του νόμου αποκτά, και ένας επενδυτής μπορεί να περιμένει, την ίδια απόδοση των επενδύσεων από διαφορετικές αγορές (και ο δανειολήπτης το ίδιο δάνειο), μετά την απαιτούμενη προσαρμογή για κινδύνους. Εάν η διαφορά στις αναμενόμενες αναπροσαρμοσμένες από τον κίνδυνο αποδόσεις είναι μεγαλύτερη από μηδέν, αλλά μικρότερη από ό, τι ή το ίδιο με το κόστος συναλλαγής, μπορούμε να πούμε ότι οι αγορές αποσυντίθενται αλλά παραμένουν αποτελεσματικές.

Η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση μπορεί επίσης να ποικίλει ως προς την ισχύ από την τέλεια ολοκλήρωση έως την τέλεια διάσπαση ή τμηματοποίηση (Oxelheim, 1990). Όταν τα αναμενόμενα πραγματικά επιτόκια δεν είναι το ίδιο στις σχετικές αγορές (όχι η τέλεια ολοκλήρωση), τότε οι αγορές λέγεται ότι είναι κατακερματισμένες. Η τμηματοποίηση είναι αποτέλεσμα της έλλειψης ολοκλήρωσης και αυτό μπορεί να συμβεί λόγω του υψηλού στο κόστος συναλλαγών που εμπλέκονται σε αρμπιτράζ ή αναποτελεσματικότητα της αγοράς (Guha et al., 2004). Η χρηματοπιστωτική ενοποίηση περιλαμβάνει όχι μόνο την ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών

αγορών ή υπηρεσιών αλλά μπορεί να λάβει και άλλες μορφές. Αυτές οι μορφές δεν χρειάζεται να αλληλοσυνδέονται ούτε είναι προηγμένες μορφές (στάδια) της διαδικασίας ολοκλήρωσης. Ο Liebscher et al(2006) δείχνουν ότι η ολοκλήρωση μπορεί να πάρει πολλές μορφές και παρουσιάζουν διάφορες πτυχές:

1. Νομισματική ολοκλήρωση, είτε μέσω συνδικαλιστικών ενώσεων (Ευρώπη, Δυτική και Κεντρική Αφρική) ή μέσω δολαριοποίησης, όπως στη Λατινική Αμερική και την Καραϊβική.
2. Απελευθέρωση του λογαριασμού κεφαλαίου.
3. Υπεργολαβία στο εξωτερικό χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών ή υποδομών, όπως στην περίπτωση στην καταχώρηση των τίτλων σε ξένα χρηματιστήρια.
4. Ξένη είσοδος.
5. Σύγκλιση και εναρμόνιση των κανονιστικών ρυθμίσεων.

4.2 Σχέση Ολοκλήρωσης με Ανάπτυξη

Ο (Jones, 2002) εξέτασε την σχέση ανάμεσα στην οικονομική ολοκλήρωση και στη σύγκλιση του κατά κεφαλήν εισοδήματος και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η οικονομική ολοκλήρωση δημιουργεί τις προϋποθέσεις για σύγκλιση σε ένα ενιαίο κατά κεφαλήν εισόδημα. Επίσης, μια άλλη μελέτη πάνω στην νομισματική ένωση της δυτικής Αφρικής (West African Economic and Monetary Union - WAEMU)) και την (ECOWAS) δηλαδή την οικονομική ένωση των δυτικών Αφρικανικών χωρών (Economic Community of West African States) απέδειξε ότι η νομισματική αυτή ένωση είχε θετικά αποτελέσματα στο εμπόριο και την οικονομική ανάπτυξη Anyanwu (2003). Η οικονομική ολοκλήρωση επιφέρει μεγαλύτερες και πιο ανταγωνιστικές αγορές και οι επιχειρήσεις έχουν περισσότερη πρόσβαση στην νέα τεχνολογία η οποία θα δημιουργήσει έτσι τις κατάλληλες συνθήκες για την επίτευξη της οικονομικής ανάπτυξης. Επίσης, η οικονομική ολοκλήρωση διευκολύνει την αύξηση στις άμεσες ξένες επενδύσεις και στην επίτευξη της αύξησης της δαπάνης για έρευνα και τεχνολογία, έτσι ώστε να δημιουργηθεί οικονομική ανάπτυξη (Gao, 2005). Στη μελέτη των (Carpelen

et al., 2003) εξετάστηκε το κατά πόσον η περιφερειακή υποστήριξη δημιουργεί οικονομική ανάπτυξη στην περιοχή της ΕΕ. Πράγματι, αποδείχτηκε ότι η περιφερειακή υποστήριξη της ΕΕ δημιούργησε οικονομική ανάπτυξη. Αξίζει να σημειωθεί ότι στις πιο αναπτυγμένες χώρες της ΕΕ τα πιο πάνω αποτελέσματα ήταν εντονότερα (Carpelen et al., 2003). Παρόμοια συμπεράσματα βρέθηκαν και στη μελέτη των (Cuaresma et al., 2008). Σε αυτή τη μελέτη αποδείχτηκε ότι όσο περισσότερο χρονικό διάστημα ήταν μια χώρα μέλος της ΕΕ τότε τόσο περισσότερο δημιουργήθηκε οικονομική ανάπτυξη σε αυτή την χώρα. Στην ίδια μελέτη υποστηρίχτηκε ότι υπήρχε ασυμμετρία στην περιφερειακή ολοκλήρωση της ΕΕ (Cuaresma et al., 2008). Ο Kamau (2010) κατασκεύασε ένα δείκτη οικονομικής ολοκλήρωσης βασιζόμενος στα στοιχεία της περιφερειακής συνεργασίας της κοινής αγοράς της νοτιοανατολικής Αφρικής (COMESA), της ανατολικής Αφρικής (EAC) καθώς και της νότιας Αφρικής (SADC). Η ανάλυση απέδειξε ότι η οικονομική ολοκλήρωση επέφερε την οικονομική ανάπτυξη. Επίσης απέδειξε ότι και η αύξηση του εμπορίου επέφερε την οικονομική ανάπτυξη (Kamau, 2010). Η άποψη αυτή υποστηρίχτηκε και από τον (Gehring, 2013) που απέδειξε ότι το να είναι μια χώρα μέλος της ΕΕ και το να είναι μια χώρα ανοιχτή στο εμπόριο θα έχει θετική επίδραση στην συσσώρευση κεφαλαίου, στην αύξηση της παραγωγικότητας και φυσικά στην οικονομική ανάπτυξη. Ο König (2015) εξέτασε 27 χώρες μέλη της ΕΕ και επικεντρώθηκε στη σχέση ανάμεσα στην οικονομική ολοκλήρωση της ΕΕ, το μέγεθος της χώρας μέλους της ΕΕ, και την οικονομική ανάπτυξη. Απέδειξε ότι οι μεγαλύτερες χώρες εμφανίζουν μεγαλύτερη ανάπτυξη, επίσης αποδείχτηκε ότι και το να είναι μια χώρα μέλος της ΕΕ ενισχύει την αύξηση της οικονομικής ανάπτυξης. Επίσης, αναφορικά με τις πρώην κομμουνιστικές χώρες της ανατολικής ΕΕ και με βάση το υπόδειγμα Solow ο Mann (2015) απέδειξε ότι η ολοκλήρωση της ΕΕ έχει θετική επίπτωση στην οικονομική ανάπτυξη των χωρών αυτών. Επι πλέον με βάση την εργασία του Kiofat (2017) η περιφερειακή ολοκλήρωση οδηγεί σε μείωση του φορολογικού συντελεστή των επιχειρήσεων κάτι το οποίο βοηθά την επιτάχυνση της οικονομικής ανάπτυξης. Αξίζει να αναφερθεί και η συνεισφορά των (Schonfelder & Wagner, 2015) οι οποίοι απέδειξαν ότι μια μελλοντική ένταξη της χώρας στους

κόλπους της ΕΕ συμβάλλει σημαντικά στην βελτίωση της νομοθεσίας της. Ο Choe (2001) εξέτασε την επίπτωση του εμπορίου μέσω της οικονομικής ολοκλήρωσης πάνω στους επιχειρηματικούς κύκλους σε 10 χώρες της Ασίας. Τα αποτελέσματα της έρευνας απέδειξαν ότι όσο ισχυρότερη είναι η εμπορική αλληλεξάρτηση τότε τόσο περισσότερο συγχρονίζονται οι οικονομικές διακυμάνσεις μέσα στις περιοχές αυτές. Στην έρευνα των (Barr et al., 2003) επιχειρήθηκε μια συγκριτική ανάλυση ανάμεσα στα οικονομικά αποτελέσματα (που δημιουργούνται από την οικονομική και νομισματική ένωση) των χωρών που είναι μέλη της ΕΕ και των χωρών που δεν είναι μέλη της ΕΕ. Τα αποτελέσματα απέδειξαν ότι τα εμπορικά αποτελέσματα ήταν πιο σημαντικά για τις χώρες της ΕΕ. Αναφορικά όμως με την απασχόληση και τον πληθωρισμό, η έρευνα δεν έδειξε ξεκάθαρα αποτελέσματα (Barr et al., 2003). Οι (Baier et al., 2008) απέδειξαν ότι η οικονομική ολοκλήρωση στην ΕΕ έχει πολύ σημαντικά θετικά αποτελέσματα στην ανάπτυξη του εμπορίου. Οι (Geda & Kebret, 2008) εξέτασαν την περιφερειακή οικονομική ολοκλήρωση κοινής αγοράς της νοτιοανατολικής Αφρικής (COMESA). Αποδείχτηκε ότι η ολοκλήρωση αυτή είχε θετικά αποτελέσματα στο διμερές εμπόριο. Επίσης αποδείχτηκε ότι λόγω της επερχόμενης παγκοσμιοποίησης, η περιφερειακή ολοκλήρωση είναι σημαντική και πρέπει να πραγματοποιηθεί (Geda & Kebret, 2008). Με βάση την έρευνα του Eichengreen (2012) στην οποία εξετάστηκαν τα οφέλη της νομισματικής ολοκλήρωσης της ΕΕ μετά από την παγκόσμια οικονομική κρίση. Στην μελέτη αυτή δεν απαξιώθηκε η αξία των προηγούμενων μελετών αναφορικά με την νομισματική ολοκλήρωση της ΕΕ, αλλά επισημάνθηκε ότι στις προηγούμενες αυτές μελέτες υπήρξε παντελής αποτυχία για την πρόβλεψη της παγκόσμιας κρίσης. Επισημάνθηκε όμως ότι παράγοντες υπεύθυνοι για την κρίση είναι η ατελής εξάπλωση της εργασίας, η ατελής δημοσιονομική ολοκλήρωση, η ισχυρή αντίδραση από τις πλούσιες χώρες, καθώς και το μικρό μέγεθος του προϋπολογισμού που απευθύνεται κυρίως σε έργα υποδομής Eichengreen (2012). Σύμφωνα με την μελέτη των (Roy & Mathur, 2016) το κόστος από το διμερές εμπόριο ανάμεσα στην Βρετανία και ΕΕ θα αυξηθεί σε περίπτωση των εμποδίων που εμφανίζονται, και αυτό θα περιορίσει την οικονομική ανάπτυξη. Στην μελέτη των Mevel et al., 2016) οι

εμπορικές συμφωνίες για εξάλειψη δασμών ανάμεσα σε Νότια Αμερική και ΗΠΑ θα τονώσουν τον όγκο των εμπορικών συναλλαγών. Οι (Soete & Hove, 2017) υποστήριξαν ότι οι εμπορικές συμφωνίες στην ΕΕ αυξάνουν τον ανταγωνισμό στις εισαγωγές της ΕΕ. Επίσης, οι (Frankel & Rose, 2002) διατείνονται ότι η αύξηση του όγκου των εμπορικών συναλλαγών αυξάνει το κατά κεφαλήν εισόδημα (δηλαδή επιφέρει οικονομική ανάπτυξη). Εκτός από τα πιο πάνω, υποστηρίχτηκε ότι η υιοθέτηση του ευρώ αύξησε σημαντικά το διμερές εμπόριο (Bun & Klaassen, 2002). Αυτή την άποψη υπεστήριξαν οι (Micco et al., 2003) αποδεικνύοντας ότι η νομισματική ένωση είχε δημιουργήσει αύξηση του όγκου του διμερούς εμπορίου ανάμεσα στις χώρες μέλη της ΕΕ κατά 4%-10%. Εν τούτοις, οι (Bun & Klaassen, 2007) διατείνονται ότι η χρήση του ευρώ δεν αύξησε το εμπόριο όσο αναμενόταν.

Εκτός όμως από τις πιο πάνω μελέτες, το κοινό νόμισμα επέφερε σημαντική αύξηση στο κατά κεφαλήν ΑΕΠ, στην παραγωγικότητα, στη συσσώρευση κεφαλαίου καθώς και στην οικονομική ανάπτυξη. Μια τέτοια έρευνα είναι του Conti (2014). Ο Gehringer (2013) υποστήριξε ότι η υιοθέτηση του ευρώ επέφερε μέτρια αύξηση στο κατά κεφαλήν ΑΕΠ, στην παραγωγικότητα, στη συσσώρευση κεφαλαίου καθώς και στην οικονομική ανάπτυξη. Την άποψη αυτή συμμερίζονται και οι (Holtemoller & Zeddies, 2013), (Kalaitzoglou & Durgheu, 2016), König (2015). Αξίζει να αναφερθεί και η άποψη των (Janus & Riera-Crichton, 2015) κατά την οποία το ευρώ δημιούργησε οικονομική ανάπτυξη πριν την έναρξη της οικονομικής κρίσης.

Ο Bertola (2010) υποστηρίζει ότι η οικονομική και νομισματική ένωση στην ΕΕ εμποδίζει τις κυβερνήσεις των χωρών μελών να έχουν ανεξάρτητη πολιτική και τελικά χειροτερεύει την κατανομή του εισοδήματος. Την τελευταία αυτή άποψη συμμερίζονται και οι Garcia- Penalosa (2010) καθώς και (Busemeyer & Tober, 2015). Αξίζει να αναφερθεί η έρευνα των (Kalaitzoglou & Durgheu, 2016) οι οποίοι απέδειξαν ότι η πολιτική ένωση και η νομισματική ένωση αύξησαν την οικονομική ανάπτυξη και τούτο διότι η πρόσβαση στη χρηματοδότηση έγινε πιο εύκολη (κάτι το οποίο αφορά κυρίως τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ) που είναι ο κορμός της ΕΕ). Κατά

την έρευνα των (Kalemli-Ozcan et al., 2001) αποδείχτηκε ότι η οικονομική ολοκλήρωση προκαλεί μεγαλύτερη ολοκλήρωση της αγοράς κεφαλαίου και έτσι δημιουργείται μεγαλύτερη εξειδίκευση στην παραγωγή. Παρόμοια άποψη είχαν και οι (Phylaktis & Ravazzolo, 2002) οι οποίοι διατείνονται ότι η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση συνοδεύει και την οικονομική ολοκλήρωση σε τοπικό και σε παγκόσμιο επίπεδο. Αντίθετα, οι (Barr et al., 2003) υποστηρίζουν ότι η νομισματική ένωση δεν επιδρά στην ανάπτυξη των χρηματαγορών. Πάντως, η άποψη των (Masten et al., 2008) είναι ότι σε χώρες της ΕΕ όπου υπάρχει ανεπτυγμένη χρηματαγορά τότε η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση βοηθά την οικονομική ανάπτυξη σημαντικά. Με άλλα λόγια παραδέχονται ότι στην ΕΕ υπάρχει περιφερειακή ασυμμετρία αναφορικά με τον βαθμό της ανεπτυγμένης χρηματαγοράς. Επίσης, κατά την άποψη των (Bekaert et al., 2013) η χρήση του ευρώ δεν επέφερε σημαντική βελτίωση στην χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση.

4.3 Επιπτώσεις της Χρηματοοικονομικής Ενσωμάτωσης

Ο Baele et al(2004) ή Οικονομική Επιτροπή (2008) εξετάζουν τρία ευρέως αποδεκτά αλληλένδετα οφέλη της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης: περισσότερες ευκαιρίες για τον επιμερισμό του κινδύνου και τη διαφοροποίηση των κινδύνων, την καλύτερη κατανομή κεφαλαίου μεταξύ των επενδυτικών ευκαιριών και των δυνατοτήτων για υψηλότερη ανάπτυξη. Μερικές μελέτες θεωρούν επίσης την οικονομική ανάπτυξη ως ευεργετική συνέπεια της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης.

4.3.1 Κοινή Χρήση Κινδύνου

Η οικονομική θεωρία προβλέπει ότι η χρηματοπιστωτική ενοποίηση θα πρέπει να επηρεάσει τη διευκόλυνση του κινδύνου (Jappelli και Pagano, 2008). Η ενσωμάτωση σε μεγαλύτερες αγορές ή ακόμα και το σχηματισμό των μεγαλύτερων αγορών είναι επωφελής τόσο για τις επιχειρήσεις όσο και για τις χρηματοπιστωτικές αγορές και τα ιδρύματα. Σύμφωνα με τους Baele et al(2004) παρέχει πρόσθετες ευκαιρίες για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά να μοιράζονται χρηματοοικονομικό κίνδυνο και να εξομαλύνουν την κατανάλωση διαχρονικά. Η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση επιτρέπει

στους ιδιοκτήτες έργων με χαμηλό αρχικό κεφάλαιο να μεταβούν σε έναν μεσάζοντα που μπορούν να κινητοποιήσουν εξοικονόμηση έτσι ώστε να καλύψουν το αρχικό κόστος. Αυτές οι οδοί δείχνουν μια ισχυρή σύνδεση μεταξύ χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και οικονομικής ανάπτυξης (Levine, 1997).

Η εκμετάλλευση σε οικονομίες κλίμακας μπορούν να επιτρέψουν σε επιχειρήσεις, ιδίως εκείνες που αντιμετωπίζουν μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις πιστωτικών περιορισμών, να έχουν καλύτερη πρόσβαση στις ευρύτερες χρηματοπιστωτικές αγορές ή σε κεφαλαιαγορές. Οι ευκαιρίες κοινής χρήσης κινδύνου καθιστούν δυνατή τη χρηματοδότηση δυνητικά πολύ επικίνδυνων έργων πολύ υψηλές αποδόσεις, καθώς η διαθεσιμότητα ευκαιριών καταμερισμού κινδύνου ενισχύει τις χρηματοπιστωτικές αγορές και επιτρέπει στους επενδυτές που αντιμετωπίζουν κινδύνους να αντισταθμίζουν τις αρνητικές επιπτώσεις. Επειδή οι χρηματοπιστωτικές αγορές και τα ιδρύματα μπορούν να χειριστούν καλύτερα τον πιστωτικό κίνδυνο, η ολοκλήρωση θα μπορούσε επίσης να εξαλείψει ορισμένες μορφές στους πιστωτικούς περιορισμούς που αντιμετωπίζουν οι επενδυτές. Ο νόμος μεγάλων αριθμών εγγυάται μικρότερη έκθεση σε πιστωτικό κίνδυνο καθώς αυξάνεται ο αριθμός των πελατών. Οι μεμονωμένοι κίνδυνοι θα μπορούσαν επίσης να ελαχιστοποιηθούν γιατί ενσωματώνοντας σε μια μεγαλύτερη αγορά και ταυτόχρονα ενισχύοντας τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Μέσω της κατανομής των κινδύνων, η οικονομική ολοκλήρωση οδηγεί στην εξειδίκευση της παραγωγής σε ολόκληρη την περιοχή - περιφέρειες. Επιπλέον, η χρηματοπιστωτική ενοποίηση προωθεί τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου και την κατανομή του ιδιοσυγκρασιακού κινδύνου μεταξύ των περιφερειών λόγω της ύπαρξης πρόσθετων οικονομικών σε όργανα. Επιτρέπει στα νοικοκυριά να κατέχουν περισσότερο διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια μετοχών, και ειδικότερα να διαφοροποιήσει το τμήμα του κινδύνου που προκύπτει από κραδασμούς ανά χώρα. Ομοίως, επιτρέπει σε τράπεζες να διαφοροποιήσουν τα χαρτοφυλάκια δανείων τους διεθνώς. Αυτή η διαφοροποίηση θα πρέπει να βοηθήσει προκειμένου τα νοικοκυριά της περιοχής να αποτρέψουν τις κραδασμικές διαταραχές του εισοδήματος ανά χώρα, έτσι ώστε οι κραδασμοί στο εγχώριο δεν πρέπει να

επηρεάσει την εγχώρια κατανάλωση, αλλά να διαφοροποιηθεί μακριά με δανεισμό ή επένδυση στο εξωτερικό (Jappelli και Pagano, 2008).

Οι Kalemli-Ozcan et al(2003) παρέχουν εμπειρικά στοιχεία ότι η κατανομή του κινδύνου μεταξύ των περιφερειών ενισχύει την εξειδίκευση στην παραγωγή, οδηγώντας έτσι σε γνωστά οφέλη. Οι Kalemli-Ozcan και Manganeli (2008) ανέλυσαν την τραπεζική ολοκλήρωση από την εποχή του τραπεζικού τομέα ιδιαίτερα στη ζώνη του ευρώ, είναι ο κύριος χρηματοοικονομικός δίαυλος τόσο για τον εταιρικό τομέα και τα νοικοκυριά. Διαπιστώνουν ότι η μεγαλύτερη διασυννοριακή τραπεζική ολοκλήρωση αυξάνει την κατανάλωση κατανομή κινδύνου. Τα συμπεράσματά τους έχουν σημαντικές πολιτικές επιπτώσεις για το ευρώ. Ασύμμετρα κλασμοί σε μια νομισματική ένωση παράγουν αποκλίσεις όσον αφορά την παραγωγή και τον πληθωρισμό. Ο αντίκτυπος αυτών μειώνεται σημαντικά εάν ο καταμερισμός κινδύνου μεταξύ χωρών είναι σημαντικός. Στο βαθμό που η κατανομή των κινδύνων επιτρέπει την αντιστάθμιση της κατανάλωσης, αντιπροσωπεύει έναν βασικό μηχανισμό αντιμετώπισης έναντι των εξερχόμενων ασύμμετρων διαταραχών μεταξύ των μελών μιας νομισματικής ένωσης. Αυτός ο μηχανισμός μειώνει την ανάγκη για πολιτική παρέμβαση στην αντιμετώπιση τέτοιων ασυμμετριών.

4.3.2 Βελτιωμένη Κατανομή Κεφαλαίου

Είναι γενικά αποδεκτό ότι η μεγαλύτερη οικονομική ολοκλήρωση θα πρέπει να επιτρέψει ένα καλύτερο σε κατανομή κεφαλαίου (Levine, 2001). Μια ολοκληρωμένη χρηματοπιστωτική αγορά καταργεί όλες τις μορφές εμπόδια στη διαπραγμάτευση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και ροή κεφαλαίων, επιτρέποντας την αποδοτική στη διάθεση οικονομικών πόρων για επενδύσεις και παραγωγή. Επιπλέον, οι επενδυτές θα επιτρέπεται να επενδύουν τα κεφάλαιά τους όπου πιστεύουν ότι αυτά τα κεφάλαια θα διατεθούν στους περισσότερους σε παραγωγικές χρήσεις. Επομένως, θα είναι διαθέσιμες περισσότερες παραγωγικές ευκαιρίες επενδύσεων σε ορισμένους ή όλους τους επενδυτές και την ανακατανομή των κεφαλαίων στην πιο παραγωγική επένδυση και θα υπάρξουν ευκαιρίες (Baele et al., 2004).

Οι Kalemli-Ozcan και Manganelli (2008) δείχνουν ότι με το άνοιγμα της πρόσβασης στις ξένες αγορές, η χρηματοπιστωτική ενοποίηση θα προσφέρει στους αντιπροσώπους ευρύτερο φάσμα πηγών χρηματοδότησης και επενδύσεων σε ευκαιρίες και επιτρέπει τη δημιουργία βαθύτερων και πιο υγρών αγορών. Αυτό επιτρέπει περισσότερα πληροφορίες που πρέπει να συγκεντρωθούν και να επεξεργαστούν αποτελεσματικότερα, και το κεφάλαιο να κατανεμηθεί σε ένα περισσότερο αποτελεσματικό τρόπο.

4.3.3 Οικονομική Ανάπτυξη

Η θεωρητική βιβλιογραφία προτείνει διάφορους μηχανισμούς μέσω των οποίων η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση μπορεί να επηρεάσει την οικονομική ανάπτυξη. Στο νεοκλασικό πλαίσιο, παράγονται όλα τα αποτελέσματα ροές κεφαλαίων. Στο πρότυπο μοντέλο, το άνοιγμα των διεθνών κεφαλαιαγορών δημιουργεί ροές από την αφθονία των κεφαλαίων προς τις ανεπαρκώς κεφαλαιουχικές χώρες, επιταχύνοντας έτσι τη σύγκλιση (συνεπώς βραχυπρόθεσμη ανάπτυξη) στις φτωχότερες χώρες. Σε ένα πιο εξελιγμένο πλαίσιο, η παραγωγικότητα μπορεί επίσης να αυξηθεί καθώς οι ροές κεφαλαίων μπορούν να απαλλάξουν την οικονομία από την πίστωση σε περιορισμούς και, συνεπώς, επιτρέπει στους φορείς να αναλαμβάνουν πιο παραγωγικές επενδύσεις (Bonfiglioli, 2008).

Επιπλέον, στο πρότυπο νεοκλασικό μοντέλο ανάπτυξης, η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση ενισχύεται από τη λειτουργία των εγχώριων χρηματοπιστωτικών συστημάτων μέσω της εντατικοποίησης του ανταγωνισμού και την εισαγωγή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, επιφέροντας θετικές επιπτώσεις στην ανάπτυξη (Levine, 2001). Μια εναλλακτική άποψη (Saint-Paul, 1992, Obstfeld, 1994) υποδηλώνει ότι το διεθνές κεφάλαιο η εξάπλωση μπορεί να επηρεάσει την παραγωγικότητα ανεξάρτητα από τις επενδύσεις, προωθώντας τον διεθνή κίνδυνο σε διαφοροποίηση, γεγονός που συνεπάγεται μεγαλύτερη εσωτερική ανάληψη κινδύνων σε δραστηριότητες καινοτομίας προωθώντας την ανάπτυξη. Υπάρχουν αρκετές αποδείξεις στη βιβλιογραφία ότι η οικονομική ολοκλήρωση οδηγεί σε υψηλότερα οικονομικά μεγέθη ανάπτυξη. Ο Gianetti et al(2002) καταδεικνύουν ότι

η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση διευκολύνει την πρόσβαση επενδυτικές ευκαιρίες και αύξηση του ανταγωνισμού μεταξύ εγχώριων και ξένων σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Αυτό με τη σειρά του οδηγεί σε βελτίωση της αποτελεσματικότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, όπως οι οικονομικοί πόροι διατίθενται για παραγωγικές δραστηριότητες.

Επιπλέον, η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση οδηγεί σε αυξημένη διαθεσιμότητα των ενδιάμεσων επενδυτικών ευκαιριών και κατά συνέπεια σε υψηλότερη οικονομική ανάπτυξη. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν επίσης ότι η διαδικασία ολοκλήρωσης θα αυξήσει τον ανταγωνισμό στις λιγότερο ανεπτυγμένες περιφέρειες και, ως εκ τούτου, να βελτιώσουν την αποδοτικότητά τους σε χρηματοπιστωτικά συστήματα, για παράδειγμα, μειώνοντας το κόστος διαμεσολάβησης. Επιπλέον, αυτό θα πρέπει να γίνει αυτών των περιφερειών πιο ελκυστικά, αυξάνοντας έτσι τη συμμετοχή των τοπικών και των περιφερειακών αρχών σε ξένους αντιπροσώπους και συμβάλλοντας στην περαιτέρω ανάπτυξη αυτών των χρηματοπιστωτικών συστημάτων. Ο Edison et al(2002) και Prasad et al(2003) εξετάζουν διάφορες διαστάσεις της αιτιώδους συνάφειας μεταξύ της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης και της ανάπτυξης, και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η χρηματοπιστωτική ενοποίηση δημιουργεί οφέλη ανάπτυξης, αν και σε διαφορετικό βαθμό.

4.3.4 Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη

Σύμφωνα με τους Hartmann et al(2007) η οικονομική ανάπτυξη μπορεί να θεωρηθεί ως μια διαδικασία από οικονομικές καινοτομίες και θεσμικές και οργανωτικές βελτιώσεις στον οικονομικό τομέα. Σε συνδυασμό, η διαδικασία έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση των ασύμμετρων πληροφοριών, την αύξηση της πληρότητας των αγορών και των δυνατοτήτων σύναψης συμβάσεων, τη μείωση των συναλλαγών κόστος και αύξηση του ανταγωνισμού. Οι Jappelli και Pagano (2008) δείχνουν ότι ο κύριος διάυλος μέσω του οποίου η άρση των φραγμών για την ένταξη μπορεί να ωθήσει την εγχώρια οικονομική ανάπτυξη είναι ο αυξημένος ανταγωνισμός με περισσότερο εξειδικευμένων ή χαμηλού κόστους ξένων μεσαζόντων. Αυτή η ανταγωνιστική πίεση οδηγεί προς τα κάτω το κόστος των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά των

χωρών με λιγότερο ανεπτυγμένες χρηματοπιστωτικά συστήματα, και έτσι επεκτείνει τις τοπικές χρηματοπιστωτικές αγορές.

Σε ορισμένες περιπτώσεις, οι ίδιοι οι ξένοι φορείς μπορούν να παρέχουν τις πρόσθετες χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες. Είναι πιθανή η άμεση διείσδυση ξένων τραπεζών και η διασυνοριακή απόκτηση μεσολαβητών για την εξάλειψη των ενοικίων των τοπικών τραπεζών. Εάν οι συγχωνεύσεις φέρνουν τις τράπεζες πιο κοντά στην αποτελεσματική τους κλίμακα, τη διαδικασία θα συνδέεται επίσης με ένα μειωμένο κόστος διαμεσολάβησης. Εντονότερος ανταγωνισμός, ενδεχομένως σε συνδυασμό με τη μείωση του κόστους, μεταφράζεται σε πιο άφθονη πίστωση ή / και χαμηλότερα επιτόκια. Ο δεύτερος δίαυλος είναι μέσω της εναρμόνισης των εθνικών κανονισμών (λογιστικά πρότυπα, νόμοι ασφάλειας, τραπεζική εποπτεία, εταιρική διακυβέρνηση), η οποία η διαδικασία της ολοκλήρωσης που απαιτεί. Στο βαθμό που η κανονιστική εναρμόνιση προάγει τη σύγκλιση προς το καλύτερο σε διεθνή πρότυπα, θα ενισχύσει επίσης την εγχώρια οικονομική ανάπτυξη και την είσοδο της σε ξένους χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές σε πιο καθυστερημένες χώρες.

Ο δεσμός μεταξύ χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης και χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης είναι υψίστης σημασίας, καθώς υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις ότι η οικονομική ανάπτυξη συνδέεται με την οικονομική ολοκλήρωση (Baele et al., 2004). Όπως περιγράφεται στο Levine (1997), τα χρηματοπιστωτικά συστήματα εξυπηρετούν ορισμένους βασικούς σκοπούς. Μεταξύ άλλων:

1. Μειώνουν την αβεβαιότητα διευκολύνοντας την εμπορία, αντιστάθμιση, διαφοροποίηση και συγκέντρωση κινδύνου ·
2. Κατανομή πόρων · και
3. Κινητοποίηση εξοικονομήσεων.

Αυτές οι λειτουργίες μπορεί να επηρεάσουν την οικονομική ανάπτυξη μέσω του κεφαλαίου και της τεχνολογικής συσσώρευσης με διαισθητικό τρόπο. Ωστόσο, ενώ ο Levine (1997) αναγνωρίζει τη θετική σχέση ανάμεσα στην οικονομική ανάπτυξη και την οικονομική ανάπτυξη, φροντίζει να μην συναγάγει καμιά αιτιότητα. Πράγματι, η οικονομική ανάπτυξη και η χρηματοπιστωτική ανάπτυξη είναι τόσο αλληλένδετες ώστε είναι δύσκολο να

συναχθεί ένα οριστικό συμπέρασμα όσον αφορά την αιτιότητα. Παρ'όλα αυτά, πρόσφατες έρευνες έχουν βρει στοιχεία ότι η οικονομική η ανάπτυξη επηρεάζει θετικά την ανάπτυξη.

Ο Rousseau (2002) βρίσκει εμπειρικά στοιχεία ότι η χρηματοοικονομική ανάπτυξη προωθεί τις επενδύσεις και τις επιχειρήσεις με την ανακατανομή του κεφαλαίου. Επίσης, οι μελέτες σε επίπεδο βιομηχανίας όπως αυτές των Jayaratne και Strahan (1996) δείχνουν ότι η ανάπτυξη προκαλεί οικονομική ανάπτυξη. Ο Trichet (2005) υποστηρίζει ότι η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση προωθεί την οικονομική ανάπτυξη, η οποία με τη σειρά της δημιουργεί δυνατότητες για υψηλότερη οικονομική ανάπτυξη. Η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση επιτρέπει την πραγματοποίηση της οικονομίας κλίμακας και αυξάνει την προσφορά κεφαλαίων για επενδυτικές ευκαιρίες. Το πραγματικό είδος στη διαδικασία ένταξης ενθαρρύνει επίσης τον ανταγωνισμό και την επέκταση των αγορών, οδηγώντας έτσι περαιτέρω οικονομική ανάπτυξη. Με τη σειρά του, η οικονομική ανάπτυξη μπορεί να οδηγήσει σε μια πιο αποτελεσματική στην κατανομή κεφαλαίου καθώς και τη μείωση του κόστους κεφαλαίου.

4.4 Κόστος και Εμπόδια Χρηματοδοτικής Ολοκλήρωσης

Εκτός από τα δυνητικά οφέλη, η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση μπορεί επίσης να προκαλέσει σημαντικό κόστος. Σε έναν κόσμο με ατελείς κεφαλαιαγορές, η ένταξη μπορεί να κάνει μια χώρα πιο ευάλωτη σε εξωτερικές μακροοικονομικές διαταραχές και οικονομικές κρίσεις. Εφέ επιρροής, πιθανώς ενισχυμένα και η συμπεριφορά των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, μπορεί στην πραγματικότητα να αυξήσει την παραγωγή και μεταβλητότητας της κατανάλωσης, αντί να τις μειώνει, όπως ισχύει για τη διανομή κινδύνου. Πιθανότατα, οι πιθανοί κίνδυνοι της μεγαλύτερης μετάδοσης εξαιτίας της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης δεν είναι τόσο σχετικά με τη ζώνη του ευρώ ως προς τις αναπτυσσόμενες χώρες. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι χώρες με σχετικά καλά ανεπτυγμένα χρηματοπιστωτικά συστήματα, όπως η ευρωζώνη, είναι λιγότερο ευάλωτα σε χρηματοπιστωτικές κρίσεις (Lane και Milesi-Ferretti, 2006).

Η χρηματοπιστωτική ενοποίηση παρουσία προϋπάρχουσων στρεβλώσεων μπορεί να επιβραδύνει την ανάπτυξη (Edison et al., 2002, Ho, 2009). Στην επισκόπηση βιβλιογραφίας του Eichengreen (2001), υπάρχουν αμέτρητους στρεβλώσεων για τους οποίους η ελευθέρωση του διεθνούς κεφαλαίου οι έλεγχοι θα βλάψουν την κατανομή των πόρων και την ανάπτυξη. Για παράδειγμα, παρουσία εμπορίου σε στρεβλώσεις, η ελευθέρωση του λογαριασμού κεφαλαίου μπορεί να προκαλέσει εισροές κεφαλαίων σε τομείς όπου η χώρα έχει συγκριτικό μειονέκτημα. Ο Boyd and Smith (1992), για παράδειγμα, το υποστηρίζουν σε χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση σε χώρες με αδύναμα θεσμικά όργανα και πολιτικές, όπως τα αδύναμα οικονομικά και τα νομικά συστήματα, στην πραγματικότητα προκαλούν εκροές κεφαλαίων από χώρες που έχουν έλλειψη κεφαλαίων σε κεφάλαια άφθονες χώρες με καλύτερα ιδρύματα. Έτσι, ορισμένες θεωρίες προβλέπουν ότι η διεθνής χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση θα προωθήσει την ανάπτυξη μόνο σε χώρες με υγιή θεσμικά όργανα (Edison et al., 2002).

Πολλές ερευνητικές εργασίες, π.χ. Edison et al. (2002), Agenor (2003), Baele et al (2004), Komárek και Komárkova (2008) και η ΕΚΤ (2010) αναφέρουν τα σημαντικότερα κόστη χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης:

1. Υψηλό ο βαθμός συγκέντρωσης των ροών κεφαλαίων και η έλλειψη πρόσβασης στη χρηματοδότηση για τις μικρές χώρες, είτε μόνιμα είτε όταν το χρειάζονται περισσότερο.
2. Ακατάλληλη εγχώρια κατανομή αυτών σε ροές, οι οποίες ενδέχεται να παρεμποδίσουν τις επιπτώσεις τους στην ανάπτυξη και να επιδεινώσουν τις προϋπάρχουσες εγχώριες στρεβλώσεις ·
3. Απώλεια μακροοικονομικής σταθερότητας ·
4. Βραχυπρόθεσμες προκυκλικές κινήσεις κεφαλαιακές ροές ·
 - a. Ο υψηλός βαθμός μεταβλητότητας των ροών κεφαλαίων, ο οποίος σχετίζεται εν μέρει με την κτηνοτροφία και τα αποτελέσματα της μόλυνσης. και
5. Τους κινδύνους που συνδέονται με τη διείσδυση ξένων τραπεζών.

4.4.1 Συγκέντρωση και Εσωτερική Εσφαλμένη Κατανομή των Ροών Κεφαλαίων

Τα ιστορικά στοιχεία δείχνουν ότι τείνουν να είναι οι περίοδοι "υπερτάσεων" στις διασυνοριακές ροές κεφαλαίων ιδιαίτερα συγκεντρωμένη σε μικρό αριθμό χωρών δικαιούχων. Ένας αριθμός εξελίσσεται σε χώρες (ιδίως οι μικρές) μπορεί απλώς να «διανέμονται» από τις παγκόσμιες κεφαλαιαγορές - ανεξάρτητα από το πόσο ανοίγει ο χρηματοοικονομικός τους λογαριασμός. Παρόλο που οι εισροές κεφαλαίων που συνδέονται με έναν ανοιχτό χρηματοοικονομικό λογαριασμό μπορεί να αυξηθούν των εγχώριων επενδύσεων, ο αντίκτυπός τους στη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη μπορεί να είναι περιορισμένος εάν χρησιμοποιούνται οι εισροές αυτές για τη χρηματοδότηση κερδοσκοπικών ή χαμηλής ποιότητας εγχώριων επενδύσεων, όπως οι επενδύσεις στην πραγματικό τομέα των ακινήτων. Οι επενδύσεις χαμηλής παραγωγικότητας στον μη εμπορεύσιμο τομέα μπορεί να μειωθούν με την πάροδο του χρόνου στην ικανότητα της οικονομίας να εξάγει και να οδηγήσει σε αυξανόμενες εξωτερικές ανισοροπίες. Η εσφαλμένη κατανομή των εισροών κεφαλαίων μπορεί εν μέρει να οφείλεται σε προϋπάρχουσες στρεβλώσεις του εγχώριου χρηματοπιστωτικού τομέα σε Σύστημα.

4.4.2 Απώλεια Μακροοικονομικής Σταθερότητας

Οι μεγάλες εισροές κεφαλαίων που προκαλούνται από την οικονομική ολοκλήρωση και το άνοιγμα, μπορεί να έχουν ανεπιθύμητο αποτέλεσμα μακροοικονομικών επιπτώσεων, συμπεριλαμβανομένης της ταχείας νομισματικής επέκτασης (λόγω της δυσκολίας και του κόστους της ακολουθώντας πολιτικές αποστείρωσης), πληθωριστικές πιέσεις (που προκύπτουν από την επίδραση του κεφαλαίου σε εισροές στις εγχώριες δαπάνες) και την πραγματική εκτίμηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών και τη διεύρυνση του ρεύματος από ελλείμματα λογαριασμού. Με βάση μια ευέλικτη ρύθμιση συναλλαγματικών ισοτιμιών, αυξάνονται τα αυξανόμενα εξωτερικά ελλείμματα να επιφέρει μια υποτίμηση του νομίσματος, η οποία μπορεί τελικά να οδηγήσει σε επανευθυγράμμιση του συγγενή στις τιμές και να προκαλέσει αυτο-διορθωτικές κινήσεις στις εμπορικές ροές. Αντίθετα, κάτω

από ένα σταθερό καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών, οι απώλειες ανταγωνιστικότητας και οι αυξανόμενες εξωτερικές ανισοροπίες μπορούν να διαβρωθούν στην εμπιστοσύνη στη βιωσιμότητα και τη βιωσιμότητα της σύνδεσης, προκαλώντας έτσι μια νομισματική κρίση και την αύξηση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας.

4.4.3 Ανατροφοδότηση των Βραχυπρόθεσμων Ροών

Η Ανατροφοδότηση μπορεί, στην πραγματικότητα, να έχει ένα διεστραμμένο αποτέλεσμα και να αυξήσει τη μακροοικονομική αστάθεια: οι ευνοϊκές κρίσεις ενδέχεται να προσελκύσουν μεγάλες εισροές κεφαλαίων και να ενθαρρύνουν την κατανάλωση και τις δαπάνες σε επίπεδα που δεν είναι βιώσιμα μακροπρόθεσμα, αναγκάζοντας τις χώρες σε βίαιη προσαρμογή, με συνεπακόλουθες δυσμενείς επιπτώσεις. Υπάρχουν ουσιαστικά δύο λόγοι που μπορούν να εξηγήσουν την ανατροφοδοτική συμπεριφορά των βραχυπρόθεσμων ροών κεφαλαίων. Πρώτον, οι οικονομικές διαταραχές τείνουν να είναι μεγαλύτερες και είναι μεγαλύτερες συχνά στις αναπτυσσόμενες χώρες, αντανakλώντας αυτές τις χώρες "σχετικά περιορισμένη παραγωγική βάση και μεγαλύτερη εξάρτηση από τις εξαγωγές πρώτων υλών. Ένα κοινό δυσμενές σοκ σε μια ομάδα των χωρών μπορεί να προκαλέσει επιδείνωση της πιστοληπτικής ικανότητας ορισμένων χωρών, ως αποτέλεσμα της απότομης αλλαγής στην αντίληψη κινδύνου. Αυτό μπορεί να οδηγήσει τους δανειολήπτες που είναι μόνο οριακά αξιόπιστοι να "συμπιεστεί" από τις παγκόσμιες κεφαλαιαγορές. Δεύτερον, τα ασύμμετρα προβλήματα πληροφόρησης ενδέχεται να προκαλέσουν παραβατικές συμπεριφορές εκτροπής, επειδή, εν μέρει ενημερωμένοι επενδυτές ενδέχεται να βιαστούν να αποσύρουν τα συσσωρευμένα τους κεφάλαια, ως απάντηση σε ένα δυσμενές γεγονός (σοκ αγορών) των οποίων οι οικονομικές συνέπειες για την χώρα δεν δύναται να είναι πλήρως προϋπολογισμένες.

4.4.4 Herding, Μεταδοτικότητα και Μεταβλητότητα των Ροών Κεφαλαίων

Ένας υψηλός βαθμός χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης και διαφάνειας μπορεί να οδηγήσει σε υψηλό βαθμό η μεταβλητότητα των κινήσεων κεφαλαίων, μια συγκεκριμένη εκδήλωση της οποίας είναι μεγάλες ανατροπές βραχυπρόθεσμες ροές που συνδέονται με τις κερδοσκοπικές πιέσεις στο εγχώριο νόμισμα. Η πιθανότητα μεγάλων αναστροφών βραχυπρόθεσμων ροών κεφαλαίων αυξάνει τον κίνδυνο που ενδέχεται να έχουν οι δανειολήπτες αντιμετωπίσει δαπανηρή "ρευστότητα". Όσο υψηλότερο είναι το επίπεδο του βραχυπρόθεσμου χρέους σε σχέση με το δανεισμό στα διεθνή αποθέματα της χώρας, τόσο μεγαλύτερος θα είναι ο κίνδυνος τέτοιων διακυμάνσεων. Τα υψηλά επίπεδα βραχυπρόθεσμων και οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις που διαμεσολαβούνται από το χρηματοπιστωτικό σύστημα δημιουργούν επίσης κινδύνους τραπεζών και σε συστημικές χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Σε γενικές γραμμές, ο βαθμός μεταβλητότητας των ροών κεφαλαίων σχετίζεται και με τους δύο πραγματικές και αντιληπτές κινήσεις των εγχώριων οικονομικών θεμελίων, καθώς και εξωτερικούς παράγοντες, όπως οι μεταβολές των παγκόσμιων επιτοκίων. Σε κάθε περίπτωση, λογική ή παράλογη, η συμπεριφορά συχνά μεταφράζεται σε μεγάλες κινήσεις προς και από ορισμένα είδη περιουσιακών στοιχείων και επιδεινώνει τις διακυμάνσεις των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και των κινήσεων κεφαλαίων. Η μεταβλητότητα των ροών κεφαλαίου μπορεί επίσης προκύπτουν από τα αποτελέσματα της μόλυνσης.

4.4.5 Κίνδυνος Εισόδου Ξένων Τραπεζών

Αν και η διείσδυση ξένων τραπεζών μπορεί να αποφέρει πολλούς τύπους παροχών, έχει επίσης μερικά δυνητικά μειονεκτήματα:

Πρώτον, οι ξένες τράπεζες μπορούν να δώσουν πίστωση σε μικρές επιχειρήσεις (οι οποίες τείνουν να λειτουργούν στον μη εμπορεύσιμο τομέα) σε μεγαλύτερο βαθμό από τις εγχώριες τράπεζες και συγκεντρώνουν αντί για μεγαλύτερες και ισχυρότερες επιχειρήσεις (οι οποίες συχνά εμπλέκονται στην παραγωγή εξαγωγών). Εάν οι ξένες τράπεζες ακολουθούν πράγματι

μια στρατηγική συγκέντρωσης των δανειοδοτικών τους πράξεων μόνο για πιο αξιόπιστοι εταιρικοί (και, σε μικρότερο βαθμό, οικιακοί) δανειολήπτες, η παρουσία τους θα είναι λιγότερο πιθανό να συμβάλει σε μια συνολική αύξηση της αποτελεσματικότητας στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Το πιο σημαντικό είναι ότι, οδηγώντας σε υψηλότερο βαθμό πίστωσης σε μικρές επιχειρήσεις, μπορούν να έχουν αρνητικές επιπτώσεις στην παραγωγή, την απασχόληση και τη διανομή του εισοδήματος.

Δεύτερον, η είσοδος ξένων τραπεζών, οι οποίες τείνουν να έχουν χαμηλότερο λειτουργικό κόστος, μπορεί να δημιουργήσει πιέσεις στις τοπικές τράπεζες να συγχωνευθούν για να παραμείνουν ανταγωνιστικές. Η διαδικασία στη συγκέντρωση (η οποία θα μπορούσε επίσης να προκύψει καθώς οι ξένες τράπεζες αποκτούν τοπικές τράπεζες) θα μπορούσε να δημιουργήσει τράπεζες που είναι "πολύ μεγάλες για να αποτύχουν" ή "πολύ πολιτικές για να αποτύχουν" - καθώς οι νομισματικές αρχές μπορεί να φοβούνται ότι η αποτυχία μίας μόνο μεγάλης τράπεζας θα μπορούσε να διαταράξει σοβαρά τις χρηματοπιστωτικές αγορές και να οδηγήσει σε κοινωνικές διαταραχές.

Τρίτον, η είσοδος ξένων τραπεζών δεν μπορεί να οδηγήσει σε αυξημένη σταθερότητα της εγχώριας τραπεζικής λόγω του ότι η παρουσία τους αυτή καθαυτή δεν καθιστά λιγότερο πιθανές τις συστημικές τραπεζικές κρίσεις να συμβούν. Επιπλέον, μπορεί να έχουν μια τάση να «κόβουν και να τρέχουν» κατά τη διάρκεια μιας κρίσης.

Εκτός από τα προαναφερθέντα κόστη χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης, μπορεί κανείς να διακρίνει τα εμπόδια εμποδίζοντας την ολοκλήρωση της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Ορισμένα από τα εμπόδια περιγράφονται π.χ. στο Jappelli και στον Pagano (2008). Πρώτον, αν δύο δικαιοδοσίες έχουν διαφορετικά νομίσματα, οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών δημιουργούν πρόσθετο κίνδυνο και οι επενδυτές θα απαιτήσουν ένα ασφάλιστρο κινδύνου για τη διακράτηση ασφάλειας εκφρασμένα σε ξένο νόμισμα. Και ακόμα κι αν δεν υπάρχουν διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας, το κόστος συναλλαγής για μετατροπή συναλλάγματος θα προκαλέσει απόκλιση από το διεθνές arbitrage.

Ένα δεύτερο εμπόδιο στην ολοκλήρωση απορρέει από τους διαφορετικούς φόρους και τις επιδοτήσεις, οι οποίες οδηγούν σε στροφή μεταξύ του κόστους μετά το φόρο του κεφαλαίου σε διάφορες χώρες. Στη συνέχεια, οι διαφορές στη ρύθμιση και η επιβολή της νομοθεσίας μπορούν να εμποδίσουν τους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς να ανταγωνίζονται τα σύνορα με ίσους όρους. Για παράδειγμα, η ρύθμιση μπορεί να δημιουργήσει αυστηρότερους φραγμούς εισόδου για τους αλλοδαπούς μεσάζοντες. Ομοίως, η δικαστική αποτελεσματικότητα μπορεί να διαφέρει μεταξύ των χωρών, απαιτώντας οι διαμεσολαβητές να χρεώνουν υψηλότερα επιτόκια σε ανεπαρκείς δικαιοδοσίες για να αντισταθμίσουν το αναμενόμενο κόστος ανάκτησης σε περίπτωση αθέτησης. Τέλος, δεν μπορούν να προκύψουν εμπόδια εισόδου των κανονιστικών περιορισμών, αλλά από ασύμμετρες πληροφορίες μεταξύ δυνητικών ξένων φορέων και των εγχώριων κατεστημένων φορέων. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό στις αγορές πιστώσεων, όπου η αδιαφάνεια του δανεισμού και οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά συνδυάζονται με την τοπική γνώση για να παρέχουν στους τοπικούς δανειστές μια πληροφόρηση για πλεονέκτημα.

Η έλλειψη ολοκλήρωσης αντανακλά την ύπαρξη εμποδίων στις διασυνοριακές δραστηριότητες. Οι Καλέμλι-Όζκαν και Manganelli (2008) κατατάσσουν τα εμπόδια στην οικονομική ολοκλήρωση σε τρεις βασικές κατηγορίες:

1. Ψυχολογική / ενημερωτική. Πολλές μελέτες, π.χ. Guiso et al. (2006) αμελητέα ψυχολογικά και πολιτιστικά εμπόδια για την οικονομική ολοκλήρωση. Για παράδειγμα οι πολιτισμικές διαφορές και η έλλειψη εμπιστοσύνης εξηγούν σημαντικό μέρος των διμερών οικονομικών και των εμπορικών ροών. Εκτός από τους πολιτισμικούς ψυχολογικούς λόγους, φαίνεται ότι οι τριβές πληροφοριών φαίνονται έχουν σημαντική επίπτωση στην οικονομική ολοκλήρωση. Οι Portes and Rey (2005) δείχνουν ότι οι μεταβλητές που αντανακλούν τις ασυμμετρίες πληροφόρησης μεταξύ των χωρών (όπως το τηλέφωνο κόστος, χρόνος συναλλαγών, κυκλοφορία ξένων εφημερίδων) συσχετίζονται σημαντικά με τις διασυνοριακές συναλλαγές, συνοριακών ροών ιδίων κεφαλαίων

2. Ρυθμιστικά / νομικά εμπόδια. Προϋπόθεση για την οικονομική ολοκλήρωση είναι η κατάργηση τυχόν νομοθετικές ή κανονιστικές διαφορές που διακρίνουν πράκτορες με βάση την τοποθεσία.

3. Τεχνικά εμπόδια / εμπόδια. Οι τεχνικές υποδομές της αγοράς είναι επίσης καθοριστικής σημασίας σε οικονομική ολοκλήρωση.

Τα εμπόδια στην εμπορία τίτλων πέραν των εθνικών συνόρων εμποδίζουν τις διαιτητικές δυνάμεις και προκαλούν παραβιάσεις του νόμου μιας τιμής.

4.5 Μέτρηση της Χρηματοοικονομικής Ενσωμάτωσης

Υπάρχουν διάφορα μέτρα στη βιβλιογραφία για την αξιολόγηση του επιπέδου της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης. Οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται περισσότερο συνδέονται με τις αυξανόμενες επενδυτικές ευκαιρίες. Ωστόσο, ο Ho (2009) αναφέρει ότι είναι δύσκολο να αναπτυχθεί ένα τυποποιημένο μέτρο χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης. Εκεί είναι πολλοί τύποι χρηματοπιστωτικών συναλλαγών και ορισμένες χώρες επιβάλλουν μια πολύπλοκη σειρά τιμών και ποσοτικούς ελέγχους σε μια ευρεία ποικιλία χρηματοοικονομικών συναλλαγών. Αυτό οδηγεί σε τεράστια εμπόδια στη μέτρηση των διαφορών μεταξύ των χωρών όσον αφορά τη φύση, την ένταση και την αποτελεσματικότητα της εμπόδια στις διεθνείς ροές κεφαλαίων (Eichengreen, 2001). Δεδομένης της ποικιλίας των κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων σε συναλλαγές, η μέτρηση της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης δεν είναι ευθεία (Kalemli-Ozcan and Manganeli, 2008).

Η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση μετράται συχνά ακολουθώντας την προσέγγιση που υιοθετήθηκε από τους Baele et al. (2004). Θεωρούν τρεις γενικές κατηγορίες μέτρων χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης:

1. Μέτρα που βασίζονται στην τιμή, τα οποία καταγράφουν αποκλίσεις στις τιμές ή τις αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων που οφείλεται στη γεωγραφική προέλευση των περιουσιακών στοιχείων. Αυτή η κατηγορία μέτρων είναι διαιρεμένη σε δύο μεθόδους μέτρησης: αποτελέσματα βάσει της απόδοσης και της χώρας.

2. Μέτρα βασισμένα σε ειδήσεις, τα οποία μετρούν τις επιπτώσεις των πληροφοριών από άλλες τριβές ή εμπόδια. Εάν τα παγκόσμια νέα

έχουν σχετικά μεγαλύτερη σημασία από τις τοπικές ειδήσεις, ο βαθμός συστηματικού κινδύνου θα πρέπει να είναι ίδιο για όλα τα περιουσιακά στοιχεία σε διάφορες χώρες.

3. Μέτρα βάσει ποσοτήτων, τα οποία ποσοτικοποιούν τις επιδράσεις της τριβής που αντιμετωπίζει η ζήτηση για την παροχή επενδυτικών ευκαιριών.

Τα μέτρα βάσει τιμών λαμβάνουν υπόψη τις αποκλίσεις των τιμών ή των αποδόσεων των περιουσιακών στοιχείων που προκαλούνται από τις τιμές γεωγραφική προέλευση των περιουσιακών στοιχείων. Αυτό αποτελεί άμεσο έλεγχο του νόμου μιας τιμής, η οποία με τη σειρά του πρέπει να τηρούν εάν η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση είναι πλήρης. Εάν τα περιουσιακά στοιχεία έχουν αρκετά μπορεί να βασίσει τα εν λόγω μέτρα σε άμεσες συγκρίσεις τιμών ή αποδόσεων. Διαφορετικά πρέπει να λαμβάνει υπόψη τις διαφορές στους συστηματικούς (ή μη διαφοροποιημένους) παράγοντες κινδύνου και άλλα σημαντικά χαρακτηριστικά. Η δια-τομεακή διασπορά των περιθωρίων επιτοκίου ή του περιουσιακού στοιχείου οι διαφορές επιστροφής μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως δείκτης για το πόσο μακριά είναι τα διάφορα τμήματα της αγοράς από την πλήρη ενσωμάτωσή τους. Ομοίως, η βήτα σύγκλιση, ένα μέτρο που δανείστηκε από το είναι μια ένδειξη για την ταχύτητα με την οποία ενσωματώνονται οι αγορές. Επιπλέον, τη μέτρηση του βαθμού διασυννοριακής μεταβολής της τιμής ή της απόδοσης σε σχέση με τη μεταβλητότητα εντός σε μεμονωμένες χώρες μπορεί να είναι ενημερωτικές σχετικά με το βαθμό ολοκλήρωσης σε διαφορετικές αγορές.

Τα μέτρα με βάση τα νέα έχουν σχεδιαστεί για να διακρίνουν τις επιπτώσεις από άλλες πληροφορίες, τριβές ή εμπόδια. Πιο συγκεκριμένα, σε μια οικονομικά ολοκληρωμένη περιοχή, τα χαρτοφυλάκια θα πρέπει να είναι καλά διαφοροποιημένα. Ως εκ τούτου, θα περίμενε κανείς νέα (π.χ. άφιξη νέων οικονομικών πληροφοριών) ενός περιφερειακό χαρακτήρα να έχει μικρή επίπτωση στις τιμές, ενώ θα πρέπει να είναι κοινές ή παγκόσμιες ειδήσεις και σχετικά σημαντικότερο. Αυτό προϋποθέτει ότι ο βαθμός συστηματικού κινδύνου είναι ο ίδιος σε περιουσιακά στοιχεία σε διάφορες χώρες. στο βαθμό που δεν είναι, η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση δεν εί-

ναι ολοκληρωμένες και οι τοπικές ειδήσεις μπορεί να συνεχίσουν να επηρεάζουν τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Τα μέτρα βάσει ποσοτήτων ποσοτικοποιούν τις επιδράσεις των τριβών που αντιμετωπίζει η ζήτηση και παροχή επενδυτικών ευκαιριών. Όταν είναι διαθέσιμα, θα χρησιμοποιήσουμε τα στατιστικά στοιχεία πληροφορίες σχετικά με την ευκολία πρόσβασης στην αγορά, όπως διασυνοριακές δραστηριότητες ή καταλόγους. Επιπλέον, μπορεί να υπάρχουν στατιστικά στοιχεία σχετικά με τις διασυνοριακές συμμετοχές ορισμένων θεσμικών επενδυτών που χρησιμοποιείται ως μέτρο της μεροληψίας του χαρτοφυλακίου στο σπίτι. Φυσικά, κανένα μέτρο δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για όλους δεδομένου ότι οι ιδιαιτερότητες ορισμένων αγορών ή τα διαθέσιμα δεδομένα για την εφαρμογή ενός μέτρου μπορούν διαφέρουν μεταξύ των αγορών. Ωστόσο, το πνεύμα είναι το ίδιο σε όλες τις αγορές, καθώς συλλαμβάνει την έκταση πιθανών ασυμμετριών. Συνοπτική παρουσίαση των μέτρων ενσωμάτωσης για κάθε τμήμα του τομέα χρηματοπιστωτικού συστήματος και του τρόπου με τον οποίο συνδέονται μεταξύ τους είναι διαθέσιμος.

Οι δείκτες που παρουσιάζονται βασίζονται κυρίως στα δεδομένα που έχουν ήδη συλλεχθεί. Ο Pagano (2002) προτείνει μια καινοτομία που πρέπει να συλλέγει τα δεδομένα για τους δείκτες χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης νέες ειδικά σχεδιασμένες έρευνες, ιδίως σε δύο τομείς:

1. Έρευνες για μέτρηση σε πρόσβαση των επιχειρήσεων σε αγορές ξένων πιστώσεων και ασφάλειας και
2. Έρευνες για το χρηματοπιστωτικό προϊόν τιμές για να εκτιμηθεί κατά πόσον ο νόμος μιας τιμής διατηρεί τις χρηματοπιστωτικές αγορές της ΕΕ.

Ο Schäfer (2009) παρουσιάζει ότι η ταξινόμηση των δεικτών ενσωμάτωσης μπορεί να προσαρμοστεί στον τύπο των συλλεγόμενων δεδομένων ή τις αποκαλυφθείσες πληροφορίες. Με αυτή την προσέγγιση, οι δείκτες είναι είτε βάσει στατιστικών στοιχείων σχετικά με τις πραγματικές επιχειρηματικές δραστηριότητες (π.χ. επιτόκιο στατιστικές) ή με έρευνες σχετικά με τη συμπεριφορά και τις προθέσεις των τραπεζών και των καταναλωτών. Για τα παραδείγματα, μπορούν να χρησιμοποιηθούν έρευνες, να μάθουν για τις

διεθνείς στρατηγικές των τραπεζών ή περίπου στάσεις των καταναλωτών έναντι των αλλοδαπών παρόχων. Όσον αφορά το είδος των πληροφοριών που εξορύσσονται, οι δείκτες μπορούν να είναι είτε ποιοτικοί είτε ποσοτικοί. Η τελευταία κατηγορία, με τη σειρά της, μπορεί να είναι με βάση τον όγκο ή με βάση τις τιμές. Οι δείκτες μπορούν επίσης να ταξινομηθούν ανάλογα με τη συνεισφορά τους στο μέτρηση της ολοκλήρωσης όπως ορίζεται στους τρεις ορισμούς του όρου που δίνεται παραπάνω. Κατά συνέπεια υπάρχουν:

1. Δείκτες που απεικονίζουν το βαθμό στον οποίο οι οικονομικοί στόχοι που συνδέονται με την ολοκλήρωση. Με άλλα λόγια, ποια ήταν η πρόοδος για την επίτευξη της ολοκλήρωσης.

2. Δείκτες που απεικονίζουν εάν οι τράπεζες και οι καταναλωτές αντιλαμβάνονται την ενιαία εσωτερική αγορά στο σύνολό τους ως εγχώρια αγορά.

3. Δείκτες που απεικονίζουν το βαθμό στον οποίο υπάρχουν οι νομικές προϋποθέσεις για τις τράπεζες και οι καταναλωτές να υιοθετήσουν μια πανευρωπαϊκή άποψη, δηλαδή πόσο μακριά έχουν τα τεχνητά εμπόδια έχουν αφαιρεθεί.

Μπορεί να προκύψουν δύο προβλήματα με καθεμία από τις τρεις ομάδες δεικτών. Πρώτον, μπορεί να είναι δύσκολο να μετρήσετε σωστά τις μεταβλητές που εισάγονται στην αντίστοιχη ένδειξη λόγω περιορισμένη διαθεσιμότητα δεδομένων. Δεύτερον, αν αυτό δεν είναι ένα ζήτημα, τότε θα πρέπει να ελέγξετε αν ο υπολογισμός του δείκτη επιτρέπει εποικοδομητικές δηλώσεις σχετικά με την κατάσταση της λιανικής τραπεζικής ολοκλήρωσης της αγοράς (Schäfer, 2009).

4.6 Πρόοδος στην Οικονομική Ένταξη στην Ευρωπαϊκή Ένωση

Η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση δεν θεωρείται πάντοτε ως σημαντικό και κυρίαρχο μέρος της οικονομική ολοκλήρωση στην Ευρώπη. Στις πρώτες ημέρες της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης, η απελευθέρωση έχει επικεντρωθεί στο εμπόριο άνθρακα και χάλυβα. Η ενωμένη νομισματική πολιτική έχει γίνει ζήτημα της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης στα τέλη της δεκαετίας του

1960 λόγω της απειλής της σταθερότητας της συναλλαγματικής ισοτιμίας που επιβλήθηκε από το σύστημα του Bretton Woods. Η χρηματοδότηση και η οικονομική ολοκλήρωση διαδραμάτισαν μόνο ένα περιορισμένου ρόλου σε αυτή τη φάση της ευρωπαϊκής οικονομικής ολοκλήρωσης, αντανακλώντας τη στάση απέναντι χρηματοδότηση και χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση που επικρατεί τις πρώτες τρεις δεκαετίες μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο.

Ούτε οι ακαδημαϊκοί ούτε οι υπεύθυνοι για τη χάραξη πολιτικής θεωρούσαν τη χρηματοδότηση ή την οικονομική ολοκλήρωση ως σημαντικές οδηγούς ανάπτυξης. Οι περισσότεροι εμπνεύστηκαν από τον Joan Robinson και τον Robert Lucas φάνηκε να υποστηρίζει την αντίληψη ότι η χρηματοδότηση δεν επηρεάζει την ανάπτυξη και την ανάπτυξη. Ο Ρόμπινσον (1952) δηλώνει "όπου οι επιχειρήσεις οδηγούν τη χρηματοδότηση ακολουθούν". Ο Lucas (1988) το επιβεβαιώνει οι οικονομολόγοι υποβαθμίζουν άσχημα τον ρόλο των οικονομικών παραγόντων στην οικονομική ανάπτυξη. Ακαδημαϊκή η βιβλιογραφία σχετικά με τη σχέση χρηματοδότησης και ανάπτυξης εμφανίστηκε μόνο στα τέλη της δεκαετίας του '80. Υπήρχαν, ωστόσο, ορισμένοι υπερασπιστές της οικονομικής ολοκλήρωσης ως κινητήρια δύναμη της ανάπτυξης. Ο Bagehot (1873) διαπίστωσε ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελεί κρίσιμο παράγοντα για την ανάφλεξη της εκβιομηχάνισης στην Αγγλία διευκολύνοντας την κινητοποίηση κεφαλαίων για τεράστια έργα. Ο Levine (1993) συμφωνούν με Schumpeter και τη θεωρία του, ότι τα χρηματοπιστωτικά συστήματα μπορούν να προωθήσουν την οικονομική ανάπτυξη και αυτό οι τράπεζες είναι σημαντικοί μηχανισμοί χρηματοδότησης των επιχειρηματιών, οι οποίοι οδηγούν στην οικονομική ανάπτυξη.

Η βασική ώθηση για την ευρωπαϊκή χρηματοοικονομική ολοκλήρωση παρέχεται από την ευρωπαϊκή ενιαία. Σχέδιο αγοράς που επέτρεψε την ελεύθερη κυκλοφορία αγαθών, προσώπων, υπηρεσιών και κεφαλαίων. Η πρόοδος της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης σχετίζεται με τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και την ευρεία οικονομική κατάσταση. Κατευθυντήριες γραμμές πολιτικής που συνδέονται με τη στρατηγική της Η ίδρυση του Οικονομικού και Οικονομικού Συμβουλίου. Η Νομισματική Ένωση θεωρείται επίσης ως εξαιρετικά σημαντικό κίνητρο για την Ευρωπαϊκή Ένωση

οικονομική ολοκλήρωση. Η κυριότερη δήλωση υπέρ της ευρωπαϊκής χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης μπορεί να βρεθεί στον ορισμό της αποστολής του Ευρωσυστήματος: «Εμείς στο Ευρωσύστημα έχουμε ως πρωταρχικός στόχος μας είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών για το κοινό καλό. Ενεργώντας επίσης ως μια κορυφαία οικονομική αρχή, επιδιώκουμε να διασφαλίσουμε τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και να προωθήσουμε την οικονομική ενσωμάτωση".

Η υπάρχουσα βιβλιογραφία καταλήγει γενικά στο συμπέρασμα ότι η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση εντός της ζώνης του ευρώ είναι εμφανής και διευρυνόμενη. Από την άλλη πλευρά, τα αποδεικτικά στοιχεία σχετικά με τη χρηματοπιστωτική ενοποίηση μεταξύ της ομάδας παλαιών και νέων κρατών μελών της ΕΕ δεν είναι τόσο ομοιογενής. Παρ'όλα αυτά, ο Ευρωπαίος Η Επιτροπή (2009) καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η ολοκλήρωση μεταξύ των παλαιών και των νέων τμημάτων του η ΕΕ προχωρεί με ταχύ ρυθμό, αν και σε διαφορετική μορφή από αυτή της ζώνης του ευρώ μελών. Ο πιο πρόσφατος παράγοντας με σημαντική επιρροή στην ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση είναι παγκόσμια οικονομική κρίση. Ωστόσο, τα αποτελέσματα διαφέρουν σημαντικά μεταξύ των χρηματοπιστωτικών συστημάτων τμήματα και χώρες. Επιπλέον, διάφορα μέτρα οδηγούν σε ασυνεπή αποτελέσματα. Η Αγγελόνη (2010) επισημαίνει ότι κατά την ερμηνεία των αποτελεσμάτων θα πρέπει να ληφθεί υπόψη το γεγονός ότι η χρηματοπιστωτική κρίση είχε αρκετές φάσεις και συνίστατο σε τραπεζικές κρίσεις και κυρίαρχη κρίση. Ως εκ τούτου, η ανάπτυξη της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης κατά τη διάρκεια της περιόδου κρίσης είναι μάλλον ταραγμένη.

4.6.1 Ενσωμάτωση των Χρηματαγορών

Σύμφωνα με τους Cassola et al(2010) οι ενιαίες αποφάσεις νομισματικής πολιτικής θα πρέπει να επηρεάζουν όλη τη ζώνη του ευρώ χώρες με τον ίδιο τρόπο. Η χρηματοπιστωτική και νομισματική ολοκλήρωση ενισχύει το καθένα με την οικονομική ολοκλήρωση που προωθεί τη διαδικασία της νομισματικής ένωσης και τη νομισματική ένωση ενισχύοντας τις προσπάθειες για την αύξηση της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης

(Winkler, 2010). Τα διαθέσιμα αποδεικτικά στοιχεία (Hartmann et al., 2001, Gaspar et al., 2001 ή Perez-Quiros και Mendizabal, 2006) υποδηλώνει ότι τόσο τα ακάλυπτα όσο και τα ασφαλισμένα τμήματα των χρηματαγορών έχουν φτάσει σε υψηλό βαθμό ολοκλήρωσης. Δεν υπάρχει μόνο υψηλό επίπεδο ολοκλήρωσης στις αγορές χρήματος της ζώνης του ευρώ αλλά η ταχύτητα σύγκλισης είναι πολύ υψηλή. Μια πολύ γρήγορη σύγκλιση του τα επιτόκια εντοπίστηκαν σε όλη την Ευρώπη (ΕΚΤ, 2005α).

Ομοίως, η ΕΚΤ (2010) καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η χρηματαγορά της ζώνης του ευρώ χαρακτηρίζεται από υψηλό βαθμό ολοκλήρωσης από τότε λίγο μετά την εισαγωγή του ευρώ το 1999. Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική αναταραχή αντιπροσωπεύει ένα σημαντικό επεισόδιο στην αναπτυξιακή πορεία της ολοκλήρωσης των αγορών χρήματος. Οι αγορές χρήματος πλήττονται σοβαρά από την κρίση εξαιτίας της λειτουργία της διοχέτευσης κεφαλαίων για να μπορέσουν οι τράπεζες να καλύψουν τις πιο άμεσες ανάγκες χρηματοδότησής τους. Αυτό καθιστά τις αγορές χρήματος ευάλωτες και ευαίσθητες σε κίνδυνο αντισυμβαλλομένου. Μετά τον Αύγουστο 2007, οι διασυννοριακοί όγκοι συναλλαγών στις χρηματαγορές μειώθηκαν σημαντικά. ΕΚΤ (2010) και Cassola et al(2010) αναγνωρίζουν την πτώχευση της Lehman Brothers ως σημαντικό ορόσημο γεγονός που προκάλεσε περαιτέρω μείωση των διασυννοριακών όγκων και ισχυρή αύξηση των ξένων ασφαλιστρών.

Αυτή η φάση μετά το Lehman ακολουθήθηκε από μια περίοδο που ξεκίνησε τον Μάιο-Ιούνιο του 2009 και χαρακτηρίστηκε με τη σταδιακή επιστροφή σε πιο σταθερές συνθήκες από τη βελτίωση της δραστηριότητας της δείκτες χρηματοπιστωτικής ακεραιότητας. Αυτή η σταθεροποίηση και βελτίωση υποστηρίχθηκαν επίσης από τα μέτρα που ενέκρινε το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ τα οποία ενίσχυαν και ενοποίησαν τα εν λόγω μέτρα κέρδη, με περαιτέρω ευεργετικές συνέπειες για την οικονομική ολοκλήρωση. Ωστόσο, η κυρίαρχη κρίση του 2004 ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ και της ΕΕ εντάθηκαν τον Φεβρουάριο-Μάρτιο του 2010 και επέστρεψαν την αστάθεια στις χρηματαγορές. Οι δείκτες χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης επιδεινώθηκαν σε επίπεδα που καταγράφηκε κατά τη διάρκεια της κρίσης της οικονομικής κρίσης.

Για παράδειγμα, χρησιμοποιούμε έναν από τους δυνατούς δείκτες βάσει τιμών - το πρότυπο της εγκάρσιας τομής απόκλιση των επιτοκίων δανεισμού κατά τη διάρκεια της νύχτας Eonia (μέσος δείκτης ευρώ κατά τη διάρκεια της νύχτας) σε ευρώ (εικ. 2). Η φάση της προετοιμασίας για το ενιαίο νόμισμα αντικατοπτρίζεται στη σημαντική αύξηση του βαθμού ολοκλήρωσης. Οι επιπτώσεις των χρηματοπιστωτικών και κρατικών κρίσεων είναι προφανείς επίσης. Παρόμοια αποτελέσματα μπορούν να προκύψουν εάν το Euribor (Euro Interbank Offered Rate), Για τον υπολογισμό της ολοκλήρωσης χρησιμοποιούνται το Eurero (European Repos Market rates) ή το Eonia Swap δείκτης. Χρηματοοικονομική ολοκλήρωση των αγορών χρήματος των χωρών της ζώνης του ευρώ και της νέας ΕΕ (Τσεχική Δημοκρατία, Ουγγαρία, Πολωνία, Σλοβακία και Σλοβενία) Babetskii et al(2009). Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η ταχύτητα σύγκλισης ήταν κάπως χαμηλότερη στην Τσεχική Δημοκρατία και τη Σλοβακία κατά την περίοδο Ιανουαρίου 1995 - Ιουλίου 2007. Οι σλοβενικές χρηματαγορές έχουν επιτύχει υψηλότερο βαθμό ολοκλήρωσης, το οποίο συνδέεται με το δικό της ολοκλήρωσε τη διαδικασία υιοθέτησης του ευρώ. Κατά την περίοδο από τον Αύγουστο του 2007 έως τον Ιανουάριο του 2009, οι υπολογισμοί δείχνουν ότι οι περισσότερες χώρες σημείωσαν επιβράδυνση της σύγκλισης των αποδόσεων προς την κατεύθυνση αυτά στη ζώνη του ευρώ. Η ολοκλήρωση της χρηματαγοράς επιταχύνθηκε εκείνη τη στιγμή μόνο στη Σλοβακία δεδομένου ότι η χώρα προετοιμαζόταν για την υιοθέτηση του ευρώ.

4.6.2 Ενσωμάτωση των Αγορών Ομολόγων

Η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση των αγορών ομολόγων εξετάζεται συνήθως ξεχωριστά για τα κρατικά ομόλογα τις αγορές και τις αγορές εταιρικών ομολόγων. Εκτός από την ενσωμάτωση στη ζώνη του ευρώ, ορισμένες μελέτες επικεντρώθηκαν στην ενσωμάτωση στο σύνολο της ΕΕ και στην ολοκλήρωση της ΕΕ και άλλα κέντρα του κόσμου.

Αγορά κρατικών ομολόγων

Οι προηγούμενες μελέτες δεν παρέχουν συνεπή ευρήματα σχετικά με το επίπεδο χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης αγοράς ομολόγων. Abad et al(2009) εφαρμόζουν ειδησεογραφικούς δείκτες για τα κρατικά ομόλογα αγορές και αναφέρει μάλλον ατελή ολοκλήρωση από τον Ιανουάριο του 1999 έως τον Ιούνιο του 2008. Σχετικά με την από την άλλη πλευρά, οι δείκτες βάσει τιμών δείχνουν ότι οι αγορές κρατικών ομολόγων ήταν ιδιαίτερα υψηλές κατά την περίοδο αυτή, αν και τα διαδοχικά περιθώρια απόδοσης μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων σχετίζονταν. Η Γερμανία παραμένει. Στην πραγματικότητα υπήρξε σημαντική ενσωμάτωση σε ορισμένες χώρες " αγορές κρατικών ομολόγων πριν από την έναρξη της ΟΝΕ. Για να καταδείξουμε τις διαφορές μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ, διαιρέσαμε τις χώρες σε τρεις ομάδες που παρουσιάζονται μεμονωμένα. Ομοίως με την ανάπτυξη του στις αγορές χρήματος μπορεί να πραγματοποιηθεί πολύ εντατική αντιστάθμιση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων πριν από την εισαγωγή του ευρώ. Οι αγορές κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ ήταν επίσης επηρεασμένη από τη χρηματοπιστωτική κρίση και τις επακόλουθες ενέργειες των κυβερνήσεων και των κεντρικών κυβερνήσεων τράπεζες. Όπως φαίνεται από το σχήμα 3, είναι δυνατόν να διαπιστωθεί ο σημαντικότερος αντίκτυπος της κρίσης μετά τον Ιανουάριο του 2010, όταν ορισμένες από τις χώρες (συγκεκριμένα Ελλάδα, Πορτογαλία και Ιρλανδία) σημείωσαν σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις των κρατικών ομολόγων σε σύγκριση με το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ.

Η εξέλιξη των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων δείχνει ότι από την αρχή των εντάσεων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα κατά την περίοδο 2007-2008 οι αγορές κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ είχαν ένα τάση προς μεγαλύτερη τμηματοποίηση και διαφοροποίηση. Κατά τον υπολογισμό του δείκτη βήτα-σύγκλισης, όπου το βήτα αντιπροσωπεύει το εκτιμώμενο συσχέτιση των μεταβολών της απόδοσης των 10ετών κρατικών ομολόγων μιας συγκεκριμένης χώρας με αλλαγές στην απόδοση των γερμανικών ομολόγων, διαπιστώθηκε αυξανόμενη ολοκλήρωση (Σχήμα 4). Οι betas ήταν ποικίλες ουσιαστικά έως το 1998 και στη συνέχεια συγκλίνουν

προς το 1, το τέλειο επίπεδο ολοκλήρωσης (ΕΚΤ, 2005β). Η χρηματοπιστωτική κρίση επιδείνωσε σημαντικά τους συντελεστές βήτα ορισμένων χωρών της ζώνης του ευρώ όπως η Ελλάδα, η Ισπανία και η Ιταλία.

Οι Carriello et al(2006) εξετάζουν την οικονομική ολοκλήρωση μεταξύ των αγορών ομολόγων του ευρώ περιοχή και επιλέχθηκαν νέα κράτη μέλη της ΕΕ κατά την περίοδο 2000-2005 και δύο υπο- περιόδους: προσύγκλιση (2000-2002) και σύγκλιση (2003-2005). Υπολογίζουν απόδοση συν-κινήσεις και να διαπιστώσει ότι η ένταξη αυξάνεται μόνο για την Τσεχική Δημοκρατία και την Πολωνία (έναντι της Γερμανίας ως δείκτη αναφοράς για τη ζώνη του ευρώ). Babetskii et al(2009) διερευνούν επίσης τη χρηματοοικονομική ολοκλήρωση μεταξύ των αγορών ομολόγων της των χωρών της ζώνης του ευρώ και των νέων χωρών μελών της ΕΕ (Τσεχική Δημοκρατία, Ουγγαρία, Πολωνία, Σλοβακία και Σλοβενία). Εφαρμόζουν διάφορα μέτρα βασισμένα σε ειδήσεις και με βάση τις τιμές η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση και τα συνοπτικά αποτελέσματα που δείχνουν στοιχεία για σχετικά ισχυρή και σταδιακή αύξηση της ολοκλήρωσης των αγορών νέων μελών της ΕΕ προς τα επίπεδα της ΕΕ οικονομίες της ζώνης του ευρώ. Αυτό συνέβη κυρίως για την περίοδο από τον Ιανουάριο του 1995 έως τον Ιούλιο 2007.

Αγορά εταιρικών ομολόγων

Η αγορά εταιρικών ομολόγων είναι σχετικά νεότερη από την αγορά κρατικών ομολόγων. Η αγοράς βραχυπρόθεσμων τίτλων έχει δείξει ελάχιστα σημάδια ολοκλήρωσης, κυρίως λόγω του διαφορές στις πρακτικές και στα πρότυπα της αγοράς. Δεδομένου ότι οι συμβάσεις εμπορικού χαρτιού ποικίλουν χώρες λόγω των διαφορών στα νομικά συστήματα και των κανονιστικών απαιτήσεων, της αγοράς για τα βραχυπρόθεσμα έγγραφα στην Ευρώπη παρέμειναν σε μεγάλο βαθμό εσωτερικού χαρακτήρα (Kalemli-Ozcan και Manganelli, 2008). Σύμφωνα με την ετερογένεια των εταιρικών ομολόγων, δεν είναι δυνατό να αναλυθεί το ολοκλήρωση με την απλή σύγκριση των αποδόσεων ομολόγων κατά την επιλεγμένη χρονική

περίοδο. Η απόδοση σε ένα εταιρικό ομόλογο συνήθως εξαρτάται από διάφορους παράγοντες, όπως η πίστωση του ομολόγου τη διάρκεια, τη διάρκεια, τη ρευστότητα και τη διάρθρωση των ταμειακών ροών. Πρέπει να υπάρχει πλήρης ένταξη επιβεβαιώνεται από την ίδια επίδραση συγκεκριμένων παραγόντων σε όλες τις χώρες. Ως εκ τούτου, περισσότερο οι εξελιγμένες μέθοδοι μέτρησης της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης στις αγορές αυτές πρέπει να είναι εφαρμοσμένος. Συνήθως εξετάζεται ο αντίκτυπος της χώρας στην οποία εκδόθηκε το ομολογιακό δάνειο.

Στην περίπτωση μέτρων ενσωμάτωσης βάσει τιμών, υπάρχει μια δοκιμασία αν οι αποδόσεις που είναι προσαρμοσμένες στον κίνδυνο έχουν συστηματική συνιστώσα χώρας. Σε μια ολοκληρωμένη αγορά, το ποσοστό του συνόλου η διακύμανση του περιθωρίου απόδοσης που εξηγείται από τις επιδράσεις στη χώρα πρέπει να είναι κοντά στο μηδέν (ΕΚΤ, 2007). Baele et al(2004) διερευνούν την ολοκλήρωση των αγορών εταιρικών ομολόγων με την εκτίμηση του την εγκάρσια τομή κατά την περίοδο 1998-2003. Στην ανάλυση, η απόδοση εξαπλώνεται σε ένα το εταιρικό ομόλογο, σε σχέση με την απόδοση των κρατικών ομολόγων αναφοράς, αναλύθηκε σε συνιστώσα κοινό για όλους και στοιχείο που οφείλεται στο μέγεθος του κουπονιού του εταιρικού ομολόγου, χρόνος έως τη διάρκεια, τη ρευστότητα, τον τομέα και την πιστωτική ποιότητα. Επιβάλλεται ότι οι παράμετροι που σχετίζονται με αυτές οι παράγοντες είναι ίσοι για όλα τα ομόλογα, ανεξάρτητα από τη χώρα προέλευσης. Οι συντάκτες προτείνουν ότι το οι αγορές εταιρικών ομολόγων στις χώρες που αναλύονται είναι εύλογα ενσωματωμένες μεταξύ τους. Το συμπέρασμα αυτό επιβεβαιώνεται από την έρευνα της ΕΚΤ (2005b). Μελετούν τον εταιρικό δεσμό αγορών στη ζώνη του ευρώ χρησιμοποιώντας μέτρα βάσει τιμών και ποσότητας. Όλες οι εναλλακτικές λύσεις προσεγγίσεις οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι αγορές είναι καλά ενσωματωμένες.

Παρουσιάζουμε την ανάπτυξη της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης στις αγορές εταιρικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ με βάση τη διασπορά των 5ετών ασφαλιστρων CDS (swap credit default) μεταξύ των κορυφαίων των τηλεπικοινωνιακών επιχειρήσεων και των εμπορικών τραπεζών σε όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ (διάγραμμα 5). 1 αγορές

θεωρούνται ολοκληρωμένες εάν η διασπορά είναι μηδενική. Για καλύτερη σύγκριση του στις αγορές κρατικών και εταιρικών ομολόγων αναφέρουμε τον ίδιο δείκτη για τα κρατικά ομόλογα. Μπορούμε να προσδιορίσουμε με σαφήνεια τις συνέπειες της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής αναταραχής και την επακόλουθη κρατική κρίση σε ορισμένες ευρωπαϊκές χώρες. Ενώ οι αγορές κρατικών ομολόγων έδειξαν σταθερά ένα υψηλότερο επίπεδο ολοκλήρωσης από τις αγορές εταιρικών ομολόγων πριν από την κρίση, την κατάσταση άλλαξε το 2009, όταν τα αποτελέσματα της κρίσης άρχισαν να αντικατοπτρίζονται περισσότερο στη δημοσιονομική πολιτική και στο κοινό χρηματοδότηση των μελών της ζώνης του ευρώ. Οι τομείς των τραπεζών σε πολλές χώρες της ζώνης του ευρώ ήταν κάτω από σοβαρές πιέσεις κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Η αστάθεια των τραπεζικών τομέων συνέβαλε την ουσιαστική μείωση της ολοκλήρωσης στις αγορές τραπεζικών ομολόγων. παρόλο που οι αγορές ομολόγων τηλεπικοινωνιών ακολούθησαν παρόμοια εξέλιξη, η κρίση η επιδείνωση της ολοκλήρωσης δεν ήταν τόσο αξιοσημείωτη και φαινόταν περισσότερο ολοκληρωμένη κατά τη διάρκεια τους παραγμένους χρόνους κρίσης.

Σύμφωνα με τον Avadanei (2010), οι δείκτες βάσει ποσοτήτων δείχνουν επίσης αυξανόμενο βαθμό ολοκλήρωσης των αγορών εταιρικών ομολόγων. Για παράδειγμα, η κατοχή μακροπρόθεσμων χρεογράφων που εκδίδονται από τις κυβερνήσεις και τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις της ζώνης του ευρώ που κατέχονται από κατοίκους άλλων (μη εγχώριων) χωρών της ζώνης του ευρώ συνέχισαν να αυξάνονται κατά τα προηγούμενα έντεκα χρόνια, αν και σημειώθηκε μείωση κατά τη διάρκεια της πρόσφατης περιόδου χρηματοπιστωτικής κρίσης. Νομισματική χρηματοοικονομική ταπιστωτικά ιδρύματα αύξησαν σημαντικά τη διασυνοριακή τους κατοχή χρεωστικών τίτλων από το τέλος της δεκαετίας του 1990, από περίπου 10% έως σχεδόν 60%. Συγκεκριμένα, η κατοχή ομολόγων που έχουν εκδοθεί από μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις έχουν αυξηθεί σημαντικά από πολύ χαμηλό επίπεδο, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι επενδυτές διαφοροποιούν όλο και περισσότερο τα χαρτοφυλάκια τους σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ.

Ενσωμάτωση των αγορών μετοχών

Λόγω του υψηλού βαθμού ανομοιογένειας των αποδόσεων των μετοχών, η μέτρηση της ενσωμάτωσης των μετοχών οι αγορές μετοχών είναι ακόμη πιο προβληματικές από την αξιολόγηση της ενοποίησης των χρημάτων και των ομολόγων αγορές. Ωστόσο, η ΕΚΤ (2010) αναφέρει ότι υπάρχουν εναλλακτικά μέτρα για τα ίδια κεφάλαια της ζώνης του ευρώ η ολοκλήρωση των αγορών δείχνει παρόμοια εξέλιξη όπως στις αγορές χρήματος και ομολόγων. Το περισσότερο ο κοινός δείκτης βάσει τιμών που χρησιμοποιείται στις χρηματιστηριακές αγορές είναι ο διασκορπισμός της χώρας και του κλάδου σε μηνιαίες αποδόσεις μετοχών. Τα αποτελέσματα δείχνουν την αυξανόμενη ένταξη στη ζώνη του ευρώ από τότε. Ωστόσο, η ανάπτυξη αυτού του μέτρου άλλαξε την τάση μετά τον Οκτώβριο του 2007, τα πλεονεκτήματα μιας γεωγραφικής διαφοροποίησης έχουν γίνει μεγαλύτερα από αυτά ενός τομέα διαποικίληση.

Οι δείκτες που βασίζονται σε ποσοότητες φαίνεται να είναι οι καλύτεροι για την αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης των ιδίων κεφαλαίων αγορές. Σύμφωνα με την ΕΚΤ (2010), βάσει των ποσοτικών δεικτών προκύπτει ότι ο βαθμός η ένταξη στις αγορές αυτές αυξάνεται. Οι συμμετοχές σε μετοχές που εκδόθηκαν σε άλλη ζώνη του ευρώ χώρες αυξάνονται. Όσο πιο διεθνείς είναι τα χαρτοφυλάκια των επενδυτών, τόσο πιο ολοκληρωμένα είναι τις αγορές μετοχών. Αν και οι συνολικές διασυννοριακές συμμετοχές αυξάνονται, οι επενδυτές έχουν προσανατολισμένη στις μετοχές που εκδίδονται στη ζώνη του ευρώ από ό,τι σε χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ. Ενώ η χρηματοπιστωτική κρίση επιβράδυνε μόνο την αυξανόμενη τάση στις συμμετοχές εντός της ζώνης του ευρώ προκάλεσε αντιστροφή της τάσης των συμμετοχών εκτός της ζώνης του ευρώ.

Παρόμοια αποτελέσματα που προκύπτουν από την εφαρμογή των ποσοτικών δεικτών παρουσιάζονται στο Pagano (2002). Δείχνει έναν αυξανόμενο βαθμό ολοκλήρωσης της χρηματιστηριακής αγοράς στο ευρώ χώρες της δεκαετίας του '90. Οι Carpiello et al(2006) εξετάζει τη χρηματοοικονομική ενσωμάτωση των ιδίων κεφαλαίων αγορές της ζώνης

του ευρώ και των νέων χωρών της ΕΕ (Κύπρος, Τσεχική Δημοκρατία, Εσθονία, Ουγγαρία, Λετονία, Πολωνία και Σλοβενία). Αναδεικνύουν την αύξηση του βαθμού ολοκλήρωσης μεταξύ 1994 και 2005. Σημαντικά ασθενέστερες κοινές μετακινήσεις της ζώνης του ευρώ και της ΕΕ μέλη πριν από το 2000. Η αυξανόμενη ενσωμάτωση στο δεύτερο μέρος της ανάλυσης η περίοδος καθοδηγείται κυρίως από μεγαλύτερα νέα μέλη της ΕΕ (Τσεχική Δημοκρατία, Ουγγαρία και Πολωνία). Τα μικρά νέα μέλη της ΕΕ ήταν σχεδόν ανεξάρτητα πριν από το 2000 και μόνο μερικά από αυτά (Εσθονία, Κύπρος) μετά το 2000 πέτυχε οριακή πρόοδο στην ολοκλήρωση. Babetskii et al(2009) εκτιμάται η οικονομική ολοκλήρωση των χρηματιστηριακών αγορών της ζώνης του ευρώ χώρες και τις νέες χώρες της ΕΕ (Τσεχική Δημοκρατία, Ουγγαρία, Πολωνία, Σλοβακία, Σλοβενία).

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι αποδόσεις των χρηματιστηρίων της Τσεχίας και της Ουγγαρίας συγκλίνουν εκείνων των αντίστοιχων χρηματοπιστωτικών μέσων της ζώνης του ευρώ σχετικά γρήγορα την περίοδο Ιανουάριος 1995 - Ιούλιος 2007. Η ολοκλήρωση αυτή ήταν ακόμη πιο γρήγορη από ό, τι σε ορισμένες χώρες της ζώνης του ευρώ όπως η Αυστρία ή η Πορτογαλία.

4.6.3 Θεσμικό Πλαίσιο Οικονομικής Ολοκλήρωσης

Σύμφωνα με τον Tumpel (2006), η ενσωμάτωση του θεσμικού πλαισίου είναι κρίσιμη για την οικονομική ολοκλήρωση καθώς δημιουργεί και αποτυπώνει το πεδίο δράσης για όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά. Επικεντρωνόμαστε την ενσωμάτωση της χρηματοπιστωτικής υποδομής και την ολοκλήρωση (εναρμόνιση) των αντίστοιχων νομοθετικού πλαισίου.

Χρηματοδοτική υποδομή

Η χρηματοπιστωτική υποδομή μπορεί να οριστεί ως ένα σύνολο θεσμών που επιτρέπουν την αποτελεσματικότητα πράξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Σύμφωνα με τον Gisiger και τον Weber (2005) η υποδομή αποτελείται γενικά από τρία βασικά στοιχεία:

1. Ένα σύστημα που απαιτείται για τις πληρωμές και μεταβίβαση τίτλων (πάροχος εκκαθάρισης και διακανονισμού),
2. Σύστημα πληρωμών ακαθάριστου διακανονισμού και
3. Χρηματιστήριο.

Η International Finance Corporation (2010) κατανοεί τα οικονομικά υποδομή ως θεμέλιο για ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα που περιλαμβάνει όλα τα θεσμικά όργανα, πληροφορίες, τεχνολογίες και κανόνες και πρότυπα που επιτρέπουν τη χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση. Είναι τη συγχώνευση των συστημάτων πληρωμών, τα γραφεία πληροφοριών για τις πιστώσεις και τα μητρώα ασφαλειών. Ενσωμάτωση των χρηματοπιστωτικών υποδομών επηρεάζεται συνεπώς από το ισχύον νομικό και κανονιστικό πλαίσιο για τις πράξεις του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών υποδομών θα πρέπει να καταστήσει τις χρηματοπιστωτικές αγορές πιο αποτελεσματικές και να οδηγήσουν για εξοικονόμηση κόστους. Αυτός είναι ο κύριος λόγος για τον οποίο η ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική υποδομή επιδιώκει ένα υψηλότερο βαθμό ολοκλήρωσης. Πολλές πρωτοβουλίες ένταξης και εναρμόνισης στην Ευρωπαϊκή Ένωση οι χρηματοπιστωτικές υποδομές υπάρχουν κυρίως στη ζώνη του ευρώ, αλλά δεν έχουν ακόμη εφαρμοστεί πλήρως.

Τα δύο έργα ολοκλήρωσης με υψηλότερο επίπεδο ανάπτυξης εντός της ζώνης του ευρώ είναι τα Ενιαίος χώρος πληρωμών σε ευρώ (SEPA) και το Διευρωπαϊκό Αυτοματοποιημένο Ακαθάριστο Πραγματικό Χρόνο (TARGET2). Ο SEPA αντικατέστησε το 2011 όλα τα εθνικά συστήματα πληρωμών στις χώρες της ζώνης του ευρώ. Ως εκ τούτου, ο SEPA παρέχει το μέσο διασυνοριακής χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης. Δεν χρησιμοποιείται μόνο από τη ζώνη του ευρώ και τις χώρες της ΕΕ, αλλά συνδέει και μέλη του Ευρωπαϊκού Που δεν είναι μέλη της ΕΕ (Λιχτενστάιν, Ισλανδία και Νορβηγία, Ελβετία και Ιρλανδία) Μονακό που είναι η μόνη χώρα εκτός ΕΕ που χρησιμοποιεί το ευρώ κατόπιν συμφωνίας με την ΕΕ).

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ο στόχος αυτής της εργασίας ήταν να περιγράψει την έννοια της οικονομικής ολοκλήρωσης, να συγκρίνει τα οφέλη και τους κινδύνους της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης και συνοψίζει την πρόοδο της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης στην ΕΕ. Η υπάρχουσα βιβλιογραφία προσφέρει ποικίλους ορισμούς της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης. Ωστόσο, όλοι υπογραμμίζουν ότι η οικονομική ολοκλήρωση είναι η διαδικασία μέσω της οποίας των χρηματοπιστωτικών συστημάτων και των χρηματοπιστωτικών αγορών σε μια οικονομία σε άλλες οικονομίες ή σε άλλες χώρες του κόσμου. Βρήκαμε τρία σημαντικά πλεονεκτήματα της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης που αλληλοσυνδέονται. Ειδικότερα, διακρίνουμε περισσότερες ευκαιρίες για τον επιμερισμό του κινδύνου και τη διαφοροποίηση των κινδύνων, καλύτερα την κατανομή κεφαλαίου μεταξύ των επενδυτικών ευκαιριών και τις δυνατότητες υψηλότερων οικονομικών ανάπτυξης.

Η αποτελεσματική κατανομή των οικονομικών πόρων εξασφαλίζεται πλήρως μέσα στις ανταγωνιστικές αγορές. Ωστόσο πολλές αγορές της οικονομίας δεν λειτουργούν σε συνθήκες πλήρους ανταγωνισμού. Ο ατελής ανταγωνισμός, η ατελής πληροφόρηση, οι εξωτερικές οικονομίες και τα δημόσια αγαθά προκαλούν «αποτυχίες της αγοράς» και ευθύνονται για την οικονομική αναποτελεσματικότητα που παρατηρείται σε αρκετές αγορές της οικονομίας.

Αν και ζούμε στην εποχή της πληροφορίας η έλλειψη πλήρους πληροφόρησης στην αγορά της οικονομίας οδηγεί τα χρηματοοικονομικά μοντέλα σε αστοχίες και ατέλειες. Εδώ θα μπορούσαμε να πούμε ότι και η οικονομία ακολουθεί την οντότητά του ανθρώπου που είναι και αυτός από την φύση του ατελής.

Ορισμένοι οικονομολόγοι θεωρούν επίσης την οικονομική ανάπτυξη ως θετική επίδραση των ενσωματωμένων οικονομικών. Η οικονομική ανάπτυξη μειώνει τις ασύμμετρες πληροφορίες, αυξάνει την πληρότητα των αγορών, τη μείωση του κόστους των συναλλαγών, την αύξηση του ανταγωνισμού και, ως εκ τούτου, επηρεάζει θετικά την οικονομική ανάπτυξη

των χωρών που συμμετέχουν στη διαδικασία ολοκλήρωσης. Επί αφετέρου, αυξημένη ευπάθεια σε εξωτερικές μακροοικονομικές διαταραχές και οικονομικές κρίσεις μεταδίδεται σε μεγαλύτερη μεταβλητότητα της παραγωγής και της κατανάλωσης και συχνά θεωρείται ως το μεγαλύτερο μειονέκτημα της οικονομικής ολοκλήρωσης. Επιπλέον, ένας υψηλός βαθμός συγκέντρωσης κεφαλαίου οι ροές ή οι προ-κυκλικές κινήσεις στις βραχυπρόθεσμες ροές κεφαλαίων μπορούν επίσης να συμπεριληφθούν στις αρνητικές επιπτώσεις της οικονομικής ολοκλήρωσης.

Διαπιστώθηκε ότι η διεθνής οικονομική ολοκλήρωση αποτελεί επιθυμητή οικονομική στρατηγική για μικρές και μεσαίου μεγέθους χώρες σε έναν κόσμο συνεχών μεταβολών στην τεχνολογία και στην αγορά. Η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση αυξάνει αλλά και εξασφαλίζει, τις ξένες αγορές σε κάποια αγαθά και υπηρεσίες, μετριάζοντας το αναπόφευκτο κόστος που επιφέρει η αλλαγή. Η διεθνής οικονομική ολοκλήρωση δεν είναι επιλογή οικονομικής πολιτικής που να τρομάζει μικρού και μεσαίου μεγέθους χώρες. Το μόνο πράγμα που χάνουν οι χώρες αυτές είναι η αυταπάτη ότι η παγκόσμια οικονομική ολοκλήρωση είναι μια κακή επιλογή πολιτικής.

Αξιολογήσαμε επίσης τον βαθμό της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης που επιτεύχθηκε στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Οι αγορές χρήματος της ζώνης του ευρώ είναι σχεδόν πλήρως ενσωματωμένες. Επιπλέον, ο βαθμός ολοκλήρωσης στην αγορά κρατικών ομολόγων έχει γίνει πολύ υψηλός από την εισαγωγή του ενιαίου νόμισματος. Παρά το αυξανόμενο βαθμό ολοκλήρωσης και τη σημαντική μείωση της μεροληψίας σε μετοχικά χαρτοφυλάκια θεσμικών επενδυτών, η αγορά μετοχών της ζώνης του ευρώ παραμένει η μικρότερη ολοκληρωμένη.

Ενσωμάτωση της χρηματοπιστωτικής υποδομής και εναρμόνιση της χρηματοοικονομικής νομοθεσίας έχει προχωρήσει από το 1999. Στον τομέα αυτό, σημειώθηκε πρόοδος ιδιαίτερα στην εξέλιξη και εφαρμογή κοινών συστημάτων πληρωμών και διακανονισμού. Αντίθετα, μία χορογραφημένη πλατφόρμα διακανονισμού και ένα σύστημα για τη χρήση των κεντρικών τραπεζών «εμπορεύσιμοι και μη εμπορεύσιμοι» για τα περιουσιακά στοιχεία απαιτούν περαιτέρω ολοκλήρωση.

ΕΠΙΜΥΘΙΟ

Μια αγορά θεωρείται αποτελεσματική (τέλεια) όταν υπάρχει ορθολογική συμπεριφορά σε όλους εκείνους που συμμετέχουν στην αγορά, όταν υπάρχει τέλεια πληροφόρηση σε όλους και επίσης όταν δεν υπάρχουν κόστη αγοραπωλησίας και φορολογία. Στην πραγματικότητα δεν υπάρχει δυστυχώς αποτελεσματική (τέλεια) αγορά. Έτσι, η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση είναι καταδικασμένη να αποτύχει. Συγκεκριμένα για την ΕΕ αυτό φάνηκε κυρίως μετά την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης, κατά την οποία επλήγη σαν περισσότερο οι νότιες χώρες της ΕΕ και δημιουργήθηκαν ευρωσκεπτικιστικές τάσεις (αποχώρηση της Βρετανίας, δημοσιονομική αντίδραση της Ιταλίας, άνοδος ακραίων εθνικιστικών κομμάτων).

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Abad, P., Chuliá, H. Και Gómez-Puig, M. (2009) "Αγορά κρατικών ομολόγων της ΕΕ και της Ευρώπης ολοκλήρωση ", έγγραφο εργασίας της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας αριθ. 1079.

Agenor, PR (2003) "Οφέλη και Κόστος της Διεθνούς Χρηματοοικονομικής Ολοκλήρωσης: Θεωρία και Facts ", *World Economy* , 26: 1089-1118.

Angeloni, I. (2010) *Η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση στην Ευρώπη, σήμερα* . Βιέννη: Österreichische ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ.

Anadanei, A. (2010) "Η ενοποίηση της ευρωπαϊκής εταιρικής ομολογιακής αγοράς: τα διδάγματα της ONE", CEF Εργαστήριο Πανεπιστήμιο Alexandru Ioan Cuza Ar. 3.

Babetskii, I., Komárek, L. και Komárkova, Z. (2009) "Χρηματοοικονομική Ολοκλήρωση Χρηματιστηριακών Αγορών μεταξύ των νέων κρατών μελών της ΕΕ και της ευρωζώνης ", *Τσεχική Εφημερίδα των Οικονομικών και Οικονομικών Finance* , 57: 341-62.

Baele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E. Και Monnet, C. (2004) *Ενσωμάτωση στην ευρωζώνη* ", Σειρά ευκαιριακών χαρτιών της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας αριθ. 14.

Bagehot, W. (1873) *Lombard street*, Homewood, IL: Richard D. Irwin.

Baltzer, M., Cappiello, L., De Santis, RA και Manganelli, S. (2008) *Ένταξη στα νέα κράτη μέλη της ΕΕ* ", σειρά ευκαιριακών χαρτιών της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας Αριθ. 81.

Bonfiglioli, A. (2008) «Χρηματοοικονομική ολοκλήρωση, παραγωγικότητα και κεφαλαιακή συσσώρευση», *Journal of International Economics* , 76: 337-55.

Boyd, JH και Smith, BD (1992) "Διαμεσολάβηση και κατανομή ισορροπίας του Επενδυτικού Κεφάλαιο: Επιπτώσεις στην Οικονομική Ανάπτυξη ", *Journal of Monetary Economics* , 30: 409-32.

Brouwer, G. (2005) "Νομισματική και οικονομική ολοκλήρωση στην Ασία: Εμπειρικές αποδείξεις και Θέματα ", στην *Ασία Οικονομική Συνεργασία και Ένταξη* , Μανίλα: Ανάπτυξη της Ασίας Τράπεζα.

Cappiello, L., Gérard, B. Kadareja, A. Και Manganelli, S. (2006) "Χρηματοοικονομική ενσωμάτωση νέα κράτη μέλη της ΕΕ ", έγγραφο εργασίας αριθ. 683 της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

Cassola, N., Holthausen, C. και Lo Duca, M. (2010) "Η αναταραχή του 2007/2009: Μια πρόκληση για την ένταξη της χρηματαγοράς στη ζώνη του ευρώ; », στο *εργαστήριο της ΕΚΤ σχετικά με τις προκλήσεις έως το 2010 εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής πέρα από την αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές* , Φρανκφούρτη: ΕΚΤ.

ΕΚΤ (2011) *Χρηματοοικονομική ολοκλήρωση στην Ευρώπη*, Φρανκφούρτη επί του Μάιν: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

ΕΚΤ (2010) *Χρηματοοικονομική ολοκλήρωση στην Ευρώπη*, Φρανκφούρτη επί του Μάιν: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

ΕΚΤ (2007) *Χρηματοοικονομική ολοκλήρωση στην Ευρώπη*, Φρανκφούρτη επί του Μάιν: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

ΕΚΤ (2005a) *Μελέτη της αγοράς χρήματος του ευρώ 2004* , Frankfurt am Main: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

ΕΚΤ (2005β) *Χρηματοοικονομική ολοκλήρωση στην Ευρώπη*, Φρανκφούρτη επί του Μάιν: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

Οικονομική Επιτροπή για την Αφρική (2008) *Αξιολόγηση της περιφερειακής ολοκλήρωσης στην Αφρική III. Προς τη νομισματική και οικονομική ολοκλήρωση στην Αφρική*, Αντίς Αμπέμπα: Ηνωμένα Έθνη Οικονομική Επιτροπή για την Αφρική.

<https://el.wikipedia.org/wiki/> n.d.

https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9F%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE_%CE%BA%CE%B1%CE%B9_%CE%9D%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CF%83%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%B9%CE%BA%CE%AE_%CE%88%CE%BD%CF%89%CF%83%CE%B7.

<https://el.wikipedia.org/wiki/>, Πηγή:. n.d. Πηγή:

[https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9F%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AD%CF%82_%CE%B5%CE%BD%CF%8E%CF%83%CE%B5%CE%B9%CF%82_\(%CE%B4%CE%B9%CE%B5%CE%B8%CE%BD%CE%B5%CE%AF%CF%82\)](https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9F%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AD%CF%82_%CE%B5%CE%BD%CF%8E%CF%83%CE%B5%CE%B9%CF%82_(%CE%B4%CE%B9%CE%B5%CE%B8%CE%BD%CE%B5%CE%AF%CF%82)).

Manis, Athanasios. «London School of Economics, UK.» 25-26 June 2009. http://www.lse.ac.uk/europeanInstitute/research/hellenicObservatory/pdf/4th_%20Symposium/PAPERS_PPS/FOREIGN_SECURITY_POLICY/MANIS.pdf (πρόσβαση Dec 15, 2018).

mfa.gr. «Ελληνική Δημοκρατία Υπουργείο Εξωτερικών.» 19 Απριλίου 2016. <https://www.mfa.gr/zitimata-ellinotourkikon-sheseon/eidikoterakeimena/tourkikes-diekdikeseis.html>.

Α.Φραγκονικολόπουλος, Χρήστος. *Ο Παγκόσμιος Ρόλος των Κυβερνητικών Οργανώσεων*. Αθήνα: Ι. Σιδέρης, 2007 .

Παπασωτηρίου, Χαράλαμπος. *Η Διεθνής Πολιτική στον 21ο Αιώνα*.
Ποιότητα, n.d.