



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

**Θέμα Διπλωματικής Εργασίας :
Ασυμμετρία της Νομισματικής Πολιτικής**

Επιβλέπων Καθηγητής : Απέργης Νικόλαος
Επιτροπή: Αντζουλάτος Άγγελος
Πιττής Νικήτας



Επιμέλεια: Λάμπρος Βεντούρης
Πειραιάς 2008

Περιεχόμενα

Εισαγωγή	4
Επισκόπηση Βιβλιογραφίας	6
Κανάλια Μετάδοσης Νομισματικής Πολιτικής	9
• Interest rate Channel	10
• Other Asset Price Channels	12
1. Exchange rate Channel	12
2. Equity Price Channel	13
3. Real Estate Channel	14
• Credit channel	14
1. Bank Lending Channel	14
2. Balance Sheet Channel	15
Θεωρίες Ασυμμετρίας Νομισματικής Πολιτικής	16
• Μεταβαλλόμενη Θεώρηση των Πραγμάτων	16
• Αναμενόμενος Πληθωρισμός και Δομή των Επιτοκίων	18
• Μη Συμμετρική Προσαρμογή των Τιμών	19
• Ατέλειες της Πιστωτικής Αγοράς	21
Ασύμμετρα Αποτελέσματα των Διακυμάνσεων της Συναλλαγματικής Ισοτιμίας	24
• Ισορροπία Προσφοράς & Ζήτησης στην Αγορά	27
• Μετατοπίσεις Συναλλαγματικής Ισοτιμίας και Πραγματική Αύξηση της Παραγωγής	30
• Μεταβολές της Συναλλαγματικής Ισοτιμίας και Πληθωρισμός	31
• Ασυμμετρία των Διαταραχών	32
Επισκόπηση των Κρατών	33
• Αυστραλία	33
• Νέα Ζηλανδία	36
• Ιαπωνία	42
• Νότια Κορέα	47
• Μαλαισία	53

• Σιγκαπούρη	60
• Ταϊλάνδη	65
Μεθοδολογία & Δεδομένα	69
Εμπειρικά Αποτελέσματα	72
• Αυστραλία	72
• Νέα Ζηλανδία	73
• Ιαπωνία	75
• Νότια Κορέα	76
• Μαλαισία	78
• Σιγκαπούρη	79
• Ταϊλάνδη	80
Επίλογος & Συμπεράσματα	81
Βιβλιογραφία	84
Παράρτημα 1	87
Παράρτημα 2	107

Εισαγωγή

Η παρούσα διατριβή έχει ως θέμα τα ασύμμετρα αποτελέσματα που παρατηρούνται στο ΑΕΠ μιας χώρας κατά την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Έχει βρεθεί από προηγούμενες έρευνες ότι η περιοριστική νομισματική πολιτική είναι σαφώς πιο αποτελεσματική από την επεκτατική. Ειδικότερα, ύστερα από μελέτη που έχει πραγματοποιηθεί για την οικονομία των Ηνωμένων Πολιτειών, διαχωρίζοντας το ΑΕΠ σε Κατανάλωση και Επένδυση, διαπιστώθηκε ότι τα αποτελέσματα της νομισματικής πολιτικής εμφανίζουν κάποια σχετική συμμετρία ως προς την κατανάλωση, δίχως όμως κάτι τέτοιο να ισχύει και για τις επενδύσεις, οι οποίες προτείνονται ως πηγή του φαινομένου της ασυμμετρίας.

Σε αυτή την διπλωματική εργασία επιλέγεται να γίνει μια παρόμοια έρευνα για ορισμένες χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας και του Ειρηνικού οι οποίες προσελκύουν βαθμιαία σημαντικό μέρος της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας. Θα γίνει μια προσπάθεια να εξεταστεί κατά πόσο οι μεταβολές της προσφοράς χρήματος επηρεάζουν το πραγματικό ΑΕΠ των κρατών αυτών καθώς και δυο πολύ βασικά συστατικά του, τις Επενδύσεις και τις Εξαγωγές. Σκοπός είναι να αποδοθεί ο τυχόν εντοπισμός κάποιας μορφής θετικής ή αρνητικής ασυμμετρίας σε κάποιο από αυτά τα δυο ιδιαίτερος ευαίσθητα στοιχεία της παραγωγής.

Η ανατολική Ασία καθώς και η ευρύτερη περιοχή του Ειρηνικού είναι μια περιφέρεια που αποτελείται από κράτη με ποικίλα χαρακτηριστικά. Εδώ εδρεύουν μερικές από τις μεγαλύτερες σε έκταση χώρες του πλανήτη αλλά και μερικές από τις μικρότερες πόλεις-κράτη. Οι οικονομίες αυτής της ζώνης με εξαίρεση αυτές της Αυστραλίας, της Νέας Ζηλανδίας και της Ιαπωνίας που θεωρούνται ανεπτυγμένες, βρίσκονται σε διαφορετικό βαθμό η κάθε μια, σε στάδιο μετάβασης από τον κεντρικό προγραμματισμό σε μια οικονομική δομή που στηρίζεται στη λειτουργία της αγοράς, και από τη χρήση των παραδοσιακών διαδικασιών παραγωγής στην εφαρμογή των σύγχρονων βιομηχανικών μεθόδων.

Ωστόσο, οι χώρες της ανατολικής Ασίας έχουν διάφορα κοινά σημεία. Ως επί το πλείστον, είναι εξαγωγικές οικονομίες και πολλές από αυτές έχουν πετύχει με

συνέπεια τη βελτίωση της ελκυστικότητας των εξαγωγών τους προς τον αναπτυσσόμενο κόσμο κατά τη διάρκεια των ετών . Το κατά κεφαλήν προϊόν των κρατών της περιοχής έχει συγκλίνει σημαντικά ως προς εκείνο του βιομηχανοποιημένου κόσμου χάρη στη ταχεία ανάπτυξη της παραγωγικότητας που έχει επιτευχθεί με την εισαγωγή τεχνολογίας από στο εξωτερικό. Η εκμετάλλευση αυτής βοήθησε στην παραγωγή των επιθυμητών προς εξαγωγή αγαθών και στη μεγαλύτερη αποδοτικότητα της εργασίας. Η αύξηση της παραγωγικότητας και η επιτυχία των εξαγωγών βελτίωσαν το εμπόριο αυτών των χωρών με το πέρασμα του χρόνου και κατά συνέπεια την ευημερία των κατοίκων τους μέσα από τη σταθερή αύξηση της αξίας των προϊόντων τους παγκοσμίως. Το ιδιαίτερα ενοποιημένο εμπόριο μεταξύ των κρατών της περιοχής είναι μια άλλη εκδήλωση της ανάπτυξης της περιφέρειας του Ειρηνικού. Ειδικότερα, υπάρχει μια μορφή αναπτυσσόμενου περιφερειακού εμπορίου ενδιάμεσων αγαθών τα οποία χρησιμοποιούνται σε διάφορα στάδια της παραγωγικής διαδικασίας.

Η εγγύτητα εθνών με εντελώς διαφορετικό εργατικό κόστος και τεχνολογική πρόοδο δημιουργεί μεγάλες ευκαιρίες προς εκμετάλλευση για την δημιουργία κερδών από την παραγωγή υψηλής αξίας αγαθών. Η περιοχή της νοτιοανατολικής Ασίας είναι διάσημη για την εγκατάσταση διάφορων σταδίων παραγωγής αγαθών με φθινό κόστος. Οι οικονομίες της ευρύτερης περιοχής χαρακτηρίζονται από υψηλή εξάρτηση από τις τράπεζες και από ελάχιστα ανεπτυγμένες αγορές εταιρικών ομολόγων. Σε μεγάλο βαθμό, αυτή η κατάσταση προέρχεται από την προγενέστερη κυβερνητική παρεμβατική πολιτική στην οικονομική δραστηριότητα. Η σχετική απουσία δυνατοτήτων για άμεσο δανεισμό και χρηματοδότηση από τις αγορές κεφαλαίου βοήθησε στην ενίσχυση της δύναμης των τραπεζικών ιδρυμάτων ώστε αυτές να μπορούν να συνεργαστούν στενά με επιχειρηματικούς συμμάχους και ανώτερους κρατικούς υπαλλήλους για την παροχή πίστωσης σε ορισμένους ευνοημένους και προνομιούχους δανειολήπτες. Οι τραπεζικές κρίσεις που σημειώθηκαν στην ανατολική Ασία τα τελευταία χρόνια προκλήθηκαν εν μέρει από τους κακώς οργανωμένους και ανεπαρκείς τραπεζικούς οργανισμούς. Η σχετική έλλειψη εναλλακτικής μη τραπεζικής χρηματικής διαμεσολάβησης, έκανε ολόκληρες οικονομίες να φαίνονται τρωτές σε οικονομικές κρίσεις συγκριτικά με χώρες όπου οι αγορές ομολόγων ήταν πιο αναπτυσσόμενες. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτού του φαινομένου αποτελούν τα γεγονότα που συνέβησαν το 1997 με την οικονομική κρίση

να επιδεινώνεται στη περιοχή επειδή μετά τη κατάρρευση των τραπεζών δεν υπήρχαν άλλες εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.

Επιπροσθέτως, οι οικονομίες της ανατολικής Ασίας εμφανίζουν υψηλό ποσοστό αποταμίευσης. Το ποσοστό αυτό σχετίζεται με τις διαδικασίες μετάβασης των τοπικών οικονομιών και με τις υπανάπτυκτες χρηματιστηριακές αγορές. Αν και πολλές από αυτές τις χώρες έχουν χρησιμοποιήσει την εγχώρια αποταμίευση για την πραγματοποίηση επενδύσεων, το τελευταίο χρονικό διάστημα η επένδυση έχει μειωθεί σημαντικά συγκριτικά με τα επίπεδα της αποταμίευσης σε πολλά κράτη, δημιουργώντας έτσι μεγάλα και συνεχή εμπορικά πλεονάσματα (π.χ. Ιαπωνία). Τέλος, η συνεχής συσσώρευση συναλλαγματικών αποθεμάτων από πολλές νοτιοανατολικές ασιατικές κεντρικές τράπεζες είναι ένα άλλο προεξέχον χαρακτηριστικό γνώρισμα της γενικότερης οικονομικής ανάπτυξης της περιοχής αυτής.

Επισκόπηση της Βιβλιογραφίας

Τα ασύμμετρα αποτελέσματα της νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία μπορούν να παρατηρηθούν σε αρκετά θεωρητικά υποδείγματα, και είναι ταξινομημένα σε τρεις τύπους. Ο πρώτος τύπος συσχετίζεται με τη κατεύθυνση της δράσης της νομισματικής πολιτικής και αναφέρεται στο φαινόμενο όπου μια αρνητική νομισματική διαταραχή έχει επιπτώσεις στην παραγωγή εντονότερες από μια θετική. Ο δεύτερος τύπος ασυμμετρίας σχετίζεται με το μέγεθος της δράσης της νομισματικής πολιτικής. Οι μικρές νομισματικές διαταραχές φέρονται να έχουν επιπτώσεις στην πραγματική πλευρά της οικονομίας εντονότερα από τις σχετικά μεγαλύτερες διαταραχές. Τρίτον, η νομισματική πολιτική μπορεί να έχει επιπτώσεις στην παραγωγή κατά τρόπο διαφορετικό ανάλογα με το εάν η οικονομία είναι σε φάση ύφεσης ή σε φάση ανόδου.

Διάφορες εμπειρικές μελέτες έχουν διεξάγει έρευνες για τους διαφορετικούς τύπους ασυμμετρίας που παρατηρούνται στα αποτελέσματα της νομισματικής πολιτικής στην παραγωγή. Η πρόσφατη έρευνα έχει δείξει ότι οι μεταβολές της προσφοράς χρήματος επηρεάζουν μη συμμετρικά το ΑΕΠ. Οι J. Bradford De Long και Lawrence Summers (1988) στην έρευνα που πραγματοποίησαν με ετήσια

προπολεμικά και μεταπολεμικά στοιχεία για τις ΗΠΑ διαπίστωσαν ότι οι αρνητικές διαταραχές της νομισματικής πολιτικής έχουν μεγαλύτερη επίδραση στην παραγωγή από τις θετικές. Εξετάζοντας τριμηνιαία μεταπολεμικά στοιχεία για τις ΗΠΑ, ο James Cover (1992) χρησιμοποιώντας τριμηνιαία μεταπολεμικά δεδομένα κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι θετικές μεταβολές της προσφοράς χρήματος δεν είχαν καμία επίδραση στην παραγωγή, ενώ οι αρνητικές την μείωσαν. Οι Caballero και Engel (1992) έδειξαν ότι τα αποτελέσματα που προκαλούνται στην παραγωγή από σοκ στη ζήτηση χρήματος είναι ασυμμετρικά.. Ο Morgan (1993) βρήκε επίσης στην εργασία του ασύμμετρα αποτελέσματα για την αμερικάνικη οικονομία χρησιμοποιώντας το επιτόκιο της Κεντρικής Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ και τον δείκτη Boschen-Mill. Οι Rhee και Rich (1995) χρησιμοποίησαν την προσέγγιση που προτείνεται από τον Cover (1992) και κατέληξαν σε παρόμοια με αυτόν συμπεράσματα.

Ο Karras (1996) ανέλυσε στοιχεία για διάφορες ευρωπαϊκές χώρες και τις ΗΠΑ και βρήκε ισχυρά στοιχεία υπέρ της υπόθεσης της ασυμμετρίας. Οι Ravh και Sola (1996) έδειξαν, ελέγχοντας την αλλαγή καθεστώτος στη νομισματική πολιτική το 1979, ότι η ασυμμετρία που παρατηρήθηκε από τον Cover δεν είναι ιδιαίτερα σημαντική. Οι Karras και Stokes (1999) σε δείγμα 12 χωρών του ΟΟΣΑ διαπίστωσαν παρεμφερή ασυμμετρία στις μεταβολές του ΑΕΠ ύστερα από μεταβολές της ρευστότητας. Με μια άλλη μελέτη που πραγματοποιήθηκε από τους ίδιους ερευνητές την ίδια χρονιά η ασύμμετρη συμπεριφορά του ΑΕΠ μετά από ένα νομισματικό σοκ ενδεχομένως να μπορεί να αποδοθεί στην επένδυση. Ο Karras ερεύνησε τα ασύμμετρα αποτελέσματα της προσφοράς χρήματος και του επιτοκίου στην παραγωγή, την κατανάλωση και την επένδυση στις ΗΠΑ. Ασύμμετρη επίδραση παρατηρήθηκε και στις τρεις μεταβλητές. Η ηπιότερη επίδραση, εντούτοις, ήταν αυτή στην κατανάλωση. Επομένως, σύμφωνα με αυτόν, η επένδυση πρέπει να είναι πιθανότατα το κλειδί στην κατανόηση των θεωρητικών λόγων της ασυμμετρίας. Οι Parker και Rothman (2000) επανεξέτασαν τα στοιχεία του Cover για την περίοδο πριν τον πρώτο παγκόσμιο πόλεμο και την αντίστοιχη του μεσοπολέμου. Διαπίστωσαν ότι ο τύπος ασυμμετρίας που τεκμηριώθηκε από τον Cover παρατηρήθηκε μόνο κατά το τελευταίο στάδιο της μεγάλης οικονομικής κρίσης (Great Depression Period) τη δεκαετία του 1930. Η Anna Florio (2004) μελετώντας τα ασύμμετρα αποτελέσματα της νομισματικής πολιτικής στις Ηνωμένες Πολιτείες, την Ιταλία και την Ιαπωνία κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η περιοριστική νομισματική είναι σαφώς

αποτελεσματικότερη συγκριτικά με την επεκτατική. Ο Evans (1986) εντούτοις, παρουσίασε στοιχεία ενάντια στην ασυμμετρία για τις ΗΠΑ διαπιστώνοντας ότι η νομισματική πολιτική δεν έχει έντονες επιπτώσεις στην παραγωγή όταν η αξιοποίηση των παραγωγικών ικανοτήτων είναι χαμηλή.

Οι Ravn και Sola (2004) ερεύνησαν εάν τα ασύμμετρα αποτελέσματα των νομισματικών διαταραχών στις ΗΠΑ συσχετίζονται με την κατεύθυνση και το μέγεθος αυτών. Η διαφορά μεταξύ των μικρών και μεγάλων διαταραχών βασίζεται στις διαφορές που παρατηρούνται στις μεταβολές του επιτοκίου (Federal Funds Rate). Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι υπάρχει σημαντικότητα μόνο για τα μικρά και αρνητικά νομισματικά σοκ.

Οι Garcia και Schaller (1995), εξέτασαν εάν η νομισματική πολιτική έχει διαφορετικές επιπτώσεις στην παραγωγή ανάλογα με τις διαφορετικές φάσεις του επιχειρηματικού κύκλου. Οι Dolado και Maria Dolores (2001, 2006), Peersman και Smets (2001) και Kaufmann (2002) αξιολόγησαν την ασυμμετρία ανάλογα με τη φάση των επιχειρηματικών κύκλων. Βρέθηκαν ισχυρές ενδείξεις οι κινήσεις της νομισματικής πολιτικής έχουν ισχυρότερα αποτελέσματα στην παραγωγή κατά την ύφεση στις ΗΠΑ, την Αυστρία, τη Γερμανία, την Ισπανία, την Ιταλία, την Γαλλία, και το Βέλγιο. Οι Lo και Piger (2003) εξέτασαν την ανταπόκριση της αμερικάνικης παραγωγής κατά την αλλαγή του καθεστώτος της νομισματικής πολιτικής. Τα στοιχεία που βγήκαν μέσα από αυτή την έρευνα έδειξαν ότι οι ενέργειες της νομισματικής πολιτικής κατά τη διάρκεια των υφέσεων έχουν μεγαλύτερα αποτελέσματα στην παραγωγή συγκριτικά με τις ενέργειες κατά τη διάρκεια των ανάπτυξης.

Οι Weise (1999) και οι Lo και Piger (2005) αξιολόγησαν από κοινού και τους τρεις τύπους ασυμμετριών στα πραγματικά αποτελέσματα της νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ. Και οι δυο μελέτες παρείχαν πρόσθετες ενδείξεις για την ύπαρξη ασυμμετρίας στη φάση των επιχειρηματικών κύκλων.

Τέλος, η Magda Kandil (2000) εξέτασε τα ασυμμετρικά αποτελέσματα των διακυμάνσεων της συναλλαγματικής ισοτιμίας στο ΑΕΠ και τον πληθωρισμό 22 αναπτυσσόμενων χωρών. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι εμφανίζεται ασυμμετρία από

τις μεταβολές της ισοτιμίας όταν αυτές είναι μη προσδοκώμενες. Ειδικότερα, αναπάντεχες υποτιμήσεις ενός νομίσματος προκαλούν μείωση του ρυθμού ανάπτυξης και αναζωπύρωση των πληθωριστικών τάσεων, ενώ οι απροσδόκητες ανατιμήσεις ελαττώνουν κι αυτές την παραγωγή με ταυτόχρονη παρουσία ελάχιστου αντιπληθωρισμού.

Κανάλια Μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής

Στο AD-IA υπόδειγμα, τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια υποτίθεται ότι είναι ο μηχανισμός με τον οποίο οι νομισματικοί φορείς χάραξης της πολιτικής προκαλούν επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία. Αν και ένα τέτοιο πρότυπο είναι αρκετά καλό για τη βασική ανάλυση, αγνοεί πολλές σημαντικές λεπτομέρειες για το πώς η νομισματική πολιτική λειτουργεί στην πραγματικότητα.

Αυτό το γεγονός αποτελεί ένα βασικό κίνητρο για το αυξημένο ενδιαφέρον σχετικά με τη νομισματική πολιτική ως ένα πρωτεύον εργαλείο για την ελαχιστοποίηση των οικονομικών διακυμάνσεων στην οικονομία. Μαζί με αυτό το ενδιαφέρον για τη νομισματική πολιτική ως συσκευή σταθεροποίησης, είναι απαραίτητο να αναζητηθεί πώς και πόσο ακριβώς η νομισματική πολιτική επηρεάζει την πραγματική οικονομία. Με άλλα λόγια, όταν μια Κεντρική Τράπεζα παίρνει μια απόφαση για να ακολουθήσει επεκτατική ή περιοριστική νομισματική πολιτική, οι αλλαγές αυτές τι επιπτώσεις έχουν στα πραγματικά οικονομικά μεγέθη όπως το ΑΕΠ.

Οι φορείς χάραξης νομισματικής πολιτικής θα αντιμετωπίζουν πάντα αβεβαιότητα για πόσο ή πώς θα ενεργήσουν, εκτός κι αν έχουν μεγαλύτερη γνώση για τους διάφορους τρόπους με τους οποίους η νομισματική πολιτική έχει αποτελέσματα στην πραγματική οικονομία. Συνεπώς, αυτή η αβεβαιότητα θα οδηγήσει τους φορείς να χρησιμοποιήσουν τα μέσα που έχουν στη διάθεσή τους από πάρα πολύ ως ελάχιστα ως προς το μέγεθος, και από πολύ νωρίς ως πολύ αργά ως προς τη χρονική στιγμή επιτείνοντας με αυτό τον τρόπο την αβεβαιότητα στην οικονομία.

Τα κανάλια που έχουν προσδιοριστεί είναι τα ακόλουθα:

- Interest Rate Channel
- Other Asset Price Channels (Exchange Rates, Equity Prices, Real Estate channels)

- Credit Channel (Bank Lending Channel and the Balance Sheet Channel)

Interest Rate Channel

Αποτελεί το ευρύτερα εξεταζόμενο κανάλι. Μια αύξηση της προσφοράς χρήματος χαμηλώνει το πραγματικό επιτόκιο, το οποίο υποκινεί στη συνέχεια την επένδυση και επομένως αυξάνει το ΑΕΠ. Η επίδραση της νομισματικής πολιτικής στο πραγματικό επιτόκιο λειτουργεί μέσω της υπόθεσης των «απρόθυμων» τιμών. Τα χαμηλότερα ονομαστικά επιτόκια μεταφράζονται σε χαμηλότερα πραγματικά επιτόκια με την υπόθεση ότι οι τιμές είναι σταθερές βραχυπρόθεσμα.

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Το πρώτο πράγμα που λαμβάνεται υπόψη είναι η σχέση μεταξύ του ονομαστικού και πραγματικού επιτοκίου. Αυτή η σχέση συχνότερα εκφράζεται ως εξής:

Πραγματικό Επιτόκιο = Ονομαστικό Επιτόκιο - Αναμενόμενο Ποσοστό Πληθωρισμού ($r = i - \pi^e$).

Με άλλα λόγια οι αποφάσεις των επενδύσεων είναι βασισμένες στο πραγματικό κόστος, το οποίο εξαρτάται από το (γνωστό) ονομαστικό επιτόκιο και το (αβέβαιο) ποσοστό πληθωρισμού. Δεδομένου ότι ο αναμενόμενος πληθωρισμός δεν είναι πάντα εύκολο να μετρηθεί, εργαζόμαστε συχνά με το γνωστό εκ των υστέρων πραγματικό επιτόκιο. Δηλαδή, χρησιμοποιούμε κυρίως το πραγματικό ποσοστό πληθωρισμού παρά το αναμενόμενο ($r = i - \pi$).

Σύμφωνα με τα υποδείγματα IS-LM και AD-IA το πραγματικό επιτόκιο που έχει σημασία για τους καταναλωτές και τους επενδυτές είναι το μακροπρόθεσμο πραγματικό επιτόκιο. Η σχέση αυτή μπορεί να εκφραστεί ως εξής:

$$M \rightarrow i_{FF} \rightarrow r_{FF} \rightarrow r \rightarrow I, C \rightarrow Y$$

Το πρώτο βήμα της σχέσης υποδηλώνει ότι για να υποκινηθεί (συσταλεί) μια οικονομία, η κεντρική τράπεζα αυξάνει (μειώνει) την προσφορά χρήματος (M), που μειώνει (αυξάνει) το βραχυπρόθεσμο ονομαστικό επιτόκιο, όπως το βασικό επιτόκιο της ΚΤ (i_{FF}). Η υπόθεση εδώ είναι ότι η ΚΤ έχει την ικανότητα να διευθύνει τις διαδικασίες ελεύθερης αγοράς έτσι ώστε να μπορεί να ποικίλει την προσφορά χρήματος για να μετακινήσει τα ποσοστά των επιτοκίων προς την επιθυμητή κατεύθυνση. Στη συνέχεια τα χαμηλότερα (υψηλότερα) βραχυπρόθεσμα ονομαστικά επιτόκια οδηγούν σε χαμηλότερα (υψηλότερα) βραχυπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια (r_{FF}). Αυτό εξαρτάται φυσικά αυστηρά από την υπόθεση των βραχυπρόθεσμα σταθερών τιμών. Στην επόμενη φάση τα χαμηλότερα (υψηλότερα) βραχυπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια οδηγούν σε χαμηλότερα (υψηλότερα) μακροπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια (r). Τέλος, οι αλλαγές στα μακροπρόθεσμα επιτόκια πρέπει, στη συνέχεια, να υποκινήσουν (να πιέσουν) την κατανάλωση (C) και την επένδυση (I) αυξάνοντας (χαμηλώνοντας) με αυτό τον τρόπο το εγχώριο ΑΕΠ (Y).

Ακόμα κι αν δεν ισχύει η υπόθεση των σταθερών τιμών, το interest rate channel μπορεί ακόμα κι έτσι να είναι ενεργό. Μια αύξηση της προσφοράς χρήματος μπορεί να αυξήσει τον αναμενόμενο πληθωρισμό (επειδή υπάρχουν περισσότερα χρήματα τα οποία προορίζονται για την αγορά ίδιας ποσότητας αγαθών) και να μειώσει τα πραγματικά επιτόκια οδηγώντας σε περισσότερη κατανάλωση και παραγωγή. Αυτός ο μηχανισμός μπορεί ενδεχομένως να είναι ιδιαίτερα σημαντικός για οικονομίες στις οποίες το ονομαστικό επιτόκιο βρίσκεται σε μηδενικά επίπεδα.

$$M \uparrow \Rightarrow P^e \uparrow \Rightarrow \pi^e \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Παραδόξως, η δημιουργία προσδοκίων υψηλότερου πληθωρισμού μπορεί να είναι ευεργετική για μια οικονομία που αντιμετωπίζει αντιπληθωριστικά φαινόμενα. Ακόμα κι αν φαίνεται αντίθετο διαισθητικά, δεν είναι στην πραγματικότητα. Το χαρακτηριστικό γνώρισμα του αντιπληθωρισμού είναι ότι η πιθανότητα εμφάνισης χαμηλότερων τιμών στο μέλλον οδηγεί τις επιχειρήσεις και τους καταναλωτές να μεταθέτουν τα έξοδα γι' αργότερα κάτι το οποίο οδηγεί την οικονομία σε βαθύτερη υποχώρηση καθιστώντας τον αντιπληθωρισμό ακόμα χειρότερο. Η δημιουργία

πληθωριστικών προσδοκιών είναι ίσως ο μοναδικός τρόπος αντιστροφής της περιστολής των δαπανών.

Other Asset Price Channels

Exchange Rate Channel

Ένα άλλο κανάλι μέσω του οποίου η νομισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει το ΑΕΠ, και που αναπαρίσταται μερικές φορές στο υπόδειγμα IS-LM, είναι αυτό που περιγράφει τον αντίκτυπο των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η βασική ιδέα είναι η ακόλουθη: Όταν η κεντρική τράπεζα αυξάνει την προσφορά χρήματος μειώνονται τα βραχυπρόθεσμα ονομαστικά επιτόκια και μειώνονται επίσης έτσι τα βραχυπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια. Τα χαμηλότερα βραχυπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια υπονοούν ότι τα εγχώρια περιουσιακά στοιχεία, εκφρασμένα σε ξένο νόμισμα, είναι λιγότερο ελκυστικά από τα αντίστοιχα του εξωτερικού οδηγώντας σε μια μείωση της ζήτησης για το εγχώριο νόμισμα.

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Μια επερχόμενη υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος καθιστά τα εσωτερικά αγαθά φτηνότερα από τα ξένα προκαλώντας αύξηση των καθαρών εξαγωγών, και επομένως και του ΑΕΠ. Η σχέση αυτή μπορεί να εκφραστεί ως εξής:

$$M \rightarrow i \rightarrow r \rightarrow (r - r_w) \rightarrow \text{Nominal Exchange Rates}(e) \rightarrow NX$$

Για τις μικρές ανοικτές οικονομίες με ευέλικτες συναλλαγματικές ισοτιμίες, αυτό μπορεί να είναι ένα ιδιαίτερα σημαντικό εργαλείο. Ο λόγος για τον οποίο μερικές μικρές ανοικτές οικονομίες επιλέγουν να υιοθετήσουν τις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες μπορεί επίσης να γίνει κατανοητός από αυτήν την σχέση. Όταν η συναλλαγματική ισοτιμία δεν επιτρέπεται να αλλάξει τα εσωτερικά επιτόκια πρέπει να είναι ίσα με τα διεθνή και κατά συνέπεια ο σχεδιαστής νομισματικής πολιτικής καθίσταται ανενεργός.

Equity Price Channel

Δύο κανάλια έχουν οριστεί για το Equity Price Channel:

1. Tobin's Q
2. Wealth Effect

Το q του Tobin χρησιμοποιείται ευρέως στην θεωρία των επενδύσεων και δηλώνει ότι:

$$Q = \frac{\text{Αγοραστική Αξία Κεφαλαίου}}{\text{Κόστος αντικατάστασης Κεφαλαίου}}$$

Όταν το q είναι υψηλό, οι εταιρίες επενδύουν περισσότερο είτε επειδή η προσθήκη του κεφαλαίου είναι φτηνή είτε επειδή η αξία του εγκατεστημένου κεφαλαίου είναι υψηλή. Αντιθέτως όταν το q είναι χαμηλό επενδύουν λιγότερο.

Η επεκτατική νομισματική πολιτική μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερο q, είτε επειδή τα επιτόκια αγοράς πέφτουν αφήνοντας τους καταναλωτές με λιγότερο ελκυστικές εναλλακτικές λύσεις είτε επειδή έχουν περισσότερα χρήματα για να δαπανήσουν και επομένως αγοράζουν περισσότερες μετοχές. Οι υψηλότερες τιμές των μετοχών (υψηλότερη αγοραστική αξία) οδηγούν σε υψηλότερο q και περισσότερη επένδυση.

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Η αύξηση στις τιμές των μετοχών που προκαλείται από μια νομισματική επέκταση αυξάνει τον πλούτο των νοικοκυριών και συνεπώς την κατανάλωσή τους. Επίσης η υψηλή ζήτηση για μετοχές αυξάνει την αξία των επιχειρήσεων και επιτρέπει σε αυτές να δανειστούν και να δαπανήσουν με μεγαλύτερη άνεση (wealth effect).

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{wealth} \uparrow \Rightarrow \text{consumption} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Real Estate Channel

Ένα από τα σημαντικότερα αποτελέσματα του πλούτου προέρχεται από την αγορά ακίνητης περιουσίας. Τα χαμηλότερα βασικά επιτόκια σημαίνουν και χαμηλότερα επιτόκια ενυπόθηκων δανείων που εντείνουν την ζήτηση για κατοικίες, κάνοντας τις τιμές των σπιτιών υψηλότερες. Δεδομένου ότι το σπίτι αποτελεί το μεγαλύτερης αξίας συστατικό του πλούτου των νοικοκυριών, αυτό συνιστά ένα σημαντικό όργανο για τη δημιουργία του wealth effect.

Credit Channel

Bank Lending Channel

Το bank lending channel προκύπτει εξαιτίας της αποτυχίας της αγοράς σχετικά με την ασυμμετρία πληροφόρησης που παρατηρείται μεταξύ των δανειζόμενων και των δανειστών. Οι οφειλέτες και οι δανειστές συναντούν εμπόδια κατά την μεταξύ τους συμφωνία επειδή η λήψη πληροφοριών από τη μια πλευρά για την άλλη είναι κοστοβόρα ως προς τον έλεγχο. Για τους μεμονωμένους δανειστές είναι πολύ δύσκολο και επίπονο να αξιολογηθεί η βιωσιμότητα ενός επενδυτικού προγράμματος που προτείνεται από έναν οφειλέτη για τον οποίο τα στοιχεία που κατέχουν είναι πολύ λίγα. Ομοίως, οι οφειλέτες μπορούν να δυσκολευτούν να βρουν τους κατάλληλους δανειστές οι οποίοι θα παρέχουν τα επιθυμητά γι' αυτούς προγράμματα για να επενδύσουν.

Με αυτόν τον τρόπο, οι τράπεζες γίνονται πολύτιμοι οικονομικοί μεσάζοντες μεταξύ των δανειζόμενων και των δανειστών. Οι δανειστές χρειάζονται μόνο πληροφορίες σχετικά με τη βιωσιμότητα της τράπεζας επειδή αυτή αποτελεί το μέρος όπου τοποθετούν τα χρήματά τους. Οι τράπεζες με τη σειρά τους έχουν σαφώς περισσότερους πόρους, τρόπους και καλύτερη δυνατότητα ελέγχου των δανειζόμενων, μερικοί από τους οποίους ενδεχομένως να είναι και πελάτες τους. Αυτό το κανάλι είναι ιδιαίτερα ζωτικής σημασίας για τις μικρές εταιρίες, οι οποίες είναι ανίκανες να προσφέρουν μετοχές στο χρηματιστήριο ή να εκδώσουν ομόλογα για να συγκεντρώσουν πρόσθετα χρήματα.

Μια επεκτατική νομισματική πολιτική οδηγεί στη λήψη περισσότερων αποθεματικών και καταθέσεων από τις τράπεζες, αυξάνοντας την διαθέσιμη ρευστότητα για παροχή δανείων. Η αυξανόμενη προσφορά δανείων υπονοεί ότι περισσότερες μικρότερες επιχειρήσεις μπορούν να αποκτήσουν στον δανεισμό και επομένως να αναλάβουν περισσότερες επενδύσεις αυξάνοντας την παραγωγή της χώρας.

$$M \uparrow \Rightarrow \text{bank deposits} \uparrow \Rightarrow \text{bank loans} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Balance Sheet Channel

Το Balance Sheet Channel είναι παρόμοιο με το Bank Lending Channel δεδομένου ότι συσχετίζεται κι αυτό με προβλήματα που απορρέουν από την ασυμμετρία πληροφόρησης, και πιο συγκεκριμένα με τα προβλήματα του ηθικού κινδύνου (moral hazard) και της δυσμενούς επιλογής (adverse selection) στις αγορές χρήματος.

Οι δανειστές ανησυχούν πάντα ότι οι οφειλέτες ενδέχεται μελλοντικά να είναι ανίκανοι να ξεπληρώσουν τα δάνειά τους. Αυτό το πρόβλημα γίνεται οξύτερο για τις εταιρίες με χαμηλή καθαρή αξία. Ο δανειστής πρέπει να αναρωτηθεί εάν ο λόγος που ένας χαμηλής καθαρής αξίας δανειζόμενος έρχεται σε αυτόν είναι επειδή κανένας άλλος δεν είναι πρόθυμος να τον δανείσει (adverse selection problem). Ο δανειστής πρέπει επίσης να αναρωτηθεί εάν δίνοντας ένα αυξημένο δάνειο σε έναν χαμηλής καθαρής αξίας δανειζόμενο, αυτό μπορεί να τον οδηγήσει στην ανάληψη ριψοκίνδυνων επενδυτικών προγραμμάτων, που αυξάνουν την πιθανότητα αποτυχίας δεδομένου ότι ο ιδιοκτήτης της εταιρίας έχει λίγα να χάσει εάν η εταιρία χρεοκοπήσει (moral hazard problem).

Η επεκτατική νομισματική πολιτική μπορεί να έχει επιπτώσεις στην οικονομική κατάσταση των εταιριών με πολυάριθμους τρόπους. Τα χαμηλότερα επιτόκια αυξάνουν τις ταμειακές ροές, τις τιμές των μετοχών, και τον πληθωρισμό ο οποίος μειώνει την αξία των στοιχείων του παθητικού, και τη συνολική ζήτηση που αυξάνει το εισόδημα και τα κέρδη των επιχειρήσεων. Η καλή οικονομική κατάσταση

των επιχειρήσεων περιορίζει τον ηθικό κίνδυνο και το πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής και οδηγεί σε ευκολότερη πρόσβαση στα δανειακά κεφάλαια αυξάνοντας με αυτό τον τρόπο ακόμα περισσότερο την οικονομική δραστηριότητα.

$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow \text{cash flow} \uparrow$

$\Rightarrow \text{adverse selection} \downarrow \ \& \ \text{moral hazard} \downarrow \Rightarrow \text{lending} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

Στα νοικοκυριά, οι καταναλωτικές ταμειακές ροές βελτιώνονται όταν πέφτουν τα επιτόκια των πιστωτικών καρτών, των φοιτητικών και των στεγαστικών δανείων διευκολύνοντας τους καταναλωτές να επενδύσουν σε στοιχεία όπως τα διαρκή καταναλωτικά αγαθά και τη στέγαση που θεωρούνται γενικά αγαθά χαμηλής ρευστότητας και τα οποία γενικώς αποφεύγονται σε περιόδους της οικονομικής αβεβαιότητας.

$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{financial assets} \uparrow$

$\Rightarrow \text{likelihood of financial distress} \downarrow$

$\Rightarrow \text{consumer durable and housing expenditure} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

Θεωρίες ασυμμετρίας της νομισματικής πολιτικής

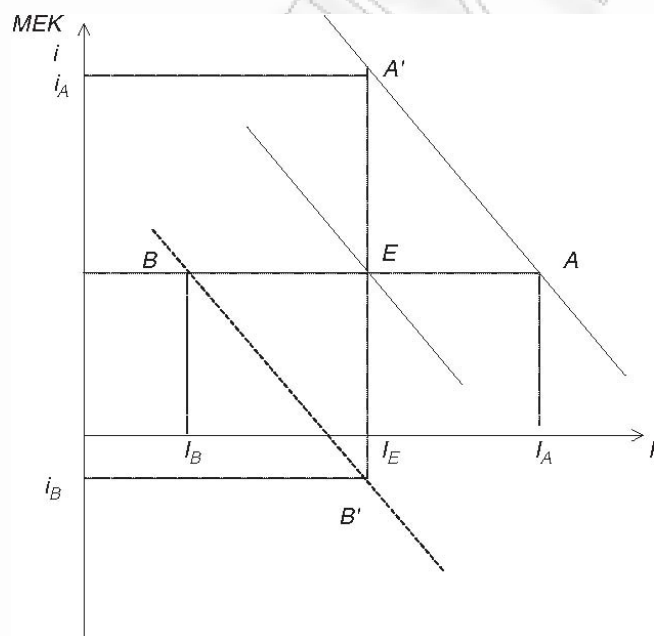
1. Μεταβαλλόμενη θεώρηση των πραγμάτων

Αυτή η εξήγηση σχετίζεται με την αλλαγή της εμπιστοσύνης του ιδιωτικού τομέα ως προς τη φάση του επιχειρηματικού κύκλου. Κατά τη διάρκεια μιας ύφεσης η απαισιοδοξία ωθεί τις εταιρίες να μην επενδύουν και τους καταναλωτές να μην ξοδεύουν χρήμα παρά τα χαμηλά επιτόκια. Αυτό είναι ό,τι ακριβώς συνέβη κατά τη διάρκεια της μεγάλης οικονομικής κρίσης (Great Depression) την δεκαετία του 1930 στις ΗΠΑ και στην Ιαπωνία τη δεκαετία του 1990.

Η εστίαση δεν έγκειται στην αναποτελεσματικότητα της χαλαρής νομισματικής πολιτικής αυτής καθ' αυτής αλλά στην αποτυχία της έναντι της

αποτελεσματικότητας της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής. Η προαναφερθείσα θεωρία εξηγεί μόνο την κακή απόδοση της επεκτατικής πολιτικής. Έτσι λοιπόν, η ασυμμετρία προκαλείται από την απαισιοδοξία που δημιουργείται κατά τη διάρκεια μιας ύφεσης η οποία δείχνει πως είναι μεγαλύτερη σε ένταση από την αισιοδοξία κατά τη διάρκεια μιας περιόδου οικονομικής ανόδου. Διαφορετικά η δράση της σφιχτής νομισματικής πολιτικής που αναλήφθηκε για να ελέγξει την ραγδαία ανάπτυξη, θα ήταν ατελέσφορη εάν το κοινό είναι αρκετά αισιόδοξο και συνέχιζε περαιτέρω την επένδυση και την κατανάλωση παρά τα αυξανόμενα επιτόκια.

Ένας άλλος λόγος για τα ασυμμετρικά αποτελέσματα της νομισματικής πολιτικής που σχετίζεται με τις προσδοκίες του ιδιωτικού τομέα προτείνεται από τον Keynes, ο οποίος συνδέει τις προσδοκίες με την οριακή αποδοτικότητα του κεφαλαίου. Σύμφωνα με αυτόν η οριακή αποδοτικότητα του κεφαλαίου είναι θεμελιώδους σπουδαιότητας επειδή κυρίως μέσω αυτού του παράγοντα (πολύ περισσότερο απ' ό,τι μέσω του επιτοκίου) η προσδοκία του μέλλοντος επηρεάζει το παρόν. Αυτός είναι ο παράγοντας μέσω του οποίου οι προσδοκίες των αλλαγών στην αξία του χρήματος επηρεάζουν τον όγκο του τρέχοντος ΑΕΠ. Η προσδοκία μιας πτώσης της αξίας του χρήματος υποκινεί την επένδυση επειδή αυξάνει την οριακή αποδοτικότητα του κεφαλαίου. Η προσδοκία μιας ανόδου στην αξία του χρήματος προκαλεί ύφεση, επειδή μειώνει την οριακή αποδοτικότητα του κεφαλαίου.



2. Αναμενόμενος πληθωρισμός και η δομή των επιτοκίων

Ενώ οι αρχές χρησιμοποιούν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια για να εφαρμόσουν τη νομισματική πολιτική, οι αποφάσεις των καταναλωτών εξαρτώνται κυρίως από τα μακροπρόθεσμα επιτόκια. Ως εκ τούτου η νομισματική πολιτική θα είναι αποτελεσματική εάν και μόνο εάν πετυχαίνει να επηρεάσει και τα επιτόκια αυτού του είδους. Οι διακυμάνσεις στα μακροπρόθεσμα ποσοστά των επιτοκίων προκαλούνται και από παράγοντες που συνδέονται με τα βραχυχρόνια επιτόκια και από τις προσδοκίες του πληθωρισμού.

Μια επιθετική νομισματική πολιτική όχι μόνο θα άλλαζε τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αλλά θα είχε επιπτώσεις επίσης στις προσδοκίες της αγοράς ως προς τον πληθωρισμό και έτσι θα μπορούσε να προκαλέσει σημαντική επίδραση στα μακροπρόθεσμα ποσοστά των επιτοκίων. Μια επιθετική μείωση του επιτοκίου με στόχο να ενθαρρυνθεί η πραγματική ανάπτυξη ίσως αποτύχει να μειώσει τα μακροπρόθεσμα επιτόκια λόγω των προσδοκιών για αυξημένο μελλοντικά πληθωρισμό.

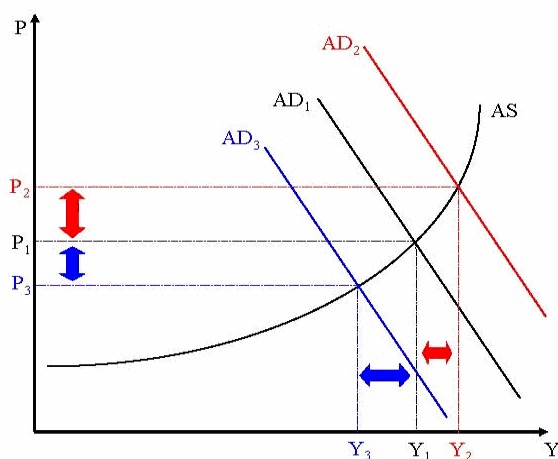
Αντιθέτως, μια επιθετική αύξηση του βασικού επιτοκίου, που πραγματοποιείται για να μειωθεί το ποσοστό του πληθωρισμού, θα μπορούσε αμέσως να αυξήσει τα μακροπρόθεσμα επιτόκια και να έχει επιπτώσεις στην παραγωγή. Μια περιοριστική πολιτική μεταβάλλει και τους δύο παράγοντες του επηρεάζουν τα μακροχρόνια επιτόκια. Τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αυξάνονται σίγουρα ενώ η συμπεριφορά του αναμενόμενου πληθωρισμού είναι αβέβαιη. Μια σκλήρυνση της νομισματικής πολιτικής θα μειώσει τον αναμενόμενο μακροχρόνιο πληθωρισμό εάν υπάρχουν αξιόπιστες πιθανότητες μελλοντικού αποπληθωρισμού. Ελλείψει αυτής της αξιοπιστίας, αυτός ο παράγοντας μπορεί να παραμείνει υψηλός ή αυξανόμενος. Αυτό θα οδηγούσε σε άμεση και σημαντική ανοδική μετατόπιση του μακροχρόνιου επιτοκίου και έτσι σε μια μεγάλη επίδραση της πολιτικής στην παραγωγή. Εάν δεν υπάρχει καμία παρόμοια επίδραση σε περιόδους χαλαρής νομισματικής πολιτικής έχουμε ασυμμετρία. Μια άλλη πιθανότητα για ασυμμετρική επίδραση της

νομισματικής πολιτικής εμφανίζεται σε αντιπληθωριστικό περιβάλλον. Σε μια τέτοια κατάσταση, με τις αντιπληθωριστικές προσδοκίες να έχουν αρνητικό πρόσημο, μια μείωση του ονομαστικού επιτοκίου μπορεί να αυξήσει το πραγματικό επιτόκιο. Κατά συνέπεια, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια αυξάνονται και η εφαρμογή της επεκτατικής νομισματικής πολιτικής μπορεί να αποδειχθεί ατελέσφορη. Αφ' ετέρου, ένα αντιπληθωριστικό περιβάλλον θα επέτρεπε έναν ισχυρότερο αντίκτυπο του αυξανόμενου βραχυπρόθεσμου επιτοκίου στα ποσοστά του μακροπρόθεσμου και έτσι θα προκαλούσε μια αποτελεσματικότερη περιοριστική νομισματική πολιτική.

3. Μη συμμετρική προσαρμογή των τιμών

Τόσο το υπόδειγμα των προς τα κάτω άκαμπτων και προς τα πάνω εύκαμπτων αμοιβών και τιμών όσο και η υπόθεση της μειωμένης οριακής παραγωγικότητας των συντελεστών παράγουν μια κυρτή καμπύλη προσφοράς στο (Y,P) . Αυτή η καμπύλη σε σχήμα ανεστραμμένου "L" είναι οριζόντια μέχρι την πλήρη απασχόληση και κατακόρυφη στην πλήρη απασχόληση.

Παρουσία μιας κυρτής καμπύλης συνολικής προσφοράς, η νομισματική πολιτική θα έχει τα ασυμμετρικά αποτελέσματα στο πραγματικό προϊόν της οικονομίας. Διαταραχές του ίδιου μεγέθους, αλλά διαφορετικού πρόσημου, στην συνολική ζήτηση θα έχουν διαφορετικά αποτελέσματα στο επίπεδο τιμών και την παραγωγή. Μια αύξηση της προσφοράς χρήματος θα οδηγήσει σε μια μεγαλύτερη μεταβολή των τιμών και μια μικρότερη αλλαγή του επιπέδου της παραγωγής συγκριτικά με μια αντίστοιχη μείωση της προσφοράς.



Τα υποδείγματα που στοχεύουν σε αυτή τη θεωρητική εξήγηση των ασύμμετρων αποτελεσμάτων της νομισματικής πολιτικής στηρίζονται στην ύπαρξη πληθωριστικών τάσεων και στο μικρό κόστος επιλογής (menu costs). Η παρουσία αυτού του κόστους καθιστά ακριβή για τις εταιρίες την συνεχή ρύθμιση των τιμών σε ένα επιθυμητό επίπεδο. Σε αυτό το άκαμπτο σύστημα τιμολόγησης, η νομισματική πολιτική θα έχει ασύμμετρα αποτελέσματα επειδή ο θετικός πληθωρισμός κάνει την μείωση των τιμών λιγότερο πιθανή από την αύξησή τους και έτσι, μετά από ένα αρνητικό σοκ, μια επιχείρηση είναι λιγότερο πιθανό να αλλάξει τις τιμές της. Γι' αυτό, το σοκ αυτού του είδους είναι πιθανότερο να έχει πραγματικά αποτελέσματα στην παραγωγή. Αντιθέτως ένα θετικό σοκ είναι πιθανότερο να προκαλέσει μεταβολή (αύξηση) των τιμών παρά προσαρμογή στο παραγόμενο προϊόν.

Κάνοντας τις υποθέσεις της κοστοβόρας προσαρμογής των τιμών, της κρατικά εξαρτώμενης τιμολόγησης και των θετικών πληθωριστικών τάσεων, σε υψηλότερα ποσοστά πληθωρισμού η προς τα κάτω ακαμψία των τιμών γίνεται ισχυρότερη ενώ χωρίς την παρουσία πληθωρισμού, η προσαρμογή θα είναι συμμετρική. Όσο ο πληθωρισμός αυξάνεται, η αντίδραση της παραγωγής στη συνολική ζήτηση μειώνεται και η ασυμμετρική προσαρμογή σε θετικούς και αρνητικούς κλονισμούς γίνεται συνεχώς εντονότερη.

Αυτή η ασύμμετρη προσαρμογή των τιμών έχει επιπτώσεις σε δυο ειδικότερους τομείς:

1. Συνολική ζήτηση: Μετατοπίσεις στη συνολική ζήτηση έχουν ασύμμετρα αποτελέσματα στην παραγωγή. Δεδομένου ότι οι τιμές είναι άκαμπτες προς τα κάτω, μια πτώση της συνολικής ζήτησης μειώνει την παραγωγή. Μια άνοδος της ζήτησης έχει μικρότερη απόλυτη επίδραση στην παραγωγή, επειδή οι τιμές ρυθμίζονται ανοδικά γρηγορότερα. Με τις ασύμμετρες ακαμψίες, τα κέρδη από την αύξηση της παραγωγής σε περιόδους οικονομικής ανόδου είναι μικρότερα συγκριτικά με τις απώλειες σε περιόδους ύφεσης. Όταν οι εταιρίες θέτουν τις τιμές τους, ξέρουν ότι η ανταπόκριση στις νομισματικές μεταβολές θα είναι ασύμμετρη. Μια αρχική τιμή είναι πιθανότερο να παραμείνει σταθερή όταν η ζήτηση ελλατώνεται παρά όταν αυξάνεται. Οι εταιρίες επομένως μειώνουν τις αρχικές τιμές τους κάτω από το επίπεδο θα έθεται εάν

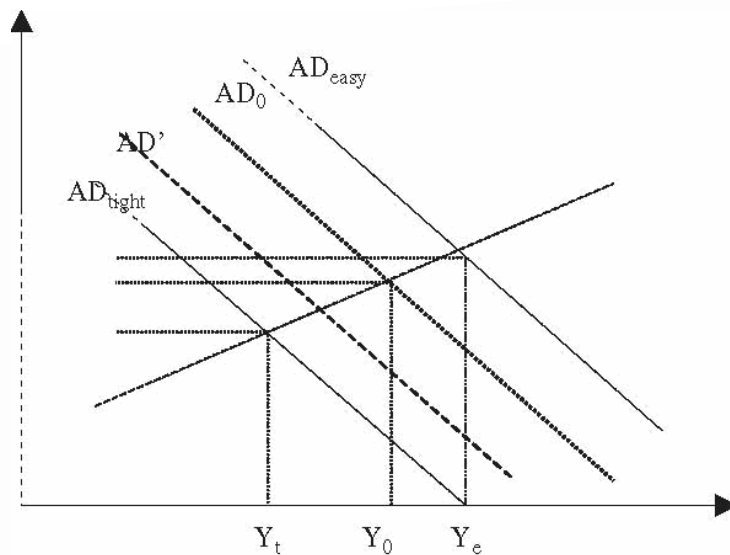
δεν υπήρχε απολύτως κανένας κλονισμός. Οι χαμηλότερες αρχικές τιμές αυξάνουν την παραγωγή όσο ακριβώς χρειάζεται για να αντισταθμιστούν τα αποτελέσματα της εκ των υστέρων ασύμμετρης ρύθμισης

2. Sectoral shocks: Οι μετατοπίσεις των σχετικών τιμών είναι πληθωριστικές βραχυπρόθεσμα. Όταν ένα σοκ αυξάνει τις επιθυμητές τιμές και χαμηλώνει κάποιες άλλες, οι επιθυμητές αυξήσεις προκαλούν μεγαλύτερη μεταβολή των τιμών από τις επιθυμητές μειώσεις. Κατά συνέπεια, σε περιόδους με μεγάλη μεταβλητότητα ως προς τις μεταβολές των τιμών προκαλείται άνοδος του πληθωρισμού και μείωση της παραγωγής (υποθέτοντας ότι η συνολική ζήτηση παραμένει σταθερή). Με άλλα λόγια, οι μεγάλες μεταβολές των τιμών προκαλούν δυσμενή επιρροή στην καμπύλη προσφοράς.

4. Ατέλειες της πιστωτικής αγοράς

Οι θεωρίες που είναι βασισμένες στις ατέλειες της πιστωτικής αγοράς προβλέπουν ότι οι ασυμμετρίες προκαλούνται από το διαφορετικό μέγεθος των αποτελεσμάτων που η επεκτατική και η περιοριστική νομισματική πολιτική έχουν πάνω στη συνολική ζήτηση. Ειδικότερα, οι αρνητικές διαταραχές της νομισματικής πολιτικής έχουν ισχυρότερες επιπτώσεις στη συνολική ζήτηση από τις θετικές αντίστοιχου μεγέθους και συνεπώς, εάν η συνολική καμπύλη προσφοράς είναι γραμμική, έχουν μεγαλύτερα αποτελέσματα και ως προς τις τιμές.

Μπορούμε να υποθέσουμε μια περιοριστικής μορφής νομισματική πολιτική που προκαλεί τη μετατόπιση της συνολικής καμπύλης ζήτησης και μια επεκτατική νομισματική πολιτική. Σύμφωνα με την προσέγγιση του credit channel η περιοριστική νομισματική πολιτική προτείνει ότι μια περαιτέρω εσωτερική μετατόπιση της καμπύλης μπορεί να προκύψει μετά από την εφαρμογή της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής λόγω των μακροοικονομικών επιπτώσεων που θα εμφανιστούν εξαιτίας πιθανών χρεοκοπιών κάποιων τραπεζών ή από την αύξηση του ασφαλίστρου εξωτερικής χρηματοδότησης (risk premium).



Η πιστωτική άποψη για τον μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής είναι βασισμένη στην ιδέα ότι οι ατέλειες αγοράς καθιστούν τα εξωτερικά δανειακά κεφάλαια ακριβότερα από τα εσωτερικά λόγω του αυξημένου κόστους αντιπροσώπευσης που απεικονίζεται στο ασφάλιστρο κινδύνου της χρηματοδότησης. Στο credit channel μπορούμε να διακρίνουμε δύο διαφορετικές διακλαδώσεις: το κανάλι δανεισμού (lending channel) και το κανάλι του ισολογισμού (balance sheet channel ή financial accelerator). Σύμφωνα με το lending channel μετά από μια νομισματική σκλήρυνση υπάρχει μείωση στην προσφορά πίστωσης. Εάν οι τράπεζες αρνούνται την πίστωση σε επιχειρήσεις που δεν έχουν άλλη εναλλακτική λύση ως προς τις πηγές χρηματοδότησης (συνήθως μικρότερες ή νεότερες εταιρίες), τότε αυτές οι εταιρίες είναι αναγκασμένες να ελαττώσουν τις επενδύσεις προκαλώντας με αυτό τον τρόπο μείωση της παραγωγής. Στο balance sheet channel, το κόστος αντιπροσώπευσης συσχετίζεται αντιστρόφως ανάλογα με τον πλούτο των δανειζόμενων. Ένα αυξανόμενο επιτόκιο χαμηλώνει τη παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών των επιχειρήσεων και μειώνει έτσι την αξία της εγγύησής τους προς τους δανειστές, οι οποίοι με την σειρά τους θα ζητήσουν ένα μεγαλύτερο ασφάλιστρο κινδύνου για να συνεχίσουν την χρηματοδότηση των επιχειρηματικών επενδύσεων. Η επίδραση συνεπώς μιας νομισματικής συστολής ενισχύεται ακόμα περισσότερο μέσω του αντίκτυπού της στο ασφάλιστρο της χρηματοδότησης, μετατοπίζοντας τη συνολική καμπύλη ζήτησης ακόμα περισσότερο προς τα αριστερά.

Η αποτελεσματικότητα αυτών των δυο καναλιών αυξάνεται όταν οι δανειζόμενοι εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από την εξωτερική χρηματοδότηση. Σε αυτήν την περίπτωση η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής εξαρτάται από τη φάση του οικονομικού κύκλου. Σε περιόδους οικονομικής ανόδου, δεδομένου ότι η οικονομία αναπτύσσεται, υπάρχουν περισσότερες δυνατότητες να αναληφθεί κάποια επένδυση και έτσι η ζήτηση για πίστωση είναι υψηλή. Όταν οι επενδυτικές ευκαιρίες εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό με τα ρευστά στοιχεία του ενεργητικού μιας εταιρίας, οι εταιρίες ίσως τότε να περιορίζονται από το ποσό των διαθέσιμων εσωτερικών κεφαλαίων. Σε ένα τέτοιο πλαίσιο μια νομισματική σκλήρυνση, με αυξανόμενο επιτόκιο και κίνδυνο πτώχευσης, μπορεί να καταστήσει τις τράπεζες λιγότερο πρόθυμες να δανείσουν σε μερικές επιχειρήσεις (lending channel) ή μπορεί να επιδεινώσει την οικονομική κατάσταση των δανειζόμενων ανεβάζοντας το finance premium(balance sheet channel). Σε αυτήν την κατάσταση ένας πιστωτικός περιορισμός θα οδηγούσε σε μείωση της παραγωγής.

Μια νομισματική επέκταση που πραγματοποιείται για τον απεγκλωβισμό από μια ύφεση δεν θα ήταν έτσι τόσο αποτελεσματική. Κατά τη διάρκεια μιας ύφεσης είναι ιδιαίτερα πιθανό μια βραδυκίνητη οικονομία να εμφανίζει μικρότερη ζήτηση για πίστωση. Εάν συμβαίνει αυτό, μια επεκτατική νομισματική πολιτική, που μειώνει τα επιτόκια και συνοδεύεται από χαλαρούς πιστωτικούς περιορισμούς, δεν θα έχει μεγάλη επίδραση στην συνολική παραγωγή. Ενώ οι τράπεζες μπορούν γρήγορα να ανακαλέσουν τα υπάρχοντα δάνεια δεν είναι ικανές να επεκτείνουν την πίστωση εξίσου γρήγορα (είναι δύσκολο να βρεθούν καλές επενδύσεις, η διαδικασία διαλογής και ελέγχου είναι χρονοβόρα κ.λπ.). Έτσι η αντίδραση του credit channel στη νομισματική πολιτική θα μπορούσε να είναι ασύμμετρη. Κεντρικό ρόλο στην εξήγηση της ασυμμετρίας ίσως παίζει η διαθεσιμότητα των κεφαλαίων για την χρηματοδότηση των επενδύσεων των εταιριών. Ειδικότερα η πρόσβαση στην εξωτερική χρηματοδότηση και η μεταβολή των αποθεμάτων φαίνονται να είναι δύο ιδιαίτερα κρίσιμα στοιχεία.

Ασύμμετρα Αποτελέσματα των Διακυμάνσεων της Συναλλαγματικής Ισοτιμίας

Το υπάρχον θεωρητικό υπόδειγμα που περιγράφει τις διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας διαχωρίζει τις μετακινήσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας σε προσδοκώμενες και απροσδόκητες. Οι απρόβλεπτες διακυμάνσεις ενός νομίσματος καθορίζουν τη συνολική ζήτηση μέσω των εξαγωγών, των εισαγωγών, και της ζήτησης για το εγχώριο νόμισμα, και τη συνολική προσφορά μέσω του κόστους των εισαγόμενων ενδιάμεσων αγαθών. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, το κανάλι της προσφοράς οδηγεί στη μείωση της παραγωγής και σε πληθωρισμό μετά από μια απρόβλεπτη υποτίμηση ενός νομίσματος. Αντίθετα, η μείωση των καθαρών εξαγωγών προκαλεί μείωση της παραγωγής χωρίς να μειώνεται ο πληθωρισμός ύστερα από μια ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος.

Είναι σημαντικό να δοθεί έμφαση στο εύρος των διακυμάνσεων της συναλλαγματικής ισοτιμίας μετά από εγχώριες και εξωτερικές διαταραχές. Οι διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι πιθανό να καθορίσουν την οικονομική επίδοση μιας χώρας. Στο κατά πόσο λοιπόν είναι επιθυμητές οι διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας, κρίνεται απαραίτητο να αξιολογηθούν τα αποτελέσματά τους στην αύξηση της παραγωγής και στον πληθωρισμό των τιμών. Τα κανάλια προσφοράς και ζήτησης θεωρείται πως καθορίζουν σε σημαντικό βαθμό αυτά τα αποτελέσματα.

Μια υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος μπορεί να υποκινήσει την τοπική οικονομική δραστηριότητα μέσω της αρχικής αύξησης στην τιμή των ξένων αγαθών συγκριτικά με τα εγχώρια. Με την αύξηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της εγχώριας παραγωγής, η υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας εκτρέπει την κατανάλωση από τα ξένα αγαθά στα εγχώρια. Η επιτυχία της υποτίμησης ενός νομίσματος για την βελτίωση του εμπορικού ισοζυγίου μιας χώρας εξαρτάται κατά ένα μεγάλο μέρος από τη μεταβολή της ζήτησης των εγχώριων αγαθών προς τη κατάλληλη κατεύθυνση καθώς επίσης και από την ικανότητα της εγχώριας οικονομίας να ικανοποιήσει αυτή τη πρόσθετη ζήτηση με την παροχή περισσότερων αγαθών.

Ενώ η παραδοσιακή άποψη δείχνει ότι η υποτίμηση ενός νομίσματος προκαλεί αύξηση της παραγωγής, άλλες μελέτες έχουν δείξει μερικά περιοριστικά αποτελέσματα. Σύμφωνα με αυτές, η υποτίμηση ενός νομίσματος σε κατάσταση εμπορικού ελλείμματος μειώνει το πραγματικό εθνικό εισόδημα και μπορεί να οδηγήσει σε μια πτώση της συνολικής ζήτησης. Η υποτίμηση συνεισφέρει στο χαμήλωμα των τιμών των εξαγωγών, παράλληλα όμως οδηγεί σε αύξηση των τιμών εισαγωγών. Αν το ισοζύγιο είναι σε ισορροπία και οι όροι του εμπορίου δεν αλλάξουν, αυτές οι μεταβολές των τιμών αντισταθμίζουν η μια την άλλη. Εάν όμως οι εισαγωγές υπερβαίνουν τις εξαγωγές, το καθαρό αποτέλεσμα θα είναι μια μείωση του πραγματικού εισοδήματος στη χώρα. Η υποτίμηση μπορεί να αυξήσει τα απροσδόκητα κέρδη των εξαγωγικών και των εισαγωγικών επιχειρήσεων μιας χώρας. Εάν οι μισθοί καθυστερούν να ακολουθήσουν την αύξηση των τιμών και εάν η οριακή ροπή αποταμίευσης των κερδών είναι υψηλότερη από των αμοιβών, η συνολική εθνική αποταμίευση θα ανεβεί και η πραγματική παραγωγή θα μειωθεί.

Τα κανάλια που υπάρχουν από την πλευρά της προσφοράς περιπλέκουν περαιτέρω τα αποτελέσματα της υποτίμησης νομίσματος στις επιδόσεις μιας οικονομίας. Σε μια χαρακτηριστική ημι-βιομηχανοποιημένη χώρα όπου τα κατασκευαστικά υλικά εισάγονται κατά ένα μεγάλο μέρος και δεν μπορούν να παραχθούν εύκολα στο εσωτερικό, το κόστος εισαγωγής για τις επιχειρήσεις θα αυξηθεί μετά από την υποτίμηση. Κατά συνέπεια, ο αρνητικός αντίκτυπος από το υψηλότερο κόστος των εισαγόμενων αγαθών μπορεί να υπερκεράσει το ερέθισμα που δίνεται στην παραγωγή μέσα από τις χαμηλότερες τιμές των εγχώρια εμπορευόμενων αγαθών. Στο τέλος, η επίδραση εξαρτάται από το μέγεθος από το οποίο οι καμπύλες προσφοράς και ζήτησης μετατοπίζονται λόγω αυτής της υποτίμησης.

Συνοψίζοντας, η υποτίμηση ενός νομίσματος αυξάνει τις καθαρές εξαγωγές και αυξάνει το κόστος παραγωγής. Ομοίως, η ανατίμηση ενός νομίσματος μειώνει τις καθαρές εξαγωγές και το κόστος παραγωγής. Τα συνδυασμένα αποτελέσματα των καναλιών προσφοράς και ζήτησης καθορίζουν τα καθαρά αποτελέσματα των διακυμάνσεων της συναλλαγματικής ισοτιμίας στην παραγωγή και τις τιμές.

Η προσδοκώμενη μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας υποτίθεται ότι ποικίλει ανάλογα με τις παρατηρήσεις των παραγόντων ως προς τις βασικές μακροοικονομικές αρχές, οι οποίες καθορίζουν τις αλλαγές στη συναλλαγματική ισοτιμία στη διάρκεια του χρόνου. Η απόκλιση της πραγματοποιημένης συναλλαγματικής ισοτιμίας από την προσδοκώμενη αξία της περιλαμβάνει το απρόβλεπτο συστατικό της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Σε αυτό το πλαίσιο, η παραγωγή ποικίλλει ανάλογα με τις απρόβλεπτες μετακινήσεις των τιμών και του κόστους παραγωγής. Οι προσδοκώμενες μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας καθορίζουν το κόστος της παραγωγής. Αντίθετα, οι απρόβλεπτες μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας καθορίζουν τους οικονομικούς όρους σε τρεις κατευθύνσεις: καθαρές εξαγωγές, ζήτηση χρήματος, και την προσφορά προϊόντος.

Μέσω αυτών των καναλιών, είναι δυνατό να εντοπιστούν παράγοντες που καθορίζουν την ασυμμετρία στα αποτελέσματα των απρόβλεπτων ανατιμήσεων και υποτιμήσεων ενός νομίσματος στην παραγωγή και το επίπεδο των τιμών. Οι θετικές διαταραχές στη συναλλαγματική ισοτιμία δείχνουν μια απρόβλεπτη αύξηση στην εγχώρια τιμή του ξένου νομίσματος, δηλαδή μια απρόβλεπτη υποτίμηση του νομίσματος. Μια αρνητική διαταραχή στη συναλλαγματική ισοτιμία αντιπροσωπεύει μια απρόβλεπτη ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος.

Στο μακροοικονομικό υπόδειγμα ενσωματώνονται οι διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας του εγχώριου νομίσματος. Οι διακυμάνσεις πραγματοποιούνται γύρω από μια τάση που είναι σύμφωνη με τις μακροοικονομικές βασικές αρχές στη διάρκεια του χρόνου. Η αβεβαιότητα εισάγεται στο υπόδειγμα υπό μορφή διαταραχών στη συνολική προσφορά και τη συνολική ζήτηση. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο, η συνολική ζήτηση επηρεάζεται από την υποτίμηση νομίσματος μέσω των εξαγωγών, των εισαγωγών, και της ζήτησης για το εγχώριο νόμισμα, και η συνολική προσφορά επηρεάζεται μέσω του κόστους των εισαγόμενων αγαθών. Το υπόδειγμα δείχνει θεωρητικά ότι η απρόβλεπτη υποτίμηση ενός νομίσματος μειώνει την πραγματική αύξηση της παραγωγής, μέσω της επίδρασης από την πλευρά της προσφοράς. Εντούτοις, η σχέση μεταξύ της απρόβλεπτης υποτίμησης νομίσματος και της συνολικής ζήτησης καθιστά την τελική έκβαση αόριστη και αβέβαιη.

Η ζήτηση μιας οικονομίας ορίζεται με την χρησιμοποίηση του προτύπου IS-

LM για μια ανοικτή οικονομία. Σύμφωνα με αυτό, η ζήτηση χρήματος σχετίζεται θετικά με το πραγματικό εισόδημα και αρνητικά με το ονομαστικό επιτόκιο. Υποτίθεται ότι οι πολίτες σε κάθε χώρα μπορούν να κρατήσουν το εγχώριο νόμισμα για λόγους συναλλαγών αλλά μπορούν να σκεφτούν να κρατήσουν και ξένα νομίσματα. Μια απροσδόκητη προσωρινή υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος θα οδηγούσε σε κερδοσκοπική ανατίμηση αμέσως μετά για να αποκατασταθεί η κανονική τάση της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Συνεπώς, οι παράγοντες μιας οικονομίας αυξάνουν τη θεωρητική ζήτηση για το εγχώριο νόμισμα, καθιερώνοντας μια αρνητική σχέση μεταξύ της ζήτησης χρήματος και προσδοκιών της συναλλαγματικής ισοτιμίας σχετικά με την τρέχουσα αξία του νομίσματος. Η καμπύλη LM καθορίζεται από τη συνθήκη ισορροπίας στην αγορά χρήματος και δείχνει τη θετική σχέση μεταξύ του πραγματικού εισοδήματος και του πραγματικού επιτοκίου.

Ισορροπία Προσφοράς και Ζήτησης στην Αγορά

Από την πλευρά της προσφοράς, η παραγωγή σε μια χώρα γίνεται μέσα από μια διαδικασία που συνδυάζει την εργασία, το κεφάλαιο, την ενέργεια και τα εισαγόμενα ενδιάμεσα αγαθά. Όταν το νόμισμα υποτιμάται γίνεται ακριβότερο για να αγοραστούν ενδιάμεσα αγαθά από στο εξωτερικό. Η τιμή της ενέργειας καταβάλλεται σε δολάρια προκειμένου να απομονωθεί αυτή η μεταβλητή από τις διακυμάνσεις στη συναλλαγματική ισοτιμία. Για τον προσδιορισμό της ζήτησης των εισαγωγών, το οριακό προϊόν της εργασίας και των ενδιάμεσων αγαθών εξισώνονται με το πραγματικό κόστος της εργασίας (πραγματικοί μισθοί) και την πραγματική τιμή σε εγχώριο νόμισμα των εισαγόμενων αγαθών (πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία). Η ζήτηση για εργασία ποικίλλει αρνητικά με την πραγματική αμοιβή και θετικά ως προς τα εισαγόμενα αγαθά. Ομοίως, η ζήτηση για τα εισαγόμενα ενδιάμεσα αγαθά αυξάνεται με την προσθήκη εργασίας. Η υποτίμηση του νομίσματος αυξάνει την πραγματική τιμή των εισαγόμενων ενδιάμεσων αγαθών και, ως εκ τούτου, μειώνει την ζήτηση για αυτά. Επιπλέον, μια άνοδος στην τιμή ενέργειας μειώνει την ζήτηση και για εργασία και για τα εισαγόμενα αγαθά.

Η συνολική προσφορά έχει μια άμεση θετική σχέση με τις απρόσμενες αυξήσεις των τιμών παραγωγής. Οι εργαζόμενοι αποφασίζουν σχετικά με την

προσφορά εργασίας βασισμένοι στην προσδοκία της συνολικής απόδοσης του επιπέδων των τιμών. Μια αύξηση των τιμών σχετική με τις προσδοκίες των εργαζομένων αυξάνει τη ζήτηση για εργασία. Κατά συνέπεια, οι ονομαστικοί μισθοί αυξάνονται. Μια άνοδος των αναμενόμενων πραγματικών μισθών αυξάνει την απασχόληση και, ως εκ τούτου, και τη συνολική παραγωγή. Επιπλέον, η συνολική προσφορά κινείται αρνητικά με την εγχώρια τιμή του ξένου νομίσματος. Η νομισματική υποτίμηση αυξάνει το κόστος των εισαγόμενων αγαθών και μειώνει την παραγωγή. Περαιτέρω, η παραγωγή σχετίζεται αρνητικά με τις μεταβολές στην τιμή της ενέργειας (π.χ. πετρέλαιο).

Η ισορροπία απαιτεί ότι η συνολική ζήτηση για την εγχώρια παραγωγή πρέπει να είναι ίση με το συνολική προσφορά της εγχώριας παραγωγής σε πλήρη απασχόληση. Υποτίθεται ότι οι μετατοπίσεις προσφοράς και ζήτησης προέρχονται από δύο συστατικά: το προσδοκώμενο και το απρόβλεπτο συστατικό. Ο συνδυασμός των καναλιών προσφοράς και ζήτησης δείχνει ότι η πραγματική παραγωγή εξαρτάται από τις απρόβλεπτες μετακινήσεις στη συναλλαγματική ισοτιμία, την προσφορά χρήματος, τις κυβερνητικές δαπάνες, και την τιμή της ενέργειας. Επιπλέον, τα κανάλια πλευράς από την πλευρά της προσφοράς ορίζουν ότι η παραγωγή ποικίλλει ανάλογα με τις προσδοκώμενες αλλαγές στη συναλλαγματική ισοτιμία και την τιμή ενέργειας.

Λαμβάνοντας υπόψη τα κανάλια από τη πλευρά της ζήτησης, η συνολική ζήτηση αυξάνεται με μια απροσδόκητη αύξηση στις κυβερνητικές δαπάνες ή στην προσφορά χρήματος ή με τη δημιουργία των θετικών σοκ στις τιμές και, ως εκ τούτου, με την αύξηση της παραγωγής και των τιμών βραχυπρόθεσμα. Οι αλλαγές στην τιμή της ενέργειας, είτε προσδοκώμενες είτε απρόβλεπτες, αυξάνουν το κόστος της παραγωγής επομένως την μειώνουν και ταυτόχρονα αυξάνουν τις τιμές κατανάλωσης.

Η πολυπλοκότητα των καναλιών προσφοράς και ζήτησης μπορεί να καθορίσει την ασυμμετρία από τις διακυμάνσεις συναλλαγματικής ισοτιμίας. Αυτά τα κανάλια είναι τα ακόλουθα:

- Στην αγορά αγαθών, μια θετική διαταραχή στη συναλλαγματική ισοτιμία του εγχώριου νομίσματος (μια απροσδόκητη υποτίμηση) θα

καταστήσει τις εξαγωγές λιγότερο ακριβές και τις εισαγωγές ακριβότερες. Κατά συνέπεια, ο ανταγωνισμός από τις ξένες αγορές θα αυξήσει τη ζήτηση για τα εγχώρια προϊόντα, αυξάνοντας την εγχώρια παραγωγή και το επίπεδο των τιμών. Μια αρνητική διαταραχή στη συναλλαγματική ισοτιμία του εγχώριου νομίσματος (μια απροσδόκητη ανατίμηση) θα καταστήσει τις εξαγωγές ακριβότερες και τις εισαγωγές φθηνότερες. Κατά συνέπεια η ζήτηση για τα ξένα προϊόντα θα αυξηθεί, και θα μειωθούν η εγχώρια παραγωγή και οι τιμές.

- Στην αγορά χρήματος, μια θετική διαταραχή στο εγχώριο νόμισμα (μια απροσδόκητη προσωρινή υποτίμηση) προτρέπει τους παράγοντες της οικονομίας να κρατήσουν περισσότερο εγχώριο νόμισμα και να αυξήσουν το επιτόκιο. Έτσι, συγκρατείται η επέκταση της συνολικής ζήτησης και, επομένως, κι η άνοδος της παραγωγής και των τιμών. Οι διαταραχές σε αυτές τις μεταβλητές υποτίθεται ότι σημειώθηκαν λόγω εγχώριων οικονομικών συνθηκών ή εξωτερικής ευπάθειας, π.χ., κινητικότητα κεφαλαίων ή διακυμάνσεις των συναλλαγματικών αποθεματικών. Μια αρνητική διαταραχή στο εγχώριο νόμισμα (μια απροσδόκητη προσωρινή ανατίμηση) σχετικά με την προσδοκώμενη αξία, υπαγορεύει στους οικονομικούς παράγοντες να κρατήσουν λιγότερο εγχώριο νόμισμα μειώνοντας το επιτόκιο. Αυτό το κανάλι συγκρατεί τη συστολή της ζήτησης και, επομένως, τη μείωση της παραγωγής και των τιμών μετά από μια αρνητική διαταραχή της συναλλαγματικής ισοτιμίας.
- Από την πλευρά της προσφοράς, μια θετική διαταραχή στη συναλλαγματική ισοτιμία (μια απρόβλεπτη υποτίμηση) αυξάνει το κόστος των εισαγόμενων ενδιάμεσων αγαθών, μειώνει την εγχώρια παραγωγή και της αυξάνει το κόστος παραγωγής. Ως εκ τούτου, αυξάνεται το συνολικό επίπεδο τιμών. Μια αρνητική διαταραχή στη συναλλαγματική ισοτιμία (μια απρόβλεπτη ανατίμηση) μειώνει το κόστος των εισαγόμενων αγαθών, αυξάνει την εγχώρια παραγωγή και μειώνει το κόστος παραγωγής και, ως εκ τούτου, το συνολικό επίπεδο τιμών.

Μετατοπίσεις συναλλαγματικής ισοτιμίας και πραγματική αύξηση παραγωγής

Η συναλλαγματική ισοτιμία μετριέται από την πραγματική εγχώρια τιμή του ξένου νομίσματος. Συνεπώς, μια άνοδος στη συναλλαγματική ισοτιμία δείχνει την πραγματική υποτίμηση του νομίσματος. Η προσδοκώμενη υποτίμηση στην αξία του εσωτερικού νομίσματος αυξάνει το κόστος των εισαγόμενων αγαθών, και μειώνει τον ρυθμό αύξησης παραγωγής. Οι απρόβλεπτες διακυμάνσεις του εγχώριου νομίσματος έχουν επιπτώσεις στις πλευρές της προσφοράς και της ζήτησης μιας οικονομίας. Μια θετική διαταραχή στη συναλλαγματική ισοτιμία του εσωτερικού νομίσματος, δηλαδή μια απρόβλεπτη υποτίμηση μειώνει την παραγωγή και αυξάνει τη ζήτηση χρήματος και τις εξαγωγές. Τα πρώτα δύο κανάλια προκαλούν τη συστολή της παραγωγής, ενώ το τελευταίο προκαλεί αύξηση. Η μείωση της παραγωγής μετά από μια απρόβλεπτη υποτίμηση του νομίσματος εμφανίζεται βάση των ερευνών που έχουν πραγματοποιηθεί ως τώρα, να κυριαρχεί στη πλειοψηφία των χωρών.

Μια απρόβλεπτη ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος αυξάνει την παραγωγή και μειώνει την ζήτηση χρήματος, και τις καθαρές εξαγωγές. Τα πρώτα δύο κανάλια προκαλούν την αύξηση της παραγωγής, ενώ το τελευταίο προκαλεί τη συστολή της. Τα ως τώρα διαθέσιμα στοιχεία δείχνουν ότι η συστολή παραγωγής εμφανίζεται είναι ισχυρότερη μετά από αρνητικές διαταραχές της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Συνολικά, η μείωση της παραγωγής είναι έκδηλη και μετά από μια νομισματική υποτίμηση αλλά και μετά από μια ανατίμηση.

Η ασυμμετρία στα αποτελέσματα των διακυμάνσεων συναλλαγματικής ισοτιμίας στην αύξηση του ΑΕΠ ορίζεται από την διαφορά στην ανταπόκριση της αύξησης παραγωγής στις θετικές και τις αρνητικές μεταβολές της ισοτιμίας. Γενικά, η συστολή της παραγωγής μετά από μια απρόβλεπτη υποτίμηση του νομίσματος δεν αντισταθμίζεται από μια αντίστοιχη αύξηση του προϊόντος ύστερα από μια απρόβλεπτη ανατίμηση.

Μεταβολές συναλλαγματικής ισοτιμίας και πληθωρισμός

Η προσδοκώμενη υποτίμηση ενός νομίσματος αυξάνει το κόστος των εισαγωγών και συνεπώς και του πληθωρισμού. Τα συνδυασμένα αποτελέσματα των μεταβολών της προσφοράς και ζήτησης καθορίζουν την μεταβολή του πληθωρισμού μετά από απρόβλεπτες διακυμάνσεις συναλλαγματικής ισοτιμίας. Μια θετική διαταραχή στη συναλλαγματική ισοτιμία μπορεί να μειώσει την παραγωγή και να αυξήσει τις εξαγωγές, και τη ζήτηση χρήματος. Τα πρώτα δύο κανάλια είναι πληθωριστικά ενώ το τελευταίο κανάλι αντιπληθωριστικό. Ύστερα από μελέτες που έχουν λάβει χώρα το πληθωριστικό κανάλι έχει τη μεγαλύτερη ισχύ έπειτα από μια απρόβλεπτη υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος.

Μια αρνητική διαταραχή της συναλλαγματικής ισοτιμίας ενδέχεται να αυξήσει την παραγωγή και να μειώσει τις καθαρές εξαγωγές, και την ζήτηση χρήματος. Τα δύο πρώτα κανάλια μειώνουν τον πληθωρισμό ενώ το τελευταίο τον πυροδοτεί. Έχει παρατηρηθεί ότι ο πληθωρισμός αυξάνεται μετά από μια ανατίμηση. Γενικά, η ασήμαντη ανταπόκριση του πληθωρισμού στις αρνητικές διαταραχές της συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι σύμφωνη με την ασυμμετρία. Δηλαδή, ο πληθωρισμός μετά την υποτίμηση νομίσματος δεν αντισταθμίζεται από αντίστοιχο αντιπληθωρισμό μετά από όμοια νομισματική ανατίμηση.

Γενικά μια απρόβλεπτη υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος εμφανίζεται να επιβραδύνει την αύξηση παραγωγής και να αυξάνει τον πληθωρισμό μιας οικονομίας. Αυτό το φαινόμενο αυτό είναι αποτέλεσμα της αύξησης του κόστους των εισαγόμενων αγαθών.

Μια απρόβλεπτη ανατίμηση του νομίσματος εμφανίζεται να επιβραδύνει την αύξηση της παραγωγής με ελάχιστο αντιπληθωρισμό. Αυτό το φαινόμενο είναι αποτέλεσμα της μείωσης των εξαγωγών. Η επιθυμία των οικονομικών παραγόντων να μειώσουν την ζήτηση χρήματος, παρά την μη προσδοκώμενη ανατίμηση του νομίσματος συμβάλλει σε μια αύξηση της ταχύτητας που αποδεικνύεται πληθωριστική.

Ασυμμετρία των διαταραχών

Μια θετική διαταραχή στη συναλλαγματική ισοτιμία, δηλαδή μια απρόβλεπτη υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος, οδηγεί τις καθαρές εξαγωγές και την ζήτηση χρήματος σε αύξηση και την παραγωγή σε μείωση. Ομοίως, μια αρνητική διαταραχή στη συναλλαγματική ισοτιμία, μια απρόβλεπτη ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος, μειώνει τις καθαρές εξαγωγές και τη ζήτηση χρήματος και αυξάνει τη παραγωγή. Τα συνδυασμένα αποτελέσματα της προσφοράς και της ζήτησης μπορούν να εμφανίσουν κάποιας μορφής ασυμμετρία μέσα από τους θετικές και τις αρνητικές διαταραχές στη συναλλαγματική ισοτιμία.

Λαμβάνοντας υπόψη τα κανάλια προσφοράς και ζήτησης, έχουν βρεθεί στοιχεία σημαντικής συστολής στον ρυθμό αύξησης της παραγωγής, που συνδέονται με σημαντική αύξηση στον πληθωρισμό μετά από απρόβλεπτη υποτίμηση του νομίσματος. Δηλαδή η μείωση της παραγωγής είναι ένας κυρίαρχος παράγοντας στον καθορισμό των αποτελεσμάτων μιας απρόβλεπτης υποτίμησης νομίσματος. Ομοίως, υπάρχουν στοιχεία συστολής της παραγωγής που συνδέονται με τον πληθωρισμό κατά την απρόβλεπτη ανατίμηση ενός νομίσματος. Δηλαδή τα κανάλια της ζήτησης φαίνεται να υπερισχύουν συγκριτικά με τα κανάλια από την πλευράς της προσφοράς ως προς τον καθορισμό των αποτελεσμάτων μιας απρόβλεπτης ανατίμησης του εγχώριου νομίσματος. Η μείωση των καθαρών εξαγωγών συνεισφέρει στη μείωση της παραγωγής και η επιθυμία των οικονομικών παραγόντων να κρατούν λιγότερο εγχώριο νόμισμα, κεφαλαιοποιώντας στην ανατίμηση του νομίσματος, συμβάλλει στον πληθωρισμό. Η υψηλότερη μεταβλητότητα των διακυμάνσεων συναλλαγματικής ισοτιμίας, γύρω από την προσδοκώμενη αξία της, παράγει, επομένως, δυσμενή αποτελέσματα για την οικονομική ανάπτυξη μιας χώρας. Λαμβάνοντας λοιπόν υπόψη την ασυμμετρία, η μεταβλητότητα των απρόβλεπτων διακυμάνσεων ενός νομίσματος μειώνει τον πραγματικό ρυθμό αύξησης της παραγωγής και αυξάνει τον πληθωρισμό τιμών, σύμφωνα με τις έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί.

Επισκόπηση των κρατών

Για την πραγματοποίηση της έρευνας επιλέχθηκαν επτά διαφορετικές χώρες της περιοχής της νοτιοανατολικής Ασίας και του Ειρηνικού έτσι ώστε να δημιουργηθεί ένα δείγμα που θα περιλαμβάνει κράτη σε διαφορετικά στάδια ανάπτυξης. Από την Ωκεανία επιλέχθηκαν οι δυο μεγαλύτερες οικονομίες της, η Αυστραλία και η Νέα Ζηλανδία και από την Ασία η Ιαπωνία ως η μεγαλύτερη οικονομία της περιοχής καθώς και οι αναδυόμενες οικονομίες της Νότιας Κορέας, της Μαλαισίας, της Ταϊλάνδης και της Σιγκαπούρης. Παρακάτω γίνεται μια σύντομη περιγραφή και ανασκόπηση ορισμένων βασικών οικονομικών χαρακτηριστικών της εκάστοτε χώρας.

Αυστραλία

Η Αυστραλία θεωρείται και είναι μια από τις πλέον ανεπτυγμένες οικονομίες της περιοχής. Το ΑΕΠ σε πραγματικούς όρους έχει αυξηθεί 4,42 φορές από το 1960 ως το 2007. Με έτος βάσης το 2000, από τα 200 δις δολάρια Αυστραλίας έχει ξεπεράσει πλέον τα 1000 δολάρια και συνεχίζει να έχει αυξανόμενη τάση. Οι επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ κινούνται σε ένα εύρος 21,5%-31,79% με μέσο όρο διαχρονικά 25,37%. Ως το 2001 το ποσοστό μειωνόταν προοδευτικά με την πάροδο των ετών. Από το 2007 κι έπειτα έχει σημειωθεί μια μικρή ανάκαμψη.

Οι εξαγωγές ως ποσοστό του ΑΕΠ κινούνται σε ένα εύρος 11,49%-23,01% με μέσο όρο 18,26%. Με τη πάροδο των ετών η σημασία των εξαγωγών για την Αυστραλιανή οικονομία έχει αυξηθεί. Το μεγαλύτερο ποσοστό σημειώθηκε το 2001 και μάλιστα εκείνη τη χρονιά ήταν μεγαλύτερο από το αντίστοιχο των επενδύσεων. Διαχρονικά οι εξαγωγές φαίνεται πως παίζουν συνεχώς όλο και σημαντικότερο ρόλο στο εγχώριο ΑΕΠ. Ενδεχομένως εξήγηση σε αυτό μπορεί να δοθεί παρατηρώντας την συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου Αυστραλίας. Η ισοτιμία έχει κυμανθεί από 0,672-1,99 AUD/USD. Από το 1974 ως το 2001 το αυστραλιανό δολάριο είχε υποτιμηθεί κατά 196,13% (από 0,672 σε 1,99 AUD/USD), καθιστώντας τις εξαγωγές φθηνότερες. Το 2007, το εγχώριο νόμισμα είχε ανατιμηθεί σε 1,146 AUD/USD οδηγώντας τις εξαγωγές σε σταθεροποίηση.

Το επίκεντρο του νομισματικού πλαισίου είναι ένας στόχος για τον ετήσιο πληθωρισμό, τον οποίο η κεντρική τράπεζα ορίζει στην πολιτική της. Αυτή ήταν η σημαντικότερη αλλαγή που σημειώθηκε στις αρχές τις δεκαετίας του 90. Υπήρξαν επίσης αλλαγές και σε λειτουργικό επίπεδο εντασόμενες σε μια εξελικτική διαδικασία που ακολούθησε μετά από την άρση των ελέγχων των χρηματοοικονομικών αγορών στο πρώτο μισό της δεκαετίας του '80. Το κυριότερο βήμα πραγματοποιήθηκε τον Ιανουάριο του 1990 όταν η ΚΤ άρχισε να αναγγέλλει τις αλλαγές της θέσης της νομισματικής πολιτικής, μέσα από το επίπεδο των επιτοκίων. Προγενέστερα, δρούσε στα πλαίσια της αγοράς αφήνοντας τους συμμετέχοντες σε αυτή να αντιλαμβάνονται μόνοι τους τις όποιες αλλαγές.

Οι διαδικασίες της εγχώριας αγοράς έγιναν ο κύριος μηχανισμός για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στην Αυστραλία στα μέσα της δεκαετίας του 80, ως μέρος της γενικής τάσης προς άρση των ελέγχων. Ο άμεσος στόχος αυτών των διαδικασιών είναι το cash rate, το οποίο ορίστηκε να είναι το όργανο της νομισματικής πολιτικής. Από το 1990, η τράπεζα αναγγέλλει έναν στόχο για το ύψος του επιτοκίου αυτού κάθε χρονική στιγμή που η νομισματική πολιτική αλλάζει.

Μέχρι τον Ιανουάριο του 1990, η RBA δεν ανήγγειλε την εφαρμογή νομισματικής πολιτικής της όταν αποφασίζονταν κάποιες αλλαγές. Αντί αυτού, οι συμμετέχοντες αγοράς αξιολογούσαν τη θέση της πολιτικής από τις ενέργειες της τράπεζας στην αγορά χρήματος και από τις αλλαγές στο overnight cash rate. Αυτή η μέθοδος ήταν κοινή για διάφορες χώρες εκείνη την περίοδο.

Μετά από τις δυσκολίες που παρουσιάστηκαν με τα κεντρικά διαχειριζόμενα επιτόκια στη δεκαετία του '70, οι κεντρικές τράπεζες πίστεψαν πως είναι καλύτερη η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής μέσω των διαδικασιών της αγοράς, αποδεχόμενες κάποια αστάθεια στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια ειδικότερα, κάτι το οποίο θεωρήθηκε πως παρείχε κάποια ευελιξία στην εφαρμογή της πολιτικής. Με αυτό τον τρόπο υπήρχε η πεποίθηση πως επέτρεπε στις κεντρικές τράπεζες να λάβουν έγκαιρα μέτρα, ιδιαίτερα με την αύξηση των επιτοκίων, δεδομένου ότι απέφευγαν τον κίνδυνο να αναγγείλουν ανατροπές της πολιτικής που θα μπορούσαν να καταστρέψουν την αξιοπιστία τους. Στην έκταση που αυτή η αστάθεια των επιτοκίων

ενθάρρυνε την δημόσια αντίληψη ότι οι αγορές διαμόρφωναν τις τιμές, αυτό ήταν σύμφωνο με την τότε επικρατούσα άποψη ότι οι κεντρικές τράπεζες πρέπει να πάψουν να εστιάζουν αποκλειστικά στον καθορισμό των τιμών.

Σύμφωνα με την Reserve Bank of Australia η επίτευξη ενός ποσοστού πληθωρισμού 2-3 % κατά μέσον όρο, θεωρείται πως είναι αρκετά χαμηλό ώστε να μην έχει ουσιαστικές επιπτώσεις στις οικονομικές αποφάσεις στην χώρα. Ο στόχος αυτός παρέχει πειθαρχία για τη λήψη των αποφάσεων της νομισματικής πολιτικής, και χρησιμεύει ως μια “άγκυρα” για τις πληθωριστικές προσδοκίες του ιδιωτικού τομέα. Ο στόχος αυτός καθορίζεται ύστερα από συμφωνία μεταξύ της κεντρικής τράπεζας και της κυβέρνησης.

Η νομισματική πολιτική τίθεται σε εφαρμογή μέσα από τον προκαθορισμένο στόχο για το cash rate το οποίο είναι το επιτόκιο δανεισμού που χορηγείται μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στην αγορά χρήματος. Όταν το συμβούλιο της ΚΤ αποφασίσει ότι πρέπει να γίνει μια αλλαγή στη νομισματική πολιτική, ορίζει έναν νέο στόχο για το cash rate. Μια απόφαση για χαλάρωση της πολιτικής θα απεικονιστεί με ένα νέο χαμηλότερο επιτόκιο, ενώ μια απόφαση για περιοριστική πολιτική θα απεικονιστεί με ένα νέο υψηλότερο επίπεδο. Διαχρονικά, τα βραχυπρόθεσμα αυτά επιτόκια ειδικότερα από το 1980 κι ύστερα ακολουθούν πιστά τον πληθωρισμό με spread που διαμορφώνεται συνήθως στο 2%-4%. Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια φαίνεται να σχετίζονται λιγότερο με αυτό το μέγεθος. Η ανοδική τους τάση αντιστρέφεται το 1982 και μειώνονται μέχρι το 2000. Έκτοτε, έχουν σταθεροποιηθεί σε επίπεδα ελαφρώς ανώτερα του 5%.

Η RBA χρησιμοποιεί τις διαδικασίες της εγχώριας αγοράς, τις αποκαλούμενες μερικές φορές και διαδικασίες της ελεύθερης αγοράς, για να επηρεάσει το ποσοστό των επιτοκίων. Τις ημέρες που είναι να γίνει η αλλαγή της νομισματικής πολιτικής, γίνονται τέτοιες κινήσεις στις διαδικασίες της αγοράς που στοχεύουν στην μεταβολή του cash rate στο νέο επίπεδο-στόχο. Στα διαστήματα μεταξύ των αλλαγών της πολιτικής, η εστίαση γίνεται για την διατήρηση του ποσοστού των επιτοκίων κοντά στο στόχο, με τη διαχείριση της παροχής των διαθέσιμων κεφαλαίων στις τράπεζες μέσα από την αγορά χρήματος. Αυτές οι διαδικασίες αναφέρονται συνήθως ως διαχείριση ρευστότητας.

Το cash rate καθορίζεται στην αγορά χρήματος ως αποτέλεσμα της αλληλεπίδρασης της προσφοράς και της ζήτησης των κεφαλαίων. Η δυνατότητα της RBA να επιτύχει τον στόχο που έχει θέσει για αυτό το επιτόκιο προέρχεται από τον έλεγχο της παροχής των κεφαλαίων που οι τράπεζες χρησιμοποιούν για να πραγματοποιήσουν συναλλαγές μεταξύ τους. Εάν η RBA παρέχει περισσότερα τέτοιου είδους κεφάλαια από αυτά που οι εμπορικές τράπεζες επιθυμούν να έχουν, τότε αυτές θα προσπαθήσουν να τα διαθέσουν μέσω περισσότερου δανεισμού με μετρητά στο κοινό της αγοράς. Συνέπεια αυτού θα είναι να παρατηρηθεί μια πτωτική τάση για τα επιτόκια. Αντιθέτως, εάν η RBA παρέχει λιγότερα κεφάλαια από αυτά που οι τράπεζες επιθυμούν, τότε θα προσπαθήσουν να δανειστούν περισσότερα μετρητά από την αγορά για να ενισχύσουν την θέση τους. Αποτέλεσμα αυτού θα είναι μια άνοδος της τιμής των επιτοκίων.

Η αναγγελία και η εξήγηση των αλλαγών του cash rate παρουσιάζει σημαντικά οφέλη. Οι συνθήκες στην αγορά είναι ευκολότερες στην διαχείρισή τους δεδομένου ότι η συμπεριφορά των συμμετεχόντων καθορίζεται από το γεγονός πως δεν αναμένεται το επιτόκιο αυτό να κινηθεί πολύ μακριά από τον αναγγελθέντα στόχο. Επίσης έχει σημειωθεί λιγότερη καθημερινή μεταβλητότητα σε άλλου είδους επιτόκια στην χώρα. Η μετάδοση των αλλαγών και στα καταθετικά και στα δανειοδοτικά επιτόκια έχει γίνει επίσης γρηγορότερη και σε συνδυασμό μάλιστα με την επίδραση που έχουν οι ανακοινώσεις στις προσδοκίες όσων συμμετέχουν στην αγορά, έχει επιδράσει στην επιτάχυνση του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Οι ανακοινώσεις έχουν αυξήσει επίσης τη διαφάνεια, την υπευθυνότητα και τη συνέπεια της νομισματικής πολιτικής βοηθώντας να γίνει δημόσια κατανοητό το εφαρμοζόμενο πλαίσιο της.

Νέα Ζηλανδία

Η Νέα Ζηλανδία αποτελεί τη δεύτερη μεγαλύτερη χώρα της Ωκεανίας μετά την Αυστραλία. Το ΑΕΠ της χώρας έχει αυξηθεί κατά 76% σε πραγματικούς όρους τα τελευταία 20 χρόνια. Από τα 19,5 δις το 1987 έχει φτάσει στα 34,2 δις δολάρια Νέας Ζηλανδίας το 2007 (έτος βάσης το 1996) με ιδιαίτερα σημαντική αυξητική τάση

από το 1992 κι έπειτα. Ειδικότερα, μετά από μια μικρή παύση της ανάπτυξης την περίοδο της ασιατικής κρίσης, η χώρα βρίσκεται σε γενικότερη οικονομική πρόοδο.

Οι επενδύσεις κυμαίνονται σε ένα εύρος 16,7-24,25% (μέσος όρος 21,08%) ως ποσοστό του ΑΕΠ και η αυξητική τάση που εμφάνισαν ιδιαίτερα κατά τη προηγούμενη δεκαετία, ως αποτέλεσμα της αυξημένης ζήτησης και του εργατικού κόστους φαίνεται πως έχει σταματήσει στη τρέχουσα. Το ποσοστό των εξαγωγών (από τις οποίες οι μισές έχουν ως προορισμό την Αυστραλία) είναι κατά μέσο όρο σχεδόν 30% του ΑΕΠ με ανώτερο σημείο το 37,48% (2000) και χαμηλότερο το 25,18% (1989). Από το 2001 και μετά το ποσοστό των εξαγωγών φθίνει (27,18% το 2007). Αυτό οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην ανατίμηση (ονομαστική και πραγματική) που έχει καταγραφεί για το δολάριο της Νέας Ζηλανδίας από τις αρχές του 21^{ου} αιώνα καθώς και στην αύξηση των τιμών των εξαγωγίμων αγαθών της χώρας εξαιτίας της συρρίκνωσης της παραγωγής στην Αυστραλία και την αυξημένη ζήτηση για προϊόντα των χωρών της Ασίας. Διαχρονικά πάντως είναι σαφές ότι οι εξαγωγές παίζουν σημαντικότερο ρόλο στο ΑΕΠ από τις επενδύσεις.

Ως προς τη συναλλαγματική ισοτιμία της χώρας από το 1970 έχει κυμανθεί από 0,686 NZD/USD (1974) ως 2,442 NZD/USD (2001). Η προοδευτική υποτίμηση του τοπικού νομίσματος που είχε ξεκινήσει από τα μέσα της δεκαετίας του 70 εντάθηκε στις αρχές της δεκαετίας του 80 φτάνοντας στα 2,197 NZD/USD το 1985. Ύστερα από μια περίοδο ανατίμησης και σχετικής σταθερότητας τα έτη που ακολούθησαν, τα δολάρια Ν. Ζηλανδίας υποτιμήθηκαν ξανά τη περίοδο κατά τα έτη 1998-2001, ενδεχομένως λόγω της ασιατικής κρίσης που σημειώθηκε εκείνη τη περίοδο. Η σημαντική αυτή υποτίμηση ήταν πιθανώς και η αιτία που έδωσε ώθηση στις εγχώριες εξαγωγές εκείνη τη περίοδο, δημιούργησε όμως και πληθωριστικές τάσεις στη χώρα (από 0% το 1999 σε 3,2% το 2001). Σε αυτά τα υψηλά επίπεδα (άνω των 2 NZD/USD) παρέμεινε και το 2002. Πλέον το νόμισμα έχει ανατιμηθεί κατά 45% συγκριτικά με το 2001 και στο τέλος του 2007 η ισοτιμία ήταν 1,3 NZD/USD.

Τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια ύστερα από μια περίοδο αύξησης την περίοδο 1975-1987 έχουν μειωθεί αισθητά από τότε, ακολουθώντας την τάση του πληθωρισμού, ο οποίος από 18,9% το 1987 έπεσε στο 4% στα τέλη του 1989. Ήταν η χρονιά που η ΚΤ της Νέας Ζηλανδίας εισήγαγε για πρώτη φορά παγκοσμίως το inflation targeting

ως τρόπο άσκησης της νομισματικής πολιτικής. Ο στόχος της νομισματικής πολιτικής στη Νέα Ζηλανδία από τότε είναι η επίτευξη και η διατήρηση της σταθερότητας του γενικού επίπεδου των τιμών. Σύμφωνα με τη διεθνή πρακτική εμπειρία, υπάρχει η γενική άποψη ότι το καλύτερο πλαίσιο νομισματικής πολιτικής χαρακτηρίζεται από:

- (1) τον στόχο της σταθερότητας τιμών
- (2) την λειτουργική ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας
- (3) την σαφή υπευθυνότητα της κεντρικής τράπεζας για την επίτευξη του στόχου.

Η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στη Νέα Ζηλανδία είναι ιδανικό παράδειγμα ενός τέτοιου πλαισίου και αποτέλεσε πρότυπο για τη μεταρρύθμιση της νομισματικής πολιτικής σε πολλές άλλες χώρες. Οι στόχοι της νομισματικής πολιτικής πρέπει να είναι σύμφωνοι με τους ευρύτερους οικονομικούς στόχους αλλά πρέπει και να περιορίζονται στους σκοπούς που μπορούν ενδεχομένως να πραγματοποιηθούν μέσω των νομισματικών οργάνων. Έτσι λοιπόν είναι σημαντικό να διευκρινιστεί τι μπορεί να επιτευχθεί μέσω της νομισματικής πολιτικής. Αυτό απαιτεί μια καταγραφή των καναλιών μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και τον τρόπο που αυτά επιδρούν σε στόχους όπως η πραγματική παραγωγή και ο πληθωρισμός. Η RNBZ χρησιμοποιεί ένα βραχυπρόθεσμο ονομαστικό επιτόκιο ως όργανο νομισματικής πολιτικής το οποίο αναφέρεται ως Official Cash Rate (OCR)

Τα κανάλια μετάδοσης λειτουργούν με διαφορετικές υστερήσεις και τη δυναμική το καθένα. Αμεσότερο θεωρείται πως είναι το κανάλι της συναλλαγματικής ισοτιμίας, αν και η ταχύτητα και η δύναμή του εξαρτώνται από τον “pass-through” συντελεστή ο οποίος με τη σειρά του εξαρτάται από την φάση του οικονομικού κύκλου και τον βαθμό του ανταγωνισμού. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν μέσα από τα υπόλοιπα κανάλια που μεταβάλλουν την συνολική ζήτηση, και ως εκ τούτου την παραγωγή, τείνουν να είναι πιο μακροχρόνια, συνήθως με ελάχιστη υστέρηση ενός έτους.

Σύμφωνα με την Νέο-Κευσιανή θεωρία η νομισματική πολιτική έχει επιπτώσεις στα πραγματικά μεγέθη της οικονομίας μόνο βραχυπρόθεσμα ως αποτέλεσμα της ακαμψίας των τιμών, ενώ είναι ουδέτερη σχετικά με την μακροπρόθεσμη επιπέδων αύξηση της πραγματικής παραγωγής. Κατά συνέπεια ενώ μια βραχυπρόθεσμη

ανταλλαγή μπορεί να υπάρξει, δεν υπάρχει καμία αντίστοιχη μακροπρόθεσμη μεταξύ της σταθερότητας τιμών και του επιπέδου ή της αύξησης της παραγωγής. Παρόλα αυτά θεωρείται πως είναι δυνατή μια ανταλλαγή μεταξύ της μεταβλητότητας του πληθωρισμού και της μεταβλητότητας της παραγωγής. Εν συντομία, εάν οι νομισματικές αρχές προσπαθούν να εφαρμόσουν αυστηρή σταθερότητα τιμών προς αποφυγή διαταραχών, θα πρέπει να μεταβάλλουν τα επιτόκια και τη συναλλαγματική ισοτιμία ουσιαστικά, προκαλώντας έτσι ιδιαίτερη αστάθεια στην παραγωγή (ειδικά στην παραγωγή εμπορεύσιμων αγαθών). Αντίστοιχα, εάν προσπαθούν να σταθεροποιήσουν την παραγωγή εν όψει τέτοιων διαταραχών, θα πρέπει να ετοιμαστούν να αντιμετωπίσουν ιδιαίτερη μεταβλητότητα στον πληθωρισμό.

Η μακροπρόθεσμη αύξηση της παραγωγής δεν μπορεί να αποτελέσει έναν αντιληπτό στόχο για τη νομισματική πολιτική, η οποία αντί αυτού έχει ως ρόλο να επιτυγχάνει κάποιες ονομαστικές τιμές που χρησιμεύουν ως “άγκυρες”, όπως για παράδειγμα η μακροχρόνια σταθερότητα των τιμών. Το inflation targeting, που έχει ως σκοπό την επίτευξη χαμηλού ή μηδενικού πληθωρισμού) έχει θεωρηθεί ως ένα πάρα πολύ καλό όργανο προς αυτή τη κατεύθυνση.

Η ανταλλαγή μεταξύ της μεταβλητότητας της παραγωγής και της μεταβλητότητας του πληθωρισμού εμφανίζεται κυρίως μέσα από τις διαταραχές της προσφοράς. Μια αρνητική διαταραχή της προσφοράς (για παράδειγμα, μια αύξηση των τιμών των εισαγωγών) μπορεί να περιορίσει την παραγωγή και ταυτόχρονα να αυξήσει τον πληθωρισμό. Μια αντιπληθωριστική ανταπόκριση της νομισματικής πολιτικής σε αυτήν την περίπτωση θα επιδεινώσει την επίδραση της διαταραχής στην παραγωγή μειώνοντας τον αντίκτυπο στον πληθωρισμό. Ομοίως, μια κεντρική τράπεζα που στοχεύει να σταθεροποιήσει τον βραχυπρόθεσμο πληθωρισμό θα ανταποκριθεί με μια επεκτατική νομισματική πολιτική σε περίπτωση μιας θετικής διαταραχής της προσφοράς. Αντιθέτως όμως, μια αρνητική (θετική) διαταραχή της ζήτησης απαιτεί μια επεκτατική (περιοριστική) νομισματική πολιτική που βοηθά να σταθεροποιήσει και την παραγωγή και τον πληθωρισμό. Κατά συνέπεια η ανταλλαγή αυτή είναι λιγότερο πιθανό να εμφανιστεί σε περιόδους διαταραχών της ζήτησης.

Εάν η άμεση επίδραση της συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι μεγάλης σπουδαιότητας κατά τη διάρκεια του πρώτου έτους ύστερα από τη συστολή της

οικονομίας, η προσαρμογή θα πραγματοποιηθεί μέσω των μεταβολών των τιμών των εμπορεύσιμων αγαθών και μέσω μιας προς τα κάτω μετατόπισης της δραστηριότητας του εμπορικού τομέα, παρά μέσω μιας μείωσης της εγχώριας ζήτησης από την οποία το πληθωριστικό κύμα άρχισε ξεκίνησε. Μια κεντρική τράπεζα που δεν περιορίζεται μόνο στον στόχο ενός ετήσιου πληθωρισμού, αλλά θέτει πληθωριστικούς στόχους καθ' όλη τη διάρκεια του κύκλου, για να μπορεί να μεταδώσει την νομισματική πολιτική της μέσα από διάφορα κανάλια. Την ίδια στιγμή που αυξάνονται τα επιτόκια, η κεντρική τράπεζα μπορεί να επέμβει στην αγορά συναλλάγματος για να μειώσει τη βραχυπρόθεσμη ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, αφήνοντας τα πιο μακροχρόνια κανάλια της εγχώριας ζήτησης να είναι οι σημαντικότεροι αγωγοί της αντιπληθωριστικής πολιτικής.

Γνωρίζοντας τα ανωτέρω, αρχικά, η RBNZ υιοθέτησε μια αρκετά ακριβή προσέγγιση ως προς τον στόχο που είχε θέσει για τον ετήσιο πληθωρισμό, δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στο άμεσο κανάλι της συναλλαγματικής ισοτιμίας που επηρεάζει σαφώς τον βραχυπρόθεσμο πληθωρισμό, θέλοντας έτσι να στοχεύσει στον πληθωρισμό των επόμενων 6 έως 24 μηνών. Καθώς ο πληθωρισμός έπεσε και η αξιοπιστία της ΚΤ αυξήθηκε, ο βαθμός ευελιξίας και απόκλισης που η τράπεζα ήταν έτοιμη να αποδεχτεί γύρω από το μέσο στόχο του πληθωρισμού αυξήθηκε.

Με αυτό τον τρόπο σταμάτησαν στα τέλη της δεκαετίας του 80 οι μεγάλες αυξομειώσεις ως προς τη ποσότητα χρήματος (ειδικότερα τη περίοδο 79-86), οι οποίες πιθανώς οφείλονταν στην ύπαρξη υψηλών ποσοστών πληθωρισμού (άνω του 10%). Τελικά η περιοριστική πολιτική που εφαρμόστηκε στα μέσα αυτής της δεκαετίας κατάφερε να ελαττώσει τον πληθωρισμό με αποτελεσματικότητα στο τέλος εκείνης της δεκαετίας. Ο περιορισμός της ρευστότητας που συνέβη τη περίοδο 90-91 στα πλαίσια της νέας πολιτικής, μείωσε ακόμα περισσότερο τον πληθωρισμό, προκάλεσε όμως και επιβράδυνση ως προς τον ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ και γι' αυτό το λόγο έπειτα ακολούθησε μια περίοδος νομισματικής χαλάρωσης τις χρονιές 1992 και 1993. Ο κύκλος της χαλάρωσης της πολιτικής που ακολουθείται έπειτα από συστολή κατά τη διάρκεια ενός μεγάλου μέρους μιας περιόδου δεκαπέντε ετών (1985-2000) μπορεί να υπονοεί ότι οι νομισματικές συνθήκες έπρεπε να μεταβληθούν πολύ δραστικά λόγω οικονομικών ανισορροπιών. Ενδεχομένως, αυτό συνέβη λόγω της φύσης του inflation targeting που εστιάζει στον έλεγχο του πληθωρισμού του

Δείκτη Τιμών Καταναλωτή ανά ετήσια χρονικά διαστήματα. Εάν το χρονικό διάστημα ήταν μακροχρόνιο τότε θα μπορούσε να είναι μικρότερη η ανάγκη να προκληθεί τέτοια αιχμηρή ταλάντευση στα επιτόκια και τη συναλλαγματική ισοτιμία όπως έχει εμφανιστεί στο παρελθόν στη χώρα.

Η υιοθέτηση ενός δείκτη νομισματικών συνθηκών (Monetary Conditions Index) ως ενδιάμεσος στόχος ήταν η παραλλαγή της νομισματικής πολιτικής που αποφασίστηκε από την Reserve Bank της Νέας Ζηλανδίας (RBNZ) το 1998. Το MCI είναι ένας σταθμισμένος μέσος όρος του επιτοκίου διάρκειας 90 ημερών και του Traded Weight Index (TWI) με σταθερό βάρος 0,5 στη συναλλαγματική ισοτιμία. Σαν εξήγηση του συστήματος που εγκρίθηκε το 1998, η RBNZ υπογράμμισε ότι οι σχετικές σταθμίσεις των δύο δεικτών δεν ήταν απόλυτα ακριβείς και ότι η αναλογία αυτή μπορεί να αλλάξει μέσα στην πορεία του οικονομικού κύκλου.

Αιτία αυτής της αναθεώρησης ήταν η επακόλουθη συμπεριφορά της συναλλαγματικής ισοτιμίας και των επιτοκίων, συνδυασμένη με την αστάθεια των νομισματικών και των οικονομικών μεταβλητών και τη συνεχώς πτωτική απόδοση, ειδικά μετά από την ασιατική κρίση, της οικονομίας της Ν. Ζηλανδίας σε σύγκριση με δύο πολύ βασικούς της εταίρους, την Αυστραλία και τις ΗΠΑ. Ο στόχος της αναθεώρησης ήταν να εξεταστεί το νομοθετικό πλαίσιο και η πρακτική της νομισματικής πολιτικής ύστερα από δέκα έτη εφαρμογής της και να εξασφαλιστεί ότι το πλαίσιο της πολιτικής και οι διαδικασίες της κεντρικής τράπεζας ήταν οι κατάλληλες για τα χαρακτηριστικά της οικονομίας της Ν. Ζηλανδίας. Οι όροι που τέθηκαν προς αναθεώρηση ήταν οι εξής:

1. Ο τρόπος με τον οποίο η RBNZ διαχειρίζεται τη νομισματική πολιτική ως προς το inflation targeting.
2. Τα όργανα της νομισματικής πολιτικής (συμπεριλαμβανομένης της επάρκειας των οργάνων και εάν τα υπάρχοντα όργανα χρησιμοποιούνται αποτελεσματικά).
3. Οι πληροφορίες που χρησιμοποιούνται από την κεντρική τράπεζα για τη λήψη των αποφάσεών του.
4. Η διαδικασία της λήψης των αποφάσεων της νομισματικής πολιτικής
5. Ο συντονισμός της νομισματικής πολιτικής με άλλα στοιχεία του ευρύτερου πλαισίου της οικονομικής πολιτικής
6. Η επικοινωνία της νομισματικής πολιτικής.

Μετά από την έναρξη της ασιατικής κρίσης, τα επιτόκια της Ν. Ζηλανδίας αυξήθηκαν παρά την διαπιστωμένη πτωτική ζήτηση για τις εξαγωγές της χώρας. Αυτή η κίνηση υπαγορεύτηκε από τη χρήση του MCI εν όψει μιας ουσιαστικής πτώσης του TWI. Το τριμηνιαίο μέσο επιτόκιο 90 ημερών σημείωσε αύξηση κατά 81 μονάδες βάσης μεταξύ του δεύτερου και τρίτου τριμήνου του 1997 φτάνοντας και τις 195 μονάδες βάσης επάνω από τα προ της κρίσης επίπεδα ένα έτος αργότερα. Σε συνδυασμό με διάφορους άλλους παράγοντες, αυτό συνέβαλε σε μια σημαντική επιβράδυνση της οικονομίας της Ν. Ζηλανδίας. Με την υιοθέτηση ενός στενού εύρους για το official cash rate ως όργανο νομισματικής πολιτικής το 1999, η Νέα Ζηλανδία υιοθέτησε μια πιο συμβατική προσέγγιση εφαρμογής της πολιτικής με ταυτόχρονες ενδείξεις νομισματικής χαλάρωσης στα τέλη της δεκαετίας του 90, για να καταπολεμηθούν φαινόμενα αντιπληθωρισμού τα οποία οδήγησαν σε αρκετή μείωση του ρυθμού ανάπτυξης του ΑΕΠ.

Ιαπωνία

Η οικονομία της Ιαπωνίας συγκαταλέγεται ανάμεσα στις τρεις μεγαλύτερες παγκοσμίως, μαζί με αυτή των ΗΠΑ και της Ευρωζώνης. Μέσα σε μια εικοσαετία (από το 1955 ως το 1975) σημείωσε τέτοια ραγδαία ανάπτυξη ώστε να συμπεριλαμβάνεται ανάμεσα στις πιο ανεπτυγμένες οικονομίες του πλανήτη. Ενδεικτικό αυτού του γεγονότος είναι πως το πραγματικό ΑΕΠ της Ιαπωνίας έχει τετραπλασιαστεί από το 1960 μέχρι σήμερα, αγγίζοντας τα 462.000 δις Γιεν (έτος βάσης το 2000) από 116.000 δις Γιεν που ήταν πριν από 47 χρόνια. Η πρόοδος αυτή χαρακτηρίστηκε από πολύ μεγάλη κυβερνητική επιρροή στην οικονομική δραστηριότητα και από μια ιδιόμορφη σχέση μεταξύ τραπεζών και επιχειρήσεων. Οι στρεβλώσεις που προκλήθηκαν από αυτή τη κατάσταση έγιναν εμφανείς από τα τέλη της δεκαετίας του 1980. Η διαχρονική ανάπτυξη της ιαπωνικής οικονομίας άρχισε να φθίνει στις αρχές της δεκαετίας του 90, μετά από την έκρηξη της “φούσκας” που είχε δημιουργηθεί. Ύστερα από μια πενταετία σχετικής στασιμότητας, η οποία ακολούθησε την έκρηξη της φούσκας, η τοπική παραγωγή άρχισε να μειώνεται. Αυτή η περίοδος ύφεσης φαίνεται πως διαρκεί ακόμα και σήμερα καθώς η οικονομία δε φαίνεται να έχει ανακάμψει πλήρως από την κρίση.

Οι επενδύσεις ως ποσοστιαίο μέγεθος αποτελούν διαχρονικά το 30% περίπου του ΑΕΠ βρισκόμενα σε ένα εύρος μεταξύ 22,6% και 37,6%. Τη τριακονταετία 60-90 οι επενδύσεις συνεχώς αυξάνονταν σε ονομαστικές τιμές αποτελώντας πάντα το 28% με 32% του τοπικού προϊόντος. Κατά τη περίοδο όμως της ιαπωνικής κάμψης παρατηρείται σημαντική μείωσή τους, αντιστοιχώντας στο 23% του ΑΕΠ τα τελευταία έτη. Η μείωση αυτή θεωρείται μάλιστα και η κύρια αιτία για την παγίδα ρευστότητας που προκλήθηκε στη χώρα κατά την ύφεση. Η χρηματιστηριακή κρίση καθώς και η ταυτόχρονη μείωση της αξίας του ενεργητικού των εταιριών ελαχιστοποίησαν τους τρόπους χρηματοδότησης, οδηγώντας κατ' αυτό τον τρόπο στην δραστική μείωση της ζήτησης για νέες επενδύσεις.

Οι εξαγωγές με την σειρά τους συνεισφέρουν λιγότερο στην εγχώρια παραγωγή εμφανίζοντας ένα ποσοστιαίο εύρος μεταξύ 8,77%-17,82%, με μέσο όρο 11,45%. Αναλυτικότερα, τη περίοδο 60-73 οι εξαγωγές αντιστοιχούσαν σε 9% με 11% του ιαπωνικού ΑΕΠ, από το 1974 ως το 1984 σε 13% με 15% και από το 1985 ως το 2000 σε 9% με 11%. Τα τελευταία χρόνια όμως η σημασία των εξαγωγών δείχνει να αυξάνεται για την οικονομία της Ιαπωνίας. Ενδεικτικά για πρώτη φορά με βάση τα υπάρχοντα δεδομένα οι εξαγωγές συνεισέφεραν με ποσοστό σχεδόν 18% στο τοπικό προϊόν. Το γενν όμως δε θεωρείται πλέον τόσο φθηνό όσο στο παρελθόν. Η συναλλαγματική ισοτιμία του ιαπωνικού γιεν με το δολάριο των ΗΠΑ, από τα 360 Yen/USD στο τέλος της δεκαετίας του 60 έφτασε ύστερα από μια σειρά ανατιμήσεων να αποτιμάται στα 84,5 Yen/USD το 1995. Έκτοτε κινείται σταθερά σε ένα εύρος μεταξύ των 110-120 Yen/USD.

Η Ιαπωνία βρίσκεται σε φάση μακροχρόνιας ύφεσης από την αρχή της δεκαετίας του '90 και εμφανίζει συνεχή αντιπληθωρισμό στο ΑΕΠ από το 1995 και στον Δείκτη Τιμών Καταναλωτή από το 1998. Η τράπεζα της Ιαπωνίας ανταποκρίθηκε με πολύ χαμηλά ποσοστά επιτοκίων από το τέλος του 1995, όμως το 1998 ήταν σαφές πως το οικονομικό περιβάλλον ήταν αρκετά δυσμενές στη χώρα. Ο ρυθμός ανάπτυξης ήταν εξαιρετικά χαμηλός, περίπου 1% από το 1992 και οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί βρίσκονταν σε κρίση. Το ποσοστό αύξησης του ΑΕΠ έγινε αρνητικό το πρώτο τρίμηνο του 1998 και οι τιμές άρχισαν να μειώνονται.

Ο αντιπληθωρισμός, υπό την έννοια ενός αρνητικού πληθωρισμού, χειροτέρευε και το ποσοστό ανεργίας αυξανόταν. Η εμπιστοσύνη στο οικονομικό σύστημα μειωνόταν καθώς διάφορες τράπεζες χρεοκοπούσαν. Ειδικότερα, μια αρκετά μεγάλη τράπεζα πτώχευσε τον Νοέμβριο του 1997 και η ψυχολογία της αγοράς έγινε ιδιαίτερα αρνητική από τις αρχές του 1998. Κατά τη διάρκεια της περιόδου που η κεντρική τράπεζα, έγινε ανεξάρτητη, τον Μάρτιο του 1998, ο στόχος ήταν η υποκίνηση της οικονομίας, το τέλος του αντιπληθωρισμού και η σταθεροποίηση του οικονομικού συστήματος. Η διαθεσιμότητα και η αποτελεσματικότητα των παραδοσιακών εργαλείων περιορίστηκαν σοβαρά δεδομένου ότι το βασικό επιτόκιο (overnight call rate) είχε φτάσει στο μηδέν, και δεν μπορούσε να γίνει αρνητικό. Ο συνεχής αντιπληθωρισμός σήμαινε ότι το πραγματικό επιτόκιο (το ονομαστικό επιτόκιο μείον το ποσοστό του πληθωρισμού) είχε αυξηθεί. Επομένως σε μια επιβραδυνόμενη οικονομία, η προς τα κάτω πίεση που ασκούταν στις τιμές, αύξανε ακόμα περισσότερο το πραγματικό επιτόκιο.

Τρία ήταν τα κυριότερα γεγονότα που συνέβαλαν στην περαιτέρω αποδυνάμωση της ιαπωνικής οικονομίας την περίοδο 1997-98:

1. Η αύξηση του Φ.Π.Α. τον Απρίλιο του 1997.
2. Η τραπεζική κρίση της Ιαπωνίας που ξεκίνησε τον Νοέμβριο του 1997 και συνεχίστηκε ως το 1999.
3. Η ασιατική κρίση που άρχισε τον Ιούλιο του 1997 και συνεχίστηκε μέχρι το 1998.

Η νομισματική πολιτική δεν μπορούσε να χαλαρώσει ουσιαστικά, επειδή το βασικό επιτόκιο ήταν ήδη σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα (0,50%), έτσι η μόνη κίνηση που έγινε ήταν μια ακόμα μεγαλύτερη μείωση του ποσοστού στο 0,25% το φθινόπωρο του 1998. Αφότου τα στοιχεία έδειξαν ότι η ιαπωνική οικονομία είχε αρνητική ανάπτυξη για αρκετό χρόνο και ο αντιπληθωρισμός επιδειωνόταν, η τράπεζα της Ιαπωνίας υιοθέτησε τη πολιτική του μηδενικού επιτοκίου (Zero Interest Policy Rate) τον Φεβρουάριο του 1999. Μια πιθανή εξήγηση γιατί το ZIRP δεν εισήχθη ως τότε, ίσως να έχει να κάνει με το ότι θεωρήθηκε ως το τελευταίο χαρτί της BoJ για την έξοδο της οικονομίας από την κρίση, δεδομένου ότι καμία περαιτέρω περικοπή των επιτοκίων δεν είναι έπειτα δυνατή. Το ονομαστικό επιτόκιο δεν μπορεί να γίνει αρνητικό, γιατί διαφορετικά ο αποθησαυρισμός θα αντικαταστήσει τις

καταθέσεις των τραπεζών, και το οικονομικό σύστημα θα υποστεί ογκώδη αποδιαμεσολάβηση.

Από την άνοιξη του 1999, οπότε και μηδενίστηκαν τα επιτόκια, η οικονομία άρχισε για να ανακάμπτει. Το ιαπωνικό οικονομικό σύστημα σταθεροποιήθηκε ακόμα περισσότερο ύστερα κι από μια κεφαλαιακή ενίσχυση προς τις μεγάλες τράπεζες τον Μαρτίου του 1999, το ποσοστό αύξησης του ΑΕΠ έγινε ξανά θετικό από τα μισά του ίδιου έτους ενώ κι ο πληθωρισμός παρουσίασε επίσης μερικά σημάδια αύξησης, αν και ακόμα παρέμενε αρνητικός την άνοιξη 2000. Τον Αύγουστο του 2000 τα επιτόκια αυξήθηκαν από 0% σε 0,25%, θεωρώντας πως η οικονομία βρισκόταν σε μια σταθερή πορεία ανάκαμψης. Εντούτοις, το φθινόπωρο του 2000 άρχισε ξανά η ύφεση, ελάχιστους μήνες μετά από αυτή την κίνηση της κεντρικής τράπεζας με το ποσοστό του πληθωρισμού του ΔTK να γίνεται ιδιαίτερα αρνητικό. Από το τέλος του 2000, η οικονομική δραστηριότητα είχε επιβραδυνθεί σημαντικά. Τον Φεβρουάριο του 2001 λήφθηκε η απόφαση για μείωση του επιτοκίου στο 0,10%, δίχως όμως αυτή η αλλαγή να έχει κάποιο αντίκτυπο στην αγορά, από τη στιγμή που ήταν εντελώς αναμενόμενη.

Η τράπεζα της Ιαπωνίας αποφάσισε να κάνει μια ουσιαστική αλλαγή στη νομισματική πολιτική της τον Μάρτιο του 2001. Μετέβαλε το εργαλείο άσκησης της πολιτικής της από το επιτόκιο στους τρέχοντες λογαριασμούς της Τράπεζας. Πλέον το ύψος αυτών των λογαριασμών θα αποτελούσε τον νέο στόχο της BoJ. Οι τότε οικονομικές συνθήκες επέτρεψαν μια τόσο δραστική νομισματική χαλάρωση που ήταν απίθανο να συμβεί κάτω από κανονικές συνθήκες. Προσφέρθηκε αρκετή ρευστότητα στην αγορά έτσι ώστε οι τράπεζες να τοποθετήσουν τα υπερβάλλοντα κεφάλαιά τους στους λογαριασμούς της Τράπεζας της Ιαπωνίας με μηδενικό επιτόκιο. Η απόφαση αυτή αποτελούσε μια ριζοσπαστική κίνηση προς την νομισματική χαλάρωση (Quantitative Easing) κι έδειξε τη διάθεση της κεντρικής τράπεζας να καταπολεμηθεί ο αντιπληθωρισμός.

Ως την άνοιξη του 2003, η ιαπωνική οικονομία θεωρούταν αρκετά αδύναμη. Ο δείκτης τιμών των μετοχών Nikkei είχε πέσει στο ένα πέμπτο της κεφαλαιοποίησης του συγκριτικά με το απόγειο του 13 χρόνια πριν, μερικές τράπεζες κινδύνευαν με πτώχευση και η γενικότερη συστημική σταθερότητα της αγοράς βρισκόταν υπό

απειλή. Τότε, η τράπεζα της Ιαπωνίας ερεύνησε τους τρόπους με τους οποίους θα μπορούσε να υποκινηθεί η οικονομία για να σταθεροποιηθεί το οικονομικό σύστημα, αν και το περιθώριο των ελιγμών ήταν πολύ περιορισμένο από τη στιγμή που επιτόκιο ήταν στο μηδέν, και δεν μπορεί να γίνει αρνητικό. Έτσι η τράπεζα της Ιαπωνίας αποφάσισε να αυξήσει το στόχο για το ισοζύγιο των τρεχόντων λογαριασμών από 17-22 τρισεκατομμύρια σε 22-27 τρισεκατομμύρια γεν τον Απρίλιο, για να μειώσει τον αντιπληθωρισμό. Η κίνηση για παροχή περισσότερης ρευστότητας θεωρήθηκε θετική είδηση για την αποτροπή της χρεοκοπίας κάποιων των τραπεζών. Δεδομένου ότι διάφορες τράπεζες έδειχναν να είναι υπό κατάρρευση λόγω έλλειψης των απαιτούμενων κεφαλαίων αυτό φάνηκε πως ήταν ένα καλό μέτρο ασφάλειας.

Για την μετάδοση της νομισματικής πολιτικής από τα υπερβάλλοντα αποθεματικά στην παραγωγή διάφορα κανάλια θεωρήθηκαν ότι ήταν αποτελεσματικά. Καταρχάς, η παροχή περισσότερης ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα οδηγεί στην επέκταση της νομισματικής βάσης και έπειτα της προσφοράς χρήματος. Αυτό το κανάλι είναι σημαντικό εάν η δυσκολία της ανάκαμψης οφειλόταν σε προβλήματα που σχετίζονταν με την δανειοδότηση ή την δανειοληψία των τραπεζών. Εντούτοις, αυτό δεν αποδείχθηκε αποτελεσματικό κανάλι, καθώς ο δανεισμός συνέχισε να μειώνεται καθ' όλη τη διάρκεια αυτής της περιόδου.

Η παροχή ρευστότητας ωστόσο, λειτούργησε ως δικλείδα ασφάλειας για μια πιθανή, ξαφνική συρρίκνωση της ρευστότητας που θα διακινδύνευε τη συστημική σταθερότητα. Ως προς αυτό το στόχο αυτή η κίνηση κρίθηκε πετυχημένη από τη στιγμή που αποκαταστάθηκε η αξιοπιστία της αγοράς. Επίσης, η νομισματική χαλάρωση ήταν ένα σήμα ότι η τράπεζα της Ιαπωνίας θα συνέχιζε την αύξηση της προσφοράς χρήματος. Δεδομένου ότι θα έπαιρνε το χρόνο να μειωθεί η ρευστότητα δίχως να προκληθεί κάποια αναταραχή, η τράπεζα της Ιαπωνίας έμοιαζε δεσμευμένη στην πολιτική της.

Ο ρυθμός ανάπτυξης άγγιξε το 6% στα τέλη του 2003 και στις αρχές του 2004, με την αισιοδοξία να διαδίδεται στην οικονομία της χώρας. Ταυτόχρονα, το μέγεθος του αντιπληθωρισμού μειώθηκε σε περίπου 1% για να πλησιάσει το μηδέν στο τέλος του 2004. Τα σημάδια της οικονομικής ανάκαμψης έγιναν εμφανέστερα το 2005, μέσα από τα υψηλά σχετικά ποσοστά αύξησης του ΑΕΠ και τα αυξημένα κέρδη των

εταιριών της χώρας. Τα γεγονότα αυτά έδειχναν ότι ο αντιπληθωρισμός θα τελείωνε σύντομα. Έτσι, τον Μάρτιο του 2006, θεωρώντας πως πλέον είχε επέλθει η επιθυμητή οικονομική ανάκαμψη, η Τράπεζα της Ιαπωνίας εγκατάλειψε τη μέχρι τότε νομισματική πολιτική και καθόρισε πάλι το επιτόκιο ως όργανο άσκησης της νομισματικής της πολιτικής.

Νότια Κορέα

Η αποστολή της ΚΤ της Κορέας αρχικά είχε να κάνει με την ταχεία επέκταση της εγχώριας πίστωσης για να ενθαρρύνει την ανάπτυξη, κρατώντας τον πληθωρισμό ακριβώς κάτω από μη ελεγχόμενα επίπεδα στα οποία θα μπορούσε εύκολα να μετατραπεί σε υπερπληθωρισμό. Γενικά, η νομισματική πολιτική στην Κορέα στόχευε στην ενθάρρυνση και τη συνέχιση της εντυπωσιακής ανάπτυξης της χώρας, κυρίως σε συγκεκριμένους τομείς ασκώντας επιρροή στις ιδιωτικές τράπεζες για να κατευθύνει τον δανεισμό και τις επενδύσεις των κεφαλαίων. Απόδειξη της πολύ μεγάλης ανάπτυξης της κορεατικής οικονομίας αποτελεί το γεγονός ότι ενώ το ΑΕΠ το 1970 αποτιμόταν στα 13217 δις Won (έτος βάσης το 2000), το 2007 ξεπέρασε τα 197000 δις Won. Η τοπική οικονομία παρουσιάζει μια συνεχή αύξηση της παραγωγής διαχρονικά, με σχετικά υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, με μοναδική εξαίρεση τη περίοδο 1998-1999, η οποία αποτέλεσε μια μικρή και πρόσκαιρη περίοδος ύφεσης, αποτέλεσμα της κρίσης που σημειώθηκε στις αγορές της νοτιοανατολικής Ασίας. Οι επενδύσεις αντιστοιχούν διαχρονικά στο 30% περίπου του ΑΕΠ της Ν. Κορέας. Η αύξηση του ποσοστού των επενδύσεων που παρατηρήθηκε τις δεκαετίες 60 και 70 φαίνεται πως σταμάτησε την δεκαετία του 80 όπου υπήρξε μια σταθερότητα. Η επόμενη αυξητική τάση που παρατηρήθηκε στις αρχές του 90, σταμάτησε μάλλον κάπως απότομα λόγω της Ασιατικής κρίσης το 1998 και πλέον τα τελευταία χρόνια οι επενδύσεις δείχνουν να έχουν σταθεροποιηθεί κινούμενα σε ένα εύρος μεταξύ 26-30% του τοπικού προϊόντος.

Η συνεισφορά των εξαγωγών στο ΑΕΠ αν και αυτή είχε επίσης αύξουσα πορεία τη δεκαετία του 60, παρέμενε σε χαμηλότερα επίπεδα από την αντίστοιχη των επενδύσεων. Αυτή η κατάσταση έπαψε να υπάρχει από τις αρχές του 1970 και ως τα μέσα της δεκαετίας του 1980 οι επενδύσεις και οι εξαγωγές στη Κορέα ήταν σχεδόν ισόποσες. Οι ελάττωση του ποσοστού των εξαγωγών που σημειώθηκε στα τέλη του

- 48 -80, αντιστράφηκε κατά πολύ μεγάλο βαθμό τη περίοδο της κρίσης στα τέλη του 90 (55,04% το 98) και έκτοτε, έχουν μεγαλύτερο μερίδιο στο ΑΕΠ συγκριτικά με τις επενδύσεις.

Κατά τη διάρκεια των τελευταίων 50 ετών, η τράπεζα της Κορέας ασχολήθηκε με τη γρήγορη οικονομική ανάπτυξη. Πρόσφατα εντούτοις, η συμβολή της νομισματικής πολιτικής έχει αλλάξει. Σε αυτή τη περίοδο, νομισματική πολιτική δεν χρησιμοποίησε τη συναλλαγματική ισοτιμία ως ενδεικτική μεταβλητή, επειδή η ισοτιμία δεν καθοριζόταν από την αγορά αλλά ελεγχόταν από τις αρχές για να αποτραπούν ανεπιθύμητες ανατιμήσεις που θα καθιστούσαν τις κορεατικές εξαγωγές λιγότερο ανταγωνιστικές στην παγκόσμια αγορά. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '50, οι νομισματικές πολιτικές στόχευαν στον περιορισμό του υψηλού πληθωρισμού που ακολούθησε μετά από τον κορεατικό πόλεμο. Από τις αρχές της δεκαετίας του '60 όταν άρχισε το πρώτο πλάνο οικονομικής ανάπτυξης, η νομισματική πολιτική χρησιμοποιήθηκε συχνά για να επιταχύνει την οικονομική ανάπτυξη με την άνοδο του ρυθμού αύξησης της προσφοράς χρήματος και την διοχέτευση οικονομικών πόρων σε συγκεκριμένους τομείς της εξαγωγικής βιομηχανίας. Στη δεκαετία του '70, ειδικά, η κυβέρνηση ενθάρρυνε την ανάπτυξη της βαριάς και της χημικής βιομηχανίας για να στηρίξει τα υψηλά ποσοστά της οικονομικής προόδου. Οι νομισματικές αρχές τότε, συμμετείχαν έντονα στην κινητοποίηση διαφόρων οικονομικών πόρων με σκοπό να επενδυθούν σε αυτές τις βιομηχανίες. Ένας λόγος για τον υψηλό πληθωρισμό που εμφανίστηκε στην Κορέα ήταν ότι η παρουσιάζονταν συχνά μεγάλα πλεονάσματα τρεχουσών συναλλαγών τα οποία η τράπεζα της Κορέας μπορούσε μετά βίας να αντισταθμίσει για να αποτρέψει την ταχεία αύξηση της προσφοράς χρήματος.

Η προσανατολισμένη προς τις εξαγωγές στρατηγική ανάπτυξης της δεκαετίας του '60 και της δεκαετίας του '70 οδήγησε σε υψηλό πληθωρισμό και στην κατανόηση ότι μια τέτοια κατάσταση υπονόμει πραγματικά την χρήση της παραγωγικής ικανότητας της χώρας για την οικονομική της ανάπτυξη. Επιπλέον, η δεύτερη πετρελαϊκή κρίση το 1979 οδήγησε την κορεατική οικονομία σε στασιμοπληθωρισμό. Στην υψηλά αναπτυσσόμενη οικονομία της Κορέας, η τράπεζα της Κορέας ήταν μέχρι τότε πρόθυμη να ανεχτεί ακόμα και διψήφιο ποσοστό πληθωρισμού, υπό τον όρο ότι αυτός θα παρέμενε σε μη εκρηκτικά επίπεδα. Καθώς η

κορεατική οικονομία αναπτυσσόταν, οι κυβερνητικοί σχεδιαστές της πολιτικής αναγνώρισαν ότι η συνεχής πρόοδος απαιτούσε ένα πιο προηγμένο και απορυθμισμένο οικονομικό σύστημα. Επιπλέον, ένα αποδοτικό και λειτουργικό οικονομικό σύστημα θα εξελισσόταν επιτυχώς μόνο σε περιβάλλον χαμηλού πληθωρισμού, σίγουρα κάτω από τα διψήφια ποσοστά που σημειώνονταν.

Η τράπεζα της Κορέας βρέθηκε σε χαμηλό καθεστώς πληθωρισμού στις αρχές του 80, ακολουθώντας τον παγκόσμιο αποπληθωρισμό. Για μια περίοδο στα μέσα του 80, ο πραγματικός πληθωρισμός παρέμεινε ουσιαστικά κάτω από έξι τοις εκατό σε μια προσπάθεια να αποτραπεί τυχόν υπερθέρμανση της πραγματικής οικονομίας. Επιζητώντας την περαιτέρω ανάπτυξη της οικονομίας εκείνη τη περίοδο, η κορεατική κυβέρνηση αναγνώρισε ότι η συνεχής ανάπτυξη απαιτούσε οικονομική φιλελευθεροποίηση, και ο χαμηλός πληθωρισμός ήταν ουσιαστικό συστατικό για την επιτυχία αυτού του εγχειρήματος. Κατά συνέπεια, αν και η βιώσιμη οικονομική ανάπτυξη παρέμεινε ο κύριος στόχος της γενικής οικονομικής πολιτικής, η σταθεροποίηση των τιμών έγινε το καλύτερο εργαλείο που η νομισματική πολιτική θα μπορούσε να έχει. Γενικά αναγνωρίζεται ότι η οικονομική άρση των ελέγχων και το άνοιγμα των χρηματιστηριακών αγορών έχουν ενισχύσει τους μηχανισμούς αγοράς της Κορέας από τα μέσα της δεκαετίας του '80. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '80, όλες οι υπάρχουσες εμπορικές τράπεζες ιδιωτικοποιήθηκαν και μερικές νέες ιδρύθηκαν. Η φιλελευθεροποίηση των επιτοκίων προχώρησε και το χρηματιστήριο άνοιξε μερικώς στους ξένους επενδυτές στις αρχές της δεκαετίας του '90 κάτι που απεικονίζει την αλλαγή στους στόχους νομισματικής πολιτικής στην Κορέα από την οικονομική ανάπτυξη στη σταθεροποίηση των τιμών. Το ποσοστό αύξησης της προσφοράς χρήματος ήταν πολύ χαμηλότερο στη δεκαετία του '80 απ' ό,τι στη δεκαετία του '60 και τη δεκαετία του '70.

Προκειμένου να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα του υψηλού πληθωρισμού κι ενώ η χώρα αναπτυσσόταν γρήγορα, η τράπεζα της Κορέας υιοθέτησε το monetary targeting. Ένα ποσοστό αύξησης της ποσότητας χρήματος M2 ετίθετο ως στόχος στην αρχή κάθε έτους από το 1979. Δεδομένου ότι τα επιτόκια δεν καθορίζονταν από την αγορά έως ότου άρχισε να εφαρμόζεται η φιλελευθεροποίηση το 1991, αυτά σίγουρα δεν ήταν καλοί δείκτες των προθέσεων της νομισματικής πολιτικής. Έτσι λοιπόν, τα βραχυπρόθεσμα κορεατικά επιτόκια μέχρι τα τέλη των 80's κινούνταν

παράλληλα με τον πληθωρισμό και μάλιστα σε επίπεδα αρκετά υψηλότερα από αυτόν. Εξαιρέση αποτελεί η περίοδος 80-81, όπου ο πληθωρισμός ήταν τόσο υψηλός που τα ξεπέρασε. Πολύ μεγάλη αύξηση των επιτοκίων παρατηρείται στα τέλη του 97 και στις αρχές του 98. Τα επιτόκια τότε διπλασιάστηκαν και έφτασαν στο 24% , το υψηλότερο ποσοστό της 25ετίας, ενδεχομένως και για να αντιμετωπιστεί ο πληθωρισμός που πλησίαζε το 10%. Μετά τη κρίση τα επιτόκια βαίνουν μειούμενα συνεχώς και τώρα βρίσκονται σε επίπεδα μεταξύ 3,5 και 4,5%. Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια έχουν παράλληλη τροχιά με τα βραχυπρόθεσμα συνήθως σε ελαφρώς υψηλότερα επίπεδα.

Για το μεγαλύτερο μέρος της μεταπολεμικής περιόδου, η πίστωση που διανεμήθηκε, ήταν με επιτόκια που βρίσκονταν χαμηλότερα από τα επίπεδα της αγοράς. Αλλά αυτή η πιστωτική διανομή εξασθένησε και τα επιτόκια έχουν γίνει πλέον ένα σημαντικότατο εργαλείο του νομισματικού ελέγχου τα τελευταία χρόνια. Από το 1979 ως το 1985, ο στόχος της ποσοστιαίας αύξησης της ποσότητας χρήματος M2 μειώθηκε από 25% σε 9,5%, επιφέροντας μια ουσιαστική σκλήρυνση στη νομισματική πολιτική. Στη συνέχεια ο ρυθμός αυξήθηκε σε 16-18% κατά τη διάρκεια της περιόδου υψηλού πλεονάσματος τρεχουσών συναλλαγών (1986-1989), αλλά μειώθηκε πάλι βαθμιαία σε 12-16% το 1995.

Η αναθεώρηση της πολιτικής της ΚΤ της Κορέας τον Απρίλιο του 1998 προσδιορίζει τη σταθερότητα των τιμών ως πρωταρχικό στόχο της νομισματικής πολιτικής. Από τότε, το inflation targeting χαρακτηρίζει την πολιτική της Κορέας Η κεντρική τράπεζα θέτει έναν ετήσιο στόχο πληθωρισμού και προσπαθεί να τον επιτύχει. Αυτές οι αλλαγές διαδέχθηκαν ένα σύστημα στο οποίο οι νομισματικοί δείκτες ήταν οι ενδιάμεσοι στόχοι της νομισματικής πολιτικής (πρώτα το M1, κατόπιν το καθαρό ενεργητικό της Κεντρικής Τράπεζας, μετά τα αποθεματικά, ύστερα τα αποθεματικά και η εγχώρια πίστωση των χρηματοπιστωτικών οργανισμών και τέλος το M2). Η σημαντική μεταβλητή της ΚΤ είναι πλέον το overnight call rate, το οποίο μπορεί να αυξηθεί ή να μειωθεί σε μηνιαία βάση ανάλογα με τις διακυμάνσεις του αναμενόμενου πληθωρισμού ή άλλων παραγόντων.

Είναι αξιοπρόσεκτο για μια οικονομία τόσο ανοικτή και ευαίσθητη στο εξωτερικό εμπόριο και τις επενδύσεις όσο η Κορέα, οι μετακινήσεις στη

συναλλαγματική ισοτιμία θα πρέπει να περιέχουν πολύτιμες πληροφορίες χρήσιμες για τις μεταβολές στον πληθωρισμό και την παραγωγή. Οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας καθορίζουν τις αλλαγές στις τιμές των εισαγωγών, οι οποίες περνούν στην αγορά και μέσα από τις τιμές των εγχώριων υποκατάστατων αγαθών και με αυτόν τον τρόπο επηρεάζουν και τις προοπτικές για τον πληθωρισμό. Οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορούν επίσης να έχουν επιπτώσεις στην μεσοπρόθεσμη εξέλιξη της παραγωγής, είτε μέσω των μεταβολών στην ανταγωνιστικότητα, είτε στις καταστάσεις των ισολογισμών, αν τα στοιχεία εκφράζονται σε ξένο νόμισμα. Η χώρα ακολουθούσε κυμαινόμενη ισοτιμία επίσημα πριν από την κρίση, αλλά στη πραγματικότητα οι κορεατικές αρχές απέδιδαν ιδιαίτερη σημασία στη συναλλαγματική ισοτιμία ενάντια στο δολάριο. Διαχειρίστηκαν την ισοτιμία στο σημείο που μερικοί παρατηρητές αναφέρθηκαν σε έναν υπονοούμενο peg ή εύρος διακύμανσης.

Συγχρόνως, οι μεταβολές στη συναλλαγματική ισοτιμία είναι πάρα πολύ σημαντικές για τους στόχους της πολιτικής της κεντρικής τράπεζας. Ο καθορισμός του overnight επιτοκίου της τράπεζας της Κορέας ανταποκρίνεται όχι μόνο στον αναμενόμενο πληθωρισμό και την αναμενόμενη αύξηση της παραγωγής αλλά και στις μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Το νομισματικό καθεστώς θα μπορούσε να χαρακτηριστεί από διαχειριζόμενη κυμαινόμενη ισοτιμία συνοδευόμενη από inflation targeting. Στην πράξη η τράπεζα της Κορέας δεν αγνοεί τις διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας κατά την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Οι διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας επηρεάζουν όχι μόνο τον αναμενόμενο πληθωρισμό αλλά και άλλες μεταβλητές όπως τις αγοραπωλησίες εμπορεύσιμων και μη αγαθών, τη σταθερότητα του οικονομικού συστήματος, και τη γενικότερη ανάπτυξη της κορεατικής οικονομίας, η οποία έχει συνδεθεί παραδοσιακά με το επίπεδο της συναλλαγματικής ισοτιμίας μέσω του μηχανισμού της ανάπτυξης μέσω των εξαγωγών. Η συναλλαγματική ισοτιμία του Won με το δολάριο των ΗΠΑ υπέστη διαχρονική υποτίμηση ως το 1986 (882 Won/USD). Από τότε και για μια δεκαετία περίπου το τοπικό νόμισμα κινήθηκε μεταξύ των 750 και 800 Won/USD ως τα τέλη του 1997. Ήταν η περίοδος που η ασιατική κρίση έκανε την εμφάνισή της και το κορεατικό νόμισμα τότε υποτιμήθηκε απότομα περίπου κατά 100% (1605,72 Won/USD). Με τη πάροδο του χρόνου και ενώ η οικονομία της Νοτίου Κορέας

άρχισε να ξεπερνά τη κρίση, το νόμισμά της άρχισε να ανατιμάται προοδευτικά και πλέον το 2007, η ισοτιμία τείνει να πλησιάσει τα 900 Won/USD.

Η Κορέα είναι από καιρό δεσμευμένη σε μια στρατηγική ανάπτυξης που καθοδηγείται από την αύξηση των εξαγωγών της και που κρατά τη συναλλαγματική ισοτιμία του won σταθερή σε ανταγωνιστικά επίπεδα. Κατά συνέπεια, η κορεατική στρατηγική για την παραγωγικότητα και την οικονομική ανάπτυξη είναι η διατήρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας μακριά από ανατιμήσεις προκειμένου να υποκινηθεί η επέκταση του εμπορικού τομέα και οι επενδύσεις σε αυτόν, συγχρόνως κρατώντας τα επιτόκια χαμηλά και χρησιμοποιώντας την κυβερνητική παρέμβαση σε θέματα του οικονομικού συστήματος για να διοχετεύσει πόρους προς αυτή την κατεύθυνση.

Τέλος, η στρατηγική αποτροπής της συναλλαγματικής ισοτιμίας από ανατίμηση με ταυτόχρονη συγκράτηση των επιτοκίων σε χαμηλά επίπεδα προκειμένου να διοχετευθούν πρόσθετοι πόροι στην παραγωγή των εξαγωγών ή γενικότερα στην παραγωγή εκείνων των αγαθών των οποίων ο φάσμα βελτίωσης της παραγωγικότητας είναι μεγαλύτερο, λειτουργεί λιγότερο καλά σε ένα απορυθμισμένο οικονομικό περιβάλλον. Η πρόσφατη εμπειρία δείχνει ότι οι χώρες που έχουν εισάγει τα χαμηλά αμερικανικά επιτόκια ως αποτέλεσμα της διατήρησης της σταθερής ισοτιμίας ενάντια στο δολάριο έχουν δει πόρους να ρέουν όχι για την αύξηση της βιομηχανικής δραστηριότητας αλλά για κερδοσκοπικές επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία. Σε ένα ουσιαστικά απορυθμισμένο οικονομικό περιβάλλον, η κυβέρνηση έχει λίγη δυνατότητα να το αποτρέψει αυτό. Μια συγκέντρωση κερδοσκοπικών κατασκευαστικών δανείων στους ισολογισμούς των τραπεζών μπορεί να αποτελέσει απειλή για την οικονομική σταθερότητα. Για τις χώρες με πιο απορυθμισμένα οικονομικά συστήματα και ανοικτούς λογαριασμούς κεφαλαίων, η μόνη λύση σε αυτό το πρόβλημα είναι μια πιο εύκαμπτη συναλλαγματική ισοτιμία.

Ένας άλλος λόγος εξ αιτίας του οποίου οι κορεατικοί φορείς χάραξης της νομισματικής πολιτικής δείχνουν να είναι απρόθυμοι να επιτρέψουν μια μεγαλύτερη ευελιξία της συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι η άποψη ότι η σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι σημαντική για την οικονομική ανάπτυξη και για την ανάπτυξη των αγορών ομολόγων ειδικότερα. Ο κίνδυνος που συνδέεται με τις ευμετάβλητες συναλλαγματικές ισοτιμίες μπορεί να αποτρέψει τοπικούς και ξένους

επενδυτές την διακράτηση μακροπρόθεσμων χρεογράφων εκφρασμένων σε εγχώριο νόμισμα.

Μαλαισία

Η Μαλαισία είναι μια μικρή οικονομία εξαρτημένη από το διεθνές εμπόριο με υψηλό βαθμό ξένης παρουσίας σε πολλούς οικονομικούς τομείς η παγκοσμιοποίηση και οι διεθνείς ροές κεφαλαίου έχουν ασκήσει έτσι σημαντική επίδραση στη λειτουργία της νομισματικής πολιτικής στη χώρα. Τα πραγματικό ΑΕΠ της Μαλαισίας έχει αυξηθεί κατά 82% από το 1991 ως το 2007 (63,7 δις Ringgits σε 115,8 δις Ringgits). Η τάση της τοπικής παραγωγής είναι αύξουσα διαχρονικά, ενώ εξαίρεση αποτελεί η περίοδος 1998-2000 όπου λόγω της κρίσης υπήρξε μια περίοδος σχετικής στασιμότητας. Οι επενδύσεις στη μαλαισιανή οικονομία, ενώ μέχρι το 1997 αποτελούσαν το 395 με 41% του τοπικού προϊόντος, μειώθηκαν σημαντικά λόγω της κρίσης των αγορών της Ασίας και τα τελευταία έτη συνεισφέρουν περίπου στο 20% του ΑΕΠ με ελαφρώς φθίνουσα τάση. Οι εξαγωγές αντιθέτως αποτελούν διαχρονικά πρωτεύουσα συνιστώσα στο ΑΕΠ της Μαλαισίας. Η αυξητική τάση που υπήρχε καθ' όλη τη δεκαετία του 90, κορυφώθηκε μετά το 1998 και από τότε μέχρι σήμερα οι εξαγωγές της εν λόγω οικονομίας αντιστοιχούν σε πάνω από 110% της παραγωγής της.

Την τελευταία δεκαετία, η Μαλαισία εφάρμοσε ποικίλες διαδικασίες νομισματικής πολιτικής με τις αλλαγές στο νομισματικό πλαίσιο να γίνονται κυρίως προς απάντηση στις παγκόσμιες εξελίξεις. Η εξέλιξη του πλαισίου της νομισματικής πολιτικής μπορεί να χαρακτηριστεί από την μετατόπιση της στρατηγικής της Κεντρικής Τράπεζας, από το monetary targeting προς το interest rate targeting στα μέσα της δεκαετίας του '90 και από τις μεταβατικές αλλαγές για την εισαγωγή διαδικασιών περισσότερο βασισμένων στην αγορά έπειτα από την ασιατική κρίση. Πριν από τα μέσα της δεκαετίας του '90, η νομισματική πολιτική χρησιμοποιούσε ως στόχο την προσφορά χρήματος. Βάση ερευνών που είχαν πραγματοποιηθεί, η νομισματική επέκταση (M3) αποδείχθηκε ότι συσχετιζόταν ιδιαίτερα θετικά με τον πληθωρισμό. Δεδομένου ότι η σταθερότητα των τιμών ήταν ο κυριότερος στόχος της νομισματικής πολιτικής, το monetary targeting θεωρήθηκε ως το κατάλληλο εργαλείο

για την εφαρμογή της πολιτικής. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, η κεντρική τράπεζα (Bank Negara Malaysia) επηρέαζε τον καθημερινό όγκο της ρευστότητας στην αγορά χρήματος, σύμφωνα με το νομισματικό στόχο που είχε θέσει ως προς την μεταβολή της ποσότητας χρήματος. Αυτό εξασφάλιζε ότι εφοδιασμός με ρευστότητα ήταν επαρκής για να ικανοποιήσει τις απαιτήσεις της οικονομίας, σύμφωνα πάντα με το στόχο της νομισματικής πολιτικής για την σταθερότητα των τιμών.

Ως προς τη ποσότητα χρήματος παρατηρήθηκαν μικρές και συνήθως θετικές μεταβολές. Η χαλαρή νομισματική πολιτική που ξεκίνησε μετά τα μέσα της δεκαετίας του 1970 πυροδότησε πληθωριστική πίεση στην οικονομία και γι' αυτό ακολούθησε αντίστοιχη περιοριστική στις αρχές του 80. Σαφή και έντονη περιοριστική πολιτική εφαρμόστηκε το 1998 για να ανταπεξέλθει η χώρα της κρίσης. Τα χρόνια όμως που ακολούθησαν βλέπουμε ότι υπήρξε μιας μορφής νομισματική επέκταση προφανώς για να δοθεί ώθηση στην οικονομική ανάκαμψη. Τέλος, ενέσεις ρευστότητας πραγματοποιήθηκαν και το 2003 μάλλον για να προληφθούν φαινόμενα αντιπληθωρισμού, καθώς ο πληθωρισμός εκείνη τη περίοδο έτεινε προς το μηδέν.

Όμως, οι εξελίξεις στην οικονομία και στο χρηματοοικονομικό σύστημα κατά τη διάρκεια των αρχών της δεκαετίας του '90 αποδυνάμωσαν αυτήν την ως τότε σχέση και ανέδειξαν τα προβλήματα που συνδέονται με τη χρησιμοποίηση της ποσότητας χρήματος ως εργαλείο νομισματικής πολιτικής. Ειδικότερα, η παγκοσμιοποίηση των αγορών είχε αλλάξει τη συμπεριφορά της ζήτησης χρημάτων, κάνοντας τη σχέση μεταξύ της ποσότητας χρήματος με την παραγωγή και με τις τιμές λιγότερο σταθερή. Οι μεγάλες εισροές κεφαλαίων στα 1992-93, ακολουθούμενες από μια αναστροφή της κατάστασης στο επόμενο έτος, έφεραν στην πρώτη γραμμή την αστάθεια του monetary targeting. Η ετήσια αύξηση της προσφοράς χρήματος όπως μετριέται από το $m3$, ήταν εξαιρετικά ευμετάβλητη κατά τη διάρκεια των περιόδων των μεγάλων ροών κεφαλαίου. Η μεγάλη ταλάντευση του $m3$ μείωσε τη βιωσιμότητά του ως στόχο της πολιτικής.

Συνεπώς, από τα μέσα της δεκαετίας του '90, η BNM μετατόπισε την εστίασή της από το monetary targeting στο interest rate targeting. Η BNM, εντούτοις, ακόμα ελέγχει πολύ στενά την ποσότητα χρήματος, την πιστωτική επέκταση και άλλους οικονομικούς και νομισματικούς δείκτες. Αυτοί περιλαμβάνουν τις αυξήσεις των

τιμών (συμπεριλαμβανομένων και των τιμών των ακινήτων) και τους δείκτες κατανάλωσης και επένδυσης. Το overnight επιτόκιο, χρησιμεύει πλέον ως το επιτόκιο άσκησης νομισματικής πολιτικής στη Μαλαισία από τον Απρίλιο του 2004. Η μετατόπιση της νομισματικής πολιτικής από την ποσότητα χρήματος στα επιτόκια πραγματοποιήθηκε εξαιτίας τεσσάρων λόγων:

1. Η φιλελευθεροποίηση των επιτοκίων από το 1978 οδήγησε σε μια πιο απευθυνόμενη στην αγορά διαδικασία προσδιορισμού επιτοκίου.
2. Η άρση των οικονομικών ελέγχων και τα μέτρα φιλελευθεροποίησης που αποφασίστηκαν κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '70 ενίσχυσαν το ρόλο των επιτοκίων στο μηχανισμό της νομισματικής μετάδοσης.
3. Υπήρξε μια ξεχωριστή μετατόπιση στον τρόπο χρηματοδότησης της οικονομίας από τα μέσα της δεκαετίας του '80 μετά από δομικές αλλαγές που σημειώθηκαν στην οικονομία. Από μια ανελαστική επιτοκιακά αγορά (αγορά κυβερνητικών τίτλων), η οικονομία της Μαλαισίας μεταβλήθηκε σε μια πιο ευαίσθητη αγορά όπου κυριαρχούσαν οι τραπεζικές πιστώσεις και οι χρηματαγορές.
4. Ως θέμα πολιτικής, η BNM έχει διατηρήσει τα θετικά πραγματικά επιτόκια στις καταθέσεις. Η τράπεζα έχει επίσης την άποψη ότι η σταθερότητα των επιτοκίων είναι μια σημαντική μεταβλητή για να προωθήσει ένα σταθερό οικονομικό σύστημα που θα συμβάλει προς έναν αποτελεσματικότερο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

Τα βραχυπρόθεσμα και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια διαχρονικά βρίσκονται σε χαμηλά επίπεδα (κάτω του 10%), λόγω του χαμηλού πληθωρισμού στη χώρα από το 1975 και μετά. (κάτω από 5% με εξαίρεση τη περίοδο 80-82). Μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 90 τα επιτόκια κυμαίνονταν κάτω από 5%, ενώ ως το 1997 είχαν αυξηθεί λίγο στο 6%. Λόγω της κρίσης τα επιτόκια αυξήθηκαν στο 8,8% το 1998 μειώθηκαν όμως σύντομα και κατά τη τρέχουσα δεκαετία τα βραχυχρόνια κινούνται κυρίως μεταξύ του 2,5 και 3,5%, ενώ τα μακροχρόνια ελαφρώς υψηλότερα μεταξύ 3,5 και 5%.

Λαμβάνοντας υπόψη αυτές τις εξελίξεις και ένα οικονομικό περιβάλλον όπου οι επενδυτές έχουν γίνει όλο και περισσότερο ευαίσθητοι ως προς τις μεταβολές των επιτοκίων, ένα νομισματικό πλαίσιο βασισμένο σε αυτά είναι το καταλληλότερο για

την επίτευξη των στόχων. Η προτίμηση των επιτοκίων για το χειρισμό της νομισματικής πολιτικής ενισχύεται περαιτέρω από την παγκοσμιοποίηση των χρηματιστηριακών αγορών και τη παγκόσμια οικονομική ολοκλήρωση που λαμβάνει χώρα. Μια συνέπεια της οικονομικής παγκοσμιοποίησης είναι η μείωση της αυτονομίας στην διαμόρφωση της νομισματικής πολιτικής κάθε χώρας, δεδομένου ότι οι εσωτερικές πολιτικές πρέπει να λάβουν υπόψη τις εξωτερικές εξελίξεις. Ως εκ τούτου, οι μεταβολές στα διεθνή επιτόκια έναντι των εγχώριων δεν μπορούν πλέον να αγνοηθούν στην εφαρμογή μιας νομισματικής πολιτικής. Συγχρόνως, η παγκοσμιοποίηση έχει καταστήσει όλο και περισσότερο δύσκολη την πρόβλεψη της ζήτησης και την προσφοράς ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα δεδομένης της αστάθειας των ροών του κεφαλαίου.

Στα 1997-98, η δυνατότητα της BNM να καθορίζει τα εγχώρια επιτόκια βασισμένη στις δικές της εγχώριες εκτιμήσεις επηρεάστηκε από τις άστατες βραχυπρόθεσμες ροές κεφαλαίου και την υπερβολική αστάθεια του τοπικού νομίσματος (Ringgit) κατά τη διάρκεια της ασιατικής οικονομικής κρίσης. Το 1998, λαμβάνοντας υπόψη τον κίνδυνο μεγάλων κεφαλαιακών εκροών λόγω των υψηλότερων επιτοκίων που προσφέρονταν στην offshore αγορά για την προσέλκυση κερδοσκοπικών κεφαλαίων, η BNM δεν μπορούσε να χαμηλώσει περισσότερο τα επιτόκια για να δώσει τέλος σε μια περαιτέρω συστολή στην οικονομία. Αυτή η επιλογή ήταν η ίδια μια πιθανή πηγή περαιτέρω αστάθειας στην αγορά συναλλάγματος.

Μετά τη κατάργηση των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών τη δεκαετία του 70 το Ringgit Μαλαισίας ανατιμήθηκε και μέχρι το 1997 βρισκόταν σε ένα εύρος μεταξύ 2,3 και 2,6 Ringgits/USD. Μέσα σε ένα χρόνο όμως, υποτιμήθηκε πάνω από 60% φτάνοντας το 1998 στα 4,057 Ringgits/USD. Κάτω από αυτές τις περιστάσεις, εισήχθησαν εκλεκτικοί μηχανισμοί συναλλάγματος και ο καθορίστηκε η τιμή της συναλλαγματικής ισοτιμίας του Ringgit τον Σεπτέμβριο του 1998. Αυτά τα μέτρα παρέιχαν στη BNM έναν μεγαλύτερο βαθμό νομισματικής αυτονομίας ως προς την επιρροή των εγχώριων επιτοκίων για να στηριχθεί η οικονομική ανάκαμψη χωρίς να χρειαστούν μεγάλοι πόροι για την διαχείριση της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Από το 1999 ως το 2005 η ισοτιμία ήταν σταθερή στα 3,8 Ringgits/USD, Τα τελευταία χρόνια οπότε και επετράπη ξανά η μια πιο ελεύθερη διακύμανση, υπήρξε μια

ανατίμηση περίπου 9%, στα 3,31 Ringgits/USD στο τέλος του 2007.

Με την επιλογή της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας, η Μαλαισία ήταν σε θέση ως ένα ορισμένο βαθμό να επηρεάσει τη νομισματική πολιτική βασισμένη στους εγχώριους στόχους. Αυτό κατέστη δυνατό λόγω διάφορων παραγόντων. Κατ' αρχάς, τα επιτόκια στη Μαλαισία δεν ήταν ιδιαίτερα καθοριστικός παράγοντας των μετακινήσεων των χρηματικών ροών. Ο όγκος της συσσώρευσης των αποθεματικών απεικονίζει κυρίως τις εμπορικές συναλλαγές παρά τις χρηματοοικονομικές ροές. Αυτό μετριάζει κατά μεγάλο μέρος την ανησυχία σχετικά με πιθανές ξαφνικές αναστροφές των ροών που θα μπορούσαν να περιπλέξουν τη νομισματική διαχείριση. Ενώ ο τραπεζικός δανεισμός έχει μεγαλύτερη συσχέτιση με τις διαφορές των επιτοκίων, αυτές οι δανειοληψίες απεικονίζουν κυρίως εμπορικές συναλλαγές.

Αυτή η ανάπτυξη είναι το αποτέλεσμα της τοποθέτησης σε ισχύ ενός συστήματος διαχείρισης της ροής των κεφαλαίων που ισορροπεί τη δυνατότητα των κατοίκων να βρουν κεφάλαια από στο εξωτερικό καθώς επίσης και να επενδύσουν εκεί για παραγωγικούς σκοπούς, χωρίς να προκαλείται αδικαιολόγητη αστάθεια στις εγχώριες χρηματιστηριακές αγορές. Η τρέχουσα πολιτική της αποτροπής των συναλλαγών μεταξύ λογαριασμών του εξωτερικού σε RINGGIT (μη-διεθνοποίηση του RINGGIT) περιορίζει τη διαθεσιμότητα του μαλαισιανού νομίσματος στις υπεράκτιες αγορές για τις κερδοσκοπικές θέσεις. Αυτό είναι ένας σημαντικός παράγοντας στο να μην υπάρχει η ανάγκη για τη νομισματική πολιτική της Μαλαισίας να ακολουθεί την νομισματική πολιτική των ΗΠΑ παρά την δεδηλωμένη σταθερή ισοτιμία. Με άλλα λόγια, μια ισορροπημένη διαχείριση των ροών για την υποστήριξη της πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας δίχως τον περιορισμό της εταιρικής αποδοτικότητας έχει συμβάλει στη σταθερότητα των οικονομικών αγορών. Αυτό είναι ένας σημαντικός παράγοντας για κάποια ανεξαρτησία στην επιρροή των επιτοκίων για να υποστηριχθεί ο στόχος της ανάπτυξης και της σταθερότητας των τιμών. Από το 1998, η διαχείριση της νομισματικής πολιτικής έχει εστιάσει κυρίως στην διαχείριση της ρευστότητας για να διατηρηθούν τα επιτόκια σε επίπεδα που είναι αρκετά χαμηλά για να προωθήσουν την οικονομική δραστηριότητα ενώ συγχρόνως, και να μπορούν ταυτόχρονα να εξασφαλίζουν θετικά ποσοστά απόδοσης στους καταθέτες.

Η δυνατότητα κάποιας ανεξαρτησίας της νομισματικής πολιτικής κάτω από καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας οφείλεται στην στήριξη των δομικών

μεταρρυθμίσεων. Εκτός από τις μεταρρυθμίσεις στις χρηματιστηριακές αγορές, οι μεταρρυθμίσεις και οι αλλαγές στις πρακτικές της ευρύτερης οικονομίας έχουν οδηγήσει σε μεγαλύτερη ευελιξία την αγορά εργασίας και στον προσδιορισμό των τιμών στους τομείς των αγαθών και υπηρεσιών με μεθόδους που στηρίζονται περισσότερο στην λειτουργία της αγοράς παρά σε κυβερνητικές παρεμβάσεις .

- Στον τραπεζικό τομέα, η σταθεροποίηση και ο εξορθολογισμός μέσω της συγχώνευσης αρκετών τραπεζικών ιδρυμάτων σε ένα μικρό αριθμό ομίλων ενίσχυσε τη λειτουργική αποδοτικότητα των εγχώριων χρηματοπιστωτικών οργανισμών με απώτερο στόχο ο τραπεζικός τομέας να είναι ικανός να ανταγωνιστεί σε ένα πιο δυναμικό παγκόσμιο περιβάλλον.
- Στην αγορά εργασίας, για να υπερνικηθούν περιορισμοί όπως η ακαμψία των αμοιβών που καθορίζονται μέσω των συλλογικών συμβάσεων, ενθαρρύνθηκε η σύνδεση της αμοιβής με την παραγωγικότητα.
- Ο στηριζόμενος στην αγορά προσδιορισμός τιμών είναι πιο ορατός στον τομέα των υπηρεσιών, όπου υπάρχει αμεσότερη επιρροή των αλλαγών των επιτοκίων στο λειτουργικό κόστος και στην ανταπόκριση των καταναλωτών και των επενδυτών. Η φιλελευθεροποίηση των τιμών των βασικών αγαθών και η απορρύθμιση διάφορων βιομηχανικών τομέων έχουν οδηγήσει σε μεγαλύτερη ευελιξία τον ανταγωνισμό και, ως εκ τούτου, τις τιμές. Η σημαντικότερη φιλελευθεροποίηση πραγματοποιήθηκε στις λιανικές τιμές πετρελαίου, όπου η επιχορήγηση βαθμιαία καταργείται.

Ως επί το πλείστον, η μετάβαση σε ένα πλαίσιο νομισματικής πολιτικής σαφώς περισσότερο βασισμένο στην αγορά έχει προχωρήσει με έναν σχετικά ομαλό ρυθμό, εξ αιτίας τριών κύριων παραγόντων:

1. Η ύπαρξη μιας συνεπούς πολιτικής στρατηγικής μεταξύ της φιλελευθεροποίησης οικονομικού τομέα και της μεταρρύθμισης νομισματικής πολιτικής. Αναγνωρίζοντας ότι η οικονομική σταθερότητα είναι κρίσιμη στο χειρισμό της νομισματικής πολιτικής, ιδιαίτερη έμφαση έχει δοθεί στον πολιτικούς συντονισμό και τα μέτρα που απαιτούνται για να ενισχύσουν την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής και για να διατηρήσουν την οικονομική σταθερότητα.
2. Η μετάβαση προς ένα πιο βασισμένο στην αγορά σύστημα έχει διευκολυνθεί

με την κατάλληλη αλληλουχία των μεταρρυθμίσεων. Η BNM δεν προσέφυγε σε μια προσέγγιση απότομης φιλελευθεροποίησης του οικονομικού τομέα. Η φιλελευθεροποίηση επιτράπηκε με έναν ρυθμό σύμφωνο με τις επικρατούσες συνθήκες στην αγορά και την εξέλιξη στη δομή της οικονομίας και του οικονομικού συστήματος.

3. Η οικονομική πειθαρχία και η συνετή φορολογική πολιτική έχουν συμβάλει θετικά στη μακροοικονομική σταθερότητα.

Η πρόσφατη άνοδος στις τιμές του πετρελαίου αποτελεί πρόκληση για τις κεντρικές τράπεζες. Αυτές οι προκλήσεις ρυθμίζονται από τις πολιτικές της ενεργειακής τιμολόγησης της εκάστοτε κυβέρνησης, και επίσης από την επεξεργασία των πλαισίων νομισματικής πολιτικής των κεντρικών τραπεζών. Η τωρινή άνοδος των τιμών της ενέργειας διαφέρει από τις αυτές του παρελθόντος Εκτιμώντας ότι κατά τις προηγούμενες δεκαετίες οι μειώσεις της προσφοράς οδήγησαν στις πετρελαϊκές διαταραχές, στον πρόσφατο παρελθόν η προσφορά έχει αυξηθεί λόγω της μεγάλης ζήτησης που προέρχεται κυρίως από τις ταχέως αναπτυσσόμενες ασιατικές οικονομίες.

Η άνοδος των τιμών της ενέργειας είναι μια ιδιαίτερη πρόκληση για τις αναπτυσσόμενες οικονομίες της Ασίας. Καταρχάς, για τα μεσαία επίπεδα εισοδήματος, η επιρροή από τις ενεργειακές αυξήσεις στην κατανάλωση τείνει να είναι υψηλότερη. Δεύτερον, και εν μέρει κατά συνέπεια, τα έσοδα από την φορολόγηση του πετρελαίου τείνουν να είναι χαμηλότερα στις αναδυόμενες αγορές απ' ό,τι στις πιο προηγμένες χώρες. Επομένως, μια δεδομένη ποσοστιαία αύξηση στις τιμές ενέργειας οδηγεί σε μια μεγαλύτερη ποσοστιαία αλλαγή στις καταναλωτικές τιμές σε αυτές τις χώρες. Η Μαλαισία, ως εξαγωγική ενεργειακά χώρα, έχει την ικανότητα να προστατεύσει την εσωτερική οικονομία της από τις ανόδους των τιμών συγκρατώντας τις τιμές. Και πράγματι η μαλαισιανή κυβέρνηση έχει περιορίσει την μετάδοση των υψηλότερων τιμών της ενέργειας στην αγορά, παρά το γεγονός ότι οι τιμές έχουν αυξηθεί ιδιαίτερα κατά την παρούσα περίοδο.

Σιγκαπούρη

Η νομισματική αρχή της Σιγκαπούρης είναι αρμόδια για την διαμόρφωση και την εφαρμογή των πολιτικών της νομισματικής και της συναλλαγματικής πολιτικής στη χώρα. Το κεντρικό πλαίσιο της διαχείρισης στηρίζεται στην παρακολούθηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας με την νομισματική πολιτική να διαδραματίζει ένα πιο συμπληρωματικό ρόλο.

Η πολιτική διαμόρφωσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας διατυπώνεται με βάση τον πρωταρχικό στόχο της σταθερότητας των εγχώριων τιμών στα πλαίσια μιας βιώσιμης, μη πληθωριστικής οικονομικής ανάπτυξης. Το ΑΕΠ της Σιγκαπούρης έχει αυξηθεί κατά 300% σε πραγματικούς όρους από το 1984 (21, 3 δις δολάρια Σιγκαπούρης) ως το 2006 (84, 3 δις δολάρια Σιγκαπούρης) με έτος βάσης το 2000. Η γενικότερη τάση του ΑΕΠ της τελευταίας 25ετίας θα μπορούσε να θεωρηθεί αυξητική.

Λόγω της μικρής και ταυτόχρονα αρκετά ανοιχτής οικονομίας της Σιγκαπούρης η οποία εξαρτάται ιδιαίτερα από τον διεθνή παράγοντα, η συναλλαγματική ισοτιμία θεωρείται το σημαντικότερο εργαλείο για την επιτυχία αυτού του στόχου. Υπάρχει ένα απέραντο δίκτυο διεθνών οικονομικών διασυνδέσεων, μέσα σε ένα πλαίσιο εκτεταμένου εξωτερικού εμπορίου και υπηρεσιών. Κατά συνέπεια, η κινητικότητα των κεφαλαίων είναι υψηλή και η τάση των εγχώριων επιτοκίων καθορίζεται κατά ένα μεγάλο μέρος από τα αντίστοιχα του εξωτερικού. Υπάρχει επομένως λίγο πεδίο για μια απολύτως ανεξάρτητη νομισματική πολιτική και γι' αυτό η Σιγκαπούρη δεν στοχεύει ούτε στην ποσότητα χρήματος ούτε στα επιτόκια.

Έτσι λοιπόν η Σιγκαπούρη έχει υιοθετήσει ένα μοναδικό νομισματικό πλαίσιο που συνίσταται στη διαχείριση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, ως μέσο για την επίτευξη της σταθερότητας τιμών ως βάση για μια βιώσιμη οικονομική ανάπτυξη. Η οικονομία της Σιγκαπούρης είναι αναμφίβολα εξαγωγική και συνολικά η αγορά των εμπορευμάτων της Σιγκαπούρης ως ποσοστό του ΑΕΠ έχει φτάσει σε επίπεδα μοναδικά στον κόσμο. Ως το 2004 οι εξαγωγές έφταναν περίπου στο 140% της τοπικής παραγωγής. Από τότε και μέχρι το 2006 αυξήθηκαν ακόμα περισσότερο και

έφτασαν να ακόμα και διπλάσιες από αυτό (207%). Πέρυσι υπήρξε μια μικρή μείωση του ποσοστού που κυμάνθηκε στο 187%. Η συναλλαγματική ισοτιμία δεν χρησιμοποιείται τόσο για λόγους ανταγωνιστικότητας των εξαγωγών επειδή το υψηλό εισαγωγικό περιεχόμενο των εξαγωγών καθιστά το επιπλέον κέρδος στην εξαγωγική ανταγωνιστικότητα μικρό έναντι των περισσότερων χωρών.

Δεδομένου ότι Σιγκαπούρη χαρακτηρίζεται ως price taker στο παγκόσμιο εμπόριο, ο υψηλός όγκος εισαγωγών σημαίνει ότι οι αλλαγές στις παγκόσμιες τιμές ή στη συναλλαγματική ισοτιμία έχουν μια ισχυρή και άμεση επιρροή στα επίπεδα τιμών της οικονομίας. Η τάση ανατίμησης του δολαρίου της Σιγκαπούρης κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας έχει βοηθήσει στον περιορισμό του εισαγόμενου πληθωρισμού στη χώρα.

Η άλλη σημαντική επιρροή στον εγχώριο πληθωρισμό έχει να κάνει με την προσφορά εργασίας. Με την οικονομία της Σιγκαπούρης να απολαμβάνει πλήρη απασχόληση κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας, η σύσφιξη της αγοράς εργασίας μπορεί να μετριαστεί μέσω των πολιτικών μετανάστευσης. Εντούτοις, η πολιτική της συναλλαγματικής ισοτιμίας έχει βοηθήσει στην ρύθμιση της συνολικής ζήτησης και τον περιορισμό του πληθωρισμού των αμοιβών. Μεσομακροπρόθεσμα, η αντιστάθμιση των αυξήσεων των αμοιβών σε απάντηση των αυξανόμενων καταναλωτικών τιμών και η σκλήρυνση της αγοράς εργασίας αυξάνουν το ανά μονάδα εργατικό κόστος.

Η προσφορά χρήματος και τα επιτόκια ασκούν σχετικά μέτρια επίδραση στον πληθωρισμό και στο επίπεδο της οικονομικής δραστηριότητας, λαμβάνοντας υπόψη τη μεγαλύτερη συμβολή της εξωτερικής ζήτησης στην ανάπτυξη της χώρας συγκριτικά με την εγχώρια. Αντίθετα με τις μεγαλύτερες οικονομίες όπου τα επιτόκια ασκούν σημαντική επίδραση στην επένδυση, η οικονομία της Σιγκαπούρης κυριαρχείται από πολυεθνικές επιχειρήσεις με ξένες πηγές χρηματοδότησης, γεγονός που περιορίζει κατά συνέπεια τη σημασία του εσωτερικού κόστους δανεισμού. Οι επενδύσεις βάση των διαθέσιμων στοιχείων αποτελούν κατά μέσο όρο το 37,5% του τοπικού προϊόντος και κυμαίνονται σε ένα εύρος μεταξύ 20,6%-60,77%. Διαχρονικά εύκολα μπορεί να διαπιστωθεί ότι ο ρόλος των επενδύσεων στην οικονομία σταδιακά

υποβαθμίζεται. Από το 50% του ΑΕΠ που αντιστοιχούσε δυο δεκαετίες πριν, τώρα κυμαίνεται μεταξύ 22% με 25%.

Επιπλέον, λαμβάνοντας υπόψη την μικρή οικονομική βάση και την απουσία ελέγχων συναλλάγματος, μεγάλες και γρήγορες μετακινήσεις κεφαλαίων μπορούν να εμφανιστούν όποτε υπάρχουν μεταβολές στη σχέση μεταξύ των εγχώριων και των ξένων επιτοκίων ή των ποσοστών απόδοσης. Αυτό το γεγονός καθιστά δύσκολη την στόχευση είτε στην ποσότητα χρήματος είτε στα επιτόκια. Τα εγχώρια επιτόκια καθορίζονται κατά ένα μεγάλο μέρος από τα ξένα και τις προσδοκίες αγοράς για τη μελλοντική ισχύ του δολαρίου της Σιγκαπούρης, ενώ οι αλλαγές στην προσφορά χρήματος είναι κυρίως αποτέλεσμα των καθαρών ροών των κεφαλαίων από και προς το εξωτερικό.

Από το 1981 οπότε αποφασίστηκε η εφαρμογή της πολιτικής της συναλλαγματικής ισοτιμίας, το δολάριο Σιγκαπούρης ελέγχεται σύμφωνα με τους όρους ενός αγνώστου στο ευρύ κοινό σταθμισμένου καλαθιού νομισμάτων που το αποτελούν οι σημαντικότεροι εμπορικοί εταίροι της χώρας και επιτρέπεται να μεταβάλλεται μέσα σε ένα ορισμένο εύρος το οποίο αναθεωρείται ανά τακτές περιόδους ανάλογα με την μακροοικονομική κατάσταση της χώρας. Η σύνθεση αυτού του άγνωστου καλαθιού αναθεωρείται και μεταβάλλεται περιοδικά για να λαμβάνει υπόψη τις αλλαγές στις εμπορικές επαφές της Σιγκαπούρης, αλλά περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με το δείκτη δεν αποκαλύπτονται. Το MAS καθοδηγεί τη συναλλαγματική ισοτιμία σε ανατίμηση ή υποτίμηση βασιζόμενο στο εάν οι αναμενόμενες πληθωριστικές πιέσεις είναι ισχυρές ή αδύνατες, αντίστοιχα. Ο μακροπρόθεσμος στόχος είναι να επηρεαστεί η εμπορικά σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία μέσα σε αυτή τη ζώνη, ώστε να επιτευχθεί ένα χαμηλό και σταθερό ποσοστό πληθωρισμού. Το καλάθι των συναλλαγματικών ισοτιμιών απεικονίζει το εύρος των πηγών του εισαγόμενου πληθωρισμού και των ανταγωνιστών στο διεθνές εμπόριο.

Με floating συναλλαγματική ισοτιμία, το Monetary Authority of Singapore (MAS) μπορεί άμεσα να επηρεάσει την αξία του νομίσματος μόνο με ίδια παρέμβαση στην αγορά. Για αυτόν τον λόγο, είναι απαραίτητα μεγάλα συναλλαγματικά αποθεματικά και ετοιμότητα για να χρησιμοποιηθούν αυτά σε περίπτωση που

χρειαστεί. Ειρωνικά, ενώ η κατοχή τέτοιων μεγάλων αποθεματικών χρησιμεύει για να αποτρέψει τους κερδοσκόπους, ταυτόχρονα καθιστά λιγότερο πιθανό το ενδεχόμενο να ζητηθούν αυτά τα ποσά για να στηρίξουν το νόμισμα.

Βραχυπρόθεσμα, το MAS μπορεί να επέμβει στην αγορά για να εξομαλύνει την αστάθεια της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Αυτό είναι απαραίτητο καθώς η μακροπρόθεσμη αξιοπιστία της πολιτικής της Σιγκαπούρης επηρεάζεται σε σημαντική έκταση από τις βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις της ισοτιμίας. Η ακραία βραχυπρόθεσμη μεταβλητότητα, εάν αφεθεί ανεξέλεγκτη, μπορεί να αναγκάσει την προσοχή αγοράς να στραφεί στο νόμισμα και να εξασθενίσει την εμπιστοσύνη σε αυτό μακροπρόθεσμα, με πιθανές δυσμενείς συνέπειες για την οικονομία.

Η χρήση αυτής της πολιτικής, εντούτοις, δεν συμπεριλαμβάνει συνολικά το ρόλο της νομισματικής πολιτικής. Η ρύθμιση του επιπέδου ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα παράλληλα με την πολιτική της συναλλαγματικής ισοτιμίας απαιτείται για να εδραιώσει σταθερές συνθήκες στην αγορά χρήματος και να προωθήσει τη σταθερή και μη πληθωριστική αύξηση. Το MAS χρησιμοποιεί επίσης τα επιτόκια για να υποστηρίξει την παρέμβαση συναλλάγματός. Τα επιτόκια επιτρέπεται να πέσουν για να μειώσουν την ισχύ του τοπικού δολαρίου σε περιόδους ισχυρών εισροών κεφαλαίου και αντίστροφα.

Στις αρχές της δεκαετίας του '70, το MAS στηρίχθηκε σε μεγάλο βαθμό στα ελάχιστα αποθεματικά των τραπεζών για να διευθύνει τη νομισματική πολιτική. Η ελάχιστη αυτή αναλογία αναθεωρήθηκε αρκετές φορές στη δεκαετία του '70 για την διαχείριση της οικονομίας και την συγκράτηση του πληθωρισμού. Η αναλογία αυξήθηκε από 3,5% έως 5% το 1972 και έπειτα σε 9% το 1973 για να μειώσει τη ρευστότητα και να συγκρατήσει την υψηλή πιστωτική επέκταση για τις δραστηριότητες της χρηματιστηριακής αγοράς.

Τα επιτόκια αυξήθηκαν επίσης μέσω του τραπεζικού συστήματος καρτέλ που υπήρχε πριν από τον Ιούλιο του 1975 και ορίστηκαν ελάχιστα επιτόκια δανεισμού από το MAS από κοινού με την ένωση τραπεζών της Σιγκαπούρης. Σε μία εποχή που οι χρηματιστηριακές αγορές στη Σιγκαπούρη ήταν ακόμα ανώριμες, αυτά τα μέτρα

χαλιναγώγησαν αποτελεσματικά την πιστωτική επέκταση και τον πληθωρισμό. Αυτές οι μέθοδοι δεν ήταν πραγματικά αρκετά εύκαμπτες για την αντιμετώπιση των γρήγορα μεταβαλλόμενων συνθηκών στην αγορά. Ως εκ τούτου, όσο οι αγορές χρήματος και συναλλάγματος αναπτύσσονταν, το MAS άρχισε να στηρίζεται περισσότερο σε διαδικασίες της αγοράς στη διεύθυνση της νομισματικής πολιτικής.

Έκτοτε, τα βραχυχρόνια επιτόκια έχουν από το 1980 και μετά μια γενικότερη πτωτική τάση, παρά τις όποιες παροδικές ενδιάμεσες αυξήσεις. Αυτή η πορεία συνεχίστηκε μέχρι το 1993, οπότε και έφτασαν στο 0,76%. Μέχρι τις αρχές του 1998 κυμαίνονταν μεταξύ 1-2% και λόγω της κρίσης εκείνη τη χρονιά αυξήθηκαν παροδικά στο 3,67%. Μετά ξεκίνησε μια γρήγορη πτώση των επιτοκίων που έφτασαν στο 0,6% το 1999 για να επανέλθουν σύντομα στα επίπεδα που βρίσκονταν λίγα χρόνια πριν. Τα τελευταία 4 χρόνια παρατηρούμε μια αυξητική τάση καθώς κάποιες περιόδους ξεπέρασαν το 3%. Ως προς τα μακροχρόνια επιτόκια, από το 1999 που υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία, παρατηρείται μια συνεχής πτωτική πορεία (από το 5,25% το 1999 στο 2,68 το 2007).

Η ισοτιμία του δολαρίου της Σιγκαπούρης με το δολάριο της Αμερικής εμφανίζει ένα εύρος διακύμανσης ανάμεσα στα 1,4 και 3,1 SPD/USD από το 1970 μέχρι σήμερα. Το τοπικό δολάριο διαχρονικά ανατιμήθηκε μέχρι και τα μέσα της δεκαετίας του 1990 αντανακλώντας την γενικότερη ανάπτυξη της οικονομίας. Το δεύτερο εξάμηνο του 1997, στη μέση της οικονομικής αναταραχής στην Ασία, η ισοτιμία του τοπικού δολαρίου και η αγορά χρήματος της χώρας δεν βυθίστηκαν τόσο πολύ στην αστάθεια που επήλθε από τη σημαντική υποτίμηση των νομισμάτων της περιοχής. Η ασιατική κρίση προκάλεσε υποτίμηση του νομίσματος (20% σε δυο χρόνια), κατάσταση η οποία διατηρήθηκε μέχρι το τέλος του 2001. Από τότε έχει ξεκινήσει μια πορεία ανατίμησης που διαρκεί μέχρι σήμερα. Στο τέλος του 2007 το δολάριο της Σιγκαπούρης εμφάνιζε ισοτιμία κάτω από 1,5 SPD/USD.

Καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου υψηλής αστάθειας, οι διαδικασίες επέμβασης του MAS στις αγορές χρήματος και συναλλάγματος συνέχισαν να στοχεύουν στην προώθηση της σταθερότητας. Τα επιτόκια έχουν αυξηθούν βαθμιαία σε απάντηση της προς τα κάτω πίεσης στη συναλλαγματική ισοτιμία. Έτσι το MAS διατήρησε την πολιτική εξασφάλισης επαρκούς αλλά μη υπερβολικής

ρευστότητας στην αγορά. Παρά την άποψη της αγοράς που πίστεψε σε μια μεγάλη υποτίμηση δεδομένης της κατάρρευσης άλλων ασιατικών οικονομιών και την ανάγκη να προστατευθεί η ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών, το δολάριο Σιγκαπούρης υποτιμήθηκε μόνο σε περιορισμένη έκταση για να ανταποκριθεί στις αλλαγές στο εξωτερικό περιβάλλον. Η κυβέρνηση αντιμετώπισε το ζήτημα της ανταγωνιστικότητας σε θεμελιώδες επίπεδο, καθιερώνοντας μια δέσμη μέτρων δαπανών, φόρων, αύξησης της παραγωγικότητας και παροχής κινήτρων για δημιουργία νέων προϊόντων και επέκταση σε νέες αγορές. Σε συνδυασμό και με την προσαρμογή στη συναλλαγματική ισοτιμία η μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε έμοιαζε παρόμοια με αυτή που αποφασίστηκε κατά τη διάρκεια της ύφεσης στα μέσα της δεκαετίας του '80 και αποδείχθηκε επίσης αξιόπιστη.

Ταϊλάνδη

Η Ταϊλάνδη εμφανίζει τα τυπικά χαρακτηριστικά μιας αναδυόμενης ασιατικής οικονομίας. Από το 93 μέχρι σήμερα που υπάρχουν διαθέσιμα δημοσιευμένα στοιχεία, το πραγματικό ΑΕΠ της Ταϊλάνδης έχει αυξηθεί κατά 58%, από 985 δις Bahts σε 1561 δις Bahts (έτος βάσης 2000). Η γενικότερη τάση θα απορούσε να χαρακτηριστεί αυξητική με μικρές ενδιάμεσες αρνητικές μεταβολές (κυρίως από το 99 και μετά). Οι επενδύσεις ως την κρίση του 98 αποτελούσαν περίπου το 40% της εγχώριας παραγωγής. Από τότε όμως μειώθηκαν αισθητά και ως ποσά και ως συνεισφορά στο ΑΕΠ πέφτοντας στο 20%. Τις τελευταίες χρονιές τείνουν να σταθεροποιηθούν σε ένα εύρος μεταξύ 25-30%. Ο ρόλος των εξαγωγών είναι αναμφίβολα κυρίαρχος την οικονομία της Ταϊλάνδης, ιδιαίτερα τα τελευταία 10 χρόνια. Ενώ ως το 97 οι εξάγωγές κυμαίνονταν στα ίδια επίπεδα με τις επενδύσεις, μετά τη κρίση η συνεισφορά τους στο ΑΕΠ αυξήθηκε κατακόρυφα κάτι το οποίο συνεχίζεται μέχρι σήμερα, όπου οι εξάγωγές υπερβαίνουν το 70% του εγχώριου προϊόντος.

Σύμφωνα με την τράπεζα της Ταϊλάνδης, η εξέλιξη της νομισματικής πολιτικής στην Ταϊλάνδη μπορεί να χωριστεί στις εξής περιόδους:

Πριν από τη κρίση, το ταϊλανδικό νόμισμα, το μπατ, συνδέθηκε αρχικά με ένα

καλάθι των νομισμάτων όπου σαφώς κυριαρχούσε το δολάριο. Το νόμισμα της Ταϊλάνδης βρισκόταν σταθερά στα 21 Baht/USD ως το 1973, στα 20 Baht/USD μέχρι το 81 και στα 23 Baht/USD την περίοδο 82-84. Μετά από μια υποτίμηση που έλαβε χώρα το 1985 (27,78 Baht/USD) το νόμισμα ανατιμήθηκε ελαφρά και διακυμάνθηκε γύρω από τα 25 Baht/USD ως το 97. Το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών στην Ταϊλάνδη ήταν τεράστιο στο τέλος του Ιουνίου του 1997, συνδυαζόμενο και με υψηλό βραχυπρόθεσμο εξωτερικό χρέος. Οι δυσμενείς αυτές οικονομικές ειδήσεις οδήγησαν στην άσκηση υπερβολικής πίεσης στο μπατ που αρχίζει εκείνη την περίοδο. Το 1990, η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία μπατ/δολλαρίου ΗΠΑ ήταν 25,6 και στα τέλη του 1996, ήταν 25,3, δηλαδή λίγο πολύ παρόμοια. Όμως, το επίπεδο τιμών σε αυτές τις δυο χώρες κατά τη διάρκεια της ίδιας περιόδου, αυξήθηκε κατά 17% στις Ηνωμένες Πολιτείες και 33% στην Ταϊλάνδη. Κατά συνέπεια, τα ταϊλανδέζικα αγαθά είχαν γίνει πολύ ακριβά συγκριτικά με τα αντίστοιχα στις Ηνωμένες Πολιτείες και σε όσες χώρες είχαν τότε συνδέσει τα νομίσματά τους με το δολάριο.

Η τράπεζα της Ταϊλάνδης προχώρησε στη πώληση συναλλαγματικών αποθεματικών της προκειμένου να προστατευθεί το εγχώριο νόμισμα από υπερβολικές κερδοσκοπικές πιέσεις. Κατά συνέπεια, υπήρξε ουσιαστική μείωση των ξένων αποθεματικών νομίσματος προκειμένου να καλυφθούν οι υποχρεώσεις. Την ώρα που η χώρα ήταν ανίκανη να αποπληρώσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, τα αποθεματικά μειώθηκαν σε ένα ελάχιστο επίπεδα. Έτσι λοιπόν, η χώρα δεν είχε καμία άλλη επιλογή εκτός από την συνδρομή του διεθνούς νομισματικού Ταμείου για την παροχή επιπλέον ρευστότητας και την ελεύθερη πλέον διακύμανση του μπατ. Τότε λόγω της άσχημης κατάστασης υποτιμήθηκε πολύ απότομα κατά 82% μέσα σε ένα εξάμηνο, φτάνοντας στα 47 Baht/USD. Η πτώση του ταϊλανδικού μπατ από 25 σε πάνω από 40 στο δολάριο προκάλεσε μια προσωρινή άνοδο στον πληθωρισμό σε επίπεδα αρκετά παραπάνω από τους ως τότε μέσους όρους σε μια χώρα που τα διψήφια ποσοστά πληθωρισμού για πολλά χρόνια ήταν σπάνια. Ακόμα και τότε, αυτό το επεισόδιο σχετικά υψηλού πληθωρισμού ήταν πιο ήπιο στη χώρα έναντι αυτού κατά τη διάρκεια των πετρελαϊκών κρίσεων της στις αρχές δεκαετίας του '70 και του 1980.

Κατά αυτό τον τρόπο η χώρα αυτή αποτέλεσε την αφετηρία μιας κρίσης που θα

μεταδιδόταν αρκετά σύντομα και στις υπόλοιπες χώρες της περιοχής επηρεάζοντας κατά πολύ σημαντικό βαθμό την οικονομική τους επίδοση. Σημαντικότερα προβλήματα προκλήθηκαν στη γειτονική Μαλαισία, τις Φιλιππίνες και την Ινδονησία, κράτη δηλαδή που είχαν παρόμοια χαρακτηριστικά με την Ταϊλάνδη, δηλαδή έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών, μεγάλο εξωτερικό χρέος και δημιουργία “φούσκας” στην αγορά ακινήτων.

Μετά την περίοδο της κρίσης (1997-2000), η χώρα ήταν σχεδόν πτωχεύσασα όταν και επιδίωξε τη χρηματοδοτική συνδρομή από το ΔΝΤ. Το ΔΝΤ παρείχε 16,7 δισεκατομμύρια δολάρια στην Ταϊλάνδη ως βραχυπρόθεσμη βοήθεια. Η χώρα αναγκάστηκε να υιοθετήσει μια πολιτική μεταρρυθμίσεων για να αυξήσει τις τα αποθέματα συναλλάγματός της. Έγινε αποδεκτό ένα σύστημα κυμαινόμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου η κύρια πολιτική στόχευε στον τρόπο που μπορούσε να ελεγχθεί η εγχώρια προσφορά χρήματος η οποία ήταν πολύ ασταθής λόγω της κρίσης την περίοδο 97-99.

Από το Μάιο του 2000 η ΚΤ της Ταϊλάνδης άλλαξε πολιτική και ο βασικός στόχος της έπαψε να είναι η ποσότητα χρήματος δίνοντας πλέον σημασία στον πληθωρισμό. Η Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής (MPC) της BOT όρισε τα επιτόκια σε μια ζώνη γύρω στο 3,5 τοις εκατό (ετησίως). Ο στόχος αυτός για τα επίπεδα των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων αναγγέλλεται περιοδικά βάσει μιας αξιολόγησης των πληθωριστικών κινδύνων. Κάνοντας μια γενικότερη ανασκόπηση, τα βραχυχρόνια επιτόκια από τα τέλη της δεκαετίας του 70 μέχρι το 1985 βρίσκονταν πάνω από το 10% κυρίως λόγω πληθωρισμού. Η πτώση που ξεκίνησε το 1986 σταμάτησε γρήγορα το 1988 πάλι εξαιτίας του ίδιου λόγου. Έτσι, από το 1989 μέχρι και το 1991 αυξήθηκαν και έφτασαν μέχρι και σχεδόν 15%. Η πτωτική τους τάση σταμάτησε το 1994 και η ανοδική τους πορεία έγινε ακόμα εντονότερη την περίοδο της κρίσης αγγίζοντας το 20%. Γρήγορα όμως μειώθηκαν ξανά και μέχρι τα μέσα αυτής της δεκαετίας βρίσκονταν σε επίπεδα 1-2%. Σήμερα έχει επέλθει μια μικρή αύξηση και κυμαίνονται μεταξύ 3% ως 4%. Τα μακροχρόνια επιτόκια ως το 1998 βρίσκονταν συνήθως σε επίπεδα χαμηλότερα από τα βραχυχρόνια και μάλιστα από το 90 ως το 98 ήταν σταθερά στο 10,75%. Από τότε έχουν κυμαίνονται υψηλότερα από τα βραχυχρόνια, παρόλο που έχουν μειωθεί αισθητά, και στο τέλος του 2007 ήταν κάτω από 5%.

Η τράπεζα της Ταϊλάνδης (BoT) έχει επιτύχει λίγο πολύ στη διατήρηση του συγκεκριμένου επιπέδου-στόχου κι από τις αρχές του 2000 έχει επισημάνει ότι το μέσο για την εφαρμογή της νομισματικής της πολιτικής είναι η απόδοση των *repos* διάρκειας 14 ημερών. Η MPC της Ταϊλάνδης αυξάνει το επιτόκιο όταν το ποσοστό πληθωρισμού είναι υψηλό και το μειώνει όταν μειώνεται ο πληθωρισμός. Ο λόγος, που άρχισε να ακολουθείται αυτή η πολιτική έχει να κάνει με το γεγονός πως η σχέση μεταξύ του ρυθμού ανάπτυξης της παραγωγής και της ποσότητας χρήματος εξασθενεί βαθμιαία.

Η Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής της Ταϊλάνδης έχει ορίσει ως στόχο ποσοστό 0-3,5 τοις εκατό για τον πληθωρισμό. Αυτό το ποσοστό έχει αποφασιστεί για τους εξής λόγους:

- Ελαχιστοποίηση των οικονομικών διαταραχών.
- Αποφυγή ανάγκης για συχνή αλλαγή της νομισματικής πολιτικής.
- Ελαχιστοποίηση της αστάθειας του βραχυπρόθεσμου επιτοκίου.
- Διατήρηση της οικονομικής σταθερότητας.

Το γεγονός ότι η οικονομία χαρακτηρίζεται ανοικτή σημαίνει ότι μεγάλες μεταβολές της αποτελεσματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας έχουν την ικανότητα να οδηγήσουν σε έναν ανεπιθύμητο πληθωρισμό ή αντιπληθωρισμό. Η διεθνής εμπειρία του *inflation targeting* από τις αναπτυσσόμενες οικονομίες δείχνει τη σημαντική σχέση μεταξύ των μεγάλων αλλαγών των αποτελεσματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών και των πληθωριστικών στόχων. Επιπλέον, λαμβάνοντας υπόψη το άνοιγμα της οικονομίας, οι μεγάλες ανατιμήσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορούν να οδηγήσουν σε ανεπιθύμητη απώλεια της ανταγωνιστικότητας στις εξωτερικές αγορές, διακινδυνεύοντας χαμηλότερες εξαγωγές και συνεπώς οικονομική δραστηριότητα. Τέλος, εκτός από την επίδραση στις υπάρχουσες εταιρίες, υπάρχει και η ανησυχία ότι η ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορεί να υπονομεύσει την ελκυστικότητα της οικονομίας ως προς τις νέες ξένες άμεσες επενδύσεις.

Το ότι η αποτελεσματική συναλλαγματική ισοτιμία είναι ένας στόχος της νομισματικής πολιτικής στην Ταϊλάνδη γίνεται πιο εύλογος από τον τρόπο που το μπατ εμπορεύεται πριν και μετά τις αλλαγές που έλαβαν χώρα στη κεντρική τράπεζα της χώρας τον Μάιο το 2001. Από τότε, ύστερα από μια μικρή περίοδο σχετικής

ανατίμησης, το Baht υποτιμήθηκε ξανά στα 44 Baht/USD. Έπειτα και ως το 2007 ανατιμήθηκε και στο τέλος του περασμένου έτους αποτιμήθηκε στα 34 Baht/USD. Μάλιστα, από τον Ιούνιο του 2001 μέχρι τα τέλη του 2005, η αστάθεια του νομίσματος, ειδικά σε αποτελεσματικούς όρους, μειώθηκε σε επίπεδα λίγο παραπάνω από εκείνα του δολαρίου της Σιγκαπούρης, το οποίο ρυθμίζεται ρητά ως προς ένα αποτελεσματικό καλάθι.

Μεθοδολογία & Δεδομένα

Για να ερευνηθεί η ύπαρξη ή όχι ασυμμετρίας, έχουμε υιοθετήσει το υπόδειγμα που προτάθηκε από τον Cover το 1992. Το υπόδειγμα αυτό είναι ένα σύστημα χρήματος-παραγωγής που αποτελείται από δύο εξισώσεις.

Η πρώτη περιγράφει τη διαδικασία προσφοράς χρήματος, όπου ο ρυθμός αύξησης της ποσότητας χρήματος εμφανίζεται ως συνάρτηση των προηγούμενων καθώς και του ρυθμού αύξησης της παραγωγής:

$$m_{j,t} = \sum a^m_i m_{j,t-i} + \sum a^y_i y_{j,t-i} + u_{j,t} \quad (1)$$

Όπου:

- $m_{j,t}$: Ο ρυθμός αύξησης της ποσότητας χρήματος
- $y_{j,t}$: Ο ρυθμός αύξησης της παραγωγής
- a_s : Οι συντελεστές των μεταβλητών της εξίσωσης
- $u_{j,t}$: Η νομισματική διαταραχή (Το απροσδόκητο συστατικό της νομισματικής μεταβολής). Ορίζουμε $u_{+t} = \max(u_t, 0)$ και $u_{-t} = \min(u_t, 0)$ ως θετικές και αρνητικές νομισματικές διαταραχές αντίστοιχα.

Η δεύτερη εξίσωση περιγράφει την διαδικασία της παραγωγής, όπου το ποσοστό αύξησης της παραγωγής είναι συνάρτηση των προηγούμενων μεταβολών της παραγωγής, των τιμών των νομισματικών διαταραχών, των μεταβολών των επιτοκίων και των τιμών της ενέργειας:

$$y_{j,t} = \sum b_i^y y_{j,t-i} + \sum b_i^o o_{j,t-i} + \sum b_i^r r_{j,t-i} + \sum (b_i^+ u_{j,t-i}^+ + b_i^- u_{j,t-i}^-) + \varepsilon_t \quad (2)$$

Όπου:

- $y_{j,t}$: Ο ρυθμός αύξησης της παραγωγής
- $o_{j,t}$: Ο ρυθμός μεταβολής των τιμών του πετρελαίου (εισάγεται ως φορέας αναταραχών της παραγωγής)
- $r_{j,t}$: Η μεταβολή του επιτοκίου
- $u_{j,t}^+$: Οι θετικές νομισματικές διαταραχές
- $u_{j,t}^-$: Οι αρνητικές νομισματικές διαταραχές
- bs : Οι συντελεστές των μεταβλητών της εξίσωσης
- ε_t : Οι διαταραχές της παραγωγής

Οι συντελεστές b_i^+ και b_i^- μετρούν την επίδραση των θετικών και των αρνητικών αντίστοιχα νομισματικών διαταραχών στη παραγωγή και αν βρεθεί ότι $b_i^+ = b_i^-$ τότε υπάρχει συμμετρία.

Σε μία προσπάθεια να βρεθεί η πηγή των τυχόν των ασύμμετρων αποτελεσμάτων των νομισματικών διαταραχών στην παραγωγή, θα εξετάσουμε τα αποτελέσματα αυτών των διαταραχών σε δύο σημαντικά συστατικά του ΑΕΠ, τις Επενδύσεις (I) και τις Εξαγωγές (Ex), ανάλογα με τη βαρύτητα που αυτά έχουν στην λειτουργία της οικονομίας της κάθε χώρας.

Για τους υπολογισμούς αυτούς η πρώτη εξίσωση του συστήματος παραμένει ίδια, στη δεύτερη όμως για τη περίπτωση των επενδύσεων, ο ρυθμός αύξησης της παραγωγής ($y_{j,t}$) αντικαθίσταται από τον ρυθμό αύξησης των επενδύσεων ($I_{j,t}$), ενώ στη περίπτωση των εξαγωγών, ο ρυθμός αύξησης της παραγωγής ($y_{j,t}$) αντικαθίσταται από τον ρυθμό αύξησης των εξαγωγών ($e_{j,t}$) και ο ρυθμός μεταβολής των τιμών του πετρελαίου από τον ρυθμό μεταβολής της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας ($e_{j,t}$), ως φορέας των εξαγωγικών αναταράξεων.

Έτσι λοιπόν η διαδικασία των επενδύσεων περιγράφεται ως εξής:

$$I_{j,t} = \Sigma b_i^I I_{j,t-i} + \Sigma b_i^O o_{j,t-i} + \Sigma b_i^R r_{j,t-i} + \Sigma (b_i^+ u_{j,t-i}^+ + b_i^- u_{j,t-i}^-) + \varepsilon_t \quad (3)$$

Και η διαδικασία των εξαγωγών ως εξής:

$$ex_{j,t} = \Sigma b_i^{ex} ex_{j,t-i} + \Sigma b_i^e e_{j,t-i} + \Sigma b_i^r r_{j,t-i} + \Sigma (b_i^+ u_{j,t-i}^+ + b_i^- u_{j,t-i}^-) + \varepsilon_t \quad (4)$$

Ομοίως, οι συντελεστές b_i^+ και b_i^- μετρούν και στις δύο εξισώσεις την επίδραση των θετικών και των αρνητικών αντίστοιχα νομισματικών διαταραχών σε επενδύσεις και εξαγωγές αντίστοιχα. Αν βρεθεί ότι $b_i^+ = b_i^-$ τότε υπάρχει συμμετρία.

Όλα τα δεδομένα είναι τριμηνιαία και αποκτηθήκαν από το International Financial Statistics της ιστοσελίδας του IMF. Το ΑΕΠ, οι επενδύσεις και οι εξαγωγές έχουν ληφθεί σε πραγματικές τιμές βάση του αποπληθωριστή ΑΕΠ της κάθε χώρας. Η προσφορά χρήματος μετράται από τον νομισματικό δείκτη M1 και τα επιτόκια από το ύψος των βραχυχρόνιων επιτοκίων της διατραπεζικής αγοράς κάθε χώρας. Για την συναλλαγματική ισοτιμία έγινε χρήση της ονομαστικής (nominal effective exchange rate) αντί της αποτελεσματικής (effective exchange rate) λόγω μεγαλύτερου πλήθους δεδομένων προς μελέτη και επεξεργασία.

Όλες οι χώρες εξετάστηκαν ως προς τις επιδράσεις της προσφοράς χρήματος στο ΑΕΠ. Οι οικονομίες της Αυστραλίας και της Ιαπωνίας που θεωρήθηκαν πιο κλειστές, εξετάστηκαν ως προς τις επενδύσεις, ενώ οι οικονομίες της Ταϊλάνδης, της Μαλαισίας και τις Σιγκαπούρης που θεωρήθηκαν πιο ανοιχτές ως προς τις εξαγωγές. Τέλος η Νότια Κορέα και η Νέα Ζηλανδία που εμφανίζουν σχεδόν ισοδύναμα ποσοστά συμμετοχής των επενδύσεων και των εξαγωγών στο ΑΕΠ τους, εξετάστηκαν και ως προς τα δυο αυτά συστατικά.

Ως πρόγραμμα εκτίμησης χρησιμοποιήθηκε το E-Views 5 και στο δεύτερο σκέλος κάθε εξίσωσης οι μεταβλητές τοποθετήθηκαν με 4 υστερήσεις η κάθε μια. Το χρονικό εύρος των διαθέσιμων δεδομένων διαφέρει από χώρα σε χώρα.

Αναλυτικότερα το δείγμα των 7 χωρών φαίνεται στον παρακάτω πίνακα:

Australia	1970:Q2 – 2007:Q3
New Zealand	1988:Q3 - 2007:Q3
Japan	1961:Q2 - 2007:Q3
South Korea	1977:Q3 - 2007:Q2
Malaysia	1992:Q2 - 2007:Q2
Singapore	1981:Q2 - 2007:Q3
Thailand	1994:Q2 - 2007:Q2

Εμπειρικά Αποτελέσματα

Αυστραλία

Στην ανάπτυξη του ΑΕΠ της Αυστραλίας οι θετικές νομισματικές διαταραχές φαίνεται πως παίζουν πρωτεύοντα ρόλο. Και τα δυο είδη των θετικών νομισματικών (από κοινού και συσσωρευτικές) είναι σημαντικές σε επίπεδο 1%, εν αντιθέσει με τις αρνητικές. Επίσης η υπόθεση της συμμετρίας απορρίπτεται για δ.ε. 5%. Αυτό ενδεχομένως σημαίνει πως η επεκτατική νομισματική έχει ισχυρότερα αποτελέσματα στην παραγωγή της χώρας συγκριτικά με την περιοριστική. Επομένως, μια νομισματική χαλάρωση πιθανώς να αποτελεί ένα ικανό μέσο για την περαιτέρω ανάπτυξη της χώρας, με τη νομισματική συστολή να μη μοιάζει τόσο ισχυρή στον περιορισμό της παραγωγής. Οι θετικές διαταραχές της προσφοράς χρήματος δείχνουν να είναι επίσης στατιστικά σημαντικές, και μάλιστα για δ.ε. 1%, και στον τομέα των επενδύσεων της χώρας. Ωστόσο η υπόθεση της συμμετρίας γίνεται δεκτή. Αυτό ίσως να οφείλεται στο γεγονός πως οι συσσωρευτικές αρνητικές νομισματικές διαταραχές εμφανίζονται σημαντικές σε επίπεδο 10%, οδηγώντας μας έτσι στο συμπέρασμα πως οι μεταβολές της προσφοράς χρήματος ίσως να επηρεάζουν εξίσου τη συμπεριφορά των επενδύσεων.

Έλεγχοι Ασυμμετρίας (X^2 - Test)

GDP

	Null Hypothesis	X^2 - Test	Probability
1.	$b_i^+ = 0$, all i	14.18526	0.0067
2.	$b_i^- = 0$, all i	1.861833	0.7612
3.	$\Sigma_i b_i^+ = 0$	12.82999	0.0003
4.	$\Sigma_i b_i^- = 0$	0.983090	0.3214
5.	$\Sigma_i b_i^+ = \Sigma_i b_i^-$	4.666127	0.0308

Investment

	Null Hypothesis	X^2 - Test	Probability
1.	$b_i^+ = 0$, all i	14.41804	0.0061
2.	$b_i^- = 0$, all i	4.984157	0.2889
3.	$\Sigma_i b_i^+ = 0$	8.074008	0.0045
4.	$\Sigma_i b_i^- = 0$	2.946972	0.0860
5.	$\Sigma_i b_i^+ = \Sigma_i b_i^-$	0.245876	0.6200

Νέα Ζηλανδία

Στη περίπτωση της Νέας Ζηλανδίας, όλες οι νομισματικές διαταραχές φαίνεται πως είναι ισχυρές για διάστημα εμπιστοσύνης 5%. Η δε υπόθεση της συμμετρίας για το ΑΕΠ απορρίπτεται υπέρ των αρνητικών διαταραχών που εμφανίζουν μεγαλύτερη ισχύ. Συνεπώς βάση των αποτελεσμάτων στην οικονομία της χώρας τα αποτελέσματα των μεταβολών της προσφοράς χρήματος στην παραγωγή δείχνουν να είναι ασύμμετρα.

Ως προς τις επενδύσεις και τα δυο είδη θετικών διαταραχών είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 10%, κάτι που δε μπορεί να υποστηριχθεί για τις αρνητικές διαταραχές. Η υπόθεση της συμμετρίας επίσης απορρίπτεται για διάστημα 1% υπέρ των θετικών διαταραχών. Αυτό ενδεχομένως να σημαίνει πως οι επενδύσεις επηρεάζονται σαφώς περισσότερο έπειτα από μια περίοδο επεκτατικής νομισματικής πολιτικής παρά σε περίοδο συστολής. Τα αποτελέσματα αυτά δείχνουν πως η αύξηση

των επενδύσεων που επιτυγχάνεται με τη μείωση των επιτοκίων έπειτα από μια νομισματική χαλάρωση είναι μεγαλύτερη από τη μείωση που προκαλείται ύστερα από μια περιοριστική νομισματική πολιτική. Η αιτία αυτού του γεγονότος ίσως να εντοπίζεται στη συνεχή αναπτυξιακή πορεία της χώρας, η οποία βοήθησε τα μέγιστα στη πραγματοποίηση συνεχώς νέων επενδύσεων είτε για επιχειρηματικούς σκοπούς είτε για απόκτηση ακίνητης περιουσίας. Με αυτό τον τρόπο, οι όποιες περιοριστικές νομισματικές πολιτικές δεν στάθηκαν ικανές να ανακόψουν σε μεγάλο βαθμό αυτή τη δυναμική.

Ως προς τις εξαγωγές όμως παρατηρείται το αντίθετο. Αν και καμία διαταραχή δεν εμφανίζεται στατιστικά σημαντική, η υπόθεση της συμμετρίας απορρίπτεται για διάστημα εμπιστοσύνης 5%. Μάλιστα, η μεγαλύτερη παρουσία των εξαγωγών στο ΑΕΠ της Νέας Ζηλανδίας σε σχέση με τις επενδύσεις μπορεί ενδεχομένως να εξηγεί και την γενικότερη αρνητική ασυμμετρία που παρατηρήθηκε συνολικά στην οικονομία της χώρας. Συγκριτικά οι αρνητικές διαταραχές μοιάζουν ισχυρότερες από τις θετικές, οδηγώντας στο συμπέρασμα πως τυχόν ανατίμηση που μπορεί να προέλθει από συστολή της νομισματικής πολιτικής έχει ισχυρότερο αρνητικό αντίκτυπο στις εξαγωγές της χώρας από τα θετικά αποτελέσματα που μπορεί να εμφανίζονται από πιθανή επεκτατική πολιτική. Τα εξαγωγικά προϊόντα της χώρας είναι κατά πολύ μεγάλο μέρος αγροτικής φύσης, επομένως ιδιαίτερα ευαίσθητα στις μεταβολές της συναλλαγματικής κι ειδικότερα στις αρνητικές. Η ανατίμηση της ισοτιμίας τα καθιστά ακριβότερα στην παγκόσμια αγορά με αποτέλεσμα να υστερούν ανταγωνιστικά και να μειώνεται η ζήτηση τους σε πολύ μεγάλο βαθμό.

Έλεγχοι Ασυμμετρίας (X^2 - Test)

GDP

	Null Hypothesis	X^2 - Test	Probability
1.	$b_i^+ = 0$, all i	11.22986	0.0241
2.	$b_i^- = 0$, all i	11.70012	0.0197
3.	$\sum_i b_i^+ = 0$	4.262996	0.0390
4.	$\sum_i b_i^- = 0$	5.337294	0.0209
5.	$\sum_i b_i^+ = \sum_i b_i^-$	11.76171	0.0006

Investment

	Null Hypothesis	X ² - Test	Probability
1.	$b_i^+ = 0$, all i	14.52096	0.0058
2.	$b_i^- = 0$, all i	4.829086	0.3053
3.	$\Sigma_i b_i^+ = 0$	2.878535	0.0898
4.	$\Sigma_i b_i^- = 0$	1.141416	0.2854
5.	$\Sigma_i b_i^+ = \Sigma_i b_i^-$	6.992432	0.0082

Exports

	Null Hypothesis	X ² - Test	Probability
1.	$b_i^+ = 0$, all i	1.815385	0.7697
2.	$b_i^- = 0$, all i	4.018887	0.4035
3.	$\Sigma_i b_i^+ = 0$	0.441324	0.5065
4.	$\Sigma_i b_i^- = 0$	2.042446	0.1530
5.	$\Sigma_i b_i^+ = \Sigma_i b_i^-$	4.259640	0.0390

Ιαπωνία

Η οικονομία της Ιαπωνίας χαρακτηρίζεται από μια γενικότερη συμμετρία, γεγονός το οποίο σημαίνει πως οι θετικές και οι αρνητικές μεταβολές της προσφοράς χρήματος δεν επηρεάζουν την συνολική παραγωγή της χώρας. Από τους ελέγχους που έγιναν για τη σημαντικότητα των νομισματικών διαταραχών, μόνο οι συσσωρευτικές θετικές νομισματικές διαταραχές έδειξαν να είναι σημαντικές για δ.ε. 5%. Ακόμα κι έτσι όμως η υπόθεση της συμμετρίας γίνεται δεκτή. Συμμετρία επίσης παρουσιάζεται και ως προς τα αποτελέσματα της νομισματικής πολιτικής της χώρας στις επενδύσεις, καθώς κανενός είδους διαταραχή δεν είναι σημαντική.

Έλεγχοι Ασυμμετρίας (X^2 - Test)

GDP

	Null Hypothesis	X^2 - Test	Probability
1.	$b_i^+ = 0$, all i	5.243946	0.2632
2.	$b_i^- = 0$, all i	1.403016	0.8437
3.	$\Sigma_i b_i^+ = 0$	4.751344	0.0293
4.	$\Sigma_i b_i^- = 0$	0.243035	0.6220
5.	$\Sigma_i b_i^+ = \Sigma_i b_i^-$	1.586739	0.2078

Investment

	Null Hypothesis	X^2 - Test	Probability
1.	$b_i^+ = 0$, all i	2.755806	0.5995
2.	$b_i^- = 0$, all i	1.226865	0.8737
3.	$\Sigma_i b_i^+ = 0$	1.610005	0.2045
4.	$\Sigma_i b_i^- = 0$	0.487935	0.4849
5.	$\Sigma_i b_i^+ = \Sigma_i b_i^-$	0.127644	0.7209

Νότια Κορέα

Στη Νότια Κορέα οι θετικές διαταραχές εμφανίζονται πολύ ισχυρότερες από τις αρνητικές. Ειδικότερα οι από κοινού θετικές διαταραχές είναι σημαντικές για δ.ε. 10% και οι συσσωρευτικές για δ.ε. 5%. Επίσης και η υπόθεση της συμμετρίας απορρίπτεται σε διάστημα 10%, πράγμα που σημαίνει πως οι συνέπειες των μεταβολών της προσφοράς χρήματος είναι ασύμμετρες με τις θετικές νομισματικές διαταραχές να διαδραματίζουν σημαντικότερο ρόλο στην ανάπτυξη της οικονομίας από τις αρνητικές. Λαμβάνοντας όμως υπόψη πως οι μεταβολές της νομισματικής πολιτικής φαίνεται να έχουν συμμετρικά αποτελέσματα στον τομέα των επενδύσεων και στις εξαγωγές της χώρας (μόνο οι από κοινού θετικές διαταραχές δείχνουν στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 10%), τότε μάλλον θα πρέπει να αναζητηθεί αλλού η πηγή αυτής της ασυμμετρίας. Πιθανώς για το φαινόμενο αυτό, να πρέπει να ερευνηθεί η συμπεριφορά της κατανάλωσης ή των αποταμιεύσεων, ύστερα από

διαταραχές στην προσφορά χρήματος. Γενικότερα πάντως, τα ευρήματα δείχνουν ότι η γενικότερη αναπτυξιακή πορεία της οικονομίας της Κορέας ήταν έντονη σε τέτοιο βαθμό που η περιοριστική νομισματική, όποτε εφαρμόστηκε, δεν ήταν δυνατό να την ανακόψει.

Έλεγχοι Ασυμμετρίας (X^2 - Test)

GDP

	Null Hypothesis	X^2 - Test	Probability
1.	$b_i^+ = 0$, all i	8.207042	0.0843
2.	$b_i^- = 0$, all i	2.929549	0.5697
3.	$\Sigma_i b_i^+ = 0$	5.836746	0.0157
4.	$\Sigma_i b_i^- = 0$	0.016286	0.8985
5.	$\Sigma_i b_i^+ = \Sigma_i b_i^-$	3.129006	0.0769

Investment

	Null Hypothesis	X^2 - Test	Probability
1.	$b_i^+ = 0$, all i	5.000700	0.2872
2.	$b_i^- = 0$, all i	4.472758	0.3458
3.	$\Sigma_i b_i^+ = 0$	0.378392	0.5385
4.	$\Sigma_i b_i^- = 0$	0.037213	0.8470
5.	$\Sigma_i b_i^+ = \Sigma_i b_i^-$	0.138621	0.7097

Exports

	Null Hypothesis	X^2 - Test	Probability
1.	$b_i^+ = 0$, all i	7.924096	0.0944
2.	$b_i^- = 0$, all i	5.347673	0.2534
3.	$\Sigma_i b_i^+ = 0$	1.087708	0.2970
4.	$\Sigma_i b_i^- = 0$	0.232686	0.6295
5.	$\Sigma_i b_i^+ = \Sigma_i b_i^-$	0.075728	0.7832

Μαλαισία

Στην περίπτωση της Μαλαισίας, μόνο οι από κοινού αρνητικές διαταραχές δείχνουν σημαντικές για δ.ε. 5%. Η υπόθεση της συμμετρίας γίνεται δεκτή, συμπεραίνοντας πως η οικονομία της χώρας αντιδρά με συμμετρικό τρόπο στις μεταβολές της προσφοράς χρήματος. Έτσι λοιπόν καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως η επεκτατική και η περιοριστική νομισματική πολιτική έχουν ίσης ισχύος αποτελέσματα την οικονομική δραστηριότητα της χώρας. Παρόμοια είναι και τα συμπεράσματα που λαμβάνονται κι από την εξέταση της συμπεριφοράς των εξαγωγών ύστερα από νομισματικές διαταραχές, η οποία επίσης δείχνει να είναι συμμετρική. Οι εξαγωγές της μαλαισιανής οικονομίας δείχνουν να μην επηρεάζονται από τις μεταβολές της νομισματικής πολιτικής κι ίσως σε αυτό να παίζει ρόλο το γεγονός πως ως το πολύ πρόσφατο παρελθόν η συναλλαγματική ισοτιμία του τοπικού νομίσματος παρέμενε σταθερή, δίχως να αντανακλά τις όποιες διαταραχές της προσφοράς χρήματος έλαβαν χώρα.

Έλεγχοι Ασυμμετρίας (X^2 - Test)

GDP

	Null Hypothesis	X^2 - Test	Probability
1.	$b_i^+ = 0$, all i	2.793232	0.5930
2.	$b_i^- = 0$, all i	10.75404	0.0295
3.	$\sum_i b_i^+ = 0$	0.129027	0.7194
4.	$\sum_i b_i^- = 0$	0.649348	0.4203
5.	$\sum_i b_i^+ = \sum_i b_i^-$	0.246253	0.6197

Exports

	Null Hypothesis	X^2 - Test	Probability
1.	$b_i^+ = 0$, all i	1.886059	0.7567
2.	$b_i^- = 0$, all i	2.476989	0.6488
3.	$\sum_i b_i^+ = 0$	0.974498	0.3236
4.	$\sum_i b_i^- = 0$	1.586131	0.2079
5.	$\sum_i b_i^+ = \sum_i b_i^-$	0.142967	0.7053

Σιγκαπούρη

Στην Σιγκαπούρη παρατηρείται πάρα πολύ ισχυρή ασυμμετρία υπέρ των θετικών διαταραχών, υπονοώντας πως οι θετικές μεταβολές της προσφοράς χρήματος έχουν πολύ ισχυρότερα αποτελέσματα στην παραγωγή συγκριτικά με τις αρνητικές. Οι μηδενικές υποθέσεις για τις μεμονωμένες και τις συσσωρευτικές θετικές διαταραχές καθώς και η υπόθεση της συμμετρίας απορρίπτονται όλες για διάστημα εμπιστοσύνης 1%. Όμοια αποτελέσματα και μάλιστα ακόμα ισχυρότερα διαπιστώνουμε σχετικά με την ασυμμετρία των νομισματικών μεταβολών ως προς τις εξαγωγές. Οι θετικές νομισματικές διαταραχές δείχνουν να έχουν πολύ σημαντικότερα αποτελέσματα από τις αρνητικές. Ο λόγος ύπαρξης αυτής της ασυμμετρίας ίσως να σχετίζεται με τα προϊόντα που εξάγει η Σιγκαπούρη και τα οποία είναι σε μεγάλο μέρος βιομηχανικά και φαρμακευτικά αγαθά καθώς και προϊόντα πετρελαίου, υψηλής τεχνολογίας και τηλεπικοινωνιών. Αυτή η κατηγορία των αγαθών χαρακτηρίζεται από αυξημένη παγκοσμίως ζήτηση η οποία μάλιστα κορυφώνεται σε περιόδους υποτίμησης του νομίσματος καθώς τότε η τιμή τους είναι φθηνότερη ανά τις αγορές της υφηλίου.

Αν μάλιστα λάβουμε υπόψη τον προεξέχοντα ρόλο των εξαγωγών στην οικονομία της χώρας μπορούμε να καταλήξουμε στο συμπέρασμα πως η υποτίμηση του νομίσματος της χώρας αποτελεί ένα πολύ καλό εργαλείο για την ανάπτυξη της παραγωγής μέσω των εξαγωγών και την βελτίωση του πλούτου της χώρας. Η οικονομία της χώρας φαίνεται πως βρίσκεται σε διαρκή φάση ανάπτυξης και δεν δείχνει να επηρεάζεται σημαντικά κατά την διάρκεια περιόδων περιοριστικής νομισματικής πολιτικής που μπορεί να επιφέρουν ανατίμηση τους νομίσματος.

Έλεγχοι Ασυμμετρίας (X^2 - Test)

GDP

	Null Hypothesis	X^2 - Test	Probability
1.	$b_i^+ = 0$, all i	12.06724	0.0169
2.	$b_i^- = 0$, all i	1.832316	0.7666
3.	$\sum_i b_i^+ = 0$	10.46461	0.0012
4.	$\sum_i b_i^- = 0$	0.022014	0.8821
5.	$\sum_i b_i^+ = \sum_i b_i^-$	7.484551	0.0062

Exports

	Null Hypothesis	X ² - Test	Probability
1.	$b_i^+ = 0$, all i	25.68388	0.0000
2.	$b_i^- = 0$, all i	3.223655	0.5211
3.	$\Sigma_i b_i^+ = 0$	16.79928	0.0000
4.	$\Sigma_i b_i^- = 0$	0.138449	0.7098
5.	$\Sigma_i b_i^+ = \Sigma_i b_i^-$	7.307267	0.0069

Ταϊλάνδη

Στην οικονομία της Ταϊλάνδης, οι μεταβολές της προσφοράς χρήματος φαίνεται πως έχουν συμμετρικά αποτελέσματα στο ΑΕΠ. Κανενός είδους νομισματική διαταραχή δε δείχνει να είναι στατιστικά σημαντική. Αντιθέτως η υπόθεση της συμμετρίας δε μπορεί να γίνει δεκτή για τις επενδύσεις για δ.ε. 10%. Εν τούτοις καμίας μορφής νομισματική διαταραχή, είτε θετική, είτε αρνητική, δε φαίνεται σημαντική γι' αυτό και είναι δύσκολο να εξαχθεί κάποιο ασφαλές συμπέρασμα, τόσο για το είδος της ασυμμετρίας όσο και για τους λόγους ύπαρξής της.

Έλεγχοι Ασυμμετρίας (X² - Test)

GDP

	Null Hypothesis	X ² - Test	Probability
1.	$b_i^+ = 0$, all i	5.594933	0.2315
2.	$b_i^- = 0$, all i	3.537033	0.4723
3.	$\Sigma_i b_i^+ = 0$	0.238153	0.6255
4.	$\Sigma_i b_i^- = 0$	1.091220	0.2962
5.	$\Sigma_i b_i^+ = \Sigma_i b_i^-$	0.487133	0.4852

Exports

	Null Hypothesis	X^2 - Test	Probability
1.	$b_i^+ = 0$, all i	6.481035	0.1660
2.	$b_i^- = 0$, all i	6.094549	0.1922
3.	$\sum_i b_i^+ = 0$	0.444241	0.5051
4.	$\sum_i b_i^- = 0$	1.394800	0.2376
5.	$\sum_i b_i^+ = \sum_i b_i^-$	3.055693	0.0805

Επίλογος & Συμπεράσματα

Στην παρούσα μελέτη έγινε προσπάθεια να εξεταστούν τα ασύμμετρα αποτελέσματα της προσφοράς χρήματος στο ΑΕΠ, καθώς και σε δυο από τα συστατικά του, τις επενδύσεις και τις εξαγωγές, σε ένα δείγμα χωρών της ανατολικής Ασίας και του Ειρηνικού. Ειδικότερα επιλέχθηκαν οι τρεις πιο ανεπτυγμένες οικονομίες της περιοχής (Ιαπωνία, Αυστραλία και Νέα Ζηλανδία) και τέσσερις αναπτυσσόμενες (Μαλαισία, Νότια Κορέα, Σιγκαπούρη και Ταϊλάνδη).

Χρησιμοποιώντας τα διαθέσιμα τριμηνιαία στοιχεία που υπήρχαν για κάθε χώρα, τα αποτελέσματα που προέκυψαν δείχνουν διαφορετικές επιπτώσεις της νομισματικής πολιτικής στην παραγωγή. Από τις επτά χώρες οι τέσσερις εμφανίζουν ασυμμετρία ως προς τις συνέπειες των μεταβολών της προσφοράς χρήματος. Ειδικότερα, Αυστραλία, Νότια Κορέα και Σιγκαπούρη παρουσιάζουν θετική ασυμμετρία, ενώ η Νέα Ζηλανδία αρνητική. Αντιθέτως Ιαπωνία, Μαλαισία και Ταϊλάνδη δείχνουν συμμετρική συμπεριφορά. Το γεγονός πως υπάρχει ποικιλία αποτελεσμάτων ίσως να οφείλεται στην διαφορετική διάρθρωση της οικονομίας σε κάθε χώρα, καθώς και στη διαφορετικότητα των βασικών μακροοικονομικών μεγεθών.

Από τα τέσσερα κράτη που εξετάστηκαν ως προς τα αποτελέσματα των νομισματικών διαταραχών στις επενδύσεις, Αυστραλία και Νέα Ζηλανδία εμφάνισαν θετική ασυμμετρία, ενώ η Ιαπωνία και η Νότια Κορέα παρουσίασαν συμμετρικότητα.

Τα ευρήματα δε μπορούν να μας οδηγήσουν σε κάποιο ασφαλές συμπέρασμα, αφήνουν όμως κάποιες ενδείξεις πως οι θετικές νομισματικές διαταραχές μάλλον επιδρούν πιο αποτελεσματικά στα κράτη της περιοχής συγκριτικά με τις αρνητικές. Προφανώς, οι επενδύσεις στις οικονομίες του Ειρηνικού υποκινούνται σε αρκετά μεγάλο βαθμό από την μείωση των επιτοκίων που αποτελούν το αποτέλεσμα μιας επεκτατικής νομισματικής πολιτικής.

Ως προς τις εξαγωγές, δυο από τα πέντε κράτη εμφανίζουν ασύμμετρες επιδράσεις της νομισματικής πολιτικής. Ειδικότερα η Νέα Ζηλανδία παρουσιάζει αρνητική ασύμμετρία και η Σιγκαπούρη θετική. Αυτό ενδεχομένως υπονοεί πως οι εξαγωγές στη χώρα του Ειρηνικού επηρεάζονται πολύ περισσότερο από μια ανατίμηση που έρχεται ως συνέπεια της νομισματικής σκλήρυνσης. Αντιθέτως, στη χώρα της νότιας Ασίας πιθανή υποτίμηση της συναλλαγματικής που έρχεται ως απόρροια θετικών νομισματικών διαταραχών μπορεί να δώσει ικανή ώθηση στον εξαγωγικό κλάδο της παραγωγής, τομέας ύψιστης σημασίας για την οικονομική ευημερία αυτής της νησιωτικής πόλης-κράτους.

Τα αποτελέσματα αυτά έχουν αξία και για τους σχεδιαστές της νομισματικής πολιτικής και για τους θεωρητικούς οικονομολόγους. Όσον αφορά την οικονομική θεωρία, τα ανωτέρω αποτελέσματα δείχνουν ότι είναι χρήσιμο να ερευνηθεί ακόμα περισσότερο το θεωρητικό πλαίσιο που προβλέπει τα ασύμμετρα αποτελέσματα των θετικών και των αρνητικών διαταραχών της προσφοράς χρήματος στο ΑΕΠ και τα συστατικά του. Όσον αφορά την χάραξη της νομισματικής πολιτικής, τα αποτελέσματα αυτά ενισχύουν την άποψη πως η νομισματική πολιτική είναι καλύτερο να μειώνει τον βαθμό αβεβαιότητας για τη μελλοντική πορεία της ποσότητας χρήματος, δεδομένου ότι οι απρόβλεπτες μεταβολές της προσφοράς χρήματος μπορούν να θεωρηθούν αντιπαραγωγικές καθώς υποσκάπτουν την οικονομική σταθερότητα. Οι υπεύθυνοι για τον σχεδιασμό της νομισματικής πολιτικής μπορούν να μεγαλώσουν τον μέσο ρυθμό αύξησης της παραγωγής παρεμποδίζοντας ή μειώνοντας κατά μέσο όρο το μέγεθος των απρόβλεπτων μεταβολών της προσφοράς χρήματος, δηλαδή με τη μείωση των απρόσμενων νομισματικών διαταραχών. Ως εκ τούτου τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι η αβεβαιότητα για τη μελλοντική πορεία της προσφοράς χρήματος έχει μια (αρνητική) πρώτη τάξης επίπτωση στην παραγωγή.

Αυτό παρέχει ένα πρόσθετο επιχείρημα για την υιοθέτηση μιας σταθερής νομισματικής πολιτικής που μοιάζει να είναι ισχυρότερη από εκείνες που βασίζονται στα “policy irrelevance” μοντέλα. Σε ένα πρότυπο policy irrelevance, η μεταβλητότητα της προσφοράς χρήματος δεν έχει καμία πρώτης τάξης επίδραση στην παραγωγή παρά μόνο μια δεύτερης τάξης στην ευημερία και τον πλούτο μόνο επειδή και μόνο υποτίθεται ότι στη συνολική παραγωγή εφαρμόζεται ο νόμος της φθίνουσας οριακής χρησιμότητας. Τα αποτελέσματα υπονοούν ότι η μεταβλητότητα που παρατηρείται στη ποσότητα χρήματος, μέσω της αύξησης του μέσου μεγέθους των νομισματικών διαταραχών, οδηγεί σε μείωση τον ρυθμό ανάπτυξης μιας οικονομίας. Ο βαθμός στον οποίο οι σχεδιαστές της νομισματικής πολιτικής μπορούν να βελτιώσουν τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ με τη μείωση της αβεβαιότητας ως προς τον ρυθμό αύξησης της προσφοράς χρήματος, εξαρτάται από την ευαισθησία της παραγωγής σχετικά με τις νομισματικές διαταραχές, και τη δυνατότητα της νομισματικής αρχής να μειώσει το εύρος και τον αντίκτυπο των διαταραχών αυτών στο εσωτερικό της οικονομίας.

Μια ουσιαστική αύξηση του μακροπρόθεσμου ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ θα επιτυγχανόταν εάν η απόκλιση των απροσδόκητων μεταβολών της προσφοράς χρήματος μπορούσε να μειωθεί στο μηδέν πράγμα που θα μπορούσε να βελτιώσει την οικονομική ευημερία των κρατών σημαντικά.

Βιβλιογραφία

- Altavilla Carlo & Landolfo Luigi (2005), Cross-Country asymmetries in monetary policy transmission: Evidence from EMU members, *International Review of Applied Economics*, Vol. 29, No 1, pp. 87-106
- Ball Lawrence & Mankiw Gregory (1994), Asymmetric price adjustment and economic fluctuations, *Economic Journal* 104, pp247-261
- Bandyopadhyay Sankhanath (2005), *Monetary Policy by Indonesia, Malaysia and Thailand in the Era of Excess Forex Reserves*, ICFAI Books, *Forex Reserves in Asia: New Realities & Options*, Chapter 12
- Barro Robert (1977), Unanticipated money growth and unemployment in the United States, *The American Economic Review*, Vol. 67, No. 2, pp. 101-115
- Barro Robert (1978), Unanticipated money, output and the price level in the United States, *The Journal of Political Economy*, Vol.86, No. 4, pp. 549-580
- Battellino Ric, Broadbent John & Lowe Phillip (1997), implementation of monetary policy in Australia, Reserve Bank of Australia, Research Discussion Paper 9703, pp. 1-28
- Cheong Latifah Merican (2004), Globalisation and the operation of monetary policy in Malaysia, *BIS Papers*, No. 23, pp.209-215
- Cover James (1992), Asymmetric effects of positive and negative money supply shocks, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107, pp. 1261-1281
- De Long J.B. & Summers L.H. (1988), how does macroeconomic policy affect output?, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, pp. 433-480
- Duck N.W. (1983), The effects of uncertainty about the money supply process in a rational expectations macroeconomic model, *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 30, No. 2, pp. 142-152
- Dueker Michael & Kim Gyuhan (1999), A monetary feedback rule in Korea 's fast-growing economy, Federal reserve Bank of St.Louis, Working Paper 014A, pp. 1-17
- Eichengreen Barry (2004,)*Monetary and Exchange Rate Policy in Korea: Assessments and Policy Issues*, CEPR Discussion Papers, No. 4676, pp.1-23
- Ellingsen Tore, Fridberg Richard & Hassler John (2006), Explaining Asymmetric Price Adjustment, CEPR Discussion Papers, No. 5749, pp. 1-21

- Florio Anna (2004), The asymmetric effects of monetary policy, *Journal of Economics*, Vol.18, No. 3, pp.409-426
- Genberg Hans (2006), Exchange rate arrangements and financial integration in east Asia: On a collision course?, Bank of Greece, Working Paper No. 41, pp.1-37
- Goodfriend Marvin (2007), Monetary policy in east Asia: Common concerns, Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies, Discussion Paper No. 2007-E-18, pp.1-21
- Grimes Arthur (2001), Review of New Zealand monetary policy, *Agenda*, Vol. 8, No. 4, pp. 303-320
- Hondoyannis George, Swamy P.A.V.B., Tavlas George & Ulan Michael (2005), Some further evidence on exchange rate volatility and exports, Bank of Greece, Working Paper No. 28, pp. 1-21
- Kandil Magda (2000), The asymmetric effects of exchange rate fluctuations: Theory and Evidence from developing countries, International Monetary Fund, IMF Institute, Working Paper 00/184, pp.1-21
- Karras Georgios (1996), Why are the effects of money-supply shocks asymmetric? Convex aggregate supply or "pushing on a string"?, *Journal of Economics*, Vol. 18, Issue 4, pp. 605-619
- Karras Georgios & Stokes Houston (1999), On the asymmetric effects of money-supply shocks: International evidence from a panel of OECD countries, *Applied Economics* 31, pp. 227-235
- Karras Georgios & Stokes Houston (1999), Why are the effects of money-supply shocks asymmetric? Evidence from prices, consumption, and investment, *Journal of Macroeconomics*, Volume 21, Number 4, pp. 713-727
- Kuttner Kenneth & Mosser Patricia (2002), The monetary transmission mechanism: Some answers and further questions, *FRBNY Economic Policy review*, pp.14-23
- McCauley Robert (2001), Setting Monetary Policy in East Asia: Goals, Developments and Institutions, D. Gruen and J. Simon (eds), *Future Directions for Monetary Policies in East Asia*, Reserve Bank of Australia, pp. 1-45
- McCauley Robert (2007), Understanding monetary policy in Malaysia and Thailand: Objectives, instruments and independence, *BIS Papers*, No. 31. pp.172-198

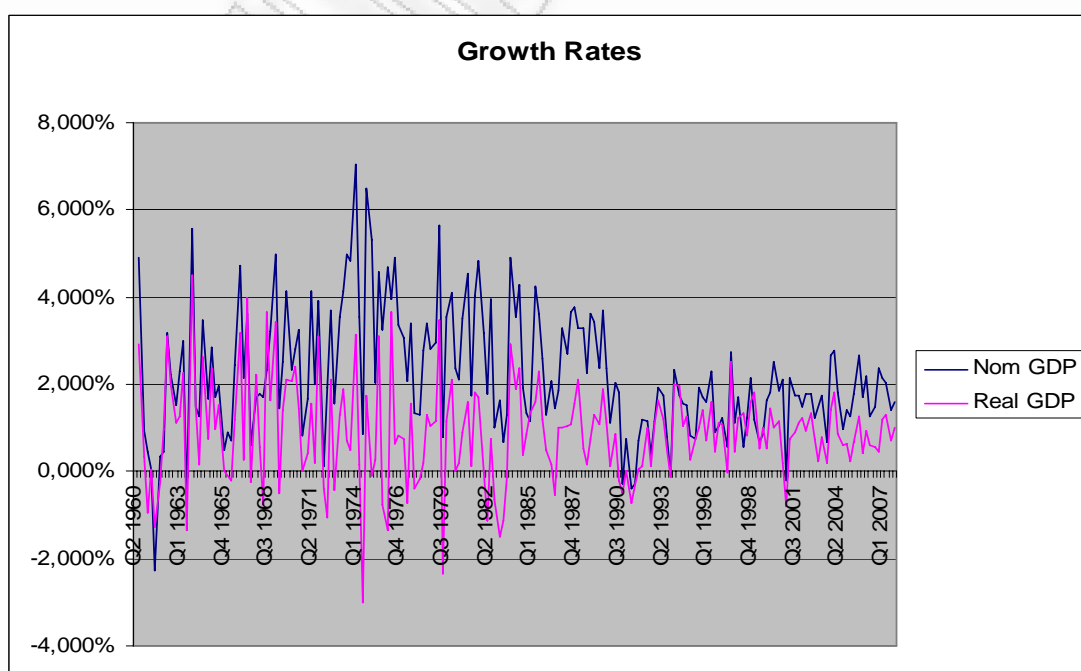
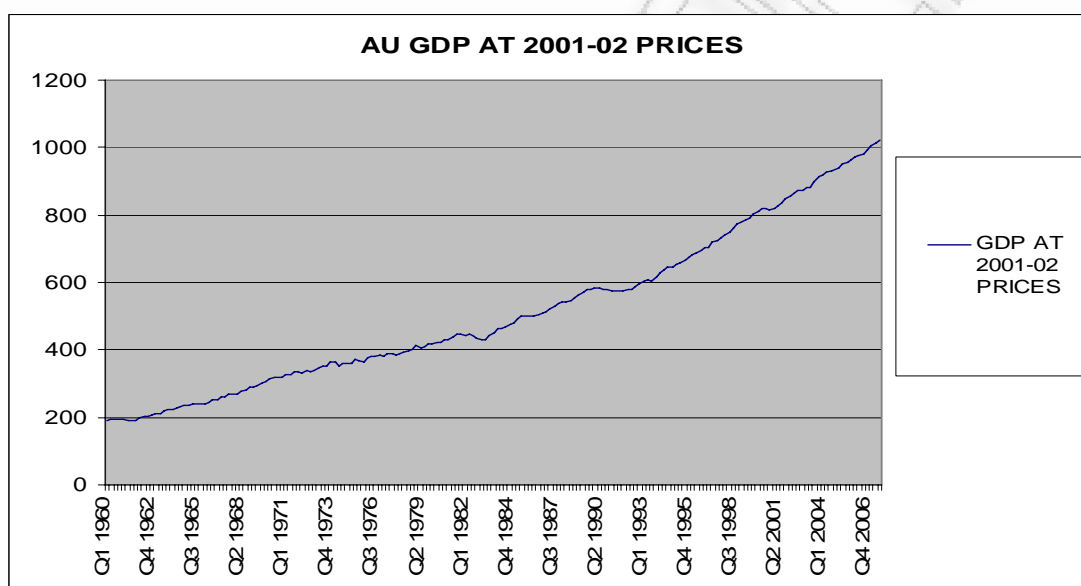
- Mishkin Frederic (1996), the channels of monetary policy, National Bureau of Economic Research Working Paper Series, Working Paper 5464, pp. 1-24
- Monetary Authority of Singapore (February 2001), Singapore Exchange Rate Policy, pp. 2-17
- Parrado Eric (2004), Singapore 's unique monetary policy: How does it work?, International Monetary Fund, Asia & Pacific Department, Working Paper 04/10, pp. 1-18
- Ravn Morten & Sola Martin (1996), A Reconsideration of the Empirical Evidence on the Asymmetric Effects of Money-supply shocks: Positive vs. Negative or Big vs. Small, European University Institute - Economics Department (ECO), pp. 1-32
- Ravn Morten & Sola Martin (2004), Asymmetric effects of monetary in the United States, Federal Reserve Bank of St. Louis Review 86(5), pp. 41-60
- Reserve Bank of New Zealand (March 2008), Monetary Policy Statement, pp. 11-30
- Ryo Kato, Takashi Ui & Tsutomu Watabe (1999), Asymmetric effects of monetary policy: The Japanese experience in the 1990's, Bank of Japan, Research & Statistics Department, Working Paper 99-2, pp. 1-17
- Svensson Lars (2005), Monetary Policy and Japan's Liquidity Trap, ESRI International Conference on Policy Options for Sustainable Economic Growth in Japan, pp. 1-11
- Takatoshi Ito (2007), Japanese monetary policy: 1998-2005, BIS Papers, no. 31, pp.105-125

Παράρτημα 1

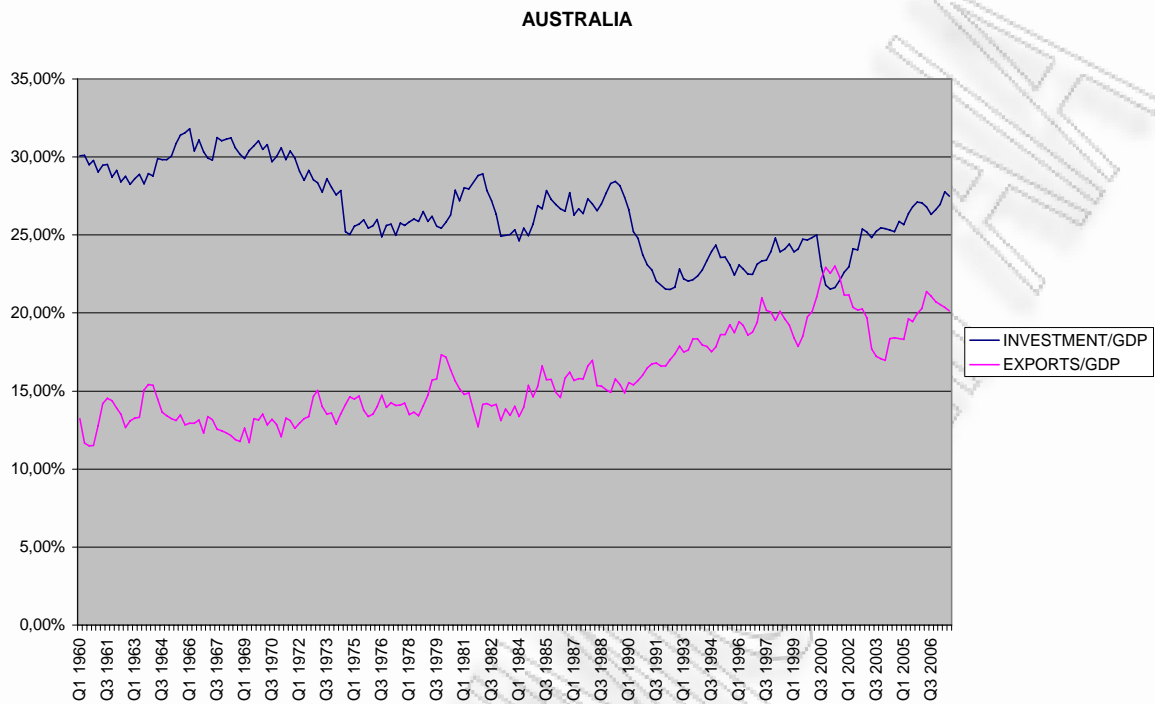
Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζονται με συγκριτικό τρόπο ορισμένα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη για κάθε μια από τις επτά εξεταζόμενες χώρες.

Αυστραλία

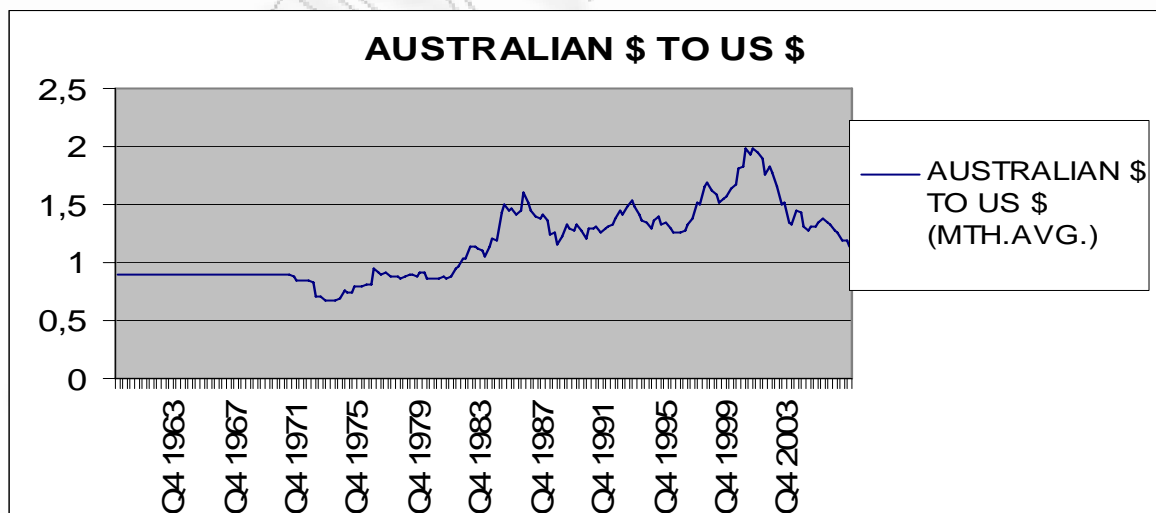
Οικονομική ανάπτυξη και ρυθμός αύξησης ονομαστικού και πραγματικού ΑΕΠ



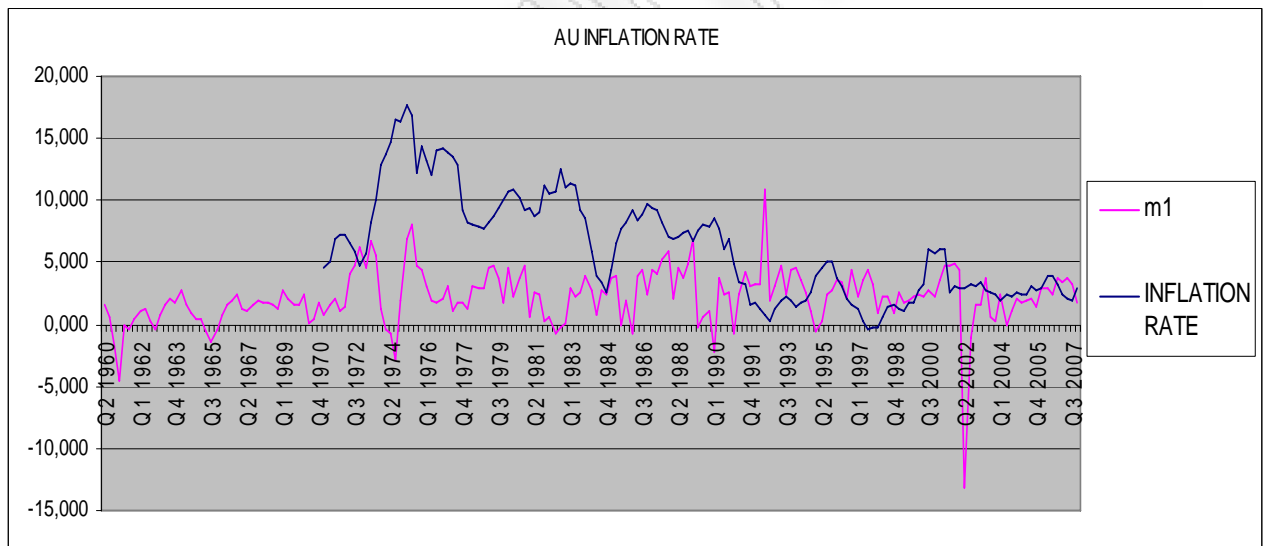
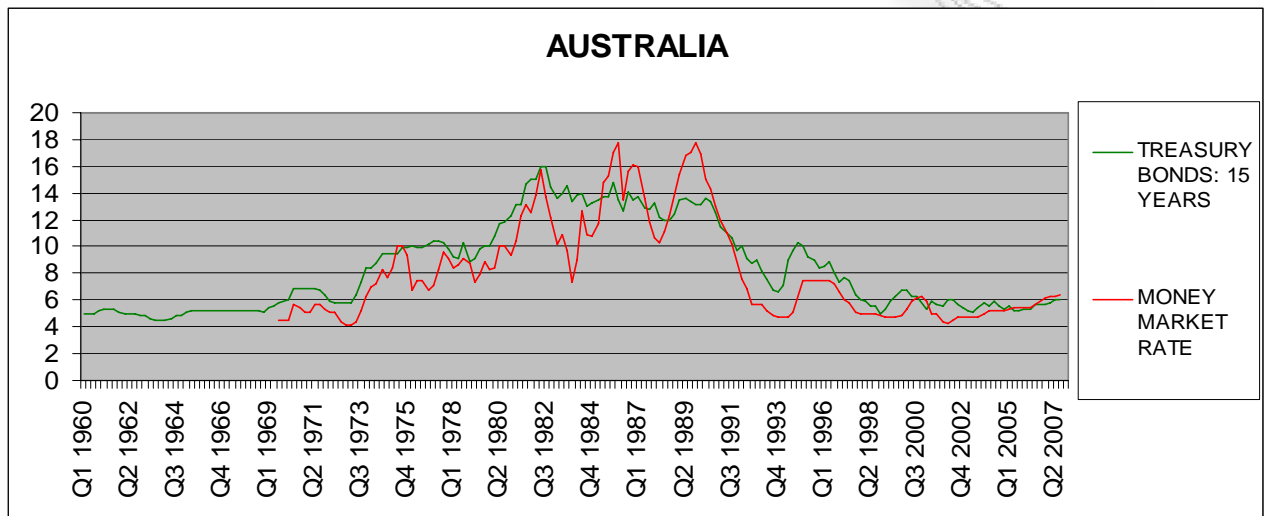
Ποσοστά συμμετοχής Επενδύσεων και Εξαγωγών στο ΑΕΠ



Συναλλαγματική Ισοτιμία του Δολαρίου Αυστραλίας

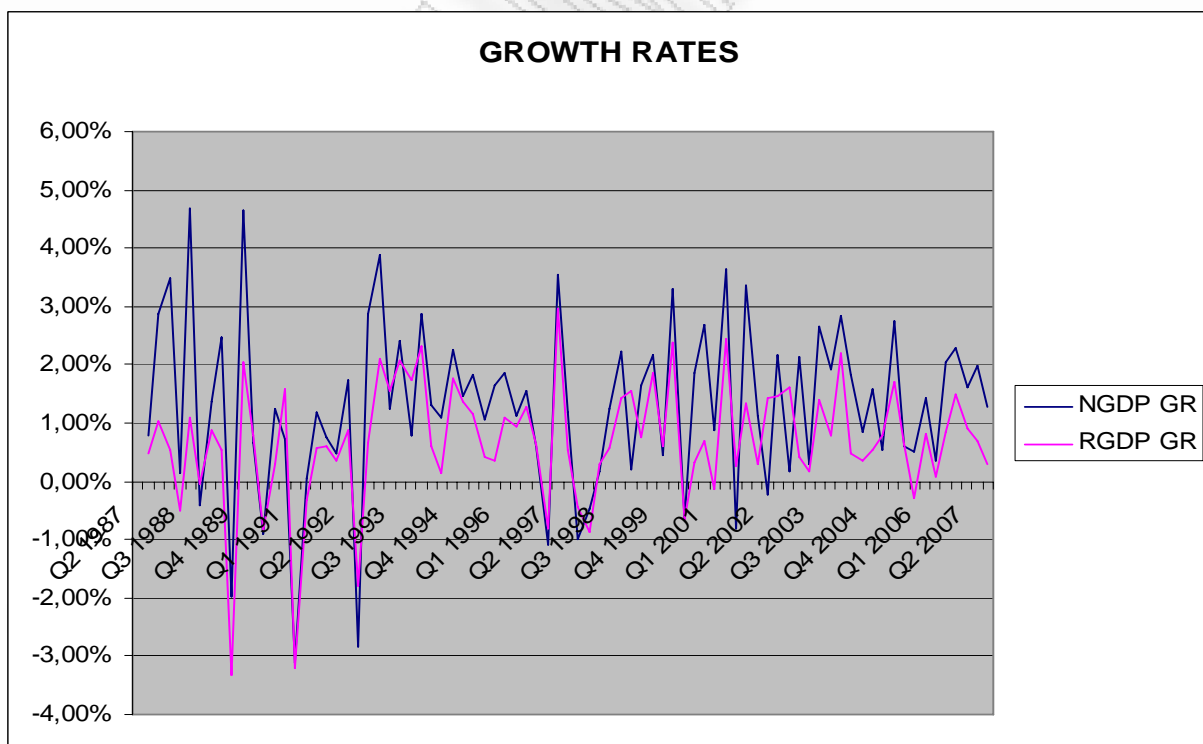
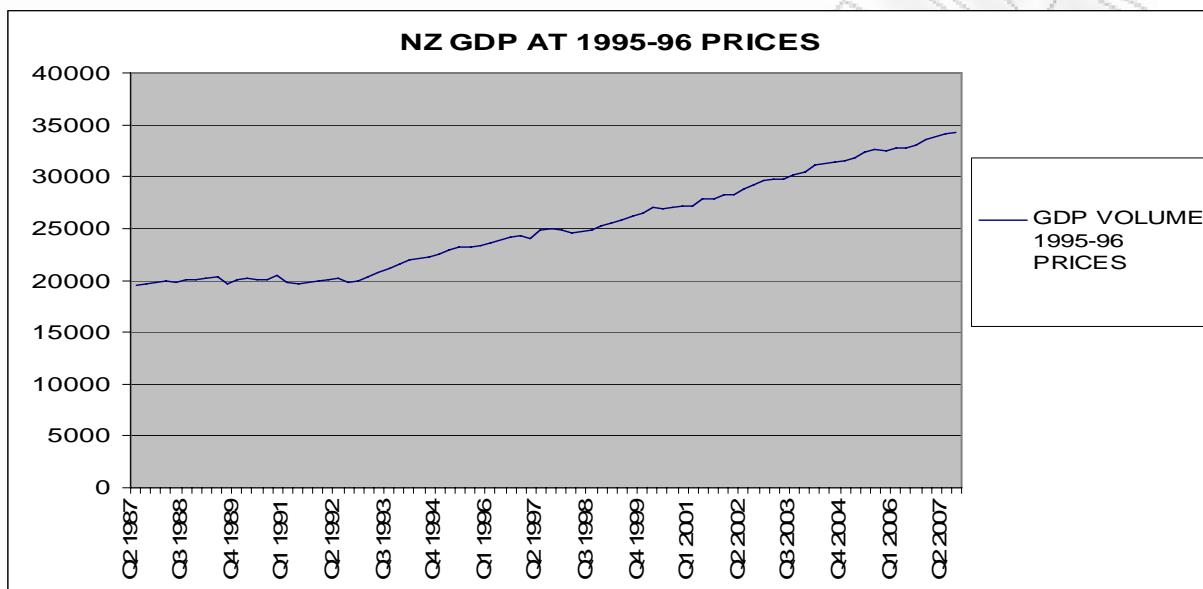


Εξέλιξη βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων επιτοκίων, πληθωρισμού και ποσότητας χρήματος

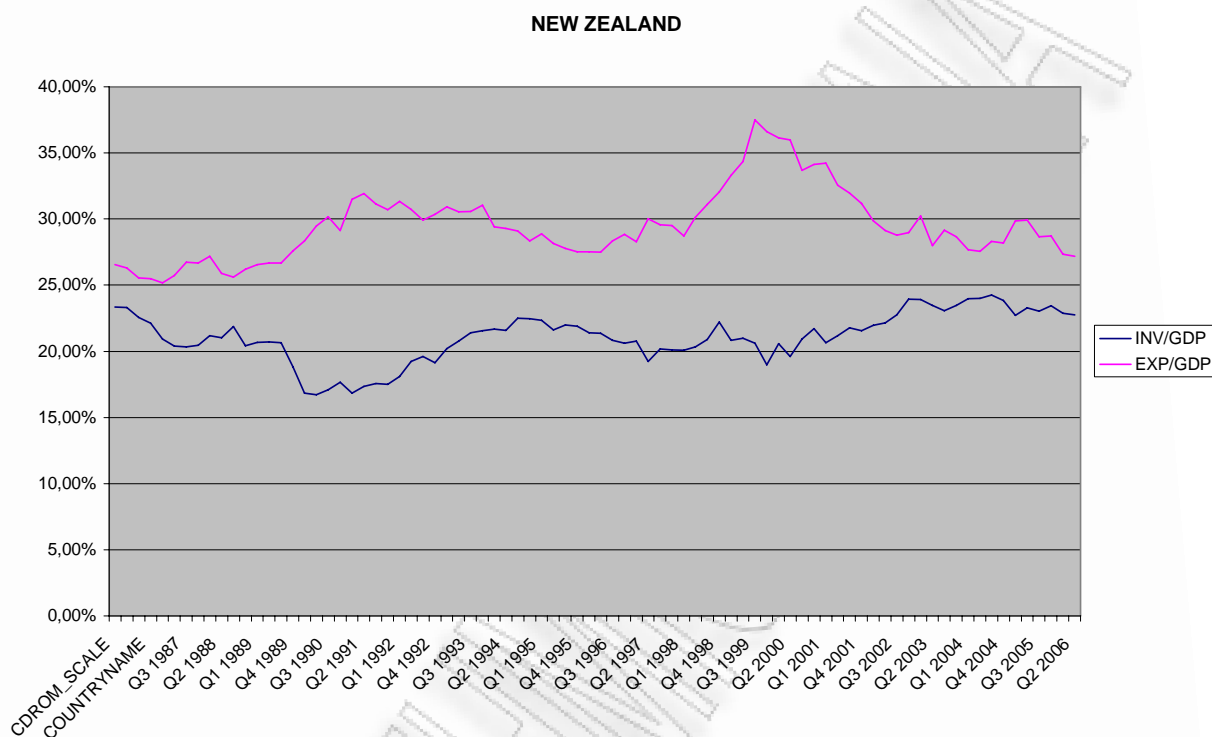


Νέα Ζηλανδία

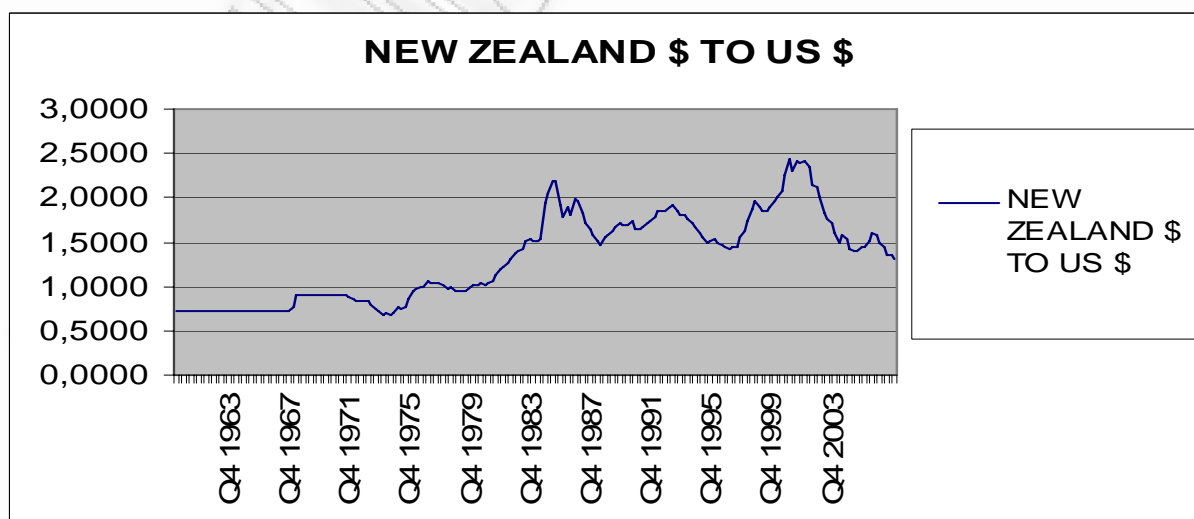
Οικονομική ανάπτυξη και ρυθμός αύξησης ονομαστικού και πραγματικού ΑΕΠ



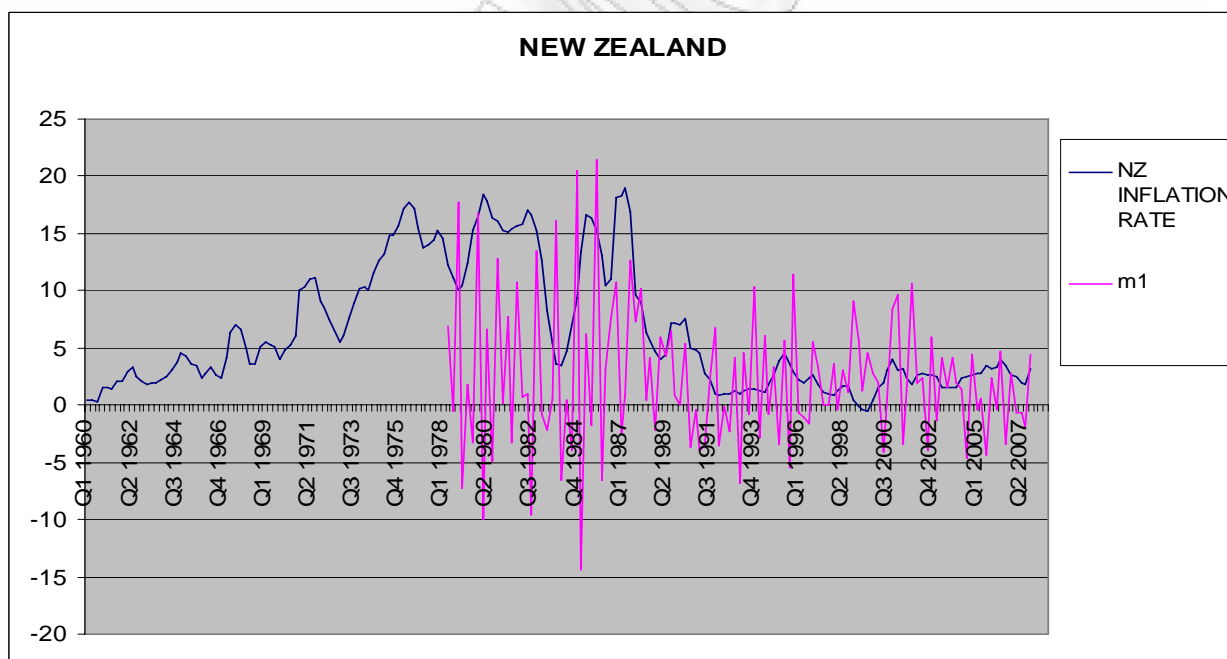
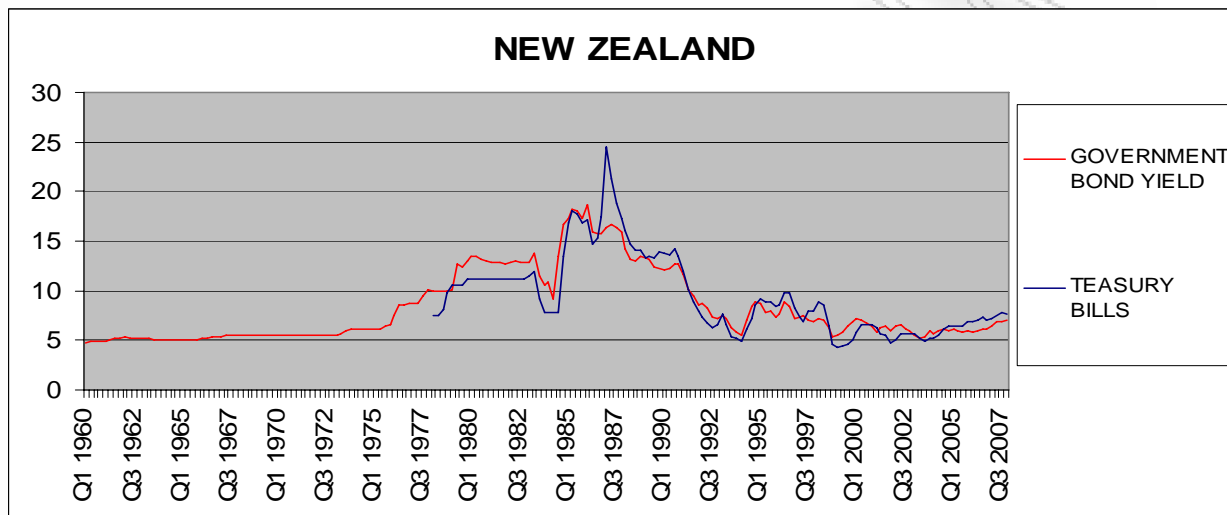
Ποσοστά συμμετοχής Επενδύσεων και Εξαγωγών στο ΑΕΠ



Συναλλαγματική Ισοτιμία του Δολαρίου Νέας Ζηλανδίας

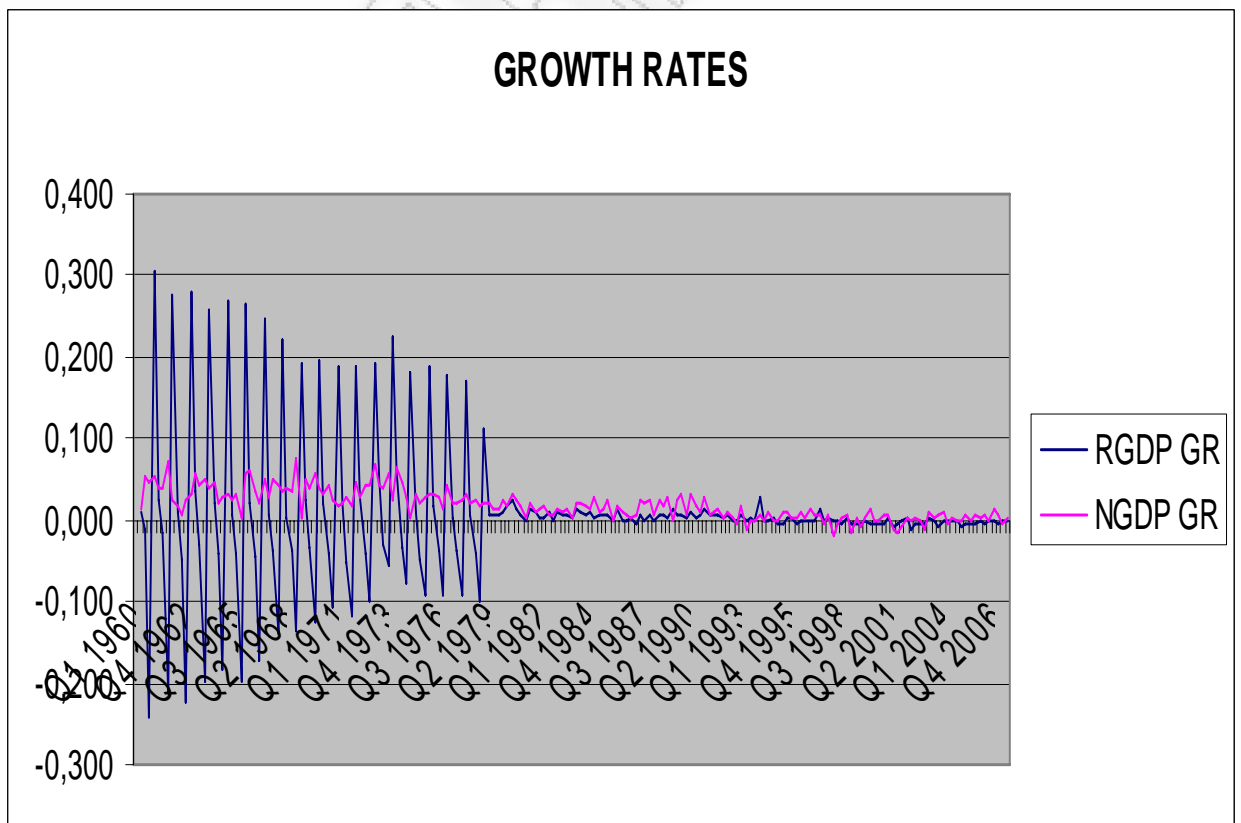
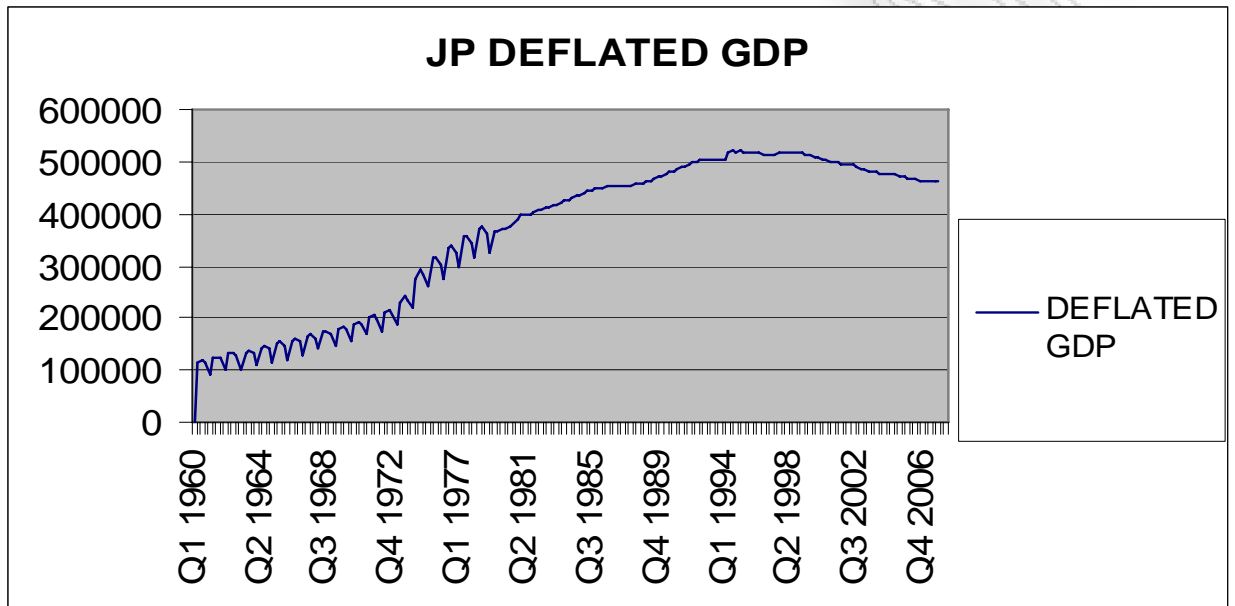


Εξέλιξη βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων επιτοκίων, πληθωρισμού και ποσότητας χρήματος

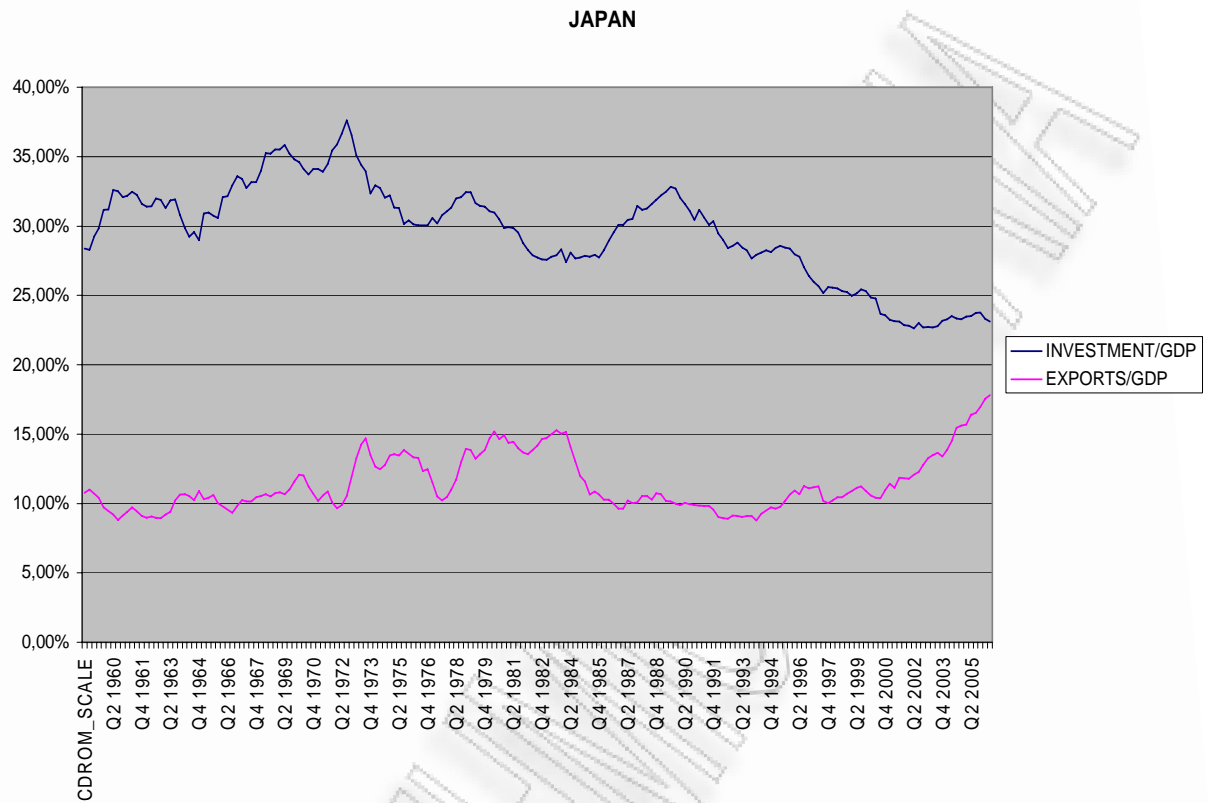


Ιαπωνία

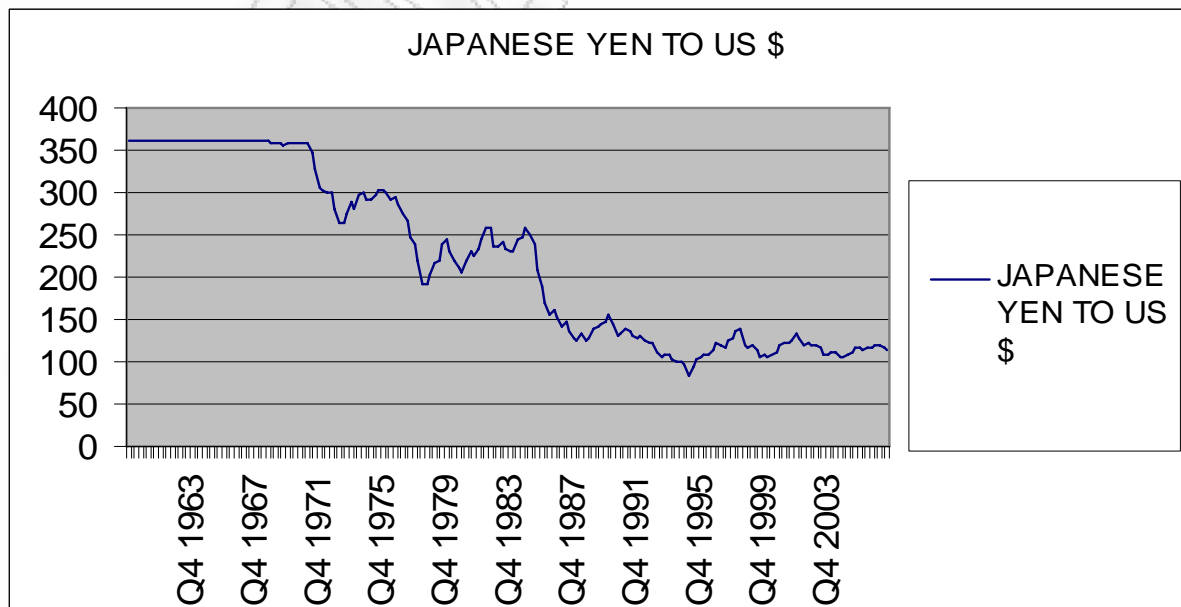
Οικονομική ανάπτυξη και ρυθμός αύξησης ονομαστικού και πραγματικού ΑΕΠ



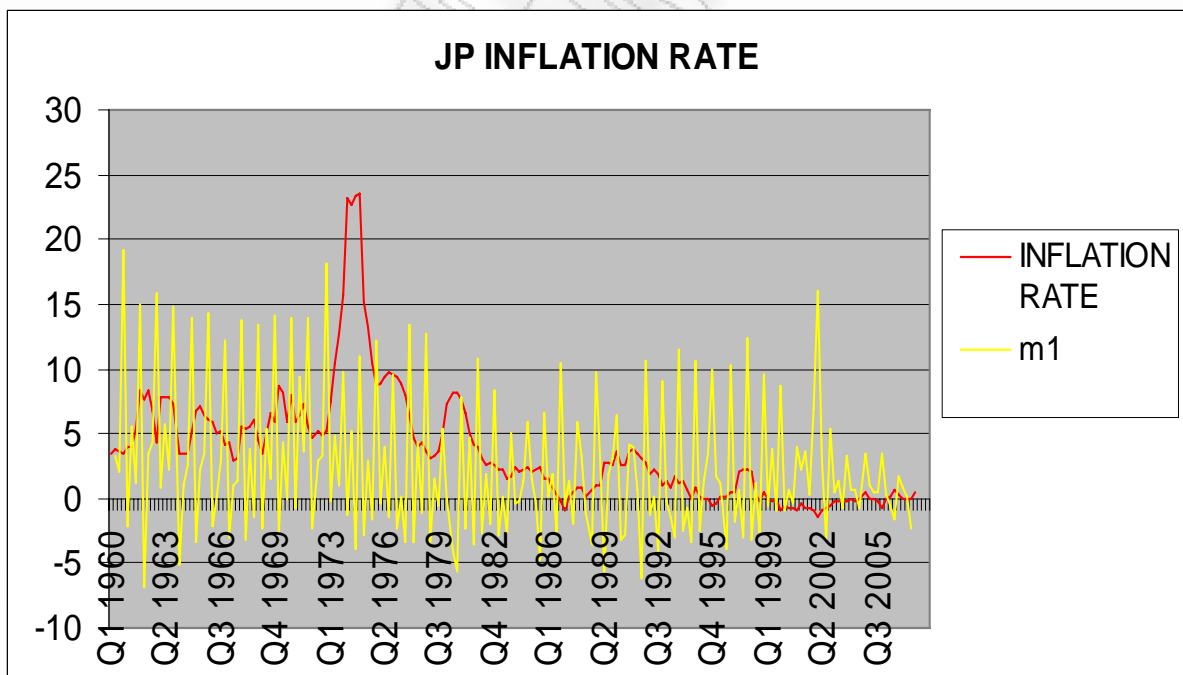
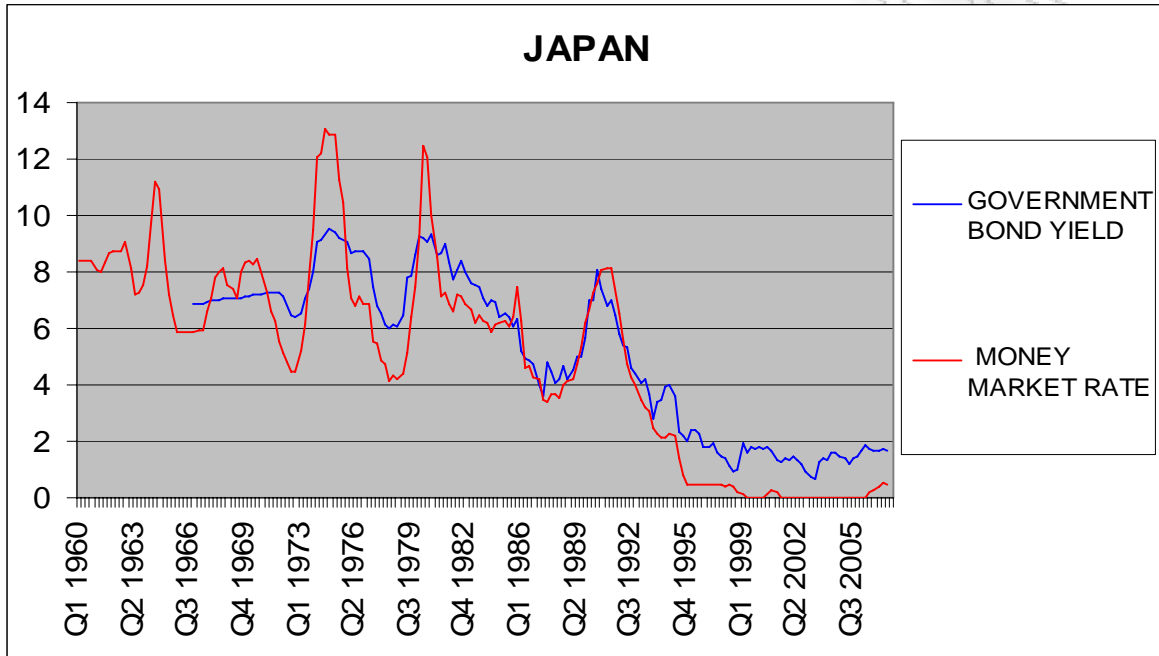
Ποσοστά συμμετοχής Επενδύσεων και Εξαγωγών στο ΑΕΠ



Συναλλαγματική Ισοτιμία του Yen Ιαπωνίας

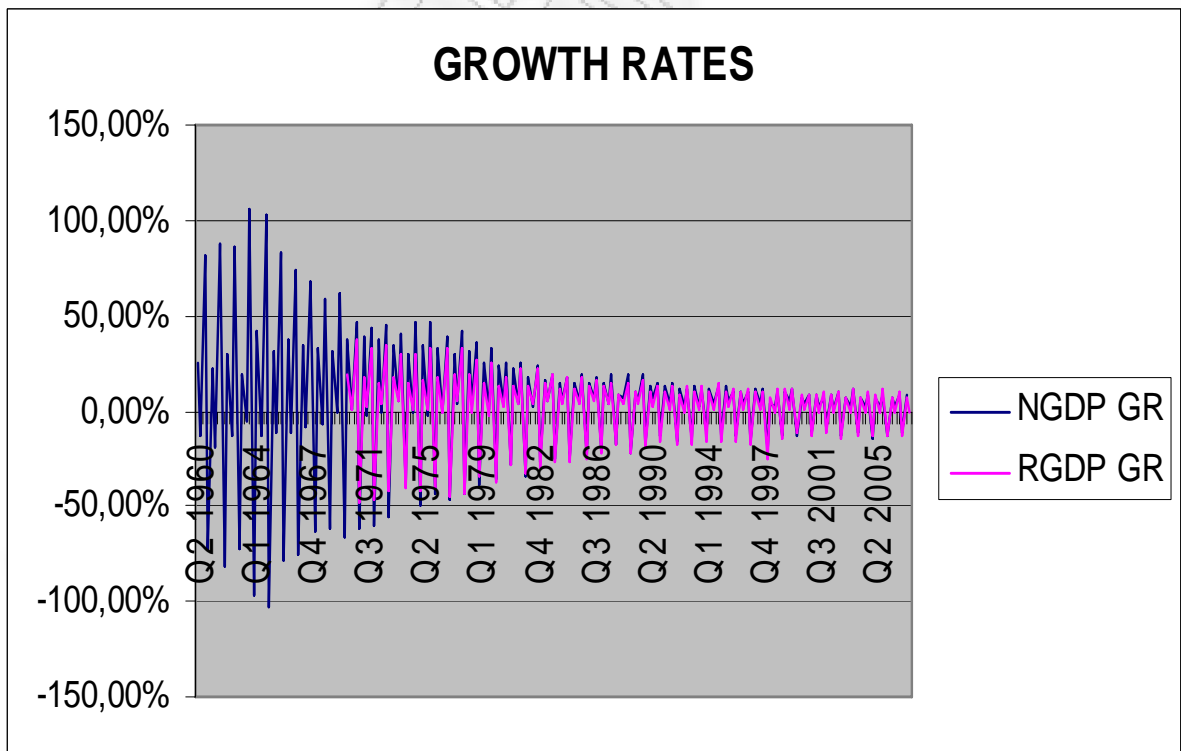
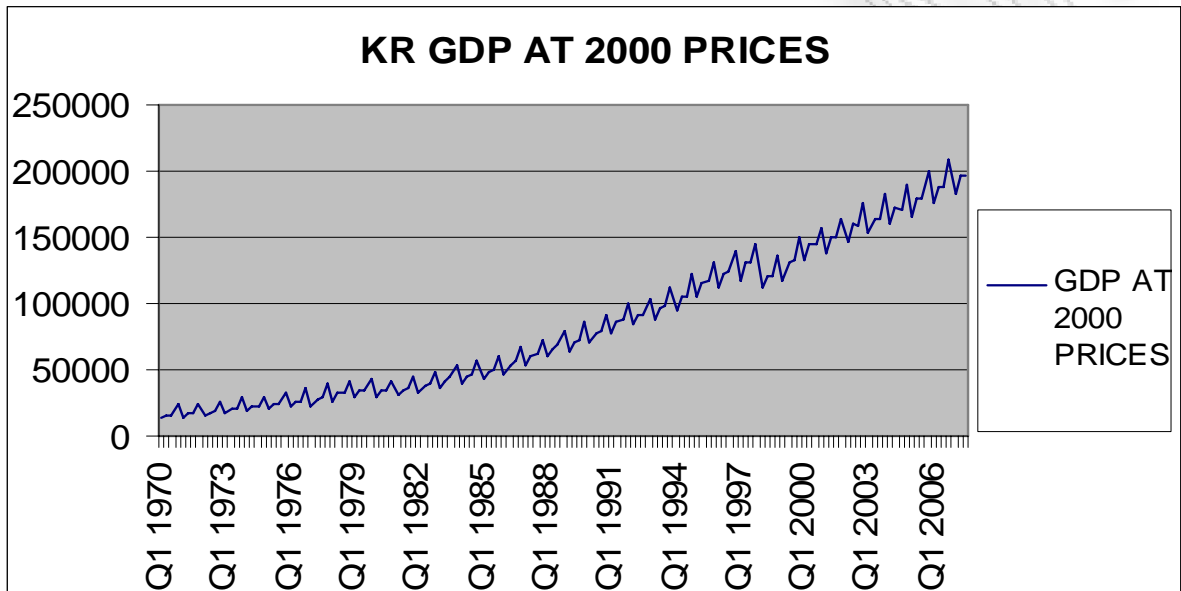


Εξέλιξη βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων επιτοκίων, πληθωρισμού και ποσότητας χρήματος

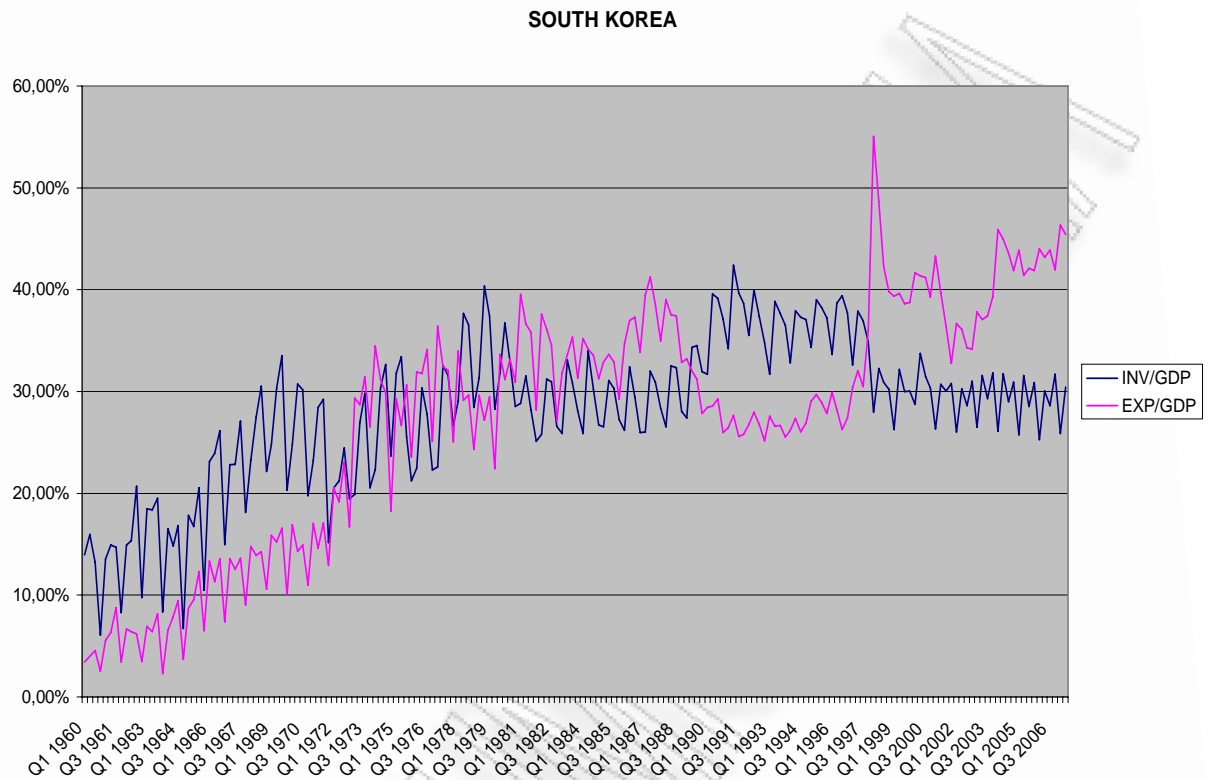


Νότια Κορέα

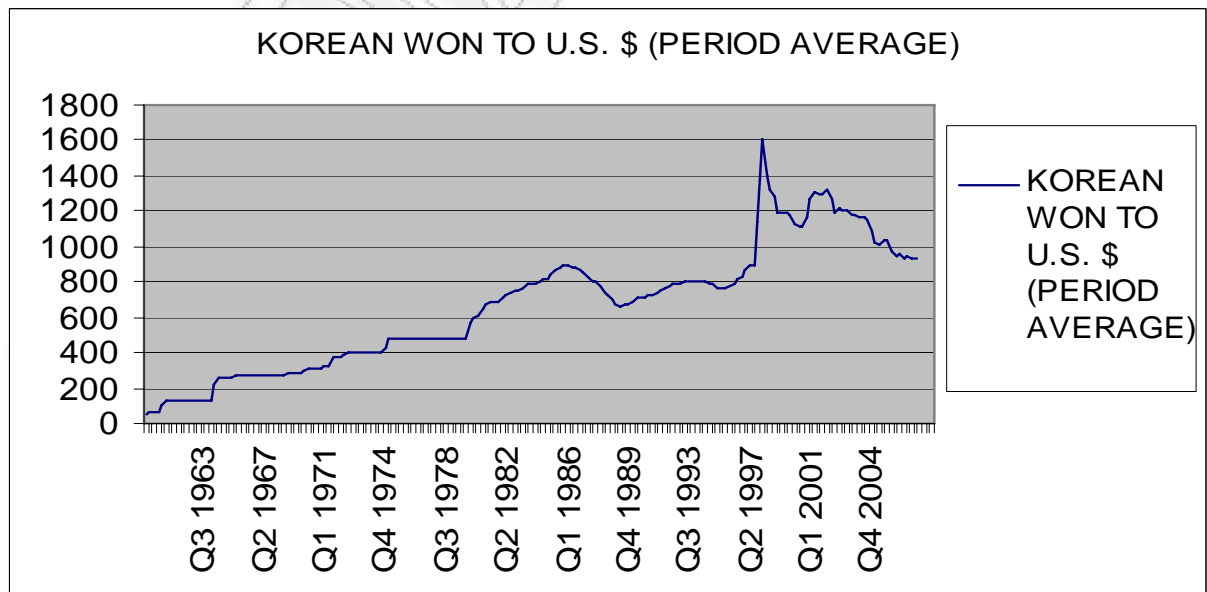
Οικονομική ανάπτυξη και ρυθμός αύξησης ονομαστικού και πραγματικού ΑΕΠ



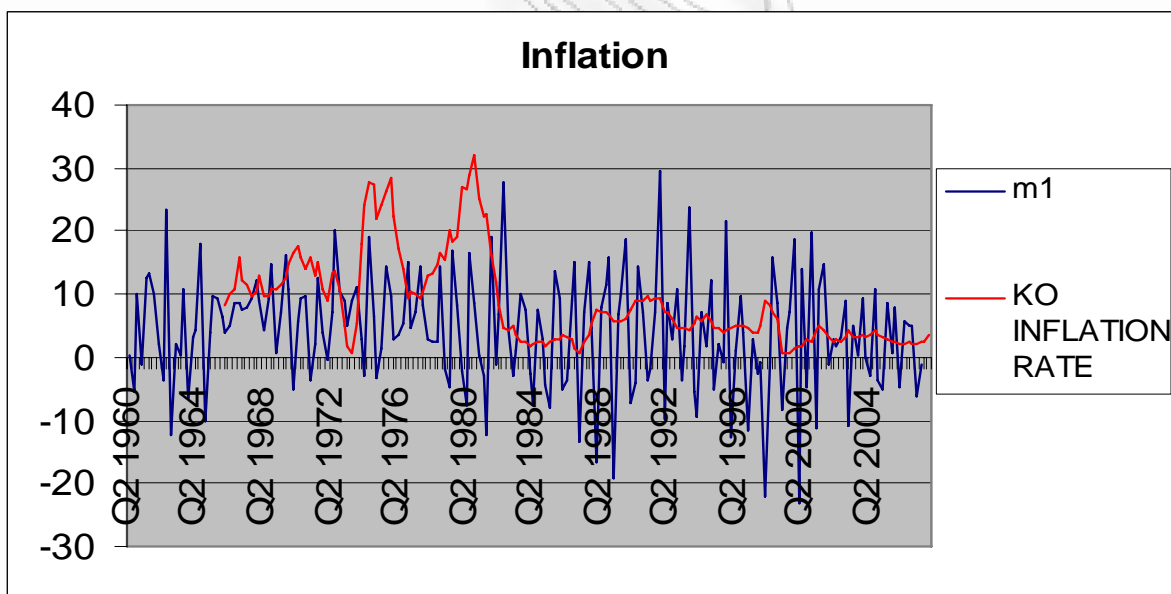
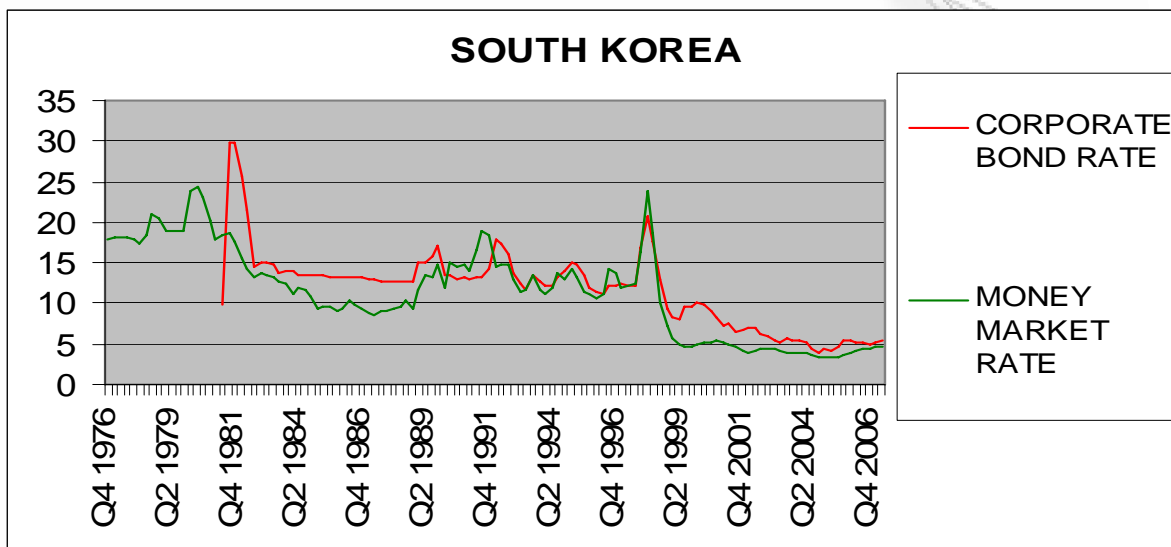
Ποσοστά συμμετοχής Επενδύσεων και Εξαγωγών στο ΑΕΠ



Συναλλαγματική Ισοτιμία του Won Νοτίου Κορέας

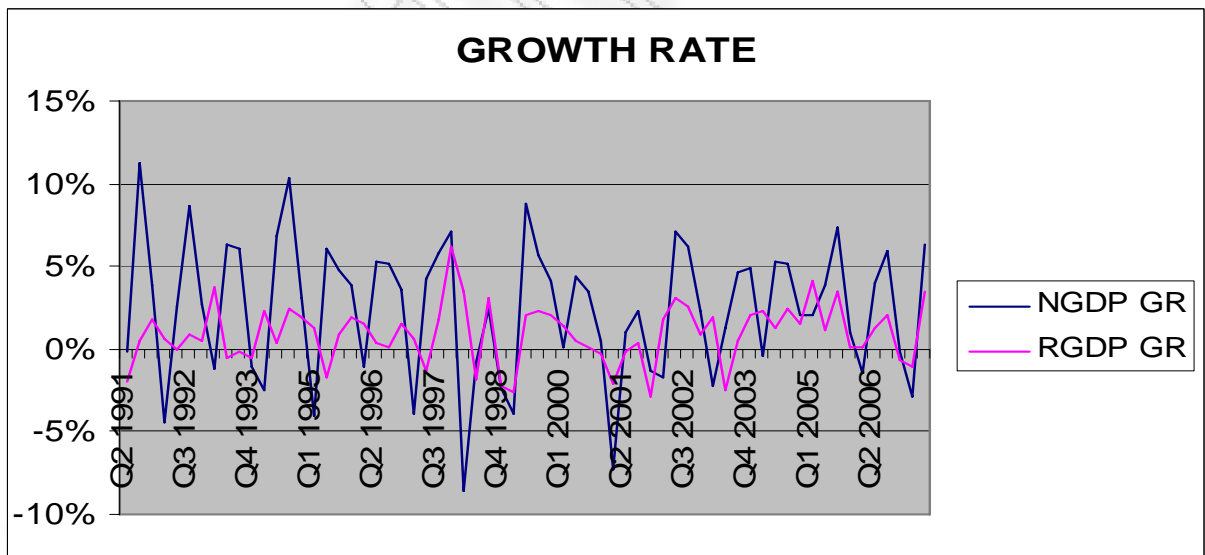
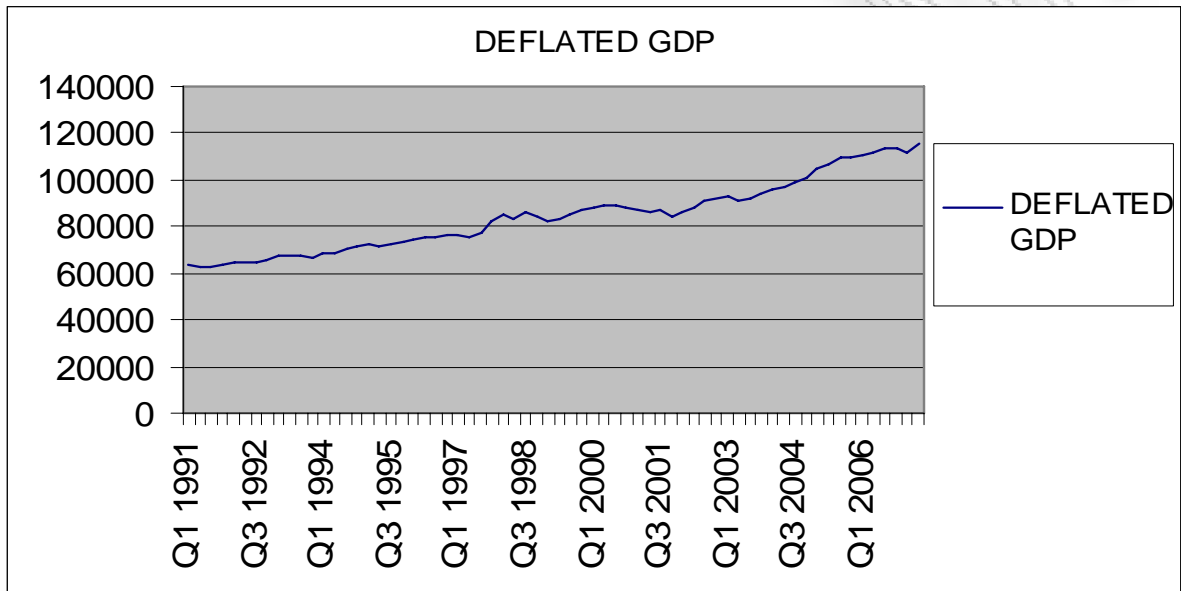


Εξέλιξη βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων επιτοκίων, πληθωρισμού και ποσότητας χρήματος

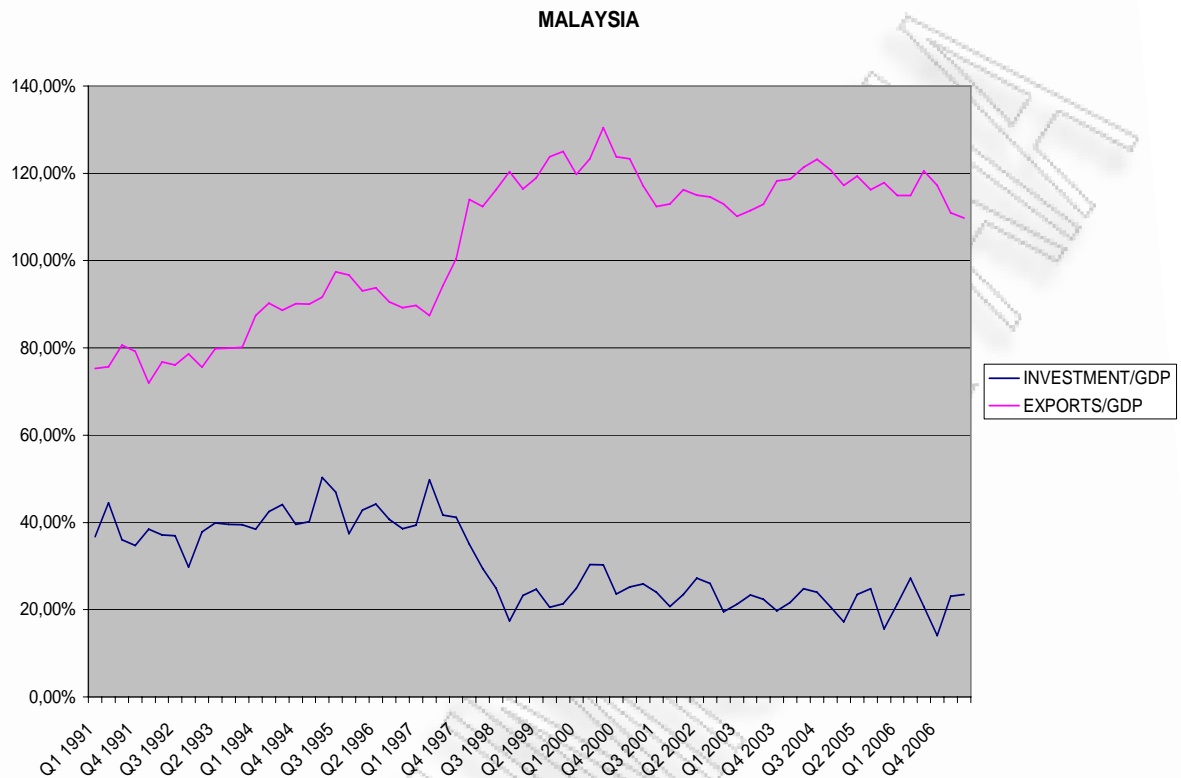


Μαλαισία

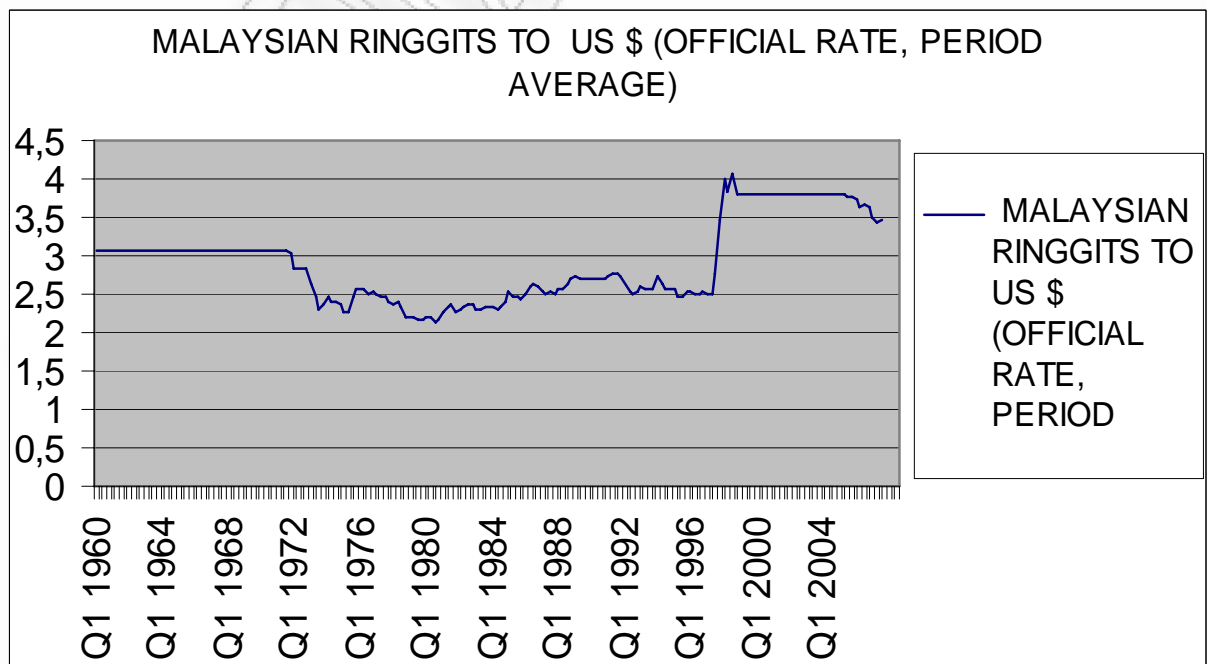
Οικονομική ανάπτυξη και ρυθμός αύξησης ονομαστικού και πραγματικού ΑΕΠ



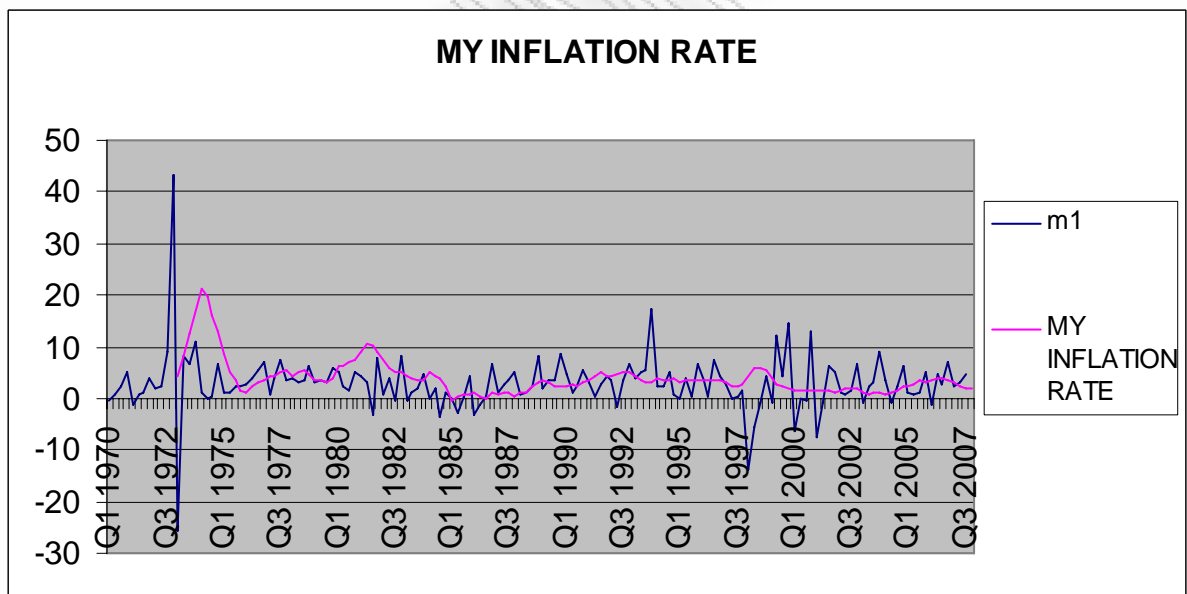
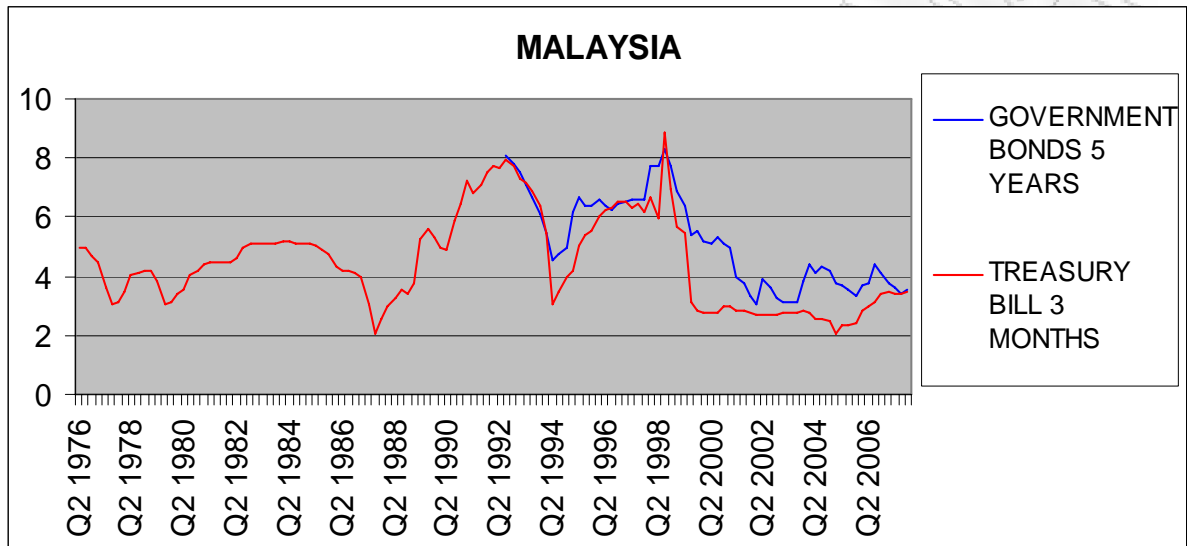
Ποσοστά συμμετοχής Επενδύσεων και Εξαγωγών στο ΑΕΠ



Συναλλαγματική Ισοτιμία του Ringgit Μαλαισίας

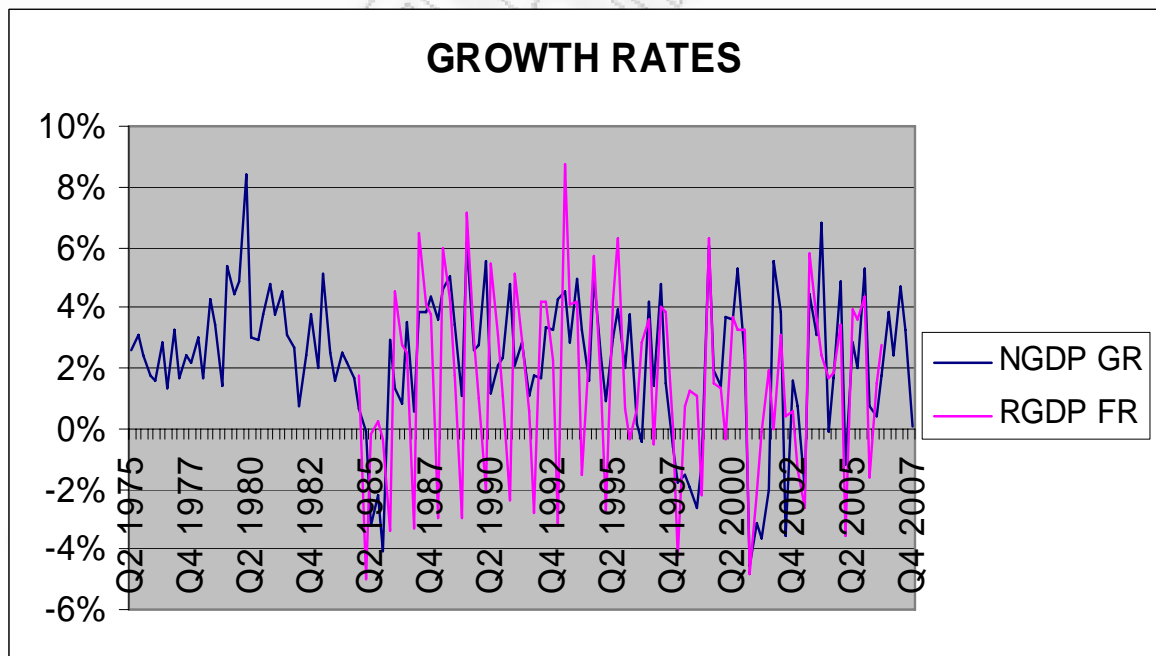
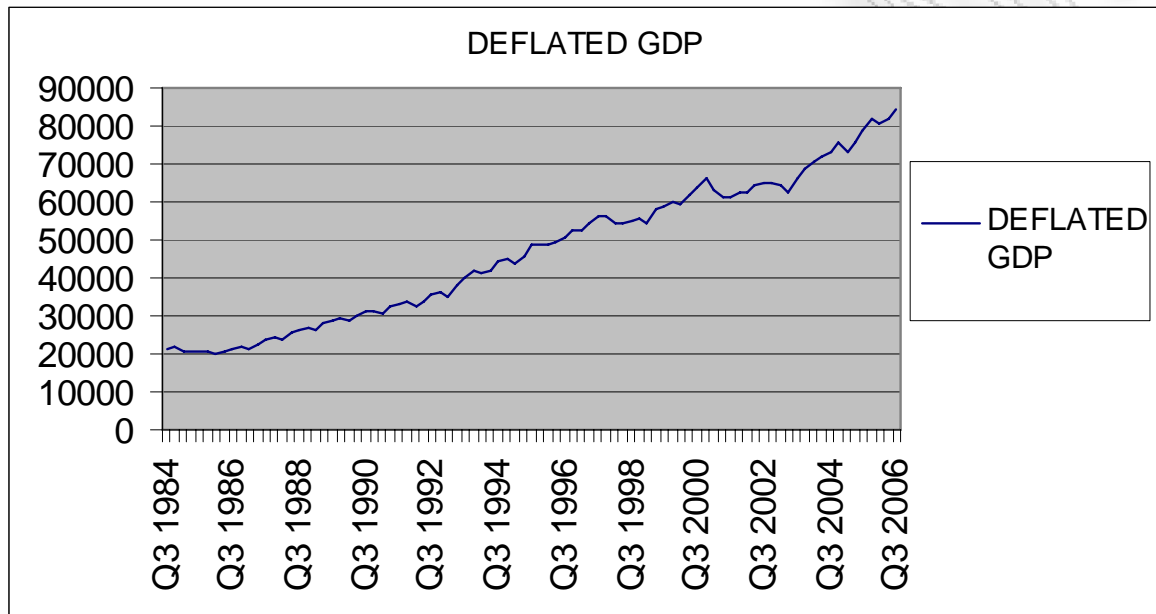


Εξέλιξη βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων επιτοκίων, πληθωρισμού και ποσότητας χρήματος

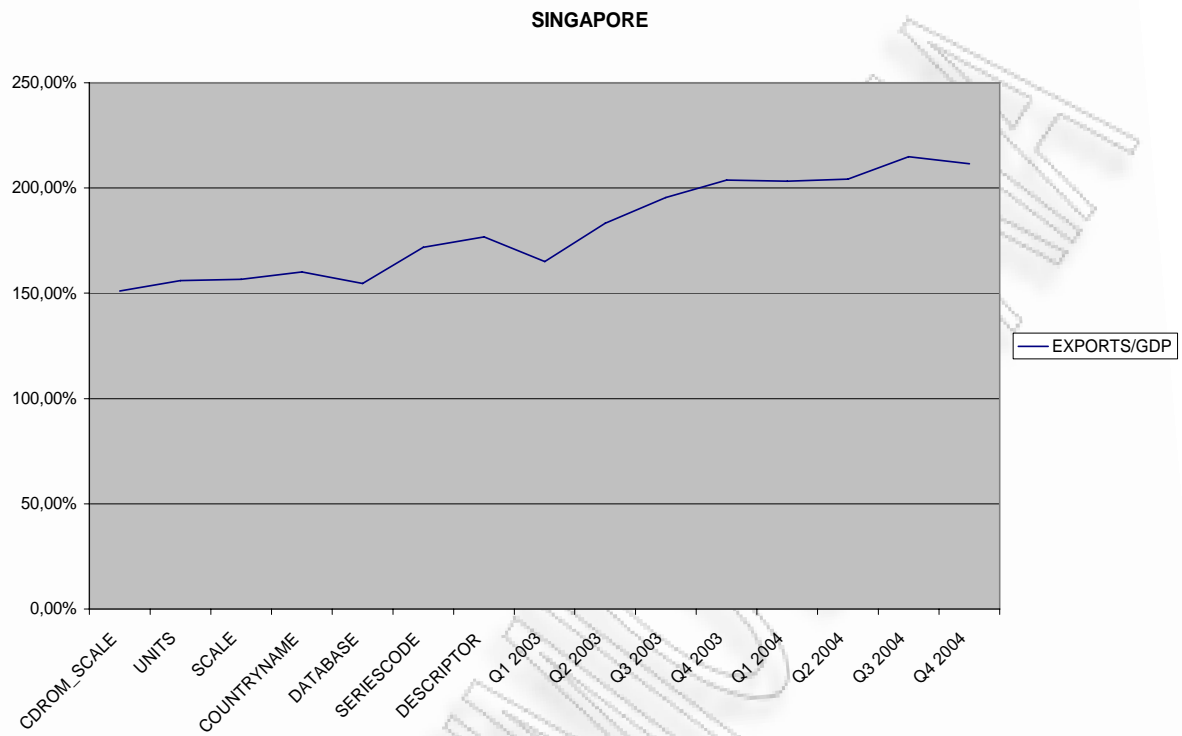


Συγκαπύρη

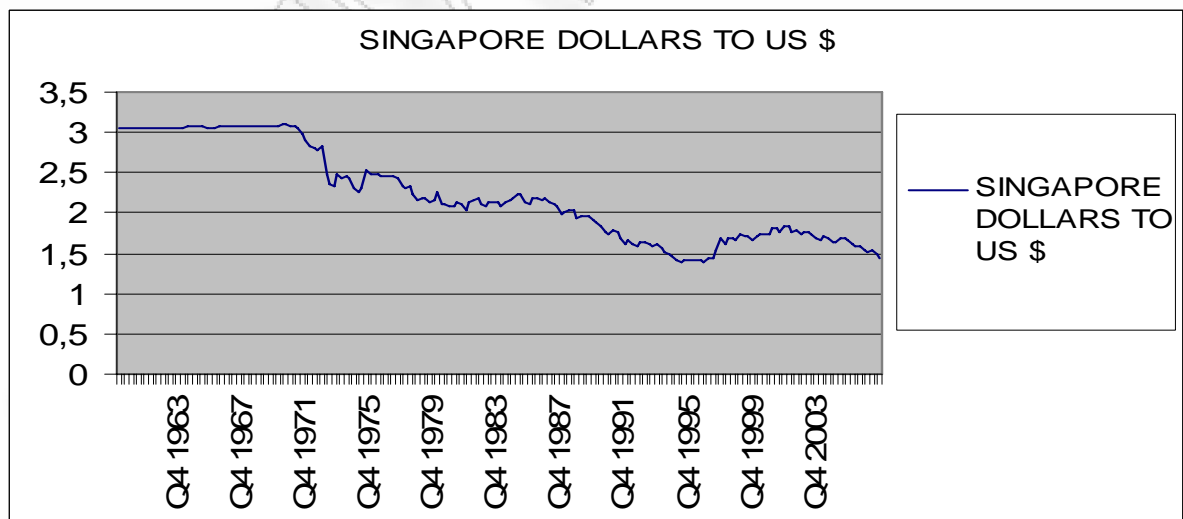
Οικονομική ανάπτυξη και ρυθμός αύξησης ονομαστικού και πραγματικού ΑΕΠ



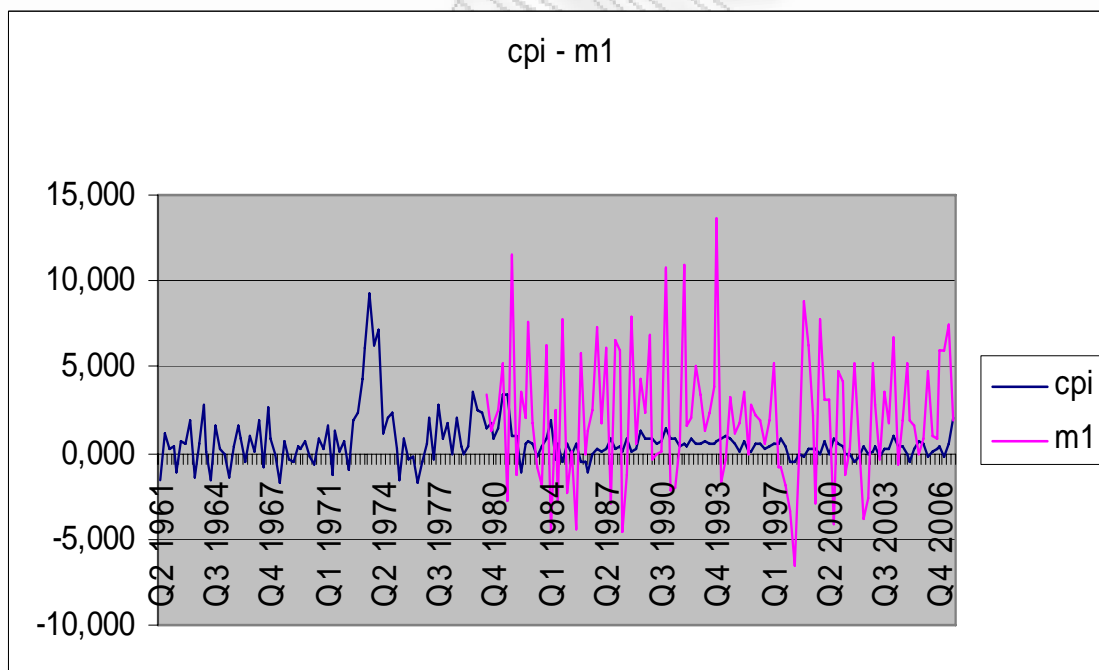
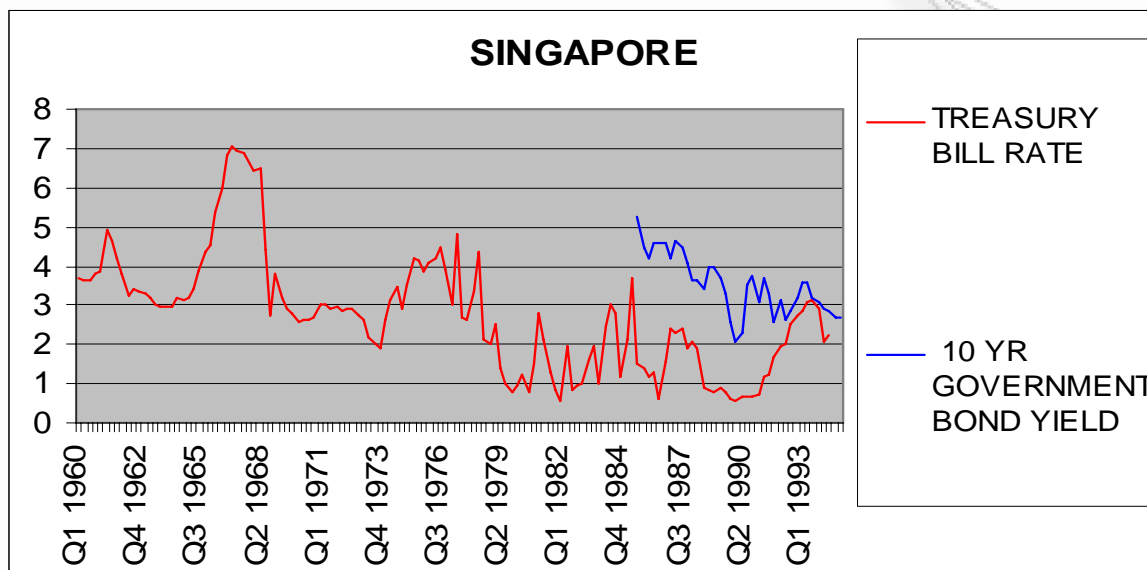
Ποσοστά συμμετοχής Εξαγωγών στο ΑΕΠ



Συναλλαγματική Ισοτιμία του Δολαρίου Σιγκαπούρης

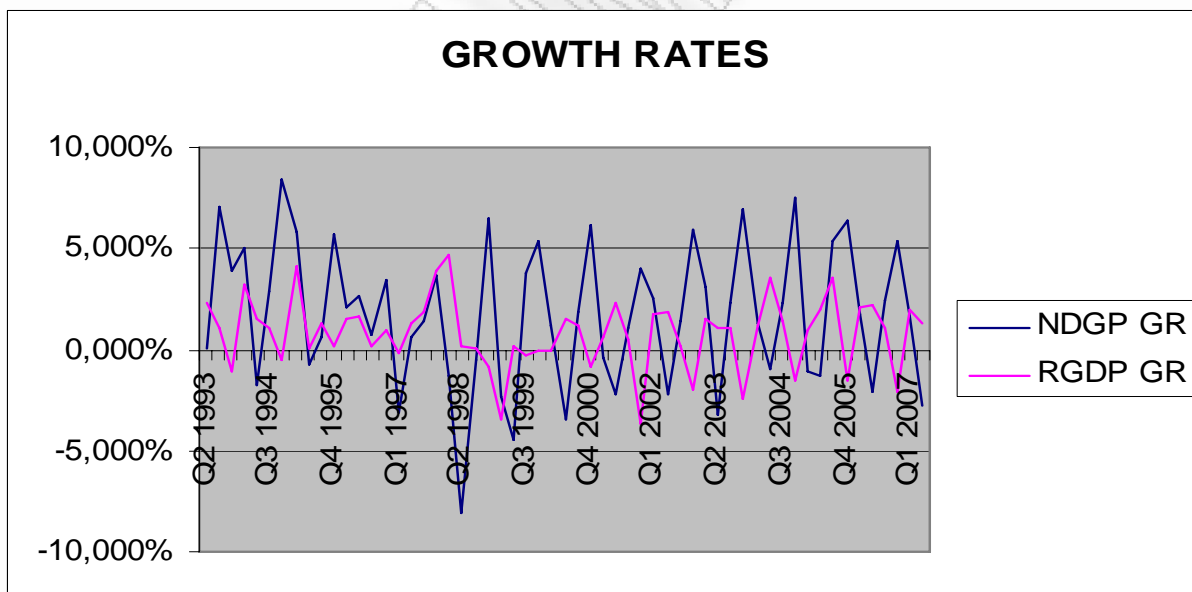
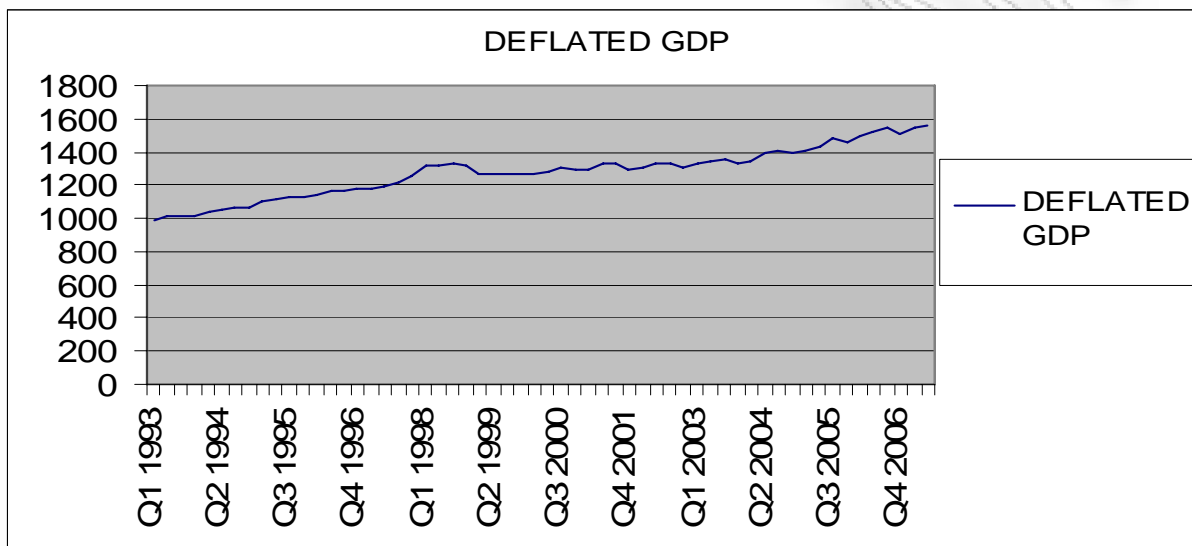


Εξέλιξη βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων επιτοκίων, πληθωρισμού και ποσότητας χρήματος

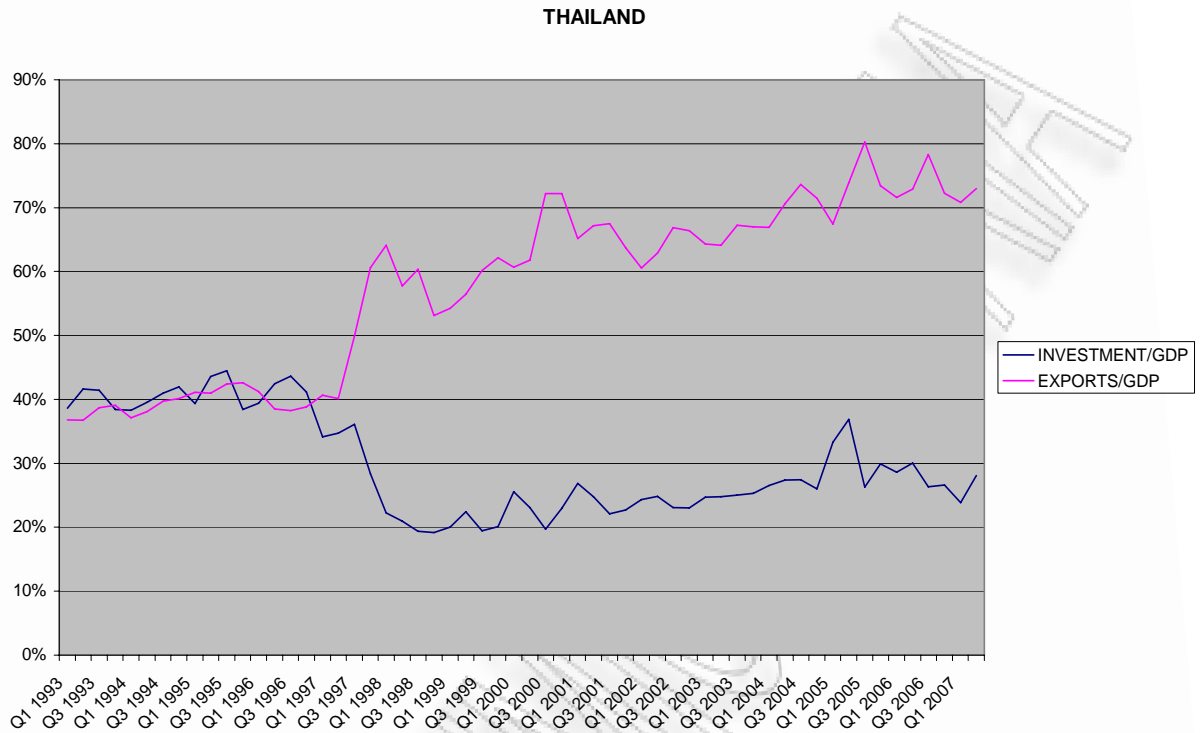


Ταϊλάνδη

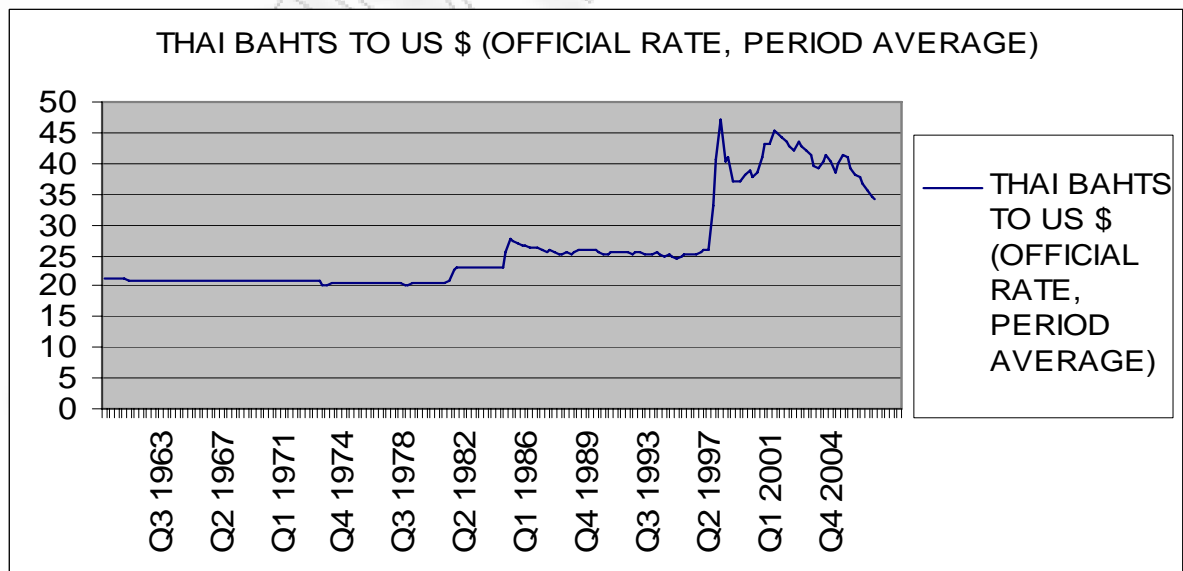
Οικονομική ανάπτυξη και ρυθμός αύξησης ονομαστικού και πραγματικού ΑΕΠ



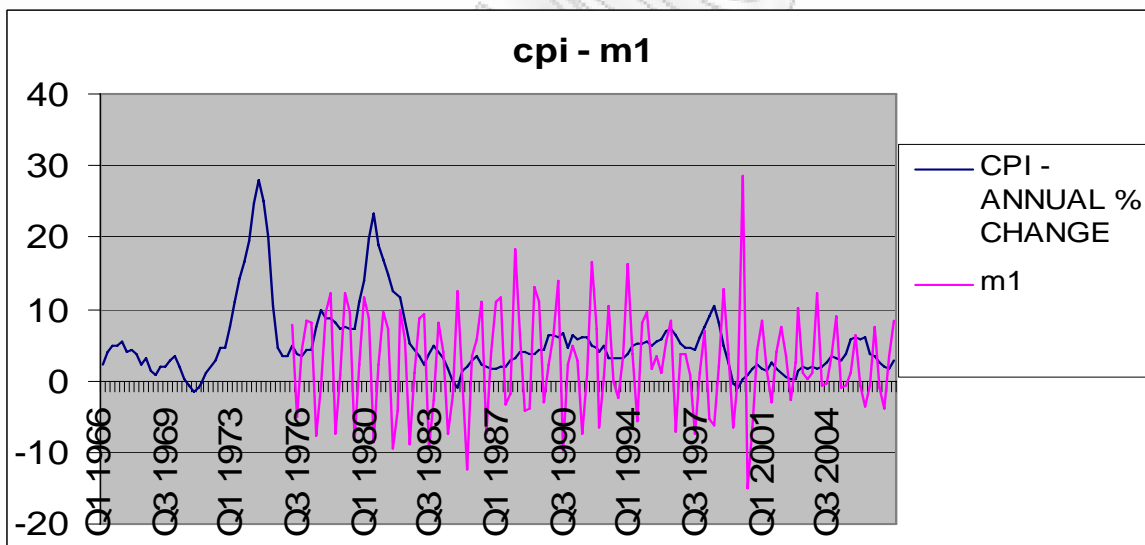
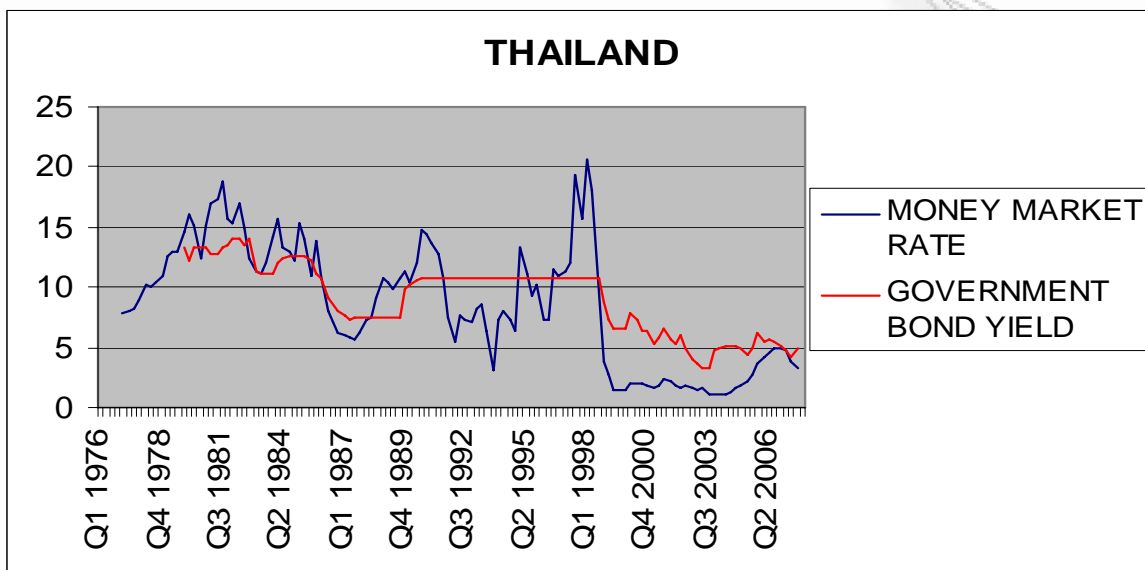
Ποσοστά συμμετοχής Επενδύσεων και Εξαγωγών στο ΑΕΠ



Συναλλαγματική Ισοτιμία του Δολαρίου Σιγκαπούρης



Εξέλιξη βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων επιτοκίων, πληθωρισμού και ποσότητας χρήματος



Παράρτημα 2 (Unit Roots Tests)

Στο παράρτημα αυτό παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των unit roots tests για τις μεταβλητές κάθε μιας χώρας ξεχωριστά.

Αυστραλία

Variable	t-Statistic	Prob.
GDP	-12.31210	0.0000
M1	-8.797466	0.0000
INV	-10.06192	0.0000
R	-9.984844	0.0000
OIL	-10.12865	0.0000
NEG RES	-12.82092	0.0000
POS RES	-10.89203	0.0000
RES_EQ1	-12.71361	0.0000

Νέα Ζηλανδία

Variable	t-Statistic	Prob.
GDP	-9.208049	0.0000
INV	-8.979020	0.0000
EX	-9.786223	0.0000
M1	-4.119783	0.0016
R	-5.031408	0.0001
ER	-7.740712	0.0000
OIL	-8.339009	0.0000
POS RES	-8.003213	0.0000
NEG RES	-9.243094	0.0000
RES_EQ1	-8.253912	0.0000

Ιαπωνία

Variable	t-Statistic	Prob.
GDP	-3.434969	0.0110
M1	-3.561574	0.0005
INV	-3.596721	0.0067
R	-7.567484	0.0000
OIL	-11.83778	0.0000
NEG RES	-14.38582	0.0000
POS RES	-13.46246	0.0000
RES_EQ1	-9.329061	0.0000

Νότια Κορέα

Variable	t-Statistic	Prob.
GDP	-3.548351	0.0084
INV	-3.406924	0.0126
EX	-4.699724	0.0002
M1	-4.165711	0.0011
R	-4.126246	0.0001
ER	-12.91560	0.0000
OIL	-8.838328	0.0000
POS RES	-11.52118	0.0000
NEG RES	-11.35977	0.0000
RES_EQ1	-11.28294	0.0000

Μαλαισία

Variable	t-Statistic	Prob.
GDP	-3.680505	0.0068
M1	-8.001534	0.0000
EX	-8.928465	0.0000
R	-3.973640	0.0002
ER	-4.837606	0.0002
NEG RES	-6.723303	0.0000
POS RES	-9.490574	0.0000
RES_EQ1	-8.116371	0.0000

Σιγκαπούρη

Variable	t-Statistic	Prob.
GDP	-7.822429	0.0000
M1	-4.061915	0.0017
EX	-3.980983	0.0022
R	-10.50723	0.0000
ER	-4.192945	0.0001
NEG RES	-10.23472	0.0000
POS RES	-10.53502	0.0000
RES_EQ1	-10.58811	0.0000

Ταϊλάνδη

Variable	t-Statistic	Prob.
GDP	-2.146819	0.0371
M1	-3.866482	0.0003
EX	-5.309800	0.0000
R	-3.811465	0.0004
ER	-5.206744	0.0001
NEG_RES	-6.553718	0.0000
POS_RES	-8.049596	0.0000
RES_EQ1	-8.482927	0.0000