

## Τραπεζική – Τάσεις (Πριν) & Προοπτικές (Μετά την Κρίση)

Άγγελος Α. Αντζουλάτος<sup>1</sup>

Καθηγητής Τραπεζικής

Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

[antzoul@unipi.gr](mailto:antzoul@unipi.gr)

### Περιεχόμενα.

1. Εισαγωγή .....	2
2. Οι Δυνάμεις της Αλλαγής και οι Επιπτώσεις τους.....	2
3. Δεδομένα.....	6
4. Οι Τάσεις Πριν από την Κρίση .....	7
5. Προοπτικές.....	12
6. Βιβλιογραφικές Αναφορές.....	16

---

<sup>1</sup> Θερμές ευχαριστίες στους Νικόλαο Απέργη, Γεώργιο Κόντο, Δημήτριο Κυριαζή, Θωμά Σύρμο και, ιδιαίτερος, στους Χρήστο Τσούμα και Γεώργιο Χορταρέα (κριτή), τα εύστοχα σχόλια των οποίων συνέβαλαν τα μέγιστα στη βελτίωση της δομής, του ύφους και του περιεχομένου του παρόντος άρθρου.

## 1. Εισαγωγή

Οι προβλέψεις είναι πάντα παρακινδυνευμένες. Αυτό ισχύει πολύ περισσότερο για τον τραπεζικό τομέα στον οποίο, όπως παρατηρούν δύο έμπειροι μελετητές, "...intermediation is in such a constant state of flux that it is not much of an exaggeration to say that many researchers in financial intermediation do not realize that they are engaged in economic history. It is a challenge to determine whether there are important features of intermediation that remain constant across time, or whether intermediation is being fundamentally altered by securitization, loan sales, credit derivatives, and other recent innovations." (Gorton and Winton, 2003, σελ. 436).

Στην παρούσα συγκυρία, τη δυσκολία επιτείνει τα μέγιστα το γεγονός ότι το θεσμικό εκκρεμές αλλάζει κατεύθυνση, από τον άκρατο φιλελευθερισμό προς μεγαλύτερο παρεμβατισμό. Την προηγούμενη φορά που άλλαξε κατεύθυνση, στα τέλη της δεκαετίας του '70, δόθηκε μεγάλη ώθηση στο χρηματοοικονομικό σύστημα – συμβάλλοντας στην τιθάσευση του οικονομικού κύκλου, αλλά, από την αρνητική πλευρά, αυξήθηκε η συχνότητα, η ένταση και το κόστος των χρηματοοικονομικών κρίσεων, καθώς και των ανισοροπιών— μικροοικονομικών και μακροοικονομικών. Σε τι βαθμό παρεμβατισμού θα καταλήξει το θεσμικό εκκρεμές, στον απόηχο της μεγάλης εν εξελίξει κρίσεως, δεν το γνωρίζουμε ακόμη.

Παρά ταύτα, με οδηγό τις εξελίξεις στο χρηματοοικονομικό σύστημα των χωρών-μελών της Ευρωζώνης τις τρεις τελευταίες δεκαετίες, καθώς επίσης και τη χρηματοοικονομική θεωρία και λογική, αξίζει τον κόπο να κάνουμε μερικές προβλέψεις για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Οι προβλέψεις αυτές αναφέρονται στη «μεγάλη εικόνα», και όχι στις πιθανές στρατηγικές επιλογές μεμονωμένων τραπεζών ή στην ανάπτυξη συγκεκριμένων προϊόντων. Λαμβάνουν δε υπ' όψιν τη δυναμική αλληλεπίδραση του μεταβαλλομένου θεσμικού πλαισίου, των διεθνών αγορών χρήματος και κεφαλαίων και της πραγματικής οικονομίας.

## 2. Οι Δυνάμεις της Αλλαγής και οι Επιπτώσεις τους

Από τα τέλη της δεκαετίας του '70, το μεγάλο διεθνές «κύμα» της χρηματοοικονομικής απελευθερώσεως και αποκανονικοποιήσεως (deregulation), μαζί με τις ταχύτατες τεχνολογικές εξελίξεις στη διαχείριση και την ανάλυση πληροφοριών, την πρόοδο στη χρηματοοικονομική θεωρία, τη χρηματοοικονομική καινοτομία, την παγκοσμιοποίηση και τον εκ του αποτελέσματος εντονότατο ανταγωνισμό, επηρέασαν πάρα πολύ και μετασχημάτισαν τα χρηματοοικονομικά συστήματα σε όλο τον κόσμο. Στον τραπεζικό τομέα ιδιαίτερα, η στρατηγική α-

πάντηση των τραπεζών στους κινδύνους και τις ευκαιρίες που δημιουργήθηκαν στο νέο και ταχύτατα μεταβαλλόμενο χρηματοοικονομικό περιβάλλον αντικατοπτρίζεται στη μεγάλη μετατόπιση από παραδοσιακές δραστηριότητες διαμεσολαβήσεως, οι οποίες κερδίζουν επιτοκιακό εισόδημα (interest income), προς δραστηριότητες οι οποίες κερδίζουν μη-επιτοκιακό (non-interest income) εισόδημα (DeYoung and Rice [2004a,b,c], Goddard et al. [2007]). Ως αποτέλεσμα, η συμβολή του μη-επιτοκιακού εισοδήματος, το οποίο αποτελεί μέτρο της λειτουργικής διαφοροποίησης των τραπεζών, στο συνολικό εισόδημα των τραπεζών αυξήθηκε το 2003 σε σχεδόν 50% στις ΗΠΑ, περίπου διπλάσιο από ότι ήταν είκοσι χρόνια πριν (DeYoung and Rice, 2004a). Στην Ευρώπη αυξήθηκε από 26% το 1981 σε περίπου 41% το 1998 (Lepetit et al. 2008a).

Αναλυτικότερα, στην πλευρά των κινδύνων, αυξήθηκε ο ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών, των αγορών χρήματος και κεφαλαίων, και των άλλων διαμεσολαβητών (όπως αμοιβαία κεφάλαια). Οι τράπεζες αντιμετώπισαν ισχυρότερο ανταγωνισμό για τη χρηματοδότηση των μεγάλων και περισσότερο αξιόπιστων δανειζομένων (πλευρά ενεργητικού του ισολογισμού), καθώς επίσης και για τις καταθέσεις των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων (πλευρά παθητικού): Οι πλέον αξιόπιστοι δανειζόμενοι μπορούσαν να αντλήσουν κεφάλαια φθηνότερα στις αγορές, ενώ οι έχοντες πλεόνασμα κεφαλαίων είχαν περισσότερο επικερδείς επενδυτικές επιλογές συγκριτικά με τις καταθέσεις.

Στην πλευρά των ευκαιριών, οι τράπεζες μπορούσαν να επεκταθούν σε κερδοσκοπικές επενδύσεις (trading), καθώς και σε δραστηριότητες οι οποίες κέρδιζαν προμήθειες, όπως, επενδυτική τραπεζική και ασφάλειες, τις οποίες το περιοριστικό ως τα τέλη της δεκαετίας του '80 θεσμικό πλαίσιο σε μεγάλο βαθμό απαγόρευε. Επιπροσθέτως, μπορούσαν να κερδίσουν περισσότερες προμήθειες από παραδοσιακές δραστηριότητες διαμεσολαβήσεως χρησιμοποιώντας νέα προϊόντα, όπως, τιτλοποιήσεις των απαιτήσεων από πιστωτικές κάρτες και στεγαστικά δάνεια, καθώς επίσης προσφέροντας νέες υπηρεσίες σχετιζόμενες με παραδοσιακές δραστηριότητες, όπως ATMs και υπηρεσίες ηλεκτρονικών πληρωμών.

Οι δυνάμεις της αλλαγής, όμως, όπως και οι επιπτώσεις τους, δεν ήταν ομοιόμορφες σε όλες τις χώρες. Οι προαναφερθείσες κοινές διεθνείς δυνάμεις (global factors), οι οποίες σχετίζονται με αλλαγές κοινές για όλες τις τράπεζες σε όλες τις χώρες, λειτούργησαν από κοινού με δύο άλλες κατηγορίες δυνάμεων: Δυνάμεις οι οποίες επενεργούν σε επίπεδο χώρας (country-specific factors), και σχετίζονται με αλλαγές κοινές για τις τράπεζες μιας χώρας, και δυνάμεις οι οποίες επηρεάζουν κάθε τράπεζα ξεχωριστά (bank-specific factors), και διαφοροποιούν ακόμη και τις τράπεζες μίας χώρας. Για την πρώτη κατηγορία, ιδιαίτερος, μία πληθώρα άρθρων έχει προσδιορίσει, ανάμεσα σε άλλες δυνάμεις, το νομικό και θεσμικό πλαίσιο

(legal infrastructure and institutional framework), τη νοοτροπία (culture), την πολιτική παράδοση και την οικονομική ιστορία (Acemoglu et al. [2001], Allen and Gale [2001], Allen et al. [2004], Bae and Goyal [2009], Beck et al. [2003a,b], Djankov et al. [2007], Guiso et al. [2004], Houston et al. (2010), La Porta et al. [1997, 2000, 2008], Qi et al. [2010], Qian and Strahan [2007], Rajan and Zingales [2003], Stulz and Williamson [2003]). Σε αυτές πρέπει να προστεθούν η δομή της οικονομίας και οι γενικότερες μακροοικονομικές και μικροοικονομικές συνθήκες κάθε χώρας.

Το παρόν άρθρο χρησιμοποιεί στοιχεία σε επίπεδο χώρας για να συγκρίνει την Ελληνική εμπειρία με αυτήν των άλλων χωρών-μελών της Ευρωζώνης, με τις οποίες η Ελλάδα έχει το ίδιο θεσμικό πλαίσιο και το ίδιο νόμισμα, καθώς επίσης και με την εμπειρία των ΗΠΑ. Τοιούτοτρόπως, συγκρίνει την επίδραση των κοινών σε όλες τις χώρες δυνάμεων και των κοινών σε επίπεδο χώρας. Οι πρώτες ασκούν πίεση προς παρόμοιες αλλαγές στις χώρες του δείγματος, οι δεύτερες προς διαφορετικές. Τα πρωτογενή στοιχεία προέρχονται από τις βάσεις δεδομένων *World Bank Financial Development and Structure Database* και *OECD Bank Profitability Database*. Τα στοιχεία της πρώτης βάσεως επιτρέπουν την εξέταση του ρόλου των τραπεζών στην οικονομία διαχρονικά, ενώ της δεύτερης την ανάλυση των μεταβολών του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσεως των τραπεζών σε επίπεδο χώρας.

Εστιάζοντας στην Ελλάδα, ο ρόλος των τραπεζών στην κινητοποίηση των αποταμιεύσεων και στη χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα όχι μόνο δεν μειώθηκε, διαψεύδοντας τους προ εικοσαετίας φόβους περί αποδιαμεσολαβήσεως και του επερχομένου τέλους των τραπεζών (Boyd and Gertler, 1994), αλλά αυξήθηκε, ακολουθώντας τις τάσεις στις υπόλοιπες χώρες της Ευρωζώνης. Αντιθέτως, στις ΗΠΑ οι τράπεζες έχασαν έδαφος στον ανταγωνισμό με άλλους διαμεσολαβητές.

Οι αλλαγές, όμως, στη σύνθεση του ισολογισμού των τραπεζών της Ελλάδας ήταν συνθετότερες από τις αντίστοιχες των τραπεζών της Ευρωζώνης. Στην πλευρά του παθητικού, οι συντελεσθείσες την περίοδο 1985 – 2006 αλλαγές ήταν παρόμοιες με αυτές των υπολοίπων χωρών-μελών της Ευρωζώνης, αλλά και των ΗΠΑ, με χαρακτηριστικό παράδειγμα τη μείωση των καταθέσεων ως ποσοστού του συνολικού παθητικού. Αποτελεί ισχυρή ένδειξη ότι οι δυνάμεις σε επίπεδο χώρας είχαν μικρή επίδραση συγκριτικά με τις κοινές διεθνείς δυνάμεις. Αντιθέτως, οι αλλαγές στην πλευρά του ενεργητικού διαφέρουν: Τα δάνεια ως ποσοστό του ενεργητικού αυξήθηκαν στην Ελλάδα και μειώθηκαν στην Ευρωζώνη, ενώ τα αξιόγραφα ακολούθησαν την αντίθετη πορεία. Αποτελεί ισχυρή ένδειξη ότι στην Ελλάδα οι δυνάμεις σε επίπεδο χώρας είχαν ισχυρότερη επίδραση από τις διεθνείς.

Η διαφορετική εμπειρία της Ελλάδας αντανακλάται και στα αποτελέσματα χρήσεως. Στην μεν Ελλάδα το επιτοκιακό εισόδημα ως ποσοστό του συνολικού λειτουργικού εισοδήματος αυξήθηκε, ενώ στην Ευρωζώνη και τις ΗΠΑ μειώθηκε.

Η διαφορετική συμπεριφορά του ενεργητικού και του παθητικού, και κατ' επέκταση των αποτελεσμάτων χρήσεως, είναι λογική και μάλλον αναμενόμενη, καθότι η επίδραση των δυνάμεων της αλλαγής σε επίπεδο χώρας είναι ισχυρότερη στην πλευρά του ενεργητικού από ότι στην πλευρά του παθητικού. Συγκεκριμένα, η δομή των τραπεζικών ισολογισμών αντανακλά τις ανταγωνιστικές πιέσεις, καθώς επίσης και τους κινδύνους και τις ευκαιρίες που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες. Οι εν λόγω πιέσεις, κίνδυνοι και ευκαιρίες διαφέρουν από χώρα σε χώρα περισσότερο στην πλευρά του ενεργητικού από την πλευρά του παθητικού. Στην πλευρά του ενεργητικού, οι τράπεζες δανείζουν κυρίως εγχώριες εταιρείες και νοικοκυριά. Ως εκ τούτου, οι προαναφερθείσες δυνάμεις σε επίπεδο χώρας, επηρεάζουν περισσότερο τις αποφάσεις τους. Προεξάρχουσες δυνάμεις για την Ελλάδα την περίοδο της αναλύσεως ήταν η απελευθέρωση της καταναλωτικής και της στεγαστικής πίστωσης, η αυξανόμενη χρηματοδότηση της κυβέρνησεως από τις αγορές και τα χαμηλά επιτόκια από της εντάξεως στην Ευρωζώνη. Στην πλευρά του παθητικού, το οριακό κόστος κεφαλαίων, μία σημαντική μεταβλητή στις αποφάσεις των τραπεζών, επηρεάζεται κυρίως από τις συνθήκες στις διεθνείς χρηματαγορές στις οποίες οι κοινές διεθνείς δυνάμεις ήταν κατά τη διάρκεια του διαστήματος της αναλύσεως ισχυρότερες από τις εγχώριες.

Οι προαναφερθείσες μεταβολές τεκμηριώνονται στη μεθεπόμενη ενότητα. Η ανάλυση είναι ποιοτική, στο πνεύμα των Allen and Santomero (2001), Bianco et al. (1997) και Schmidt et al. (1999, 2001). Βασίζεται σε διαγράμματα τα οποία παρουσιάζουν τη διαχρονική εξέλιξη επιλεγμένων δεικτών.

Στην τελευταία ενότητα παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις του γράφοντος για την μετά την κρίση εξέλιξη των εξεταζομένων δεικτών. Για ένα τόσο σύνθετο αντικείμενο, όπως είναι η τραπεζική, η ανάλυση δεν μπορεί ποτέ να είναι εξαντλητική. Συνδυάζει, πάντως, τις μέχρι τώρα υπάρχουσες πληροφορίες για τις κυοφορούμενες αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο – μία από τις σημαντικότερες διεθνείς δυνάμεις αλλαγής, με τις εκτιμήσεις του γράφοντος για τις δυνάμεις της αλλαγής στην Ελλάδα. Τοιουτοτρόπως, συνδέει τις προβλεπόμενες εξελίξεις με τις ανάγκες της πραγματικής οικονομίας και τις εξελίξεις στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων.

Οι εκτιμήσεις αναφέρονται στο διάστημα μετά τη λήξη της εν εξελίξει διεθνούς κρίσεως και προϋποθέτουν ότι η Ελλάδα θα καταφέρει να θέσει υπό έλεγχο τα προβλήματα από τα υψηλά ελλείμματα, του προϋπολογισμού και του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, και από

τα υψηλά χρέη, του δημοσίου και το εξωτερικό χρέος της χώρας. Γι' αυτό είναι αρκετά αισιόδοξες.

### 3. Δεδομένα

Η βάση δεδομένων της Παγκόσμιας Τράπεζας *Financial Development and Structure Database* (Beck et al. [2000]) παρέχει στοιχεία για το μέγεθος, τη δραστηριότητα και την αποτελεσματικότητα των τεσσάρων κυρίων τμημάτων του χρηματοοικονομικού συστήματος: των τραπεζών και άλλων διαμεσολαβητών, των ασφαλιστικών εταιριών, του χρηματιστηρίου, και της αγοράς ομολόγων. Με τα στοιχεία αυτά, τα οποία είναι συγκρίσιμα και διαχρονικά και μεταξύ των διαφόρων χωρών, μπορεί να εκτιμηθεί κατά πόσο ο ρόλος των τραπεζών στην οικονομία έχει συρρικνωθεί ή όχι.

Οι δύο χρησιμοποιούμενες μεταβλητές, καταθέσεις σε τράπεζες και δάνεια από τράπεζες στον ιδιωτικό τομέα, ως ποσοστά του ΑΕΠ, σχετίζονται με τον ρόλο των τραπεζών στην κινητοποίηση των αποταμιεύσεων και τη χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα. Υψηλότερες τιμές κατά κανόνα θεωρούνται ως ένδειξη σημαντικότερου ρόλου. Η δεύτερη μεταβλητή αντιπαραβάλλεται με τα δάνεια στον ιδιωτικό τομέα από τράπεζες και άλλους διαμεσολαβητές, για να εκτιμηθεί εάν οι τράπεζες έχουν χάσει έδαφος στον ανταγωνισμό με τους άλλους διαμεσολαβητές.

Η δε βάση δεδομένων *OECD Bank Profitability Database* (OECD [2007]) παρέχει, σε επίπεδο χώρας πάλι, στοιχεία για τον ισολογισμό και τα αποτελέσματα χρήσεως των τραπεζών. Από αυτά υπολογίζονται δείκτες διαρθρώσεως των ισολογισμών και των εισοδημάτων.

Από τους χρησιμοποιούμενους δείκτες, τα δάνεια και τα αξιόγραφα ως προς το συνολικό ενεργητικό σχετίζονται με τη δομή του ενεργητικού των τραπεζών, ενώ οι καταθέσεις και ο απλός δείκτης μοχλεύσεως ίδια κεφάλαια ως προς το συνολικό παθητικό σχετίζονται με τη δομή του παθητικού. Τέλος το επιτοκιακό εισόδημα ως προς το συνολικό εισόδημα ( $\text{net interest income} / \text{total operating income}$ ) σχετίζεται με τα αποτελέσματα χρήσεως και αποτελεί μέτρο της λειτουργικής διαφοροποίησης των τραπεζών: Υψηλότερος δείκτης θεωρείται συνήθως ως ένδειξη μικρότερης διαφοροποίησης, καθότι μεγαλύτερο μέρος του εισοδήματος των τραπεζών προέρχεται από παραδοσιακές δραστηριότητες διαμεσολαβήσεως.

Η ανάλυση περιορίζεται στις χώρες-μέλη της Ευρωζώνης οι οποίες, πέραν του κοινού θεσμικού πλαισίου, έχουν και κοινό νόμισμα. Χάριν δε της συγκρίσεως, αναλύονται και τα αντίστοιχα μεγέθη για τις ΗΠΑ.

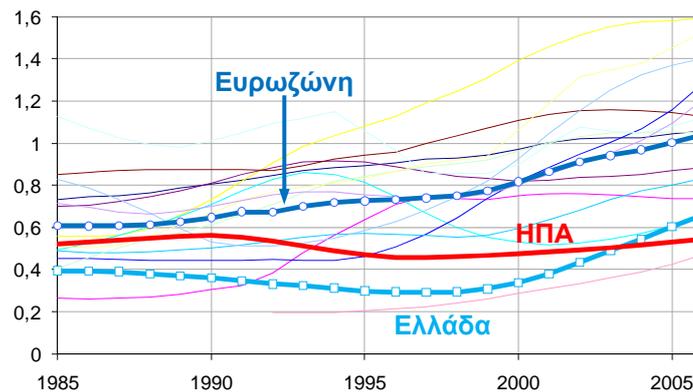
Το χρονικό εύρος της αναλύσεως προσδιορίζεται από τη διαθεσιμότητα των στοιχείων και τις συνθήκες στο διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα. Με τις περισσότερες μεταβλητές στη βάση δεδομένων του ΟΟΣΑ να ξεκινούν στα μέσα της δεκαετίας του '80, ενώ στη βάση της Διεθνούς Τραπεζής στη δεκαετία του '60, η ανάλυση αρχίζει το 1985 – όταν είχε αρχίσει να διογκούται παγκοσμίως το κύμα της χρηματοοικονομικής απελευθερώσεως. Η ανάλυση τελειώνει το 2006, για να αποφευχθεί η παραμορφωτική επίδραση της κρίσεως στους ισολογισμούς και τα αποτελέσματα χρήσεως των τραπεζών. Όλα τα στοιχεία είναι ετήσια.

Χάριν της ευκρίνειας, στην ποιοτική ανάλυση χρησιμοποιείται ο κινητός μέσος πέντε ετών των υπό εξέταση δεικτών. Επιπλέον, επισημαίνονται η Ελλάδα (γαλάζια γραμμή), η Ευρωζώνη (μπλέ γραμμή) και οι ΗΠΑ (κόκκινη γραμμή). Οι δείκτες για την Ευρωζώνη είναι ο μέσος όρος των δεικτών για τις χώρες-μέλη της. Οι δείκτες για κάθε χώρα-μέλος παρουσιάζονται με λεπτότερες γραμμές. Από τη σύγκρισή τους με τους αντίστοιχους της Ευρωζώνης προκύπτει ότι η εμπειρία τους ήταν κατά κανόνα κοινή. Για σχετικές ποσοτικές μελέτες και τεχνικές, βλέπετε Antzoulatos et al. (2010).

#### **4. Οι Τάσεις Πριν από την Κρίση**

Η ανάλυση των στοιχείων από τη Διεθνή Τράπεζα αναδεικνύει ότι, παρά τους αρχικούς φόβους περί αποδιαμεσολαβήσεως, ο ρόλος των τραπεζών στην οικονομία της Ελλάδας και της Ευρωζώνης ενισχύθηκε. Τόσο οι καταθέσεις όσο και οι πιστώσεις στον ιδιωτικό τομέα από τις τράπεζες (σχήμα 1) αυξήθηκαν ως ποσοστά του ΑΕΠ. Ενδεικτικά, το 2006, οι καταθέσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν 110% στην Ευρωζώνη και 79% στην Ελλάδα, από 67% και 52% αντιστοίχως το 1985. Για τις πιστώσεις τα αντίστοιχα ποσοστά ήταν 115% και 77% για το 2006, από 60% και 39% το 1985. Για την Ελλάδα, σημειωτέον, η παροδική μείωση των πιστώσεων, στο πρώτο μισό της δεκαετίας του '90, παρατηρείται και στις καταθέσεις, καθώς και στους κατωτέρω αναλυόμενους δείκτες διαρθρώσεως των ισολογισμών των τραπεζών.

**Σχήμα 1. Τραπεζικές Πιστώσεις στον Ιδιωτικό Τομέα [% ΑΕΠ]**



Για τις ΗΠΑ, όπου είχαν πρωτοεμφανιστεί οι φόβοι για αποδιαμεσολάβηση και όπου οι συντελεσθείσες αλλαγές στον ρόλο των τραπεζών ήταν εντονότερες (Allen and Santomero [2001]), οι τράπεζες έχασαν έδαφος στον ανταγωνισμό από άλλους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές. Το ποσοστό των πιστώσεων από τράπεζες προς τις συνολικές πιστώσεις στον ιδιωτικό τομέα από τράπεζες και άλλους διαμεσολαβητές από περίπου 60% στις αρχές της δεκαετίας του 1980 σταθεροποιήθηκε δύο δεκαετίες αργότερα στο μισό. Στην Ευρωζώνη, συμπεριλαμβανομένης της Ελλάδας, το σχετικό ποσοστό ήταν σταθερό, σχεδόν στο 100%. Την ίδια περίοδο, πάντως, στις ΗΠΑ, τόσο οι καταθέσεις όσο και οι πιστώσεις των τραπεζών στον ιδιωτικό τομέα παρέμειναν σχετικά σταθερές, γύρω στο 70% και 58% του ΑΕΠ αντίστοιχως.

Στην Ελλάδα, η ταχύτερη άνοδος των πιστώσεων από τις καταθέσεις συμβάδισε με μείωση της εθνικής αποταμίευσης και διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ως ποσοστά του ΑΕΠ).<sup>2</sup> Επιπλέον, η ταχύτατη αύξηση των πιστώσεων προς τα νοικοκυριά δημιούργησε μία επίπλαστη εικόνα ευημερίας η οποία δεν συμβάδιζε με την πραγματική κατάσταση της οικονομίας. Παρείχε, μάλιστα, όπως και σε πολλές άλλες χώρες, άλλοθι στις κυβερνήσεις να αναβάλλουν τη λήψη των αναγκαίων διαρθρωτικών μέτρων.

Η ανάλυση των στοιχείων από τον ΟΟΣΑ αναδεικνύει ότι οι δυνάμεις σε επίπεδο χώρας άσκησαν μεγαλύτερη επιρροή στην πλευρά του ενεργητικού από την πλευρά του παθητικού. Οι τάσεις στη σύνθεση του ενεργητικού ήταν αντίθετες από τις αντίστοιχες των χωρών-μελών της Ευρωζώνης, ενώ οι τάσεις στην πλευρά του παθητικού παρόμοιες. Οι διαφορετι-

<sup>2</sup> Συνδέονται μέσω της ταυτότητας αποταμιεύσεων-επενδύσεων,

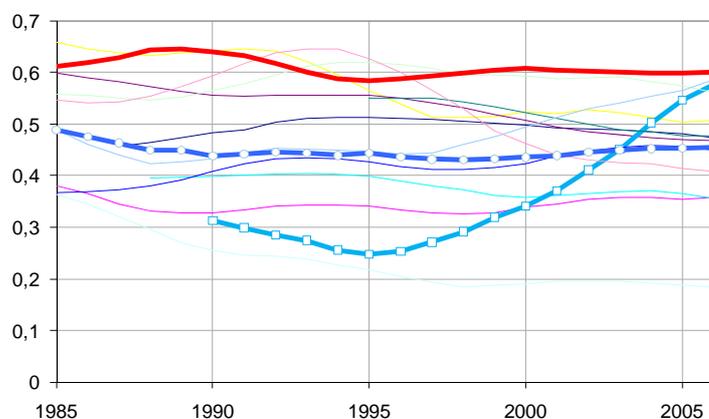
$$\text{Εθνική Αποταμίευση} = \text{Επενδύσεις} + \text{Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών.}$$

Για μία ευρύτερη θεώρηση, βλέπετε Blanchard and Giavazzi (2002).

κές τάσεις από την πλευρά του ενεργητικού επιβεβαιώνονται και από τις τάσεις στη σύνθεση του λειτουργικού εισοδήματος των τραπεζών.

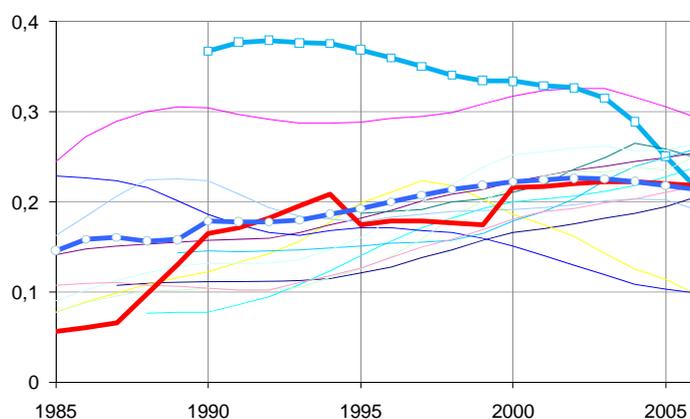
Αναλυτικότερα, στην πλευρά του ενεργητικού, παρότι η Ελλάδα ξεκίνησε με χαμηλότερο δείκτη δανείων προς το συνολικό ενεργητικό, και παρά την παροδική μείωση μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990, ο ταχύτερος ρυθμός πιστωτικής επεκτάσεως έκτοτε έφερε τον υπό εξέταση δείκτη υψηλότερα από τον αντίστοιχο της Ευρωζώνης, όπου είχε μία πολύ μικρή πτωτική τάση, και σε επίπεδο αντίστοιχο των ΗΠΑ, όπου ήταν σχετικά σταθερός (σχήμα 2).

**Σχήμα 2. Δάνεια προς Συνολικό Ενεργητικό**



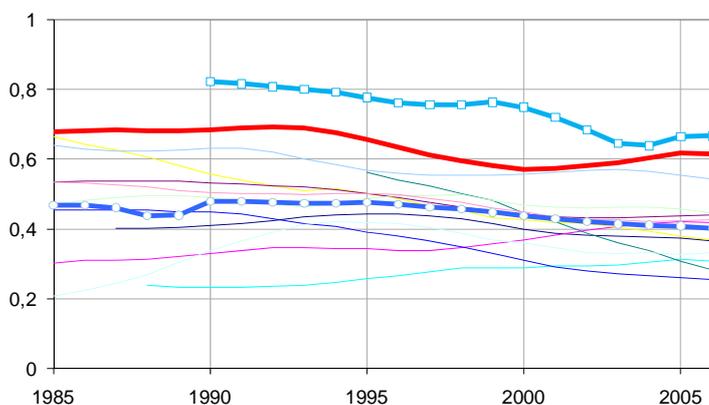
Όσον αφορά στα αξιόγραφα ως προς το συνολικό ενεργητικό, οι τάσεις στις εξεταζόμενες χώρες ήταν αντίθετες, με το σχετικό δείκτη της Ελλάδας να συγκλίνει από πάνω προς αυτόν της Ευρωζώνης και τον ΗΠΑ (σχήμα 3).

**Σχήμα 3. Αξιόγραφα προς Συνολικό Ενεργητικό**



Στην πλευρά του παθητικού, οι καταθέσεις ως προς το συνολικό παθητικό είχαν αρνητική τάση, όπως και στην Ευρωζώνη και τις ΗΠΑ (σχήμα 4). Πάντως, μέχρι το 2006 οι καταθέσεις παρέμειναν υψηλότερες στην Ελλάδα από τις άλλες χώρες της Ευρωζώνης.

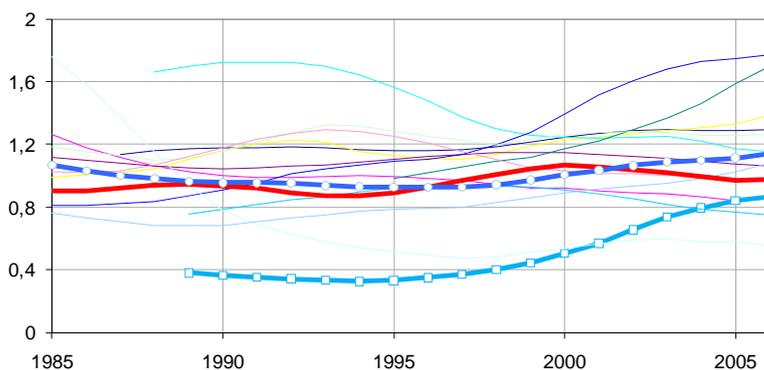
**Σχήμα 4. Καταθέσεις προς Συνολικό Παθητικό**



Αντισταθμίζοντας τη μείωση των καταθέσεων, αυξήθηκε η χρηματοδότηση των τραπεζών από τις αγορές, γεγονός το οποίο αύξησε τον κίνδυνο ρευστότητας —όπως η εν εξελίξει κρίση ανέδειξε.

Πάντως, παρά τη διαφορετική πορεία των δεικτών του ενεργητικού και του παθητικού, ο λόγος των δανείων ως προς τις καταθέσεις της Ελλάδας αυξήθηκε και συνέκλινε προς αυτόν της Ευρωζώνης (σχήμα 5).

**Σχήμα 5. Δάνεια προς Καταθέσεις**



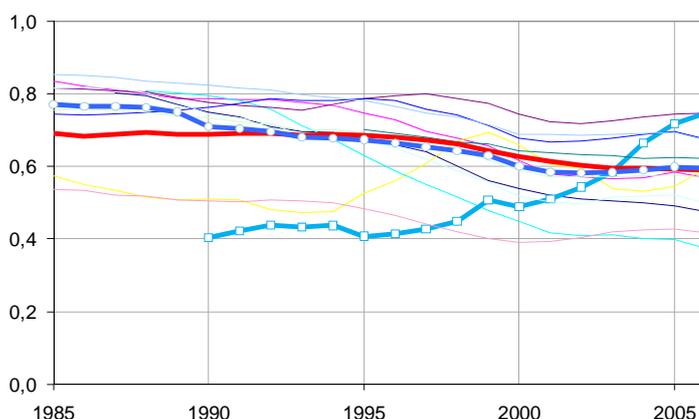
Οι μεταβολές των δεικτών διαρθρώσεως των τραπεζικών ισολογισμών αντανακλούν μία αύξηση των τραπεζικών κινδύνων. Χωρίς άλλο, στην ανάληψη των υψηλοτέρων κινδύνων συνέβαλε και η ψευδής, όπως εκ των πραγμάτων αποδείχθηκε, αίσθηση ασφαλείας την οποία

δημιούργησαν –σε τράπεζες, εποπτικές και ρυθμιστικές αρχές, αγορές— τα πολύπλοκα στατιστικά υποδείγματα διαχειρίσεως κινδύνων. Ψευδής αίσθηση στην οποία συνέβαλε και το θεσμικό πλαίσιο, με χαρακτηριστικά παραδείγματα τις προχωρημένες μεθόδους της Βασιλείας II για τη μέτρηση του πιστωτικού και του λειτουργικού κινδύνου.

Η εν λόγω ψευδής αίσθηση ήταν ένα από τα συμπτώματα μίας μεγάλης μεταβολής η οποία συνετελέσθη κατά την περίοδο της αναλύσεως: Της μετατροπής της τραπεζικής σε «ποσοτική» επιστήμη. Τα πάντα –θεωρήθηκε— μπορούσαν να μετρηθούν επακριβώς, ακόμη και οι τραπεζικοί κίνδυνοι, αυξάνοντας τον ρόλο των Η/Υ και των στατιστικών τεχνικών εις βάρος της ανθρωπίνης κρίσεως. Η αποτυχία των πολύπλοκων στατιστικών συστημάτων ελέγχου των κινδύνων υπενθύμισε ότι η τραπεζική είναι μία κατ' εξοχήν κοινωνική επιστήμη, είναι τέχνη (art) και επιστήμη, με τα στοιχεία της τέχνης να υπερτερούν. Αναντικατάστατο στοιχείο της τέχνης είναι η ανθρώπινη κρίση, εργαλεία της επιστήμης οι Η/Υ και οι ποσοτικές μέθοδοι.

Τέλος, οι μεταβολές του καθαρού επιτοκιακού εισοδήματος ως προς το συνολικό λειτουργικό εισόδημα των τραπεζών της Ελλάδας αντανακλούν τις αντίστοιχες των δανείων ως προς το συνολικό ενεργητικό: Σε αντίθεση με τις υπόλοιπες χώρες της Ευρωζώνης και τις ΗΠΑ, είχε αυξητική τάση (σχήμα 6).

**Σχήμα 6. Καθαρό Επιτοκιακό Εισόδημα προς Συνολικό Λειτουργικό Εισόδημα**



Σημειωτέον, η αύξηση του μη-επιτοκιακού εισοδήματος, οδήγησε σε αύξηση του κινδύνου, συστηματικού και μη, και σε χειροτέρευση της σταθμισμένης ως προς τον κίνδυνο κερδοφορίας των τραπεζών, παρά τις περί του αντιθέτου αρχικές προσδοκίες. Από την πληθώρα των σχετικών μελετών, βλέπετε σχετικά DeYoung and Rice (2004c), Lepetit et al. (2008) και Laeven and Levin (2007). Εκ του αποτελέσματος κρίνοντας, τα κέρδη από τη μεγαλύτερη

λειτουργική διαφοροποίηση των τραπεζών ήταν μικρότερα από τα κόστη. Τα κέρδη προέρχονται τη διαφοροποίηση των πηγών εισοδήματος των τραπεζών —εν είδει χαρτοφυλακίου εισοδημάτων, και από τις οικονομίες φάσματος. Τα δε κόστη από τις αρνητικές οικονομίες κλίμακος και φάσματος των συνθετότερων τραπεζικών οργανισμών, από τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα του εισοδήματος από κερδοσκοπικές επενδύσεις (trading), αλλά και από το ότι τα οφέλη της διαφοροποίησης ήταν μικρότερα των αναμενομένων.

## 5. Προοπτικές

Οι αναμενόμενες μεταβολές στις διεθνείς και στις εγχώριες δυνάμεις αλλαγής εισηγούνται ότι ο ρόλος των τραπεζών στην Ελληνική οικονομία θα αυξηθεί, ενώ η λειτουργία τους θα βελτιωθεί. Ανάμεσα στις πρώτες δυνάμεις ξεχωρίζουν οι κυοφορούμενες αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο και οι εξελίξεις στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων. Κυρίαρχες ανάμεσα στις δεύτερες είναι οι οικονομικές συνθήκες στη χώρα και δη η ανάγκη να μειωθούν τα ελλείμματα και τα χρέη, καθώς και να τεθούν οι βάσεις για διατηρήσιμη (sustainable) ανάπτυξη.

Συγκεκριμένα, έχοντας ως στόχο την αποφυγή μίας νέας μεγάλης κρίσεως, το θεσμικό εκκρεμές άλλαξε πάλι κατεύθυνση, από τον άκρατο φιλελευθερισμό προς μεγαλύτερο παρεμβατισμό. Οι κυοφορούμενες αλλαγές κινούνται προς δύο κατευθύνσεις: α) μείωση της μοχλεύσεως και αύξηση της ρευστότητας, και β) περιορισμό των δραστηριοτήτων υψηλού κινδύνου των τραπεζών, όπως, κερδοσκοπικές επενδύσεις (trading) και συμμετοχές σε κερδοσκοπικά επενδυτικά σχήματα (hedge funds).

Η λογική προσδοκία είναι ότι το θεσμικό εκκρεμές δεν θα καταλήξει στο άλλο άκρο, του άκρατου παρεμβατισμού, όπως αυτό το οποίο θεσμοθετήθηκε στον απόηχο της μεγάλης κρίσεως της δεκαετίας του '30 και υπήρχε μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1970. Το σύστημα αυτό δεν μπόρεσε να ανταποκριθεί στις σύγχρονες οικονομικές συνθήκες, γ' αυτό άλλωστε αντικαταστάθηκε από το υπάρχον.

Παρότι, όπως διδάσκει η χρηματοοικονομική ιστορία, οι όποιοι περιορισμοί επιβληθούν θα μπορούν να ξεπεραστούν σχετικά εύκολα, άλλωστε οι θεσμικοί περιορισμοί έχουν αποτελέσει διαχρονικά έναν από τους ισχυρότερους καταλύτες χρηματοοικονομικής καινοτομίας (Tufano [2003]), θα υπάρξει πίεση για μικρότερη μόχλευση, αυξημένη ρευστότητα και απλούστερα προϊόντα. Με όρους των αναλυόμενων δεικτών, ο λόγος των καταθέσεων προς το συνολικό ενεργητικό θα τείνει να αυξηθεί, όπως και ο λόγος των ιδίων κεφαλαίων, ενώ ο λόγος των δανείων προς καταθέσεις να μειωθεί.

Ακόμη και αν δεν άλλαζε το θεσμικό πλαίσιο, οι ίδιες οι τράπεζες θα ελάμβαναν παρόμοια μέτρα, υπό την πίεση των πελατών τους και από τις δύο πλευρές του ισολογισμού — καταθετών και άλλων χρηματοδοτών από την πλευρά του παθητικού, δανειζομένων και άλλων συναλλασσομένων από την πλευρά του ενεργητικού. Μέτρα τα οποία θα οδηγούσαν σε παρόμοιες με τις προλεχθείσες αλλαγές στη δομή των τραπεζικών ισολογισμών: μικρότερη χρηματοδότηση από τις αγορές και μεγαλύτερη από τις (θεωρούμενες ως) σταθερότερες καταθέσεις, περισσότερα ίδια κεφάλαια, απλούστερη διάρθρωση των εποπτικών κεφαλαίων, καλύτερη ποιότητα των στοιχείων του ενεργητικού, λιγότερο αδιαφανείς (opaque) ισολογισμοί, μικρότερη έμφαση στις ποσοτικές τεχνικές για την εκτίμηση των κινδύνων,...

Υπάρχει, επίσης, αναφορικά με το θεσμικό πλαίσιο, ένας ευρύς προβληματισμός διεθνώς για το αν οι μεγάλες τράπεζες πρέπει να συρρικνωθούν ώστε να μειωθεί το ‘too big to fail’ πρόβλημα και τα συν αυτό στρεβλά κίνητρα των τραπεζών και κίνδυνοι για την οικονομία. Η δυνατότητα των τραπεζών να επηρεάζουν τις αποφάσεις της πολιτικής ηγεσίας εισηγείται ότι αυτός ο προβληματισμός κατά πάσα πιθανότητα δεν θα οδηγήσει σε μέτρα.

Αναφορικά με τις εξελίξεις στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων, η υπόθεση εργασίας είναι ότι θα επικρατήσει η κοινή λογική: Δεν θα επέλθει δραματική συρρίκνωση, όπως αυτή η οποία ακολούθησε την κρίση της δεκαετίας του 1930 και διήρκεσε μέχρι το τέλος της δεκαετίας του 1970, αλλά ούτε και θα επιστρέψει η προ της κρίσεως ευφορία, όπως συνέβη μετά την κρίση του Μεξικού το 1994, της Ν.Α. Ασίας το 1997 και σε πλείστες όσες άλλες περιπτώσεις.

Η δραματική συρρίκνωση, εάν επέλθει, θα είναι αποτέλεσμα ενός πολύ αυστηρού θεσμικού πλαισίου, ανάλογου με το αναποτελεσματικό πλαίσιο το οποίο υπήρχε μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του ‘70. Σε αυτή την περίπτωση δεν θα μιλάμε για τράπεζες οι οποίες λειτουργούν με χρηματοοικονομικά κριτήρια, όπως αυτά τα οποία διέπουν την παρούσα ανάλυση, αλλά για τράπεζες οι οποίες κινούνται με βάση ένα ογκώδες βιβλίο κανονισμών: Ποιος θα πάρει πίστωση και με ποιους όρους, ποιο θα είναι το επιτόκιο καταθέσεων, ποιος θα δικαιούται να εξάγει κεφάλαια και με ποιους όρους, ... Μάλλον απίθανο να συμβεί.

Αλλά και η ευφορία είναι μάλλον απίθανο να επιστρέψει, τουλάχιστον σύντομα. Οι κυοφορούμενες αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο δεν είναι ευνοϊκές. Ούτε και οι οικονομικές συνθήκες: Για αρκετά χρόνια μετά το ξέσπασμα μίας χρηματοοικονομικής κρίσεως, οι τιμές των ακινήτων και των μετοχών, και ο ρυθμός αυξήσεως του ΑΕΠ παραμένουν χαμηλότερα από τα προ της κρίσεως επίπεδα, ενώ η ανεργία υψηλότερα (Reinhart and Rogoff [2009]). Εάν, παρά ταύτα, επιστρέψει η ευφορία, σύντομα θα μιλάμε για την επόμενη κρίση, οπότε τα παρόν κείμενο θα έχει εφαρμογή τότε.

Η αναμενόμενη μείωση της προσφοράς δανείων, λόγω των πιέσεων από τις διεθνείς δυνάμεις, θα συνοδευθεί και από μείωση της ζήτησεως, λόγω κυρίως των δυνάμεων χώρας. Λεπτομέρειες, με επίκεντρο την Ελλάδα, παρέχονται κατωτέρω.

Στο νέο περιβάλλον, η λειτουργία των τραπεζών θα βελτιωθεί και ο ρόλος τους στην οικονομία θα αναβαθμιστεί ποιοτικά. Τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη των αιτουμένων χρηματοδότηση θα έχουν μεγαλύτερη βαρύτητα στις σχετικές αποφάσεις, αυξάνοντας τον ρόλο των τραπεζών ως παραγόντων οι οποίοι επιλύουν τα προβλήματα της ασυμμέτρου πληροφώρησης τα οποία υπάρχουν στις σχέσεις χρηματοδοτών και χρηματοδοτούμενων. Στην αναβάθμιση του ρόλου των τραπεζών θα συμβάλει και η τρωθείσα αξιοπιστία των οίκων αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου (credit rating agencies), των «παικτών» οι οποίοι μετριάζουν τα εν λόγω προβλήματα για τους επενδυτές οι οποίοι δεν έχουν το χρόνο, τα μέσα και την τεχνολογία να κάνουν τις σχετικές αναλύσεις.

Τα αυστηρότερα κριτήρια και η μειωμένη διαθεσιμότητα χρηματοδοτήσεων θα ασκήσουν πίεση για μείωση των ελλειμμάτων και των χρεών, κυβερνήσεων, χωρών, επιχειρήσεων και νοικοκυριών, και για αύξηση των αποταμιεύσεων. Ένεκα αυτής, ίσως μειωθεί ο λόγος των πιστώσεων ως προς το ΑΕΠ. Παρά ταύτα, ο ρόλος των τραπεζών θα ενισχυθεί ποιοτικά καθότι θα έχουν μεγαλύτερο ποσοστό στη χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα από ότι πριν την κρίση, ενώ οι αγορές θα έχουν μικρότερο.

Στην Ελλάδα, ειδικότερα, οι ανωτέρω διεθνείς δυνάμεις θα ενισχυθούν από την ανάγκη των νοικοκυριών να αποταμιεύουν περισσότερο, λόγω και της συρρικνώσεως του κράτους προνοίας, και από την ανάγκη για παραγωγικές επενδύσεις οι οποίες δημιουργούν θέσεις εργασίας και οδηγούν στην άνοδο του ΑΕΠ και των εισοδημάτων. Το τελευταίο θα συμβάλει στη μείωση του φορτίου των συσσωρευμένων χρεών του δημοσίου και του ιδιωτικού τομέα, ενώ, όπως προκύπτει από την ταυτότητα αποταμιεύσεων-επενδύσεων, η αύξηση των αποταμιεύσεων μπορεί να συμβάλει στην αναγκαία μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Επίσης, τα αυστηρότερα χρηματοδοτικά κριτήρια στις διεθνείς αγορές θα μεταφερθούν και στην εγχώρια οικονομία: Εάν οι εγχώριες τράπεζες χορηγούν παρακινδυνευμένα δάνεια, ο αυξημένος κίνδυνος των στοιχείων του ενεργητικού θα προκαλέσει προβλήματα στη χρηματοδότησή τους από τις διεθνείς αγορές.

Περαιτέρω, η αύξηση των αποταμιεύσεων θα συμβάλει και στην αύξηση των καταθέσεων και στην περαιτέρω ενίσχυση του ρόλου των τραπεζών στην ελληνική οικονομία. Με την αποστροφή προς τον κίνδυνο των νοικοκυριών να έχει αυξηθεί, συνεπεία των διαδοχικών κρίσεων των τελευταίων ετών, στις επενδυτικές αποφάσεις τους θα έχει μεγαλύτερη βαρύτητα

τα η ασφάλεια, την οποία παρέχουν οι καταθέσεις, έναντι των αποδόσεων, τις οποίες παρέχουν οι επενδύσεις στις αγορές. Αυτό θα δώσει ώθηση στη δημιουργία συνθέτων καταθετικών προϊόντων, τα οποία επιτρέπουν ικανοποιητικές αποδόσεις ενώ ταυτόχρονα προστατεύουν το κεφάλαιο, όπως, μακροπρόθεσμες καταθέσεις με εγγυημένο πραγματικό επιτόκιο – για προστασία από τον κίνδυνο του πληθωρισμού.

Αναζητώντας επιπλέον πηγές κερδοφορίας, οι Ελληνικές τράπεζες θα αυξήσουν τη λειτουργική διαφοροποίησή τους, με αποτέλεσμα την αύξηση του μη-επιτοκιακού εισοδήματος ως ποσοστού του λειτουργικού εισοδήματος. Η διαφοροποίηση μάλλον δεν θα προέλθει από κερδοσκοπικές τοποθετήσεις, αλλά από αύξηση των προμηθειών τόσο από παραδοσιακές δραστηριότητες διαμεσολαβήσεως όσο και από μη παραδοσιακές δραστηριότητες, όπως, ασφάλειες και προϊόντα περιβαλλοντικής χρηματοοικονομικής. Η αλλαγή του ασφαλιστικού συστήματος και τα εντεινόμενα περιβαλλοντικά προβλήματα θα συμβάλλουν προς αυτή την κατεύθυνση. Όπως και το περισσότερο ευμετάβλητο μακροοικονομικό περιβάλλον.

Εν ολίγοις, η εκτίμηση του γράφοντος είναι ότι τόσο οι κυοφορούμενες αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο και οι αναμενόμενες μεταβολές στις διεθνείς χρηματαγορές, όσο και οι ανάγκες της Ελληνικής οικονομίας, θα οδηγήσουν σε αύξηση του ρόλου των τραπεζών και σε βελτίωση της λειτουργίας τους – προς όφελος της πραγματικής οικονομίας. Ο χρόνος θα δείξει εάν αυτή η αισιόδοξη εκτίμηση επαληθευθεί.

Απαραίτητη προϋπόθεση προς τούτο είναι οι αρχές της χώρας να λάβουν τα κατάλληλα μέτρα. Η μεν Τράπεζα της Ελλάδος, στο βαθμό που της επιτρέπει το θεσμικό πλαίσιο της Ευρωζώνης, να δώσει κίνητρα στις τράπεζες για χρηματοδότηση παραγωγικών επενδύσεων. Η δε κυβέρνηση να μειώσει τα αντικίνητρα για δημιουργικές δραστηριότητες και αποταμίευση, και να θεσπίσει κίνητρα για μακροπρόθεσμες αποταμιεύσεις τις οποίες καθιστά αναγκαίες η συρρίκνωση του κράτους προνοίας. Επιπλέον, η κυβέρνηση θα πρέπει να μην παρεμβαίνει στις χρηματοδοτικές αποφάσεις των τραπεζών με κριτήρια μη χρηματοοικονομικά.

Και μία σχετική με το θεσμικό πλαίσιο παρατήρηση. Η διαφορετική εμπειρία της Ελλάδος, αλλά και οι διαφορετικές ανάγκες της οικονομίας της, εισηγούνται ότι οι όποιες αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο και αν προκριθούν, θα πρέπει να υπάρχει περιθώριο προσαρμογής στις ιδιαίτερες συνθήκες της χώρας. Ένας κώδικας οδικής κυκλοφορίας —γιατί το θεσμικό πλαίσιο είναι ο κ.ο.κ. του χρηματοοικονομικού συστήματος, όσο καλός και αν είναι, δεν μπορεί να είναι εξ ίσου κατάλληλος για όλες τις χώρες.

## 6. Βιβλιογραφικές Αναφορές

- Antzoulatos, Angelos A., Ekaterini Panopoulou and Chris Tsoumas. “Do Financial Systems Converge?”, forthcoming (2011), *Review of International Economics*.
- Acemoglu, Daron, Johnson, Simon and James A. Robinson (2001). “The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation”, *American Economic Review* 91, 1369 – 1401.
- Allen, Franklin and Douglas Gale (2001). *Comparing Financial Systems*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Allen, Franklin, Chui, Michael K.F. and Angela Maddaloni (2004). “Financial Systems in Europe, the USA and Asia”, *Oxford Review of Economic Policy* 20(4), 490 – 508.
- Allen, Franklin and Anthony M. Santomero (2001). “What Do Financial Intermediaries Do?”, *Journal of Banking and Finance* 25, 271 – 294.
- Bae, Kee-Hong and Vidhan K. Goyal (2009). “Creditor Rights, Enforcement and Bank Loans”, *The Journal of Finance*, Vol. LXIV, No. 24, pp. 823 – 860 (April).
- Beck, Thorsten, Demirguc-Kunt, Asli and Ross Levine (2000). “A New Database on Financial Development and Structure”, *World Bank Economic Review* 14, 597-605.
- \_\_\_\_\_ (2003a). “Law, Endowments, and Finance”, *Journal of Financial Economics* 70, 137 – 181.
- \_\_\_\_\_ (2003b). “Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?”, *Journal of Comparative Economics* 31, 653 – 675.
- Bianco, Magda, Gerali, Andrea and Riccardo Massaro (1997). “Financial Systems Across ‘Developed Economies’: Convergence or Path Dependence?”, *Research in Economics* 51, 303 – 331.
- Blanchard, O. and F. Giavazzi, (2002). “Current Account Deficits in the Euro-area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2002/2, pp. 147-209.
- Boyd, John H., and Mark Gertler (1994). “Are Banks Dead? Or, Are the Reports Greatly Exaggerated?”, in *The Declining Role of Banking*, Federal Reserve Bank of Chicago, May, 85 – 117.

- DeYoung, Robert and Tara Rice (2004a). “How Do Banks Make Money? The Fallacies of Fee Income”, Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives*, Fourth Quarter, 34 – 51.
- \_\_\_\_\_ (2004b). “How Do Banks Make Money? A Variety of Business Strategies”, Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives*, Fourth Quarter, 52 – 67.
- \_\_\_\_\_ (2004c). “Non-Interest Income and Financial Performance at U.S. Commercial Banks”, *The Financial Review* 39, 101 – 127.
- Djankov, Simeon, McLiesh, Caralee and Andrei Shleifer (2007). “Private Credit in 129 Countries”, *Journal of Financial Economics* 84, 299 – 329.
- Goddard, John, Philip Molyneux, John O.S. Wilson and Manouche Tavakoli (2007). “European Banking: An Overview”, *Journal of Banking and Finance* 31, 1911 – 1935.
- Gorton, Gary and Andrew Winston (2003). “Financial Intermediation”, chapter 8 in *Handbook of the Economics of Finance*, edited by G.M. Constantinides, M. Harris and R.M. Stulz, North-Holland, pp. 431 – 552.
- Guiso, Luigi, Sapienza, Paola and Luigi Zingales, “The Role of Social Capital in Financial Development”, *American Economic Review* 94(3) (2004):526-56.
- Houston, Joel F., Chen Lin, Ping Lin and Yue Ma (2010). “Creditor Rights, Information Sharing, and Bank Risk Taking”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 96, pp. 485 – 512.
- Laeven, Luc and Ross Levine (2007). “Is There a Diversification Discount in Financial Conglomerates?”, *Journal of Financial Economics* (85), 331 – 367.
- La Porta, Rafael, Lopez de Silanes, Florencio and Andrei Shleifer (2008). “The Economic Consequences of Legal Origins”, *Journal of Economic Literature* 46(2), 285– 332.
- La Porta, Rafael, Lopez de Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei and Robert Vishny (2007). “Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Finance* 52(3), 1131 – 1150.
- \_\_\_\_\_ (2000). “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics* (58), 3 – 27.
- Lepetit, Laetitia, Emmanuelle Nys, Philippe Rous and Amine Tarazi (2008). “Bank Income Structure and Risk: An Empirical Analysis of European Banks”, *Journal of Banking and Finance* 32, 1452 – 1467.

- OECD (2007). Bank Profitability – Methodological Country Notes.
- Qi, Yaxuan, Lucas Roth and John K. Wald (2010). “Political Rights and the Cost of Debt”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 95, pp. 202 – 226.
- Qian, Jun and Philip E. Strahan (2007). “How Laws and Institutions Shape Financial Contracts: The Case of Bank Loans”, *Journal of Finance*, Vol. LXII, No. 6, pp 2803 – 2834 (December).
- Rajan, Raghuram and Luigi Zingales (2003). “The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century”, *Journal of Financial Economics* 69(1), 5 – 50.
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2009). This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly, Princeton University Press, Princeton.
- Schmidt, Reinhard H., Hackethal, Andreas and Marcell Tyrell (1999). “Disintermediation and the Role of Banks in Europe: An International Comparison”, *Journal of Financial Intermediation* 8, 36-67.
- Stulz, Rene M. and Rohan Williamson (2003). “Culture, Openness and Finance”, *Journal of Financial Economics* 70(3), 313 – 349.
- Tufano, Peter (2003). “Financial Innovation”, chapter 6 in Handbook of the Economics of Finance, edited by G.M. Constantinides, M. Harris and R.M. Stulz, North-Holland, pp. 308 – 335.