



**Οικονομικό Επιμελητήριο
της Ελλάδας**



**Γραφείο Προϋπολογισμού
του Κράτους στη Βουλή**

ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

ΑΘΗΝΑ

Μάρτιος 2016

Τεύχος 04

ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Το ασφαλιστικό και το τραπεζικό σύστημα της ελληνικής οικονομίας αποτελούν δύο βασικά στοιχεία του οδικού χάρτη που πρέπει να ακολουθήσει η ελληνική οικονομία για την επίτευξη της δημοσιονομικής σταθεροποίησης.

Η μακροχρόνια πορεία σύγκλισης και η επάνοδος στις αγορές προϋποθέτουν την βιωσιμότητα και των δύο παραπάνω ζωτικών τομέων. Για την υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων απαραίτητη προϋπόθεση είναι η κατανόηση της λειτουργίας καθώς και η οικονομική ανάλυση τόσο του ασφαλιστικού τομέα όσο και του τραπεζικού.

Στα παραπάνω αναφέρονται τα άρθρα που φιλοξενούνται στο 4ο τεύχος του Επιστημονικού Δελτίου Οικονομικής Ανάλυσης που εκδίδει το Οικονομικό Επιμελητήριο της Ελλάδας και το Γραφείο Προϋπολογισμού του Κράτους στη Βουλή. Παραθέτουν βασικά χρηματοοικονομικά στοιχεία της λειτουργίας των τομέων της οικονομίας δίνοντας την δυνατότητα στον αναγνώστη να αποκτήσει μια εμπεριστατωμένη εικόνα της προοπτικής των μεταρρυθμίσεων.

Η σύγκλιση των μακροοικονομικών επιδόσεων ευρωπαϊκών οικονομιών αποτελεί την μοναδική ικανή και αναγκαία συνθήκη για την αποτελεσματικότητα των κοινών ευρωπαϊκών πολιτικών. Οι αποκλίσεις μεταξύ των χωρών μελών της ΟΝΕ που παρουσιάστηκε το διάστημα της κρίσης 2008-2014 αποδυναμώνουν τον ενιαίο οικονομικό χώρο τροφοδοτώντας τον προβληματισμό για την ενιαία νομοματική περιοχή.

Για το λόγο αυτό στο τρίτο άρθρο παρουσιάζονται οι μακροοικονομικές επιδόσεις επιλεγμένων οικονομιών της ΟΝΕ προκειμένου να καταγραφούν οι κύριοι τομείς της απόκλισης.

Με τα τρία άρθρα που συμπεριλαμβάνονται στο παρόν τεύχος ολοκληρώνεται ο α΄ κύκλος ανάλυσης και καταγραφής τομέων της ελληνικής οικονομίας.

Στο β΄ κύκλο που θα ακολουθήσει το Επιστημονικό Δελτίο θα συνεισφέρει στο δημόσιο διάλογο με προτάσεις και θέσεις για τα κύρια θέματα που προκύπτουν στην πορεία εφαρμογής της Συμφωνίας του Αυγούστου 2015.

Οικονομικό Επιμελητήριο
της Ελλάδας

Κωνσταντίνος Β. Κόλλιας
Πρόεδρος

Γραφείο Προϋπολογισμού
του Κράτους στη Βουλή

Παναγιώτης Λιαργκόβας
Συντονιστής

Ασφαλιστικές εισφορές με όφελος για την πολιτεία, τον πολίτη και την κοινωνία

Θωμάς Πουφινάς, Μέλος ΔΕΠ Τμήμα Οικονομικών Επιστημών Δημοκρίτειο Πανεπιστήμιο Θράκης

Ένα από τα θέματα που τα κράτη – κυβερνήσεις καλούνται να διαχειριστούν είναι αυτό της σχέσης των ασφαλιστικών εισφορών με τις παροχές των ταμείων κοινωνικής ασφάλισης και ιδιαίτερα των συνταξιοδοτικών παροχών. Το ερώτημα του ποια μορφή συνταξιοδοτικού συστήματος είναι η προσφορότερη και ποιες εισφορές θεωρούνται επαρκείς για την κάλυψη των συνταξιοδοτικών παροχών, τόσο των νεοεισερχομένων όσο και των υφιστάμενων εργαζομένων δεν είναι νέο. Οι διάφορες χώρες το έχουν αντιμετωπίσει με λύσεις που έκριναν ότι είναι εγγύτερα στις οικονομικές τους δυνατότητες, την κουλτούρα τους, κυρίως όμως με βάση τα ευρήματα μελετών που υποδείκνυαν την καταλληλότερη επιλογή, η οποία επιτρέπει την μακροχρόνια βιωσιμότητα των επιλεχθέντων συνταξιοδοτικών συστημάτων και την επίτευξη ικανοποιητικού εισοδήματος για τον εργαζόμενο. Το θέμα αυτό αναδεικνύεται ως ιδιαίτερα σημαντικό και στη χώρα μας για μία ακόμα φορά. Αυτή τη φορά όμως είναι ιδιαίτερα εμφανές ότι τα διαθέσιμα κεφάλαια είναι ιδιαίτερα περιορισμένα και άρα οι επιλογές που θα πρέπει να γίνουν θα πρέπει να είναι καινοτόμες, αποτελεσματικές και θα διασφαλίζουν στο βαθμό που αυτό είναι δυνατό όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη: την πολιτεία, τον πολίτη και την κοινωνία στο σύνολό τους.

Μία πιθανή κατεύθυνση που θα μπορούσε να ακολουθηθεί είναι η αναδιάρθρωση των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης, ώστε αφενός να διευκολύνει το βάρος του κράτους, να διατηρήσει στο βαθμό που είναι δυνατόν το ύψος των συνταξιοδοτικών παροχών και ταυτόχρονα να συμβάλλει στην ανάπτυξη της οικονομίας. Συνεπώς, η εξέταση του θέματος έχει δύο όψεις, που αφορούν - αλλά πρωτίστως δημιουργούν οφέλη και για -τα τρία παραπάνω ενδιαφερόμενα μέρη:

- Την έρευνα πιθανών συνταξιοδοτικών συστημάτων που θα μπορούσαν να χρηματοδοτήσουν τόσο τις υφιστάμενες (υπεσχημένες) παροχές αλλά κυρίως να δημιουργήσουν τις συνθήκες που θα κάνουν την καταβολή των μελλοντικών πληρωμών εφικτή.

- Την προσπάθεια να προσδιοριστεί συμβολή των εν λόγω συνταξιοδοτικών συστημάτων στην ανάπτυξη της οικονομίας, δεδομένου ότι μπορούν να είναι μεταξύ των κορυφαίων επενδυτών - φορείς χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις, αλλά και το κράτος.

Ως εκ τούτου, η παρουσίαση του θέματος αποτελείται από δύο μέρη:

- Στην επιλογή του συνταξιοδοτικού συστήματος και
- Στην συμβολή του συνταξιοδοτικού συστήματος στην ανάπτυξη.

Η επιλογή του συνταξιοδοτικού συστήματος

Επιχειρώντας μία πρώτη παρουσίαση των συνταξιοδοτικών συστημάτων που θα μπορούσαν να επιλεγούν, σημειώνουμε ότι υπάρχουν κυρίως δύο είδη των συνταξιοδοτικών συστημάτων: το διανεμητικό (“pay-as-you-go”) και το κεφαλαιοποιητικό (“funded”). Το πρώτο χρησιμοποιεί τις εισφορές των ασφαλισμένων ώστε να καταβληθούν οι συντάξεις των συνταξιούχων. Το δεύτερο αποταμιεύει τις εισφορές των ασφαλισμένων σε ένα «ειδικό ταμείο» ή «λογαριασμό», ώστε να συσσωρευτεί το ποσό που θα λάβουν αργότερα ως σύνταξη.

Τα διανεμητικά συστήματα είναι τις περισσότερες φορές καθορισμένων παροχών (DefinedBenefit), υπό την έννοια ότι ο ασφαλισμένος γνωρίζει εκ των προτέρων το συγκεκριμένο (υπεσχημένο) τρόπο υπολογισμού του ποσού(συνάρτηση ετών υπηρεσίας, μισθού και κυρίως συντελεστή αναπλήρωσης)που θα λάβει ως σύνταξη. Στις μέρες μας τα κεφαλαιοποιητικά συστήματα είναι συνήθως καθορισμένων εισφορών (DefinedContribution), καθώς ο ασφαλισμένος θα λάβει ως σύνταξη το ποσό που θα αντιστοιχεί σε ό,τι έχει συσσωρευτεί κατά τη στιγμή της συνταξιοδότησης, με βάση τις(γνωστές) εισφορές που έχει καταβάλει. Η παροχή βέβαια μπορεί να καταβληθεί τόσο ως πρόσοδος, αλλά όσο και ως εφάπαξ ποσό, και στα δύο συστήματα. Δεν είναι ασυνήθιστο να καταβάλλεται συνδυασμός των δύο.

Τα διανεμητικά συστήματα καθορισμένων παροχών εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από την επάρκεια των εισφορών των ασφαλισμένων σε σχέση με την καταβολή παροχών των συνταξιούχων. Όταν οι καταβαλλόμενες εισφορές είναι χαμηλές, είτε αυτό οφείλεται σε μείωση του αριθμού των ασφαλισμένων είτε σε αύξηση του αριθμού των συνταξιούχων, αυτά τα συνταξιοδοτικά συστήματα μπορεί να χρειαστούν πρόσθετη χρηματοδότηση. Αυτό μπορεί να γίνει ακόμη πιο έντονο όταν η σύνταξη είναι εγγυημένη. Όταν αυτά τα ταμεία διοικούνται από το κράτος, τότε αυτό μπορεί να προσφέρει τη χρηματοδότηση. Εναλλακτικά, μπορεί είτε να αυξηθούν οι εισφορές είτε να μειωθούν οι παροχές. Σε τέτοια συστήματα δεν προβλέπεται υποχρεωτική δημιουργία αποθεματικών μεπεριοριστικά στοιχεία για την κάλυψη των υποχρεώσεών τους, καθώς αυτές καλύπτονται με την διανομή των εισφορών που εισπράττονται.

Τα κεφαλαιοποιητικά συστήματα καθορισμένων εισφορών αντιθέτως έχουν περιουσιακά στοιχεία που είναι αντιστοιχισμένα με τις εκάστοτε υποχρεώσεις τους. Δημιουργούν ένα «λογαριασμό» για κάθε ασφαλισμένο και τοποθετούν - αποταμιεύουν την εισφορά του σε αυτόν τον λογαριασμό. Τα χρήματα που έχουν συγκεντρωθεί στο λογαριασμό επενδύονται σε περιουσιακά στοιχεία, έτσι ώστε να καλυφθούν οι μελλοντικές υποχρεώσεις. Το ποσό που καταβάλλεται σε κάθε συνταξιούχο κατά τη στιγμή της συνταξιοδότησής του είναι η αξία του λογαριασμού εκείνη τη στιγμή. Αυτό το ποσό ενδέχεται να έχει ή να μην έχει εγγυήσεις. Σε κάθε περίπτωση πάντως επιλογή των περιουσιακών στοιχείων γίνεται με τέτοιο τρόπο, ώστε όχι μόνο να διατηρηθούν οι εισφορές άθικτες, αλλά και

να επιτευχθεί η όσο το δυνατόν μεγαλύτερη αύξηση της αξίας τους, λαμβάνοντας υπόψη το προφίλ κινδύνου των ασφαλισμένων αλλά και τους σχετικούς κανονισμούς.

Κατά τη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών έχει υπάρξει μια αυξανόμενη μετατόπιση από τα συστήματα καθορισμένων παροχών σε συστήματα καθορισμένων εισφορών σε αρκετές χώρες. Ανάλογα με τη χώρα, το σύστημα καθορισμένων παροχών μπορεί να ήταν διανεμητικό ή κεφαλαιοποιητικό. Αυτή η μετατόπιση έχει συμβεί για διάφορους λόγους (Broadbent, Palumbo και Woodman, 2006), όπως η κινητικότητα του εργατικού δυναμικού λόγω δημογραφικών και εργασιακών αλλαγών, μεταφοράς των παροχών από έναν εργοδότη σε άλλο, (συνεχής) υποχρηματοδότηση των συντάξεων λόγω της μείωσης των μακροχρόνιων επιτοκίων, κ.α.

Αν θεωρήσουμε μία οικονομία, στην οποία υπάρχει ήδη ένα διανεμητικό συνταξιοδοτικό σύστημα μία επιλογή θα ήταν να πραγματοποιηθεί η μετάβαση ενός περιορισμένου τμήματος αυτού σε ένα κεφαλαιοποιητικό συνταξιοδοτικό σύστημα κατά τέτοιο τρόπο ώστε για μια σειρά ετών τα δύο συστήματα να συνυπάρχουν. Αυτό σημαίνει, ότι για την περίοδο αυτή οι εισφορές των ασφαλισμένων θα μοιράζονται ανάμεσα στο διανεμητικό και το κεφαλαιοποιητικό σύστημα.

Στα περισσότερα διανεμητικά συστήματα τα περιουσιακά στοιχεία είναι χαμηλότερα από τις υποχρεώσεις. Η προτεινόμενη προσέγγιση θα μπορούσε συνεπώς να χρηματοδοτήσει τις παροχές που υπόσχεται το διανεμητικό σύστημα. Αυτή προβλέπει την κατανομή της εισφοράς ανά άτομο σε δύο μέρη:

- Ενός που χρηματοδοτεί τις υποχρεώσεις του διανεμητικού συστήματος για ένα ορισμένο χρονικό διάστημα, και
- Ενός που κατευθύνεται σε ένα κεφαλαιοποιητικό σύστημα.

Μετά τοπέρως του προκαθορισμένου χρονικού διαστήματος η εισφορά κατευθύνεται προς το κεφαλαιοποιητικό σύστημα. Το τελευταίο αναμένεται να αυξηθεί σταδιακά κατά τέτοιο τρόπο που θα μειώσει την επιβάρυνση του κράτους και ταυτόχρονα θα επιτρέψει την επανεπένδυση των συσσωρευμένων κεφαλαίων. Η δυσκολία που θα μπορούσε να αντιμετωπίσει μια τέτοια προσέγγιση είναι η έλλειψη των περιουσιακών στοιχείων ή το χαμηλό ποσό των περιουσιακών στοιχείων έναντι των υποχρεώσεων του διανεμητικού συστήματος, ειδικά αν αυτό είναι ένα ώριμο. Ενδέχεται συνεπώς να απαιτηθούν πρόσθετες πηγές χρηματοδότησης κατά τη διάρκεια της μεταβατικής περιόδου. Εδώ φυσικά θα πρέπει να αναφερθεί ότι οι νέοι ασφαλισμένοι - για το χρονικό διάστημα που η εισφορά τους θα επιμερίζεται - θα χρηματοδοτούν τα δικαιώματα των υπαρχόντων. Άρα το ποσό που κατευθύνεται στη δημιουργία τους λογαριασμού επένδυσης είναι μειωμένο σε σχέση με αυτό που θα ήταν διαθέσιμο αν δεν υπήρχε αυτός ο επιμερισμός.

Η κατανομή ανάμεσα στα δύο συστήματα μπορεί να προσδιοριστεί με τη βελτιστοποίηση της κατάλληλης συνάρτησης χρησιμότητας, όπου παράμετροι είναι το χρονικό διάστημα για το οποίο η εισφορά κατανέμεται και στα δύο συστήματα και το ποσοστό που κατανέμεται στο κάθε ένα από αυτά. Μία πρώτη προσέγγιση μπορεί να γίνει διατηρώντας σταθερή την περίοδο για την οποία η εισφορά κατανέμεται και στα δύο συστήματα και μεγιστοποιώντας την αξία του λογαριασμού επένδυσης για τους νεοεισερχόμενους στο κεφαλαιοποιητικό σύστημα, με την ταυτόχρονη εξασφάλιση της χρηματοδότησης του διανεμητικού συστήματος. Μετά το πέρας της προκαθορισμένης αυτής περιόδου, η πλήρης εισφορά κατευθύνεται προς το κεφαλαιοποιητικό σύστημα.

Η εφαρμογή της παραπάνω προσέγγισης σε έναν πληθυσμό 100.000, χρησιμοποιώντας δείγμα δεδομένων ασφαλισμένου πληθυσμού, με τις κατάλληλες υποθέσεις και εφαρμογή των σχετικών αναλογιστικών μεθόδων έδειξε ότι αν η εισφορά κατανέμεται και στα δύο συστήματα για 10 έτη, τότε το ποσοστό της εισφοράς που μεγιστοποιεί την αξία του λογαριασμού επένδυσης του κεφαλαιοποιητικού συστήματος και ταυτόχρονα διασφαλίζει τη χρηματοδότηση του διανεμητικού συστήματος είναι περίπου 50%. Ο πληθυσμός χαρακτηρίζεται από τα ακόλουθα στοιχεία:

- Ο αριθμός των νεοεισερχομένων θεωρήθηκε ότι ακολουθεί μια αρνητική διωνυμική κατανομή και να είναι τέτοιος ώστε ο συνολικός πληθυσμός παρέμεινε αμετάβλητος.
- Για αυτόν τον πληθυσμό οι νέοι άντρες εισέρχονται στην ηλικία των 27 ετών και οι νέες γυναίκες στην ηλικία των 25 ετών, ενώ όλοι συνταξιοδοτούνται στην ηλικία των 65 ετών.
- Η αύξηση των μισθών θεωρήθηκε ότι είναι 2%
- Το απόδοση καθώς και το προεξοφλητικό επιτόκιο θεωρήθηκε ίσο με το 2,5%
- Η συνολική συνεισφορά ήταν 6%
- Οι πιθανότητες επιβίωσης, θνησιμότητας και αναπηρίας βασίστηκαν στον πίνακα EVK2000
- Το ποσοστό συμμετοχής θεωρήθηκε ίσο με 85%.

Η συνεισφορά των συνταξιοδοτικών συστημάτων στην ανάπτυξη

Ο ρόλος των συνταξιοδοτικών συστημάτων γενικότερα αλλά και των κεφαλαιοποιητικών συστημάτων ειδικότερα, στην οικονομία μίας χώρας, είναι ιδιαίτερα σημαντικός, καθώς είναι σαφής η συμβολή τους στην ανάπτυξη της. Ιδιαίτερα δε, στην ανάπτυξη των εταιριών / ιδιωτικού τομέα και πιο συγκεκριμένα των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων. Οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις αναζητούν μηχανισμούς χρηματοδότησης και τα συνταξιοδοτικά συστήματα μπορούν να την παρέχουν. Αυτό που χρειάζεται είναι, ενδεχομένως, ένα σύνολο κανόνων / εποπτικού πλαισίου, καθώς και τα απαιτούμενα επενδυτικά μέσα / οχήματα που θα επιτρέψουν την διάθεση αυτών των κεφαλαίων προς τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις. Ο ρόλος των συνταξιοδοτικών συστημάτων στη χρηματοδότηση των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων είναι ακόμη πιο σημαντικός σε περιόδους κατά τις οποίες κεφάλαια και ο τραπεζικός δανεισμός είναι περιορισμένα.

Τα συνταξιοδοτικά ταμεία, καθώς και οι ασφαλιστικοί οργανισμοί, μπορούν να επενδύουν σε μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις - σύμφωνα με τους τοπικούς ή διεθνείς κανονισμούς ή αντίστοιχες εποπτικές αρχές. Το κάνουν για να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με άλλες επενδύσεις. Μια τέτοια επένδυση μπορεί να γίνει είτε άμεσα - μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης, για παράδειγμα, ή έμμεσα μέσω επενδυτικών οχημάτων, όπως τα επιχειρηματικά κεφάλαια (VentureCapital) ή διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια (ExchangeTradedFunds - ETFs). Η

τελευταία μορφή επένδυσης εξασφαλίζει ότι έχει ακολουθηθεί μία διαδικασία αξιολόγησης των εταιριών που έχουν συμπεριληφθεί από τον έμπειρους και εξειδικευμένους διαχειριστές κεφαλαίων. Επίσης παρουσιάζει υψηλότερο βαθμό διαφάνειας, τυποποιημένες διαδικασίες, κ.λπ.

Το όφελος για τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις είναι ότι μέσω των συνταξιοδοτικών ταμείων μπορούν να αποκτήσουν πρόσβαση σε κεφάλαια που είναι ζωτικής σημασίας για την εκκίνησή τους ή για τη διασφάλιση της λειτουργίας και την επέκτασή τους. Αν και παραδοσιακά αναζητούν τέτοια κεφάλαια μέσω τραπεζικών δανείων, επενδυτικά οχήματα όπως τα επιχειρηματικά κεφάλαια και τα διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να προσφέρουν καλές εναλλακτικές λύσεις, ειδικά σε περιόδους που οι τράπεζες δεν είναι πρόθυμες ή σε θέση να παρέχουν δάνεια.

Τα συνταξιοδοτικά ταμεία αποτελούν δύναμη φυσικούς μακροπρόθεσμους επενδυτές, λόγω των μακροχρόνιων των υποχρεώσεών τους. Υπό τις κατάλληλες συνθήκες, τα κεφάλαια των συνταξιοδοτικών ταμείων μπορούν όχι μόνο να συμβάλουν στην ανάπτυξη της πραγματικής οικονομίας αλλά και να οδηγήσουν την ανάπτυξη αυτή μέσω των μακροχρόνιων επενδύσεών τους (PensionsEurope 2015). Τα συνταξιοδοτικά ταμεία επενδύουν μεγάλο μέρος των περιουσιακών τους στοιχείων στην ευρωπαϊκή οικονομία. Πολλά από αυτά επενδύουν ήδη σε μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις και σε νεοσύστατες επιχειρήσεις, κυρίως μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων, επιχειρηματικών κεφαλαίων και ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων.

Συμπεραίνουμε από τα παραπάνω ότι ιδιαίτερα τα κεφαλαιοποιητικά συνταξιοδοτικά ταμεία, λόγω του μακροχρόνιου επενδυτικού τους ορίζοντα, μπορούν να αντέξουν και να επενδύσουν σε μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις, κυρίως μέσω διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων (Exchange Traded Funds - ETFs) ή ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων (private equity) ή επιχειρηματικών κεφαλαίων (venture capital).

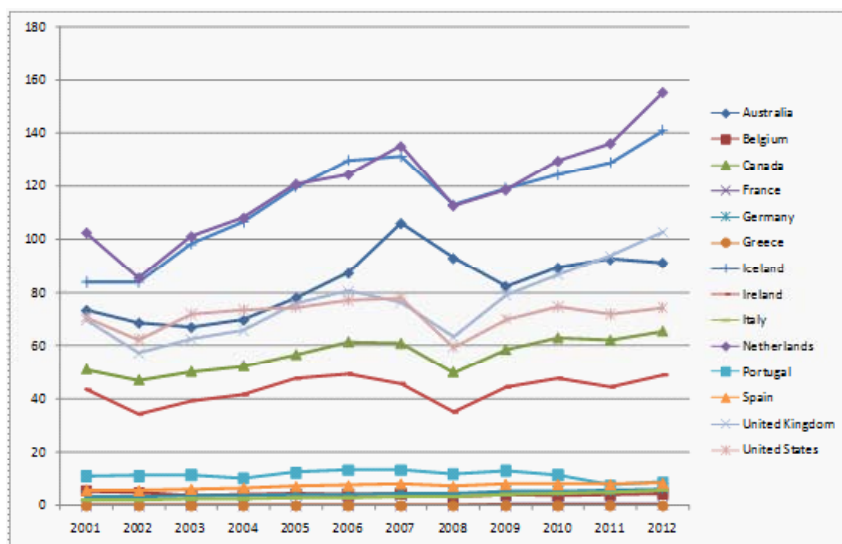
Το τελευταίο είναι πολύ σημαντικό για μια χώρα όπως η Ελλάδα, η οποία αναζητεί τρόπους για να επιτύχει επανεκκίνηση της δραστηριότητας μετά την πρόσφατη οικονομική κρίση. Κεφαλαιοποιητικά συνταξιοδοτικά σχήματα που θα μπορούσαν να δημιουργηθούν, όπως περιγράφεται παραπάνω, μπορούν κάλλιστα να παράσχουν τα αναγκαία κεφάλαια, ιδιαίτερα καθώς οι τράπεζες δεν είναι σε θέση να το πράξουν, λόγω των δικών τους θεμάτων. Αναμένεται να υπάρχουν πρόσθετες ροές κεφαλαίων ως αποτέλεσμα των εισφορών των εργαζομένων στα κεφαλαιοποιητικά συνταξιοδοτικά σχήματα. Εκτός από τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις όμως, η πλήρης χρηματιστηριακή αγορά αναμένεται να ωφεληθεί, καθώς τα συνταξιοδοτικά σχήματα ενδιαφέρονται να αποκτήσουν και εισηγμένες μετοχές. Το όφελος θα είναι πολλαπλάσιο αν οι επενδύσεις στις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις γίνουν μέσω εισηγμένων ETFs. Όπως αποδεικνύεται από την προηγούμενη συζήτηση, αυτό αναμένεται να συμβάλει στην ανάπτυξη, καθώς ξεκινά πρακτικά από το μηδέν. Κάθε θετική στροφή προς ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια θα οδηγήσει σε μια θετική συμβολή στην ανάπτυξη.

Σε μια προσπάθεια ποσοτικοποίησης του αποτελέσματος, λόγω της έλλειψης δεδομένων για την Ελλάδα (καθώς η έναρξη των κεφαλαιοποιητικών προγραμμάτων έχει μόλις πρόσφατα αποπειραθεί), χρησιμοποιώντας στοιχεία από τη βιβλιογραφία παρατηρούνται τα εξής:

- Τα συνταξιοδοτικά συστήματα μπορεί να είναι μια από τις πιο σημαντικές πηγές επιχειρηματικών κεφαλαίων, ανάλογα με τη χώρα. Ενδεικτικά, η συνεισφορά τους έφτασε σε ποσοστό 46% στις ΗΠΑ (Jeng και Wells, 2000) και σε 49% στο Ηνωμένο Βασίλειο (Mayer et al., 2005).

- Τα στατιστικά στοιχεία των κεφαλαιοποιητικών συστημάτων συνταξιοδότησης διαφέρουν πολύ ανάλογα με τη χώρα. Παρόλο που η σύγκριση χωρών δεν είναι η βέλτιστη οδός, παρατηρώντας τα στοιχεία της Πορτογαλίας (η οποία έχει δημογραφικά και οικονομικά στοιχεία συγκρίσιμα με της Ελλάδας, ιδιαίτερα ως προς τον πληθυσμό και το κατά κεφαλήν ΑΕΠ) μπορούν κανείς να δει ότι σύμφωνα με τα στοιχεία του ΟΟΣΑ το ύψος των επενδύσεων στην Πορτογαλία το 2013 ήταν 21 δισεκατομμύρια δολάρια, περισσότερο από 150 φορές το ύψος των αντίστοιχων επενδύσεων για την Ελλάδα. Οι επενδύσεις επιχειρηματικών κεφαλαίων στην Πορτογαλία ανέρχονταν σχεδόν 1 τοις χιλίοις του μέσου ΑΕΠ το 1995 (Jeng και Wells, 2000).

Γράφημα 1: Επενδύσεις κεφαλαιοποιητικών οχημάτων ως ποσοστό του ΑΕΠ (14 χώρες)



Πηγή: OECD

Προβάλλοντας τα παραπάνω στα μεγέθη της Ελλάδας διαπιστώνουμε τα εξής:

- Αν 1 τοις χιλίοις (όπως συνέβη στην Πορτογαλία το 1995) του ΑΕΠ κατευθυνθεί προς επιχειρηματικά κεφάλαια (venturecapital) στην Ελλάδα, με βάση το ΑΕΠ του 2014 των 237,6 δισεκατομμυρίων δολαρίων (WorldBank), αυτό θα ήταν 237,6 εκατομμύρια δολάρια, Το ποσό αυτό είναι 1,64 φορές η κεφαλαιοποίηση της αγοράς μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης (FTSE/ ATHEX Mid και SmallFactorCapWeighted) του Χρηματιστηρίου Αθηνών (AthensExchangeGroup) τον Ιούνιο του 2015 (πριν την εφαρμογή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων).

- Αν 10% του ΑΕΠ της Ελλάδας (δηλαδή το αντίστοιχο των 21 δισεκατομμυρίων δολαρίων) μπορούσε να επενδυθεί, το αντίστοιχο ποσό θα ήταν σχεδόν 24 δισεκατομμύρια δολάρια, το οποίο αντιστοιχεί στο 43% της συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, που ήταν 55,1 δισεκατομμύρια δολάρια (AthensExchangeGroup) τον Ιούνιο του 2015 (πριν την εφαρμογή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων).

- Αν το 5% αυτού κατευθυνθεί προς ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια (privateequity) - με 5,12% που είναι ο μέσος όρος της εμπειρίας σε όλο τον κόσμο - αυτό θα οδηγούσε σχεδόν σε 1,2 δισεκατομμύρια δολάρια να επενδυθούν σε μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις, το οποίο αντιστοιχεί σε πάνω από 8 φορές την κεφαλαιοποίηση της αγοράς μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών τον Ιούνιο του 2015 (πριν την εφαρμογή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων).

Με βάση το παραπάνω σκεπτικό (παρόλο που δεν είναι ιδιαίτερα αυστηρό λόγω έλλειψης περαιτέρω στοιχείων), μπορεί κανείς να συμπεράνει ότι υπάρχει αξιοσημείωτη δυναμική. Η υποκατάσταση προς άλλες μορφές επενδύσεων αναμένεται να είναι μικρή, καθώς τα κεφαλαιοποιητικά συνταξιοδοτικά συστήματα μόλις ξεκινούν. Η επανεπένδυση των εισφορών θα επιστρέψει αξία στο κράτος και την κοινωνία, καθώς τα κεφαλαιοποιητικά σχήματα αναμένεται να επενδύσουν σε κρατικά ή εταιρικά ομόλογα και μετοχές, εκτός από τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις. Αυτό θα εξασφαλίσει στο κράτος και τις επιχειρήσεις τα αναγκαία κεφάλαια που θα τους βοηθήσουν να αναπτυχθούν. Ως εκ τούτου θα συμβάλει στην ανάπτυξη της οικονομίας.

Συμπεράσματα

Μέσα από την προαναφερθείσα συζήτηση καταφέραμε να θέσουμε ένα πρώτο ορόσημο, προτείνοντας μια πιθανή αναδιάρθρωση των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης, ώστε να ελαφρύνει το βάρος του κράτους, χωρίς να βλάπτονται οι υποσχέσεις παροχών των ασφαλισμένων όταν συνταξιοδοτούνται. Αυτό μπορεί να γίνει με τέτοιο τρόπο ώστε να ταυτόχρονα να επιτυγχάνεται το βέλτιστο αποτέλεσμα για τους νεοεισερχόμενους, οι οποίοι κατά πάσα πιθανότητα δεν θα έχουν εγγυημένες παροχές, αλλά θα έχουν γνωστές εισφορές. Οι παροχές όμως που θα επιτευχθούν μπορούν να είναι ικανοποιητικές μέσω της επαγγελματικής διαχείρισης κεφαλαίων, μερικές φορές ξεπερνώντας ακόμη και το επίπεδο των εγγυημένων παροχών.

Επιπλέον, αναδείχτηκε ένας πρώτος προσδιορισμός της συμβολής της εν λόγω αναδιάρθρωσης στην ανάπτυξη της οικονομίας, μέσω της επένδυσης των εισφορών σε μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις (μέσω privateequity, venturecapital ή exchange traded funds), σε κρατικά ή εταιρικά ομόλογα και μετοχές, με ιδιαίτερο ενδιαφέρον στις πρώτες.

Η προσέγγιση αυτή φαίνεται να καλύπτει σε μεγάλο βαθμό τις προσδοκίες της πολιτείας, των πολιτών και της κοινωνίας, αφού διασφαλίζει την βιωσιμότητα των υφιστάμενων συντάξεων, το σχηματισμό λογαριασμών επένδυσης για την παροχή μελλοντικών συντάξεων και – μέσω των τελευταίων – την κατεύθυνση κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση εταιριών και κράτους, συνεισφέροντας έτσι αποτελεσματικά στην ανάπτυξη της οικονομίας.

Βιβλιογραφία

Athens Exchange Group, Monthly Statistical Bulletin Key Market Indices – June 2015, www.helex.gr.

Broadbent, John, Palumbo, Michael, and Woodman, Elizabeth (2006), The Shift from Defined Benefit to Defined Contribution Pension Plans - Implications for Asset Allocation and Risk Management, Bank for International Settlements.

Forman, Jonathan B. (1999), Public Pensions: Choosing Between Defined Benefit and Defined Contribution Plans, Law Review of Michigan State University Detroit College of Law, (1), pp. 187-213.

Jeng, Leslie A. and Wells, Philippe C. (2000), The determinants of venture capital funding: evidence across countries, Journal of Corporate Finance, Vol. 6, pp. 241 – 289.

Mayer, Colin, Schoors, Koen and Yafeh, Yishay (2005), Sources of funds and investment activities of venture capital funds: evidence from Germany, Israel, Japan and the United Kingdom, Journal of Corporate Finance, Vol. 11, pp. 586 – 608.

OECD (2013), Pension Markets in Focus, www.oecd.org

OECD, OECD.StatsExtracts, Funded Pensions Indicators, stats.oecd.org.

OECD, OECD.StatsExtracts, Funded Pensions Indicators: Asset Allocation, stats.oecd.org.

OECD, OECD.StatsExtracts, Funded Pension Statistics, stats.oecd.org.

World Bank, Data by country, data.worldbank.com

Η Στρατηγική της επέκτασης των τραπεζών μέσω των εξαγορών και συγχωνεύσεων

Δρ. Κυριαζόπουλος Γεώργιος, Καθηγητής Εφαρμογών ΤΕΙ Δυτικής Μακεδονίας
Επισκέπτης ερευνητής Δημοκριτείου Πανεπιστημίου
kyriazog@teiwu.gr

1. Εισαγωγή

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές τραπεζικών οργανισμών είναι ένα αρκετά παλιό φαινόμενο για το οποίο υπήρχε πάντοτε ιδιαίτερο ενδιαφέρον εξαιτίας της μεγάλης σημασίας που έχει το τραπεζικό σύστημα στην οικονομία. Το πρώτο μεγάλο «κύμα» εξαγορών και συγχωνύσεων πραγματοποιήθηκε τη δεκαετία του '20 στην Αμερική¹. Επίσης γνωστό είναι και το «κύμα» της δεκαετίας του 1980 με περισσότερες από 6.000 εξαγορές και συγχωνεύσεις αμερικανικών τραπεζών και αξία άνω του 1 τρις. δολαρίων², το οποίο μάλιστα «έγινε μόδα» και εξαπλώθηκε σε όλο τον κόσμο μέσα στην επόμενη δεκαετία.

Από τις αρχές της δεκαετίας του 1980, η τραπεζική βιομηχανία έχει γίνει το αντικείμενο σημαντικότερων ρυθμιστικών και λειτουργικών αλλαγών, όπως είναι μεταξύ άλλων: (1) *Απελευθέρωση κεφαλαίων*, (2) *Χαλάρωση των όποιων περιορισμών υπήρχαν στη γεωγραφική επέκταση*, (3) *Πτωχεύσεις τραπεζών*, (4) *Απαιτήσεις επάρκειας κεφαλαίου σύμφωνα με την Επιτροπή Βασιλείας I, II, και III*.

Όλες αυτές οι εξελίξεις, από κοινού, οδήγησαν στην αύξηση του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών καθώς και μεταξύ των τραπεζών και άλλων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. Το γεγονός αυτό, με τη σειρά του, δημιούργησε ένα κλίμα το οποίο είναι πιο ευνοϊκό για συγχωνεύσεις τραπεζών.

Τη δεκαετία 1990-2000 εξαγοράστηκαν περισσότερες από 15.000 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνταν στο χρηματοοικονομικό τομέα³. Το 1998 πραγματοποιήθηκαν 9 από τις 10 μεγαλύτερες εξαγορές και συγχωνεύσεις στην ιστορία των Η.Π.Α., οι 4 από τις οποίες έγιναν στον τραπεζικό τομέα (Citicorp-Travelers, Bank America-Nations Bank, Bank One-First Chicago και Norwest-Wells Fargo)⁴.

Το «κύμα» των εξαγορών και συγχωνύσεων τραπεζικών ιδρυμάτων έφθασε στην Ευρωπαϊκή Ένωση τη δεκαετία του '90. Στη μελέτη της ΕΚΤ που δημοσιεύθηκε το 2000 ("Mergers and Acquisitions involving the EU banking industry-Facts and implications", December) αναφέρεται ότι την περίοδο 1995-2000 (1ο εξάμηνο) πραγματοποιήθηκαν στην Ευρώπη 2.153 εξαγορές και συγχωνεύσεις πιστωτικών ιδρυμάτων, οι περισσότερες εκ των οποίων πραγματοποιήθηκαν στη Γερμανία με 1000 περίπου εξαγορές και συγχωνεύσεις, ενώ στις τελευταίες θέσεις βρίσκονται η Σουηδία, η Ιρλανδία και η Δανία. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφερθεί βέβαια ότι το μέγεθος του τραπεζικού κλάδου των χωρών αυτών (και κατά συνέπεια και το σύνολο των τραπεζών που λειτουργούν σε αυτές) είναι αισθητά μικρότερο από αυτό των μεγάλων ευρωπαϊκών τραπεζικών κλάδων όπως η Γερμανία, η Ιταλία, η Ισπανία και η Γαλλία.

Όσον αφορά στην περίοδο 2000-2006 (1ο εξάμηνο), σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΚΤ ("EU Banking Structures", Οκτώβριος 2006) την πρώτη θέση καταλαμβάνει η Ιταλία με 229 εξαγορές και συγχωνεύσεις τραπεζών και τη δεύτερη η Γερμανία με 72 σε ένα σύνολο 694. Στις τελευταίες θέσεις βρίσκονται η Κύπρος με 1 και η Μάλτα με 0.

2. Η στρατηγική των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων των Τραπεζών

Άσχετα από την περίοδο που εξετάζεται και τον τομέα παροχής των δεδομένων, χαρακτηριστικό της ευρωπαϊκής αγοράς είναι ότι οι περισσότερες εξαγορές και συγχωνεύσεις πραγματοποιούνται μεταξύ τραπεζών από την ίδια χώρα. Πιο συγκεκριμένα όπως αναφέρει η ΕΚΤ (2006), σε όλη τη διάρκεια της δεκαετίας 1993-2003, το ποσοστό εγχώριων εξαγορών και συγχωνύσεων αντιστοιχούσε περίπου στο 84% του συνόλου των συμφωνιών και το 5% ήταν διασυνοριακές συμφωνίες μεταξύ τραπεζών που εδρεύουν σε χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης ή της Ευρωπαϊκής Ζώνης Ελευθέρων Συναλλαγών και το υπόλοιπο 11% αφορά διασυνοριακές συμφωνίες με πιστωτικά ιδρύματα από χώρες εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης και Ευρωπαϊκής Ζώνης Ελευθέρων Συναλλαγών.

Το δεύτερο εξάμηνο του 2005, όμως, πραγματοποιήθηκε ένας σημαντικός αριθμός διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνύσεων μεταξύ χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, τάση η οποία συνεχίστηκε και στις αρχές του 2006. Χαρακτηριστικά παράδειγμα διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνύσεων της περιόδου αυτής αποτελούν οι συμφωνίες Unicredit-HypoVereinsbank, ABN-AMRO-Banca Antonveneta, Foreningssparbanken-Hansabank. Τα τελευταία αυτά χρόνια παρατηρήθηκε επίσης μια αύξηση των εξαγορών και συγχωνύσεων με τρίτες εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης χώρες.

2.1 Οι κυριότεροι παράγοντες των εξαγορών και Συγχωνεύσεων

Οι κυριότεροι παράγοντες που ώθησαν τις εξαγορές και συγχωνεύσεις θεωρήθηκαν:

1. Η τεχνολογική πρόοδος,
2. Η παγκοσμιοποίηση
3. Η απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών,
4. Η αύξηση των εποπτικών ελέγχων του πιστωτικού συστήματος
5. Η αποκανονικοποίηση,
6. Η δημιουργία μιας ενιαίας χρηματοοικονομικής αγοράς στην Ευρωπαϊκή Ένωση με την εισαγωγή του Ευρώ που διευκόλυνε την μεγάλη επέκταση των τραπεζών διαμέσου των εξαγορών και συγχωνύσεων με τράπεζες άλλων χωρών

1 White, E.N., 1985, "The Merger Movement in Banking, 1919-1933", The Journal of Economic History, 45, 2, 285-291

2 A. Rhoades, 1996, "Bank mergers and industry wide structure", Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), Staff Studies No. 169

3 Amel D., Barnes C., Panetta F., Salleo C., 2004, "Consolidation and efficiency in the financial sector: A review of the international evidence", Journal of Banking & Finance, 2004, 28, 10, 2493-2519

4 Moore R., Siems T., 1998, "Bank mergers: creating value or destroying competition?", Federal Reserve Bank of Dallas, Financial Industry Issues, 1998

της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Επίσης το Ευρώ υπήρξε ένα σημαντικός καταλύτης σταθεροποίησης και συνένωσης των τραπεζών στην Ευρωπαϊκή Ένωση⁵, λόγω της ευκολίας με την οποία πλέον οι τράπεζες μπορούν να εισέλθουν σε αγορές των χωρών της ευρωζώνης, δίχως την ύπαρξη συναλλαγματικού κινδύνου.

Είσοδος σε νέες αγορές μπορεί να πραγματοποιηθεί μέσω εξαγορών, ίδρυσης υποκαταστημάτων, καθώς και θυγατρικών εταιρειών ή κίνησης άμεσων διασυνοριακών συναλλαγών. Ο συναλλαγματικός κίνδυνος έχει εκλείψει, έτσι οι τιμές, οι όροι και οι προϋποθέσεις εισόδου μιας τράπεζας από μια χώρα-αγορά της ευρωζώνης σε μία άλλη, μπορούν πλέον ευκολότερα να συγκριθούν μεταξύ των χωρών αυτών.

2.2 Κίνητρα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων Τραπεζών

Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία υπάρχουν 3 μεγάλες κατηγορίες ουσιαστικών κινήτρων που συνδέονται με την πραγματοποίηση εξαγορών και συγχωνεύσεων:

1. Κίνητρα συνεργίας ή οικονομικά κίνητρα (synergy/economic motives),
2. Κίνητρα διοίκησης/αντιπροσώπευσης (agency ή managerial motives)⁶,
3. Κίνητρα αλαζονείας ή υπερεκτίμησης ικανοτήτων (hubris motives)⁷.

Τα κίνητρα συνεργίας συνδέονται με το στόχο της μεγιστοποίησης της περιουσίας των μετόχων και περιλαμβάνουν -μεταξύ άλλων- οικονομίες κλίμακας, οικονομίες εύρους, βελτίωση θέσης επιχείρησης στην αγορά, αντικατάσταση μη απο-τελεσματικής διοίκησης, διαφοροποίηση, λοιπά χρηματοοικονομικά οφέλη (πχ. φορολογικά). Τα κίνητρα της διοίκησης και τα κίνητρα αλαζονείας όπως αναφέρεται συχνά θεωρούνται ένας από τους βασικούς λόγους αποτυχίας των εξαγορών και συγχωνεύσεων των τραπεζών.

Βέβαια, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις επηρεάζονται και από εξωτερικά αίτια, τα οποία εξαρτώνται τόσο από τον κλάδο δραστηριότητας, όσο και από το μακροοικονομικό περιβάλλον. Οι μεταβολές στο μακροοικονομικό περιβάλλον επηρεάζουν διαφορετικά κάθε κλάδο και στη συνέχεια το μάντζιμεντ της κάθε επιχείρησης, το οποίο βρίσκεται αντιμέτωπο με μια ενδεχόμενη απόφαση για εξαγορές και συγχωνεύσεις.

Στη μελέτη της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (2000) γίνεται αναφορά στα κίνητρα των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση, ενώ διακρίνονται τέσσερις κατηγορίες λαμβάνοντας υπόψη τη γεωγραφική περιοχή και τον τομέα δραστηριότητας των συγχωνευόμενων ιδρυμάτων. Στον τραπεζικό τομέα οι οικονομίες κλίμακας θεωρούνται ως το κύριο κίνητρο των εξαγορών και συγχωνεύσεων των τραπεζών. Στην περίπτωση αυτή οι τράπεζες προσπαθούν να επωφεληθούν από συνεργίες είτε μέσω αύξησης μεγέθους, είτε μέσω διαφοροποίησης. Βασικό μέλημα είναι η μείωση των γενικών και διοικητικών εξόδων μέσω της μείωσης του δικτύου διανομής, αλλά και της συγχώνευσης διοικητικών κλάδων όπως πληροφόρησης-τεχνολογίας, μακροοικονομικής ανάλυσης και νομικών τμημάτων με παράλληλη αύξηση του κύκλου εργασιών. Τέλος, σε ορισμένες περιπτώσεις οι εξαγορές και συγχωνεύσεις μεταξύ μικρών τραπεζών πραγματοποιούνται προκειμένου να αποφευχθούν εχθρικές εξαγορές. Οι «μεγάλες» εγχώριες εξαγορές και συγχωνεύσεις έχουν ως κύριο λόγο τη δημιουργία πολύ μεγάλων ιδρυμάτων με ανάλογα μερίδια αγοράς.

2.3 Δια συνοριακές Εξαγορές και Συγχωνεύσεις Τραπεζών

Οι διασυνοριακές συμφωνίες μεταξύ τραπεζών στοχεύουν κυρίως στην απόκτηση σημαντικού μεγέθους που θα επιτρέψει στις τράπεζες να αντεπεξέλθουν στον ανταγωνισμό της διεθνούς αγοράς. Σημαντικός παράγοντας στην περίπτωση αυτή θεωρείται η απόκτηση μεγέθους ανάλογου των πελατών και η ικανότητα εξυπηρέτησης αυτών στο εξωτερικό. Πολλοί συγγραφείς επομαίνονται ότι οι οικονομίες εύρους αποτελούν το δεύτερο πιο συχνά αναφερόμενο αίτιο στην περίπτωση εξαγορών και συγχωνεύσεων στον τραπεζικό τομέα. Προκύπτουν κυρίως από την αύξηση του κύκλου εργασιών, η οποία μπορεί να επιτευχθεί είτε μέσω διασταυρωμένων πωλήσεων (cross-selling), είτε μέσω της διεύρυνσης του χαρτοφυλακίου προϊόντων της επιχείρησης. Στην περίπτωση της μελέτης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (2000), οι οικονομίες εύρους χαρακτηρίζονται ως το πιο σημαντικό κίνητρο για την πραγματοποίηση εξαγορών και συγχωνεύσεων μεταξύ χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων από διαφορετικούς κλάδους. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η συνένωση μιας τράπεζας και μιας ασφαλιστικής εταιρείας, όπου η νέα επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να προσφέρει τόσο ασφαλιστικά όσο και τραπεζικά προϊόντα. Όσον αφορά στις διασυνοριακές συμφωνίες μεταξύ ιδρυμάτων από διαφορετικούς τομείς, οι οικονομίες εύρους, αλλά και η αύξηση του μεγέθους που θα προσελκύσει διεθνείς πελάτες θεωρούνται τα βασικά κίνητρα.

Στην Ελλάδα το φαινόμενο των εξαγορών και συγχωνεύσεων ξεκίνησε από τη δεκαετία του '90 όταν ακόμη οι συναλλαγές γίνονταν με δραχμές. Όμως οι διασυνοριακές εξαγορές και συγχωνεύσεις με τράπεζες κυρίως των Βαλκανικών χωρών παρατηρήθηκε κυρίως με την έναρξη της εφαρμογής του Ευρώ στην Ελλάδα με εξαγορές τραπεζών στη Βουλγαρία και στη Ρουμανία αρχικά. Βέβαια είχαμε και παραδείγματα ελληνικών τραπεζών που εξαγοράστηκαν από γαλλικές κυρίως τράπεζες (Εμπορική Τράπεζα και Γενική Τράπεζα) μετά την αποχώρηση των οποίων τα πλειοψηφικά πακέτα αυτών περιήλθαν πάλι σε ελληνικές τράπεζες (Alpha Bank και Πειραιώς αντίστοιχα).

Επομαίνεται ότι αρκετές ελληνικές τράπεζες στύριξαν τη διασυνοριακή τους ανάπτυξη σε χώρες των Βαλκανίων και ιδιαίτερα στις χώρες της αναπτυσσόμενης Ευρώπης και της Νοτιοανατολικής Μεσογείου. Δεδομένου ότι οι κίνδυνοι από επενδύσεις στις αγορές αυτές έχουν τελευταία αυξηθεί σε σχέση με την εγχώρια αγορά, το ενδιαφέρον των περισσότερων κερδοσκοπικών κεφαλαίων καθώς και αρκετών θεσμικών επενδυτών έχει αποστραφεί από επενδύσεις σε ελληνικές τράπεζες, που δραστηριοποιούνται ενεργά στις παραπάνω περιοχές. Μάλιστα η σημαντική πτώση του τραπεζικού δείκτη μετοχών στο διάστημα των τελευταίων τεσσάρων μηνών έχει ως άμεση συνέπεια τη σημαντική μείωση της αξίας των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και του βαθμού της κεφαλαιοποίησής τους.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (2007) για τη χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση αναφέρει: «Η αγορά για ένα δεδομένο σύνολο χρηματοπιστωτικών μέσων ή υπηρεσιών χαρακτηρίζεται ως ολοκληρωμένη όταν όλοι οι ενδεχόμενοι συμμετέχοντες σε μια τέτοια αγορά (i) υπόκεινται σε ένα ενιαίο σύνολο κανόνων, όταν αποφασίσουν να κάνουν συναλλαγές με τα χρηματοπιστωτικά μέσα ή υπηρεσίες, (ii) έχουν ίση πρόσβαση σε αυτό το σύνολο των χρηματοπιστωτικών μέσων ή υπηρεσιών, και (iii) έχουν ίση μεταχείριση όταν δραστηριοποιούνται σε αυτή την αγορά.

5 Huizinga P., Nelissen M., Vennet V., 2001, "Efficiency Effects of banks mergers and acquisitions in Europe". Discussion paper Ti-2001 088/3 Tinbergen Institute.

6 Jensen M., Meckling W., 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, 3, 4, (305-360)

7 Roll R., 1986, "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", Journal of Business, 59, 2, (197-216).

2.4 Βασικά Πλεονεκτήματα Εξαγορών και Συγχωνεύσεων Τραπεζών

Σύμφωνα με τη σχετική βιβλιογραφία⁸⁹, τα πλεονεκτήματα που δημιουργούνται από τις εξαγορές και συγχωνεύσεις των τραπεζών χωρίζονται σε δύο κύριες κατηγορίες:

- Πλεονεκτήματα που δημιουργούνται από τη διοίκηση (προστασία μισθών, μεγαλύτερο κύρος κ.λπ.)
- Πλεονεκτήματα για τους μετόχους που περιμένουν να μεγιστοποιήσουν την απόδοσή των μετοχών τους διαμέσου των εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Οι εμπειρικές μέθοδοι συνήθως αναλύουν τα αποτελέσματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων κατατάσσοντάς τα σε δύο σημαντικές κατηγορίες:

1. Σε αυτές που υπολογίζουν το κόστος, το κέρδος και την αποτελεσματικότητα και
2. Σε αυτές που προσπαθούν να εκτιμήσουν την αντίδραση της αγοράς των μετοχών με την ανακοίνωση των εξαγορών και συγχωνεύσεων με τον όρο ότι τα μερίσματα των μετοχών των τραπεζών είναι ένα ζήτημα το οποίο τίθεται στην αγορά μετοχών. Στην Ελλάδα εκτιμήθηκε ότι το αποτέλεσμα του μέσου όρου των ανώμαλων αποδόσεων είναι υψηλότερο στις τράπεζες που εξαγοράζουν παρά στις τράπεζες στόχους και διαρκεί περισσότερο¹⁰.

Η βασικότερη αιτία για την απόφαση της διοίκησης μιας τράπεζας να προχωρήσει σε μία εξαγορά ή συγχώνευση είναι συνήθως η αύξηση της περιουσίας των μετόχων. Η θεωρία λέει ότι σε τέλειες αγορές μία επιτυχημένη εξαγορά ή συγχώνευση θα αυξήσει τις καθαρές ροές της τράπεζας και ως εκ τούτου την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων και συνεπώς την αύξηση της τιμής της μετοχής.

Οι περισσότερες μελέτες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η συνολική περιουσία των μετόχων των εμπλεκόμενων τραπεζών στη συμφωνία εξαγοράς ή συγχώνευσης (δηλαδή της εξαγοράζουσας και της εξαγοραζόμενης τράπεζας) παραμένει αμετάβλητη τις μέρες που ακολουθούν την ανακοίνωση της συμφωνίας, αν και παρατηρείται μία αύξηση της απόδοσης των μετοχών τη δεκαετία του 1990 από το 1980. Αυτό συμβαίνει, καθώς με την ανακοίνωση συνήθως η περιουσία των μετόχων της εξαγοράζουσας τράπεζας υποχωρεί, ενώ της εξαγοραζόμενης παρουσιάζει άνοδο. Οι περισσότερες μελέτες¹¹ βρίσκουν ότι η αύξηση στην αξία της εξαγοραζόμενης τράπεζας αγγίζει το 15%, ενώ η πτώση στην αξία της εξαγοράζουσας παρουσιάζει πτώση περίπου 2%. Αυτά εξισώνονται λαμβάνοντας υπ' όψη τη διαφορά μεγέθους ανάμεσα στα δύο μέρη της συμφωνίας. Ουσιαστικά δηλαδή παρατηρείται μία μεταφορά πλούτου από την εξαγοράζουσα στην εξαγοραζόμενη τράπεζα. Το μειονέκτημα αυτού του είδους των μελετών είναι ότι η ανακοίνωση της συμφωνίας αναμειγνύει τις πληροφορίες για την επίτευξη της συμφωνίας με τη χρηματοδότησή της¹². Παρ' όλα αυτά σε μια τελευταία μελέτη (Κυριαζόπουλος-Δρυμπέτας 2015) βρέθηκε ότι μπορεί να υπάρξει υπεραξία στον πλούτο των μετόχων τόσο σε βραχυπρόθεσμο διάστημα όσο και σε μακροπρόθεσμο ανάλογα με τον ROE (υψηλός ή χαμηλός) των τραπεζών που εμπλέκονται στην εξαγορά και συγχώνευση.

3. Στρατηγικές Αναλύσεις Εξαγορών και Συγχωνεύσεων Τραπεζών

Υπάρχουν δύο αναλύσεις σχετικά με τις εξαγορές και συγχωνεύσεις των τραπεζών. Η μία είναι η συγκριτική ανάλυση για το υπόδειγμα των συγχωνευμένων και μη συγχωνευμένων τραπεζών. Η άλλη είναι η ανάλυση για τα αποτελέσματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων τραπεζών στην κερδοφορία τους χρησιμοποιώντας συσσωρευτικές τάσεις των συγχωνευμένων τραπεζών.

Παρακάτω παρατίθεται μια μεθοδολογία που ακολουθείται για τον υπολογισμό των επιπτώσεων των εξαγορών και συγχωνεύσεων στην κερδοφορία των τραπεζών¹³.

$$t = (M_1 - M_2) * \frac{[(n_1+n_2)-2]}{V_1-V_2} \quad (1)$$

M1 : Η μέση τιμή των λειτουργικών δεικτών των Συγχωνευμένων Τραπεζών,

M2 : Η μέση τιμή των λειτουργικών δεικτών των μη Συγχωνευμένων Τραπεζών,

V1 : Η μεταβολή των τιμών των λειτουργικών δεικτών των Συγχωνευμένων Τραπεζών,

V2 : Η μεταβολή των τιμών των λειτουργικών δεικτών των μη Συγχωνευμένων Τραπεζών.

n1 : Ο αριθμός των συγχωνευόμενων τραπεζών,

n2 : Ο αριθμός των μη Συγχωνευόμενων Τραπεζών

ROE = Κέρδη προ φόρων και τόκων / Ίδια Κεφάλαια

ROA = Κέρδη προ φόρων και τόκων / Ενεργητικό

Calculate average

Αριθμός	Αξία	Μερίδιο
A (Συγχωνευόμενες Τράπεζες)	a	x
B (Μη Συγχωνευόμενες Τράπεζες)	b	y

$$\text{Average of A and B} = a * \frac{x}{x+y} + b * \frac{y}{x+y} \quad (2)$$

8 Amihud, Y., Miller G., 1998, "Bank Mergers and Acquisitions" The New York University Salomon Center Series on Financial Markets and Institutions Vol 3.

9 Athanasoglou, P., Brissimis, N.S., 2004, "The effect of mergers and acquisitions on bank efficiency in Greece". Bank of Greece Economic Bulletin 22, 7-34.

10 Athanasoglou P., Asimakopoulos I., Georgiou E., 2005, "Η επίδραση των ανακοινώσεων συγχωνεύσεων και εξαγορών στις αποδόσεις των μετοχών των τραπεζών στην Ελλάδα", Οικονομικό Δελτίο, ΤΤΕ, pp.29-45, V 24, 1.

11 Houston J.F, James C.M. & Ryngaert M.D., 2001, "Where do Merger Gains come from? Bank Mergers from the Perspective of Insiders and Outsiders", Journal of Financial Economics 60, pp 285-331

12 Amel D., Barnes C., Panetta F, Salleo C., 2002, "Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence", www.federalreserve.gov

13 Smith R., Walter I., (1996) "Global patterns of mergers and acquisitions activity in the financial service industry" Conference on Financial Institutions Mergers, NY Salomon Center, October 11, 1996

Τέλος θα μπορούσε να μελετηθεί αν επέρχεται αύξηση της αποτελεσματικότητας (efficiency) των τραπεζών μετά από συγχωνεύσεις ή εξαγορές. Η μέθοδος εύρεσης της αποτελεσματικότητας χωρίζεται σε δύο βασικές προσεγγίσεις, και συγκεκριμένα τη στατική και τη δυναμική προσέγγιση. Η διαφορά των δύο έγκειται στο γεγονός ότι η δυναμική προσέγγιση εξετάζει αλλαγές στην αποτελεσματικότητα μετά τη συμφωνία ή συγκρίνει επίπεδα αποτελεσματικότητας μεταξύ τραπεζών που προχώρησαν πρόσφατα σε συμφωνία εξαγοράς ή συγχώνευσης και άλλων που δεν έπραξαν κάτι αντίστοιχο.

Παρακάτω παρατίθενται δύο πίνακες. Ο πίνακας 1 αφορά τον αριθμό των εξαγορών και συγχωνεύσεων των τραπεζών στην Δυτική Ευρώπη πριν και μετά την διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση ήτοι την χρονική περίοδο από το 1996 έως το 2014. Ο πίνακας 2 αφορά τον αριθμό εξαγορών και συγχωνεύσεων των τραπεζών στη Δυτική Ευρώπη ανά χώρα προέλευσης πριν και μετά την διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση ήτοι την χρονική περίοδο από το 1996 έως το 2014.

Πίνακας 1 Αριθμός εξαγορών και συγχωνεύσεων τραπεζών στη Δυτική Ευρώπη ανά έτος τη χρονική περίοδο 1996-2014

Έτη	Αριθμός Ε&Σ	Ποσοστό Ε&Σ
1996	1	0,6%
1997	0	0,0%
1998	9	5,5%
1999	20	12,1%
2000	23	13,9%
2001	14	8,5%
2002	19	11,5%
2003	13	7,9%
2004	8	4,8%
2005	11	6,8%
2006	10	6,2%
2007	10	6,2%
2008	10	6,2%
2009	2	1,3%
2010	2	1,3%
2011	3	1,8%
2012	5	3%
2013	3	1,8%
2014	1	0,6%
Σύνολο	165	100%

Πηγή: Eurostat, BIS, IMF, Bloomberg.

Πίνακας 2. Αριθμός εξαγορών και συγχωνεύσεων τραπεζών στη Δυτική Ευρώπη ανά χώρα προέλευσης τη χρονική περίοδο 1996-2014

Χώρα προέλευσης των Εξαγοραζόντων			Χώρα προέλευσης των Εξαγορασθεισών		
Χώρα	Αριθμός Ε&Σ	Ποσοστό Ε&Σ	Χώρα	Αριθμός Ε&Σ	Ποσοστό Ε&Σ
Ανδόρα	1	0,6	Ανδόρα	0	0,0%
Αυστρία	2	1,3%	Αυστρία	4	2,4%
Βέλγιο	3	1,8%	Βέλγιο	3	1,8%
Γαλλία	18	10,9%	Γαλλία	12	7,2%
Γερμανία	26	15,8%	Γερμανία	21	12,7%
Δανία	10	6,2%	Δανία	11	6,8%
Ελβετία	7	4,2%	Ελβετία	8	4,8%
Ελλάδα	13	7,9%	Ελλάδα	17	10,3%
Ισλανδία	1	0,6%	Ισπανία	17	10,3%
Ισπανία	17	10,3%	Ιταλία	38	22,7%
Ιταλία	37	22,4%	Κυπρος	2	1,3%
Κύπρος	3	1,8%	Λουξεμβούργο	2	1,3%
Λουξεμβούργο	1	0,6%	Μάλτα	1	0,6%
Μεγάλη Βρετανία	6	3,6%	Μεγάλη Βρετανία	7	4,2%
Νορβηγία	3	1,8%	Νορβηγία	9	5,5%
Ολλανδία	4	2,4%	Ολλανδία	2	1,3%
Πορτογαλία	5	3%	Πορτογαλία	9	5,5%

Σουνδία	8	4,8%	Σουνδία	2	1,3%
Σύνολο	165	100%	Σύνολο	165	100%
Εγχώριες	119	72,1%			
Διασυνοριακές Ε&Σ	46	27,9%			

Πηγή: Eurostat, BIS, IMF, Bloomberg.

Συμπεράσματα

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις της προηγούμενης δεκαετίας έφεραν ευκαιρίες για πώληση νέων υπηρεσιών σε χιλιάδες πελάτες, αλλά όμως λίγες από τις δυνατότητες αυτές εκμεταλλεύθηκαν ως τώρα οι τράπεζες. Νέα τεχνολογία όπως για παράδειγμα το internet-banking έχουν εγκατασταθεί, αλλά λίγοι πελάτες και ακόμα πιο λίγοι υπάλληλοι είναι σε θέση να τη χρησιμοποιούν.

Οι Εξαγορές και Συγχωνεύσεις αντιμετωπίζονται σήμερα ως κάτι το αναπόφευκτο, ως απαραίτητη επιλογή ή ως «αναγκαίο κακό» μπροστά στις πιέσεις της συγκυρίας, τις ευκαιρίες και τις προκλήσεις της Ευρωπαϊκής Ολοκλήρωσης και του διεθνούς ανταγωνισμού.

Όλα αυτά στο πλαίσιο μιας «νέας παγκοσμιοποιημένης οικονομίας», που κυριαρχείται από την επανάσταση στους τομείς της πληροφορικής και των επικοινωνιών, καθώς και από την κυριαρχία της γνώσης ως απαραίτητου στοιχείου ανταγωνιστικότητας και επιβίωσης στις διεθνείς αγορές. Οι Εξαγορές και Συγχωνεύσεις θεωρούνται ως φυσικό και υγιές επακόλουθο ανάπτυξης της αγοράς, που βοηθά τη μετακίνηση πόρων σε πιο ωφέλιμες χρήσεις, δημιουργεί πρόσθετη οικονομική αξία, επιταχύνει τον εκσυγχρονισμό και αυξάνει την απόδοση των τραπεζών, βελτιώνοντας τη συνολική οικονομική αποτελεσματικότητα και την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας στο διεθνή χώρο. Η αντίθετη άποψη εστιάζεται σε θέματα διαφάνειας και πληροφόρησης των κεφαλαιαγορών για τις συντελούμενες επιχειρησιακές μεταβολές, αρνητικών επιπτώσεων των Εξαγορών και Συγχωνεύσεων στους μετόχους των εξαγοραζόμενων τραπεζών, μείωσης του ανταγωνισμού, ολιγοπωλιακής οργάνωσης της οικονομίας, στρέβλωσης των τιμών και επιβάρυνσης του καταναλωτή.

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις τραπεζών μπορούν να προσφέρουν έναν αποτελεσματικό μηχανισμό για την ολοκλήρωση μιας διαχωρισμένης τραπεζικής αγοράς και πρέπει να περιορίζονται από τη νομοθεσία μόνο όταν μπορεί να αποδειχθεί ότι αυτές είναι μη ανταγωνιστικές και επιζήμιες για τους πελάτες των τραπεζών, αλλά και δημιουργούν ολιγοπωλιακό ή μονοπωλιακό καθεστώς σε μια αγορά.

Η επιτυχία μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης τράπεζας εξαρτάται στενά από το εάν θα παραμείνει το απαραίτητο προσωπικό στην εξαγοραζόμενη τράπεζα τουλάχιστον για μια μεταβατική περίοδο πλήρους ενοποίησης κατά την οποία θα δημοσιευθεί ο πρώτος ενιαίος ισολογισμός και δεν επέλθει σύγκρουση νοοτροπιών των εμπλεκόμενων τραπεζών. Άλλωστε η μείωση του κόστους που προβάλλεται ως πρώτη αιτιολογία για μια εξαγορά ή συγχώνευση στην ίδια γεωγραφική περιοχή, συνοδεύεται, κατά κύριο λόγο, από μειώσεις προσωπικού. Επίσης απαιτείται ομοιότητα στην λειτουργία των πληροφοριακών συστημάτων των τραπεζών που εξαγοράζονται ή συγχωνεύονται.

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις των τραπεζών σε μικρές και ανοιχτές οικονομίες, όπως είναι η Ελληνική, που δέχονται όλο και εντονότερη πίεση από το διεθνή ανταγωνισμό, θεωρούνται πλέον απαραίτητες, μεταμορφώνοντας τις 4 συστημικές σε 2, έτσι ώστε να αποκτήσουν αυτές οι τράπεζες το αναγκαίο και ικανό εκείνο μέγεθος, καθώς και το απαραίτητο μερίδιο της αγοράς, προκειμένου να εξασφαλίσουν την επιβίωσή τους σε ένα πλήρως ανταγωνιστικό διεθνές περιβάλλον.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Α) Ελληνική

Athanasoglou P., Asimakopoulos I., Georgiou E., (2005), «Η επίδραση των ανακοινώσεων συγχωνεύσεων και εξαγορών στις αποδόσεις των μετοχών των τραπεζών στην Ελλάδα», Οικονομικό Δελτίο, ΤΤΕ, pp.29-45, V 24, 1.

Πετράκης Π. (1999), «Στρατηγικές Τραπεζικής Ανάπτυξης», Πάτρα 1999

Σακέλλη Εμ., (2001), «Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών & Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως» Εκδόσεις ΒΡΥΚΟΥΣ Αθήνα 4/2001

Τραυλός Ν. Γ., (1997), «Κερδοφόρες Τραπεζικές Στρατηγικές», εκδ. ΕΕΤ. Αθήνα, Σεπτέμβριος 1997.

Β) Ξενόγλωσσον

Amel D., Barnes C., Panetta F., Salleo C., (2002), "Consolidation and efficiency in the financial sector: A review of the international evidence", Journal of Banking & Finance, 2004, 28, 10, 2493-2519 www.federalreserve.gov

Amihud Y., Miller G., (1998), "Bank Mergers and Acquisitions" The New York University Salomon Center Series on Financial Markets and Institutions Vol. 3

Athanasoglou, P., Brissimis, N.S., (2004), "The effect of mergers and acquisitions on bank efficiency in Greece". Bank of Greece Economic Bulletin 22, 7-34.

Berger A.N. & Mester L.J. (1999c), "What Explains the Dramatic Changes in Cost and Profit Performance of the U.S. Banking Industry?" Journal of Banking and Finance 21, 895-947

Huizinga H.P., Nelissen J.H.M., Vennet V. R., (2001), "Efficiency Effects of banks mergers and acquisitions in Europe". Discussion paper Ti-2001 088/3 Tinbergen Institute

Houston J.F., James C.M. & Ryngaert M.D.,(2001), "Where do Merger Gains come from? Bank Mergers from the Perspective of Insiders and Outsiders", Journal of Financial Economics 60, pp 285-331

Jensen M., Meckling W., (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, 1976, 3, 4, 305-360

Martynova M., Renneboog L., (2006), "Mergers and Acquisitions in Europe" Tilburg University Finance Working Paper No 114/2006, January.

Moore R., Siems T., (1998), "Bank mergers: creating value or destroying competition?", Federal Reserve Bank of Dallas, Financial Industry Issues, 1998

Piloff S., Santomero A., (1997), "The value effects of bank mergers and acquisitions"

Rhoades S.A., (1996), "Bank mergers and industry wide structure", Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), Staff Studies No. 169

Roll R., (1986) "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", Journal of Business, 1986, 59, 2, 197-216

Smith R., Walter I., (1996), "Global patterns of mergers and acquisitions activity in the financial service industry" presented at the Conference on Financial Institutions Mergers, NY Salomon Center, October 11, 1996

White N., (1985), "The Merger Movement in Banking, 1919-1933", The Journal of Economic History, 45, 2, 285-291.

ΣΥΓΚΛΙΣΗ Η ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ

Φώτης Μπρόπουλος, Υποψήφιος Διδάκτορας Οικονομικών Επιστημών, ΔΠΘ

Στην εργασία μας θα προσπαθήσουμε να μελετήσουμε αν τα χρόνια της κρίσης οδήγησαν σε σύγκλιση μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης ή οι πολιτικές λιτότητας που εφαρμόστηκαν σε πολλές χώρες δημιούργησαν αποκλίσεις μεταξύ των χωρών του στενού πυρήνα της ευρωζώνης (Γερμανία, Γαλλία, Ολλανδία, Βέλγιο) και των χωρών του Νότου (Ελλάδα, Ισπανία, Πορτογαλία, Ιρλανδία, Ιταλία). Είναι πολύ σημαντικό να καταλάβουμε ότι η ένταξη σε μία νομισματική ένωση δεν σημαίνει αυτομάτως και πραγματική σύγκλιση μεταξύ των χωρών –μελών. Με το ξέσπασμα της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης το 2008 φάνηκαν οι δομικές - γενετικές αδυναμίες της Οικονομικής και Νομισματικής Ενωσης (ΟΝΕ).

Μια ιστορική αναδρομή

Ανεξαρτήτως αν κάποιος δεχθεί τη δογματική θέση πολλών διαπρεπών οικονομολόγων τιμημένων και με βραβεία Νόμπελ (Στίγκλιτς, Κρούγκμαν κ.ά.) ότι οι κανόνες της ΟΝΕ έχουν «εν σπέρματι» την πορεία απόκλισης μεταξύ άμεσα ανεπτυγμένων οικονομιών, αυτό πρέπει να αποδεικνύεται στην πράξη με την πρόοδο ή υποχώρηση αντιστοίχως των κύριων οικονομικών και κοινωνικών δεικτών.

Αυτό λοιπόν που αποδεικνύεται από τους οικονομικούς δείκτες (Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών, κατακεφαλήν ΑΕΠ, βαθμός ανάπτυξης, ύψος μισθών, αλλά και εισροών άμεσων ξένων επενδύσεων, δείκτης σχηματισμού παγίου κεφαλαίου, δείκτης επενδύσεων εντάσεως τεχνολογίας, ρυθμοί αύξησης παραγωγικότητας κ.λπ.) είναι ότι, κατά την περίοδο των πρώτων 4-5 χρόνων της εισόδου των προαναφερόμενων χωρών στην ΟΝΕ, η κοινωνική και πολιτική ευφορία με τον άνετο και πληθωρικό δανεισμό και με το σταθερό μεν αλλά υπερτιμημένο (για το επίπεδο ζωής και την ισοτιμία των παλαιών νομισμάτων τους) ευρώ, δημιούργησε αρχικά τάσεις σύγκλισης με τις παλιές χώρες («πυρήνα») της ΟΝΕ.

Μετά την πάροδο όμως αυτής της ευφορίας και τη μείωση του δανεισμού σύμφωνα και με την πολιτική της ΕΚΤ, μονιμοποιείται η πορεία απόκλισης και συνεχίζεται κάτι που συνέβαλε (μεταξύ των άλλων) στο να περιπέσουν οι χώρες αυτές στη δίχνη της μακρόχρονης κρίσης λόγω και του ευάλωτου των οικονομιών τους στους κραδασμούς του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος.

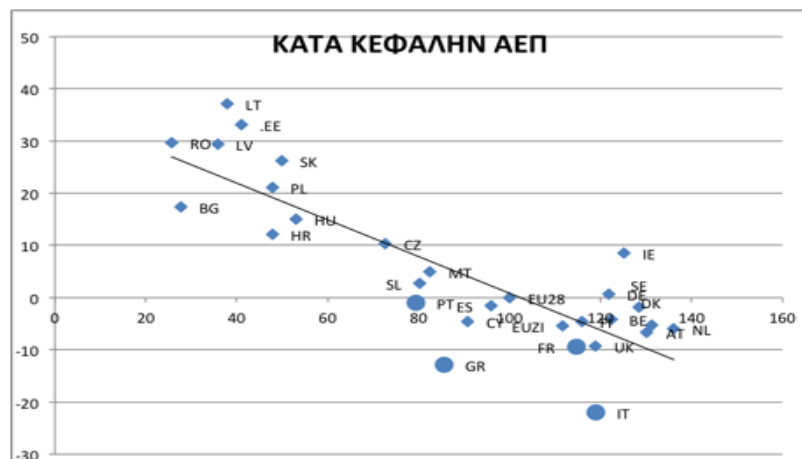
Έτσι, στις αδύναμες χώρες αυτές επιβλήθηκαν προγράμματα («Μνημόνια») που αντί να οδηγήσουν σε σύγκλιση μεταξύ των χωρών και στην οικονομική ολοκλήρωση της ευρωζώνης, επιτάχυναν την πορεία απόκλισης από το ευρωπαϊκό οικονομικό και κοινωνικό κεκτημένο, από πολλές σημαντικές εκφάνσεις του οποίου οι χώρες του πυρήνα ρητώς εξαιρούνται.

Από το 2008 που ξέσπασε η παγκόσμια οικονομική κρίση οι αναφορές για απόκλιση συνέχεια πληθαίνουν. Παρά τις πρωτοβουλίες που ελήφθησαν τα τελευταία χρόνια η σύγκλιση σε πολλούς μακροοικονομικούς δείκτες δεν είναι ορατή μεταξύ των κρατών μελών. Η οικονομική μεταβλητή που πρέπει κυρίως να εστιάσουμε είναι η πραγματική σύγκλιση δηλαδή όταν το κατά κεφαλήν ΑΕΠ στις χώρες με χαμηλό εισόδημα φθάνει ή τουλάχιστον πλησιάζει στο κατά κεφαλήν ΑΕΠ των χωρών με υψηλό εισόδημα.

Ανάλυση Μακροοικονομικών συντελεστών

Αρχικά στην έκθεση της ΕΚΤ του Μαΐου του 2015 γίνεται σαφή αναφορά ότι οι χώρες της Ευρώπης που είναι εκτός ευρώ αλλά και αυτές που υιοθέτησαν από το 2002 και έπειτα έχουν καλύτερες επιδόσεις την περίοδο 1999-2014 από τις χώρες που εντάχθηκαν στο ευρώ το 1999-2001. Για την περίοδο 1999-2014 υπάρχουν στοιχεία απόκλισης και ιδιαίτερα για τις χώρες με χαμηλό κατά κεφαλήν εισόδημα όπως η Ισπανία, η Πορτογαλία και η Ελλάδα όπου το κενό με το μέσο όρο κατά κεφαλήν εισόδημα των χωρών της Ευρώπης μειώθηκε ή παρέμεινε σταθερό (Γράφημα 1). Αλλά και σε χώρες με υψηλό κατά κεφαλήν εισόδημα όπως η Ιταλία υπάρχει μεγάλη απόκλιση με τις χώρες του κέντρου και μάλιστα κατέγραψε την χειρότερη επίδοση.

ΓΡΑΦΗΜΑ 1



Πηγή: ameco. Χ-άξονα κατά κεφαλήν ΑΕΠ(1999), ψ-άξονα: Η διαφορά του κατά κεφαλήν ΑΕΠ 1999-2014 Σημείωση: εξαιρείται το Λουξεμβούργο από τις μετρήσεις και υπάρχουν άλλα σήματα για τις χώρες Ελλάδα, Ιταλία, Γαλλία, Ισπανία, Πορτογαλία.

Σε άρθρο του ο καθηγητής Tilford S. (2014) επισημαίνει ότι η Ισπανία, η Ελλάδα και η Πορτογαλία έχουν μεγαλύτερη απόκλιση το 2013 με τις χώρες του κέντρου από ότι είχαν το 1999 κατά την περίοδο δηλαδή της ένταξης τους στο κοινό νόμισμα. Μάλιστα αναφέρει ότι το κατά κεφαλήν ΑΕΠ των χωρών αυτών μειώθηκε ή έμεινε σταθερό σε σχέση με τα επίπεδα του 1999. Η Ελλάδα και η Πορτογαλία το κατακεφαλήν ΑΕΠ τους ήταν και είναι στο 70% του μέσου όρου των EU -15 και της Ισπανίας στο 80%. Εξίσου σημαντικό είναι ότι αυτές οι τρεις χώρες αντί να συγκλίνουν με τις πλούσιες χώρες της Ευρώπης, τελικά εμφάνισαν τάσεις σύγκλισης με τις Κεντρικό – Ανατολικές χώρες της Ευρώπης που εντάχθηκαν στο κοινό νομισμά το 2004 και μετά.

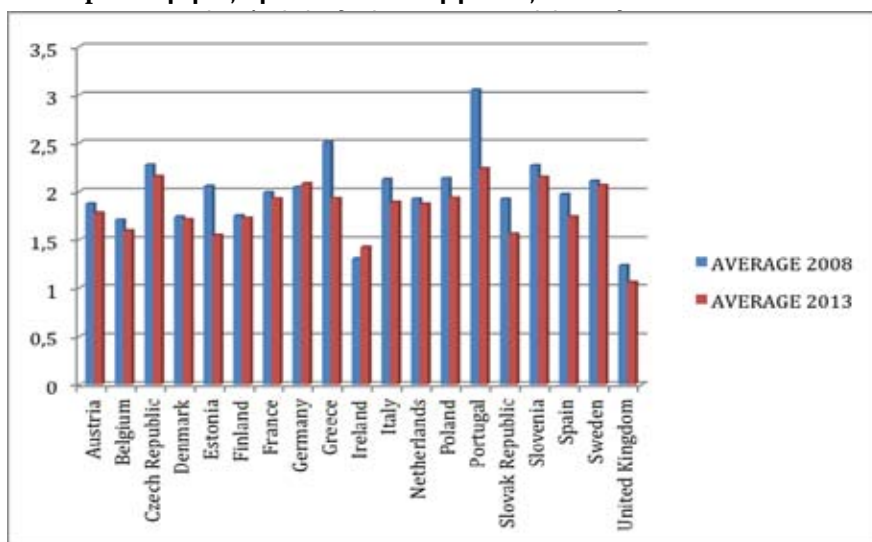
Την πιο εκτενή αναφορά γύρω από αυτό το θέμα δηλαδή την απόκλιση στο κατακεφαλήν ΑΕΠ μεταξύ των χωρών του Νότου και της κεντρικής Ευρώπης την κάνει η κ. V. Kaitila (2013) η οποία επισημαίνει την σύγκλιση που υπήρχε μέχρι το 2008 στο κατά κεφαλήν ΑΕΠ των χωρών του Νότου με τις κεντρικές, αλλά και την απόκλιση από το 2008 και μετά. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα της Ιταλίας που μέχρι το 1995 το κατά κεφαλήν ΑΕΠ της ανθιζε και ήταν 5% πάνω από το μέσο όρο της ευρωζώνης αλλά μετά επιδεινώθηκε και το 2012 έφτασε στα επίπεδα του 1961, δηλαδή 11% κάτω από το μέσο όρο των άλλων χωρών.

Η απόκλιση γίνεται ακόμα μεγαλύτερη αν υπολογίσουμε τον συντελεστή συνολικής παραγωγικότητας (TFP) όπου σύμφωνα με τα τελευταία στοιχεία του ΔΝΤ για τις λεγόμενες χώρες του Νότου βρίσκεται στο 89.9% , ενώ για τις χώρες του κεντρικού πυρήνα αγγίζουν το 107%. Ένα ενδιαφέρον συμπέρασμα σχετικά με αυτό προέρχεται από την έρευνα των P. Manasse και Is. Baldini (2013) όπου οι συγγραφείς αποδεικνύουν ότι στις χώρες που η παραγωγικότητα είχε αυξηθεί λιγότερο την περίοδο 2000-2008 είναι εκείνες όπου το μέσο κατά κεφαλήν ΑΕΠ μειώνεται ή τουλάχιστον αυξάνεται λιγότερο την περίοδο 2009-2013. Άλλος οικονομικός παράγοντας που καθορίζει την απόκλιση είναι η εργασία. Παρά τις ρυθμίσεις και τις προσαρμογές που εφάρμοσαν οι χώρες του Νότου στην εργατική νομοθεσία τους, η ανεργία κινείται σε πολύ υψηλά επίπεδα και ιδιαίτερα για τους νέους. Η κινητικότητα στην εργασία που παρατηρείται τα τελευταία χρόνια μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης δεν εμπόδισε την ραγδαία αύξηση της ανεργίας στις χώρες του Νότου. Το ποσοστό ανεργίας για τις χώρες του Νότου ξεπερνάει το 14% ενώ για τις χώρες του Βορρά αγγίζει το 8%. Ελλάδα και Ισπανία έχουν τα μεγαλύτερα ποσοστά, και μάλιστα στους νέους αγγίζουν το 50%.

Παράγοντες σύγκλισης

Η έλλειψη, προς το παρόν, προοπτικής για μία βιώσιμη πραγματική σύγκλιση οφείλεται σε πολλούς παράγοντες. Οι διαρθρωτικές δυσκαμψίες σε συνδυασμό με την έλλειψη αποτελεσματικού ανταγωνισμού αλλά και διάφορες νομικές ή τεχνκρατικές προϋποθέσεις που υπάρχουν σε αρκετές χώρες δεν αφήνουν ανεπηρέαστη την αναδιακατανομή του κεφαλαίου και βάζουν περιορισμούς. Αν και τα τελευταία χρόνια η Ελλάδα, η Πορτογαλία και η Ισπανία βρίσκονται στις υψηλότερες θέσεις στον τομέα των μεταρρυθμίσεων τόσο σε σχέση με την εργασία αλλά και με την δημοσιονομική προσαρμογή και πάλι υπάρχουν πολλές δυσκαμψίες οι οποίες καθυστερούν την σύγκλιση.

ΓΡΑΦΗΜΑ 2: Ρύθμιση αγοράς προϊόντων και εργασίας



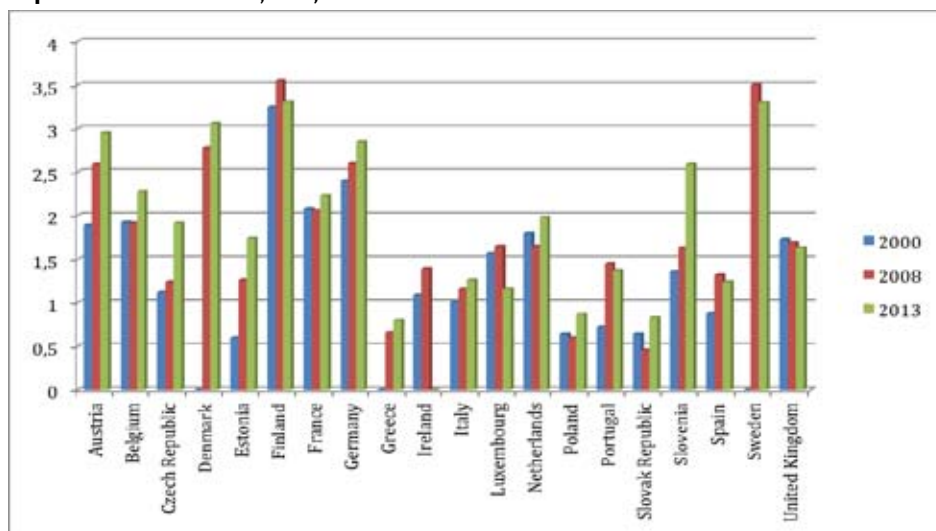
ΠΗΓΗ: oecd, συνδυασμός της ρύθμισης της αγοράς προϊόντων και της αγοράς εργασίας το 2008 και το 2013. Από 0-6 η κλίμακα σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ

Το παραπάνω γράφημα είναι χαρακτηριστικό για τις διαρθρωτικές δυσκαμψίες που υπάρχουν. Στο γράφημα 2 βλέπουμε τις δυσκαμψίες κυρίως στην αγορά προϊόντων και εργασίας. Συγκεκριμένα το 2008 η Ελλάδα, η Πορτογαλία και η Ισπανία είχαν μεγάλες αποκλίσεις εν σχέση με τις χώρες του Βορρά. Με την πάροδο των χρόνων όμως και την εφαρμογή σκληρών προγραμμάτων στις χώρες του Νότου η ρύθμιση της αγοράς επετεύχθη σε έναν βαθμό. Παρόλα αυτά, όπως παρατηρείται σε πολλές χώρες κυρίως εκτός ευρωζώνης, οι μεταρρυθμίσεις του ρυθμιστικού πλαισίου γενικά έχουν θετικό αντίκτυπο στις επενδύσεις και την καινοτομία, κάτι που δεν συμβαίνει στην ευρωζώνη και στις χώρες του Νότου. Ένα ενδιαφέρον συμπέρασμα σχετικά με αυτό προέρχεται από την έρευνα του S. Micossi (2016) όπου ο συγγραφέας τονίζει ότι οι συνολικές επιπτώσεις στο κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος ήταν δραματικές για όλες τις χώρες της ευρωζώνης αφού έχασαν σε μισθούς σε σχέση με την Γερμανία την περίοδο

1999-2007. Οι απώλειες αντιστράφηκαν τα επόμενα χρόνια 2008-2015 μόνο για τις χώρες που αναγκάστηκαν να εφαρμόσουν σκληρά προγράμματα (Ελλάδα, Ισπανία, Πορτογαλία, Ιρλανδία) για να επανακτήσουν πρόσβαση στις αγορές.

Εξίσου σημαντικό είναι να παρατηρήσουμε (γράφημα 3) τις διαφορές που υπάρχουν μεταξύ των χωρών στην επένδυση για έρευνα και ανάπτυξη που κάνει η κάθε χώρα. Πολλοί θα περίμεναν ότι στις χώρες του Νότου που μέσω σκληρών προγραμμάτων αναγκάστηκαν να μεταρρυθμίσουν την εργασία τους και την παραγωγή, η αύξηση των άμεσων επενδύσεων και η επένδυση στην έρευνα και ανάπτυξη ήταν προδιαγεγραμμένη όμως κάτι τέτοιο όχι μόνο δεν επιτεύχθηκε αλλά η μείωση είναι ραγδαία.

Γράφημα 3: Έρευνα και ανάπτυξη ως ποσοστό του ΑΕΠ



ΠΗΓΗ: EUROSTAT

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Σαν συμπέρασμα είναι ευδιάκριτες οι ανισότητες που υπάρχουν μεταξύ Βορρά και Νότου στην ευρωζώνη. Πολλές μεταρρυθμίσεις μπορεί να ήταν αναγκαίες για τις χώρες του Νότου αλλά δεν έδωσαν κάποια ώθηση σε αυτές. Εσφαλμένα η πολιτική ελίτ θεώρησε ότι η Ευρωπαϊκή σύγκλιση είναι δεδομένη και η νομισματική ενοποίηση θα οδηγούσε μηχανιστικά και στην πραγματική σύγκλιση των οικονομιών (Χιόνης 2015). Οι χώρες της περιφέρειας μπήκαν στο ευρώ με γενικά υψηλές συναλλαγματικές ισοτιμίες υποτίθεται για να ελέγξουν τον πληθωρισμό, εκκωρώντας έτσι ένα μέρος της ανταγωνιστικότητάς τους εξ αρχής. Δεδομένου ότι η νομισματική πολιτική καθοριζόταν από την ΕΚΤ και η δημοσιονομική πολιτική περιοριζόταν από το ολοένα και πιο αυστηρό πλαίσιο του Συμφώνου Σταθερότητας, οι χώρες της περιφέρειας ενθαρρύνθηκαν να βελτιώσουν την ανταγωνιστικότητά τους κυρίως μέσω της πίεσης στο θεσμικό πλαίσιο της εργασίας. Στο Νότο όπου τα προβλήματα είναι πολύ μεγαλύτερα και οι χώρες είναι υπερχρεωμένες, υπάρχει έλλειψη κοινής στάσης παρότι παρουσιάζουν αρκετές ομοιότητες και η κάθε χώρα εξετάζει τα ζητήματα μόνο από την δικιά της οπτική γωνία. Οι διαρθρωτικές αδυναμίες που είχαν οι χώρες του Νότου στις αγορές προϊόντων και εργασίας μειώθηκαν αισθητά τα τελευταία χρόνια. Παρόλα αυτά η συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών (TFP) παραμένει σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα για τις χώρες του Νότου και η σύγκλιση με τον Βορρά δεν είναι ορατή. Ένας συνδυασμός από διαγραφές κρεών και αυστηρό έλεγχο των δημοσιονομικών των κρατών με συντονισμένη προσπάθεια της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για αύξηση του πληθωρισμού μέσω ελαστικών πιστωτικών πολιτικών μπορεί να ήταν μία ενδεδειγμένη λύση για τις χώρες του Νότου. Είναι αναγκαίο επίσης, ένα στοχευμένο στην αξιοποίηση των συγκριτικών τους πλεονεκτημάτων πρόγραμμα που θα δημιουργήσει ένα επενδυτικό ξέσπασμα ώστε να τονώσει την οικονομία τους και να τους δώσει μακροπρόθεσμες προοπτικές για ένα καλύτερο μέλλον με χαμηλότερα ποσοστά ανεργίας, ανάπτυξη και επανάκτηση της χαμένης ανταγωνιστικότητάς τους.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- ECB Economic Bulletin, Issue 5/2015, Real convergence in the euro area: evidence, theory and policy, 30-33.
- Kaitila V. (2013): Convergence, income distribution, and the economic crisis in Europe, ETLA Working Paper No. 14, 9-11.
- P. Manasse and Is. Baldini (2013): What's wrong with Europe, CEPR, Policy Insight No. 67.
- S. Micossi (2016): Balance of Payments Adjustment in the Eurozone, CEPS, No. 338, 3-4.
- The 2014 Euro Plus Monitor Leaders and Laggards, Lisbon Council and Berenberg Bank, 4-6, 15-21.
- Tilford S. : (2014) The Eurozone is no place for poor countries, Centre For European Reform.
- Δ. Χιόνης (2015) Προοπτικές της Ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης, Εισήγηση για την Διαρκή Επιτροπή Ευρωπαϊκών Υποθέσεων.

