

**ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ
ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ**

Πέτρος Αποστολόπουλος

Πτυχίο Διοίκησης Επιχειρήσεων Πανεπιστημίου Πειραιώς

Υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα
στη Διοίκηση των Επιχειρήσεων

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

2006

*Στον καλό δάσκαλο και ακριβό φίλο,
Θόδωρο Σταματόπουλο.*

*Στην γυναίκα μου Ελένη και στα παιδιά μου
Αλέξανδρο, Κωνσταντίνο και Ασπασία.*

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	σελ.
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	1
1. Ο ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ.....	2
1.1. Η Σύνθεση του Λογαριασμού Κεφαλαίων.....	2
1.2. Η Επίδραση των Ροών Κεφαλαίου στο Μακροοικονομικό Περιβάλλον.....	6
1.3. Αξιολόγηση της Σύνθεσης του Λογαριασμού Κεφαλαίων.....	8
2. ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΝΟΙΚΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΓΙΑ ΤΑ ΑΤΟΜΑ.....	10
2.1. Η Ακάλυπτη Ισοτιμία Επιτοκίων.....	11
2.2. Η Καλυμμένη Ισοτιμία Επιτοκίων.....	15
2.3. Η Διεθνής Διαφοροποίηση των Χαρτοφυλακίων και το Άριστο Χαρτοφυλάκιο.....	17
2.4. Οι Αποδόσεις από τις Διεθνείς Επενδύσεις.....	24
3. ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΝΟΙΚΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΓΙΑ ΤΙΣ ΧΩΡΕΣ.....	25
3.1. Η Ανάλυση των Καθαρών Εισροών Κεφαλαίου.....	26
3.2. Οι Καθαρές Εισροές Κεφαλαίου και το Έλλειμμα στο Λογαριασμό Τρεχουσών Συναλλαγών.....	29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΓΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ.....	31
1. ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.....	31
1.1. Η Τάση για Ολοκλήρωση στις Κεφαλαιαγορές.....	33
2. ΟΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ.....	34
2.1. Η Διεθνής Αγορά Ομολόγων.....	34
2.2. Η Διεθνής Χρηματιστηριακή Αγορά.....	37
3. ΟΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΕΣ.....	40
3.1. Η Αγορά Ευρωνομισμάτων.....	40
3.2. Τα Πλεονεκτήματα της Αγοράς Ευρωνομισμάτων.....	41
4. ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ.....	42
4.1. Θεωρίες Διεθνούς Τραπεζικής.....	42
4.2. Σύντομη Ιστορία της Διεθνούς Τραπεζικής.....	43
5. ΤΡΟΠΟΙ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΕΠΕΚΤΑΣΗΣ.....	45
5.1. Ανταποκρίτρια Τράπεζα.....	45
5.2. Δημιουργία Υποκαταστημάτων.....	46
5.3. Δημιουργία θυγατρικής.....	46

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΡΟΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ.....	47
1. Η ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ Η ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑ.....	47
1.1. Οι Παράγοντες που Διαμορφώνουν την Πραγματική Συναλλαγματική Ισοτιμία.....	50
2. ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ.....	53
2.1. Αίτια Δημιουργίας Συναλλαγματικών Κρίσεων.....	53
2.2. Οι Προσδοκίες Υποτίμησης και οι Διαθέσιμες Επιλογές των Νομισματικών Αρχών.....	57
3. ΓΝΩΣΤΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ.....	60
3.1. Η Μεξικανική Κρίση της Δεκαετίας του '80.....	60
3.2. Η Μεξικανική Κρίση στις Αρχές της Δεκαετίας του '90.....	62
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ.....	63
1. Η ΡΟΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΑΠΟ ΤΙΣ ΠΛΟΥΣΙΕΣ ΠΡΟΣ ΤΙΣ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ.....	64
1.1. Η Ιστορία της Ροής Κεφαλαίων.....	64
1.2. Εμπόδια στη Ροή Κεφαλαίων.....	66
2. ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	68
2.1. Πλεονεκτήματα από τις Εισροές Κεφαλαίου.....	69
2.2. Βραχυπρόθεσμες Ροές Κεφαλαίου και Συναλλαγματικές Κρίσεις.....	72
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΔΙΕΘΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ.....	74
1. ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ.....	79
1.1. Για Ποιο Λόγο Συμβαίνουν οι Χρηματοοικονομικές Κρίσεις;.....	80
1.2. Η Μεταδοτικότητα των Κρίσεων.....	86
2. ΤΑ ΔΥΟ ΕΙΔΗ ΔΙΕΘΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ.....	87
2.1.Κρίσεις που προέρχονται από μακροοικονομικές ανισορροπίες.....	87
2.2.Κρίσεις προκαλούμενες από κερδοσκοπικές επιθέσεις στα νομίσματα....	89
3. ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΜΕΤΑΔΟΣΗΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΔΙΕΘΝΩΣ.....	94
3.1. Κρίσεις συνδεόμενες με τα θεμελιώδη μεγέθη	95
3.2. Κρίσεις συνδεόμενες με την επενδυτική συμπεριφορά	95
3.3. Συμπεράσματα.....	96

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΗ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΡΧΙΤΕΚΤΟΝΙΚΗΣ.....	102
1. Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.....	102
2. Εμπιστοσύνη στην Αγορά.....	109
3. Ρύθμιση των διεθνών χρηματοοικονομικών.....	110
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ.....	112
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	114

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

	Σελίδα
ΠΙΝΑΚΑΣ 1.1. ΤΑ ΣΥΣΤΑΤΙΚΑ ΜΕΡΗ ΤΟΥ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	3
ΠΙΝΑΚΑΣ 1.2. ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΩΝ (1980 - 2001)	21
ΠΙΝΑΚΑΣ 1.3. ΕΙΣΡΟΕΣ ΚΑΙ ΕΚΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	29
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1. ΤΑ ΞΕΝΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ΣΕ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ	36
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1. ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑΣ ΓΙΑ ΤΟ ΕΝΔΕΧΟΜΕΝΟ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΟΥ ΕΓΧΩΡΙΟΥ ΝΟΜΙΣΜΑΤΟΣ	58
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1. ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ ΚΑΙ ΡΟΕΣ ΧΡΕΟΥΣ ΣΕ ΟΛΕΣ ΤΙΣ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ (σε εκατ. Δολάρια)	66
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2. Η ΑΣΙΑΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 1997	81

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

	Σελίδα
ΣΧΗΜΑ 1.1. ΤΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ	19
ΣΧΗΜΑ 4.1. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΑΕΠ ΣΕ ΤΕΣΣΕΡΙΣ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ (1986 - 1998)	70

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Οι διεθνείς ροές κεφαλαίου πραγματοποιούνται σε περιβάλλον ανοικτών χρηματοπιστωτικών αγορών.

Η ύπαρξη των ανοικτών αγορών επηρεάζει και την ίδια αλλά και την από κοινού συμπεριφορά των κατοίκων μιας χώρας.

Αυτό συμβαίνει σε διαφοροποιημένο επίπεδο, ήτοι:

- Για τους μεν κατοίκους σε προσωπικό-ατομικό επίπεδο, όπου οι ανοικτές αγορές παρέχουν τη δυνατότητα διαφοροποίησης των επενδυτικών χαρτοφυλακίων τους διεθνώς, δεδομένου ότι πλέον οι επενδυτές μπορούν να επιλέγουν μεταξύ ημεδαπών και αλλοδαπών περιουσιακών στοιχείων και να κερδοσκοπούν εις βάρος κάποιου νομίσματος.
- Για τη δε χώρα στο σύνολο της, οι ανοικτές αγορές καθιστούν εφικτή τη χρηματοδότηση της ιδιωτικής επένδυσης, όταν το επίπεδο εθνικής αποταμίευσης δεν επαρκεί να καλύψει τις επενδυτικές ανάγκες του ιδιωτικού τομέα. Με άλλα λόγια, η χώρα δύναται να δανειστεί εκ της αλλοδαπής πουλώντας ημεδαπά περιουσιακά στοιχεία σε αλλοδαπούς επενδυτές.

Βεβαίως αναφερόμενοι στις διεθνείς ροές κεφαλαίου εννοούμε την καθαρή εισροή κεφαλαίου, η οποία αποτυπώνεται στον λογαριασμό κεφαλαίων κάθε χώρας.

Στα πλαίσια της παρούσας εργασίας κρίνεται αναγκαία η αρχική αναφορά (Κεφάλαιο 1) στον λογαριασμό κεφαλαίων μιας οικονομίας και η ανάλυση των επιπτώσεων των ροών κεφαλαίου στην επενδυτική συμπεριφορά του εγχωρίου επενδυτή και της χώρας συνολικά,

συνεισφέροντας κατά το δυνατόν στην πληρέστερη κατανόηση της συνολικής προσπάθειας .

1. Ο ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ

Ο λογαριασμός κεφαλαίων καταγράφει τις συναλλαγές (αγοραπωλησίες) παγίων περιουσιακών στοιχείων (π.χ. εργοστάσια και ακίνητα) και χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (π.χ. ομόλογα δημοσίου, μετοχές, τραπεζικά προϊόντα κτλ) από τον δημόσιο και τον ιδιωτικό τομέα. Με άλλα λόγια, ο λογαριασμός κεφαλαίου καταγράφει τις κεφαλαιακές εισροές και εκροές. Οι **κεφαλαιακές εισροές** προκύπτουν από την πώληση ημεδαπών περιουσιακών στοιχείων στους αλλοδαπούς, ενώ οι **κεφαλαιακές εκροές** δημιουργούνται από την αγορά αλλοδαπών περιουσιακών στοιχείων από τους ημεδαπούς.

Η μελέτη του λογαριασμού κεφαλαίων παρουσιάζει ενδιαφέρον για τους εξής λόγους:

- Πρώτον, το μέγεθός του μας βοηθά να δούμε τον τρόπο με τον οποίο θα χρηματοδοτηθεί το έλλειμμα στο λογαριασμό των τρεχουσών συναλλαγών και κατ' επέκταση να διαπιστώσουμε εάν θα μειωθούν τα συναλλαγματικά αποθέματα.
- Δεύτερον, η σύνθεση του μας επιτρέπει να αξιολογήσουμε την διατηρησιμότητα της εξωτερικής ανισορροπίας της οικονομίας.
- Τρίτον, η σύνθεση του μας βοηθά να κρίνουμε την ικανότητα της οικονομίας μας στην προσέλκυση άμεσων ξένων επενδύσεων.
- Τέλος, οι συναλλαγές που καταγράφονται σε αυτό τον λογαριασμό επηρεάζουν τον πλούτο ενός έθνους και την καθαρή του θέση. Η Σύνθεση του Λογαριασμού Κεφαλαίων.

1.1. Η Σύνθεση του Λογαριασμού Κεφαλαίων

Οι μορφές που μπορούν να πάρουν οι εισροές και εκροές κεφαλαί-

ου παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα (Todaro 1997, σελ. 501):

Πίνακας 1.1: ΤΑ ΣΥΣΤΑΤΙΚΑ ΜΕΡΗ ΤΟΥ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	
ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	Περιγραφή ¹
1. ΑΜΕΣΕΣ ΞΕΝΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	Αμερικάνοι αγοράζουν μια ελληνική εταιρία (+) Ελληνικές επιχειρήσεις μεταναστεύουν στη Βουλγαρία (-)
2. ΧΟΡΗΓΗΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΤΟΝ ΙΔΙΩΤΙΚΟ ΤΟΜΕΑ	Δανεισμός του ιδιωτικού ή τραπεζικού τομέα από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της αλλοδαπής (+)
3. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	Τοποθετήσεις ξένων διαχειριστών συνταξιοδοτικών ταμείων στο ελληνικό χρηματιστήριο (+) Άνοιγμα τραπεζικού λογαριασμού σε ελβετική τράπεζα (-) Αγορές αμερικανικών μετοχών και ομολόγων (-)
4. ΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΣΧΕΤΙΖΟΜΕΝΕΣ ΜΕ ΤΟΝ ΔΗΜΟΣΙΟ ΤΟΜΕΑ	
4.1 Δανεισμός	Δανειοδότηση εκ της Παγκόσμιας Τράπεζας (+)

¹ Με «+» καταγράφονται οι κεφαλαιακές εισροές, ενώ με «-» οι κεφαλαιακές εκροές

(Βραχυπρόθεσμος+ Μακροπρόθεσμος)	
4.2 Χορηγίες	
4.3 Τοκοχρεολύσια	Πληρωμές τόκων συναφθέντων δανείων κατά το παρελθόν (-)

Άμεσες Ξένες Επενδύσεις

Οι **ιδιωτικές άμεσες ξένες επενδύσεις** περιλαμβάνουν επενδύσεις υπό μορφή κτηρίου των τοπικών εργοστασίων από την αρχή. Παραδείγματος χάριν, εάν, ας υποθέσουμε, μια ιαπωνική αυτοκινητοβιομηχανία ανεγείρει εγκαταστάσεις συναρμολογήσεων οχημάτων στην Ελλάδα, αυτό είναι μια μορφή ιδιωτικής (Honda) άμεσης (εγκαταστάσεις) ξένης (ιαπωνικής) επένδυσης και αυτή η μορφή άμεσης επένδυσης καλείται **επένδυση Greenfield**. Όταν η επένδυση γίνεται υπάρχει μια εισροή των χρημάτων στην Ελλάδα από τους Ιάπωνες που αγοράζουν τα ελληνικά περιουσιακά στοιχεία, όπως η γη και τα κτήρια. Εντούτοις, οποιοδήποτε επόμενο κέρδος από εκείνη την επένδυση που θα έρεε στο εξωτερικό θα καταγραφεί ως εκροή (θα καταγραφεί στο *καθαρό εισόδημα εκ της αλλοδαπής* του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών).

Μια άλλη μορφή άμεσης επένδυσης είναι η απόκτηση από αλλοδαπούς ενός controlling stake σε μια εταιρία, που προηγουμένα ήταν ελεγχόμενος από τους κατοίκους. Αυτός ο τύπος επένδυσης καλείται επένδυση Brownfield.

Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου

Οι **ιδιωτικές επενδύσεις χαρτοφυλακίου** αφορούν συναλλαγές στα οικονομικά περιουσιακά στοιχεία, όπως η αγοραπωλησία μετοχών, ομολόγων, καταθέσεων, και αμοιβαίων κεφαλαίων. Οι εν λόγω

επενδύσεις έχουν καταγράψει σημαντική αύξηση τα τελευταία χρόνια, εν μέρει λόγω της γενικής χαλάρωσης των ελέγχων στις κινήσεις κεφαλαίου και των κανονισμών σε πολλές χώρες, και εν μέρει λόγω της επιθυμίας των επενδυτών να διαφοροποιήσουν το χαρτοφυλάκιο τους σε διεθνές επίπεδο. Θα πρέπει δε να τονίσουμε ότι οι επενδύσεις αυτού του είδους επηρεάζονται πάρα πολύ από δυο βασικούς παράγοντες:

1. τις διαφορές των επιτοκίων μεταξύ των διαφόρων χωρών, και
2. από το βαθμό κεφαλαιακής ολοκλήρωσης εκάστης οικονομίας².

Χορηγήσεις προς τον Ιδιωτικό Τομέα

Ο ιδιωτικός τομέας μιας χώρας (συμπεριλαμβανομένου και του τραπεζικού) μπορεί να αυξήσει το εξωτερικό του χρέος δανειοδοτούμενος από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της αλλοδαπής. Σε αυτή την περίπτωση, η υγεία του εγχωρίου χρηματοπιστωτικού συστήματος, ιδιαίτερα οι τράπεζες, έχει σημασία για τη δυνατότητα μιας χώρας να στηρίξει ένα έλλειμμα στο λογαριασμό των τρεχουσών συναλλαγών, καθώς του ότι οι εισροές κεφαλαίου απαιτούν έναν σημαντικό ρόλο μεσολάβησης των εγχωρίων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Στην πραγματικότητα, δεδομένου ότι οι κεφαλαιαγορές δεν αναπτύσσονται σε πολλές αναπτυσσόμενες οικονομίες (παραδείγματος χάριν στην Ασία), ένα μεγάλο κομμάτι των κεφαλαιακών εισροών που χρηματοδοτούν τα ελλείμματα τρέχοντος απολογισμού πρέπει να περάσει από εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Δεδομένου ότι οι εταιρίες δεν μπορούν συχνά να δανειστούν άμεσα στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, δανείζονται από τις εσωτερικές τράπεζες που δανείζονται στη συνέχεια από τους ξένους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς.

² Βλέπε 2.1 και 2.2 της Ενότητας 2 για μια εκτενή ανάλυση του θέματος

Το πρόβλημα παρ' όλα αυτά , έγκειται στο ότι οι εσωτερικές τραπεζικές κρίσεις είναι κοινές στις αναπτυσσόμενες και αναπτυγμένες οικονομίες. Τις περισσότερες φορές είναι το άμεσο αποτέλεσμα των κακών πρακτικών δανεισμού, που οφείλεται στο δανεισμό τραπεζών λόγω των πολιτικών επιρροών ή την απαίτηση οι τράπεζες (που είναι συχνά ελεγχόμενες από το κράτος) που διαθέτουν την πίστωση, να στηρίξουν τις επιχειρήσεις ,ιδιαίτερα όσες είναι κρατικού ενδιαφέροντος. Το πρόβλημα επιδεινώνεται όταν ο τραπεζικός τομέας δανείζεται από το εξωτερικό σε σκληρά νομίσματα.

Μια κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος έχει διάφορες άμεσες συνέπειες. Η αβεβαιότητα και η αστάθεια σχετικά με το σύστημα πληρωμών που θα προέλθουν γρήγορα ,κάνουν την εισροή του ξένου κεφαλαίου απαραίτητη ώστε να χρηματοδοτήσει τα ελλείμματα τρέχοντος απολογισμού. Κατά συνέπεια, το εύθραυστο του τραπεζικού τομέα μπορεί εύκολα να είναι η εγγύτατη αιτία ενός μη αποδεκτού ελλείμματος τρέχοντος απολογισμού και μιας κρίσης χρέους, όπως προτείνεται από την εμπειρία της Κορέας, Ινδονησία και Ταϊλάνδη το 1997-98.

Κεφαλαιακές Ροές Σχετιζόμενες με τον Δημόσιο Τομέα

Οι φορείς του δημοσίου τομέα που μπορούν να δανειστούν είναι η *Κεντρική Διοίκηση*, οι *ΔΕΚΟ* και η *Τράπεζα της Ελλάδος*.

1.2. Η Επίδραση των Ροών Κεφαλαίου στο Μακροοικονομικό Περιβάλλον

Σε αυτό το σημείο θα εξετάσουμε τις πιο σημαντικές επιπτώσεις των κεφαλαιακών εισροών στο μακροοικονομικό γίνεσθαι.

Αύξηση των Συναλλαγματικών Αποθεμάτων

Τα συναλλαγματικά αποθέματα αυξάνονται όποτε οι καθαρές κεφαλαιακές εισροές είναι μεγαλύτερες από το έλλειμμα στον λογαριασμό των τρεχουσών συναλλαγών (όπως συνέβη στην Ασία κατά τις

αρχές της δεκαετίας του '90). Ενώ στο βραχυπρόθεσμο διάστημα τέτοιες εισροές ενισχύουν την ικανότητα διατήρησης ενός εξωτερικού ελλείμματος, δεδομένου ότι αυτές χρηματοδοτούν το έλλειμμα και οδηγούν σε μια αύξηση στα συναλλαγματικά αποθέματα της κεντρικής τράπεζας, ωστόσο διαχρονικά μπορούν να συμβάλλουν στη μη-διατηρησιμότητα του ελλείμματος για δύο λόγους.

1. Κατ' αρχάς, τέτοιες μεγάλες εισροές είναι πιθανό να συνδεθούν με τη συσσώρευση αντιστρέψιμων επενδύσεων χαρτοφυλακίων, όπως είναι τα βραχυπρόθεσμα δάνεια.
2. Δεύτερον, οι κεφαλαιακές εισροές που υπερτερούν στο έλλειμμα του ισοζυγίου των τρεχουσών συναλλαγών, μπορούν να οδηγήσουν σε μια ονομαστική ανατίμηση του νομίσματος, δεδομένου ότι οι ξένοι επενδυτές ωθούν προς τα άνω την ζήτηση για το εγχώριο νόμισμα, προκειμένου να αγοραστούν με αυτό τα εγχώρια χρηματοδοτικά εργαλεία. Αυτή η ονομαστική ανατίμηση του νομίσματος, στη συνέχεια, θα μπορούσε να διαβρώσει την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας και τις ικανότητες της να συγκρατήσει τις αυξήσεις στο έλλειμμα του λογαριασμού των τρεχουσών συναλλαγών

Αύξηση της Νομισματικής Κυκλοφορίας

Σε μια ανοικτή οικονομία ισχύει η παρακάτω σχέση³ :

$FA_t^{CB} + DC_t^{CB} + DC_t^B = (N_t - N_t^{CB}) + DD_t$	
--	--

Ας δούμε τι μας λέει η παραπάνω σχέση, που περιγράφει την προσφορά χρήματος σε μια ανοικτή οικονομία.

³ Βλέπε Παράρτημα 1 για την αναλυτική εξαγωγή της αλλά και επεξήγηση των όρων της.

Υποθέτουμε ότι υπάρχει μια εισροή κεφαλαίων λόγω του ελλείμματος στο λογαριασμό των τρεχουσών συναλλαγών. Στην προσπάθεια τους οι αλλοδαποί να αγοράσουν τα εγχώρια περιουσιακά στοιχεία, πρέπει να αποκτήσουν το εγχώριο νόμισμα. Η κεντρική τράπεζα παρέχοντας τις απαιτούμενες ποσότητες εγχωρίου νομίσματος αγοράζοντας το ξένο, αυξάνει συναλλαγματικά της αποθέματα ($FA_t^{CB} \uparrow$). Έτσι ο υψηλότερος ρυθμός αύξησης της προσφοράς χρήματος θέτει μια πληθωριστική απειλή.

Για αυτόν τον λόγο πρέπει να υπάρξει μια αντισταθμιστική πτώση στην εγχώρια πίστωση που επεκτείνεται είτε από την κεντρική τράπεζα, είτε τον τραπεζικό τομέα, $DC_t^{CB} = D_t^{CB} + L_t^{CB\&B}$. Εάν συμβεί κάτι τέτοιο, η κεντρική τράπεζα θα προβεί σε πωλήσεις ομολόγων προς τον ιδιωτικό τομέα ($D_t^{CB} \downarrow$). Αυτή είναι η γνωστή κίνηση της **αποστείρωσης** (sterilization). Ωστόσο, η αυξανόμενη προσφορά ομολόγων μειώνει τις τιμές τους και συνακόλουθα αυξάνει τα επιτόκια τους, τα οποία με τη σειρά τους προσελκύουν νέα (κεφαλαιακές εισροές).

Από την άλλη, εάν υπάρξει μια αντισταθμιστική πτώση στην εγχώρια πίστωση που επεκτείνεται από τον τραπεζικό τομέα, $DC_t^B = D_t^B + L_t^{B\&P}$, αυτή θα περιλαμβάνει ουσιαστικά μια μείωση των τραπεζικών χορηγήσεων προς τον ιδιωτικό τομέα, ως συνέπεια, ίσως, των πιο σκληρών κανονισμών σχετικά με το δανεισμό τραπεζών. Αυτή η κίνηση δεν θα αυξήσει τα επιτόκια, ούτε θα ενθαρρύνει την ενίσχυση της τραπεζικής διαμεσολάβησης, οδηγώντας τις τράπεζες σε περιορισμό του ρόλου τους, τον οποίον έχουν σε μια ελεύθερη οικονομία.

1.3. Αξιολόγηση της Σύνθεσης του Λογαριασμού Κεφαλαίων

Η σύνθεση του λογαριασμού κεφαλαίων που είναι απαραίτητα για τη χρηματοδότηση ενός δεδομένου ελλείμματος στον λογαριασμό των τρεχουσών συναλλαγών, αποτελεί σημαντικό παράγοντα για

την βιωσιμότητα του τελευταίου. Σε γενικό επίπεδο μπορούμε να ταξινομήσουμε τις κεφαλαιακές εισροές σε τρεις κατηγορίες:

- Βραχυπρόθεσμες Κεφαλαιακές Εισροές
- Μακροπρόθεσμες Κεφαλαιακές Εισροές
- Εισροές Μετοχικού Κεφαλαίου

Οι βραχυπρόθεσμες κεφαλαιακές εισροές περικλείουν περισσότερο κίνδυνο από τις μακροπρόθεσμες εισροές. Μεταξύ των εισροών που συμμετέχουν στη δημιουργία του χρέους, εκείνες που προέρχονται από τους επίσημους πιστωτές είναι σταθερότερες και λιγότερο αντιστρέψιμες στο βραχυπρόθεσμο διάστημα, σε σύγκριση με εκείνες που προέρχονται από τους ιδιωτικούς πιστωτές. Αμφότερα δε τα είδη του χρέους είναι λιγότερο σταθερά από τις εισροές μετοχικού κεφαλαίου.

Κατά συνέπεια, ένα έλλειμμα στον λογαριασμό των τρεχουσών συναλλαγών που χρηματοδοτείται από τις άμεσες ξένες επενδύσεις είναι πιο διατηρήσιμο από ένα έλλειμμα που χρηματοδοτείται από βραχυπρόθεσμες κεφαλαιακές ροές, οι οποίες μπορούν εύκολα να αντιστραφούν όταν η αίσθηση της αγοράς για την μελλοντική εξέλιξη της οικονομίας, μεταβάλλεται σε δυσμενέστερη.

Άμεσες Ξένες Επενδύσεις

Οι ξένες άμεσες επενδύσεις (FDI) φαίνονται συγκριτικά ασφαλείς. Στην πραγματικότητα, ο ξένος επενδυτής μοιράζεται ένα μεγάλο μέρος του κινδύνου της χώρας υποδοχής, καθότι η πορεία της επένδυσης είναι συνδεδεμένη με την οικονομική πορεία της χώρας στην οποία έγινε. Επίσης, η άμεση επένδυση είναι πολύ δυσκολότερο να αποσυρθεί σε δύσκολες, οικονομικά εποχές, ενώ σε περίπτωση ρευστοποίησης τη επενδυτικής θέσης κάτι τέτοιο θα δημιουργούσε σημαντική απώλεια.

Αν και η άμεση επένδυση μπορεί να αποτελεί μια ασφαλέστερη πηγή κεφαλαίου από την δανειοδότηση, μακροπρόθεσμα είναι πιθανό να είναι ακριβότερη. Στην περίπτωση αυτή ο επενδυτής για να επωμιστεί τον πρόσθετο κίνδυνο, απαιτεί σε αντάλλαγμα ένα μεγαλύτερο εισόδημα. Έτσι το μερίδιο των κερδών, το οποίο δικαιούται ο επενδυτής από την επένδυση του, μπορεί να είναι πολύ μεγαλύτερο από το μερίδιο των πληρωτέων τόκων για ένα ισόποσο προς την άμεση ξένη επένδυση δάνειο.

Η άμεση ξένη επένδυση μειονεκτεί ως προς το βαθμό υλοποίησής της, καθότι απαιτείται μια στενή μακροπρόθεσμη σχέση μεταξύ του επενδυτή και της επιχείρησης, στην οποία προτίθεται να τοποθετηθεί ο τελευταίος.

Χορηγήσεις από Χρηματοπιστωτικούς Οργανισμούς

Ο δανεισμός από μια τράπεζα είναι σχετικά επικίνδυνος. Εάν, παραδείγματος χάριν, για οποιοδήποτε λόγο, το εισόδημα του οφειλέτη μειωθεί, τότε δεν έχει καμία επιλογή από το να εξυπηρετήσει το χρέος εξίσου όπως και πριν, καίτοι η ικανότητά του να πράξει κατ' αυτόν τον τρόπο έχει μειωθεί. Σύμφωνα με μελέτες που έχουν διεξαχθεί, το τραπεζικό χρέος αναμένεται να μειώσει το ΑΕΠ από 0,2% μέχρι 0.4% για κάθε ποσοστιαία αύξηση του λόγου του προς το ΑΕΠ.

2. ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΝΟΙΚΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΓΙΑ ΤΑ ΑΤΟΜΑ

Ως γνωστόν, ο κάθε επενδυτής επιδιώκει την μέγιστη δυνατή απόδοση στην επένδυση των κεφαλαίων του. Αρωγός σε αυτή την επιδίωξη είναι η υπό των ανοικτών αγορών παρεχόμενη δυνατότητα να μετακινούν οι επενδυτές τα κεφάλαια άμεσα σε όποια αγορά προσφέρει τις ελκυστικότερες αποδόσεις. Βεβαίως αυτή διαδικασία μετακίνησης των κεφαλαίων έχει πέρασ, το οποίο επέρχεται όταν ισχύει μιας εκ των δυο μορφών ισοτιμίας των επιτοκίων.

Το γεγονός ότι η κινητικότητα του κεφαλαίου θέτει ένα πέρασ στην

αναζήτηση επικερδών επενδυτικών ευκαιριών ανά τον κόσμο δεν σημαίνει ότι θα εκλείψουν τα ωφέληματα από την ανάληψη επενδυτικής δραστηριότητας σε διεθνές επίπεδο. Όπως θα δούμε παρακάτω, η διεθνής διαφοροποίηση (η οποία επιτυγχάνεται μέσω της κινητικότητας του κεφαλαίου) δύναται να καταστήσει το χαρτοφυλάκιο του επενδυτή πιο αποτελεσματικό (δηλαδή μεγαλύτερη απόδοση και μικρότερο κίνδυνο).

2.1. Η Ακάλυπτη Ισοτιμία Επιτοκίων

Η καλυμμένη ισοτιμία των επιτοκίων αναφέρεται στη συνθήκη ισορροπίας που θα πρέπει να ισχύει όταν δυο χώρες δεν επιβάλουν κάποιους περιορισμούς στις κινήσεις του κεφαλαίου και περιγράφεται δια της ακόλουθης μαθηματικής σχέσεως:

$i^d = i^f + \pi^{fx}$	1.2
------------------------	------------

όπου

π^{fx} = το ποσοστό προσδοκώμενη ανατίμησης του ξένου νομίσματος, δηλαδή $\pi^{fx} = [E(S_1) - S_0] / S_0$

S = η τιμή σε ευρώ μιας μονάδος του ξένου νομίσματος (για παράδειγμα στις 4/4/2006 η τιμή του δολαρίου ήταν €0,8316)

i^d = το εγχώριο επιτόκιο

i^f = το επιτόκιο για περιουσιακά στοιχεία της αλλοδαπής

Για να καταλάβουμε πώς λειτουργεί η παραπάνω σχέση, ας δούμε την ακολουθία γεγονότων που πραγματοποιούνται μετά από μια αύξηση του εγχώριου (ονομαστικού) επιτοκίου, έτσι ώστε $i^d > i^f + \pi^{fx}$:

- Τα εγχώρια ομόλογα καθίστανται ελκυστικότερα, και ως εκ τού-

του οι ξένοι επενδυτές επιθυμούν να τοποθετηθούν σε αυτά

- Η προσφορά συναλλάγματος προκειμένου να αποκτηθούν τα εγχώρια ομόλογα αυξάνεται, με αποτέλεσμα τη μείωση της αξίας του ξένου νομίσματος ($S \downarrow$)
- Όπως το εγχώριο νόμισμα ανατιμάται σήμερα, οι επενδυτές αναμένουν μια μελλοντική υποτίμηση (διόρθωση) στο μέλλον που είναι ($E(S_1) \uparrow$)
- Η αναμενόμενη μελλοντική υποτίμηση του εγχωρίου νομίσματος πρέπει να είναι τέτοια που να αντισταθμίζει την αύξηση στα εγχώρια επιτόκια.

$$i^d \uparrow = i^f + \frac{\uparrow E(S_1) - S_0}{\downarrow S_0}$$

Η Εξαγωγή της Καλυμμένης Ισοτιμίας των Επιτοκίων

Ας δούμε όμως πως μπορούμε να εξαγάγουμε την σχέση (1.2), χρησιμοποιώντας το ακόλουθο παράδειγμα.

Ένας Ευρωπαίος επενδυτής έχει δυο επιλογές αναφορικά με την επενδυτική στρατηγική που ενδεχομένως θα ακολουθήσει.

- Πρώτον, μπορεί να επενδύσει στην Ευρωπαϊκή χρηματαγορά, οπότε μετά από ένα έτος η αξία της επένδυσης του θα είναι:

$$A_1^{EU} = P_0^{EU} (1 + i_{0g}^{EU})$$

όπου

A_1^{EU} = η αξία της επένδυσης στην Ευρωπαϊκή χρηματαγορά εκπεφρασμένη σε ευρώ

i_{0g}^{EU} = το τρέχον προσφερόμενο επιτόκιο στο συγκεκριμένο προ-

ϊόν της Ευρωπαϊκής χρηματαγοράς

P_0^{EU} = το επενδεδυμένο ποσό στο συγκεκριμένο προϊόν της Ευρωπαϊκής χρηματαγοράς

- Δεύτερον, ο εν λόγω επενδυτής δύναται να τοποθετηθεί στην Αμερικανική χρηματαγορά, ακολουθώντας τα παρακάτω βήματα:

1. Μετατροπή του Εγχωρίου Νομίσματος σε Ξένο: θα πρέπει να αγοράσει δολάρια με τα ευρώ που διαθέτει προς επένδυση. Γενικά, ισχύει η εξής σχέση:

$$P_0^{\text{EU}} = S_0 \cdot P_0^{\text{US}}$$

Όπου S_0 η εκπεφρασμένη σε ευρώ τιμή ενός δολαρίου την περίοδο $t=0$. Σε αυτή την συναλλαγματική ισοτιμία, ο επενδυτής μπορεί να αγοράσει $\$ P_0^{\text{US}}$ δολάρια

$$P_0^{\text{US}} = \frac{P_0^{\text{EU}}}{S_0}$$

2. Η Απόδοση των Αλλοδαπών Περιουσιακών Στοιχείων: από την επένδυση σε μια προθεσμιακή κατάθεση μιας Αμερικανικής τράπεζας, διάρκειας ενός έτους, ο Ευρωπαίος επενδυτής θα αποκομίσει το τέλος του έτους $\$ A_1^{\text{US}}$ δολάρια..

$$\begin{aligned} A_1^{\text{US}} &= P_0^{\text{US}} (1 + i_{0,1}^{\text{US}}) \\ &= \frac{P_0^{\text{EU}}}{S_0} (1 + i_{0,1}^{\text{US}}) \end{aligned}$$

3. Μετατροπή του Ξένου Νομίσματος σε Εγχώριο: αυτό που έχει σημασία για τον επενδυτή είναι οι ταμειακές εισροές του σε ευρώ και όχι σε δολάρια. Συνεπώς, οι εισροές της επένδυσης στην Αμερικανική προθεσμιακή κατάθεση εκπεφρασμένη σε ευρώ A^{EU} είναι:

$$A_1^{\text{EU}^*} = E(S_1) \cdot A_1^{\text{US}} =$$

$$= E(S_1) \frac{P_0^{\text{EU}}}{S_0} (1 + i_{0,1}^{\text{US}})$$

Σε κατάσταση ισορροπίας, θα πρέπει οι εισροές και από τις δύο στρατηγικές να είναι ίσες, δηλαδή θα πρέπει να ισχύει:

$$A_1^{\text{EU}} = A_1^{\text{EU}^*}$$

δηλαδή

$$P_0^{\text{EU}} (1 + i_{0,1}^{\text{EU}}) = E(S_1) \frac{P_0^{\text{EU}}}{S_0} (1 + i_{0,1}^{\text{US}})$$

ή

$(1 + i_{0,1}^{\text{EU}}) = \frac{E(S_1)}{S_0} (1 + i_{0,1}^{\text{US}})$	1.3
--	------------

Η ΣΥΝΘΗΚΗ ΑΚΑΛΥΠΤΗΣ ΙΣΟΤΙΜΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ

Συμβολίζοντας δε με π^{fx} την αναμενόμενη ανατίμηση του δολαρίου έχουμε :

$1 + i_{0,1}^{\text{EU}} = (1 + \pi^{fx}) (1 + i_{0,1}^{\text{US}})$	1.4
--	------------

ή

$i_{0,1}^{\text{EU}} = i_{0,1}^{\text{US}} + \pi^{fx}$	1.5
--	------------

όπου

$$\pi^{fx} = \frac{E(S_1) - S_0}{S_0}$$

2.2. Η Καλυμμένη Ισοτιμία Επιτοκίων

Όπως και η προηγούμενη μορφή ισοτιμίας των επιτοκίων, έτσι και η **καλυμμένη ισοτιμία των επιτοκίων** περιγράφει μια κατάσταση ισορροπίας, στην οποία δεν υπάρχουν κίνητρα για μεταφορά κεφαλαίων από χώρα σε χώρα. Η μαθηματική δε μορφή της παραπάνω ισοτιμίας είναι η ακόλουθη:

$(1+i^d) = \frac{F}{S}(1+i^f)$	1.6
--------------------------------	------------

Η ΣΥΝΘΗΚΗ ΚΑΛΥΜΜΕΝΗΣ ΙΣΟΤΙΜΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ

Προκειμένου να δούμε πως παράγεται η παραπάνω εξίσωση ισορροπίας εξετάζουμε δυο εναλλακτικές επενδυτικές στρατηγικές. Η πρώτη επενδυτική στρατηγική αφορά την τοποθέτηση ενός ευρώ σε αποταμιευτικό τραπεζικό προϊόν φέρον επιτόκιο $i_{0,t}^d$, ανατοκιζόμενο m φορές τον χρόνο, και έχον διάρκεια t έτη. Σε αυτή την περίπτωση η απόδοση της επένδυσης σε ευρώ είναι:

$$A_t^d = \left(1 + \frac{i_{0,t}^d}{m}\right)^{m \cdot t}$$

Η άλλη εναλλακτική στρατηγική είναι ,εάν ο επενδυτής αποφασίσει να επενδύσει σε ένα αντίστοιχο προϊόν Αμερικανικού χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, τότε θα πρέπει να ακολουθήσει τα παρακάτω βήματα:

- Κατ' αρχάς θα πρέπει να μετατρέψει το ευρώ σε δολάρια

$$P_0^f = \frac{1}{S_0}$$

Όπου S_0 η τιμή του δολαρίου σήμερα $t=0$.

- Εν συνεχεία ο επενδυτής θα επενδύσει το ποσό των $\$ P_0^f$ σε ένα Αμερικανικό προϊόν της χρηματαγοράς αποδόσεως i_{0g}^f (σε ετήσια βάση) ανατοκίζόμενο m φορές τον χρόνο για t έτη. Από αυτή την τοποθέτηση ο Ευρωπαίος επενδυτής θα εισπράξει:

$$A_t^f = P_0^f \left(1 + \frac{i_{0g}^f}{m} \right)^{m \cdot t}$$

- Στο τέλος των t ετών ο επενδυτής από την Ευρώπη θα έχει διαθέσιμο ένα ποσό των $\$ A_t^f$, το οποίο βεβαίως θα πρέπει να το μετατρέψει σε ευρώ κάνοντας χρήση ενός προθεσμιακού συμβολαίου διάρκειας t ετών, το οποίο θα του δίνει τη δυνατότητα να «πουλήσει» $\$ A_t^f$ στην τιμή των $\text{€} F$ ανά δολάριο. Επομένως, οι συνολικές εισπράξεις του επενδυτή από την επένδυση του σε αλλοδαπά περιουσιακά στοιχεία εκπεφρασμένες σε ευρώ (A_t^{f*}) είναι:

$$A_t^{f*} = F_{0,t} \cdot A_t^f$$

- Η συνθήκη ισορροπίας επιτάσσει ότι οι συνολικές αποδόσεις αμφοτέρων των στρατηγικών πρέπει να είναι ίσες, δηλαδή θα πρέπει να ισχύει

$$A_t^d = A_t^{f*}$$

ή

$$\left(1 + \frac{i_{0,t}^d}{m}\right)^{m \cdot t} = F_0 \cdot P_0^f \left(1 + \frac{i_{0,t}^f}{m}\right)^{m \cdot t}$$

δηλαδή

$\left(1 + \frac{i_{0,t}^d}{m}\right)^{m \cdot t} = \frac{F_0}{S_0} \left(1 + \frac{i_{0,t}^f}{m}\right)^{m \cdot t}$	1.7
---	------------

Βλέπουμε λοιπόν ότι η (1.6) αποτελεί μια ειδική περίπτωση της (1.7) για $m = t = 1$.

2.3. Η Διεθνής Διαφοροποίηση των Χαρτοφυλακίων και το Άριστο Χαρτοφυλάκιο

Η διεθνής διαφοροποίηση χαρτοφυλακίων αναφέρεται στην ευκαιρία που έχει ο εγχώριος επενδυτής, λόγω του ανοίγματος των αγορών, να περιλάβει, πλην των ημεδαπών περιουσιακών στοιχείων και αλλοδαπά περιουσιακά στοιχεία (όπως μετοχές και ομόλογα) στο χαρτοφυλάκιο του. Μια τέτοια κίνηση ενδέχεται να μειώσει τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου.

Γενικά, η διακύμανση⁴ ενός χαρτοφυλακίου (σ_p^2) αποτελούμενου από N αξιόγραφα υπολογίζεται από τον εξής τύπο:

$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^N x_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N x_i x_j \sigma_{ij}$	1.8
--	------------

για $i \neq j$

όπου

⁴ Ως γνωστόν ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου υπολογίζεται από την τετραγωνική ρίζα της διακύμανσης του.

x_i = το ποσοστό των επενδυμένων κεφαλαίων στο αξιόγραφο i

σ_i^2 = η διακύμανση των αποδόσεων του αξιόγραφου i

σ_{ij} = η συνδιακύμανση μεταξύ των αποδόσεων του αξιόγραφου i
και j

Προκειμένου να μελετήσουμε την επίδραση της διαφοροποίησης επί του κινδύνου του χαρτοφυλακίου, υποθέτουμε ότι τα σταθμίσματα του χαρτοφυλακίου μας είναι ίσα, επομένως η παραπάνω σχέση γράφεται και ως εξής:

$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^N \frac{1}{N^2} \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N \frac{1}{N^2} \sigma_{ij}$	1.9
--	------------

ή

$\sigma_p^2 = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \frac{1}{N} \sigma_i^2 + \frac{N-1}{N} \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N \frac{1}{N} \frac{1}{N-1} \sigma_{ij}$	1.10
--	-------------

Σε ένα χαρτοφυλάκιο αποτελούμενο από N αξιόγραφα υπάρχουν N διακυμάνσεις των αποδόσεων, μία για κάθε αξιόγραφο, και $N(N-1)$ συνδιακυμάνσεις. Συνεπώς, μπορούμε να γράψουμε την παραπάνω εξίσωση σε συνάρτηση με τη μέση διακύμανση και συνδιακύμανση του χαρτοφυλακίου, ως εξής:

$\sigma_p^2 = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \bar{\sigma}_i^2 + \frac{N-1}{N} \bar{\sigma}_{ik}$	1.11
--	-------------

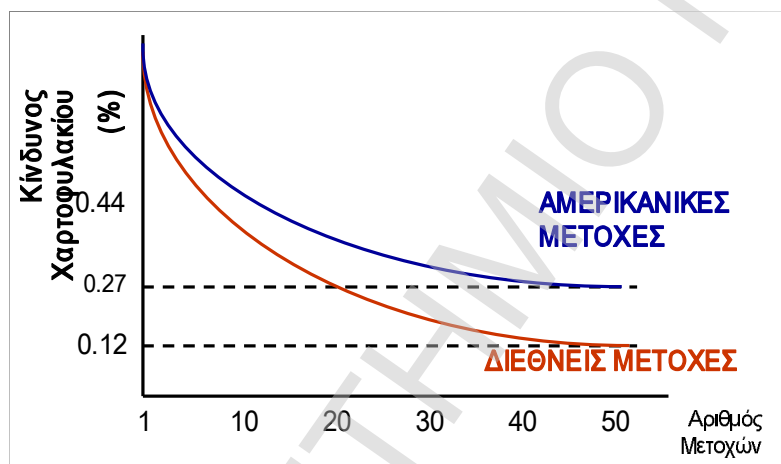
Καθώς λοιπόν ο αριθμός των μετοχών αυξάνει το χαρτοφυλάκιο, η διακύμανση του χαρτοφυλακίου τείνει προς τη μέση συνδιακύμανση του

$$\lim_{N \rightarrow \infty} \sigma_p^2 = \bar{\sigma}_{ij}$$

1.12

Έτσι όσο πιο μικρή είναι η συνδιακύμανση μεταξύ των αποδόσεων των αξιόγραφων τόσο μικρότερος είναι ο συστηματικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου και συνακόλουθα ο κίνδυνος ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου.

Στο παρακάτω σχήμα παρατηρούμε πως ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου μειώνεται όσο αυξάνονται οι μετοχές που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή.



Σχήμα 1.1: ΤΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ

Πηγή:

<http://spruce.flint.umich.edu/~mjperry/Chap011.ppt#403,5,International Correlation Structure>

Ένας εναλλακτικός τρόπος για να δείξουμε τις επιδράσεις της διαφοροποίησης είναι να υποθέσουμε ότι ένα χαρτοφυλάκιο A αποτελείται από τα εξής δυο χαρτοφυλάκια: (1) το χαρτοφυλάκιο 1 που ακολουθεί κάποιο εγχώριο χρηματιστηριακό δείκτη και (2) το χαρτοφυλάκιο 2 που ακολουθεί κάποιο ξένο χρηματιστηριακό δείκτη. Στην προκειμένη περίπτωση, η διακύμανση του χαρτοφυλακίου A

είναι:

$\sigma_A^2 = \sum_{i=1}^2 x_i^2 \sigma_i^2 + 2x_1 x_2 \sigma_{12}$	1.13
---	-------------

Και με βάση τον ορισμό για τον συντελεστή συσχέτισης έχουμε:

$\sigma_A^2 = \sum_{i=1}^2 x_i^2 \sigma_i^2 + 2x_1 x_2 \sigma_1 \sigma_2 \rho_{12}$	1.14
---	-------------

όπου

ρ_{12} = η συντελεστής συσχέτισης μεταξύ των αποδόσεων της εγχώριας και αλλοδαπής κεφαλαιαγοράς

Από την τελευταία σχέση προκύπτει το συμπέρασμα ότι τα **κέρδη από τη διεθνή διαφοροποίηση χαρτοφυλακίων** εξαρτώνται από το βαθμό συσχέτισης ($-1 \leq \rho \leq +1$) των αποδόσεων μεταξύ της ημεδαπής και αλλοδαπής κεφαλαιαγοράς. Πιο συγκεκριμένα, όσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ των αποδόσεων των κεφαλαιαγορών σε δυο χώρες, τόσο μικρότερα τα κέρδη από τη διεθνή διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζουμε τους συντελεστές συσχέτισης μεταξύ των κυριοτέρων ανεπτυγμένων κεφαλαιαγορών ανά τον κόσμο.

Πίνακας 1.2: ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΩΝ (1980 - 2001)

	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ				
ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ	ΚΑΝΑΔΑΣ	ΓΑΛΛΙΑ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΙΑΠΩΝΙΑ	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ
ΚΑΝΑΔΑΣ					
ΓΑΛΛΙΑ	0,46				
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	0,42	0,69			
ΙΑΠΩΝΙΑ	0,33	0,41	0,33		
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	0,57	0,57	0,50	0,42	
Η.Π.Α.	0,74	0,50	0,45	0,31	0,58

Πηγή:

<http://spruce.flint.umich.edu/~mjerry/Chap011.ppt#403.5.International Correlation Structure>

Από τον παραπάνω πίνακα βλέπουμε ότι η διεθνής διαφοροποίηση σε επίπεδο ανεπτυγμένων αγορών δεν βοηθά ιδιαίτερα στη μείωση του κινδύνου του χαρτοφυλακίου καθώς οι συντελεστές συσχέτισης μεταξύ των περισσότερων αγορών (με εξαίρεση την Ιαπωνία) είναι αρκετά υψηλοί (περίπου άνω του 0.45). Παρ' όλα αυτά η διεθνής διαφοροποίηση και στις περιπτώσεις υψηλής συσχέτισης των κεφα-

λαιογορών δύναται να βελτιώσει την αποδοτικότητα ενός χαρτοφυλακίου.

Το Άριστο Διεθνές Χαρτοφυλάκιο

Μια από τις μεθόδους μέτρησης της αποτελεσματικότητας ενός επενδυτικού χαρτοφυλακίου αποτελεί ο λόγος της υπερβάλλουσας απόδοσης του χαρτοφυλακίου προς τον κίνδυνο του, ο οποίος ονομάζεται **Sharpe Performance Measure (SHP)**, και περιγράφεται από την κάτωθι σχέση (Elton και Gruber 1995, σελ. 641-643):

$SHP_i = \frac{ER_i}{\sigma_i}$	1.15
---------------------------------	-------------

όπου

ER = η απόδοση της κεφαλαιαγοράς της χώρας i μείον την απόδοση του αξιόγραφου άνευ κινδύνου

σ = η τυπική απόκλιση (κίνδυνος) του χαρτοφυλακίου

Για παράδειγμα, κατά την περίοδο 1980-2001 η μέση μηνιαία απόδοση της Αμερικανικής κεφαλαιαγοράς ήταν της τάξεως του 1.26% με τυπική απόκλιση 4.43%. Έτσι με μια μηνιαία απόδοση ύψους 0,5512% του αξιόγραφου άνευ ακίνδυνου ο λόγος SHP για την Αμερικανική κεφαλαιαγορά είναι .160 $[(1.26 - .5512) / 4.43]$

Ας υποθέσουμε τώρα ότι εξετάζουμε την περίπτωση ενός Αμερικανού επενδυτή, ο οποίος έχει τη δυνατότητα να επενδύσει στην Αμερικανική και Ολλανδική κεφαλαιαγορά. Σε αυτή την περίπτωση το SHP έχει την εξής μορφή:

$SHP_p = \frac{ER_p}{\sigma_p}$	1.16
---------------------------------	-------------

όπου

$$ER_p = x_{US}\bar{r}_{US} + (1-x_{US})\bar{r}_{NL}$$

$$\sigma_p^2 = x_{US}^2\sigma_{US}^2 + (1-x_{US})^2\sigma_{NL}^2 + 2x_{US}(1-x_{US})\sigma_{US}\sigma_{NL}\rho_{US,NL}$$

Προκειμένου να βρούμε την σύνδεση του **βέλτιστου διεθνούς χαρτοφυλακίου** θα πρέπει να μεγιστοποιήσουμε την (1.16) ως προς x_{US} , δηλαδή το ποσοστό του διεθνούς χαρτοφυλακίου του επενδυτή, το οποίο αποτελείται από Αμερικανικές μετοχές. Κατά τη διαδικασία της μεγιστοποίησης βρίσκεται ότι $x_{US} = 0,53$ και $x_{NL} = 0,47$, και βάσει των προσδοκώμενων αποδόσεων \bar{r}_{US} και \bar{r}_{NL} των κεφαλαιαγορών των Η.Π.Α. και της Ολλανδίας, αντίστοιχα, και του συντελεστή συσχέτισης μεταξύ των δυο αγορών υπολογίζουμε ότι $ER_p = 1,32\%$ και $\sigma_p = 4,29\%$.

Συνεπώς, συγκρίνοντας τον λόγο SHP του αρίστου χαρτοφυλακίου, ο οποίος είναι **.180** ($=1.32/4.29$), με τον αντίστοιχο λόγο για την Αμερικανική κεφαλαιαγορά (.160) μπορούμε να δούμε την βελτίωση στην αποδοτικότητα του χαρτοφυλακίου, την οποία προσφέρει η διεθνής διαφοροποίηση. Επίσης, παρατηρούμε ότι εάν ο Αμερικανός επενδυτής αποφασίσει να διατηρήσει στο νέο διεθνές χαρτοφυλάκιο τον κίνδυνο στα επίπεδα της Αμερικανικής κεφαλαιαγοράς (δηλαδή στο 4.43%) τότε η διεθνής διαφοροποίηση προσθέτει στο χαρτοφυλάκιο του εν λόγω επενδυτή 0,089% σε υπερβάλλουσα απόδοση, δηλαδή.

$$\begin{aligned}\Delta ER_p &= \Delta SHP_p \cdot \sigma_p = \\ &= (0.180 - 0.160)(4.43\%) = 0.089\%\end{aligned}$$

ή 1.07% σε ετησιοποιημένη βάση⁵

⁵ Αυτή η απόδοση βρίσκεται ως $(1+0,088\%)^{12}-1$

2.4. Οι Αποδόσεις από τις Διεθνείς Επενδύσεις

Ένας επενδυτής που έχει αναπτύξει επενδυτική δραστηριότητα στις διεθνείς χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές ενδιαφέρεται για τις αποδόσεις των επενδύσεων του εκπεφρασμένες σε ευρώ. Στην περίπτωση επένδυσης σε μετοχές της αλλοδαπής, τότε η απόδοση εκπεφρασμένη στο εγχώριο νόμισμα (r_s^d) αυτής της επένδυσης θα πρέπει να ισούται με (Shapiro 1999, σελ.671):

$(1+r_s^d) = \left(1 + \frac{P_t^f - P_{t-1}^f + \text{DPS}_t^f}{P_{t-1}^f}\right) (1 + \pi_t^{\text{fx}})$	1.17
---	-------------

όπου

P_t^f Η τιμή τη ξένης μετοχής την περίοδο t

π_t^{fx} = το ποσοστό ανατίμησης του ξένου νομίσματος

DPS_t^f = το μέρισμα ανά μετοχή της ξένης μετοχής

Γενικεύοντας την παραπάνω σχέση και συμβολίζοντας με r_t^f την απόδοση από ένα αλλοδαπό περιουσιακού στοιχείου, μπορούμε να γράψουμε την (1.17) ως εξής:

$r_t^d = r_t^f + \pi_t^{\text{fx}}$	1.18
-------------------------------------	-------------

Για παράδειγμα, εάν η απόδοση σε ένα έτος μιας Αμερικανικής μετοχής είναι 10% αλλά το δολάριο κατά την αντίστοιχη περίοδο υποτιμηθεί κατά 3%, τότε η απόδοση για το Ευρωπαϊό μέτοχο της Αμερικανικής εταιρίας είναι 7%.

Εφόσον r_t^f και π_t^{fx} αποτελούν τυχαίες μεταβλητές έπεται ότι και η

r_t^d είναι τυχαία μεταβλητή. Εφαρμόζοντας δε τους κανόνες υπολογισμού της διακύμανσης μιας τυχαίας μεταβλητής βλέπουμε ότι ο κίνδυνος που ενέχει μια επένδυση σε αλλοδαπά περιουσιακά στοιχεία εξαρτάται από τρεις παράγοντες: (α) τον κίνδυνο του αλλοδαπού περιουσιακού στοιχείου, (β) την μεταβλητότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας, και (γ) τη συνδιακύμανση του συναλλαγματικής ισοτιμίας και της απόδοσης του αλλοδαπού περιουσιακού στοιχείου:

$\text{var}(r_t^d) = \text{var}(r_t^f) + \text{var}(\pi_t^{\text{fx}}) + 2 \text{cov}(r_t^f, \pi_t^{\text{fx}})$	1.19
--	-------------

3. ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΝΟΙΚΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΓΙΑ ΤΙΣ ΧΩΡΕΣ

Σε μια ανοικτή οικονομία με πλήρη κινητικότητα κεφαλαίου μπορούμε να εντοπίσουμε τρεις πηγές αποταμίευσης: (1) την ιδιωτική αποταμίευση, (2) τη δημόσια αποταμίευση, και (3) την αποταμίευση εκ της αλλοδαπής:

$S_t^P + [(R_t - TR_t) - G_t] + KA_t \equiv I_t$	1.20
--	-------------

όπου

S_t^P = τα αποταμιεύματα του ιδιωτικού τομέα

R = τα έσοδα από τους φόρους εισοδήματος φυσικών προσώπων

TR = οι κρατικές μεταβιβαστικές πληρωμές

KA_t = οι καθαρές εισροές κεφαλαίων εκ της αλλοδαπής

I_t = οι ιδιωτικές επενδύσεις

Η **ιδιωτική αποταμίευση** S_t^P , ή η αποταμίευση ιδιωτικού τομέα, αποτελείται από την εταιρική αποταμίευση και την αποταμίευση των νοικοκυριών. Η **δημόσια αποταμίευση**, δηλαδή η ποσότητα $S_t^G = R_t - (TR_t + G_t)$, αποτελεί το αρνητικό του δημοσιονομικού ελλείμματος. Τέλος, η *αποταμίευση εκ της αλλοδαπής* αφορά την μέσω λογαριασμού κεφαλαίου καθαρή εισροή κεφαλαίων εις την χώρα μας εκ της αλλοδαπής. Άρα οι διεθνείς ροές κεφαλαίου επιτρέπουν την χρηματοδότηση της ιδιωτικής επένδυσης όταν η **εθνική αποταμίευση**, δηλαδή το άθροισμα της ιδιωτικής και δημόσιας αποταμίευσης, υπολείπεται την ιδιωτικής επένδυσης (όταν δηλαδή ισχύει $S_t^P + [(R_t - TR_t) - G_t] < I_t$).

3.1. Η Ανάλυση των Καθαρών Εισροών Κεφαλαίου

Οι καθαρές ροές κεφαλαίου συνίστανται στη διαφορά μεταξύ των εισροών και εκροών κεφαλαίου, όπως παρουσιάζεται στην ακόλουθη εξίσωση:

$KA_t = \underbrace{\left(\Delta FL_t^P + \Delta FL_t^G \right)}_{\text{εισροες κεφαλαίων}} - \underbrace{\left(\Delta FA_t^P + \Delta FA_t^G \right)}_{\text{εκροες κεφαλαίων}}$	1.21
---	-------------

όπου

FL^P = οι υποχρεώσεις του ιδιωτικού εγχωρίου τομέα προς τους κατοίκους της αλλοδαπής

FL^G = οι υποχρεώσεις του δημοσίου τομέα προς τους κατοίκους της αλλοδαπής

FA^P = τα ξένα περιουσιακά στοιχεία στη κατοχή του ιδιωτικού εγχωρίου τομέα

FA^G = τα ξένα περιουσιακά στοιχεία στην κατοχή του δημοσίου τομέα (πρόκειται για τα συναλλαγματικά αποθέματα της χώρας).

Η παραπάνω σχέση μας πληροφορεί ότι οι καθαρές εισροές κεφαλαίων αφορούν τη διαφορά μεταξύ υποχρεώσεων της χώρας προς τους αλλοδαπούς (λόγω της πώλησης ημεδαπών περιουσιακών στοιχείων προς τους κατοίκους της αλλοδαπής) και των ωφελημάτων που απορρέουν από τη διακράτηση αλλοδαπών περιουσιακών στοιχείων. Ομιλώντας δε περί αλλοδαπών και ημεδαπών περιουσιακών στοιχείων αναφερόμαστε ουσιαστικά :

- σε μετοχές εταιριών και ομόλογα (εταιρικά και του δημοσίου), που μπορεί να διατηρούν στο χαρτοφυλάκιο τους οι ημεδαποί ή αλλοδαποί επενδυτές.
- στα ομόλογα του δημοσίου ξένων χωρών στην κατοχή της κεντρικής τράπεζας
- στην επέκταση χορηγήσεων του εγχωρίου χρηματοπιστωτικού συστήματος προς τον ιδιωτικό τομέα.
- στην ακίνητη περιουσία .

Πιο αναλυτικά, εφόσον μια οικονομία αποτελείται από τον ιδιωτικό και δημόσιο τομέα, μπορούμε να διακρίνουμε μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων ιδιωτικού και δημόσιου τομέα:

$$FA_t = FA_t^P + FA_t^G$$

1.22

Κατά την έννοια αυτή, οι χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις μιας χώρας προς την αλλοδαπή συνιστούν το σύνολο του εξωτερικού της χρέους αποτελούμενο από το μέρος του εξωτερικού χρέους που ανήκει στον ιδιωτικό τομέα (FL^P) και το μέρος που ανήκει στον δημόσιο τομέα (FL^G).

$FL_t = FL_t^P + FL_t^G$	1.23
--------------------------	-------------

Έπειτα, ορίζουμε την αύξηση στα περιουσιακά στοιχεία του ιδιωτικού τομέα (ΔFA^P) ως τις **ιδιωτικές εκροές κεφαλαίου**, οι οποίες περιγράφονται από την ακόλουθη εξίσωση διαφοράς:

$\Delta FA_t^P = FA_t^P - FA_{t-1}^P$	1.24
---------------------------------------	-------------

Ομοίως, θεωρούμε ότι η αύξηση στα στοιχεία του παθητικού του ιδιωτικού τομέα ότι αντιπροσωπεύουν τις **ιδιωτικές εισροές κεφαλαίων**

$\Delta FL_t^P = FL_t^P - FL_{t-1}^P$	1.25
---------------------------------------	-------------

Με τον ίδιο τρόπο καθορίζουμε τις εκροές και εισροές κεφαλαίων που σχετίζονται με τον δημόσιο τομέα

$\Delta FA_t^G = FA_t^G - FA_{t-1}^G$	1.26
---------------------------------------	-------------

$\Delta FL_t^G = FL_t^G - FL_{t-1}^G$	1.27
---------------------------------------	-------------

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζουμε τα στοιχεία σχετικά με τις εισροές και εκροές κεφαλαίου :

Πίνακας 1.3: ΕΙΣΡΟΕΣ ΚΑΙ ΕΚΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ			
		ΑΠΟΔΕΚΤΗΣ	
		ΙΔΙΩΤΙΚΟΣ ΤΟΜΕΑΣ	ΔΗΜΟΣΙΟΣ ΤΟΜΕΑΣ
ΕΙΣΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	ΚΕΦΑ-	$\Delta FL_t^P = FL_t^P - FL_{t-1}^P$	$\Delta FL_t^G = FL_t^G - FL_{t-1}^G$
ΕΚΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	ΛΑΙΩΝ	$\Delta FA_t^P = FA_t^P - FA_{t-1}^P$	$\Delta FA_t^G = FA_t^G - FA_{t-1}^G$

3.2. Οι Καθαρές Εισροές Κεφαλαίου και το Έλλειμμα στο Λογαριασμό Τρεχουσών Συναλλαγών

Οι καθαρές εισροές κεφαλαίου σχετίζονται με το έλλειμμα στον λογαριασμό τρεχουσών συναλλαγών (CA), μέσω της ακόλουθης σχέσης αναφορικά με το ισοζύγιο πληρωμών (BP) (Burda and Wyplosz 1997, σελ.35):

$BP = CA + KA = 0$	1.28
--------------------	-------------

Λαμβάνοντας υπόψη την (1.20) μπορούμε να γράψουμε :

$CA_t \equiv S_t^p + [(R_t - TR_t) - G_t] - I_t$	1.29
--	-------------

Σύμφωνα λοιπόν με την παραπάνω σχέση ένας από τους ακόλουθους λόγους ευθύνεται για τη δημιουργία ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών:

A) Μια πτώση στην ιδιωτική αποταμίευση ($S_t^P \downarrow$)

B) Μια διεύρυνση του δημοσιονομικού ελλείμματος ($S_t^G \downarrow$).

Γ) Μια αύξηση στις επενδύσεις ($I_t \uparrow$).

Ωστόσο, εξετάζοντας το θέμα της δημιουργίας εξωτερικής ανισορροπίας από μια μακροοικονομική προοπτική, αυτό που έχει σημασία για την αποφυγή της, είναι το επίπεδο του *εθνικού ποσοστού αποταμίευσης* και όχι η σύνθεση τους. Με άλλα λόγια, σε μια οικονομία δεν θα πρέπει να μας απασχολεί το ποιος αποταμιεύει, αλλά το πόσο αποταμιεύουν από κοινού ιδιωτικός και δημόσιος τομέας προκειμένου χρηματοδοτηθεί η εγχώρια επενδυτική δαπάνη, η οποία ως γνωστόν τροφοδοτεί την οικονομική ανάπτυξη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΓΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ

Σε αυτό το κεφάλαιο θα ασχοληθούμε με την διεθνή αγορά κεφαλαίου και τη διεθνή τραπεζική πρακτική.

Συγκεκριμένα:

- Θα δούμε σε ποιες υπο-αγορές συνίστανται οι διεθνείς αγορές κεφαλαίου.
- Θα εξετάσουμε τις βασικές αρχές που διέπουν τις αποφάσεις από μέρος της τράπεζας για την ανάληψη μιας διεθνούς τραπεζικής πρωτοβουλίας.
- Θα αναφερθούμε στα διαθέσιμα μέσα για την επιτυχή διεκπεραίωση της παραπάνω πρωτοβουλίας.

Αρχικά, όμως θα κάνουμε μια μικρή εισαγωγή στη δομή και τη λειτουργία των δομικών στοιχείων ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος .

1. ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Το **χρηματοπιστωτικό σύστημα** (financial system), αποτελούμενο από (Α) τα *χρηματοπιστωτικά ιδρύματα*, και (Β) τις *χρηματοπιστωτικές αγορές*, διαδραματίζει ένα σημαντικότερο ρόλο εύρυθμη λειτουργίας της οικονομίας καθώς αυτό:

1. Παρέχει ένα αποτελεσματικό σύστημα που φέρνει σε επαφή τους προμηθευτές και τους καταναλωτές των κεφαλαίων, μια διαδικασία η οποία είναι γνωστή ως **οικονομική διαμεσολάβηση**.

2. Διαχειρίζεται τον μηχανισμό πληρωμών (των παραγωγικών συντελεστών) της χώρας παρέχοντας τις απαραίτητες πιστοδοτήσεις.
3. Διευκολύνει την αγορά και την πώληση τίτλων, βοηθώντας με αυτόν τον τρόπο τις εταιρείες να αυξήσουν το χρέος τους ή το μετοχικό τους κεφάλαιο προκειμένου να διενεργήσουν παραγωγικές επενδύσεις.
4. Παρέχει το πλαίσιο για τον προσδιορισμό της δίκαιης αξίας μιας εταιρίας

Τα **χρηματοπιστωτικά ιδρύματα** εκτελούν δυο βασικές λειτουργίες:

- δημιουργούν καταθέσεις (δηλαδή χρήμα) και διαχειρίζονται το μηχανισμό πληρωμών της οικονομίας.
- ως οικονομικοί μεσάζοντες τοποθετούνται μεταξύ των προμηθευτών και των καταναλωτών κεφαλαίων δεχόμενοι τα αποταμιεύματα των προμηθευτών (κεφάλαια δηλαδή από καταθέτες) και εν συνεχεία χορηγώντας το μεγαλύτερο μέρος τους σε όσους τα έχουν ανάγκη (είτε για την αύξηση της κατανάλωσης τους ή της ανάληψης κάποιας επενδυτικής δραστηριότητας).

Οι **χρηματοπιστωτικές αγορές**, εμφανιζόμενες όπου και όποτε πραγματοποιείται μια οικονομική συναλλαγή, αποτελούνται από τις χρηματαγορές και τις κεφαλαιαγορές. Οι **χρηματαγορές** είναι αγορές για τους τίτλους χρέους βραχυπρόθεσμης διάρκειας (συνήθως λιγότερο από έτος) και χρησιμοποιούνται είτε από εταιρείες ή τράπεζες που επιθυμούν να χρηματοδοτήσουν τις προσωρινές ελλείψεις τους σε διαθέσιμα, είτε από τις κυβερνήσεις, οι οποίες πρέπει να αντιμετωπίσουν τον ετεροχρονισμό που παρατηρείται μεταξύ της εισροής των φορολογικών εσόδων και της διενέργειας των κρατικών δαπανών. Οι **κεφαλαιαγορές** είναι αγορές όπου διαπραγματεύονται μακροπρόθεσμοι (με διάρκεια μεγαλύτερη του 1 έτος) τίτλοι όπως

είναι τα ομόλογα και οι κοινές και προνομιούχες μετοχές.

Οι κεφαλαιαγορές διακρίνονται σε δυο υπο-κατηγορίες: α) στις πρωτογενείς αγορές και β) στις δευτερογενείς αγορές. Οι **πρωτογενείς αγορές** είναι οι αγορές στις οποίες αρχικά διατίθενται οι εκδοθέντες τίτλοι χρηματοδότησης των εταιρειών (όπως είναι τα ομόλογα και οι μετοχές). Από αυτή την πώληση στην εν λόγω αγορά, ο εκδότης των τίτλων (οφειλέτης) έχει <<λαμβάνει>> χρηματικά κεφάλαια από τους δανειστές- επενδυτές, δια των οποίων θα αγοράσει τα απαραίτητα κεφαλαιουχικά αγαθά. Μετά λοιπόν την αρχική πώληση τους, οι τίτλοι αρχίζουν να εμπορεύονται μεταξύ των θεσμικών επενδυτών και των ιδιωτών στις **δευτερογενείς αγορές**, η ύπαρξη των οποίων είναι άκρως αναγκαία για την εύρυθμη λειτουργία της πρωτογενούς αγοράς.

1.1. Η Τάση για Ολοκλήρωση στις Κεφαλαιαγορές

Διάφοροι παράγοντες, εκτός από την απελευθέρωση του εμπορίου, έχουν δημιουργήσει το πλαίσιο ολοκλήρωσης των αγορών κεφαλαίου και χρήματος.

Κατ' αρχήν, η παγκοσμιοποίηση έχει συμβάλλει στη βαθμιαία άρση των ελέγχων που υπήρχαν στον τραπεζικό και εν γένει στον χρηματοπιστωτικό κλάδο, γεγονός που δημιούργησε περισσότερο ανταγωνισμό και έθεσε τις βάσεις για την προσφορά καινοτόμων προϊόντων, όπως τα διεθνή αμοιβαία κεφάλαια, η πολλαπλή εισαγωγή μια μετοχής σε διαφορετικά χρηματιστήρια και τα παράγωγα προϊόντα. Συνεπεία των προηγούμενων, είναι τώρα πολύ ευκολότερο για ένα επενδυτή να αγοράσει και να πωλήσει μετοχές με αποδέκτες ευρισκόμενους ανά τον κόσμο.

Επίσης μια σημαντική εξέλιξη για την ολοκλήρωση των κεφαλαιαγορών διαδραμάτισε η εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος, του ευρώ, το 2002 για το μεγαλύτερο μέρος της Ευρώπης. Έτσι η ύπαρξη ευρωπαϊκών ομολόγων και μετοχών, εκπεφρασμένων σε πλέον σε ένα

κοινό νόμισμα, διευκολύνει τη ροή του κεφαλαίου από και προς την Ευρώπη, με συνέπεια την δημιουργία των κατάλληλων συνθηκών – δηλαδή το μέγεθος, το βάθος, και τη ρευστότητα- για την ολοκλήρωση των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών. Παράλληλα, οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις μπορούν να εκδίδουν πλέον ομολογιακά δάνεια και να αυξάνουν το κεφάλαιο τους πολύ αποτελεσματικότερα στην Ευρώπη και με περισσότερους ευνοϊκούς όρους. Ίσως αυτή η δυνατότητα να εξηγεί και την ολοένα και αυξανόμενη κινητικότητα που παρατηρείται στο χώρο εξαγορών και συγχωνεύσεων, η οποία πλέον ξεπερνά και την αντίστοιχη της Αμερικής .

2. ΟΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ

Οι **διεθνείς κεφαλαιαγορές** αποτελούνται από τις εξής επιμέρους αγορές: (1) την διεθνή αγορά ομολόγων, (2) και την διεθνή χρηματιστηριακή αγορά. Σε αυτές της αγορές συμμετέχουν οι εμπορικές τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρίες, οι κεντρικές τράπεζες, τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου, και άλλα κρατικά ιδρύματα (Krugman and Obsfeld 1995, σελ.384).

2.1. Η Διεθνής Αγορά Ομολόγων ⁶

Στην διεθνή αγορά ομολόγων λαμβάνουν χώρα αγοραπωλησίες ξένων ομολόγων και ευρωομολόγων . Αρχικά ας δούμε μερικά βασικά στοιχεία για τη διεθνή αγορά ομολόγων :

- Το 2001, η συνολική αξία της διεθνούς αγοράς ομολόγων ήταν περίπου **\$37 τρισεκατομμύρια** έναντι \$24 τρισεκατομμυρίων αξίας των μετοχών .
- Εκ του παραπάνω ποσού, η αξία των εγχώριων ομολόγων αντιπροσώπευε περίπου το 82%, ενώ η αξία των **διεθνών ομολόγων** περίπου το **18%**.

⁶ Πηγή: <http://spruce.flint.umich.edu/~mjpery/466-7.htm>

- Η αξία δηλαδή των **διεθνών ομολόγων**, το 2001, ήταν περίπου **\$7 τρισεκατομμύρια**, εκ των οποίων το 20% αφορούσε τα ξένα ομόλογα και το 80% τα ευρωομόλογα.

Τα εκδιδόμενα στη διεθνή αγορά ομόλογα μπορούν είτε να είναι σταθερού επιτοκίου είτε μεταβλητού. Τα **σταθερού-επιτοκίου ομόλογα**, τα οποία εκδίδονται σε £, €, ¥, ή \$ και αποτελούν το 71% της αγοράς (το 2001), έχουν ένα σταθερό επιτόκιο τοκομεριδίου, οι δε πληρωμές των τοκομεριδίων γίνονται συνήθως ετησίως και όχι όπως συνηθίζεται με την πλειονότητα των εγχωρίων εκδιδόμενων ομολόγων, ανά εξάμηνο.

Τα **μεταβλητού-επιτοκίου ευρωομόλογα** αποτελούν το 25% της αγοράς, έχουν διάρκεια από 1 έως 10 έτη και διαθέτουν ένα μεταβλητό επιτόκιο τοκομεριδίου μεταβαλλόμενο είτε ανά τρίμηνο είτε ανά εξάμηνο. Το επιτόκιο αναφοράς των εν λόγω ομολόγων είναι το εξαμηνιαίο LIBOR. Παραδείγματος χάριν, το επιτόκιο τοκομεριδίου ενός τέτοιου ομολόγου θα μπορούσε να δηλωθεί ως **LIBOR+ 0.125%**, όπου το LIBOR= 6,6%. Σε προκειμένη την περίπτωση, οι εξαμηνιαίες πληρωμές των τοκομεριδίων, για ομόλογο ονομαστικής αξίας \$1000, θα ανέρχονταν σε $\$33,62 = [0.50 (6,6\% + 0,125\%) (\$1000)]$. Αν σε έξι μήνες το LIBOR έπεφτε στο 5,7%, τότε η πληρωμή θα ήταν $\$29,12 = [50 (5,7\% + 125\%) (\$1000)]$.

Ξένα Ομόλογα

Τα **ξένα ομόλογα** (foreign bonds) αφορούν ομόλογα εκδοθέντα στην εγχώρια αγορά από αλλοδαπή εταιρία ή ξένη χώρα στο τοπικό νόμισμα. Παραδείγματος χάριν, μια ελληνική εταιρία θα μπορούσε να εκδώσει εταιρικά ομόλογα στην Αμερική σε δολάρια. Όλα τα υπό αλλοδαπών εκδοτών εκδιδόμενα ομόλογα στην αγορά της Αμερικής ονομάζονται **Yankee bonds**. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζουμε το ποσοστό των ξένων ομολόγων σε επιλεγμένες αγορές αναπτυγμένων κρατών.

Πίνακας 2.1: ΤΑ ΞΕΝΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ΣΕ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ		
ΑΓΟΡΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΟ 1990	ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΟ 1997
Η.Π.Α.	20,0	47,2
ΕΛΒΕΤΙΑ	46,9	21,8
ΙΑΠΩΝΙΑ	15,9	18,0

Πηγή: Shapiro 1999, σελ.519

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι στις Η.Π.Α. και την Ελβετία, η αγορά των ξένων ομολόγων αποτελεί ένα σημαντικότερο κομμάτι της εγχώριας αγοράς ομολόγων, γεγονός που αποτελεί αναμφίβολα σημείο της οικονομικής ευρωστίας των ανωτέρω χωρών. Σημειωτέον ότι, η έκδοση των ξένων ομολόγων διέπεται από τους κανονισμούς των εποπτικών αρχών της χώρας στην οποία πραγματοποιείται η έκδοση τους.

Ευρωμόλογα

Τα **ευρωμόλογα** είναι ομόλογα που εκδίδονται από μια ημεδαπή επιχείρηση στη ξένη αγορά, σε ένα νόμισμα εκτός του νομίσματος της χώρας στην οποία θα πωληθούν. Παραδείγματος χάριν, μια ελληνική εταιρεία μπορεί να συνάψει ένα ομολογιακό δάνειο στις Η.Π.Α. πληρωτέο σε ευρώ, ή μια Καναδική εταιρεία μπορεί να συνάψει ομολογιακό δάνειο στην Ελβετία πληρωτέο σε δολάρια.

Τα ευρωμόλογα αποτελούν ελκυστικά χρηματοδοτικά εργαλεία διότι παρέχουν στους εκδότες τους την δυνατότητα να επιλέξουν αφ' ενός μεν το κατάλληλο για αυτούς ρυθμιστικό πλαίσιο της χώρας

στην οποία θα εκδώσουν το ομολογιακό δάνειο χώρας, αφ' ετέρου δε το νόμισμα της προτίμησής των. Επίσης, ένας άλλος λόγος που καθιστά τα ευρωμόλογα ιδιαίτερος χρήσιμα για την εταιρική χρηματοδότηση είναι η υψηλή ρευστότητα τους.

Συνήθως το νόμισμα στο οποίο εκδίδονται τα εν λόγω ομόλογα είναι το δολάριο. Τα περισσότερα ευρωμόλογα είναι μη καταγεγραμμένα, πράγμα που σημαίνει ότι η εκδίδουσα εταιρεία και η ανάδοχος εταιρεία δεν διατηρούν μητρώο των ομολογιούχων, καθώς η κατοχή και μόνο των εν λόγω ομολόγων αποτελεί τεκμήριο ιδιοκτησίας.

2.2. Η Διεθνής Χρηματιστηριακή Αγορά⁷

Το 2000, η **συνολική κεφαλαιοποίηση** (ο αριθμός των μετοχών των εταιριών που διαπραγματεύονται σε ένα χρηματιστήριο επί την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία εκάστης μετοχής) των χρηματιστηριακών αγορών σε παγκόσμιο επίπεδο ήταν περισσότερο από **\$ 32 τρις**, εκ των οποίων το 92% αυτού του ποσού προήρχετο από 30 αναπτυσσόμενες χώρες. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90, μια τάση για τοποθετήσεις στις αναδυόμενες αγορές άρχισε να διαφαίνεται με αποτέλεσμα σήμερα να θεωρείται ότι το 50% ενός ιδανικού χαρτοφυλακίου θα πρέπει να έχει τοποθετηθεί στις αναδυόμενες αγορές τις Ασίας, της Λατινικής Αμερικής και της Ανατολικής Ευρώπης (Ρωσία).

Παρακάτω εξετάζουμε μερικά στοιχεία που είναι χρήσιμα για την διερεύνηση των θεμάτων που αφορούν τη διεθνή χρηματιστηριακή αγορά.

Χρηματιστηριακή Ρευστότητα

Ένα μέτρο μέτρησης της ρευστότητας της χρηματιστηριακή αγοράς παρέχεται από τον **δείκτη κύκλου εργασιών** (turnover ratio), ο οποίος υπολογίζεται ως εξής:

⁷ Πηγή: <http://spruce.flint.umich.edu/~mjpery/466-8.htm>

Δείκτης Κύκλου Εργασιών = Συνολική αξία όλων των Συναλλαγών Αγοράς/ Συνολική αξία Χρηματιστηρίου.

Γενικά, όσο υψηλότερη είναι η τιμή του παραπάνω δείκτη, τόσο μεγαλύτερη κρίνεται η ρευστότητα της δευτερογενούς αγοράς. Για παράδειγμα, το 2000, η αξία των συναλλαγών των Αμερικάνικων χρηματιστηριακών συναλλαγών έφτασε τα \$ 3.000 τρις, ενώ η συνολική κεφαλαιοποίηση ήταν της τάξεως των \$ 15 τρις με αποτέλεσμα ο δείκτης του κύκλου εργασιών να ανέλθει στο 200 καθιστώντας την Αμερική, μαζί με τη Σουηδία, και την Ισπανία, μια από τις πιο ρευστές αγορές παγκοσμίως. Οι περισσότερες εκ των αναπτυγμένων αγορών έχουν δείκτη κύκλου εργασιών 50 ή υψηλότερο (50-200), ενώ οι αναδυόμενες αγορές (όπως η Κολομβία, οι Φιλιππίνες, η Νιγηρία, κ.λ.π.) διαθέτουν πολύ χαμηλούς δείκτες κύκλου εργασιών.

Η Συγκέντρωση της Αγοράς

Ο **δείκτης συγκέντρωσης της αγοράς** ενός χρηματιστηρίου μετρά το ποσοστό της συνολικής κεφαλαιοποίησης που κατέχουν οι δέκα μεγαλύτερες εισηγμένες εταιρείες. Παραδείγματος χάριν, εάν η συγκέντρωση της αγοράς είναι 50%, αυτό σημαίνει ότι οι δέκα μεγαλύτερες εισηγμένες αντιπροσωπεύουν το 50% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του χρηματιστηρίου. Όσο πιο συγκεντρωμένη είναι μια χρηματιστηριακή αγορά, τόσο λιγότερο επιθυμητή είναι από τους ξένους επενδυτές.

Η Ολοκλήρωση των Χρηματιστηριακών Αγορών

Υπάρχουν αρκετοί λόγοι που εξηγούν την τάση για τοποθέτηση ενός επενδυτή (θεσμικού ή μη) στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές, και κατ' επέκταση ερμηνεύουν την ολοκλήρωση των χρηματιστηριακών αγορών. Κατ' αρχάς, οι επενδυτές επιδιώκουν τη διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων σε παγκόσμιο πλέον επίπεδο. Δεύτερον, το κεφάλαιο πλέον χαρακτηρίζεται από ολοένα και αυξανόμενη κινητικότητα, καθώς τα εμπόδια στις διεθνείς ροές κεφαλαίου

έχουν μειωθεί σημαντικά. Τρίτον, η ραγδαία πρόοδος που έχει σημειωθεί στη τεχνολογία μετάδοσης των πληροφοριών διευκολύνει λήψη επενδυτικών αποφάσεων και συνακόλουθα τις ροές κεφαλαίου.

Ένας τέταρτος λόγος που εξηγεί την ολοκλήρωση των χρηματιστηριακών αγορών είναι ότι οι πολυεθνικές επιχειρήσεις έχουν επεκτείνει τις διεθνείς δραστηριότητές τους εκμεταλλευόμενες τις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Πιο συγκεκριμένα, αρκετές εξ αυτών εισάγουν τις μετοχές τους σε μια ή περισσότερες ξένες χρηματιστηριακές αγορές. Στο NYSE για παράδειγμα το 19% των διαπραγματευόμενων μετοχών είναι αλλοδαπών εταιρειών, στο NASDAQ το αντίστοιχο ποσοστό ανέρχεται στο 11%, στο Λουξεμβούργο στο 81%, και στην Ελβετία στο 36%.

Η πρακτική των πολλαπλών εισαγωγών των μετοχών, την οποία ακολουθούν οι πολυεθνικές οφείλεται στο ότι: Πρώτον, η εισαγωγή σε χρηματιστηριακές αγορές του εξωτερικού βελτιώνει την αναγνώριση του εταιρικού ονόματος στις εν λόγω αγορές, καθιστώντας κατ' αυτόν τον τρόπο ευκολότερη στο μέλλον κάποια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ή σύναψη ομολογιακού δανείου.

Δεύτερον, η επιχείρηση μπορεί να ωφεληθεί διότι οι περισσότεροι καταναλωτές και επενδυτές εξοικειώνονται με αυτή και τα προϊόντα της. Επίσης, όταν τα προϊόντα μιας επιχείρησης θεωρούνται ελκυστικά από τους καταναλωτές τότε είναι πιθανότερο να επενδύσουν σε αυτή. Τρίτον, η εισαγωγή μετοχών στα διεθνή χρηματιστήρια, λόγω της διασποράς των μετόχων σε παγκόσμιο επίπεδο, δημιουργεί περισσότερα προσκόμματα στην επιτυχή έκβαση μιας εχθρικής εξαγοράς.

3. ΟΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΕΣ⁸

Ο πυρήνας της **διεθνούς χρηματαγοράς** αποτελείται από την αγορά ευρωνομισμάτων ή ευρώδολαρίων.

3.1 Η Αγορά Ευρωνομισμάτων

Το **ευρωνόμισμα** είναι μια απλή ή προθεσμιακή κατάθεση, διάρκειας 1-12 μηνών, η οποία προσφέρεται από μια διεθνή τράπεζα σε ένα νόμισμα διαφορετικό από το εγχώριο. Παράδειγμα τέτοιων καταθέσεων μπορεί να είναι μια προθεσμιακή κατάθεση σε δολάρια προσφερόμενη από μια Ελληνική τράπεζα, οπότε στην προκειμένη περίπτωση μιλάμε για **ευρωδολάρια**.

Η αγορά ευρωνομισμάτων αποτελούμενη από τα τραπεζικά ιδρύματα που δέχονται καταθέσεις και δανειοδοτούν πελάτες σε ξένο νόμισμα αναπτύχθηκε στην Ευρώπη και συγκεκριμένα στο Λονδίνο, όπου άρχισαν να γίνονται καταθέσεις σε δολάρια, εξ ου και το όνομα ευρώδολάρια (Shapiro 1999, σελ.526). Εν συνεχεία, στα τέλη της δεκαετίας του 60, καθώς το δολάριο άρχισε να υποτιμάται έναντι του μάρκου, είχαμε την ανάπτυξη της αγοράς των **ευρωμάρκων**, δηλαδή προσφορά καταθετικών προϊόντων σε μάρκα από τραπεζικά ιδρύματα, με έδρα εκτός Γερμανίας .

Γενικά, υπάρχουν δύο είδη καταθέσεων σε ευρωνόμισμα: (1) οι καταθέσεις με σταθερή χρονική διάρκεια 1-12 μηνών με ποινική ρήτρα για την πρόωρη ρευστοποίηση (αποτελούν 95% της αγοράς), και (2) οι διαπραγματεύσιμες προθεσμιακές καταθέσεις, οι οποίες εμπορεύονται στη δευτερογενή αγορά σε περίπτωση που ο καταθέτης χρειάζεται τα κεφάλαια του άμεσα, πριν τη λήξη των εν λόγω καταθετικών προϊόντων (αποτελούν 5% της αγοράς).

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να επισημάνουμε ότι η αγορά ευρώδολαρίων, λόγω του ελάχιστου ποσού κατάθεσης που ανέρχεται στα \$ 1εκατ. δεν είναι προσιτή στο ευρύ επενδυτικό κοινό, το οποίο ω-

⁸ Πηγή: <http://spruce.flint.umich.edu/~mjperny/466-6.html>

στόσο μπορεί να συμμετάσχει σε αυτή την αγορά μέσω κάποιου αμοιβαίου κεφαλαίου. Σε αυτή την αγορά λοιπόν δραστηριοποιούνται κυρίως τα τραπεζικά ιδρύματα. Παραδείγματος χάριν, εάν ένα Ελληνικό χρηματοπιστωτικό ίδρυμα έχει διαθέσιμα προς δανεισμό κεφαλαία ύψους \$ 1εκατ. μη δυνάμενο ωστόσο να εξεύρει πελάτες στη λιανική τραπεζική με ανάλογες ανάγκες και ένα άλλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα στη Γερμανία έχει έναν πελάτη που χρειάζεται \$1εκατ. μη διαθέτον ωστόσο το εν λόγω ποσό, τότε το τελευταίο μπορεί να δανειστεί το \$ 1εκατ. από το πρώτο για ένα έτος, σε μια συναλλαγή ευρωνομισμάτων.

3.2 Τα Πλεονεκτήματα της Αγοράς Ευρωνομισμάτων

Δύο είναι τα βασικά πλεονεκτήματα της αγοράς ευρωδολαρίων. Πρώτον, οι καταθέσεις σε **ευρωδολάρια** δεν υπόκεινται στις ρυθμίσεις περί τα υποχρεωτικά διαθέσιμα των τραπεζών. Για παράδειγμα, εάν ένας ευρωπαίος πολίτης έκανε μια κατάθεση € 1εκατ. σε μια Ευρωπαϊκή τράπεζα, εντός της Ευρωζώνης, τότε η εν λόγω τράπεζα θα έπρεπε να διατηρήσει ως ρευστά διαθέσιμα το ποσό των € 100.000 σε περίπτωση που το ποσοστό υποχρεωτικών διαθεσίμων είχε καθοριστεί στο 10%. Ωστόσο, εάν η ίδια κατάθεση γινόταν σε υποκατάστημα της ίδιας τράπεζας σε δολάρια, τότε η τράπεζα δεν θα ήταν υποχρεωμένη να διατηρεί το παραπάνω ποσό σε λογαριασμό της ΕΚΤ.

Δεύτερον, η αγορά ευρωδολαρίων διέπεται από μικρό αριθμό κανονισμών. Ως εκ τούτου, τα δραστηριοποιούμενα στην εν λόγω αγορά τραπεζικά ιδρύματα δύνανται αναπτύσσουν τις τραπεζικές εργασίες τους με μικρότερα επιτοκιακά περιθώρια από τα αντίστοιχα των χωρών τους. Κατά συνέπεια, η ανάπτυξη την συγκεκριμένης αγοράς οφείλεται κατά ένα μεγάλο μέρος στην δυνατότητα που προσφέρει στα τραπεζικά ιδρύματα να μειώσουν τα κόστη που επωμίζονται λόγω της έντονης ρυθμιστικής δραστηριότητας των εποπτικών αρχών των διαφόρων χωρών .

4. ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ⁹

Υπάρχουν δυο διαφορετικοί ορισμοί που μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε προκειμένου να περιγράψουμε την πρακτική της **διεθνούς τραπεζικής**. Πρώτον, μια τράπεζα μπορεί να θεωρηθεί διεθνής όταν αναπτύσσει διεθνείς τραπεζικές δραστηριότητες, δημιουργώντας υποκαταστήματα στην αλλοδαπή ή δραστηριοποιούμενη στην αλλοδαπή καθ' οιονδήποτε άλλο τρόπο¹⁰. Δεύτερον, η διεθνής τραπεζική πρακτική δύναται να συσχετιστεί είτε με σύναψη ενός δανείου, είτε με την προσφορά ενός τραπεζικού προϊόντος (συνήθως καταθετικού προϊόντος) σε νόμισμα διαφορετικό της χώρας που εδρεύει το συμβαλλόμενο τραπεζικό ίδρυμα.

4.1. Θεωρίες Διεθνούς Τραπεζικής

Μια καλή θεωρία της διεθνούς τραπεζικής θα πρέπει να είναι σε θέση να δώσει απαντήσεις στα ακόλουθα ερωτήματα. Πρώτον, θα πρέπει να μας εξηγεί για πιο λόγο οι τράπεζες επιλέγουν συγκεκριμένες πόλεις, χώρες, ή γεωγραφικές περιοχές προκειμένου να αναπτύξουν τις διεθνείς τραπεζικές δραστηριότητες τους. Δεύτερον, θα πρέπει να μας εξηγεί για πιο λόγο οι τράπεζες διατηρούν την ενσωματωμένη οργανωτική δομή με εγκαταστάσεις σε διαφορετικές χώρες.

Τα Συγκριτικά Πλεονεκτήματα της Διεθνούς Τραπεζικής Δραστηριότητας

Προφανώς, ένα τραπεζικό ίδρυμα μπορεί να επιλέξει την επέκταση των τραπεζικών δραστηριοτήτων του σε διεθνές επίπεδο όταν εντοπίσει ορισμένα συγκριτικά πλεονεκτήματα από την δραστηριοποίηση του στο εξωτερικό. Τρία είναι αυτά τα πιθανά συγκριτικά πλεονεκτήματα :

⁹ Πηγή <http://hk.geocities.com/taichi112/part1.pdf>

¹⁰ Βλέπε Ενότητα 4 του παρόντος κεφαλαίου

Πρώτον, εάν το εγχώριο νόμισμα χρησιμοποιείται διεθνώς (όπως το δολάριο ή το ευρώ) τότε η μια τράπεζα προερχόμενη από την χώρα που εκδίδει το εν λόγω νόμισμα έχει ένα πλεονέκτημα έναντι των υπολοίπων τραπεζών προερχομένων από άλλες χώρες. Δεύτερον, μια τράπεζα που δραστηριοποιείται σε ξένες αγορές μπορεί να επωφεληθεί από τις όποιες ευνοϊκές προς την διεκπεραίωση τραπεζικών εργασιών ρυθμίσεις. Τέλος, μια τράπεζα δραστηριοποιούμενη στη αλλοδαπή μπορεί να αναπτύξει μια πιο οικεία και άμεση σχέση με τους αλλοδαπούς πελάτες της.

Εσωτερικοποίηση των Διεθνών Τραπεζικών Συναλλαγών

Ο κύριος λόγος για τον οποίο οι τράπεζες παράγουν τις υπηρεσίες τους μέσω μιας ενσωματωμένης οργάνωσης που χρησιμοποιεί τις ξένες εγκαταστάσεις όπως τα υποκατάστημα τους σε ξένες χώρες, είναι η υποκατάσταση των αγοραίων συναλλαγών (που μπορεί να έχει μια τράπεζα με τον αλλοδαπό αντιπρόσωπο της, μέσω του οποίου έχει αναπτύξει δραστηριότητες στην αλλοδαπή) από εσωτερικές συναλλαγές, οι οποίες μειώνουν το κόστος λειτουργίας και προστατεύουν την αξία των άυλων περιουσιακών στοιχείων, παρέχοντας ταυτόχρονα και μια μεγαλύτερη ευελιξία στην άσκηση των τραπεζικών εργασιών.

4.2. Σύντομη Ιστορία της Διεθνούς Τραπεζικής

Η πρόσφατη διεθνοποίηση των τραπεζικών εργασιών εμφανίστηκε με την ανάπτυξη της αγοράς ευρωνομισμάτων και ευρωομολόγων. Ας δούμε όμως μερικούς σταθμούς στην ανάπτυξη της διεθνούς τραπεζικής.

Η Αρχική Επέκταση στη Δεκαετία του '60

Στη δεκαετία του '60 είχαμε το άνοιγμα της αγοράς ευρωνομισμάτων και την επέκταση των υποκαταστημάτων των τραπεζών σε ξένες χώρες. Πρωταγωνιστικό ρόλο σε αυτή τη διαδικασία διαδραμάτισαν βεβαίως οι Αμερικανικές τράπεζες. Εκείνη την εποχή, οι τρά-

πεζες που είχαν αναπτύξει διεθνή δραστηριότητα ασχολούνταν κυρίως με τη χρηματοδότηση των εισαγωγών και εξαγωγών.

Η Κρίση του Πετρελαίου και ο Αυξανόμενος Ανταγωνισμός στη Δεκαετία του '70

Η ραγδαία άνοδος της τιμής του πετρελαίου προκάλεσε κρίση στις διεθνείς τραπεζικές εργασίες.. Επίσης, ο εκδηλωθείς πληθωρισμός λόγω της εκτόξευσης της τιμής του μαύρου χρυσού, αποσταθεροποίησε τις αγορές συναλλάγματος. Μέσα σε αυτό το κλίμα αναπτύχθηκε η αγορά των **syndicated loans** (δηλαδή μεγάλων δανείων από ομάδα τραπεζών, οι οποίες από κοινού μοιράζονται τον κίνδυνο και δανειοδοτούν ένα Δημόσιο ή ιδιωτικό φορέα) λόγω της διογκούμενης ζήτησης κεφαλαίων από τις πετρελαιοπαραγωγούς χώρες.

Εκείνη την περίοδο, οι διεθνείς τράπεζες εστίασαν το ενδιαφέρον τους στις νέες δραστηριότητες, όπως η ενασχόληση τους με την αγορά ευρωνομισμάτων, η οργάνωση και η συμμετοχή σε syndicated loans και η έκδοση ευρωομολόγων.

Η Κρίση Χρέους και οι Οικονομικές Καινοτομίες στη δεκαετία του '80

Η κρίση χρέους που έπληξε τις αναπτυσσόμενες χώρες λόγω της δεύτερης μεγάλης ανόδου που κατέγραψε η τιμή του πετρελαίου και της δημιουργίας υψηλού κόστους χρήματος. Η κατάσταση αυτή είχε σαν αποτέλεσμα πολλές διεθνείς τράπεζες να μειώσουν το ύψος των δανειοδοτήσεων τους προς τις αναπτυσσόμενες χώρες.

Η Ολοκλήρωση των Τραπεζικών Ιδρυμάτων και η Επενδυτική Τραπεζική στη δεκαετία του '90

Με τη καθιέρωση μιας ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς στις οικονομικές υπηρεσίες, τα ευρωπαϊκά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αναγκάστηκαν να διαμορφώσουν συμμαχίες μεταξύ τους προκειμένου να αντι-

σταθούν στον αυξανόμενο ανταγωνισμό στο χώρο της διεθνούς τραπεζικής, καθώς οι μη-ευρωπαϊκές τράπεζες προσπάθησαν να προστατεύσουν τις υπάρχουσες θέσεις τους στην Ευρωπαϊκή αγορά, ανοίγοντας νέα υποκαταστήματα.

Η ευρύτερη ολοκλήρωση των διεθνών τραπεζών έχει ως αποτέλεσμα την ταχεία ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών και των διασυνοριακών επενδύσεων. Ως εκ τούτου, οι διεθνείς τράπεζες άρχισαν πλέον να δραστηριοποιούνται και στο χώρο της επενδυτικής τραπεζικής. Έτσι, κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, οι κύριες δραστηριότητες των διεθνών τραπεζών αφορούσαν την παροχή υπηρεσιών διάθεσης και εγγύησης απορρόφησης χρεογράφων στην πρωτογενή αγορά (underwriting), την αγοραπωλησία χρεογράφων και τη διαχείριση κεφαλαίων.

5. ΤΡΟΠΟΙ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΕΠΕΚΤΑΣΗΣ

Οι διεθνείς τραπεζικές υπηρεσίες αφορούν την παροχή τραπεζικών υπηρεσιών σε «διεθνείς» πελάτες, όπως είναι οι πολυεθνικές επιχειρήσεις, οι εξαγωγείς και οι εισαγωγείς και οι διαχειριστές κεφαλαίων ή οι απλοί επενδυτές, οι οποίοι ασχολούνται με τις διασυνοριακές επενδύσεις.

Οι τράπεζες λοιπόν μπορούν να προσφέρουν υπηρεσίες στους παραπάνω πελάτες τους, κυρίως μέσω τριών επιλογών: (1) μέσω της δημιουργίας μιας ανταποκρίτριας τράπεζας, (2) μέσω της δημιουργίας ενός υποκαταστήματος και (3) μέσω της δημιουργίας μιας θυγατρικής (Kurgman and Obstfeld, Διεθνής Οικονομικής, τόμος Β, 1995, σελ.387).

5.1. Ανταποκρίτρια Τράπεζα

Αρκετές τράπεζες προκειμένου να εξυπηρετήσουν τους ημεδαπούς πελάτες τους που δραστηριοποιούνται στην αλλοδαπή, ή τους όποιους αλλοδαπούς πελάτες τους, αναπτύσσουν ένα δίκτυο αποτελούμενο από **ανταποκρίτριες τράπεζες**, οι οποίες συμβάλουν στην

καλλίτερη εξυπηρέτηση των πελατών τους.

Για παράδειγμα, μια Ελληνική τράπεζα, ας πούμε η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδας (ΕΤΕ) μπορεί να εξυπηρετήσει τις τραπεζικές ανάγκες μιας Ελληνικής εταιρίας, ας πούμε της Intracom, τόσο σε εγχώριο όσο και σε διεθνές επίπεδο. Δηλαδή, αφ' ενός μεν η Intracom ενδέχεται να διατηρεί τον βασικό της λογαριασμό όψεως σε ένα υποκατάστημα της ΕΤΕ στην περιοχή των Αθηνών, αφ' ετέρου δε, η ΕΤΕ ενδέχεται να έχει αναπτύξει σχέσεις με τράπεζες ανά τον κόσμο προκειμένου να διευκολύνει τις διεθνείς τραπεζικές συναλλαγές της επιχείρησης. Κατ' αυτό τον τρόπο, η Intracom διεκπεραιώνει τις διεθνείς τραπεζικές συναλλαγές της μέσω του δικτύου ανταποκριτών τραπεζών της ΕΤΕ χωρίς η τελευταία να είναι υποχρεωμένη να ιδρύσει υποκαταστήματα σε όλο τον κόσμο προκειμένου να μην χάσει ένα κομμάτι των δραστηριοτήτων ενός σημαντικού της πελάτη.

5.2. Δημιουργία Υποκαταστημάτων

Μια τράπεζα μπορεί να παράσχει τις υπηρεσίες της στους διεθνείς πελάτες της μέσω της δημιουργίας ενός δικού της υποκαταστήματος στο τόπο προέλευσης του πελάτη.

5.3. Δημιουργία θυγατρικής

Μια τράπεζα μπορεί να παράσχει τις υπηρεσίες της στους διεθνείς πελάτες της μέσω της δημιουργίας ενός πρακτορείου στο εξωτερικό, το οποίο θα διεκπεραιώνει τις τραπεζικές εργασίες του πελάτη της. Μια βασική διαφορά μεταξύ πρακτορείου και του υποκαταστήματος μιας τράπεζας έγκειται στο ότι το πρώτο δεν μπορεί να δέχεται καταθέσεις των πελατών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΡΟΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

Σε αυτό το κεφάλαιο θα εξετάσουμε με πιο τρόπο οι ροές κεφαλαίου, και δη οι βραχυπρόθεσμες, σχετίζονται με την ανταγωνιστικότητα μιας οικονομίας και την κερδοσκοπικές επιθέσεις στον εγχώριο νόμισμα.

Οι ροές κεφαλαίου– βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες- απεικονίζονται στον **λογαριασμό κεφαλαίων** του ισοζυγίου πληρωμών, άρα στην Ενότητα 1 καταπιανόμαστε με τον εν λόγω λογαριασμό και αναλύοντας διεξοδικά τα συστατικά του μέρη. Αυτές οι ροές σχετίζονται άμεσα με το παρατηρούμενο, λόγω της παραγωγικής και καταναλωτικής δραστηριότητας της οικονομίας, έλλειμμα ή το πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, το οποίο με τη σειρά του εξαρτάται από την *πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία* του νομίσματος (δηλαδή από την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας). Συνεπώς, στην Ενότητα 2 ασχολούμαστε με την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας και των παραγόντων που την επηρεάζουν. Τέλος, στην Ενότητα 3 θα δούμε πως η πτώση της ανταγωνιστικότητας μιας οικονομίας οδηγεί σε κερδοσκοπικές επιθέσεις εναντίον του εγχωρίου νομίσματος.

1. Η ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ Η ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑ

Η **ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία** μετρά την τιμή του ξένου νομίσματος σε εγχώριες νομισματικές μονάδες. Για παράδειγμα, την 1^η Μαρτίου 2006, η τιμή του δολαρίου διαμορφώθηκε στα €0,84, ενώ η τιμή της Βρετανικής λίρας στα €0,57 (The Economist, March 10th 2006, σελ.97). Η **πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία** (R)

είναι απλά η σχετική τιμή των ξένων αγαθών (ή υπηρεσιών) εκπεφρασμένη σε νομισματικές μονάδες του εγχωρίου νομίσματος προς την τιμή εγχωρίων αγαθών (ή υπηρεσιών). Με άλλα λόγια, η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία αντιπροσωπεύει το κόστος ευκαιρίας των ξένων αγαθών, δηλαδή τον αριθμό μονάδων των εγχωρίων αγαθών που πρέπει να θυσιαστούν προκειμένου να παραχθεί μια μονάδα του ξένου αγαθού.

Για παράδειγμα, η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία μεταξύ ευρώ-δολαρίου δίνεται από την ακόλουθη σχέση:

$R_t = \frac{S_t \times P_t^{US}}{P_t^{EU}}$	3.1
--	------------

όπου

P_t^{EU} = το επίπεδο τιμών στην ευρωζώνη

P_t^{US} = το επίπεδο τιμών στην Αμερική

S_t = η τιμή του δολαρίου εκπεφρασμένη σε ευρώ

Ας υποθέσουμε ότι η τιμή του δολαρίου είναι €0,80 και ένα αμερικανικό αυτοκίνητο πωλείται προς \$15.000, ενώ ένα ευρωπαϊκό αυτοκίνητο προς €12,000. Σε αυτή την περίπτωση, η σχετική τιμή του αμερικανικού αυτοκινήτου πρέπει να είναι:

$$R_t = \frac{0,83 \frac{\text{Euros}}{\$} \times \$15.000}{\text{Euros } 12.000} = 1,041$$

Αυτό σημαίνει ότι το κόστος ευκαιρίας των αμερικανικών αυτοκινήτων είναι 1,041 ευρωπαϊκά αυτοκίνητα. Με άλλα λόγια, 1,041 ευρωπαϊκά αυτοκίνητα πρέπει να «θυσιαστούν» προκειμένου η "παγκόσμια οικονομία" να παραγάγει ένα αμερικανικό αυτοκίνητο. Εάν

το κόστος ευκαιρίας του αμερικανικού αυτοκινήτου αυξάνεται, αυτό σημαίνει ότι η ευρωπαϊκή ανταγωνιστικότητα βελτιώνεται.

Είναι προφανές από τον καθορισμό της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας ότι η σχετική τιμή των αμερικανικών (ξένων) προϊόντων, σε σχέση με τα ευρωπαϊκά (εγχώρια) προϊόντα μπορεί να ποικίλει λόγω αλλαγών: α) στην ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία, β) στο αμερικανικό επίπεδο τιμών, και γ) στο επίπεδο εγχώριων τιμών. Εντούτοις, οι τιμές είναι άκαμπτες βραχυπρόθεσμα και ως εκ τούτου ο μόνος καθοριστικός παράγοντας των σχετικών τιμών βραχυπρόθεσμα, είναι η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία.

Επίσης, βάσει του ορισμού της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, θα πρέπει να επισημάνουμε ότι η υποτίμηση του νομίσματος ($S_t \uparrow$) είναι μία δύσκολη επιλογή, λόγω των ακόλουθων δύο παραγόντων: Αφ' ενός μεν, η ονομαστική υποτίμηση του νομίσματος οδηγεί σε μια πραγματική υποτίμηση ($R_t \uparrow$), η οποία καθιστά το κόστος των εισαγόμενων αγαθών ($S_t \times P_t^F \uparrow$) υψηλότερο και των εξαγωγών φτηνότερο και με αυτόν τον τρόπο συνεισφέρει σε μια βελτίωση του εμπορικού ισοζυγίου.

Αφ' ετέρου δε, η ονομαστική υποτίμηση οδηγεί σε μια αύξηση του εγχωρίου πληθωρισμού ($P_t^D \uparrow$), γεγονός που επιδρά αντισταθμιστικά στην επιρροή της ονομαστικής υποτίμησης επί της πραγματικής υποτίμησης. Έτσι, όσο πιο γρήγορα ο εγχώριος πληθωρισμός προσαρμόζεται στην αλλαγή της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, τόσο πιο μικρή θα είναι η πραγματική υποτίμηση, συνεπεία της ονομαστικής υποτίμησης και συνακόλουθα η βελτίωση στο εμπορικό ισοζύγιο.

1.1. Οι Παράγοντες που Διαμορφώνουν την Πραγματική Συναλλαγματική Ισοτιμία

Προκειμένου να κατανοήσουμε πώς οι αλλαγές στην πραγματική

συναλλαγματική ισοτιμία επιδρούν στο εμπορικό ισοζύγιο, αναλύουμε τη δυναμική της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η εξίσωση που περιγράφει την παραπάνω δυναμική είναι η εξής:

$\frac{dR}{R} = \frac{dS_t}{S_t} + \left(\frac{dP_t^F}{P_t^F} - \frac{dP_t^D}{P_t^D} \right)$	3.2
--	------------

Έτσι, από τον πιο πάνω τύπο μπορούμε να εξαγάγουμε το συμπέρασμα ότι εάν οι αλλαγές στην ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία αντισταθμίζονται από τις αλλαγές στα σχετικά επίπεδα τιμών (ή τα διαφορικά πληθωρισμού), μπορούμε να ισχυριστούμε ότι η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία παραμένει αμετάβλητη.

Έχοντας δει τον τρόπο με τον οποίο μεταβάλλεται η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, έπειτα διερευνούμε τις επιπτώσεις μιας πραγματικής υποτίμησης (δηλαδή αύξησης της ανταγωνιστικότητας) στο εμπορικό ισοζύγιο της χώρας. Το **εμπορικό ισοζύγιο**, NX , μια χώρας σε τρέχουσες τιμές, αποτυπώνεται στην ακόλουθη μαθηματική σχέση:

$NX_t = X_t P_t^D - M_t S_t P_t^F$	3.3
------------------------------------	------------

όπου

X = η ποσότητα των εξαγόμενων προϊόντων

M = η ποσότητα των εισαγόμενων προϊόντων

P_t^D = το εγχώριο επίπεδο τιμών

P_t^F = το επίπεδο τιμών στην αλλοδαπή

Διαιρώντας την παραπάνω σχέση με το εγχώριο επίπεδο τιμών

λαμβάνουμε τα εξής:

$\frac{NX_t}{P_t^D} = X_t - M_t R_t$	3.4
--------------------------------------	------------

Η ανωτέρω εξίσωση δείχνει ότι οι καθαρές εξαγωγές αποτελούν μια συνάρτηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Παραδείγματος χάριν, βλέπουμε ότι μια πραγματική υποτίμηση ($R \uparrow$) επηρεάζει το εμπορικό ισοζύγιο με τους ακόλουθους τρόπους: Κατ' αρχάς, η πραγματική υποτίμηση καθιστά τα εγχώρια αγαθά σχετικά φτηνότερα στο εξωτερικό (το κόστος ευκαιρίας των ξένων αγαθών αυξάνεται), οδηγώντας έτσι σε μια αύξηση της ξένης ζήτησης για αυτά, συνεπώς επέρχεται άνοδος των εξαγωγών μας ($X \uparrow$). Δεύτερον, η πραγματική υποτίμηση καθιστά τα ξένα αγαθά σχετικά ακριβότερα, οδηγώντας σε πτώση της ζήτησης τους, έτσι ο όγκος των εισαγωγών μειώνεται ($M \downarrow$). Τρίτον, η πραγματική υποτίμηση αυξάνει το ονομαστικό (=ποσότητα \times τιμή) κόστος των εισαγωγών ($M \times R$) \uparrow .

Κατά συνέπεια μια αύξηση στην ανταγωνιστικότητα θα βελτιώσει το εμπορικό ισοζύγιο εάν τα θετικά αποτελέσματα της πραγματικής υποτίμησης (δηλαδή η αύξηση στον όγκο των εξαγωγών και η μείωση του όγκου των εισαγωγών) ξεπερνούν την αρνητική επίπτωση που επέχει η αύξηση στο κόστος των εισαγωγών. Εάν ισχύει το παραπάνω, τότε λέμε ότι ικανοποιείται η **συνθήκη Marshall- Lerner**. Με άλλα λόγια, η *συνθήκη Marshall- Lerner* εξηγεί τις περιστάσεις κάτω από τις οποίες η αυξανόμενη ανταγωνιστικότητα (πραγματική υποτίμηση) βελτιώνει την ισορροπία του εμπορίου.

Σημειωτέον, ακόμα κι αν *συνθήκη Marshall- Lerner* ικανοποιείται και έτσι μια αύξηση στην πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία έχει τη δυνατότητα να οδηγήσει σε βελτίωση του εμπορικού εμπορίου,

ωστόσο αυτά τα ευεργετικά αποτελέσματα δεν παρατηρούνται άμεσα.

Ας εξετάσουμε την περίπτωση μιας πραγματικής υποτίμησης συνεπεία της υποτίμησης του εγχωρίου νομίσματος¹¹ (αύξηση στην ανταγωνιστικότητα), η επίδραση της οποίας είναι πιθανό να γίνει αισθητή στις τιμές των ξένων και εγχωρίων αγαθών. Δηλαδή η τιμή των εισαγωγών πρόκειται να αυξηθεί, ενώ η τιμή των εξαγωγών στους αλλοδαπούς πρόκειται να πέσει. Εντούτοις, η ποσότητα εισαγωγών και εξαγωγών είναι πιθανό να προσαρμοστεί μάλλον αργά, καθώς παίρνει κάποιο χρόνο για τους καταναλωτές να συνειδητοποιήσουν ότι οι σχετικές τιμές έχουν αλλάξει.

Κατά συνέπεια, μια πραγματική υποτίμηση, μπορεί να οδηγήσει σε μια προσωρινή επιδείνωση του εμπορικού ισοζυγίου δεδομένου ότι η τιμή των εισαγωγών θα αυξηθεί και δεδομένου ότι το ποσό εισαγωγών και εξαγωγών δεν αλλάζει, το πραγματικό εμπορικό ισοζύγιο θα επιδεινωθεί. Μακροπρόθεσμα η προσαρμογή των εξαγωγών και των εισαγωγών που λαμβάνουν χώρα είναι ισχυρότερη από την αρχική δυσμενή συνέπεια τιμών. Συνεπώς, η γνώση της υστέρησης μεταξύ της πραγματικής αλλαγής της συναλλαγματικής ισοτιμίας και της αλλαγής στο εμπορικό ισοζύγιο έχει σημαντικές πολιτικο-οικονομικές επιπτώσεις.

2. ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

Η **κερδοσκοπία συναλλάγματος** συνδέεται με τις αρνητικές προσδοκίες που διαμορφώνουν οι κερδοσκόποι αναφορικά με τη μελλοντική πορεία ενός νομίσματος. Το ζητούμενο είναι ο λόγος για τον οποίο οι κερδοσκόποι «στοιχηματίζουν» στην πτώση της εξωτερικής αξίας ενός νομίσματος.

¹¹ Στη βραχυχρόνια περίοδο μια ονομαστική υποτίμηση οδηγεί σε πραγματική υποτίμηση καθώς το επίπεδο τιμών στην εν λόγω περίοδο παραμένει σταθερό.

Κυρίως αυτό συμβαίνει σε εκείνες τις περιπτώσεις όπου, η κεντρική τράπεζα δεν δύναται ή δεν επιθυμεί να διατηρήσει την τρέχουσα συναλλαγματική αξία του νομίσματος της. Για παράδειγμα, ένα έλλειμμα ανταγωνιστικότητας της εγχώριας οικονομίας μπορεί να έχει οδηγήσει στην αύξηση της κατανάλωσης εις βάρος της παραγωγής (δηλαδή έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών) και συνακόλουθα σε εκροή των συναλλαγματικών αποθεμάτων της κεντρικής τραπεζής (στην περίπτωση κατά την οποία οι καθαρές εισροές κεφαλαίων δεν καλύπτουν το έλλειμμα). Σε άλλη περίπτωση, τα υψηλά επιτόκια που αναγκάστηκαν να επιβάλουν οι νομισματικές αρχές έχουν δημιουργήσει έντονο κοινωνικό πρόβλημα λόγω της υψηλής ανεργίας, το οποίο θα πρέπει να αντιμετωπιστεί άμεσα.

Στις παραπάνω δυο περιπτώσεις, είναι λογικό οι κερδοσκόποι (αλλά και η αγορά στο σύνολο της) να πιστέψουν ότι επίκειται μια υποτίμηση του εγχωρίου νομίσματος, η οποία θα αμβλύνει τα εσωτερικά και εξωτερικά προβλήματα της χώρας. Έτσι οι περισσότεροι εκ των οικονομικώς δρώντων αποφασίζουν να ρευστοποιήσουν τις θέσεις τους στο εσωτερικό νόμισμα πουλώντας το στην κεντρική τράπεζα έναντι συναλλάγματος για ανάληψη θέσεων στο εξωτερικό.

2.1. Αίτια Δημιουργίας Συναλλαγματικών Κρίσεων

Συνήθως οι κερδοσκόποι προβαίνουν σε κερδοσκοπικές κινήσεις στην αγορά συναλλάγματος όταν κλονιστεί η πίστη τους προς το υφιστάμενο σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών. Παρακάτω αναφέρουμε δυο βασικές αιτίες, οι οποίες δύναται να κλονίσουν αυτή την πίστη.

Το Πρόβλημα της Προσαρμογής

Το **πρόβλημα προσαρμογής** (adjustment problem) συχνά συνδέεται με τις αλλαγές σε θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας, όπως ο πληθωρισμός και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Η ουσία του προβλήματος έγκειται στο γεγονός ότι όταν εμφανίζεται μια διατα-

ραχή, η οποία δημιουργεί εξωτερική ανισορροπία, τότε ένα σταθερό καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών στερείται του μηχανισμού ανάκτησης της απολεσθείσης ισορροπίας. Ως εκ τούτου, η δέσμευση των νομισματικών αρχών για την διατήρηση ενός αξιόπιστου συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών χαλαρώνει.

Για παράδειγμα, ας εξετάσουμε τις επιπτώσεις των ακόλουθων γεγονότων :

- *Εγχώριος Πληθωριστικός Κλονισμός*: μια τέτοια διαταραχή μπορεί να δημιουργηθεί συνεπεία μιας επιτυχούς έκβασης υπέρμετρων μισθολογικών διεκδικήσεων (παράδειγμα, η Γαλλία μετά από τις ταραχές του Μαΐου του 1968)
- *Μείωση της Ανταγωνιστικότητας της Οικονομίας*: η αύξηση του εγχωρίου επιπέδου τιμών μειώνει την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας- $(P^D \uparrow) \Rightarrow (R \downarrow)$
- *Έλλειμμα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών*: η πτώση την ανταγωνιστικότητας της οικονομίας μειώνει τις εξαγωγές και αυξάνει τις εισαγωγές με αποτέλεσμα τη εμφάνιση ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών- $(R \downarrow) \Rightarrow (CA \downarrow)$.
- *Αύξηση του Ποσοστού Ανεργίας*: η μείωση της παραγωγής (λόγω της μείωσης των καθαρών εξαγωγών) οδηγεί σε πτώση της εγχωρίου παραγωγής και αύξηση στο ποσοστό ανεργίας σε επίπεδα υψηλότερα από το φυσιολογικό ποσοστό ανεργίας- $(CA \downarrow) \Rightarrow (Y_F - Y) \downarrow \Rightarrow (u - u_N) \uparrow$.

Έτσι, δεδομένου ότι η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία (S) και το ξένο επίπεδο τιμών (P^F) καθορίζονται εξωγενώς, θα πρέπει να γνωρίζουμε κατά πόσον υπάρχει ένας μηχανισμός ρύθμισης, ο οποίος θα οδηγήσει την οικονομία πίσω στη θέση ισορροπίας (εσωτερικής και εξωτερικής). Αναμφίβολα, κάποια προσαρμογή της οικονομίας θα πρέπει να πραγματοποιηθεί δεδομένου ότι μια χώρα

δεν μπορεί να έχει μονίμως ελλειμματικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

Εάν λοιπόν στην εγχώρια οικονομία υπάρχει ευελιξία στη διαμόρφωση των αμοιβών της εργασίας και του επιπέδου τιμών, τότε η αναγκαία προσαρμογή της οικονομίας θα προέλθει από τη μείωση του εγχωρίου επιπέδου τιμών. Αυτή δε η μείωση θα συμβεί για δυο λόγους.

Κατ' αρχάς, μια αύξηση στο ποσοστό ανεργίας επάνω από το φυσιολογικό ποσοστό ανεργίας μειώνει το επίπεδο αμοιβών που διαπραγματεύονται τα συνδικάτα ($W^D \downarrow$)¹², γεγονός που καθιστά πιθανή την μείωση του εγχωρίου επιπέδου τιμών ($P^D \downarrow$). Δεύτερον, το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αναγκάζει τις αρχές να παρέμβουν και να πουλήσουν το ξένο νόμισμα (οι κάτοικοι της χώρας ζητούν το ξένο νόμισμα προκειμένου να αγοράσουν τα ξένα αγαθά, εξ ου και το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών)¹³, με συνέπεια τα ξένα συναλλαγματικά αποθέματα μειώνονται, ταυτοχρόνως δε συρρικνώνεται και η προσφορά χρήματος. Κατ' αυτόν τον τρόπο, καθίσταται εφικτή (μακροπρόθεσμα τουλάχιστον) η πτώση του εγχωρίου επιπέδου τιμών- ($M \downarrow$) \Rightarrow ($P^D \downarrow$)

Ωστόσο, σ' ένα περιβάλλον ακαμψίας των αμοιβών της εργασίας και των τιμών τίποτα δεν επαναφέρει την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία στην προηγούμενη κατάσταση, δεδομένου του εξωγενώς καθορισμένου επιπέδου τιμών και συναλλαγματικής ισοτιμίας. Το πρόβλημα λοιπόν που ανακύπτει σε αυτή την περίπτωση είναι διττό.

Από τη μία, εάν οι αρχές αποφασίσουν να επιτύχουν το στόχο εσωτερικής ισορροπίας, η οικονομία θα συνεχίσει να συσσωρεύει ελ-

¹² Το παραπάνω βεβαίως στηρίζεται στην υπόθεση ότι η διαπραγματευτική δύναμη των συνδικάτων αυξάνεται με τη μείωση του ποσοστού ανεργίας.

¹³ Στη προκειμένη περίπτωση, το έλλειμμα στο ισοζύγιο των τρεχουσών συναλλαγών δεν καλύπτεται πλήρως από το πλεόνασμα στον λογαριασμό κεφαλαίων, οπότε υπάρχει «καθαρή» ζήτηση του ξένου νομίσματος.

λείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, κατάσταση η οποία σαφώς και δεν είναι διατηρήσιμη (δεδομένου ότι το απόθεμα συναλλαγματικών διαθεσίμων είναι περιορισμένο). Κάτι τέτοιο θα συμβεί, καθώς στην προσπάθεια τους οι αρχές να τονώσουν την εγχώρια ζήτηση με επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, θα αυξήσουν το εγχώριο εισόδημα. Αυξανόμενου όμως του εγχωρίου εισοδήματος, η ζήτηση για εισαγωγές θα αυξηθεί και αυτό θα οδηγήσει σε μια περαιτέρω διεύρυνση στο έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Από την άλλη, εάν ο στόχος είναι η αποκατάσταση της εξωτερικής ισορροπίας, τότε ο μόνος τρόπος να μειωθεί το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι να μειωθεί η συνολική ζήτηση (ίσως μέσω μιας επιβολής νέας δέσμης φορολογικών μέτρων). Ωστόσο, ο περιορισμός της εγχώριας ζήτησης, κατά πάσα πιθανότητα, θα οδηγήσει σε μείωση της παραγωγής και της απασχόλησης. Αυτό το ενδεχόμενο βεβαίως είναι εκτός των διαθέσιμων επιλογών για την πολιτική ηγεσία, καθώς λίγοι είναι διατεθειμένοι να ανεχτούν αύξηση της ανεργίας για την επανάκτηση της εξωτερικής ισορροπίας.

Από τα παραπάνω είναι προφανές ότι, στο πλαίσιο καθεστώτος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, ανεξαρτήτως της επιλογής των αρχών, η υποτίμηση του εγχωρίου νομίσματος είναι αναπόφευκτη, καθώς μια τέτοια εξέλιξη προσφέρει στην οικονομία το μόνο βιώσιμο τρόπο για την έξοδο από την παγίδα της χαμηλής ανταγωνιστικότητας. Στην πραγματικότητα, η κρίση μπορεί να εμφανιστεί πριν από τη μείωση των συναλλαγματικών αποθεμάτων, δεδομένου ότι οι κερδοσκόποι προσδοκώντας μελλοντική μείωση τους θα αρχίσουν την επίθεση τους στο εγχώριο νόμισμα. Συνεπώς, η δέσμευση για ένα σταθερό καθεστώς συναλλαγματικής ισοτιμίας χαλαρώνει σύντομα όταν υφίσταται η οικονομία μια απώλεια ανταγωνιστικότητας συνεπεία ενός πληθωριστικού κλονισμού.

Ανάγκη Μείωσης των Επιτοκίων

Οι οικονομικές συνθήκες που επικρατούν στην αγορά ενδεχομένως να δημιουργούν την ανάγκη μείωσης του εγχωρίου κόστους χρήματος. Ως γνωστόν, μια τέτοια μείωση δεν μπορεί να επιτευχθεί σε ένα καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, αλλά μπορεί να επιτευχθεί εάν η χώρα είναι πρόθυμη να μεταβεί σε ένα καθεστώς εύκαμπτων συναλλαγματικών ισοτιμιών. Εάν συμβεί κάτι τέτοιο, τότε η μείωση των εγχώριων επιτοκίων θα οδηγήσει σε μια ονομαστική υποτίμηση του εγχωρίου νομίσματος.

2.2. Οι Προσδοκίες Υποτίμησης και οι Διαθέσιμες Επιλογές των Νομισματικών Αρχών.

Με βάση τα ανωτέρω, η απώλεια της αξιοπιστίας ως προς τη δυνατότητα διατήρησης ενός καθεστώτος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, ευθύνεται κατά κύριο λόγο για την εμφάνιση κερδοσκοπικών επιθέσεων στο εγχώριο νόμισμα. Ας υποθέσουμε, δεχόμενοι την ύπαρξη ενός από τους προαναφερθέντες λόγους, οι επενδυτές θεωρούν ότι υπάρχει μια πιθανότητα $1-p$ τοις εκατό ότι η συναλλαγματική ισοτιμία θα διατηρηθεί στα προσυμφωνημένα επίπεδα και μια πιθανότητα p τοις εκατό ότι θα υπάρξει, στο εγγύς μέλλον, μια k τοις εκατό υποτίμηση του εγχωρίου νομίσματος.

Τα παραπάνω δύο ενδεχόμενα αναφορικά με τη διαμόρφωση της συναλλαγματικής ισοτιμίας παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα :

Πίνακας 3.1: ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑΣ ΓΙΑ ΤΟ ΕΝΔΕΧΟΜΕΝΟ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΟΥ ΕΓΧΩΡΙΟΥ ΝΟΜΙΣΜΑΤΟΣ

ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ	ΤΙΜΗ
ΔΙΑΤΗΡΗΣΗ ΤΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗΣ ΙΣΟΤΙΜΙΑΣ (1-p)	$E\left(\frac{\$}{S_t}\right) = 0$
ΥΠΟΤΙΜΗΣΗΣ (p)	$E\left(\frac{\$}{S_t}\right) = k$

Πηγή: Blanchard 2000, σελ.407.

Επομένως, σύμφωνα με τα δεδομένα του παραπάνω πίνακα, η προσδοκώμενη τιμή της μεταβολής της συναλλαγματικής ισοτιμίας (στη προκειμένη περίπτωση είναι η τυχαία μεταβλητή, της οποίας τις τιμές παρουσιάσαμε στον παραπάνω πίνακα) έχει ως εξής:

$E(\pi_t^{fx}) = p \cdot k$	3.5
-----------------------------	------------

Έτσι λοιπόν υπάρχουν τρεις επιλογές διαθέσιμες στις νομισματικές αρχές της χώρας. Πρώτον, η κυβέρνηση και η κεντρική τράπεζα της χώρας μπορούν να προσπαθήσουν να πείσουν τις αγορές ότι δεν υπάρχει κάποια πρόθεση υποτίμησης από μέρους τους. Παραδείγματος χάριν, το 1998 ο Boris Yeltsin ανήγγειλε ότι η ρωσική κυβέρνηση δεν σκόπευε να υποτιμήσει το ρούβλι, ωστόσο δύο εβδομάδες αργότερα το ρούβλι κατέρρευσε.

Δεύτερον, η κεντρική τράπεζα μπορεί να επιλέξει την επιβεβαίωση των προσδοκιών της αγοράς υποτιμώντας το εγχώριο νόμισμα. Έτσι, κατ' αυτόν τον τρόπο, η υποτίμηση μπορεί να πραγματοποιηθεί ακόμα κι αν η πεποίθηση των χρηματιστικών αγορών για την επικείμενη υποτίμηση ήταν ουσιαστικά αβάσιμη. Μερικοί οικονομολόγοι θεωρούν ότι οι κρίσεις συναλλαγματικής ισοτιμίας που έπληξαν τις ασιατικές χώρες το 1997 είχαν ένα τέτοιο αυτό-εκπληρούμενο στοιχείο ως γενεσιουργό αίτιο.

Τρίτον, η κυβέρνηση μπορεί να αποφασίσει να υπερασπίσει το υφιστάμενο επίπεδο της συναλλαγματικής ισοτιμίας με κόστος την επιβολή πολύ υψηλών επιτοκίων και συνακόλουθα την εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας. Αυτό σημαίνει ότι εάν η κεντρική τράπεζα επιθυμεί να πείσει τους επενδυτές (αλλοδαπούς αλλά και εγχώριους) να διατηρήσουν στο χαρτοφυλάκιο τους, τα εγχώρια ομόλογα δεδομένου του υφιστάμενου κινδύνου υποτίμησης του εγχωρίου νομίσματος, τότε θα πρέπει να ακολουθήσει μια νομισματική πολιτική, σύμφωνα με την οποία η διαφορά μεταξύ των εγχωρίων και των ξένων επιτοκίων να είναι:

$i_t^D - i_t^F = p \cdot k$	3.6
-----------------------------	------------

3. ΓΝΩΣΤΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ

Στις παρακάτω δυο περιπτώσεις συναλλαγματικής κρίσης που αναφέρουμε εξετάζουμε τους λόγους εκδήλωσης κερδοσκοπικών επιθέσεων στο Μεξικανικό πέσο κατά τη δεκαετίες του '80 και '90.

3.1. Η Μεξικανική Κρίση της Δεκαετίας του '80

Ας δούμε πως εκτυλίχθηκε η πορεία προς την κατάρρευση του Μεξικανικού πέσου το 1982. Παρακάτω αναφέρουμε τους βασικούς σταθμούς στην εν λόγω κρίση:

- Ανάμεσα στις αρχές του 1977 και στις αρχές του 1980, το πέσος διαπραγματευόταν περίπου στα **23 πέσος ανά δολάριο**, ένα επίπεδο ισοτιμίας που επεβλήθη από τη μεξικάνικη κεντρική τράπεζα.
- Κατά τη διάρκεια του **Ιανουαρίου του 1982**, η τιμή του δολαρίου σημείωσε μικρή άνοδο διαμορφούμενη στα **26,6 πέσος ανά δολάριο** το τέλος του μήνα.
- Στις **5 Φεβρουαρίου**, ο Πρόεδρος Lopez-Portillo ανήγγειλε ότι η κεντρική τράπεζα θα υπεράσπιζε το πέσος μέχρι τελικής πτώσεως, πιθανώς προκειμένου να καθησυχάσει τις αγορές ότι η κυβέρνηση θα έκανε τα πάντα για να υπερασπιστεί το εθνικό νόμισμα .
- Στις **19 Φεβρουαρίου 1982** αυτή η προσπάθεια εγκαταλείφθηκε και το πέσος έπεσε αμέσως κατά 29% έναντι του δολαρίου, φτάνοντας τα **45 πέσος ανά δολάριο** μέχρι το τέλος του μήνα.
- Το πέσος συνέχισε να πέφτει καθ' όλη τη διάρκεια της δεκαετίας.

Τι κρύβεται όμως πίσω από την παραπάνω πτωτική πορεία του πέσο ;

Κατ' αρχάς, ενώ το Μεξικό προσπάθησε να σταθεροποιήσει το νόμισμά του προσηλώνοντας το στο δολάριο, η νομισματική πολιτική του οδήγησε σε ταχύτερη αύξηση της προσφοράς χρήματος από την αντίστοιχη στην Αμερική. Κατά συνέπεια, οι τιμές στο Μεξικό αυξήθηκαν γρηγορότερα από τις τιμές στις Η.Π.Α., με το Μεξικό να έχει κατά μέσο όρο 20 έως 30 τοις εκατό πληθωρισμό μεταξύ του 1979 και του 1981. Μέχρι δε το τέλος του 1981, οι τιμές είχαν αυξηθεί πολύ περισσότερο στο Μεξικό από τις Η.Π.Α., οδηγώντας πολλούς Μεξικανούς προκειμένου να ικανοποιήσουν τις καταναλω-

τικές και επενδυτικές τους ανάγκες να στρέψουν την προσοχή τους εκτός συνόρων.

Μια άλλη διάσταση στο θέμα της υποτίμησης ενός νομίσματος αφορά τη συμπεριφορά της κεντρικής τράπεζας. Γενικά, μια κεντρική τράπεζα δεν μπορεί απλά να αναγγείλει μια συγκεκριμένη συναλλαγματική ισοτιμία για το νόμισμα της, αλλά θα πρέπει να είναι σε θέση να την υποστηρίξει εμπράκτως, αυτή τη δέσμευση της. Με άλλα λόγια, μια κεντρική τράπεζα δύναται να διατηρεί την τιμή του ξένου νομίσματος στα προκαθορισμένα επίπεδα αγοράζοντας και πουλώντας όσες ποσότητες ξένου νομίσματος επιθυμούν οι επενδυτές.

Η Κεντρική Τράπεζα του Μεξικού λοιπόν, αντιμετώπισε κάποιο πρόβλημα στη προσπάθεια στήριξης της επίσημης συναλλαγματικής ισοτιμίας καθώς μετά τον Φεβρουάριο του 1982, η κερδοσκοπική επίθεση στο νόμισμά της «εξαφάνισε» σχεδόν τα μισά από τα συναλλαγματικά της αποθέματα. Εξαιτίας αυτού, η Κεντρική Τράπεζα αποφάσισε να αφήσει το πέσο να πέσει (δηλαδή επέτρεψε στην τιμή του δολαρίου να αυξηθεί στο επίπεδο που να αντανakλά τη ζήτηση του). Έτσι, τον Αύγουστο του 1982, μια νέα επίθεση στο πέσο μείωσε περαιτέρω τα συναλλαγματικά αποθέματα καταστρώνοντας τις νομισματικές αρχές της χώρας αδύναμες να μετατρέψουν τα πέσος σε δολάρια.

3.2. Η Μεξικανική Κρίση στις Αρχές της Δεκαετίας του '90

Στο δεύτερο μισό του μισού της δεκαετίας του '80, ξεκίνησε το πρόγραμμα μακροοικονομικής σταθεροποίησης και οικονομικής μεταρρύθμισης στο Μεξικό. Μετά από μια επιτυχή μείωση του πληθωρισμού από 159% το 1987 στο 20%, περίπου, το 1991, η μεξικανική κυβέρνηση αποφάσισε να δέσει το πέσο στο δολάριο καθορίζοντά την τιμή του δολαρίου στα **3,01 πέσος** ανά δολάριο.

Ωστόσο, από το 1991 ως το 1994, το μεξικάνικο επίπεδο τιμών ή-

ταν υψηλότερο του αντιστοίχου αμερικανικού. Αυτό, δεδομένης της σταθερής τιμής της συναλλαγματικής ισοτιμίας, οδήγησε σε πτώση της μεξικάνικης ανταγωνιστικότητας, η οποία με τη σειρά της δημιούργησε ένα μεγάλο εμπορικό έλλειμμα. Κατά τη διάρκεια του 1994 έγινε ολοένα και πιο σαφές ότι η υποτίμηση δεν θα μπορούσε να αποφευχθεί και ο φόβος αυτός οδήγησε σε μεγάλες κεφαλαιακές εκροές που κατεγράφησαν τον Δεκέμβριο του 1994.

Προκειμένου να διατηρηθεί η τιμή του δολαρίου σε προκαθορισμένα επίπεδα, οι νομισματικές αρχές του Μεξικού αύξησαν τα επιτόκια, αλλά κάτι τέτοιο δεν απέτρεψε τα χειρότερα καθώς ένα έτος μετά (όταν δηλαδή τα βραχυπρόθεσμα ονομαστικά επιτόκια έφτασαν κατά μέσο όρο στο 60%), το πέσο κατακύλησε στην αναλογία **7,75 πέσος ανά δολάριο** (από 3,45 πέσος ανά δολάριο τον Νοέμβριο του 1994).

Μετά από την υποτίμηση του πέσο, η μεξικάνικη οικονομία βρέθηκε υπό την επίδραση δυο φαινομένων, τα οποία είχαν τα αντίθετα αποτελέσματα στην εγχώρια παραγωγή. Αφ' ενός μεν, η υποτίμηση του νομίσματος αύξησε την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας (βοήθησε την οικονομία να ανακτήσει την απολεσθείσα ανταγωνιστικότητα), η οποία με τη σειρά της ώθησε προς τα άνω τις καθαρές εξαγωγές και κατ' επέκταση το εγχώριο εισόδημα. Αφ' ετέρου δε, τα υψηλά επιτόκια οδήγησαν σε μια μείωση σε εγχώριας ζήτησης λόγω της πτώσης της καταναλωτικής και επενδυτικής δαπάνης.

Το αποτέλεσμα ήταν, κατ' αρχάς, πτώση της τάξεως του 6,3% του ΑΕΠ το 1995, κυρίως λόγω των υψηλών βραχυπρόθεσμων ονομαστικών επιτοκίων το εν λόγω έτος και εν συνεχεία αύξηση του προϊόντος κατά 5,1% το 1996 και 6,9% το 1997, λόγω της αύξησης της εξωτερικής ζήτησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ

Στο προηγούμενο κεφάλαιο κάναμε λόγο για τον λογαριασμό κεφαλαίων και από την αναφορά αυτή έγινε σαφές ότι οι "ροές κεφαλαίου" είναι ένας ευρύς όρος που περιλαμβάνει διαφορετικά είδη χρηματοοικονομικής (ή πραγματικής) συναλλαγής όπως τα ακόλουθα:

- Τραπεζικός δανεισμός (βραχυπρόθεσμος και μακροπρόθεσμος)
- Αγορά ομολόγων του δημοσίου ή εταιριών (των αναπτυσσόμενων χωρών)
- Αγορά μετοχών
- Άμεσες Ξένες Επενδύσεις

Επίσης, τονίσαμε ότι κάθε ένα από τα παραπάνω είδη ροής κεφαλαίου έχει διαφορετικές επιπτώσεις για την οικονομική μεγέθυνση της χώρας που τα δέχεται στην επικράτεια της.

Σε τελευταίο κεφάλαιο θα εξετάσουμε για ποιο λόγο το κεφάλαιο δεν ρέει από τις πλούσιες χώρες – όπου λογικά η οριακή αποδοτικότητα του κεφαλαίου είναι χαμηλή- προς τις αναπτυσσόμενες χώρες - όπου λογικά η οριακή αποδοτικότητα του κεφαλαίου λόγω των μεγάλων ελλείψεων που απαντούν στην επενδυτική δραστηριότητα θα πρέπει να είναι υψηλή. Επίσης, εξετάζουμε τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα που έχουν οι βραχυπρόθεσμες ροές κεφαλαίου για την οικονομία των χωρών που υποδέχονται τις εν λόγω ροές αναφερόμενοι στα πορίσματα μελετών που διεξήχθησαν για τον συγκεκριμένο σκοπό .

Τέλος, προσπαθούμε να δούμε για πιο λόγο εκδηλώνονται χρηματοοικονομικές κρίσεις και κατά πόσον αυτές είναι μεταδοτικές .

1. Η ΡΟΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΑΠΟ ΤΙΣ ΠΛΟΥΣΙΕΣ ΠΡΟΣ ΤΙΣ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ

Εάν υποθέσουμε ότι υπάρχει πλήρης περιορισμός στη μετακίνηση του κεφαλαίου, έτσι ώστε το τελευταίο να μην μπορεί να μετακινηθεί από την μια γεωγραφική περιοχή στην άλλη, τότε οι πλούσιες οικονομίες θα κατέληγαν να έχουν μεγάλες ποσότητες αποθέματος κεφαλαίου, ενώ οι φτωχές χώρες θα εστερούντο την ευρεία διαθεσιμότητα του εν λόγω συντελεστή. Βάσει λοιπόν αυτής της κατάστασης που κατά πάσα πιθανότητα θα είχε διαμορφωθεί αναφορικά με το απόθεμα κεφαλαίου, σύμφωνα με τον νόμο της **φθίνουσας οριακής απόδοσης** (ο οποίος απαντά στην παραγωγική διαδικασία κατά το βραχυπρόθεσμο διάστημα), το κεφάλαιο θα είχε μικρή οριακή απόδοση στις πλούσιες χώρες και μεγάλη οριακή απόδοση στις φτωχές.

Λογικά λοιπόν, θα έπρεπε να αρθούν οι περιορισμοί στις κινήσεις του κεφαλαίου ούτως ώστε να μετακινηθεί αυτό από τις πλούσιες προς τις φτωχές χώρες και έτσι να αυξηθεί κατά πολύ περισσότερο το παγκόσμιο προϊόν. Ωστόσο κάτι τέτοιο δεν συμβαίνει για τους λόγους που θα εξετάσουμε αργότερα. Πρώτα όμως θα κάνουμε μια σύντομη αναφορά στην ιστορία της ροής κεφαλαίου.

1.1. Η Ιστορία της Ροής Κεφαλαίων

Στο τελευταίο τέταρτο του 19ου αιώνα, Βρετανικά κεφάλαια, ύψους περίπου 5% του ΑΕΠ, εισέρεαν ετησίως στις Ηνωμένες Πολιτείες, στον Καναδά και την Αυστραλία. Επίσης, κατά την ίδια περίοδο, η Γαλλία και η Γερμανία υπήρξαν μεγάλοι εξαγωγείς κεφαλαίου, όχι βέβαια του μεγέθους της Βρετανίας. Αυτή η χρυσή περίοδος της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης έλαβε τέλος το 1914.

Κατόπιν, για σχεδόν μισό αιώνα, από την μεγάλη κρίση μέχρι τη δεκαετία του '70, οι διεθνείς ροές ιδιωτικού κεφαλαίου σχεδόν εξαφανίστηκαν από το προσκήνιο. Εν συνεχεία, στη δεκαετία του '70, οι καθαρές ροές ιδιωτικού κεφαλαίου προς τις φτωχές χώρες διαμορφώθηκαν λίγο πάνω από το 1% του ΑΕΠ της δότριας χώρας. Μέχρι το τέλος της δεκαετίας του '70, οι ροές κεφαλαίων προς τις φτωχές χώρες αυξάνονταν αν και υπολειπόμενες κατά πολύ των αντίστοιχων του 19^{ου} αιώνα. Αυτή η πρόσκαιρη ανάκαμψη τελείωσε άσχημα με την εμφάνιση των κρίσεων χρέους της δεκαετίας του '80. Μέχρι το τέλος της δεκαετίας του '90, οι εν λόγω ροές είχαν ανακτήσει το χαμένο έδαφος, επηρεαζόμενες ωστόσο από την Μεξικανική κρίση του 1994 και την Ασιατική Καταστροφή του 1997-98.

Αν επιχειρήσουμε να εξετάσουμε τις ροές κεφαλαίων ανά δεκαετίες, τότε θα διαπιστώσουμε ότι ροές ιδιωτικού κεφαλαίου της δεκαετίας του '80 ήταν ίσες με τις αντίστοιχες στη δεκαετία του '70, ενώ κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90 ήταν αρκετά μεγαλύτερες. Μέχρι το τέλος της δεκαετίας του '90, οι ετήσιες κεφαλαιακές ροές ως ποσοστό του ΑΕΠ των αναπτυσσόμενων χωρών ήταν περίπου τρεις φορές μεγαλύτερες από τη δεκαετία του '70.

Στο τέλος του 2001 το παγκόσμιο απόθεμα των διασυνοριακών τραπεζικών χορηγήσεων και καταθέσεων ήταν **\$ 9 τρις**. Εξ αυτού του ποσού μόνο περίπου **\$ 700 δις** ανήκε σε αναπτυσσόμενες χώρες. Επίσης, το απόθεμα των διασυνοριακών μετοχικών επενδύσεων ήταν **\$ 12 τρις**, εκ των οποίων τα **\$ 600 δις** είχαν ως αποδέκτες τις αναπτυσσόμενες χώρες.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζουμε αναλυτικά την εξέλιξη του αποθέματος και των ροών του χρέους (βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου) στο σύνολο των αναπτυσσόμενων χωρών, κατά την περίοδο 1970- 1999.

Πίνακας 4.1: ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ ΚΑΙ ΡΟΕΣ ΧΡΕΟΥΣ ΣΕ ΟΛΕΣ ΤΙΣ Α-ΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ (σε εκατ. Δολάρια)

	1970	1980	1990	1995	1999	2000	2001	2002	2003	2004
1. SUMMARY DEBT DATA										
TOTAL DEBT STOCKS (EDT)	-	609,403	1,460,343	1,777,829	1,969,044	2,139,466	2,229,400	2,326,487	2,436,046	2,543,988
Long-term debt (LTD)	61,145	451,524	1,181,110	1,411,180	1,564,487	1,653,951	1,708,480	1,786,391	1,830,343	2,070,720
Public and publicly guaranteed	45,768	380,553	1,115,595	1,293,185	1,375,569	1,432,451	1,424,201	1,411,963	1,529,249	1,580,107
Private non-guaranteed	15,377	70,971	65,515	117,995	188,918	221,500	284,279	374,428	301,094	490,613
Use of IMF credits	766	12,246	54,682	39,888	44,144	61,101	69,106	70,797	95,830	81,002
Short-term debt	-	115,633	211,551	326,463	360,462	424,061	499,814	499,269	411,865	402,266
of which interest arrears on LDCs	-	2,475	52,700	46,015	43,013	43,644	33,926	30,269	36,493	40,743
Official creditors	-	2,027	19,641	20,302	22,933	21,432	21,593	24,420	27,190	27,190
Private creditors	-	447	32,059	25,714	20,079	18,191	12,333	6,849	8,984	...
Minor: principal arrears on LDCs	-	2,507	39,360	81,534	92,717	107,985	104,931	29,607	91,841	68,387
Official creditors	-	1,241	27,279	39,298	48,666	59,770	61,206	29,866	66,125	...
Private creditors	-	1,266	12,081	42,236	44,131	48,160	43,725	20,107	26,413	...
Minor: export credits	-	7,228	101,645	152,364	150,337	171,330	159,354	164,271	186,373	...
TOTAL DEBT FLOWS										
Disbursements	13,251	113,657	137,218	182,235	181,810	239,671	277,506	331,581	319,971	215,979
Long-term debt	12,920	107,641	128,924	173,734	176,468	211,760	263,847	308,387	290,842	231,034
IMR purchases	331	6,016	8,244	7,001	6,401	2,914	6,659	23,194	29,129	14,920
Principal repayments	6,712	14,473	93,720	106,760	119,698	139,116	171,342	199,621	196,081	211,094
Long-term debt	6,000	42,472	85,531	101,423	112,773	128,225	163,713	181,078	186,134	186,332
IMR repayments	712	2,000	8,189	5,338	6,923	11,090	7,627	8,544	9,895	24,762
Net flows on debt	15,647	111,038	60,645	112,050	113,570	167,715	149,097	152,366	76,329	20,659
of which short-term debt	-	41,814	16,548	36,376	48,338	67,477	42,933	20,403	-47,610	-11,226
Interest payments (INT)	-	48,849	70,487	68,688	78,208	100,940	106,533	112,838	120,083	135,266
Long-term debt	2,315	32,200	54,204	52,208	60,763	77,133	82,937	87,074	94,665	111,378
IMR charges	0	471	2,304	2,346	1,807	2,791	2,310	2,207	3,405	4,821
Short-term debt	-	13,297	13,980	14,010	15,640	21,014	21,962	23,119	21,807	19,067
Net transfers on debt	-	62,179	-10,442	43,393	35,361	66,798	42,863	39,830	-43,763	-114,607
Total debt service paid (TDS)	-	98,331	164,398	175,416	197,807	240,366	277,877	312,460	316,213	349,360
Long-term debt	8,303	75,201	130,231	133,723	155,211	205,461	241,672	278,123	281,003	297,710
IMR repayments and charges	712	2,473	10,694	7,684	8,630	13,881	9,938	10,750	13,303	32,583
Short-term debt (interest only)	-	15,297	13,380	14,010	15,630	21,011	23,267	23,557	21,807	19,067

Πηγή:

<http://siteresources.worldbank.org/INTGDF2000/Resources/reg-all-developing.pdf>

1.2. Εμπόδια στη Ροή Κεφαλαίων

Από τα όσα παρουσιάσαμε προηγουμένως, μπορούμε να συναγάγουμε το συμπέρασμα ότι το κεφάλαιο δεν φαίνεται να ρέει από τις πλούσιες προς τις φτωχές χώρες. Κάτι τέτοιο προξενεί εντύπωση, διότι κατά μέσον όρο οι πιστώτριες χώρες είναι πλουσιότερες από τις δανειζόμενες και από αυτή την άποψη τουλάχιστον, το κεφάλαιο θα έπρεπε να ρέει προς την προαναφερθείσα κατεύθυνση. Υπάρχει ωστόσο και η εξαίρεση στον παραπάνω κανόνα που είναι οι Η.Π.Α., οι οποίες επενδύουν και καταναλώνουν (και σε ιδιωτικό αλλά και σε δημόσιο επίπεδο) διαρκώς. Προκειμένου λοιπόν να χρηματοδοτήσουν τα υψηλά επίπεδα επένδυσης και κατανάλωσης εισάγουν κεφάλαια εκ της αλλοδαπής σε τέτοιο βαθμό ώστε οι υποχρεώσεις

τους προς τους πιστοδότες χώρες (της Ασίας κυρίως) να αγγίζουν το 20% του ΑΕΠ.

Παρακάτω εξετάζουμε ορισμένες αιτίες που εξηγούν την ανεπαρκή ροή κεφαλαίων από τις πλούσιες προς τις φτωχές χώρες.

Ελλείψεις σε Εξειδικευμένο Εργατικό Δυναμικό, Απουσία Θεσμικού Πλαισίου και Ανεπαρκής Υποδομή

Το κεφάλαιο δεν είναι το μόνο πράγμα που απουσιάζει από τις περισσότερες αναπτυσσόμενες χώρες. Τα εργατικά χέρια μπορεί να αφθονούν, ωστόσο οι εργαζόμενοι στις φτωχές χώρες συνήθως είναι λιγότερο καλά εκπαιδευμένοι και με ελλιπή επαγγελματική κατάρτιση συγκρινόμενοι με τους συναδέλφους τους των πλουσίων χωρών. Περαιτέρω, το νομικό πλαίσιο πολλών αναπτυσσόμενων χωρών δεν εγγυάται την προάσπιση των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, το δε κράτος δικαίου (σε περίπτωση που υπάρχει) είναι τελείως αναξιόπιστο. Το πρόβλημα της έλλειψης επαρκούς νομικού πλαισίου λόγω της ύπαρξης της διαφθοράς έχει πάρει τέτοιες διαστάσεις ώστε ο επικεφαλής της Παγκόσμιας Τράπεζας, Paul Wolfo, θεωρεί ότι πλέον η κύρια μέριμνα της τράπεζας πρέπει να γίνει η πάταξη της διαφθοράς και δωροληψίας και εν συνεχεία η χρηματοδότηση επενδυτικών έργων (The Economist, March 10th, σελ.69). Επίσης, η απαραίτητη οικονομική υποδομή για την ευδοκίμηση μιας επενδυτικής πρωτοβουλίας απουσιάζει σε αρκετές αναπτυσσόμενες χώρες.

Για τους παραπάνω λόγους, η μετακίνηση του κεφαλαίου από τις χώρες όπου υπάρχει εν αφθονία προς τις χώρες όπου υπάρχει εν ελλείψει δεν αναμένεται να δημιουργήσει υψηλά κέρδη για τους κατόχους του.

Περιορισμοί στις Κινήσεις Κεφαλαίου

Είναι γνωστό ότι οι περισσότερες αναπτυσσόμενες χώρες δεν επιτρέπουν την ελεύθερη κίνηση του κεφαλαίου. Αν και οι γενικοί περιορισμοί στη μετακίνηση του κεφαλαίου είναι πολύ σπανιότεροι

σήμερα από ότι ήταν στο παρελθόν, υφίστανται ωστόσο ορισμένα, επίσημα ή ανεπίσημα, εμπόδια τον δρόμο των ξένων επενδυτών. Έτσι, παρά την επικρατούσα, κατά τα τελευταία έτη, τάση για το άνοιγμα των κεφαλαιαγορών χρόνια, οι αναπτυσσόμενες χώρες είναι σαφώς λιγότερο δεκτικές στη διασυνοριακή χρηματοδότηση από μια αναπτυγμένη οικονομία.

2. ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΙΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ, ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ

Η μελέτη της ιστορίας καταδεικνύει ότι οι πιο επιτυχείς ως προς την ανάπτυξη αναπτυσσόμενες χώρες, τουλάχιστον μέχρι τον Πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο, ωφελήθηκαν σημαντικά από την εισροή του ξένου κεφαλαίου. Ωστόσο, στη περίπτωση των φτωχών χωρών η ύπαρξη των ωφελημάτων που απορρέουν από τη δυνατότητα πρόσβασης στις παγκόσμιες κύριες αγορές αμφισβητείται εντόνως.

Η απορύθμιση και το άνοιγμα της κεφαλαιαγοράς στις αναπτυσσόμενες χώρες ενδέχεται να έχουν εκ διαμέτρου αντίθετες επιδράσεις για την εγχώρια οικονομία. Αφ' ενός μεν, η εισροή κεφαλαίου από την αλλοδαπή δύναται να χρηματοδοτήσει την μη χρηματοδοτούμενη εξ εγχωρίων πηγών, εγχώρια επένδυση και συνακόλουθα να συμβάλει στην ανάπτυξη της οικονομίας. Αφ' ετέρου δε, η έλευση «ξένου» χρήματος έχουσα ένα προσωρινό χαρακτήρα καθιστά την επιτυχή υλοποίηση μακροπρόθεσμων αναπτυξιακών σχεδίων από τη χώρα που φιλοξενεί το ξένο κεφάλαιο αρκετά αβέβαια.

Παρακάτω λοιπόν θα εξετάσουμε τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα που ενέχει η απρόσκοπτη ροή κεφαλαίων προς και από τις κεφαλαιαγορές και χρηματαγορές των αναπτυσσόμενων χωρών.

2.1. Πλεονεκτήματα από τις Εισροές Κεφαλαίου

Ένα πιθανό πλεονέκτημα που απορρέει από την οικονομική ολοκλήρωση είναι **εξομάλυνση της κατανάλωσης** (Obstfeld 1994). Δηλαδή η πρόσβαση στην παγκόσμια κύρια αγορά επιτρέπει στους κατοίκους των χωρών να διατηρήσουν ένα σχετικά σταθερό βιοτικό επίπεδο, ανεξάρτητα από τις όποιες διακυμάνσεις του εισοδήματός τους. Εάν ισχύει η παραπάνω υπόθεση, θα πρέπει η αύξηση της κατανάλωσης στις διάφορες χώρες με ολοκληρωμένες κεφαλαιαγορές να έχει υψηλότερο συντελεστή συσχέτισης από ότι θα έχει η αύξηση του εισοδήματος στις εν λόγω χώρες.

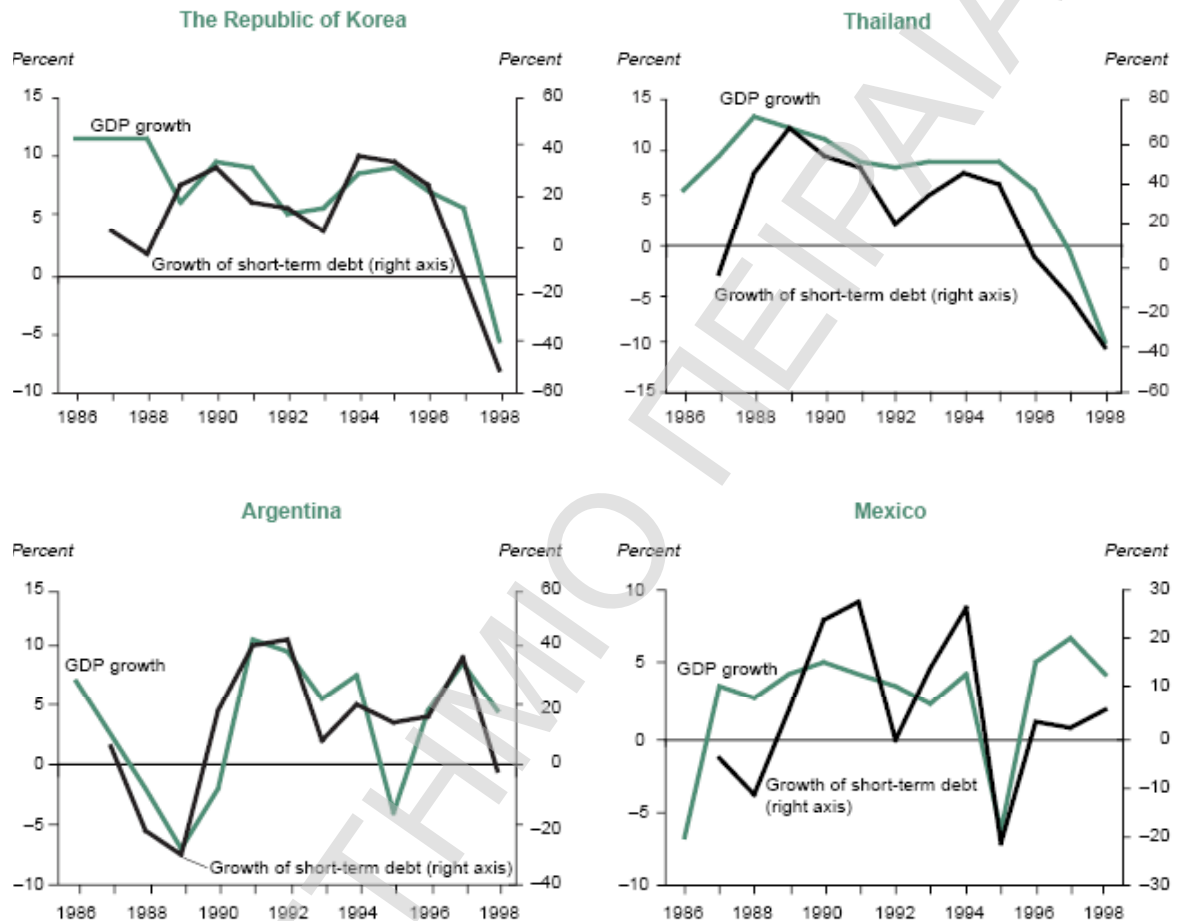
Ωστόσο, το παραπάνω όφελος εκ της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης προκύπτει κυρίως όταν οι εισροές βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων συμπεριφέρονται αντικυκλικά και καθορίζονται από παράγοντες της ζήτησης. Εάν όμως οι αποφάσεις των πιστωτών αναφορικά με την παροχή κεφαλαίων σχετίζονται θετικά με την πορεία της οικονομίας, τότε μια καλή οικονομική πορεία μπορεί να προσελκύσει ποσότητες κεφαλαίου, οι οποίες θα οδηγήσουν την κατανάλωση και την επένδυση σε μη-διατηρήσιμα, στο μακροπρόθεσμο διάστημα, επίπεδα. Αντίθετα, σε περίπτωση οικονομικής δυσπραγίας τα κεφαλαία θα αποσυρθούν από την εγχώρια οικονομία μειώνοντας έτι περαιτέρω το εισόδημα και την κατανάλωση.

Τα Εμπειρικά Δεδομένα

Σύμφωνα με μελέτη, την οποία διενήργησε η Παγκόσμια Τράπεζα το 2000, για την παγκόσμια ανάπτυξη (Global Development Finance 2000) και η οποία στηρίχθηκε σε στοιχεία που αφορούσαν τις βραχυπρόθεσμες ροές κεφαλαίου σε 20 σημαντικές αναπτυσσόμενες χώρες, προκύπτει μια θετική σχέση μεταξύ της αύξησης του βραχυπρόθεσμου χρέους και των ποσοστών μεγέθυνσης στις αναπτυσσόμενες χώρες¹⁴. Όπως φαίνεται στο ακόλουθο σχήμα, οι βραχυπρόθεσμες ροές κεφαλαίου για τέσσερις επιλεγμένες αναπτυσσόμε-

¹⁴ Βλέπε <http://econ.worldbank.org/>, / Data and Research,

νες οικονομίες φαίνονται να συσχετίζονται θετικά με τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ τους.



Σχήμα 4.1: ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΑΕΠ ΣΕ ΤΕΣΣΕΡΙΣ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ (1986-1998)

Πηγή: <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTDECPROSPECTS/EXTGDF/EXTGDF2000/0,,contentMDK:20284128~pagePK:64167689~piPK:64167673~theSitePK:544570,00.html>

Εκτός από την παραπάνω γραφική απεικόνιση της θετικής σχέσης μεταξύ βραχυπρόθεσμου χρέους και του επιπέδου οικονομικής δραστηριότητας, μπορούμε να ποσοτικοποιήσουμε την παραπάνω

σχέση δια του υπολογισμού της ελαστικότητας του βραχυπρόθεσμου χρέους (ε_{SB}), η οποία υπολογίζεται ως εξής:

$$\varepsilon_{SB} = \frac{\frac{\Delta SB}{SB}}{\frac{\Delta GDP}{GDP}} \quad (4.1)$$

όπου

SB= το απόθεμα βραχυπρόθεσμου χρέους σε μια οικονομία

GDP= το ΑΕΠ

Σύμφωνα λοιπόν με την ίδια μελέτη, η **ελαστικότητα του βραχυπρόθεσμου χρέους** σε σχέση με τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ υπολογίστηκε στο **2,1** έναντι του **0,9** για το **μακροπρόθεσμο χρέος**. Δηλαδή, στις υπό ανάλυση αναπτυσσόμενες χώρες όταν το ΑΕΠ αυξάνει κατά 1% οι βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες ροές κεφαλαίου αυξάνουν κατά 2.1% και 0.9% αντίστοιχα.

Επίσης, η ίδια μελέτη εξέτασε και τη συμπεριφορά των βραχυπρόθεσμων ροών κατά τη διάρκεια των οικονομικών κλονισμών, οι οποίοι ορίζονται ως οι περίοδοι είτε ευνοϊκών είτε δυσμενών εκβάσεων συγκρινόμενες με τις μέσες τιμές της υπό εξέταση οικονομικής μεταβλητής. Όταν λοιπόν η οικονομία δέχεται ένα θετικό οικονομικό κλονισμό, όταν δηλαδή η αύξηση στο ΑΕΠ είναι κατά μισή τυπική απόκλιση υψηλότερη από το μέσο επίπεδό της, τότε η ελαστικότητα του βραχυπρόθεσμου χρέους σε σχέση με την αύξηση ΑΕΠ είναι περίπου **0,9**, ενώ στην περίπτωση ενός δυσμενούς κλονισμού (όταν δηλαδή η αύξηση ΑΕΠ είναι χαμηλότερη από το μέσο όρο κατά μισή τυπική απόκλιση), η ελαστικότητα του βραχυπρόθεσμου χρέους είναι **-1,8**.

2.2. Βραχυπρόθεσμες Ροές Κεφαλαίου και Συναλλαγματικές Κρίσεις

Όπως αναφέρθηκε κατ' επανάληψη, οι βραχυπρόθεσμες ροές αποτελούν τις πιο αντιστρέψιμες ροές στο λογαριασμό των κεφαλαίων. Αυτό συμβαίνει διότι η βραχεία διάρκεια των εν λόγω κεφαλαίων παρέχει τη δυνατότητα στον επενδυτή να τα αποσύρει γρήγορα και χωρίς να επωμιστεί κάποιο υψηλό κόστος που ενέχει το «κλείσιμο» της θέσης του. Αντίθετα, μια εσπευσμένη εκκαθάριση της άμεσης ξένης επένδυσης ίσως να απαιτεί την εκποίηση των μηχανημάτων σε τιμή, κατά πολύ, κάτω του κόστους κτήσης, ή μια αντίστοιχη πώληση μετοχών ή ομολόγων ενδεχομένως να επιφέρει σημαντικές κεφαλαιακές απώλειες .

Γνωρίζουμε ότι κατά το παρελθόν, αρκετές αναπτυσσόμενες χώρες επλήγησαν από την απόσυρση των βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων στη διάρκεια των οικονομικών κρίσεων που υπέστησαν. Αυτή η πιθανή αντιστρεψιμότητα του βραχυπρόθεσμου χρέους δημιουργεί μια έκδηλη ανησυχία στους διεθνείς πιστωτές, κυρίως δε όταν το επίπεδο του βραχυπρόθεσμου δανεισμού μιας χώρας είναι υψηλό σε σχέση με τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της.

Επομένως, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι ο κίνδυνος εκδήλωσης μιας συναλλαγματικής κρίσης είναι μεγαλύτερος όταν ο λόγος τους βραχυπρόθεσμου χρέους προς τα συναλλαγματικά αποθέματα της χώρας είναι υψηλός και όταν το τραπεζικό σύστημα έχει επωμιστεί τη διοχέτευση αυτών των βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων προς τους εγχώριους επενδυτές.

Εμπειρικά Στοιχεία

Τα στοιχεία παρουσιάζουν μια εμφανή σχέση μεταξύ της διάρκειας του εξωτερικού χρέους και της πιθανότητα εκδήλωσης κάποιας συναλλαγματικής κρίσης (Furman και Stiglitz, 1998).

Συγκεκριμένα, οι Radelet και Sachs (1998) διαπίστωσαν ότι ο ρόλος του λόγου του βραχυπρόθεσμου χρέους προς τα συναλλαγματικά αποθέματα υπήρξε ιδιαίτερα καθοριστικός σε εννέα περιπτώσεις συναλλαγματικής κρίσης μεταξύ των ετών 1994 και 1997 σε ένα δείγμα 19 αναδυόμενων αγορών.

Κάνοντας χρήση ενός μεγαλύτερου δείγματος, οι Rodrik και Velasco (1999) βρήκαν ότι όταν η αναλογία του βραχυπρόθεσμου χρέους προς τα συναλλαγματικά αποθέματα υπερβαίνει τη μονάδα, η πιθανότητα εκδήλωσης συναλλαγματικής κρίσης είναι κατά 10% υψηλότερη από ότι θα ήταν σε περίπτωση που η εν λόγω αναλογία δεν ξεπερνούσε την μονάδα. Επίσης, οι ίδιοι ερευνητές διαπίστωσαν ότι η πιθανότητα της εκδήλωσης συναλλαγματικής κρίσης αυξάνεται με το συνολικό χρέος της χώρας, το έλλειμμα στο ισοζύγιο των τρεχουσών της συναλλαγών και την απώλεια ανταγωνιστικότητας λόγω πραγματικής ανατίμησης του νομίσματος της.

Προς επιβεβαίωση των ευρημάτων των προηγούμενων αναλυτών, οι Bussiere και Mulder (1999) απέδειξαν ότι ο λόγος του βραχυπρόθεσμου χρέους προς τα συναλλαγματικά αποθέματα όχι μόνο αποτελεί ένα σημαντικό δείκτη για πρόβλεψη της πιθανότητας εκδήλωσης μιας συναλλαγματικής κρίσης, αλλά είναι και σημαντικά καλλίτερος ως προς την ερμηνευτική του ικανότητα, συγκρινόμενος με εναλλακτικούς δείκτες μέτρησης του κινδύνου εκδήλωσης συναλλαγματικής κρίσης όπως ο λόγος χρήματος (και στους τρεις ορισμούς του M0, M1, και M2) προς τα συναλλαγματικά αποθέματα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΔΙΕΘΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ

Οι χρηματοοικονομικές κρίσεις έχουν πολλές αιτίες και χαρακτηριστικά .Διακρίνονται κυρίως σε κρίσεις που προέρχονται από μία κρίση στη συναλλαγματική ισοτιμία, σε τραπεζικές κρίσεις ή σε συνδυασμό αυτών των δυο. Ασφαλώς, αυτοί οι δύο παράγοντες δεν είναι οι μόνοι που οδηγούν σε μία χρηματοοικονομική κρίση αλλά στις πρόσφατες χρηματοοικονομικές κρίσεις που έγιναν έπαιξαν σημαντικό ρόλο και ήταν οι κύριοι παράγοντες για την εξάπλωση των κρίσεων σε όλο τον κόσμο.

Ένα υγιές τραπεζικό σύστημα συμβάλει στην οικονομική ανάπτυξη συγκεντρώνοντας τους αποταμιευτικούς πόρους της οικονομίας και διοχετεύοντας τους στις δραστηριότητες με τις υψηλότερες αποδόσεις. Επιπλέον, το τραπεζικό σύστημα προσφέρει συναλλακτικές υπηρεσίες καθώς και αξιόπιστα συστήματα πληρωμών, που εξασφαλίζουν σταθερότητα στον χρηματοοικονομικό τομέα της οικονομίας. Τέλος, οι τράπεζες παρέχουν υπηρεσίες παρακολούθησης της εκτέλεσης των χρηματοδοτούμενων επενδυτικών προγραμμάτων. Άρα, ένα προβληματικό τραπεζικό σύστημα αποτελεί εμπόδιο στην οικονομική ανάπτυξη. Αυτό το πρόβλημα γίνεται ακόμα μεγαλύτερο στις αναπτυσσόμενες χώρες όπου οι κεφαλαιαγορές δεν είναι ανεπτυγμένες και η άντληση κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις είναι πολύ δύσκολη. Αυτός ήταν και ένας σημαντικός παράγοντας που προκάλεσε τις κρίσεις στη δεκαετία του 90'.

Η τραπεζική κρίση γίνεται όταν το τραπεζικό σύστημα είναι ανίκανο να κάνει τις συνηθισμένες λειτουργίες δανεισμού και κάποιες τράπεζες απειλούνται με αφερεγγυότητα. Ο κύριος ρόλος των τραπεζών είναι να διαμεσολαβήσουν μεταξύ των αποταμιευτών και των

δανειστών. Η τράπεζα μαζεύει τα χρήματα από τους αποταμιευτές και τα δίνει υπό μορφή δανείων στους δανειστές που ως επί το πλείστον είναι οι επιχειρήσεις. Αν μια επιχείρηση δε καταφέρει να ξεπληρώσει το δάνειο που έχει πάρει, αυτό μπορεί να δημιουργήσει πρόβλημα στην τράπεζα αφού υπάρχει κίνδυνος να χάσει τα χρήματα της. Η από-διαμεσολάβηση συμβαίνει όταν οι τράπεζες αδυνατούν να παίξουν τον συνδετικό κρίκο μεταξύ αποταμιευτών και δανειστών. Η άπω-διαμεσολάβηση σε συνδυασμό με τη μη δυνατότητα αποπληρωμής του δανείου από τους επιχειρηματίες προκαλεί σοβαρά προβλήματα στην τράπεζα που μπορεί να την οδηγήσει ως και στο κλείσιμο. Αν αυτό συμβεί τότε υπάρχει ο κίνδυνος οι καταθέτες να χάσουν ένα μέρος των χρημάτων τους ή και όλα τους τα χρήματα.

Τα νοικοκυριά βλέποντας ότι οι τράπεζες δεν μπορούν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους και χάνουν τα χρήματα που αποταμιεύουν, θα σταματήσουν να καταναλώνουν προϊόντα με αποτέλεσμα να έχουμε ύφεση στην οικονομία. Οι τράπεζες που δεν έχουν πρόβλημα ρευστότητας, βλέποντας αυτή την κατάσταση που διαμορφώνεται γύρω τους, θα σταματήσουν να δανείζουν στους επιχειρηματίες μεγάλα ποσά. Αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα να μειωθούν οι νέες επενδύσεις και οι νέες θέσεις απασχόλησης οπότε η οικονομία βυθίζεται ολοένα και πιο πολύ στην ύφεση.

Είναι αρκετά δύσκολο να ορίσουμε ποιες τράπεζες είναι αφερέγγυες. Ενώ η ευρωστία της τράπεζας ορίζεται εύκολα, είναι πολύ δύσκολο να την μετρήσουμε. Μια τράπεζα θεωρείται αφερέγγυα όταν η παρούσα αξία των μελλοντικών της καθαρών εσόδων είναι αρνητική και υπερβαίνει τα ίδια κεφάλαια. Όμως τα διευθυντικά στελέχη των προβληματικών τραπεζών έχουν κίνητρα να εμφανίζουν μη πραγματοποιημένα έσοδα και να παρουσιάζουν τμήμα των επισφαλών απαιτήσεων ως κανονικώς εξυπηρετούμενα δάνεια ώστε να μην χάσουν τους πελάτες τους οι οποίοι μπορεί να φύγουν από την

τράπεζα αν καταλάβουν ότι κάτι δεν πάει καλά. Η χαμηλή ποιότητα της πληροφόρησης όμως σχετικά με την πραγματική οικονομική κατάσταση των τραπεζών εξηγεί γιατί μερικές φορές εκδηλώνεται αιφνιδίως η κατάρρευση μιας τράπεζας. Ακόμα και οι προσπάθειες εξωτερικών ελεγκτών, χρηματοοικονομικών αναλυτών και εποπτικών αρχών μπορεί να μην οδηγήσουν σε έγκαιρη ανακάλυψη των προβλημάτων που αντιμετωπίζει η τράπεζα.

Ένας βασικός λόγος για τον οποίο η κατάρρευση μιας τράπεζας μπορεί να αποτελέσει την αρχή μιας διαδικασίας διαδοχικών καταρρεύσεων και άλλων τραπεζών, είναι ότι οι τράπεζες και οι άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί συνδέονται μεταξύ τους μέσω της διατραπεζικής αγοράς. Στην διατραπεζική αγορά οι τράπεζες δανείζουν η μια την άλλη ώστε να εξομαλύνουν τις διακυμάνσεις στην ρευστότητα τους. Άρα, η αδυναμία μιας τράπεζας να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις της μπορεί να προκαλέσει προβλήματα και σε άλλες τράπεζες και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μέσω της διατραπεζικής αγοράς.

Ο συστημικός κίνδυνος σύμφωνα με τον ένα ορισμό, είναι μια κατάσταση στην οποία οι διαταραχές σε ένα τμήμα του τραπεζικού ή χρηματοοικονομικού συστήματος προκαλεί διαταραχές σε άλλα μέρη του συστήματος και έτσι αποσταθεροποιείται η οικονομία. Ένας άλλος ορισμός λέει ότι ο συστημικός κίνδυνος περιγράφει μια αναταραχή στις χρηματοοικονομικές αγορές η οποία οδηγεί σε απροσδόκητες μεταβολές στα επιτόκια και στο ύψος των πιστώσεων και στις τιμές των ομολόγων. Αυτό επηρεάζει την βιωσιμότητα του τραπεζικού συστήματος αφού η κατανομή των πόρων δεν θα είναι άριστη. Η πτώση των τιμών των μετοχών και άλλων περιουσιακών στοιχείων, καθώς και απώλειες πλούτου και εισοδημάτων συγκεκριμένων τομέων της οικονομίας, χωρίς να καταστρέψουν το μηχανισμό πληρωμών της οικονομίας, θεωρούνται ως ψευδο-συστημικοί κίνδυνοι.

Μια κρίση στην συναλλαγματική ισοτιμία προκαλείται από μία ξαφνική και απροσδόκητη κατάρρευση της αξίας του εθνικού νομίσματος. Αυτό μπορεί να συμβεί είτε στις σταθερές είτε στις κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες. Η κρίση αυτή προκαλεί απώλεια των εθνικών αποθεμάτων ακολουθούμενη από μία υποτίμηση στο εγχώριο νόμισμα μέχρι να εξαντληθούν τα αποθέματα. Η υποτίμηση έχει ως στόχο να συσσωρεύσει αποθέματα κάνοντας τη συναλλαγματική ισοτιμία λιγότερο επιθυμητή στους ανθρώπους που προσπαθούν να μετατρέψουν το εγχώριο νόμισμα σε κάποιο άλλο διεθνές νόμισμα (π.χ δολάριο). Στην περίπτωση των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών μια κρίση στη συναλλαγματική ισοτιμία περιλαμβάνει μια απότομη και χωρίς έλεγχο υποτίμηση του νομίσματος.

Παρόμοια με τις επιδράσεις της τραπεζικής κρίσης, η κρίση στη συναλλαγματική ισοτιμία οδηγεί σε μια βαθιά και απότομη ύφεση. Υπάρχουν πολλοί τρόποι μετάδοσης της ύφεσης που προκαλείται από μία κρίση στις συναλλαγματικές ισοτιμίες αλλά το πιο κοινό είναι το τραπεζικό σύστημα. Αυτό έγινε στη Ν.Α.Ασία στην κρίση του 1997 και του 1998. Οι τράπεζες δανείστηκαν δολάρια από τις διεθνείς χρηματαγορές. Όταν το εγχώριο νόμισμα τους κατέρρευσε, η αξία του χρέους τους σε δολάρια αυξήθηκε με αποτέλεσμα πολλές τράπεζες να κλείσουν, η χρηματοοικονομική από-διαμεσολάβηση έλαβε χώρα, οι νέες επενδύσεις σταμάτησαν και οι οικονομίες έπεσαν σε βαθιά ύφεση.

Έχουν αναπτυχθεί δυο θεωρητικές προσεγγίσεις για την κατανόηση του τρόπου δημιουργίας των χρηματοοικονομικών κρίσεων. Σύμφωνα με την πρώτη προσέγγιση η οποία ονομάζεται 'νομισματική προσέγγιση', οι χρηματοοικονομικές κρίσεις δεν σχετίζονται με την ιστορική συμπεριφορά των μακροοικονομικών μεγεθών, αλλά προέρχονται από τραπεζικούς πανικούς οι οποίοι με την σειρά τους επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα μέσω μείωσης της πιστωτικής ικανότητας των τραπεζών ή άλλων χρηματοοικονομικών

οργανισμών. Η άλλη προσέγγιση η οποία ονομάζεται προσέγγιση της πραγματικής οικονομίας, οι χρηματοοικονομικές κρίσεις είναι αποτέλεσμα της μεγάλης και αναπάντεχης πτώσης της οικονομικής δραστηριότητας μετά το πέρας μιας περιόδου με μεγάλη ευφορία στην οικονομία της χώρας.

Η νομισματική προσέγγιση τονίζει τον ρόλο των τραπεζικών πανικών στη δημιουργία νομισματικής αστάθειας. Φαινόμενα πανικού εμφανίζονται όταν οι καταθέτες αρχίζουν να δυσπιστούν για την δυνατότητα της άμεσης μετατροπής των καταθέσεων τους σε ρευστά διαθέσιμα. Αυτή η απώλεια εμπιστοσύνης μπορεί να προέρχεται από την πτώχευση μιας μεγάλης τράπεζας και βλέποντας το αυτό οι καταθέτες αρχίζουν να ανησυχούν και για την δική τους τράπεζα. Αυτός ο πανικός θα αρχίσει να εξαπλώνεται σε ολόκληρο το χρηματοοικονομικό σύστημα της χώρας και οι τράπεζες αρχίζουν να αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστότητας αφού όλοι οι καταθέτες προσπαθούν να ρευστοποιήσουν τις καταθέσεις τους. Η αδυναμία άντλησης δανειακών κεφαλαίων εξαιτίας του ότι οι αποταμιευτές δεν τοποθετούν πλέον τα χρήματά τους σε καταθέσεις αλλά ψάχνουν ασφαλέστερες τοποθετήσεις, οδηγεί σε στενότητα κεφαλαίων με αποτέλεσμα την αύξηση των επιτοκίων και την πιστωτική ασφυξία της οικονομίας.

Σύμφωνα με την προσέγγιση της πραγματικής οικονομίας οι χρηματοοικονομικές κρίσεις συνδέονται με τα προβλήματα της υπερχρέωσης του ιδιωτικού τομέα και της έξαρσης των αποπληθωριστικών τάσεων που συνοδεύουν την αιφνίδια είσοδο σε καθοδική φάση του οικονομικού κύκλου, μετά από μια περίοδο μεγάλης άνθησης. Μια περίοδος άνθησης είναι όταν αναπτύσσονται τεχνολογικές καινοτομίες που δίνουν την δυνατότητα για νέες επενδύσεις. Αυτή η αύξηση των επενδύσεων τονώνει την ζήτηση, τις τιμές και το προϊόν της οικονομίας. Οι επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερα κέρδη από την αύξηση των τιμών των προϊόντων με αποτέλεσμα να κάνουν νέες επεν-

δύσεις ώστε να μπορούν να ανταποκριθούν στην μεγαλύτερη ζήτηση που υπάρχει. Τα κεφάλαια που χρειάζονται για τις νέες επενδύσεις τα παίρνουν από τις τράπεζες οι οποίες δανείζουν με μεγάλη ευκολία μέσα στην γενικότερη ευφορία που υπάρχει.

Όμως συχνά αυτό είναι πολύ επικίνδυνο αφού κάποια επενδυτικά σχέδια μπορεί να αποτύχουν. Αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα να μην μπορούν να αποπληρώσουν τα δάνεια που έχουν πάρει οι επιχειρηματίες και οι τράπεζες να τους πιέζουν. Οι τράπεζες προσπαθούν να εκποιήσουν τα περιουσιακά στοιχεία των πιστούχων τα οποία όμως είναι ακίνητα ως επί το πλείστον και απαιτείται πάρα πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα. Άρα οι τράπεζες οδηγούνται σε ρευστοποίηση των ενεργητικών τους στοιχείων ώστε να μπορέσουν να αντεπεξέλθουν στην ρευστότητα που χρειάζονται. Όμως κάποια στιγμή η τράπεζα δεν θα μπορεί να ρευστοποιήσει τα ενεργητικά της στοιχεία όσο γρήγορα θέλει, με αποτέλεσμα βλέποντας το αυτό οι καταθέτες να αρχίσουν να ανησυχούν. Τότε θα προσφύγουν στις τράπεζες και θα ζητήσουν την ρευστοποίηση των καταθέσεων τους αλλά αφού οι τράπεζες έχουν δεσμεύσει τα ενεργητικά τους σε δάνεια δεν θα μπορούν να αντεπεξέλθουν σ' αυτή τη ζήτηση. Οι καταθέτες βλέποντάς το αυτό, αυξάνεται ο πανικός τους ότι θα χάσουν τα χρήματά τους και πάνε μαζικά στις τράπεζες και παίρνουν τις αποταμιεύσεις τους. Όλο αυτό το αρνητικό κλίμα που υπάρχει οδηγεί σε μείωση των τιμών, μείωση της κατανάλωσης και η οικονομία μπαίνει σε ύφεση.

1. ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ

Οι χρηματοοικονομικές κρίσεις στις ανοικτές οικονομίες συνίστανται στις: (1) τραπεζικές κρίσεις και (2) νομισματικές κρίσεις. Οι **τραπεζικές κρίσεις** αναφέρονται στην περίπτωση κατά την οποία τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μιας χώρας δεν δύνανται συνεπεία της αθρόας ανάληψης των καταθέσεων να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις προς τους πελάτες τους. Από την άλλη, ο **νομισματικές κρίσεις** αναφέρονται στις μαζικές πωλήσεις του εγχώριου νομίσμα-

τος που διενεργούν οι επενδυτές με αποτέλεσμα να προκαλείται υποτίμηση του νομίσματος.

Το ΔΝΤ, σε μελέτες που διενήργησε κατά το παρελθόν, έχει καταγράψει 64 τραπεζικές κρίσεις και 79 νομισματικές κρίσεις από το 1970 και εντεύθεν. Οι περισσότερες από αυτές ήταν μικρές υποθέσεις και είχαν εθνικό, παρά διεθνή χαρακτήρα.

Σε αυτή την ενότητα θα αναφερθούμε στις αιτίες που υποκρύπτονται πίσω από την εκδήλωση χρηματοοικονομικών κρίσεων και στο κατά πόσον οι εν λόγω κρίσεις είναι μεταδοτικές.

1.1. Για Ποιό Λόγο Συμβαίνουν οι Χρηματοοικονομικές Κρίσεις;

Όταν οι χρηματοοικονομικές κρίσεις ξεσπούν, οι απώλειες στα εισοδήματα είναι μεγάλες. Σύμφωνα με εκτιμήσεις που διενεργήθηκαν για τον υπολογισμό του κόστους που ενέχει το απολεσθέν ΑΕΠ λόγω της εκδήλωσης μιας χρηματοοικονομικής κρίσης βρέθηκε ότι:

- Οι κρίσεις της δεκαετίας του '80 κόστισαν στη Λατινική Αμερική περίπου το 2,2% του ΑΕΠ ετησίως κατά τη διάρκεια της δεκαετίας.
- Στη δεκαετία του '90 τα οικονομικά τραύματα που άφησε πίσω της Ασιατική κρίση κόστισαν στην περιοχή 1,4% του ΑΕΠ ετησίως.
- Το προϊόν της Ινδονησίας μειώθηκε κατά 14% το 1998, την στιγμή που η χώρα είχε να επιδείξει μέση ετήσια αύξηση της τάξεως του 7%.

Συνολικά, το κόστος των χρηματοοικονομικών κρίσεων για όλες τις οικονομίες των αναδυόμενων χωρών υπολογίστηκαν περίπου στο 0,6% του ΑΕΠ ετησίως για τη δεκαετία του '80 και 0,7% του ΑΕΠ ετησίως για τη δεκαετία του '90.

Βεβαίως, η κάθε κρίση έχει τα δικά χαρακτηριστικά, τα οποία διαφέρουν από περίπτωση σε περίπτωση, ωστόσο υπάρχουν κάποια κοινά σημεία σε όλες τις χρηματοοικονομικές κρίσεις που ξεσπούν. Επιλέξαμε να χρησιμοποιήσουμε ως οδηγό στην ανάλυση μας την Ασιατική κρίση του 1997 προκειμένου να αναλύσουμε τις αιτίες που υποκρύπτονται πίσω από την εκδήλωση των εν λόγω κρίσεων.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τα στοιχεία όσον αφορά τον λογαριασμό των τρεχουσών συναλλαγών ενός δείγματος των ασιατικών χωρών στη δεκαετία του '90 :

Πίνακας 4.2 : Η ΑΣΙΑΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 1997							
	Λογαριασμός Τρεχουσών Συναλλαγών ως Ποσοστό του ΑΕΠ (%)						
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Κορέα	-1.24	-3.16	-1.7	-0.16	-1.45	-1.91	-4.89
Ινδονησία	-4.4	-4.4	-2.46	-0.82	-1.54	-4.25	-3.41
Μαλαισία	-2.27	-9.08	-4.06	-10.11	-11.51	-13.45	-5.99
Φιλιππίνες	-6.3	-2.46	-3.17	-6.69	-3.74	-5.06	-5.86
Σιγκαπούρη	9.45	12.36	12.38	8.48	18.12	17.93	16.26
Ταϊλάνδη	-8.74	-8.61	-6.28	-6.5	-7.16	-9	-9.18
Χονγκκ-	8.4	6.58	5.26	8.14	1.98	-2.21	0.58

Κονγκ							
Κίνα	3.02	3.07	1.09	-2.17	1.17	1.02	-0.34

Πηγή:

<http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/NOTES/CHAP8.HTM#9>

Όπως ο πίνακας καταδεικνύει, τα μεγάλα και αυξανόμενα ελλείμματα στον λογαριασμό τρεχουσών συναλλαγών ήταν ο κανόνας στις παραπάνω ασιατικές χώρες.

Πτώση της Ανταγωνιστικότητας

Οι αυξανόμενες εξωτερικές ανισορροπίες που παρατηρήθηκαν στην Ασία προκλήθηκαν εν μέρει από τις αλλαγές της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας (πραγματική ανατίμηση), δηλαδή από την πτώση της ανταγωνιστικότητας αυτών των χωρών. Εφόσον τα ελλείμματα στον λογαριασμό των τρεχουσών δεν ήταν διατηρήσιμα, θα έπρεπε να αντιστραφούν μόνο μέσω μιας διαδικασίας ονομαστικής υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος, σαν αυτή που πράγματι εμφανίστηκε το 1997.

Τί προκάλεσε όμως της πτώση της ανταγωνιστικότητας των ασιατικών νομισμάτων; Σύμφωνα με μια άποψη, η αιτία της πραγματικής ανατίμησης ήταν το ποσοστό υψηλότερου πληθωρισμού στις ασιατικές οικονομίες. Όταν η συναλλαγματική ισοτιμία είναι προσηλωμένη σε ένα νόμισμα αυτό σημαίνει ότι, ο ρυθμός μεταβολής της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας (δηλαδή η τιμή του ξένου νομίσματος) πρέπει να είναι μηδενικός:

$$\frac{dS_t}{S_t} = 0$$

έτσι η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία επηρεάζεται αποκλει-

στικά από τις διαφορές στα ποσοστά πληθωρισμού μεταξύ των δυο χωρών:

$$\frac{dR}{R} = \frac{dP_t^F}{P_t^F} - \frac{dP_t^D}{P_t^D}$$

Όταν ο εγχώριος πληθωρισμός είναι υψηλότερος του ξένου τότε η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας φθίνει. Οι λόγοι για τους οποίους ο εγχώριος πληθωρισμός δεν εναρμονίζεται με τον αντίστοιχο της αλλοδαπής είναι αρκετοί.

Κατ' αρχάς, οι τιμές των μη-εμπορεύσιμων αγαθών δεν αισθάνονται τις ίδιες ανταγωνιστικές πιέσεις με τις τιμές των εμπορεύσιμων αγαθών, με αποτέλεσμα ο πληθωρισμός στο μη ανταγωνιστικό τομέα να μειώνεται αργά. Δεύτερον, δεδομένου ότι υπάρχει σημαντική αδράνεια στην ονομαστική αύξηση αμοιβών, ο πληθωρισμός αμοιβών δεν θα εναρμονιστεί με το επίπεδο αμοιβών της χώρας με το νόμισμα της οποίας έχει γίνει το δέσιμο του εγχώριου νομίσματος. Πολλές δε συμβάσεις αμοιβών «κοιτάζουν προς τα πίσω» καθώς οι εργαζόμενοι δεν επιθυμούν να απολέσουν το κεκτημένο βιοτικό τους επίπεδο. Συνεπώς, η παρατηρούμενη αδράνεια στον προσδιορισμό των ονομαστικών αμοιβών σημαίνει ότι ο πληθωρισμός αμοιβών θα παραμείνει επάνω από τα παγκόσμια επίπεδα.

Έτσι, εάν ο εσωτερικός πληθωρισμός δεν συγκλίνει αμέσως στο παγκόσμιο επίπεδο θα εκδηλωθεί μίας πτώση της ανταγωνιστικότητας κατά τη διάρκεια του χρόνου:

$$\frac{dP_t^F}{P_t^F} < \frac{dP_t^D}{P_t^D} \Rightarrow \frac{dR}{R} < 0$$

Ο Ρόλος του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος

Λαμβάνοντας υπόψη τον πρωταγωνιστικό ρόλο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε κάθε οικονομία, είναι λογικό οι τράπεζες να βρίσκονται πάντοτε εμπλεκόμενες όταν ξεσπάει μια συναλλαγματική κρίση. Θα πρέπει να διακρίνουμε δυο είδη κινδύνων: α) κίνδυνοι συγκεκριμένοι για τη δανειζόμενη χώρα, στην οποία το έδαφος ξεσπά η κρίση και β) κίνδυνοι που οφείλονται στο κεφάλαιο που κινείται διασυνοριακά. Καθώς η κρίση εκτυλίσσεται, αυτοί οι δύο κίνδυνοι αλληλεπιδρούν, ενώ το πρόβλημα συχνά αρχίζει με την απορύθμιση των κεφαλαιαγορών (financial liberalization), μια διαδικασία που μπορεί να επιδεινώσει και τα δυο παραπάνω είδη κινδύνων.

Όλες οι μελέτες περί την ασιατική κρίση της δεκαετίας του '90 είχαν επικεντρωθεί στην γενναιόδωρη πιστωτική πολιτική που ακολουθούσαν οι χώρες που επλήγησαν από την κρίση. Μια ραγδαία άνοδος των δανειοδοτήσεων προηγήθηκε της κατάρρευσης των τοπικών νομισμάτων, καθώς το μεγαλύτερο μέρος των χρημάτων ετοποθετείτο σε επισφαλή περιουσιακά στοιχεία όπως τα ακίνητα και οι μετοχές παρά σε παραγωγικές επενδύσεις. Εξαιτίας αυτής της συμπεριφοράς από μέρους των οφειλετών, οι πιστωτές ήταν εκτεθειμένοι σε αρκετά είδη κινδύνου. Ένα είδους τέτοιου κινδύνου ήταν η πιθανότητα ανόδου των επιτοκίων, η οποία θα είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων που είχαν δοθεί στους πιστωτές ως εξασφάλιση της υπ' αυτών παρεχόμενης δανειοδότησης.

Η ανάμειξη των κυβερνήσεων σε πολλά από τα τραπεζικά συστήματα των περιοχών που επλήγησαν επιδείνωσε την κατάσταση. Οι επικεφαλές των Υπουργείων πίεζαν τις διοικήσεις των τραπεζών να δανείζουν συγκεκριμένους τομείς ή εταιρείες χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας. Αυτή η δανειοδοτική πρακτική αποτελούσε το σήμα κατατεθέν πολλών χωρών.

Επίσης, σε αρκετές περιπτώσεις τα τραπεζικά ιδρύματα εστερούντο πόρων, ανθρώπινου δυναμικού και τεχνολογικού εξοπλισμού για την εφαρμογή προτύπων αξιολόγησης του κινδύνου. Το δε μέγεθος της ζήτησης επιχειρηματικής πίστης ήταν τόσο μεγάλο ώστε οι αξιωματούχοι των τραπεζών να μην μπορούν να αντεπεξέλθουν ικανοποιητικά στις υποχρεώσεις τους αναφορικά με την αξιολόγηση του κινδύνου. Το αυτό ίσχυε και για τις εποπτικές αρχές.

"Η ανεκτικότητα" ήταν ο κανόνας, ενώ τα εν δυνάμει επισφαλή δάνεια δεν επεσώρευσαν ζημίες για τα τραπεζικά ιδρύματα, καθώς οι δανειολήπτες που δεν ήσαν σε θέση να εξυπηρετήσουν τις υποχρεώσεις τους μπορούσαν να αναχρηματοδοτούν το χρέους τους δανειζόμενοι εκ νέου. Έτσι λοιπόν, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όλων σχεδόν των χωρών που επλήγησαν από την κρίση δημοσίευαν ισολογισμούς, οι οποίοι υποτιμούσαν κατά πολύ το μέγεθος των επισφαλών δανείων.

Εκτός από την ύπαρξη ελλιπούς ρυθμιστικού πλαισίου των τραπεζών, στις περισσότερες από τις χώρες που εκδηλώθηκε η κρίση, λειτουργούσαν ανεξέλεγκτα και παράλληλα με τις κλασσικές εμπορικές τράπεζες και οιονεί-τράπεζες. Αυτά τα ιδρύματα ήταν στην πρώτη γραμμή της πιστωτικής επέκτασης και του δανεισμού εκ της αλλοδαπής.

Η Οικονομική Μεγέθυνση

Μια από τις λιγότερα γνωστές πτυχές της Ασιατικής Κρίσης, οι ποιες δύνανται να εξηγήσουν και τη δριμύτητά της και το πλήγμα που προκάλεσε σε όλο τον κόσμο, είναι ότι πολλές αρχές της οικονομικής πολιτικής είχαν εφαρμοστεί καλά από τις αρμόδιες αρχές.

Στην πραγματικότητα, η περιοχή της Ανατολικής Ασίας αποτελούσε μια κλασσική περίπτωση επιτυχίας και οι επενδυτές είχαν βεβαίως κάθε λόγο να αισθανθούν σίγουροι. Ακόμη και η δημοσιονομική πολιτική ήταν υπό έλεγχο, πράγμα που στις αναπτυσσόμενες χώρες

είναι ασυνήθιστο. Ωστόσο, αυτό κατά ένα περίεργο τρόπο, επέτεινε τον οικονομικό κίνδυνο, καθότι οι επενδυτές θεώρησαν ότι εάν οι τράπεζες και τα λοιπά χρηματοδοτικά ιδρύματα πέσουν έξω, οι κυβερνήσεις θα συνέδραμαν την κατάσταση αποσοβώντας τα χειρότερα .

Η οικονομική επιτυχία των χωρών αυτών επέτεινε τους κινδύνους και κατά έναν άλλο τρόπο. Ο όγκος των εισροών κεφαλαίου δημιούργησε δυσκολίες ελέγχου και επίβλεψης του και σε συνδυασμό με τη γενική διάθεση αισιοδοξίας από μέρος των επενδυτών κατέστησε ακόμη πιο χαλαρούς τους εναπομείναντες περιορισμούς στη δανειοδότηση.

Αυτό το είδος της δραστηριότητας είχε σαν αποτέλεσμα οι όποιοι περιορισμοί να είναι αυτο-διατηρούμενοι. Καθώς όμως η φούσκα διογκώνεται και οι τιμές των ακινήτων και των λοιπών περιουσιακών στοιχείων, τα οποία δύνανται να χρησιμοποιηθούν για την εξασφάλιση των δανείων, συνεχίζουν την ξέφρενη πορεία τους τότε είναι πολύ εύκολο να συγκαλυφθούν οι επισφαλείς δανειοδοτήσεις. Η αύξηση του δανεισμού τροφοδοτεί την ζήτηση, η οποία με τη σειρά της διατηρεί την οικονομική μεγέθυνση σε υψηλά επίπεδα. Και η οικονομική ανάπτυξη βεβαίως ενδυναμώνει την πίστη των επενδυτών στην χώρα, με αποτέλεσμα οι εισροές να συνεχίζονται.

1.2. Η Μεταδοτικότητα των Κρίσεων

Η εμπειρία έχει δείξει ότι όταν μια χώρα βρίσκεται σε οικονομική δυσχέρεια, τότε φαίνεται αυτή η προβληματική κατάσταση να εξαπλώνεται και σε άλλες χώρες. Θα πρέπει λοιπόν να γνωρίζουμε ότι όταν κάτι τέτοιο συμβαίνει είναι λόγω της μετάδοσης της κρίσης ή λόγω της εν γένει αδυναμίας των οικονομικών συστημάτων που επλήγησαν από την κρίση.

Παρακάτω αναφέρουμε την επιχειρηματολογία που έχει διατυπωθεί

σχετικά με τη μεταδοτικότητα ή μη των νομισματικών κρίσεων¹⁵.

2. ΤΑ ΔΥΟ ΕΙΔΗ ΔΙΕΘΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ

Κάθε είδος χρηματοοικονομικής κρίσης είναι διαφορετικό από κάθε άλλη χρηματοοικονομική κρίση όμως όλες οφείλονται σε δυο αιτίες. Η πρώτη αιτία είναι οι σοβαρές μακροοικονομικές ανισορροπίες και η δεύτερη είναι οι κερδοσκοπικές επιθέσεις που γίνονται στα νομίσματα.

2.1 Κρίσεις που προέρχονται από μακροοικονομικές ανισορροπίες

Τις τελευταίες δεκαετίες πολλές χρηματοοικονομικές κρίσεις οφείλονται σε μακροοικονομικές ανισορροπίες. Ένα τέτοιο παράδειγμα είναι και οι χώρες του τρίτου κόσμου το 1989. Ο πιο κοινός τύπος μακροοικονομικής ανισορροπίας είναι η επεκτατική φορολογική πολιτική που δημιουργεί μεγάλα ελλείμματα στον κρατικό προϋπολογισμό που συχνά χρηματοδοτούνται από αύξηση στην προσφορά χρήματος. Όταν οι επεκτατικές φορολογικές και νομισματικές πολιτικές ενωθούν με ένα καθεστώς διολίσθησης συνδεδεμένου νομίσματος με κάποιο ισχυρό, τα διάφορα συστατικά της οικονομικής πολιτικής συχνά αντιδρούν με τρόπο που οδηγεί σε κρίση και στη συνέχεια σε ύφεση. Ας δούμε πρώτα το έλλειμμα στον προϋπολογισμό. Μετά το Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο οι κυβερνήσεις επένδυσαν πολλά κεφάλαια από τους προϋπολογισμούς τους ώστε να προκαλέσουν μεγαλύτερη ζήτηση στην αγορά. Επένδυσαν τα κεφάλαιά τους σε αεροπορικές εταιρείες και σε άλλους τομείς μιας σύγχρονης οικονομίας. Όμως παρόλο που οι κυβερνήσεις ασκούσαν επεκτατική φορολογική πολιτική, οι μηχανισμοί είσπραξης των φόρων δεν ήταν καλοί, με αποτέλεσμα κάποια στιγμή να μην έχουν χρήματα στα κρατικά ταμεία. Βλέποντάς το αυτό οι κυβερνήσεις άρχισαν να προσφέρουν ομόλογα του δημοσίου στους κατοίκους τους. Όμως εκείνη

¹⁵ Πηγή: The Economist, May 1st 2003, σελ.65-67.

την περίοδο αυτού του είδους οι επενδύσεις δεν ήταν διαδεδομένες, ο κόσμος δεν ήξερε τι ήταν, με αποτέλεσμα να μην αγοράζουν. Αυτό οδήγησε τις εκάστοτε κυβερνήσεις να εξαναγκάσουν την Κεντρική Τράπεζα της χώρας τους να αγοράσει αυτή τα ομόλογα και μ' αυτό τον τρόπο αυξανόταν η προσφορά χρήματος.

Το έλλειμμα όμως που δημιουργείται, ασκεί πληθωριστικές πιέσεις στην οικονομία με δύο διαφορετικούς τρόπους. Ο πρώτος είναι η αύξηση της αγοραστικής δύναμης των κατοίκων της χώρας από τις νέες κυβερνητικές δαπάνες που κάνει η κυβέρνηση και ο δεύτερος είναι η αύξηση της προσφοράς χρήματος που προέρχεται από την αγορά των κρατικών ομολόγων από την Κεντρική Τράπεζα της χώρας. Ο υψηλός πληθωρισμός έχει σοβαρές επιπτώσεις στην πραγματική αξία της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Οι κινήσεις κεφαλαίων ξεκινούν όταν οι άνθρωποι αρχίζουν να υποψιάζονται ότι η συναλλαγματική ισοτιμία είναι υπερτιμημένη και ότι η διάρθρωση θα γίνει σύντομα στο μέλλον. Οι κάτοικοι της χώρας θα αρχίσουν να πωλούν περιουσιακά στοιχεία που είναι εκφρασμένα σε εγχώριο νόμισμα και θα αρχίσουν να αγοράζουν ξένο συνάλλαγμα το οποίο πιστεύουν ότι θα αυξηθεί η αξία του ύστερα από την υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος. Αν αυτό γίνει από πολλούς κατοίκους η κυβέρνηση θα χάσει τα διεθνή αποθέματα που έχει και στην προσπάθεια της να καλύψει την εναπομένουσα προσφορά θα υποτιμήσει το νόμισμα.

Το πρόβλημα με την υποτίμηση είναι ότι η κυβέρνηση δεν μπορεί να ασκήσει ορθή οικονομική πολιτική. Επίσης μπορεί να υποτιμήσει το νόμισμα σε λάθος στιγμή με αποτέλεσμα η ύφεση που θα έρθει να είναι ακόμα μεγαλύτερη. Από την άλλη οι ασκούντες την οικονομική πολιτική μπορεί να υποτιμήσουν το νόμισμα λιγότερο από ότι πρέπει με αποτέλεσμα η υποτίμηση που θα κάνουν να μην είναι επιτυχής και να μην πετύχουν τα αποτελέσματα που θέλουν. Επίσης η συχνή υποτίμηση του νομίσματος πλήττει κάποιες ομάδες αν-

θρώπων μέσα στη χώρα όπως είναι οι έμποροι οι οποίοι εισάγουν και εξάγουν προϊόντα. Οπότε το εργαλείο της υποτίμησης πρέπει να χρησιμοποιείται με προσοχή.

Εκτός από τα κρατικά ελλείμματα, τον υπερπληθωρισμό και το υπερτιμημένο νόμισμα ο πιο κοινός παράγοντας μιας κρίσης είναι τα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Ο μόνος τρόπος για να αντιμετωπιστούν όλα αυτά είναι η άσκηση αυστηρής οικονομικής πολιτικής. Οι πολιτικές μείωσης των δαπανών ελέγχουν το κρατικό έλλειμμα μέσω αύξησης των φόρων και περικοπές των δαπανών. Αυτή η πολιτική είναι πάντως οδυνηρή καθώς προκαλεί συχνά ύφεση.

2.2 Κρίσεις προκαλούμενες από κερδοσκοπικές επιθέσεις στα νομίσματα.

Δεν είναι όλες οι κρίσεις αποτέλεσμα της επεκτατικής φορολογικής και νομισματικής πολιτικής. Οι εθνικές οικονομίες είναι ευπαθείς στις επιδράσεις της τεχνολογίας που στιγμιαία μετακινούν το χρηματοοικονομικό κεφάλαιο από τη μία αγορά στην άλλη και παράλληλα επηρεάζονται και οι γύρω περιοχές. Τέτοιο παράδειγμα αυτής της κρίσης είναι αυτή η οποία έγινε το 1997 και το 1998 στη Ν.Α.Ασία. Παρόλο που αρκετές οικονομίες είχαν αρκετές ελοχεύουσες αδυναμίες στον χρηματοοικονομικό τομέα τους, άλλες όπως οι οικονομίες της Σιγκαπούρης, Χονγκ-Κονγκ και Ταϊβάν επηρεάστηκαν από αυτή την κρίση παρόλο που δεν είχαν τέτοια προβλήματα.

Η κύρια αιτία γι' αυτού του είδους τις κρίσεις είναι ότι το χρηματοοικονομικό κεφάλαιο είναι πολύ ασταθές και τα τεχνολογικά πλεονεκτήματα ενισχύουν αυτή την αστάθεια. Η ανακάλυψη νέων αγορών οδηγεί κεφάλαια από τον υπόλοιπο κόσμο σ' αυτές τις περιοχές. Όταν τα κεφάλαια δεν βγαίνουν έξω από τη χώρα, αυτά συσσωρεύονται στο εσωτερικό με αποτέλεσμα να επιδρούν στο επιτόκιο, στις προσδοκίες για την συναλλαγματική ισοτιμία και στην οι-

οικονομική δραστηριότητα. Αυτό έχει πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Ένα από τα πιο σημαντικά προβλήματα είναι ότι στις χρηματοοικονομικές αγορές οι διαχειριστές των χαρτοφυλακίων παρακολουθούν τι κάνουν οι άλλοι διαχειριστές για να πληροφορηθούν για την κατάσταση και την κατεύθυνση της αγοράς. Αυτό δημιουργεί μια συμπεριφορά η οποία σε κρίσιμες στιγμές δημιουργεί προβλήματα, τα οποία μπορεί να επιφέρουν κρίση όταν ένας μεγάλος αριθμός επενδυτών χάσει την εμπιστοσύνη του στην αγορά της χώρας. Αυτό συμβαίνει όταν τα διεθνή αποθέματα εξαφανίζονται, η συναλλαγματική ισοτιμία πέφτει και ο χρηματοοικονομικός τομέας φαίνεται αδύναμος. Ένας αδύναμος χρηματοοικονομικός τομέας μπορεί να δημιουργήσει πρόβλημα. Ένα τέτοιο παράδειγμα είναι και ο τραπεζικός τομέας που δανείζεται διεθνώς και δανείζει εγχώρια. Αν τα διεθνή ομόλογα που δανείζεται η τράπεζα είναι βραχυπρόθεσμα και στη συνέχεια η τράπεζα δανείζει μακροπρόθεσμα, το πρόβλημα θα δημιουργηθεί όταν θα πρέπει να πληρωθούν αυτά τα διεθνή ομόλογα από την τράπεζα. Αν οι διεθνείς δανειστές είναι πρόθυμοι να προχωρήσουν παρόλο το χρέος και συνάψουν νέα δάνεια τότε δεν υπάρχει πρόβλημα. Αν όμως οι δανειστές πιστεύουν ότι υπάρχει πρόβλημα με μία τράπεζα αρνούνται να συνεχίσουν να δανείζουν με τέτοιο χρέος, δημιουργώντας σοβαρό πρόβλημα αν τα τραπεζικά περιουσιακά στοιχεία είναι δεσμευμένα σε δάνεια για ακίνητη περιουσία. Όταν πολλές τράπεζες έχουν το ίδιο πρόβλημα προσπαθούν να ξεφορτωθούν την ακίνητη περιουσία τους, παρόλο που μειώνονται οι τιμές ακόμα περισσότερο και έτσι υπονομεύεται η φερεγγυότητα ενός τραπεζικού συστήματος από τη στιγμή που κάθε τράπεζα με επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία κρατά ξαφνικά ένα χαρτοφυλάκιο μειωμένης αξίας.

Αυτού του είδους το σενάριο μπορεί να δημιουργήσει πολλά προβλήματα γιατί επιδρά προς δύο κατευθύνσεις. Μπορεί να επιλυθεί μόνο του χωρίς να επιφέρει κάποια κρίση εάν οι διεθνείς δανειστές είναι πρόθυμοι να επεκτείνουν την πίστωση ενώ οι τράπεζες που-

λούν τα μακροχρόνια περιουσιακά τους στοιχεία. Από την άλλη αν οι διεθνείς επενδυτές περιμένουν μία κρίση και ως αποτέλεσμα είναι απρόθυμοι να δώσουν στις εγχώριες τράπεζες τον χρόνο που χρειάζονται για να μετατρέψουν τα μη ρευστά περιουσιακά τους στοιχεία σε ρευστά, τότε η κρίση γίνεται αυτοπραγματοποιήσιμη. Αυτό το οποίο γίνεται σε μία κρίση έχει ως αποτέλεσμα οι δανειστές να αρνούνται να ανανεώσουν τα δάνεια με τέτοιο τραπεζικό χρέος και οι τράπεζες που έχουν πρόβλημα ρευστότητας γίνονται αναξιόπιστες. Αρκετά μέρη αυτού του σεναρίου είναι συνταρακτικά για τους οικονομολόγους και τους ασκούντες την οικονομική πολιτική. Πρώτον πολλά πιθανά αποτελέσματα τα οποία εξαρτώνται από την αντίδραση των διεθνών δανειστών, δηλαδή αν θα δανείσουν ή όχι στις τράπεζες που έχουν πρόβλημα ρευστότητας. Δεύτερον, ένα από τα πιο πιθανά αποτελέσματα είναι μία κρίση η οποία όμως είναι αυτοπραγματοποιήσιμη. Τρίτον, η κρίση επηρεάζει τις τράπεζες ο οποίες έχουν ανισορροπία μεταξύ των ληξιπρόθεσμων χρεών τους και των περιουσιακών τους στοιχείων. Δηλαδή οι τράπεζες έχουν πρόβλημα ρευστότητας αλλά δεν είναι αναξιόπιστες.

Αυτοί οι παράγοντες μας δείχνουν ότι μπορεί να αποφευχθούν τέτοιου είδους κρίσεις. Οι τράπεζες πρέπει να είναι πιο προσεκτικές ως προς τη σχέση μεταξύ των χρεών τους και των περιουσιακών τους στοιχείων. Αυτό απαιτεί ένα υψηλό βαθμό επίβλεψης και κανονισμών από το μέρος των τραπεζικών αρχών. Από τη μεριά τους οι διεθνείς δανειστές πρέπει να είναι καλύτερα ενημερωμένοι για τις δραστηριότητες των δανειζομένων τους. Αυτό απαιτεί καλύτερη πληροφόρηση, την χρησιμοποίηση υποδειγματικών(με ακρίβεια) μεθόδων μέτρησης και μεγαλύτερη διαφάνεια σε εγχώρια και διεθνή χρηματοοικονομικά συστήματα. Όταν μια κρίση εμφανίζεται, οι διεθνείς δανειστές πρέπει να χορηγούν επείγοντα δάνεια τα οποία χρειάζονται οι τράπεζες που έχουν πρόβλημα ρευστότητας και είναι αφερέγγυες.

Οι κρίσεις δεν είναι μεταδοτικές

Μερικοί οικονομολόγοι διατείνονται ότι η ιδέα της **μεταδοτικής ασθένειας** δεν είναι πραγματική, διότι η οικονομική πολιτική που εφαρμόζει κάθε χώρα ευθύνεται αποκλειστικά και μόνο για τη δημιουργία της όποιας οικονομικής κρίσης. Σε διαφορετική περίπτωση, εάν αποδεχτούμε δηλαδή την ιδέα της μεταδοτικής ασθένειας, τότε θα πρέπει να απαλλάξουμε τις αρμόδιες αρχές των εμπλεκομένων σε κρίσεις χωρών από τις ευθύνες που τους αναλογούν.

Οι κακές ειδήσεις για μια γειτονική οικονομία προειδοποιούν απλώς τους επενδυτές για τα προβλήματα που έχουν ήδη εκδηλωθεί αλλού και τίποτα παραπάνω. Από αυτή την άποψη, δεν είναι τόσο πολύ η «ασθένεια» που μεταδίδεται όσο η συνειδητοποίηση της ύπαρξης της. Μπορεί μεν να υπάρχει μια τάση ταυτόχρονης εμφάνισης των οικονομικών κρίσεων, ωστόσο οι πηγές του προβλήματος δύνανται να εντοπιστούν στον ιδιαίτερο χαρακτήρα της οικονομίας, δηλαδή στα προβλήματα που προκύπτουν από τις λανθασμένες αποφάσεις οφειλετών και δανειστών σε μια συγκεκριμένη χώρα και όχι από κάποια ροπή του όλου συστήματος προς την εξάπλωση της κρίσης.

Επίσης, μια μεταδιδόμενη κρίση δεν θα καταβάλει ένα εύρωστο οικονομικό σύστημα, καθότι αυτή χρειάζεται ένα «εσωτερικό» υλικό προκειμένου να λειτουργήσει και να αναπτυχθεί. Βεβαίως, μερικοί από τους οικονομικούς κλονισμούς (όπως μια αλλαγή στα παγκόσμια επιτόκια, ή μια μεγάλη μεταβολή στην τιμή του δολαρίου, ή μια μεγάλη αλλαγή στην τιμή του πετρελαίου) που προκαλούν τις κρίσεις σε περισσότερες από μια χώρες είναι παγκόσμιοι ή περιφερειακοί αναφορικά με τις επιδράσεις τους. Εάν όμως τα παραπάνω γεγονότα προκαλέσουν την εκδήλωση νέων κρίσεων, αυτό ίσως να μην οφείλεται τόσο στην μεταδοτικότητα των κρίσεων όσο στα ασθενή οικονομικά συστήματα. Για παράδειγμα, ένας σεισμός που προκαλεί την κατάρρευση των γειτονικών κτιρίων δεν θεωρείται με-

ταδοτικός, απλώς πλήττει τις ασθενείς κατασκευές ή τουλάχιστον τις κατασκευές που δεν μπορούν να αντέξουν το μέγεθος του.

Τάση για μετάδοση των κρίσεων

Παρά την πειστική επιχειρηματολογία περί μη μετάδοσης των κρίσεων, υπάρχουν ορισμένοι παράγοντες που λειτουργούν στο πλαίσιο της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας, οι οποίοι ενδεχομένως να συμβάλουν στην μετάδοση, αν όχι της κρίσης αυτής καθαυτής, των καταλλήλων συνθηκών «επώασης» της κρίσης.

Κατ' αρχάς τα στοιχεία υποδεικνύουν την ύπαρξη της επίδρασης των **κοινών τραπεζιτών**. Εάν δηλαδή μια εκ των χωρών που έχουν δανειοδοτηθεί από τον ίδιο δανειστή ή ομάδα δανειστών αρχίσει να αντιμετωπίζει ένα πρόβλημα, τότε οι υπόλοιπες χώρες θα δεχτούν πιέσεις από τους πιστωτές, ανεξαρτήτως των υφιστάμενων διαφορών στις υποκείμενες οικονομικές συνθήκες κάθε χώρας.

Επίσης, τα χρηματιστήρια ανά τον κόσμο συνήθως συμπορεύονται, ειδικά στις περιόδους των πτωτικών αγορών. Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων που επενδύουν στις αναπτυσσόμενες χώρες έχουν μια τάση να συναγελάζονται στις εν λόγω αγορές. Όταν δηλαδή το χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτικού οργανισμού υποστεί απώλειες σε μια αναπτυσσόμενη χώρα, τότε ο διαχειριστής του μπορεί να επιλέξει (ή να αναγκαστεί από τις εποπτικές αρχές της χώρας τους) να ρευστοποιήσει τις θέσεις του σε άλλες παρόμοιες αγορές προκειμένου να αντισταθμίσει τις προαναφερθείσες απώλειες.

Τέλος, όταν μια η χώρα υποτιμήσει το νόμισμά της, τότε οι νομισματικές αρχές των ανταγωνιστριών εξαγωγο-οδηγούμενων χωρών τελούν υπό την πίεση να πράξουν το ίδιο, αγνοώντας την επίδραση που θα έχει η υποτίμηση στους ισολογισμούς των εταιρειών και των τραπεζών που δραστηριοποιούνται στην επικράτεια τους.

3. ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΜΕΤΑΔΟΣΗΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΔΙΕΘΝΩΣ

Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, υπάρχουν δυο κατηγορίες τρόπων μετάδοσης της κρίσης. Η πρώτη κατηγορία θεωρεί ότι η μετάδοση των κρίσεων εξηγείται από παράγοντες που συνδέονται με την υγεία των θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών των οικονομιών που επλήγησαν. Η δεύτερη κατηγορία δίνει έμφαση στη μετάδοση της κρίσης που δεν οφείλεται σε ομοιότητες των θεμελιωδών μεγεθών, αλλά σε φαινόμενα που συνδέονται με ορθολογική ή μη ορθολογική συμπεριφορά του επενδυτικού κοινού.

3.1 Κρίσεις συνδεόμενες με τα θεμελιώδη μεγέθη

A) *Κοινές διαταραχές*: Μια παγκόσμια μεταβολή στις τιμές των αγαθών ή των πρώτων υλών μπορεί να οδηγήσει σε όμοιες χρηματοοικονομικές κρίσεις μεταξύ χωρών και κινήσεις κεφαλαίων από και προς τις αναδυόμενες οικονομίες.

B) *Εμπορικοί δεσμοί και ανταγωνιστικές υποτιμήσεις*: Κάθε εμπορικός εταίρος μιας χώρας που η χρηματοοικονομική κρίση οδήγησε σε υποτίμηση του νομίσματος της μπορεί να θεωρηθεί από τους επενδυτές ως ο επόμενος «κρίκος της αλυσίδας». Δηλαδή το κοινό γνωρίζει ότι θα υπάρχουν σημαντικές επιπτώσεις στις οικονομίες αυτών των χωρών που είχαν εμπορικούς δεσμούς με την χώρα που έχει κρίση. Ένας άλλος τρόπος μετάδοσης της κρίσης είναι μέσω των ανταγωνιστικών υποτιμήσεων. Όταν μια χώρα που είναι σε κρίση υποτιμήσει το νόμισμα της τότε τα προϊόντα της γίνονται πιο ανταγωνιστικά στην παγκόσμια αγορά. Οπότε οι επενδυτές μπορεί να προεξοφλήσουν ότι οι ανταγωνίστριες χώρες θα αρχίσουν ανταγωνιστικές υποτιμήσεις και να δράσουν κατάλληλα.

Γ) *Μέσω τραπεζικού δανεισμού*: Η έκθεση των τραπεζικών ιδρυμάτων μιας χώρας σε χορηγήσεις δανείων προς την χώρα που η οικονομία της είναι σε κρίση, την κάνει πιθανό νέο θύμα αυτής της κρίσης. Κάτι τέτοιο συνέβη και στην κρίση της ΝΑ. Ασίας όπου οι Ιαπωνικές τράπεζες είχαν δώσει πολλά δάνεια σε επιχειρήσεις στην ΝΑ. Ασία και όταν ξεκίνησε η κρίση επηρεάστηκαν και αυτές.

3.2 Κρίσεις συνδεδεμένες με την επενδυτική συμπεριφορά

Α) *Αναπροσαρμογή των τραπεζικών χαρτοφυλακίων λόγω αυξημένου κινδύνου*: Οι τράπεζες που επικεντρώνουν το ενδιαφέρον τους σε μια ευρύτερη περιοχή μπορεί να αντιμετωπίσουν πρόβλημα ρευστότητας. Αν η κατάσταση των τραπεζών χειροτερέψει σε μια από αυτές τις χώρες τότε οι τράπεζες θα προσπαθήσουν να μειώσουν την έκθεση τους στον κίνδυνο μειώνοντας τις επενδύσεις τους σε άλλες χώρες υψηλού κινδύνου. Με αυτόν τον τρόπο μεταδίδονται οι κρίσεις σε άλλες χώρες.

Β) *Πρόβλημα ρευστότητας και αναπροσαρμογή χαρτοφυλακίων* : Μετά το ξέσπασμα μιας κρίσης σε αναδυόμενες οικονομίες οι περισσότεροι θεσμικοί επενδυτές έχουν απώλειες. Όταν η κρίση μεταφέρεται και σε άλλες, οι απώλειες αυτές μεγαλώνουν. Στην προσπάθεια τους να μειώσουν τις ζημιές τους αρχίζουν να πωλούν τίτλους σε κεφαλαιακές αγορές που δεν έχουν πρόβλημα. Οπότε μια μαζική κίνηση απόσυρσης από συγκεκριμένες χώρες μπορεί να δημιουργήσει πανικό στις αγορές τους λόγω των εκροών κεφαλαίων.

Γ) *Κόστος πληροφόρησης*: Η πλήρης πληροφόρηση των επενδυτών είναι σχεδόν αδύνατη. Όταν ένας επενδυτής δεν έχει πρόσβαση σε ορθή πληροφόρηση είναι πολύ επιφυλακτικός και όταν ξεσπάσει κρίση σε μια χώρα βλέπει με δυσπιστία και τις άλλες χώρες που έχουν τα ίδια χαρακτηριστικά με την χώρα που ξέσπασε η κρίση.

Άρα μπορεί να οδηγηθεί στο να αποσύρει τα κεφάλαια του από αυτές τις χώρες και ως αποτέλεσμα η κρίση μεταδίδεται και σε άλλες χώρες.

Δ) *Περιορισμένη ορθολογικότητα* : Τα άτομα έχουν περιορισμένη δυνατότητα επεξεργασίας των πληροφοριών και οι νόμοι που διέπουν τις κινήσεις των τιμών στις κεφαλαιαγορές είναι πολύ πολύπλοκη. Άρα οι επενδυτές αφού δεν έχουν τέλεια πληροφόρηση είναι επιφυλακτικοί όπως και στην περίπτωση Γ.

Ε) *Ασυμμετρία πληροφόρησης, λαθρεπιβάτες (free riders) και συμπεριφορά αγέλης*: Όταν η πληροφόρηση είναι ασύμμετρη οι μικροί επενδυτές δεν γνωρίζουν τι πρέπει να κάνουν ,οπότε ακολουθούν τους μεγάλους επενδυτές οι οποίοι θεωρούν ότι είναι καλύτερα πληροφορημένοι. Αυτή η συμπεριφορά είναι αυτή του «λαθρεπιβάτη» όπου χωρίς να καταβάλουν κάποιο κόστος για την πληροφόρηση ακολουθούν τους μεγάλους επενδυτές που θεωρούν ότι την έχουν. Έτσι οι επενδυτές μεγιστοποιούν την κρίση και την μεταφέρουν από αγορά σε αγορά.

ΣΤ) *Πολλαπλές ισορροπίες και αυτοπραγματοποιούμενες προσδοκίες*: Μια ερμηνεία του μηχανισμού μετάδοσης των κρίσεων μπορεί να βασιστεί στις μεταστροφές των προσδοκιών των επενδυτών, που υπό ορισμένες συνθήκες αυτό-εκπληρώνονται έχοντας πολλαπλές ισορροπίες. Ένα παράδειγμα είναι όταν οι επενδυτές θεωρούν για κάποιο λόγο ότι η τιμή της μετοχής θα πέσει τότε θα αρχίσουν να την πωλούν. Αποτέλεσμα αυτού θα είναι η τιμή της μετοχής να πέσει και οι προσδοκίες τους να εκπληρωθούν.

3.3 Συμπεράσματα

Τα αίτια των κρίσεων στην Λατινική Αμερική και στην Ανατολική Ασία πρέπει να αναζητηθούν στην εξασθένηση των θεμελιωδών οικο-

νομικών μεγεθών και την άσκηση επεκτατικών δημοσιονομικών και νομισματικών πολιτικών. Υπάρχουν τρεις ομοιότητες στις κρίσεις στο Μεξικό και στην Ανατολική Ασία. Πρώτον, η ύπαρξη σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Δεύτερον, η αντίληψη που υπήρχε τότε ότι οι τράπεζες δεν θα αφεθούν να πτωχεύσουν. Τρίτο, σε καμία από τις δυο περιπτώσεις δεν έλαβε χώρα κρίση στο ισοζύγιο πληρωμών που θεωρείται παραδοσιακά η αιτία των συναλλαγματικών κρίσεων.

Οι παράγοντες που προσδιορίζουν την ευαισθησία μιας οικονομίας στις χρηματοοικονομικές κρίσεις μπορούν να μπουν σε έξι κατηγορίες. Πρώτον η άσκηση μη διατηρήσιμων επεκτατικών δημοσιονομικών και νομισματικών πολιτικών, η οποία προκαλεί: α) υπερβολική πιστωτική επέκταση, β) συσσώρευση του δημόσιου χρέους, γ) υπερεπένδυση σε διάφορες μορφές περιουσιακών στοιχείων. Ο υπερβολικός τραπεζικός δανεισμός καθιστά το εγχώριο νόμισμα τρωτό σε μεγάλες εισροές και εκροές κεφαλαίων. Η υπερβολική συσσώρευση δημόσιου χρέους οδηγεί σε απώλεια εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού αφού το κοινό γνωρίζει ότι η κυβέρνηση θα προκαλέσει πληθωρισμό ώστε να καλύψει το χρέος. Η υπερβολική αύξηση της προσφοράς χρήματος μπορεί να οδηγήσει σε μείωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων και έτσι η χώρα γίνεται ευάλωτη σε κερδοσκοπικές επιθέσεις.

Δεύτερον, η αδυναμία του εγχώριου τραπεζικού συστήματος αποτέλεσε καθοριστικό παράγοντα στις κρίσεις της Ρωσίας της Ανατολικής Ασίας και της Λατινικής Αμερικής. Οι εποπτικές αρχές δεν έχουν την δυνατότητα να ελέγξουν αποτελεσματικά τις τράπεζες αφού δεν έχουν το κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο.

Τρίτον, στις χώρες της Ν.Α. Ασίας σημαντικό ήταν το πρόβλημα της διαρθρωτικής αδυναμίας του συστήματος εταιρικής διοίκησης. Πολλές επιχειρήσεις ήταν οικογενειακής ιδιοκτησίας και προτιμούσαν τον τραπεζικό δανεισμό από την άντληση κεφαλαίων από την κεφα-

λαιαγορά. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα πολλοί χρηματοοικονομικοί οργανισμοί να έχουν έναν πολύ υψηλό δείκτη ξένων προς ίδια κεφάλαια.

Τέταρτον η υπερτίμηση των εθνικών νομισμάτων συνέβαλε στη σφοδρότητα των κρίσεων αφού σημαντικές μακροοικονομικές ανισοροπίες συνδυάζονταν με καθεστώτα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Στο καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών οι δανειζόμενοι αγνοούν τον συναλλαγματικό κίνδυνο με συνέπεια το χρηματοοικονομικό σύστημα της χώρας να είναι πολύ ευάλωτο.

Πέμπτον, η πολιτική αστάθεια ήταν το πιο συχνό χαρακτηριστικό των κρίσεων της Ν.Α. Ασίας και της Ρωσίας.

Έκτον, οι κρίσεις επιταχύνθηκαν από τη διεθνή οικονομική συγκυρία όπως ήταν η ανατίμηση του δολαρίου έναντι του γεν το 1995 που συνέβαλε στην εξασθένηση των οικονομιών της Ν.Α. Ασίας.

Η εμπειρία των κρίσεων της Ν.Α Ασίας κυρίως ανέδειξε τρία ζητήματα αναφορικά με την διαχείριση της κρίσης και τα οποία παρέμειναν αλυτα.

Πρώτον, έκανε το IMF λάθος συμβουλεύοντας τις δανειζόμενες χώρες να υπερασπιστούν τα νομίσματα τους με πολιτικές των επιτοκίων.

Δεύτερον, υπήρχαν σημαντικά στοιχεία ηθικού κινδύνου.

Τρίτον, είναι οι κεφαλαιακοί έλεγχοι βοηθητικοί ως ένα προσωρινό μέτρο για να προέλθει μια κρίση.

Το πρώτο είναι μια συγκεκριμένη περίπτωση για το δίλημμα που αναφέρθηκε νωρίτερα. Πρέπει οι χώρες να προσπαθούν να προστατεύουν τις εγχώριες οικονομίες ή πρέπει να προστατεύουν τα νομίσματα τους; Για χώρες με μεγάλα εμπορικά πλεονάσματα και

άφθονα διεθνή αποθέματα, η άμυνα των εγχώριων οικονομικών μέσων χαμηλότερων επιτοκίων φαίνεται ικανή. Το πρόβλημα όμως είναι στις χώρες με μεγάλα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και πιο συγκεκριμένα στην Ινδονησία, Μαλαισία, Φιλιππίνες, Νότια Κορέα και Ταϊλάνδη. Μερικές κριτικές κατηγορούν το IMF ότι δημιούργησε ένα χρηματοοικονομικό πανικό σε αυτές τις χώρες, με αποτέλεσμα αυτές να αυξήσουν τα επιτόκια τους. Οι κριτικές κατηγορούν το IMF ότι αντιμετώπισε την κρίση σαν να ήταν ίδια με αυτή την κρίση της Λατινικής Αμερικής την δεκαετία του 1980, στην οποία οι κυβερνήσεις είχαν μεγάλα ελλείμματα στον προϋπολογισμό τους και υψηλά ποσοστά πληθωρισμού. Στην Ανατολική Ασία οι κυβερνήσεις είχαν πλεονάσματα ή μικρά ελλείμματα, έτσι ώστε δεν υπήρχε ανάγκη να δεσμεύσουν την οικονομία με αύξηση των επιτοκίων. Αυτοί που υποστηρίζουν το IMF διαφωνούν ότι η πολιτική των επιτοκίων ήταν αναγκαία ως μέσο για να σταματήσουν την διολίσθηση της αξίας των νομισμάτων τους. Οι προσωρινές αλλά επιζήμιες επιδράσεις στην οικονομική δραστηριότητα που προκλήθηκαν από τις πολιτικές των επιτοκίων, ήταν πολύ μικρότερες από την ζημιά που θα είχε γίνει αν η υποτίμηση του νομίσματος δεν σταματούσε.

Ένα δεύτερο ζήτημα σχετίζεται με τον ηθικό κίνδυνο να εγγυηθεί για μία τράπεζα ή εταιρεία. Αν οι τράπεζες ξέρουν ότι μπορεί να εγγυηθούν αν πάρουν κακές αποφάσεις ως προς τον δανεισμό, μετά έχουν λιγότερους λόγους να ασκήσουν συνετή και προσεκτική πολιτική και περισσότερους λόγους να πάρουν μεγαλύτερα ρίσκα τα οποία όμως θα τους αποφέρουν υψηλότερες αποδόσεις και κέρδη. Μερικές κριτικές ισχυρίζονται ότι τα δάνεια του IMF προς το Μεξικό έθεσαν ένα προηγούμενο, ότι οι δανειστές που έπαιρναν μεγάλα ρίσκα θα μπορούσαν να καλυφθούν από τον κίνδυνο μέσω των δανείων του IMF και αυτό είχε ως αποτέλεσμα η κρίση στην Ανατολική Ασία να γίνει περισσότερο πιθανή. Το αντεπιχείρημα σε αυτές τις κριτικές είναι ότι οι «εγγυήσεις» δεν είναι πραγματικά εγγυήσεις με

την σημαία της λέξης γιατί δεν προστατεύουν τους επενδυτές από απώλειες. Οι περισσότεροι επενδυτές στην Ανατολική Ασία είδαν αρκετά μεγάλες μειώσεις στην αξία των χαρτοφυλακίων τους και έτσι είχαν αρκετούς λόγους να είναι πιο προσεκτικοί όταν δανείζονταν.

Ένα τελευταίο ζήτημα που δεν έχει λυθεί είναι το πρόβλημα της φυγής κεφαλαίων. Μπορεί να σταματήσει, τουλάχιστον βραχυχρόνια, με ελέγχους στις κεφαλαιακές εκροές. Η Μαλαισία το νόμιζε αυτό και εφάρμοσε ελέγχους στα κεφάλαια που εμφανίζονταν να έχουν επιτυχία στη μείωση των πιέσεων στο Μαλαισιανό Ringgit για να υποτιμηθεί. Η Μαλαισία ενέργησε έτσι παρά τον αριθμό προειδοποιήσεων ότι θα έχανε την πρόσβαση της στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων, ακόμα και αν η ανάκαμψη της από την κρίση ήταν τόσο γρήγορη όσο και στις υπόλοιπες χώρες που επηρεάστηκαν. Από την άλλη, η Κορέα κινήθηκε προς την αντίθετη πλευρά και αναίρεσε κάποιους από τους ελέγχους που είχε στις κεφαλαιακές ροές και ανάκαμψε επίσης γρήγορα. Άρα δεν μπορούμε να πούμε με ευκολία αν οι έλεγχοι ή όχι στα κεφάλαια έχουν καμία διαφορά στο να ξεφύγει μία χώρα από την κρίση.

Το βάθος και η έκταση της μεταδοτικότητας της Ασιατικής κρίσης του 1997 πρέπει να οδηγήσουν σε συντονισμό των προσπαθειών για την αναδόμηση νέας Αρχιτεκτονικής του Διεθνούς Νομισματικού και Χρηματοδοτικού Συστήματος. Αυτή πρέπει να στηριχθεί αφενός στο θεωρητικό υπόβαθρο των λεγόμενων υποδειγμάτων «τρίτης γενιάς» για νομισματικές κρίσεις και μετάδοση κι αφετέρου εξαιτίας της λειτουργίας μη-ανταγωνιστικών αγορών στις παγκοσμιοποιημένες συναλλαγές, στο ρυθμιστικό ρόλο των κρατικών παρεμβατικών πολιτικών.

Πολλοί οικονομολόγοι (π.χ. Stiglitz, 2000 & 2002, Lafay, 1999) συμφωνούν ότι το «φαινόμενο» της παγκοσμιοποίησης συνίσταται

στη διαδικασία ενοποίησης πρωτίστως των χρηματιστικών αγορών (συναλλάγματος, χρήματος και κεφαλαίων) και δευτερευόντως των λοιπών αγαθών και συντελεστών, η οποία ευνοήθηκε από τη σημαντική μείωση του κόστους μεταφοράς και επικοινωνιών καθώς και τον περιορισμό των τεχνικών εμποδίων των ροών αγαθών, υπηρεσιών, κεφαλαίων, τεχνολογίας και λιγότερο ανθρώπινων πόρων, ιδιαίτερα από τις αρχές της δεκαετίας του '90. Σ' αυτή τη διαδικασία ενοποίησης, καθοριστικό ρόλο συνδυετικού κρίκου παίζει η «επιχείρηση-δίκτυο» (Riech, 1991), σύγχρονη μορφή διεθνοποίησης των συναλλαγών, μετά το παραδοσιακό διεθνές εμπόριο και το ενδοεπιχειρησιακό των πολυεθνικών. Η επιχείρηση-δίκτυο αντί της εγκατάστασης θυγατρικών σε βιομηχανικά αναπτυσσόμενες χώρες αφορά κυρίως σε συγχωνεύσεις εταιρειών ή συμβατικές συμφωνίες με τοπικούς επιχειρηματικούς φορείς εκμεταλλευόμενη τόσο μακροοικονομικούς παράγοντες κόστους όσο και τη διαθεσιμότητα της απαραίτητης τεχνογνωσίας (Moati and Mouhoud, 1994).

Είναι επομένως επιτακτική ανάγκη σήμερα, να θεσπισθεί ένα συναφές σύνολο κανόνων (δικαιωμάτων και υποχρεώσεων) με συγκεκριμένο καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών, παγκόσμια αποδεκτό (Gandolfo, 2001), έτσι ώστε να ξεπερασθεί το ισχύον *μη-σύστημα*, που γεννά τις παρατηρούμενες κρίσεις. Η *Νέα Αρχιτεκτονική* του διεθνούς νομισματικού συστήματος (Rubin, 1998, Camdessus, 1998) για να αντιμετωπίσει τη μείωση της φτώχειας ή ανισοκατανομής του παγκόσμιου εισοδήματος, πρέπει να λάβει υπόψη της τη γνώμη και του αναπτυσσόμενου κόσμου, για καλύτερα αποτελέσματα και την αποτροπή εκρηκτικών κοινωνικών αναταραχών ή αναπότρεπτων συγκρούσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΗ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΡΧΙΤΕΚΤΟΝΙΚΗΣ

Η συχνότητα των Διεθνών Χρηματοοικονομικών Κρίσεων σε συνδυασμό με τα υψηλά κόστη έχει δημιουργήσει μεγάλο ενδιαφέρον στο να βρεθούν οι σωστές πολιτικές για την αποφυγή μίας κρίσης και της διαχείρισής της ,ιδιαίτερα όταν αυτή ξεκινάει. Στο σύνολο της, αυτή η συζήτηση για νέες διεθνείς πολιτικές για την αποφυγή και ελέγχου των κρίσεων αναφέρεται ως η μεταρρύθμιση της διεθνούς χρηματοοικονομικής αρχιτεκτονικής. Συγκεκριμένα, πολύ προσοχή έχει δοθεί στο ρόλο του IMF και τους όρους που θέτει για την χορήγηση των δανείων του.

1. *International Monetary Fund (IMF) ή Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.*

Μια σειρά από ιδέες για τη μεταρρύθμιση της διεθνούς χρηματοοικονομικής αρχιτεκτονικής έχουν λεχθεί τα τελευταία χρόνια από διάφορους οργανισμούς. Οι προτάσεις για την διεθνή χρηματοοικονομική ολοκλήρωση περιλαμβάνει μια ποικιλία από συγκρουόμενα θέματα, αλλά συμφωνούν ότι τα ζητήματα αυτά είναι στο κέντρο της συζήτησης. Το πρώτο θέμα είναι ο ρόλος του τελευταίου διεθνή δανειστή και τους κανόνες που διέπουν τις πρακτικές δανεισμού του. Ένα δεύτερο θέμα είναι ο τύπος των όρων που θέτει ο δανειστής στους οφειλέτες του.

Ο ρόλος του τελευταίου διεθνή δανειστή είναι μία πηγή δανεισμού ομολόγων μετά την εξαφάνιση όλων των εμπορικών πηγών δανεισμού. Σε μία εθνική οικονομία αυτόν τον ρόλο τον παίζει η κεντρική

τράπεζα της χώρας αυτής. Στην διεθνή οικονομία, αυτόν τον ρόλο τον καλύπτει το IMF, συχνά με την υποστήριξη πλουσίων, βιομηχανικών χωρών όπως η Γερμανία, ο Καναδάς και άλλες χώρες. Ως ο τελευταίος διεθνής δανειστής το IMF συχνά ρωτάται για να επέμβει όταν οι χώρες φτάσουν σε ένα κρίσιμο σημείο στον χρηματοοικονομικό τους τομέα και δεν μπορούν να αποπληρώσουν τα διεθνή τους δάνεια ή δεν μπορούν να μετατρέψουν το εγχώριο νόμισμα τους σε δολάρια ή άλλο ξένο νόμισμα λόγω της ανεπάρκειας των διεθνών αποθεμάτων.

Πάντως δε συμφωνούν όλοι με το να υπάρχει ο τελευταίος διεθνής δανειστής και κάποιοι ανησυχούν για το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου που προκύπτει από ένα τέτοιο δανεισμό. Αυτό είναι πρόβλημα όταν ξεκινάει μια κρίση να αναπτύσσεται και μερικές επιχειρήσεις είναι στο άκρο της κατάρρευσης. Το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου μπορεί να εμφανισθεί από τη στιγμή που ο έλεγχος της επιχείρησης που καταρρέει, ενώ αποδεικνύει ότι η εν λόγω επιχείρηση εφαρμόζει υψηλού κινδύνου πρακτικές, πιστεύοντας ότι αν καταφέρει να ανταπεξέλθει θα καλύψει τις απώλειες της, αντί να τις περιορίσει, πολλές φορές τις ενισχύει. Αντιθέτως υπάρχουν αυτοί που υποστηρίζουν τον ισχύοντα ρόλο του IMF ως τελευταίου διεθνής δανειστή και τη σημαντικότητα του μηχανισμού του χρηματοοικονομικού τομέα, συμπεριλαμβανομένων των στοιχείων που υπογραμμίζονται στις Συμφωνίες Κεφαλαίων της Βασιλείας. Αν οι ιδιοκτήτες των χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων ρισκάρουν χάσιμο σε περίπτωση ρευστότητας, είναι λιγότερο πιθανό να πάρουν ένα υπερβολικό ρίσκο.

Τρία άλλα ζητήματα είναι κεντρικά στις συζητήσεις για το ρόλο του IMF ως τελευταίου διεθνής δανειστή, τα οποία σχετίζονται με:

- το αν και κατά πόσον τα υψηλά επιτόκια μπορούν να επηρεάσουν στην σύναψη ενός δανείου.
- ποιά πρέπει να είναι η περίοδος αποπληρωμής.

- και φυσικά ποιό πρέπει πρέπει να είναι το ύψος του δανείου.

Στο ζήτημα των επιτοκίων, η παραδοσιακή συνταγή για τον τελευταίο δανειστή είναι ότι δανείζει με ένα επιτόκιο που είναι σχετικά υψηλό. Τα περισσότερα δάνεια του IMF είναι με ένα επιτόκιο το οποίο είναι συσχετιζόμενο με ένα σταθμισμένο μέσο όρο στα βραχυπρόθεσμα κυβερνητικά δανειζόμενα ποσοστά στο δανεισμό βιομηχανικών οικονομικών συν μια μικρή προσαύξηση. Στην πραγματικότητα όμως, αυτά τα δάνεια τείνουν να είναι με αρκετά χαμηλά επιτόκια και σίγουρα όχι ένα επιτόκιο υψηλό που είναι υπό μορφή πέναλτυ.

Πολλοί φοβούνται ότι αυτό ενθαρρύνει τις χώρες να δανείζονται, ενώ άλλοι διαφωνούν ότι το επιτόκιο δεν επηρεάζει τι κίνητρο του δανεισμού σε μία κρίση. Μπορεί να επηρεάζει το χρονικό όριο στο οποίο οι χώρες αποπληρώνουν το δάνειο, πάντως και με αυτή την έννοια, ένα υψηλότερο επιτόκιο μπορεί να ενθαρρύνει τις χώρες να βγουν έξω από το IMF. Μερικοί υπερασπιστές των υψηλότερων επιτοκίων στα δάνεια του IMF, πιστεύουν επίσης ότι είναι απαραίτητο να μειώσουμε την περίοδο του δανείου, ενώ άλλοι υποστηρίζουν ότι υψηλότερα επιτόκια μπορεί να ενθαρρύνουν τις χώρες να πληρώσουν τα δάνεια τους πιο γρήγορα. Υπάρχουν δάνεια ετήσιας διάρκειας ή και μεγαλύτερης(10 χρόνια κ.λπ). Αυτό κυρίως εξαρτάται από τον λόγο που έχει ληφθεί το δάνειο, εάν δηλαδή είναι για άμεση ανακούφιση ή μακροχρόνια διαρθρωτική προσαρμογή.

Το τελευταίο ζήτημα για τους κανόνες του IMF είναι το μέγεθος(ύψος) του δανείου. Οι χώρες πληρώνουν μια συνδρομή το οποίο ονομάζεται quota για να μπουν στο IMF. Το μέγεθος του quota εξαρτάται από το μέγεθος της οικονομίας και από το πόσο ισχυρή είναι. Το quota καθορίζει πόσο μπορεί μία χώρα να δανειστεί σε μία κρίση, όπως επίσης πόσους ψήφους έχει μια χώρα στον καθορισμό της πολιτικής του IMF. Γενικά οι χώρες μπορούν να δανειστούν μέ-

χρι και 300% πάνω από το quota τους. Όμως κάτω από συγκεκριμένες περιπτώσεις όπως η κρίση στη Ν.Α.Ασία ή άλλες κρίσεις που υπάρχει η δυνατότητα διάδοσης της κρίσης, τα όρια του δανεισμού της χώρας καθορίζονται περισσότερο ή λιγότερο από τις ανάγκες τις εκάστοτε περιόδου, όπως και από τα ποσά που δίνουν απευθείας οι άλλες κυβερνήσεις για να στηρίξουν τα χώρα που είναι σε μία κρίση.

Όμως κάποιες χώρες έχουν δανειστεί τεράστια ποσά τα οποία είναι πάνω του 300% του δικού τους quota και τα όρια του δανεισμού δεν έχουν διατηρηθεί με την αύξηση του μεγέθους των εθνικών οικονομιών. Μερικοί διαφωνούν ότι τα όρια δανεισμού πρέπει να είναι πολύ επεκταμένα, ενώ άλλοι προτείνουν διαφοροποίηση μεταξύ κρίσεων που έχουν μεγάλη πιθανότητα να διαδοθούν, εναντίον αυτών των κρίσεων που λαμβάνουν μέρος μέσα σε μία μόνο χώρα. Σε πολλές περιπτώσεις δεν είναι δυνατό να καθορίσεις τη διαφορά σε όλο το σύστημα των κρίσεων που σίγουρα έχουν την δυνατότητα να επιβάλλουν υψηλότερο κόστος. Γι' αυτό το λόγο, υπάρχει μια λογική επέμβασης με υψηλότερα ποσά εάν σταματήσουν οι χώρες την κρίση πιο γρήγορα.

Το δεύτερο σύνολο των ζητημάτων αφορούν το ρόλο του τελευταίου δανειστή όπως το IMF, είναι το ζήτημα της τήρησης ορισμένων προϋποθέσεων. Η τήρηση ορισμένων προϋποθέσεων του IMF αναφέρεται στις αλλαγές της οικονομικής πολιτικής που τα κράτη που θέλουν να δανειστούν πρέπει να ακολουθήσουν ώστε να πάρουν δάνειο από το IMF. Η τήρηση των προϋποθέσεων καλύπτουν τυπικά νομισματικές και δημοσιονομικές πολιτικές, πολιτικές συναλλαγματικών ισοτιμιών και δομικές πολιτικές στον χρηματοοικονομικό τομέα, το διεθνές εμπόριο και τις δημόσιες επιχειρήσεις. Το IMF κάνει τα δάνεια του με δόσεις στο συνολικό δάνειο και κάθε δόση του δανείου εξαρτάται από την ολοκλήρωση ενός συνόλου μεταρρυθμιστικών στόχων. Για παράδειγμα σε ένα δάνειο ο παραλήπτης μπορεί να υποχρεούται να φτιάξει ένα σχέδιο για ιδιωτικοποιήσεις

έτσι ώστε να λάβει την πρώτη δόση. Στη συνέχεια να έχουν ένα εφαρμόσιμο σχέδιο ώστε να λάβουν τη δεύτερη δόση και ξεκινώντας τη εφαρμογή του σχεδίου να παίρνουν την Τρίτη δόση και πάει λέγοντας.

Αυτοί οι τύποι μεταρρυθμίσεων συχνά παράγουν αντίθετα αποτελέσματα από τότε που φάνηκε να αγνοείται η εθνική κυριαρχία και γενικά έχουν περιοριστικές μακροοικονομικές πολιτικές. Μερικοί οικονομολόγοι υποστηρίζουν ότι οι απαιτήσεις τήρησης ορισμένων προϋποθέσεων εντείνουν τις υποχρεωτικές φάσεις μιας κρίσης, παράλληλα υπάρχει η συζήτηση για το εάν οι χώρες θεραπεύονται πιο γρήγορα με τη βοήθεια του IMF από ότι χωρίς αυτό. Μέχρι τις αρχές του 1990 οι προσπάθειες του IMF επικεντρωνόταν σε μεταρρυθμίσεις στην οικονομική πολιτική με ένα τρόπο που αδιαφορούσε για τις κοινωνικές επιπτώσεις. Υπήρχε δημόσια κατακραυγή για της επιδράσεις της τήρησης των προϋποθέσεων που έθετε το IMF στην ευπάθεια των μελών των κοινωνιών. Το IMF αναγκάστηκε να κοιτάξει πιο προσεκτικά τον αντίκτυπο που είχαν στις κοινωνίες οι προϋποθέσεις που έθετε και τελικά έκανε κάποιες ρυθμίσεις. Πάντως υπάρχουν ακόμα παράπονα για την τήρηση των προϋποθέσεων του IMF οι οποίες είναι σωφρονιστικές και περιοριστικές και μερικές χώρες αρνήθηκαν τη βοήθεια του IMF όταν ήταν σε κρίση. Μία από αυτές τις χώρες ήταν και η Μαλαισία κατά τη διάρκεια της κρίσης στην Ν.Α.Ασία, η οποία κατάφερε να ξεφύγει από την κρίση τόσο γρήγορα όσο οι άλλες χώρες.

Τη δεκαετία του 1970 η τήρηση των προϋποθέσεων του IMF επικεντρώθηκε κυρίως στη διάρθρωση των άμεσων πηγών του προβλήματος που οδηγεί σε μια κρίση και αποφυγή την συμμετοχή σε δύσκολα οικονομικά ζητήματα όπως εμπορική πολιτική και ιδιωτικοποιήσεις. Αυτό καταδικάστηκε ως μωπικό και συμφωνήθηκε ότι τα κεφάλαια πρέπει να συμπεριληφθούν πέρα από βραχυπρόθεσμες οικονομικές πολιτικές. Τα νέα προγράμματα δανείων σχεδιάστηκαν

ώστε να δίνουν χρήματα και τεχνική βοήθεια σε χώρες που χρειάζονταν βοήθεια στο να αναδομήσουν τις οικονομίες τους. Αυτή η μετατόπιση προσανατόλισε το IMF στην υποστήριξη περισσότερων πολιτικών από την επίλυση μιας κρίσης, καθώς διαδραμάτισε πιο ενεργό ρόλο στην ενίσχυση των ιδιωτικοποιήσεων, στο σχεδιασμό κοινωνικών πολιτικών, στη μεταρρύθμιση της εμπορικής πολιτικής και ένα μεγάλο αριθμό από άλλα ζητήματα.

Ως το τέλος του 1990 υπήρχε αναπτυσσόμενη αναγνώριση ότι το mission creep είχε γίνει πρόβλημα και ότι το ταμείο είχε αναλάβει ευθύνες που ήταν καλύτερο να τις είχε αφήσει στην Παγκόσμια τράπεζα, στις περιφερειακές τράπεζες για την ανάπτυξη ή κάποιους άλλους παράγοντες που σχεδίασαν να διευθύνουν τα μακροχρόνια ζητήματα της οικονομικής ανάπτυξης. Αρκετές από τις προτάσεις για τη μεταρρύθμιση της διεθνούς χρηματοοικονομικής αρχιτεκτονικής προέβλεπαν ένα μικρότερο ρόλο για το IMF.

Στο πρόβλημα του mission creep υπήρχε διαφωνία σε αρκετές από τις μεταρρυθμιστικές προτάσεις για χάρη ενός συνόλου απαιτήσεων που οι χώρες έπρεπε να εφαρμόσουν πριν δανειστούν. Αυτές οι προτάσεις ευνοούσαν μια προεπιλογή στην εξέταση των πολιτικών που εφαρμόζε μια χώρα ώστε να αποφύγει μια κρίση. Οι υπερασπιστές διαφώνησαν στο ότι για να ληφθεί βοήθεια έπρεπε οι χώρες πρώτα να δείξουν ότι έχουν λάβει ένα σύνολο μέτρων που απαιτούνταν, όπως ανοιχτές χρηματοοικονομικές αγορές, επάρκεια στο κεφάλαιο των τραπεζών, διαφάνεια στην αγορά των δεδομένων του χρηματοοικονομικού τομέα και άλλα. Αυτοί που πρότειναν αυτόν τον τύπο της προεπιλογής για την βοήθεια από το IMF πίστευαν ότι αυτό θα ανάγκαζε τις χώρες να υιοθετήσουν πλήρως υγιείς πολιτικές για τον οικονομικό τομέα που θα ελαχιστοποιούσε την πιθανότητα μίας κρίσης.

Όμως αυτοί που ασκούσαν κριτική στην ιδέα της προεπιλογής είχαν ως επιχείρημα ότι δεν αποφεύγουμε την κρίση από την στιγμή που δεν απέτρεψε συγκεκριμένες επιθέσεις στο νόμισμα μιας χώρας. Όμως θα ήταν αδύνατο για το IMF να αγνοήσει τις ανάγκες μιας χώρας που ανήκει σε αυτή που απέτυχε να προεπιλεγεί και αυτό θα οδηγήσει σε άλλους λιγότερους εύκολους τρόπους για να χειριστεί μια κρίση. Το IMF έχει ήδη εφαρμόσει μια διαδικασία προεπιλογής για ένα τύπο δανείου αλλά καμία χώρα δεν προσπάθησε να το προεπιλέξει από τη στιγμή που μπορεί να ληφθεί ως σήμα από τον υπόλοιπο κόσμο ότι το πρόβλημα αναπτύσσεται μέσα στη χώρα.

Δύο σημαντικά ζητήματα για την μεταρρύθμιση της διεθνούς χρηματοοικονομικής αρχιτεκτονικής είναι τα ακόλουθα. Πρώτο είναι το ζήτημα για τον καθορισμό των προδιαγραφών για την διαφάνεια και αναφορά των δεδομένων στον χρηματοοικονομικό τομέα. Ο λόγος για μεγαλύτερη διαφάνεια είναι να κάνει τον χρηματοοικονομικό τομέα μιας χώρας να φαίνεται καλύτερος στους πιθανούς δανειστές. Το ζήτημα της διαφάνειας και της αποβολής έκθεσης στοιχείων κινείται σύμφωνα με τις Συμφωνίες Κεφαλαίων της Βασιλείας και την ανάπτυξη των προτύπων του IMF για την αναφορά των δεδομένων το οποίο ονομάζεται “πρότυπα διάδοσης στοιχείων”.

Ένα τελευταίο ζήτημα είναι η ανάγκη να βρούμε τρόπους συνεργασίας του ιδιωτικού τομέα και την συμμετοχή του σε περίοδο κρίσης. Έχει γίνει λιγότερη πρόοδος σε αυτό το ζήτημα σε σχέση με τα άλλα ζητήματα όπως η διάδοση στοιχείων, γεγονός που συνεχίζει να προκαλεί ανησυχία. Όταν μία χώρα φτάσει στην κρίση, η επιμονή από πολλούς ιδιωτικούς πιστωτές οι οποίοι έχουν πληρωθεί πρώτα μπορεί να το κάνουν πιο δύσκολο για να επιλυθεί μια κρίση. Γι' αυτό το λόγο οι προτάσεις έχουν τοποθετηθεί με τέτοια σειρά ώστε το IMF αναγνωρίζει επίσημα την ανάγκη μιας χώρας σε κρίση να σταματήσει προσωρινά το ενδιαφέρον και τις κύριες επιστροφές για το χρέος της. Αυτό υποθέτει όμως ένα φορτίο για τους πιστωτές της

χώρας και μείωση του στοιχείου του ηθικού κινδύνου στις πρακτικές δανεισμού τους.

Επιπλέον η σύγκρουση μεταξύ των ιδιωτικών πιστωτών για το ποιος θα πάρει πρώτος τις επιστροφές, συχνά έχει γίνει εμπόδιο στο να επιλυθεί μία κρίση. Πολλοί βλέπουν την ανάγκη για συλλογικές προτάσεις δράσης σε όλα τα διεθνή ομολογιακά δάνεια. Μια συλλογική πρόταση δράσης θα απαιτούσε από τον κάθε δανειστή να συμφωνήσει σε μία συλλογική μεσολάβηση μεταξύ όλων των δανειστών και των πιστωτών στο γεγονός μιας κρίσης. Μέχρι σήμερα όμως έχει γίνει μικρή πρόοδος πάνω σε αυτό το ζήτημα.

2.Εμπιστοσύνη στην αγορά.

Υπάρχουν αρκετοί οικονομολόγοι που πιστεύουν ότι ένα ανοικτό και μη ρυθμισμένο διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα συνιστά τη μόνη λύση για την αντιμετώπιση των προβλημάτων που προέρχονται από τις διεθνείς χρηματοοικονομικές ροές και ότι κάθε άλλο μέτρο εγείρει το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου. Ο ηθικός κίνδυνος αποτελεί πρόβλημα γιατί αν οι δανειστές και οι δανειζόμενοι πιστεύουν ότι το ΔΝΤ ή κάποιος άλλος οργανισμός θα τους σώσει όταν εμφανιστεί η κρίση, τότε μπορεί να ακολουθήσουν ριψοκίνδυνες συμπεριφορές. Από την άλλη, μια μη ρυθμισμένη χρηματοπιστωτική αγορά θα τιμωρούσε από μόνη της τους επενδυτές και τους δανειζόμενους που δεν είχαν μια συνετή οικονομική συμπεριφορά.

Οι Friedman, Schultz, Simon και άλλοι οικονομολόγοι υποστηρίζουν την ελευθερία της αγοράς και πιστεύουν ότι το ΔΝΤ είναι αναποτελεσματικό. Το ΔΝΤ είχε δημιουργηθεί για να εποπτεύει το σύστημα των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και στη συνέχεια ο ρόλος του ήταν η παροχή οικονομικών συμβουλών σε χώρες που αντιμετώπιζαν προβλήματα, με την παροχή σε αυτές χρημάτων. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να συνεχίσουν αυτές οι χώρες την άσκηση α-

συνεπών οικονομικών πολιτικών. Ένα τέτοιο παράδειγμα ήταν και η Ρωσία.

Για πολλούς οικονομολόγους η αντίδραση του ΔΝΤ στην μεξικάνικη κρίση του 1994-1995 αντιπροσωπεύει ένα αντιπαραγωγικό παρεμβατισμό του ΔΝΤ. Το Μεξικό σώθηκε χάρη στην οικονομική βοήθεια που πήρε, που όμως κατά πολλούς αυτά τα χρήματα κατέληξαν σε αμερικανικές τράπεζες και άλλους οργανισμούς που είχαν δανείσει το Μεξικό, με αποτέλεσμα να αφηθεί σε μια κατάσταση οικονομικής κάμψης. Η Μεξικανική κρίση είχε όμως πιο μακροπρόθεσμες επιδράσεις αφού αποτέλεσε το έναυσμα για την κρίση στην Ανατολική Ασία καθώς ενθάρρυνε τους επενδυτές να προβούν σε επισφαλείς επενδύσεις. Με κίνητρο τις υψηλές αποδόσεις και σίγουροι ότι το ΔΝΤ θα τους βοηθούσε αν κατέρρεε η συναλλαγματική ισοτιμία, οι επενδυτές τοποθέτησαν πολλά χρήματα στις αναδυόμενες αγορές. Δηλαδή είχαμε την δημιουργία ηθικού κινδύνου και γι' αυτό το λόγο το ΔΝΤ δεν πρέπει να παρεμβαίνει. Αυτοί που υποστηρίζουν την ελευθερία της αγοράς, στηρίζονται στην υπόθεση ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί και δεν θα επενδύσουν σε επισφαλείς επιχειρήσεις αν γνωρίζουν ότι δεν θα λάβουν καμία βοήθεια.

3. Ρύθμιση των διεθνών χρηματοοικονομικών.

Πολλοί οικονομολόγοι και κυβερνήσεις τίθενται υπέρ της επιβολής ορισμένων ελέγχων στις διεθνείς κεφαλαιακές κινήσεις. Η πρόταση κάποιων είναι η επιβολή ενός φόρου στις βραχυπρόθεσμες κεφαλαιακές ροές, ή η επιβολή κεφαλαιακών ελέγχων. Μια άλλη πρόταση που διατυπώθηκε από τη Γαλλία, τη Γερμανία και την Ιαπωνία ήταν ότι θα πρέπει η Ευρωπαϊκή Ένωση, οι Ηνωμένες Πολιτείες και η Ιαπωνία να διαχειρίζονται τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, τις οποίες να τις διατηρούν εντός κάποιων ορίων ώστε να υπάρχει σταθεροποίηση στην παγκόσμια οικονομία. Οι Η.Π.Α. αντιτάχθηκαν

σ' αυτήν την πρόταση γιατί θεωρούν ότι η αγορά θα φέρει την σταθερότητα.

Στην ετήσια διάσκεψη των υπουργών των Οικονομικών της ομάδας των επτά πλουσιότερων κρατών G-7 και των διοικητών των κεντρικών τραπεζών τον Φεβρουάριο του 1999, το κύριο θέμα ήταν η δημιουργία ενός μηχανισμού για την ρύθμιση των διεθνών χρηματοοικονομικών. Από την μια μεριά ήταν οι Γερμανοί, οι Γάλλοι και οι Ιάπωνες που ήθελαν την επιβολή ελέγχων στα κερδοσκοπικά κεφάλαια κάλυψης κινδύνου και από την άλλη οι Αμερικανοί που αντιδρούσαν σε αυτό. Τελικά επιτεύχθηκε συμφωνία με την οποία θα δημιουργούσαν ένα φόρουμ για την χρηματοοικονομική σταθερότητα και το οποίο θα συνεδρίαζε δυο φορές το χρόνο για να εξετάσει τρόπους για την βελτίωση της ποιότητας της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Από την ασιατική κρίση του 1997 που μεταδόθηκε σ' όλο το μήκος του πλανήτη ως το 2001 μπορεί να αντληθούν χρήσιμα συμπεράσματα τόσο για τις πολιτικές ανάπτυξης των χωρών όσο και για την παγκόσμια νομισματική ρύθμιση.

Έτσι για ανοιχτές οικονομίες με μικρή ανάπτυξη του χρηματοδοτικού τους συστήματος, το μίγμα που προτείνουν σπουδαίοι θεωρητικοί οικονομολόγοι, αυτόνομης νομισματικής πολιτικής και ελέγχου της κίνησης κεφαλαίων μέσα σε καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, στο πλαίσιο της θεωρίας της ασύμβατης τριλογίας, φαίνεται να δίνει την οικονομικότερη απάντηση στο πρόβλημα της ανάπτυξης με τις μικρότερες θυσίες.

Το γεγονός ότι οικονομίες με έντονους ρυθμούς ανάπτυξης όπως αυτές του λεγόμενου «Ασιατικού Θαύματος», αποδείχθηκαν τελικά ευπαθείς στις κερδοσκοπικές επιθέσεις, με ελάχιστη βιωσιμότητα των θεμελιωδών τους μεγεθών, ενώ μετέδωσαν την κρίση τόσο μακριά όσο η Ρωσία και η Βραζιλία, αναζωπύρωσε τα αιτήματα να μπει στην ατζέντα των διεθνών συζητήσεων, όπως στο ΔΝΤ, στο G7 ή στην Παγκόσμια Τράπεζα, το θέμα της αναδόμησης μιας *Νέας Αρχιτεκτονικής του Διεθνούς Νομισματικού και Χρηματοδοτικού Συστήματος*. Η νέα αυτή Αρχιτεκτονική πρέπει να περιλαμβάνει τόσο μέτρα πρόληψης όσο και *ex-post* μέτρα αντιμετώπισης των νομισματικών κρίσεων, οι οποίες όπως αποδείχθηκε μετατρέπονται γρήγορα σε ευρύτερες οικονομικές με σοβαρές παραγωγικές και κοινωνικές επιπτώσεις.

Στα μέτρα πρόληψης προτείνονται μεγαλύτερη διαφάνεια στις κρατικές πολιτικές και χρηματοοικονομικές θέσεις, βελτίωση του ρυθμιστικού πλαισίου των τραπεζικών και χρηματοδοτικών συστημάτων και ισχυρότεροι πιστωτικοί μηχανισμοί, ιδιωτικοί, κρατικοί ή υπερεθνικοί (ΔΝΤ). Στα ex-post μέτρα περιλαμβάνονται μεγαλύτερη δυνατότητα δανεισμού από το ΔΝΤ και θεσμοθέτηση διαδικασίας χρεοκοπίας για μεθοδική ικανοποίηση των πιστωτών. Επίσης, οι έλεγχοι της κίνησης κεφαλαίων υποστηρίζονται από πολλούς τόσο προληπτικά όσο και μετά τις κρίσεις.

Σε κάθε περίπτωση, παρά το γεγονός των παγκοσμιοποιημένων, σε μεγάλο βαθμό, εμπορικών συναλλαγών αγαθών, υπηρεσιών και κεφαλαίων, το περιβάλλον λειτουργίας των αγορών είναι μη-πλήρους πληροφόρησης, ατελώς ή μονοπωλιακώς ανταγωνιστικό κι επομένως δεν υπάρχει η κατά Pareto αποτελεσματικότητα (Cartapanis, 2001). Άρα η παρεμβατική πολιτική των κυβερνήσεων με κύριο ρόλο τους το ρυθμιστικό των μη-ανταγωνιστικών αγορών παραμένει αναγκαία και πρέπει να συμπεριληφθεί στη Νέα Αρχιτεκτονική του Διεθνούς Νομισματικού και Χρηματοδοτικού Συστήματος.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνόγλωσσες- Εγχειρίδια

1. Βαμβούκας Γ., Το Διεθνές Οικονομικό Σύστημα, Εκδόσεις «το Οικονομικό», 1997.
2. Krugman P. και Obstfeld M., Διεθνής Οικονομική: Θεωρία και Πρακτική, Εκδόσεις Κριτική Επιστημονική Βιβλιοθήκη, 1995.
3. Βεργόπουλος Κ., «Παγκοσμιοποίηση: Η Μεγάλη Χίμαιρα», Νέα Σύνορα Α.Α.Λιβάνη, 1999.
4. Θαλασσινός Ε. και Θ. Β.Σταματόπουλος, Διεθνή Οικονομικά, Εκδόσεις Α.Σταμούλης, 1998.
5. Κυρίκος Δ., Σημειώσεις Διεθνείς Εμπορικές και Νομισματικές Σχέσεις, ΤΕΙ ΚΡΗΤΗΣ.
6. Καρφάκη Κ.Ι., Συναλλαγματικές Ισοτιμίες και Διεθνή Μακροοικονομικά, Εκδόσεις ΣΑΚΚΟΥΛΑ, Θεσσαλονίκη, 1995.
7. Λεβεντάκη Ι., Μακροοικονομική Ανοικτής Οικονομίας, Εκδόσεις Α.Σταμούλης, 1995.
8. Πουρναράκη Ε., Διεθνή Οικονομικά, Εκδόσεις ΣΜΠΙΛΙΑΣ, 1991.
9. De Grauwe P., Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Εκδόσεις ΠΑΠΑΖΗΣΗ, 2001.

10. Caves R.E., J.A.Frankel, R.W. Jones (1992), Διεθνές Εμπόριο και Πληρωμές, Τόμοι Α' Kenen, P.B. (1999).
11. Διεθνής Οικονομική, Τόμοι Α' και Β', Εκδόσεις ΠΑΠΑΖΗΣΗ.
12. Krugman P. and M. Obstfeld, Διεθνής Οικονομική, Θεωρία και Πολιτική, Τόμοι Α' και Β', Εκδόσεις ΚΡΙΤΙΚΗ, 2002-3.

Ξενογλωσσες- Εγχειρίδια

13. Begg D., Fischer S. and R. Dornbusc, Economics, 5th ed, The McGraw-Hill Companies, 1997.
14. Blanchard O., Macroeconomics, 2nd ed., Massachusetts Institute of Technology, 2000.
15. Elton E. and M. Gruber, Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, John Wiley & Sons, 1995.
16. Todaro M., Economic Development, 6th ed., Longman London and New York, 1997.
17. Shapiro A., Multinational Financial Management, 6th ed., John Wiley & Sons, 1999.
18. Bhagwati J.N., "The Capital Myth", Foreign Affairs 77, 1998.
19. Camdessus M., "Toward a New Financial Architecture for a Globalized", 1998.
20. World, Address at the Royal Institute for International Affairs, London, May.
21. Cartapanis A., "Turbulences et Spéculation dans l' Economie Mondiale", Paris: Economica, 1996.

22. Cartapanis A., "Crises de Change et Indicateurs de Vulnérabilité: Le Cas des Pays Emergents d'Amérique Latine et d'Asie", *Economie Internationale, La Revue du CEPII* **76** pp.69-93, 1998.
23. Cartapanis A., "Systemic Risk and New International Financial Architecture: Reconciling KEYNES and Neo-Liberalism?", *European Research Studies IV* (1-2), pp. 5-25, 2001.
24. Cartapanis A., V. Dropsy and S. Mametz, "The Asian Currency Crises: Vulnerability, Contagion, or Unsustainability?" *Review of International Economics* **10** (1), pp. 79-91, 2002.
25. Dornbusch R., I. Goldfajn and R. Valdes, "Currency Crises and Collapses", *Brookings Papers on Economic Activity* pp. 219-70, 1995.
26. Eichengreen B., A.K. Rose and C. Wyplosz, "Contagious Currency Crises", *Scandinavian Journal of Economics*, **98** pp. 463-84, 1996.
27. Feldstein M., "Refocusing the IMF", *Foreign Affairs* **77**, *March/April*, 1998.
28. Flood R. and P. Garber, "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples", *Journal of International Economics*, **17**, 1984.
29. Gandolfo G., "International Finance and Open-Economy Macroeconomics", Springer, 2001.

30. Glick R. and A. Rose, "Contagion and Trade: Why are Currency Crises Regional?", *Journal of International Money and Finance* **18** pp. 110-42, 1999.
31. I.M.F., "Currency and Banking Crisis: Characteristics and Indicators of Vulnerability", *World Economic Outlook*, May 1998a pp. 110-42, 1998.
32. Kaminsky G. and C. Reinhart, "The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *American Economic Review* **89** pp. 473-500, 1999.
33. Kenen P., "The International Financial Architecture: What's New? What's Missing", Washington D.C.: Institute for International Economics, 2001.
34. Krugman P., "The Myth of Asia's Miracle", *Foreign Affairs*, Nov.- Dec., 1994.
35. Krugman P., "What Happened to Asia?" *mimeo*, MIT., 1998.
36. Krugman P., "Balance Sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises", 1999.
37. P. Isard, A Razin and A.K. Rose (eds.) "International Finance and Financial Crises: Essays in Honor of Robert P. Flood", Jr. Norwell, Mass., Kluwer.
38. Lafay G., "Comprendre la Mondialisation", 3ed edition, Economica, Paris, 1999.

39. Laursen S. and L.A. Metzler, «Flexible Exchange Rates and the Theory of Employment», *Review of Economics and Statistics* **32**, pp.281-299, 1950.
40. Masson P., “Contagion: Moonsoonal Effects, Spillovers and Jumps between Multiple Equilibria”, *IMF WP/98/142*, 1998.
41. Moati P. and E.M. Mouhoud, “Information et Organisation de la Production: vers une Division Cognitive du Travail”, *Economie Appliquée*, **XLVI**, n° 1, 1994.
42. Radelet S. and J.Sachs, “The Onset of the East Asian Financial Crisis”, Harvard, mimeo, 1998.
43. Reich R., “The Work of Nations”, Alfred Knopf Inc., N.Y., 1991.
44. Reisen H., “Domestic Causes of Currency Crisis: Policy Lessons for Crisis Avoidance”, OECD, mimeo, 1998.
45. Rodrik D., “Who Needs Capital-Account Convertibility?” in S.Fischer et al., 1998.
46. “Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?” , *Princeton Essays in International Finance* 207.
47. Rose A.K., “Explaining Exchange Rate Volatility: An Empirical Analysis of the “Holy Trinity” of Monetary Independence, Fixed Exchange Rates, and Capital Mobility”, *Journal of International Money and Finance* **15**, pp. 925-45, 1996.

48. Rubin R., "Strengthening the Architecture of the International Financial System", Brookings Institution, April, 1998.
49. Steinherr A., "Financial Crises in 1997-2001: Shortcomings of the International Financial Architecture", *European Research Studies IV* (1-2), pp 61-71, 2001.
50. Stiglitz J., "Insider's Account of Asian Economic Crisis", *The New Republic*, 17 April, 2000.
51. Stiglitz J., "Globalization and its Discontents", Penguin, London, U.K., 2002.
52. Williamson J., "The Benefits and Costs of an International Nonsystem", in E.M.Bernstein et al., *Reflections on Jamaica, Essays in International Finance No. 115*, International Finance Section, Princeton University, 1976.
53. World Bank, "The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy", Oxford: Oxford University Press, 1993.

Ξερόγλωσσες-Αρθρογραφία

54. Bussiere, Matthieu and Christian Mulder. 1999a. "External Vulnerability in Emerging Markets Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion" Paper presented at the Canberra Conference on Global Development Finance 2000.
55. Obstfeld M., "Risk-Taking, Global Diversification, and Growth" *American Economic Review* 85: 1310–29, 1994.

56. Radelet S. and Jeffrey D. Sachs, "The Onset of the East Asian Financial Crisis", NBER Working Paper 6680, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass, 1998α.
57. Rodrik D. and A. Velasco, "Short-Term Capital Flows" In Annual Bank Conference on Development Economics. Washington D.C. : World Bank, 1999.
58. "The Economist", May 1st, 2003.
59. "The Economist", March 10th, 2006.
60. Aglietta M., "Financial Market Failures and Systemic Risk ", Document de Travail du CEPII, Paris, No 96-01, Janvier, 1996.
61. Krugman P. and M. Obstfeld, "International Economics, Theory and Policy", 7th edition, Addison-Wesley, 2006.
62. Gandolfo G., "International Finance and Open-Economy Macroeconomics", Springer-Verlag, 2001.
63. Gerber J., "International Economics", Pearson-Addison Wesley, 2005.
64. Hallwood C.,P. and R.McDonald, "International Money and Finance", 3rd Edition, Blackwell, 2002.
65. Lindert P.H. and T.A. Pugel, "International Economics", 10th edition, Irwin.

Πηγές Διαδικτύου

66. <http://econ.worldbank.org> (τοποθεσία της Παγκόσμιας Τράπεζας)
67. <http://hk.geocities.com/taichi112/part1.pdf> (διεθνής τραπεζική)
68. <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/NOTES/CHAP8.HTM#9> (η ασιατική κρίση)
69. <http://siteresources.worldbank.org/INTGDF2000/Resources/req-all-developing.pdf> (ροές κεφαλαίων από ιδιωτικούς και επίσημους πιστωτές)
70. <http://spruce.flint.umich.edu/~mjperry/466-7.htm> (διεθνής αγορά ομολόγων)
71. <http://spruce.flint.umich.edu/~mjperry/466-8.htm> (διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές)
72. <http://spruce.flint.umich.edu/~mjperry/466-6.html> (διεθνείς χρηματαγορές)
73. <http://spruce.flint.umich.edu/~mjperry/466-1.htm> (η έννοια της παγκοσμιοποίησης)