



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΙΓΑΙΟΥ
ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Αναστάσιος Παππάς

**ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ ΚΑΙ ΚΙΝΗΣΗ
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΙΣ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΤΗΣ ΣΥΓΧΡΟΝΗΣ
ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗΣ**

Διδακτορική διατριβή

Τριμελής συμβουλευτική επιτροπή:

Επιβλέπων:

Δημ. Β. Σερεμέτης

Αναπληρωτής Καθηγητής, ΤΔΕ, Πανεπιστήμιο Αιγαίου

Μέλη:

Παναγιώτης Αλεξάκης

Καθηγητής

Τμήμα Οικονομικών Επιστημών,
Πανεπιστήμιο Αθηνών

Σταύρος Β. Θωμαδάκης

Καθηγητής

Τμήμα Οικονομικών Επιστημών,
Πανεπιστήμιο Αθηνών

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ευχαριστώ θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Δημήτρη Σερεμέτη, για την αμέριστη συμπαράσταση και διαρκή καθοδήγηση του καθόλη τη διάρκεια της πολύχρονης έρευνας.

Ευχαριστώ επίσης τον κ. Σταύρο Θωμαδάκη, Καθηγητή του Πανεπιστημίου Αθηνών και τον κ. Παναγιώτη Αλεξάκη, Καθηγητή του Πανεπιστημίου Αθηνών, για το ενδιαφέρον τους και τις καίριες επισημάνσεις πάνω στην εργασία μου.

Εκφράζω ακόμη τις ευχαριστίες μου στους κ.κ. Απόστολο Γιότσια, Επίκουρο Καθηγητή του Πανεπιστημίου Αιγαίου και Αριστείδα Σάμιτα Επίκουρο, Καθηγητή του Πανεπιστημίου Αιγαίου για την πολύτιμη βοήθειά τους.

Τέλος θέλω να ευχαριστήσω τον κ. Ανδρέα Καραπαπά, Διευθυντή της Διεύθυνσης Στατιστικής της Τράπεζας της Ελλάδος για την παροχή των στατιστικών στοιχείων.

Η δημόσια υποστήριξη της διατριβής έγινε την 12^η Νοεμβρίου 2010 ενώπιον επταμελούς εξεταστικής επιτροπής στην οποία μετείχαν:

Αλεξιάκης Παναγιώτης,

Καθηγητής του Οικονομικού Τμήματος του Πανεπιστημίου Αθηνών

Θωμαδάκης Σταύρος,

Καθηγητής του Οικονομικού Τμήματος του Πανεπιστημίου Αθηνών

Ευδέας Ευάγγελος,

Καθηγητής του Τμήματος Ναυτιλίας και Επιχειρηματικών Υπηρεσιών του Πανεπιστημίου Αιγαίου

Τσακαλώτος Ευκλείδης,

Καθηγητής του Οικονομικού Τμήματος του Πανεπιστημίου Αθηνών (απόν)

Σερεμέτης Δημήτριος,

Αναπληρωτής Καθηγητής του Τμήματος Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Αιγαίου

Γκότσιας Απόστολος,

Επίκουρος Καθηγητής του Τμήματος Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Αιγαίου

Συριόπουλος Θεόδωρος,

Επίκουρος Καθηγητής του Τμήματος Ναυτιλίας και Επιχειρηματικών Υπηρεσιών του Πανεπιστημίου Αιγαίου

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	ix
ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ/ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ.....	xi
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	xii
ΓΕΝΙΚΗ ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1

ΜΕΡΟΣ Ι

ΚΙΝΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗ:

ΤΟ ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Η ΗΓΕΜΟΝΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	11
1.1. Χρηματοπιστωτικές αγορές: από τον παραδοσιακό δανεισμό, στις σύνθετες κερδοσκοπικές χρηματιστηριακές πράξεις.....	12
1.2. Διεθνής πλεονάζουσα ρευστότητα: η στροφή προς τη χρηματοοικονομική συσσώρευση.....	13
1.3. Η υπερδιόγκωση των αγορών και η αύξηση του ειδικού βάρους του χρηματιστικού κεφαλαίου.....	15
1.3.1. Αγορές χρήματος και κεφαλαίου.....	15
1.3.1.1. Διεθνείς και εγχώριες αγορές χρέους.....	16
1.3.1.2. Οι επενδυτικές τράπεζες.....	18
1.3.1.3. Κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών (<i>Private Equity Funds</i>) και χρηματοδοτούμενες εξαγορές (<i>Leveraged Buy-outs</i>).....	19
1.3.1.4. Η φρενίτιδα των συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	21
1.3.2. Η αγορά συναλλάγματος.....	22
1.3.3. Η αγορά παραγώγων χρηματοοικονομικών «προϊόντων».....	25
1.4. Κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων (<i>Hedge Funds</i>): ένα παραπλανητικό όνομα.....	26
1.5. Το υπερεθνικό χρηματιστικό κεφάλαιο: από τις «ευρωπαϊκές» (<i>euromarkets</i>) στα εξωχώρια κέντρα (<i>offshore centres</i>).....	30
1.6. Σύνοψη.....	33

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΣΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗΣ.....	37
2.1. Τι είναι η παγκοσμιοποίηση.....	38
2.2. Από την εποχή του «Χρυσού Κανόνα» στη σύγχρονη παγκοσμιοποίηση... ..	39
2.2.1. Η εποχή του «Χρυσού Κανόνα» (1870-1914).....	39
2.2.2. Από τον Α' παγκόσμιο πόλεμο ως το Bretton-Woods (1914 – 1945).....	42
2.2.3. Η χρυσή εποχή της μεγέθυνσης (The Golden Age).....	46
2.2.4. Η σύγχρονη παγκοσμιοποίηση (The global age).....	50
2.3. Ένα σχέδιο συνολικής θεώρησης: πρόταση για το αναλυτικό πλαίσιο	51

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΚΙΝΗΣΗ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ: ΤΑ ΥΠΕΡ ΚΑΙ ΤΑ ΚΑΤΑ.....	63
3.1. Μια αμφιλεγόμενη «ελευθερία».....	64
3.2. Η διάκριση των ροών κεφαλαίων.....	66
3.3. Οι υποστηρικτές.....	67
3.3.1. Τα επιχειρήματα.....	67
3.3.2. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο: η αλλαγή πλεύσης προς την ανεμπόδιστη κίνηση των κεφαλαίων.....	72
3.4. Τα αδύνατα σημεία ...	73
3.5. Τα αντεπιχειρήματα	78

ΜΕΡΟΣ II

ΟΙ ΑΡΝΗΤΙΚΕΣ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗΣ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	87
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Ο ΑΦΟΠΛΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΕΘΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ.....	89
4.1. Πώς η κίνηση κεφαλαίων αποδυναμώνει την οικονομική πολιτική: το υπόδειγμα Mundell-Fleming	90
4.2. Νομισματική Πολιτική.....	95
4.3. Δημοσιονομική Πολιτική.....	98

4.4. Συναλλαγματική Πολιτική και ανταγωνιστικότητα.....	101
---	-----

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ: ΠΟΛΥΜΟΡΦΕΣ, ΣΥΝΕΧΕΙΣ, ΜΕΤΑΔΟΤΙΚΕΣ.....

5.1 Το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών	104
5.2 Χρηματοπιστωτικές κρίσεις: πώς η παγκοσμιοποίηση συνδέεται με την αλλαγή της μορφής των κρίσεων.....	107
5.3 Τυποποίηση των κρίσεων.....	110
5.3.1. Τραπεζικές κρίσεις (Banking Crises).....	111
5.3.2. Κρίσεις χρέους (Debt Crises).....	112
5.3.3. Συναλλαγματικές κρίσεις (Currency Crises) ή κρίσεις του ισοζυγίου πληρωμών (Balance of Payments Crises).....	112
5.3.4. Συνδυασμοί - δίδυμες κρίσεις	113
5.4 «Παλαιού» και «νέου τύπου» κρίσεις.....	115
5.4.1. Παλαιού τύπου κρίσεις.....	115
5.4.2. Νέου τύπου κρίσεις.....	118
5.5 Τα υποδείγματα των κρίσεων.....	120
5.5.1. Υπόδειγμα κρίσεων «πρώτης γενιάς».....	121
5.5.2. Υπόδειγμα κρίσεων «δεύτερης γενιάς».....	124
5.5.2.1. Η δυναμική των αυτοεκπληρούμενων προσδοκιών και η πολλαπλή ισορροπία.....	128
5.5.2.2. Η συμπεριφορά «αγέλης» (<i>herding behavior</i>).....	131
5.5.2.3. Η «μετάδοση των κρίσεων» (<i>Contagion</i>).....	134
5.5.3. Υπόδειγμα κρίσεων «τρίτης γενιάς».....	141
5.5.3.1. Ο καπιταλισμός του «πιστού φίλου» (<i>Crony Capitalism</i>).....	141
5.5.3.2. <i>Moral Hazard</i>	142
5.5.3.3. Η υπερχρέωση της οικονομίας.....	143
5.6 Ο ρόλος της κίνησης κεφαλαίων.....	147

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ ΤΗΣ «ΝΕΑΣ ΕΠΟΧΗΣ».....

6.1 Η «κρίση του χρέους» των αναπτυσσομένων χωρών 1980 (The Debt Crisis).....	150
---	-----

6.1.1. Η εκδήλωση της κρίσης.....	150
6.1.2. Τα αίτια	151
6.1.2.1. Η πετρελαϊκή κρίση και η «ανακύκλωση» των κεφαλαίων.....	152
6.1.2.2. Η γενικευμένη αύξηση των επιτοκίων	154
6.1.2.3. Φρενήρης τραπεζικός δανεισμός	157
6.1.3. Ο ρόλος του Δ.Ν.Τ και τα σχέδια αντιμετώπισης.....	161
6.1.3.1. Ο ρόλος του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου.....	161
6.1.3.2. Το σχέδιο Baker (Baker Plan).....	163
6.1.3.3. Το σχέδιο Brady (Brady Plan).....	165
6.1.4. Συνέπειες της κρίσης.....	167
6.1.4.1. Οικονομικές	167
6.1.4.2. Κοινωνικές	169
6.1.4.3. Η μετάδοση της κρίσης (contagion effects).....	170
6.2 Η «κρίση της τεκίλα» (1994-95): η φρενήρης ροή των κεφαλαίων.....	171
6.2.1. Η εκδήλωση της κρίσης.....	171
6.2.2. Οι οικονομίες της Λατινικής Αμερικής μέχρι την κρίση του 1994.....	173
6.2.2.1. Μεξικό.....	173
6.2.2.2. Αργεντινή.....	176
6.2.2.3. Χιλή.....	177
6.2.2.4. Βραζιλία.....	178
6.2.3. Τα αίτια της κρίσης.....	178
6.2.3.1. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα του Μεξικού και η πιστωτική επέκταση.....	179
6.2.3.2. Το χρέος του Μεξικού (διάρθρωση και διάρκεια).....	180
6.2.3.3. Τα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών και τα δημοσιονομικά ελλείμματα του Μεξικού.....	183
6.2.4. Κίνηση κεφαλαίων, αγελαία συμπεριφορά των αγορών και αυτοεκπληρούμενες προσδοκίες	185
6.2.5. Η μετάδοση της κρίσης (contagion): Αργεντινή-Χιλή δύο διαμετρικά αντίθετες περιπτώσεις	187
6.2.5.1. Αργεντινή: η οικονομία που επηρεάστηκε σφοδρότερα από την κρίση στο Μεξικό.....	188

6.2.5.2. Χιλή: η οικονομία της Λατινικής Αμερικής που πέρασε αλώβητη από την κρίση.....	190
6.2.6. Πολιτικές αντιμετώπισης.....	192
6.3 Η κρίση στην Ν.Α. Ασία 1997-98.....	194
6.3.1 «Ασιατικές τίγρεις»: από τη μακροχρόνια μεγέθυνση στην χρηματοπιστωτική κρίση του 1997.....	194
6.3.2 Τα αίτια της κρίσης.....	196
6.3.2.1 <i>Επιδείνωση θεμελιωδών μακροοικονομικών μεγεθών.....</i>	<i>196</i>
6.3.2.2 <i>Αυτοεκπληρούμενες προσδοκίες και ατελείς χρηματοπιστωτικές αγορές.....</i>	<i>200</i>
6.3.2.3 <i>Προβληματικός χρηματοπιστωτικός τομέας και ο καπιταλισμός του «πιστού φίλου» (Crony Capitalism).....</i>	<i>202</i>
6.3.2.4 <i>Moral Hazard, υπερ-δανεισμός και υπερ-επένδυση.....</i>	<i>204</i>
6.3.2.5 <i>Οι εκροές κεφαλαίων και τα προβλήματα στους ισολογισμούς τραπεζών και επιχειρήσεων: ένα νέο (τρίτο) υπόδειγμα κρίσεων?.....</i>	<i>205</i>
6.3.3 Ο ρόλος του Δ.Ν.Τ.....	206
6.3.3.1 <i>Επιχειρήματα υπέρ της πολιτικής του Δ.Ν.Τ.....</i>	<i>207</i>
6.3.3.2 <i>Ο αντίλογος.....</i>	<i>208</i>
6.3.4 Οι συνέπειες.....	210
6.3.5 Παγκοσμιοποίηση, κίνηση κεφαλαίων και οι ατελείς χρηματοπιστωτικές αγορές.....	212

ΜΕΡΟΣ ΙΙΙ

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ (1980-2000)

ΠΡΟΛΕΓΟΜΕΝΑ.....	216
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Η «ΕΠΙΒΟΛΗ» ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΕΙΘΑΡΧΙΑΣ ΚΑΙ Η ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΗ ΚΙΝΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	218
7.1 Οι προσδιοριστικοί παράγοντες της κίνησης των κεφαλαίων στην ελληνική οικονομία.....	218
7.1.1 Πιθανοί προσδιοριστικοί παράγοντες.....	219
7.1.1.1 <i>Μακροοικονομικές επιδόσεις.....</i>	<i>219</i>
7.1.1.2 <i>Ένταση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων.....</i>	<i>222</i>

7.1.1.3 Πολιτική κατάσταση/σταθερότητα.....	225
7.1.1.4 Διεθνής κερδοσκοπία και σχετικές αποδόσεις.....	226
7.1.1.5 Η μεταδοτικότητα των χρηματοπιστωτικών κρίσεων.....	227
7.1.2 Εξειδίκευση υποδείγματος.....	228
7.1.3 Αποτελέσματα οικονομετρικών εκτιμήσεων.....	231
7.1.3.1 Α' Εκδοχή υποδείγματος - εξαρτημένη μεταβλητή: συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων ως % του Α.Ε.Π. (CAPDP _t).....	231
7.1.3.2 Β' Εκδοχή υποδείγματος - εξαρτημένη μεταβλητή: συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων εξαιρουμένων των «επιχειρηματικών κεφαλαίων» ως % του Α.Ε.Π. (EXFDI _t).....	235
7.1.3.3 Εκδοχή υποδείγματος - εξαρτημένη μεταβλητή: λοιπά-κερδοσκοπικά κεφάλαια ως % του Α.Ε.Π. (SPECGDP _t).....	238
7.1.4 Συμπεράσματα.....	241
7.2 Κερδοσκοπικές πιέσεις στη δραχμή και στο ελληνικό χρηματιστήριο	243
7.2.1 Εξειδίκευση υποδείγματος.	245
7.2.2 Αποτελέσματα οικονομετρικών εκτιμήσεων.....	247
7.2.3 Συμπεράσματα.	250
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΤΗΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΑΝΕΞΑΡΤΗΣΙΑ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	251
8.1 Εξειδίκευση υποδείγματος.	254
8.2 Αποτελέσματα οικονομετρικών εκτιμήσεων.....	257
8.3 Συμπεράσματα.	263
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9: ΣΥΜΒΟΛΗ ΣΤΗ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗ.....	264
9.1 Εξειδίκευση υποδείγματος.....	265
9.1.1 Ανάλυση ευαισθησίας (Sensitivity Analysis) / έλεγχος ευρωστίας (Robustness test).....	267
9.1.2 Έλεγχοι οικονομετρικών σφαλμάτων.....	268
9.2 Αποτελέσματα οικονομετρικών εκτιμήσεων.	269
9.3 Συμπεράσματα.	276

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10: ΚΙΝΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ	278
10.1 Εξειδίκευση υποδείγματος	278
10.2 Αποτελέσματα οικονομετρικών εκτιμήσεων	281
10.3 Συμπεράσματα	286
ΕΠΙΛΟΓΟΣ	288

ΕΠΙΜΕΤΡΟ: «Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008»	300
1. Από τις τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008	301
2. Χαρακτηριστικά γνωρίσματα της τρέχουσας κρίσης	303
<i>α) Η εγγενής αστάθεια των χρηματοπιστωτικών αγορών</i>	304
<i>β) Η απουσία ρύθμισης και εποπτείας και η δημιουργία του «σκιάδους χρηματοπιστωτικού συστήματος» (shadow financial system)</i>	305
<i>γ) Σύστημα αμοιβών συνδεδεμένο με βραχυχρόνιες επιδόσεις</i>	307
<i>δ) Κίνηση κεφαλαίων και μετάδοση των κρίσεων (Contagion)</i>	309
<i>ε) Από την νομισματική χαλαρότητα στην κρίση ρευστότητας</i>	312
3. Οι επιπτώσεις στην παραγωγή και την απασχόληση	313
4. Μέτρα και πολιτικές εξόδου από την κρίση	316
<i>α) Η επέκταση της εγγύησης των καταθέσεων και η διάσωση των προβληματικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών</i>	316
<i>β) Μείωση των επιτοκίων παρέμβασης των κεντρικών τραπεζών</i>	317
<i>γ) Δημοσιονομική πολιτική: η ασυμφωνία περί επέκτασης ή πειθαρχίας</i>	318
5. Η σύγχρονη κρίση: σκηνές σε επανάληψη αλλά και νέα γνωρίσματα	320
6. Τίτλοι τέλους: η ανάγκη για αλλαγή πλεύσης	322

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

I. Παράρτημα στο Κεφάλαιο 4: Κριτική του Υποδείγματος Mundell-Fleming.....	324
II. Παράρτημα στο Γ' Μέρος: Μεθοδολογικά εργαλεία και οικονομετρικοί έλεγχοι.....	327
III. Παράρτημα στο Κεφάλαιο 7:	

i) Βασικές στατιστικές και αποτελέσματα οικονομετρικών ελέγχων.....	330
ii) Πίνακας θεσμικών εξελίξεων στον τομέα της ρύθμισης της κίνησης των κεφαλαίων & δείκτες έντασης των περιορισμών.....	333
IV. Παράρτημα στο Κεφάλαιο 8: Μεταβλητές, βασικές στατιστικές και αποτελέσματα οικονομετρικών ελέγχων.....	335
V. Παράρτημα στο Κεφάλαιο 9: Μεταβλητές, βασικές στατιστικές και αποτελέσματα οικονομετρικών ελέγχων.....	338
VI. Παράρτημα στο Κεφάλαιο 10: Μεταβλητές, βασικές στατιστικές και αποτελέσματα οικονομετρικών ελέγχων.....	345
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	348

ΠΙΝΑΚΕΣ ¹

α/α	Τίτλος	Σελ.
1(1)	Ακαθάριστη και καθαρή αξία διεθνών και εγχώριων εκδόσεων χρεογράφων και μετοχών σε παγκόσμιο επίπεδο	17
1(2)	Τα είκοσι μεγαλύτερα «κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών» (2007)	21
1(3)	Ύψος συναλλαγματικών αποθεμάτων και δείκτες «επάρκειας» αυτών για το έτος 2006 σε σχέση με το 2000 (δισ. δολάρια)	24
2(1)	Υποτιμήσεις Νομισμάτων τη δεκαετία του 1930. (% υποτίμησης ως προς το χρυσό)	44
2(2)	Μέσος όρος ρυθμών μεγέθυνσης των βιομηχανικά προηγμένων χωρών, την περίοδο 1950-2002	48
2(3)	Περιοχές προέλευσης/προορισμού δανειακών κεφαλαίων (1913) (Ποσοστιαία κατανομή ως προς το σύνολο του κόσμου)	53
2(4)	Γεωγραφική Κατανομή της Βιομηχανικής Παραγωγής (%) (1830, 1860, 1913)	54
2(5)	Τάσεις στην οικονομική μεγέθυνση, 1830-1990 – Ετήσια μεγέθυνση του κατά κεφαλήν ΑΕΠ (τριετής μέσος όρος)	56
2(6)	Διάρκεια και ένταση κρίσεων στις τέσσερις περιόδους της ιστορικής αναδρομής	60
3(1)	Χρονολογίες απελευθέρωσης της κίνησης των κεφαλαίων στις χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ	65
3(2)	Δείκτες περιορισμού στην κίνηση των κεφαλαίων στις πρώην σοσιαλιστικές χώρες της Ευρώπης.	66
4(1)	Το «τρίλλημα» και οι επιλογές οικονομικής πολιτικής (1870-2000): Η επιλογή των δύο στα τρία	97
5(1)	Παράγοντες που προσδιορίζουν τον βαθμό επικινδυνότητας του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών	107
5(2)	Το δίλλημα της υποτίμησης (πολλαπλή ισορροπία)	127
6(1)	Το ισοζύγιο πληρωμών επιλεγμένων περιοχών (δισ. δολάρια)	154
6(2)	Η εξέλιξη του κατά κεφαλήν Α.Ε.Π. στις αναπτυσσόμενες χώρες 1972-1991	168
6(3)	Το δημόσιο χρέος του Μεξικού ως ποσοστό του Α.Ε.Π. σε σχέση με Ευρωπαϊκά κράτη (1990-1994)	181
6(4)	Ανεργία σε επιλεγμένες ασιατικές χώρες (%) 1994-2002.	211
7(1)	Έλεγχος αιτιότητας Granger μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής (συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων ως % του Α.Ε.Π. - CAPGDPt) και των προτεινόμενων ανεξάρτητων μεταβλητών.	232
7(2)	Διορθωμένη πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση βάσει της μεθόδου Cochrane-Orcutt (1949) / Εξαρτημένη μεταβλητή: Συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων ως % του Α.Ε.Π. (CAPDPT). Περίοδος: 1985-1998	234
7(3)	Έλεγχος αιτιότητας Granger μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής (συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων εξαιρουμένων των επιχειρηματικών ως % του Α.Ε.Π. - EXFDIt) και των προτεινόμενων ανεξάρτητων μεταβλητών.	235
7(4)	Διορθωμένη πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση βάσει της μεθόδου	236

¹ Οι α/α αναφέρονται στον αριθμό κεφαλαίου και αριθμό πίνακα αντίστοιχα.

	Cochrane-Orcutt (1949) / Εξαρτημένη μεταβλητή: Συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων εξαιρουμένων των «επιχειρηματικών» ως % του Α.Ε.Π. (EXFDIt). Περίοδος: 1985-1998	
7(5)	Έλεγχος αιτιότητας Granger μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής (καθαρές ροές κερδοσκοπικών κεφαλαίων ως % του Α.Ε.Π. - SPECGDPT) και των προτεινόμενων ανεξάρτητων μεταβλητών	238
7(6)	Διορθωμένη πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση βάσει της μεθόδου Cochrane-Orcutt (1949) / Εξαρτημένη μεταβλητή: «Λοιπές ροές» κεφαλαίων ως % του Α.Ε.Π. (SPECGDPT). Περίοδος: 1985-1998	240
7(7)	Εκτίμηση υποδείγματος probit για τους προσδιοριστικούς παράγοντες των κερδοσκοπικών πιέσεων στην δραχμή (1984-1998)	248
8(1)	Συσχετίσεις Ελληνικών Επιτοκίων με επιτόκια Η.Π.Α. και Γερμανίας προ και μετά το 1994	258
9(1)	Έλεγχος αιτιότητας Granger μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής (πραγματικός ρυθμός μεγέθυνσης - gt) και των ανεξάρτητων μεταβλητών που αφορούν στις ροές κεφαλαίων	269
9(2)	Ρυθμός μεγέθυνσης και συνολικές ροές κεφαλαίων ως % προς το Α.Ε.Π.(CAPGDPT)	271
9(3)	Ρυθμός μεγέθυνσης και συνολικές ροές κεφαλαίων προς συνολικά συναλλαγματικά αποθέματα (CAPRESt)	274
9(4)	Ρυθμός μεγέθυνσης και Άμεσες Επενδύσεις προς το Α.Ε.Π. (FDIGDPT)	275
10(1)	Κίνηση κεφαλαίων και μακροοικονομική μεταβλητότητα: Έλεγχος αιτιότητας Granger	283
10(2)	Πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση – Εξαρτημένη μεταβλητή: Μεταβλητότητα του Α.Ε.Π. (Vgt)	284
10(3)	Πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση – Εξαρτημένη μεταβλητή: Μεταβλητότητα της συνολικής τελικής κατανάλωσης (VCt)	285

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ-ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ²

α/α	Τίτλος	Σελ.
1(1)	Ακαθάριστη αξία εκδόσεων διεθνών, εγχώριων χρεογράφων χρέους και μετοχών σε παγκόσμιο επίπεδο (δισ. δολάρια)	17
1(2)	Συνολική αξία αναδοχών χρεογράφων από τις επενδυτικές τράπεζες την περίοδο 1996-2006 (σε δισ. δολάρια)	19
2(1)	Κατανομή εξαγωγών ανά τον κόσμο (1913)	41
2(2)	Βασικά Χαρακτηριστικά Εμπορίου για τις βιομηχανικές χώρες (1913)	42
2(3)	Η ένταση της κινητικότητας των κεφαλαίων στη σύγχρονη οικονομική ιστορία.	52
2(4)	Ρέουν τα κεφάλαια προς τις πιο φτωχές χώρες; 1913 σε σχέση με 1997	56
2(5)	Όγκος Ξένου Κεφαλαίου 1980-1995 (Ακαθάριστος & Καθαρός)	58
3(1)	Καθαρές Ιδιωτικές Εισροές Κεφαλαίου προς τις χαμηλού Εισοδήματος και Μεσαίου Εισοδήματος χώρες – 1972-1998 (σε δισ. δολάρια).	83
3(2)	Καθαρές Ιδιωτικές Εισροές Κεφαλαίου % ως προς το Α.Ε.Π.: Χαμηλού Εισοδήματος και Μεσαίου Εισοδήματος χώρες 1972-1998	84
5(1)	Ο κύκλος των κρίσεων «παλαιού τύπου».	116
5(2)	Οι «νέου τύπου» κρίσεις	119
5(1)	Ετήσιο διατραπεζικό επιτόκιο Σουηδίας (%) για το 1992, σε ημερήσια βάση	125
5(2)	Συναλλαγματικά Αποθέματα Σουηδίας (δισ. κορώνες) για το 1992	126
5(3)	Πολλαπλή Ισορροπία.	129
5(4)	Κανονική ισορροπία στην αγορά χρήματος και προϊόντων	146
5(5)	Ισορροπία στην αγορά χρήματος και προϊόντων λόγω μικροοικονομικών ανισορροπιών	146
6(1)	Η αποπληθωρισμένη τιμή πετρελαίου. Δολάρια ανά βαρέλι πετρελαίου (1970-1992)	152
6(2)	Το διατραπεζικό επιτόκιο Λονδίνου, LIBOR (London Inter Bank Offered Rate) 1978-1991	155
6(3)	Η σημαντική αύξηση των τιμών της γης στην πόλη του Μεξικού (1987-1994)	176
6(4)	Συνολικό Χρέος του Μεξικού ως προς το Α.Ε.Π. (%) 1990-1994	180
6(5)	Ρυθμός μεταβολή του κατακεφαλήν Α.Ε.Π. σε επιλεγμένες χώρες της Ασίας (1994-2002)	211
7(1)	Συναλλαγματικά αποθέματα της ελληνικής οικονομίας την περίοδο 1980-1998 (εκ. δολάρια)	249
8(1)	Η ανταπόκριση των ελληνικών επιτοκίων στις μεταβολές των αμερικανικών επιτοκίων των ΕΓΔ αντίστοιχης διάρκειας (πριν και μετά το 1994).	260
8(2)	Η ανταπόκριση των ελληνικών επιτοκίων στις μεταβολές των γερμανικών επιτοκίων των ΕΓΔ αντίστοιχης διάρκειας (πριν και μετά το 1994)	262
10(1)	Τριμηνιαίος κυλιόμενος μέσος της τυπικής απόκλισης των ρυθμών μεταβολής του πραγματικού Α.Ε.Π. και της πραγματικής Συνολικής Κατανάλωσης (1984-2000)	282

² Οι α/α αναφέρονται στον αριθμό κεφαλαίου και αριθμό διαγράμματος/γραφήματος αντίστοιχα

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η εποχή που αναδύθηκε μετά την κατάρρευση του συστήματος του Bretton-Woods, στις αρχές της δεκαετίας του '70, χαρακτηρίστηκε ως η εποχή της παγκοσμιοποίησης (the global era). Η νέα αυτή εποχή κυριαρχείται από τη διόγκωση και την ανεξέλεγκτη λειτουργία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου η οποία συνδέεται με σοβαρές χρηματοπιστωτικές κρίσεις τόσο σε εθνικό όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο. Η ανεμπόδιστη κίνηση του χρηματιστικού κεφαλαίου αδυνατίζει την προσπάθεια των εθνικών οικονομικών πολιτικών να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικά τις κρίσεις. Η αλληλοσύνδεση αυτών των τριών φαινομένων, της γιγάντωσης δηλαδή του χρηματιστικού κεφαλαίου, της συχνής εκδήλωσης χρηματοπιστωτικών κρίσεων και της αδυναμίας των εθνικών οικονομικών πολιτικών να δώσουν ώθηση στην οικονομία, αλλά και να αντιμετωπίσουν τις σύγχρονες κρίσεις, βρίσκεται στο επίκεντρο του ερευνητικού ενδιαφέροντος μας.

Στην παρούσα μελέτη παρουσιάζεται η ηγεμονία του χρηματιστικού κεφαλαίου και η διαχρονική πορεία κατά τη διάρκεια της οποίας διαμορφώθηκε η υπάρχουσα κατάσταση. Αναλύονται τα κυριότερα επιχειρήματα υπέρ του «ανοίγματος» των αγορών στο χρηματιστικό κεφάλαιο αλλά και η κριτική που έχει ασκηθεί στην σχετική επιχειρηματολογία. Όσον αφορά στις εθνικές οικονομικές πολιτικές διερευνάμε πως αυτές επηρεάζονται από την σύγχρονη παγκοσμιοποίηση. Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις (κατηγορίες και υποδείγματα) αποτελούν σημαντικό ερευνητικό μας πεδίο. Παρουσιάζονται τα σημαντικότερα επεισόδια σύγχρονων χρηματοπιστωτικών κρίσεων («κρίση του χρέους» 1982, «κρίση της τεκίλα» 1994-95, κρίση στη Ν.Α. Ασία 1997-1998) τα οποία σε μεγάλο βαθμό οφείλονται στην κίνηση του χρηματιστικού κεφαλαίου και στις εγγενείς αδυναμίες των χρηματοπιστωτικών και χρηματιστηριακών αγορών. Η ελληνική οικονομία επιλέγεται ως μελέτη περίπτωσης βάσει της οποίας διερευνώνται διάφορες παράμετροι της κίνησης των κεφαλαίων, όπως η σύνδεση τους με τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις και με την μακροοικονομική μεταβλητότητα, ο ρόλος και η αποτελεσματικότητα των περιορισμών της κίνησης των κεφαλαίων, η συνεισφορά των εισροών κεφαλαίων στη μεγέθυνση της οικονομίας, η επιβολή μακροοικονομικής πειθαρχίας στα εθνικά κράτη.

Λέξεις κλειδιά: παγκοσμιοποίηση, κίνηση κεφαλαίων, χρηματοπιστωτικές κρίσεις, μακροοικονομικές ισορροπίες, οικονομική πολιτική, νομισματική πολιτική, δημοσιονομική πολιτική, χρηματοπιστωτικές αγορές, υποδείγματα κρίσεων, ελληνική οικονομία

ΓΕΝΙΚΗ ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η σύγχρονη φάση της παγκοσμιοποίησης κυριαρχείται από τη διόγκωση και την ανεξέλεγκτη λειτουργία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου. Το φαινόμενο αυτό συνδέεται με σοβαρές χρηματοπιστωτικές κρίσεις τόσο σε εθνικό όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο. Με τον όρο χρηματοπιστωτικές κρίσεις εννοούμε τις διαταραχές που ξεκινούν από τη (δυσ)λειτουργία των χρηματοπιστωτικών και χρηματιστηριακών αγορών και την ανεξέλεγκτη κίνηση του χρηματιστικού κεφαλαίου -διαταραχές οι οποίες όμως μπορούν να συμπαράσφρουν στη δίνη τους την παραγωγή, την απασχόληση, την διανομή των εισοδημάτων.

Σήμερα κυριαρχούν οι χρηματοοικονομικές τοποθετήσεις που υπόσχονται υψηλές αποδόσεις σε βραχύ χρονικό διάστημα αντί των παραγωγικών επενδύσεων οι οποίες συνεπάγονται μακροχρόνια δέσμευση κεφαλαίων. Το φαινόμενο αυτό αποτυπώνεται παραστατικά στην εξέλιξη του ήδη δυσθεώρητου μεγέθους του χρηματιστικού κεφαλαίου, και των συναλλαγών που αφορούν σε αυτό καθώς και του διευρυνόμενου χάσματος που δημιουργείται μεταξύ των μεγεθών της παραγωγής από τη μία και των χρηματιστηριακών συναλλαγών από την άλλη. Το χρηματιστικό κεφάλαιο γιγαντώνεται στο πλαίσιο ενός απορρυθμισμένου παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η εποπτεία των αγορών αδυνατίζει τόσο σε εθνικό όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο. Τα εθνικά κράτη ανταγωνίζονται για το ποιο θα εξυπηρετήσει καλύτερα το χρηματιστικό κεφάλαιο σε μία προσπάθεια να προσομοιάσουν στη λειτουργία φορολογικών παραδείσων (off shore centres) μέσω των οποίων διακινείται μεγάλο μέρος του χρηματιστικού κεφαλαίου.

Οριοθετώντας το πλαίσιο που θα κινηθεί η παρούσα έρευνα είναι σκόπιμο να αναφερθούμε σε ένα τρίτο χαρακτηριστικό της σύγχρονης παγκοσμιοποίησης: Αυτό αφορά στην άσκηση αποτελεσματικής εθνικής οικονομικής πολιτικής. Στη σύγχρονη παγκοσμιοποιημένη οικονομία οι εθνικές οικονομικές πολιτικές αποδυναμώνονται λόγω της ανεξέλεγκτης κίνησης των κεφαλαίων. Η άσκηση επεκτατικών δημοσιονομικών και νομισματικών πολιτικών αντιμετωπίζει νέους περιορισμούς, κάτω από την απειλή της φυγής κεφαλαίων από την οικονομία.

Η αλληλοσύνδεση αυτών των τριών φαινομένων, της γιγάντωσης δηλαδή του χρηματιστικού κεφαλαίου, της συχνής εκδήλωσης χρηματοπιστωτικών κρίσεων και της αδυναμίας των εθνικών οικονομικών πολιτικών να δώσουν ώθηση στην οικονομία, αλλά και να αντιμετωπίσουν τις σύγχρονες κρίσεις, βρίσκεται στο

επίκεντρο του ερευνητικού μας ενδιαφέροντος. Δημιουργεί η ανεξέλεγκτη κίνηση του χρηματιστικού κεφαλαίου τις συνθήκες εκείνες ώστε να υποδουλίζονται χρηματοπιστωτικές κρίσεις; Αδυνατίζει την προσπάθεια των εθνικών κρατών να αμυνθούν στις κρίσεις με την άσκηση των κατάλληλων οικονομικών πολιτικών; Βαθαίνουν οι κρίσεις λόγω της αδυναμίας επίλυσής των κρίσεων σε εθνικό επίπεδο; Αναθερμαίνεται σύντομα η οικονομία μετά την κρίση ή η αυστηρή επιτήρηση από τους «χρηματοδότες» -συνήθως διεθνείς οργανισμούς- εμποδίζει την άσκηση επεκτατικών πολιτικών που βοηθούν την αύξηση της μεγέθυνσης και της απασχόλησης; Η απάντηση στα κεντρικά αυτά ερωτήματα συμπεριλαμβάνονται στους στόχους της παρούσας εργασίας.

Αν και η σύγχρονη λειτουργία των χρηματιστηριακών και χρηματοπιστωτικών αγορών χρήματος έχει βρεθεί στο επίκεντρο δημόσιων συζητήσεων, η επιστημονική κοινότητα είναι διχασμένη αναφορικά με τα ζητήματα της ελεύθερης κίνησης των κεφαλαίων και της απελευθέρωσης-απορρύθμισης της λειτουργίας των αγορών. Η μία άποψη -η επικρατούσα ανάμεσα στους ιθύνοντες της οικονομικής πολιτικής- είναι ότι οι διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων θα πρέπει να λειτουργούν με όσο το δυνατόν λιγότερους ρυθμιστικούς περιορισμούς. Η θέση αυτή εκπορεύεται από την προσήλωση στη σύγχρονη εκδοχή του δόγματος του “laissez faire”, σύμφωνα με την οποία οι αγορές πρέπει να λειτουργούν ανεμπόδιστα και με ελάχιστες έξωθεν παρεμβάσεις. Σύμφωνα με την ίδια άποψη οι αγορές, ανάμεσά τους και οι χρηματιστηριακές και χρηματοπιστωτικές αγορές, έχουν την δυνατότητα να αυτορρυθμίζονται, ενώ οι διοικητικές ρυθμίσεις μάλλον στρεβλώσεις δημιουργούν και δεν προάγουν τον ελεύθερο ανταγωνισμό. Με την ίδια λογική στο πλαίσιο των «απελευθερωμένων» αγορών και η διεθνής κίνηση κεφαλαίων θα πρέπει να πραγματοποιείται ανεμπόδιστα.

Στον αντίποδα υπάρχει η άποψη ότι οι χρηματοπιστωτικές και χρηματιστηριακές αγορές είναι εγγενώς ασταθείς. Τα χαρακτηριστικά της έλλειψης ορθολογικής συμπεριφοράς, της υπερβολής, των αγελαίων ενστίκτων και του πανικού απαντώνται συχνά στη λειτουργία των αγορών, στο βαθμό που η λεγόμενη αυτορρύθμιση γίνεται αδύνατη, τουλάχιστον μεσο-μακροπρόθεσμα. Τα τελευταία χρόνια η παγκόσμια οικονομία θυμίζει περισσότερο ένα «πλανητικό καζίνο», παρά μία καλορυθμισμένη μηχανή. Σύμφωνα με την άποψη αυτή, ο έλεγχος των ροών χρηματιστικού κεφαλαίου είναι αναγκαίος διότι, διαφορετικά, οι αχαλίνωτες ροές οδηγούν σε κρίσεις και αστάθεια.

Η διαμάχη αυτή παραμένει ανοικτή και ενώ τις τελευταίες δεκαετίες διεθνείς κρίσεις κάνουν ολοένα και πιο συχνή την εμφάνισή τους. Εδώ έγκειται η σκοπιμότητα της παρούσας έρευνας: να αναζητήσει ποια από τις δύο θέσεις είναι αυτή που ισχύει, προκειμένου να συνεισφέρει στο δημόσιο διάλογο περί της κίνησης των κεφαλαίων, διερευνώντας ειδικά τον βαθμό στον οποίο η τελευταία συνδέεται με τη δημιουργία χρηματοπιστωτικών κρίσεων και με την αποδυνάμωση των εθνικών οικονομικών πολιτικών.

Σε αυτό το πλαίσιο χρειάζεται μία βασική διευκρίνιση όσον αφορά στους όρους «ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων», «μετατρεψιμότητα του νομίσματος» και «απορρύθμιση των αγορών». Οι όροι αυτοί έχουν διαφορετική σημασία. Είναι όμως αλληλένδετοι. Απόλυτα ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων δεν υφίσταται όταν τα κεφάλαια δεν μπορούν με την ίδια ευκολία που εισέρχονται και εξέρχονται σε μια οικονομία να μετατρέπονται στο επιθυμητό από τους κατόχους τους νόμισμα. Η δυνατότητα εύκολης και ανέξοδης μετατροπής σε οποιοδήποτε νόμισμα είναι απαραίτητη προϋπόθεση για να μπορούμε να ισχυριστούμε ότι η κίνηση κεφαλαίων είναι απελευθερωμένη. Η απορρύθμιση των χρηματοπιστωτικών και χρηματιστηριακών αγορών σε τοπικό επίπεδο είναι επίσης αναγκαία προϋπόθεση της ανεμπόδιστης κίνησης των κεφαλαίων. Για να μεγιστοποιούνται οι αποδόσεις των τοποθετήσεων θα πρέπει το χρηματιστικό κεφάλαιο όχι μόνο να κινείται ελεύθερα αλλά και να διοχετεύεται σε αγορές που λειτουργούν με το χαλαρότερο δυνατό κανονιστικό καθεστώς. Σε τοπικό επίπεδο διοικητικοί περιορισμοί όπως επιβολή ελάχιστου χρόνου παραμονής στην οικονομία των ξένων κεφαλαίων, διακράτηση ελάχιστου ποσοστού ως αποθεματικού από την κεντρική τράπεζα της χώρας όπου πραγματοποιείται η τοποθέτηση-επένδυση, φορολόγηση εισροών και εκροών περιορίζουν τις αποδόσεις των τοποθετήσεων του ξένου χρηματιστικού κεφαλαίου. Επιπλέον, η απορρύθμιση δύναται να αφορά ρυθμίσεις όχι άμεσα συνδεδεμένες με την κίνηση κεφαλαίων. Τέτοιες (από)ρυθμίσεις μπορεί να σχετίζονται με τη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος, του χρηματιστηρίου, της αγοράς ομολόγων. Οι τράπεζες αποτελούν έναν από τους κύριους διαμεσολαβητές των ξένων κεφαλαίων και είναι αυτές που διοχετεύουν μεγάλο μέρος των ροών τους στην εγχώρια οικονομία. Συνεπώς, η χαλάρωση των κριτηρίων χρηματοδότησης, οι χαμηλές απαιτήσεις διακράτησης αποθεματικών, η ελεύθερη πρόσβαση στην διεθνή τραπεζική αγορά διευκολύνουν τις εισροές ξένων κεφαλαίων. Αντίστοιχα μέτρα, όπως η μείωση του φόρου επί των χρηματιστηριακών συναλλαγών ή η δυνατότητα «ανοικτών

πωλήσεων» (short selling) επί κρατικών ομολόγων διευκολύνουν την κίνηση των κεφαλαίων.



Η έρευνα οργανώνεται σε τρία μέρη. Στο πρώτο μέρος, το οποίο περιλαμβάνει τα τρία πρώτα κεφάλαια, οριοθετείται το θεωρητικό πλαίσιο της έρευνας. Στο πρώτο κεφάλαιο αναδεικνύεται ο κυρίαρχος ρόλος των χρηματιστηριακών και χρηματοπιστωτικών αγορών εντός της παγκόσμιας οικονομίας και αναδεικνύεται η ηγεμονική θέση του χρηματιστικού κεφαλαίου έναντι του παραγωγικού. Στο δεύτερο κεφάλαιο διερευνάται πως οδηγηθήκαμε στην σύγχρονη παγκοσμιοποίηση, μελετώντας την περίοδο 1870 έως σήμερα. Στο τρίτο κεφάλαιο της έρευνας παρουσιάζεται η επιχειρηματολογία υπέρ και κατά της ανεμπόδιστης κίνησης των κεφαλαίων. Το δεύτερο μέρος της έρευνας καταπιάνεται με δύο από τα σημαντικότερα αρνητικά συνακόλουθα της παγκοσμιοποίησης: την αποδυνάμωση των εθνικών οικονομικών πολιτικών και τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Η ανεξέλεγκτη κίνηση των κεφαλαίων θέτει περιορισμούς στη νομισματική, δημοσιονομική και συναλλαγματική πολιτική. Τα επιτόκια προσαρμόζονται στα επίπεδα που υπαγορεύουν οι απαιτήσεις του χρηματιστικού κεφαλαίου και η δημοσιονομική πολιτική πρέπει να είναι «πειθαρχημένη». Όσον αφορά στις χρηματοπιστωτικές κρίσεις αναλύονται οι βασικές τους διακρίσεις και επιχειρείται η σύνδεσή τους με την κίνηση των κεφαλαίων. Τα τρία σημαντικότερα επεισόδια κρίσεων της «νέας εποχής» παρουσιάζονται στη συνέχεια. Τα τέσσερα κεφάλαια του τρίτου μέρους αφορούν στην ποσοτική διερεύνηση του ρόλου της κίνησης των κεφαλαίων σε μία μικρή οικονομία: την ελληνική. Η μελέτη ολοκληρώνεται με ένα επίμετρο στο οποίο σχολιάζεται η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, στην οποία παρακολουθούμε σκηνές σε επανάληψη ενώ εντοπίζονται και νέα γνωρίσματα.

Ένα αρχικό ερώτημα που καλείται να διερευνήσει η παρούσα έρευνα είναι από πότε και πως προέκυψε ο «ηγεμονικός» ρόλος του χρηματιστικού κεφαλαίου εντός της παγκόσμιας οικονομίας; Η διερεύνηση θα πραγματοποιηθεί με την παρατήρηση του φαινομένου της παγκοσμιοποίησης που εξελίχτηκε στον 20^ο αιώνα βάσει ορισμένων πάγιων κριτηρίων που αφορούν i) στην ευκολία της κίνησης των κεφαλαίων ii) στην ελευθερία στην μετατρεψιμότητα των νομισμάτων iii) στην ανεξαρτησία και αποτελεσματικότητα των εθνικών οικονομικών πολιτικών. Με βάση

τα πορίσματα της αναγκαίας βιβλιογραφικής έρευνας θα χωρίσουμε την υπό εξέταση περίοδο σε υποπεριόδους με βάση τη μορφή και την έκταση αυτών των κριτηρίων.

Σε θεωρητικό επίπεδο, η αναγκαιότητα της ελεύθερης κίνησης των κεφαλαίων άντλησε τα επιχειρήματά κυρίως από την νεοκλασική οικονομική θεωρία, τα σημαντικότερα εκ των οποίων θα παρουσιάσουμε. Όμως τόσο στο θεωρητικό υπόβαθρο όσο και στα επιχειρήματα υπέρ του «ανοίγματος» των αγορών έχει ασκηθεί σημαντική κριτική η οποία αμφισβητεί τον πυρήνα της πλήρως απελευθερωμένης κίνησης του χρηματιστικού κεφαλαίου. Σημαντικό ρόλο στην επιβολή της νέας τάξης πραγμάτων όσον αφορά στην κίνηση των κεφαλαίων έχει διαδραματίσει το Δ.Ν.Τ., το οποίο έχει αποστασιοποιηθεί από τους ιδρυτικούς του σκοπούς αναφορικά με την απελευθέρωση του λογαριασμού κίνησης κεφαλαίων. Ο νέος προσανατολισμός του Δ.Ν.Τ. θα διερευνηθεί, ενώ παράλληλα θα παρουσιαστεί η κριτική στις επιβαλλόμενες από το Δ.Ν.Τ. πολιτικές.

Στο πλαίσιο της σύγχρονης παγκοσμιοποίησης η ανεμπόδιστη κίνηση κεφαλαίων έχει θεωρηθεί υπεύθυνη, μεταξύ άλλων, για δύο αλληλένδετες «παρενέργειες» στις εθνικές οικονομίες: α) την αποδυνάμωση των εθνικών οικονομικών πολιτικών (νομισματική, δημοσιονομική και συναλλαγματική), β) την πρόκληση σφοδρών χρηματοπιστωτικών κρίσεων.

Κέντρο της θεωρητικής ανάλυσης αναφορικά με την αποδυνάμωση των εθνικών οικονομικών πολιτικών αποτελεί το υπόδειγμα Mundel-Flemming το οποίο αναλύει τις μακροοικονομικές ισορροπίες σε καθεστώς πλήρους κινητικότητας κεφαλαίων. Ένα βασικό ερώτημα που ανακύπτει είναι αν στο πλαίσιο της σύγχρονης παγκοσμιοποίησης περιορίζονται περαιτέρω τα περιθώρια αποτελεσματικότητας που αφήνει το υπόδειγμα Mundell-Flemming στις εθνικές οικονομικές πολιτικές. Αν δηλαδή η κίνηση του χρηματιστικού κεφαλαίου πιέζει τις εθνικές νομισματικές, δημοσιονομικές και συναλλαγματικές πολιτικές ως προς την κατεύθυνσή τους. Μπορεί μία κυβέρνηση να κατευθύνει τα επιτόκια στο επιθυμητό για την οικονομία ύψος; Μπορεί να ασκεί επεκτατική δημοσιονομική πολιτική κατά το δοκούν; Είναι η συναλλαγματική πολιτική αποτελεσματική ώστε να βελτιώσει την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας; Τα ερωτήματα αυτά θα διερευνηθούν στο πλαίσιο της αποδυνάμωσης των εθνικών οικονομικών πολιτικών σε συνθήκες παγκοσμιοποίησης

Η διασύνδεση μεταξύ χρηματοπιστωτικών κρίσεων και κίνησης κεφαλαίων αποτελεί το κεντρικό ερώτημα που έχουμε θέσει. Η διερεύνησή του θα αναπτυχθεί προς τρεις κατευθύνσεις:

- α)** Στη διεθνή βιβλιογραφία για το ζήτημα των χρηματοπιστωτικών κρίσεων έχει προταθεί μία κατηγοριοποίηση των περιστατικών κρίσεων σε γενιές: πρώτης γενιάς, δεύτερης ή/και -για ορισμένους ερευνητές- τρίτης γενιάς. Με την ενδελεχή επισκόπηση της βιβλιογραφίας θα εντοπισθούν τα αίτια των σύγχρονων χρηματοπιστωτικών κρίσεων, τα κοινά τους χαρακτηριστικά βάσει των οποίων εντάσσονται κατά περίπτωση σε κάποια «γενιά» και τέλος θα επισημανθούν οι μηχανισμοί μετάδοσης τους.
- β)** Ακολουθεί η διεξοδική μελέτη τριών από τις μείζονες χρηματοπιστωτικές κρίσεις του τέλους του 20^{ου} αιώνα. Η επιλογή επικεντρώνεται στα εξής περιστατικά: i) την κρίση του «χρέους» στις αρχές της δεκαετίας του '80, ii) την κρίση της «τεκίλα» το 1994-95 και iii) την κρίση στην Ν.Α. Ασία το 1997-98. Οι τρεις αυτές κρίσεις της «νέας εποχής» διαφοροποιούνται και υπάγονται σε ξεχωριστή ομάδα, διότι:
- i) Εξελίσσονται σε αναπτυσσόμενες χώρες και οφείλονται στην κίνηση κεφαλαίων που ξεκινά από τις βιομηχανικές μητροπόλεις και χρηματοπιστωτικά κέντρα και καταλήγει σε αναπτυσσόμενες, κυρίως, οικονομίες. Η ροή των κεφαλαίων σε αυτές τις περιπτώσεις γίνεται με στόχο την εκμετάλλευση των υψηλών επιτοκίων, με δεδομένο ότι στις χώρες αυτές κατά κανόνα ισχύει το καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.
- ii) Δεν αφορούν σε απλές χρηματοπιστωτικές διαταραχές. Εκκινούν από την χρηματοπιστωτική σφαίρα και επεκτείνονται στην παραγωγή, επηρεάζοντας δυσμενώς τη μεγέθυνση, την απασχόληση και πλήττοντας δυσανάλογα τον πληθυσμό. Οι συγκεκριμένες κρίσεις συγκαταλέγονται στις σφοδρότερες -τόσο σε οικονομικό όσο και σε κοινωνικό επίπεδο- κρίσεις των τελευταίων δεκαετιών. Κόστισαν μεγάλο μέρος του Α.Ε.Π. και ανέκοψαν αναπτυξιακές προσπάθειες πολλών ετών. Στις περισσότερες των περιπτώσεων οι αναπτυσσόμενες οικονομίες δεν μπόρεσαν να επανέλθουν στα προ της κρίσεως οικονομικά επίπεδα.
- iii) Πρόκειται για περιστατικά που μεταδόθηκαν σε ευρείες γεωγραφικές περιφέρειες και είχαν αρνητικές επιπτώσεις για το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Προσφέρονται συνεπώς για να διερευνηθεί πώς οι σύγχρονες κρίσεις επεκτείνονται σε χώρες με διαφορετικά χαρακτηριστικά και μακροοικονομικές επιδόσεις

Η μελέτη των συγκεκριμένων κρίσεων περιλαμβάνει i) ανάλυση των βασικών μακροοικονομικών δεδομένων των πληγισών χωρών ii) αποτύπωση της διεθνούς οικονομικής συγκυρίας που επικρατούσε πριν και κατά τη διάρκεια των κρίσεων, iii) παρουσίαση στοιχείων που αφορούν στην κίνηση των κεφαλαίων και στην απορρύθμιση των τοπικών χρηματοπιστωτικών αγορών και iv) μελέτη της επίδρασης και της μετάδοσης των κρίσεων σε χώρες χωρίς περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων, σε αντιδιαστολή με χώρες που εφάρμοζαν περιορισμούς.

Σκοπός της προσέγγισης αυτής είναι να καταδειχθεί σε ποιό βαθμό η «κρίση του χρέους» (1982), η «κρίση της τεκίλα» (1994-95) και η κρίση στην Ν.Α Ασία (1997-98) υπήρξαν αποτέλεσμα κυρίως των ανεξέλεγκτων ροών χρηματιστικού κεφαλαίου –του επονομαζόμενου στη διεθνή βιβλιογραφία ως «καυτού χρήματος»- ή αν οφείλονται σε μακροοικονομικές αδυναμίες των πληγισών χωρών.

- γ) Στη βάση των ευρημάτων ακολουθεί ποσοτική διερεύνηση του ρόλου της κίνησης των κεφαλαίων σε μία μικρή οικονομία χρησιμοποιώντας κατά περίπτωση τις ενδεικνυόμενες οικονομετρικές μεθόδους. Οι πρακτικές δυνατότητες και ο απαιτούμενος χρόνος πρόσβασης σε μεγάλο μέγεθος στατιστικών στοιχείων οδήγησαν στην επιλογή της ελληνικής οικονομίας. Η συγκεκριμένη επιλογή αιτιολογείται από το γεγονός ότι κατά την περίοδο αυτή η χώρα κινήθηκε διαδοχικά από ένα αυστηρό περιοριστικό καθεστώς ως προς τις εκροές κεφαλαίων, στην πλήρη απελευθέρωση της κίνησής τους. Από την άλλη μεριά η ανάλυση δεδομένων χρονολογικών σειρών όπως και η φύση ορισμένων ερμηνευτικών μεταβλητών –όπως για παράδειγμα η μεταβολή των επιτοκίων, η μεταβλητότητα του Α.Ε.Π., η ένταση των περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων- απαιτεί τη χρήση τριμηνιαίων ή ακόμα και μηνιαίων δεδομένων στα οποία η πρόσβαση είναι εφικτή σε ότι αφορά στην ελληνική περίπτωση.

Στο πλαίσιο αυτό θα διερευνηθούν, μεταξύ άλλων, η σύνδεση της κίνησης των κεφαλαίων με την μετάδοση διεθνών χρηματοπιστωτικών κρίσεων στην ελληνική οικονομία και με την εκδήλωση κερδοσκοπικών πιέσεων στη δραχμή και το χρηματιστήριο, ο ρόλος των περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων, η ισχύς των επιχειρημάτων υπέρ και κατά της ανεμπόδιστης κίνησης κεφαλαίων όσον αφορά στην ελληνική οικονομία.

Αρχικά θα αναζητηθούν οι προσδιοριστικοί παράγοντες της κίνησης των κεφαλαίων στην ελληνική οικονομία. Βασικός σκοπός της έρευνας είναι να διερευνηθεί σε ποιο βαθμό οι ροές κεφαλαίων στην ελληνική οικονομία συνδέονταν περισσότερο με τα μακροοικονομικά μεγέθη (δημοσιονομικά ελλείμματα, πληθωρισμό, μεγέθυνση, μεταβλητότητα συναλλαγματικής ισοτιμίας), παρά ήταν αποτέλεσμα κυρίως άλλων παραγόντων όπως η διεθνή κερδοσκοπία- στο πλαίσιο αναζήτησης υψηλών αποδόσεων- η μετάδοση των κρίσεων, ο ελληνικό εκλογικός κύκλος. Με τον εντοπισμό των προσδιοριστικών παραγόντων της κίνησης των κεφαλαίων θα ελεγχθεί επίσης το επιχείρημα περί μακροοικονομικής πειθαρχίας. Το επιχείρημα δηλαδή των οπαδών των «ανοικτών» αγορών σύμφωνα με το οποίο η ανεμπόδιστη κίνηση των κεφαλαίων επιβάλλει «αυτοπειθαρχία» στην άσκηση οικονομικής πολιτικής (συγκράτηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και πληθωρισμού) λόγω του φόβου των μεγάλων εκροών κεφαλαίου.

Οι ομαλές εισροές και οι εκροές κεφαλαίων δεν δημιουργούν προβλήματα σε μία οικονομία. Η κίνηση κεφαλαίων καθίσταται προβληματική όταν ο όγκος, η ταχύτητα και η χρονική στιγμή των μαζικών εκροών διαταράζουν τις θεμελιώδεις ισορροπίες και τις πολιτικές που επιστρατεύονται να τις στηρίξουν. Για αυτό το λόγο η έρευνα θα εστιάσει στην συνέχεια ειδικά στις μεγάλες εκροές κεφαλαίων από την ελληνική οικονομία, όπως αυτές ενδεχομένως να καταγράφηκαν είτε από μεγάλη πτώση των συναλλαγματικών αποθεμάτων της, είτε από μεγάλη πτώση του γενικού δείκτη τιμών Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Σκοπός της έρευνας είναι να αναδειχθεί αντίστοιχα αν οι κερδοσκοπικές πιέσεις στην ελληνική οικονομία οφείλονται σε επιδείνωση των μακροοικονομικών μεγεθών ή είναι αποτέλεσμα άλλων παραγόντων όπως αρνητικής ψυχολογίας των αγορών/μετάδοσης χρηματοπιστωτικών κρίσεων.

Η πορεία της ελληνικής οικονομίας από ένα αυστηρό περιοριστικό καθεστώς ως προς τις εκροές κεφαλαίων, στην πλήρη απελευθέρωση το Μάιο του 1994 επιτρέπει, μεταξύ άλλων, να διερευνήσουμε αν η νομισματική πολιτική αποδυναμώθηκε μετά το 1994 λόγω της κατάργησης των περιορισμών. Το κρίσιμο μέγεθος για την νομισματική πολιτική είναι το επιτόκιο: σε αυτό θα εστιασθεί η έρευνα, με τη μελέτη της «συμπεριφοράς» των ελληνικών επιτοκίων σε σχέση με τα αντίστοιχα των Η.Π.Α. και της Γερμανίας πριν και μετά το 1994. Σκοπός είναι να διαπιστωθεί αν τα ελληνικά επιτόκια ήταν λόγω των περιορισμών που υπήρχαν στην κίνηση των κεφαλαίων λιγότερο εξαρτημένα πριν το 1994 από την κίνηση των ξένων.

Σημαντικό επιχείρημα υπέρ της απελευθέρωσης της κίνησης των κεφαλαίων είναι ότι ενισχύουν το ρυθμό μεγέθυνσης της οικονομίας. Η ισχύς αυτού του επιχειρήματος μπορεί να ελεγχθεί για την ελληνική οικονομία, διερευνώντας αν υπάρχει αιτιακή σχέση μεταξύ μεταβλητών που σχετίζονται με την κίνηση κεφαλαίων και του ρυθμού μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας για την περίοδο 1980-2000

Τέλος ένα από τα καίρια επιχειρήματα υπέρ της ανεμπόδιστης κίνησης των κεφαλαίων, είναι ότι χάρις σ' αυτήν εξομαλύνονται οι διακυμάνσεις της ζήτησης σε μία οικονομία, με αποτέλεσμα να περιορίζεται η μεταβλητότητα της κατανάλωσης και του προϊόντος. Ο περιορισμός της μεταβλητότητας της ζήτησης, της κατανάλωσης και του προϊόντος έχει τη δική του αυτοτελή σημασία, αφού συνδέεται με τις μακροχρόνιες επιδόσεις της οικονομίας, τον ρυθμό μεγέθυνσης και εν τέλει την ανάπτυξη της οικονομίας. Η θέση αυτή θα διερευνηθεί εμπειρικά για την περίπτωση της ελληνικής οικονομίας, αναζητώντας την αιτιακή σχέση μεταξύ των μεταβλητών που αφορούν στις ροές κεφαλαίων, με την μεταβλητότητα του Α.Ε.Π. και της κατανάλωσης.

ΜΕΡΟΣ Ι

ΚΙΝΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗ:

ΤΟ ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Το πρώτο μέρος περιλαμβάνει τρία κεφάλαια αφιερωμένα στην οριοθέτηση των κύριων περιοχών της έρευνας. Στο πρώτο κεφάλαιο αναλύεται το φαινόμενο της γιγάντωσης του χρηματιστικού κεφαλαίου. Αυτή αποτελεί ένα από τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά της σύγχρονης φάσης της παγκοσμιοποίησης. Σε αυτές τις συνθήκες το παραγωγικό κεφάλαιο έχει καταστεί ένα μικρό μόνο κλάσμα του συνολικού κεφαλαίου ενώ οι συναλλαγές που κυριαρχούν διεθνώς είναι συναλλαγές σε «άυλες αξίες». Οι κινήσεις του χρηματιστικού κεφαλαίου σε παγκόσμιο επίπεδο όσο και σε εθνικό διενεργούνται χωρίς συστηματική εποπτεία ή έλεγχο. Τα κράτη ανταγωνίζονται για το ποιο θα εξυπηρετήσει καλύτερα το χρηματιστικό κεφάλαιο αντιγράφοντας πολιτικές που απαντώνται σε εξωχώρια κέντρα (off shore centres) μέσω των οποίων διακινείται μεγάλο μέρος του χρηματιστικού κεφαλαίου.

Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται ιστορική αναδρομή στην πορεία προς τη σύγχρονη παγκοσμιοποίηση μετά τη βιομηχανική επανάσταση. Διακρίνονται τέσσερις υπο-περίοδοι με βάση τα εξής κριτήρια (1870-1914, 1914-1945, 1945-1973, 1973-1998) βάσει των εξής χαρακτηριστικών: i) την διευκόλυνση της κινητικότητας του χρηματιστικού κεφαλαίου ii) την ελευθερία στην μετατρεψιμότητα των νομισμάτων iii) την ανεξαρτησία και αποτελεσματικότητα των εθνικών οικονομικών πολιτικών. Η βιβλιογραφική επισκόπηση επιτρέπει να ταυτοποιηθούν οι περίοδοι που διακρίθηκαν για τους υψηλότερους ρυθμούς μεγέθυνσης και οι περίοδοι που σηματοδεύτηκαν από λιγότερο συχνές κρίσεις. Το κεντρικό ερώτημα που τίθεται είναι αν η ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων συνέβαλε στη σύγκλιση φτωχών και πλούσιων χωρών και ποιους εν τέλει ευνόησε η απελευθέρωση στην κίνηση των κεφαλαίων.

Στη συνέχεια, στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η θεωρητική επιχειρηματολογία υπέρ της αμφιλεγόμενης ελευθερίας της κίνησης των κεφαλαίων καθώς και η κριτική της.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Η ΗΓΕΜΟΝΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.

Τις τελευταίες δεκαετίες οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές και χρηματιστηριακές αγορές έχουν κυρίαρχο ρόλο στην παγκόσμια οικονομία. Από τις τρεις βασικές τους λειτουργίες i)τη χρηματοδότηση ιδιωτικών επενδύσεων ii)τη χρηματοδότηση δημόσιων επενδύσεων iii)την τοποθέτηση κεφαλαίων με στόχο την κερδοφορία, η τρίτη είναι αυτή που σήμερα υπερισχύει. Τα τελευταία χρόνια το ενδιαφέρον των κεφαλαιούχων έχει στραφεί σε τοποθετήσεις σε χρηματοπιστωτικούς τίτλους με σκοπό την άντληση κερδών σε βραχύ χρονικό ορίζοντα, παρά σε επενδύσεις στην παραγωγή οι οποίες προϋποθέτουν πιο μακροχρόνια δέσμευση κεφαλαίων. Η μεταβολή του ενδιαφέροντος είναι τέτοιου μεγέθους που προκύπτει κυριαρχία του χρηματιστικού κεφαλαίου εντός της παγκόσμιας οικονομίας και ηγεμονία του πάνω στο παραγωγικό κεφάλαιο. Οι αγορές ομολόγων, μετοχών, συναλλάγματος, παραγώγων έχουν καταστεί πεδία κερδοσκοπίας. Παράλληλα με τους παραδοσιακούς «παίκτες» των χρηματοπιστωτικών και χρηματιστηριακών αγορών (εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες) δραστηριοποιούνται νέοι (κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων και κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών) οι οποίοι επιδίδονται σε κερδοσκοπικές τακτικές υψηλού κινδύνου με αποκλειστικό ενδιαφέρον την αποκόμιση υψηλών κερδών σε βραχύ χρονικό διάστημα. Η δημιουργία εξωχώριων κέντρων εντός κρατιδίων-φορολογικών παραδείσων τα οποία λειτουργούν χωρίς ουσιαστικό θεσμικό έλεγχο και κανονισμούς διευκολύνει το διεθνές κερδοσκοπικό παίγνιο του χρηματιστικού κεφαλαίου. Η ηγεμονία του χρηματιστικού κεφαλαίου σε καθεστώς πλήρους απελευθέρωσης της κίνησης των κεφαλαίων αυξάνει την πιθανότητα εκδήλωσης χρηματοπιστωτικών κρίσεων και καθιστά το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα επιρρεπές στην αστάθεια.

1.1 Χρηματοπιστωτικές αγορές: από τον παραδοσιακό δανεισμό, στις σύνθετες κερδοσκοπικές χρηματιστηριακές πράξεις.

Οι χρηματιστηριακές αγορές διακρίνονται σε πρωτογενείς και δευτερογενείς αγορές τίτλων. Η πρωτογενής ή κύρια αγορά αφορά στην αρχική έκδοση ενός τίτλου και στην απευθείας πώληση του από τον εκδότη, στον επενδυτή. Σε αυτή την περίπτωση η χρηματοδότηση μίας επιχείρησης ιδιωτικής ή δημόσιας ή και του κράτους πραγματοποιείται κατευθείαν από τον επενδυτή. Με αυτό τον τρόπο ο επενδυτής γίνεται μέτοχος ή πιστωτής του εκδότη. Στις δευτερογενείς αγορές τα χρεόγραφα τίθενται σε διαπραγμάτευση. Οι επενδυτές στη δευτερογενή αγορά δεν χρηματοδοτούν μία επένδυση. Αναζητούν τα χρεόγραφα των οποίων η τιμή προβλέπεται, να μεταβληθεί ευνοϊκά, ώστε να αποφέρουν υψηλές αποδόσεις και κέρδη. Οι δευτερογενείς αγορές είναι το κατ' εξοχήν πεδίο δράσης της κερδοσκοπίας με τη στενή έννοια.

Οι χρηματιστηριακές αγορές επιτελούν κατ' αρχήν δύο λειτουργίες. Διευκολύνουν αφενός τη χρηματοδότηση των ιδιωτικών επιχειρήσεων για την πραγματοποίηση επενδύσεων και αφετέρου το δημόσιο ώστε να χρηματοδοτεί τις τυχόν υπερβάσεις των δημοσίων δαπανών. Η ανάπτυξη των σύγχρονων κεφαλαιοκρατικών οικονομιών είναι συνυφασμένη με την ανάπτυξη, την αποτελεσματική και εύρυθμη λειτουργία, των χρηματοπιστωτικών και χρηματιστηριακών αγορών. Ήδη από τις αρχές του προηγούμενου αιώνα ο Schumpeter είχε αναδείξει τη συνεισφορά της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης και των αγορών στην ανάπτυξη των οικονομιών (King and Levine, 1993, σ.1). Ο Schumpeter θεωρούσε τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες απαραίτητο συστατικό των τεχνολογικών καινοτομιών και της ανάπτυξης των οικονομιών. Στις ανωτέρω δύο λειτουργίες πρέπει να προστεθεί μία τρίτη: η δυνατότητα τοποθέτησης κεφαλαίων με στόχο την κερδοφορία (Huffschnid, 2006, σ.64).

Τις τελευταίες τρεις δεκαετίες η τρίτη αυτή λειτουργία των χρηματιστηριακών αγορών έχει υπερισχύσει έναντι της χρηματοδότησης του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα. Ο ρόλος τους έχει επεκταθεί ιδίως στην διαπραγμάτευση χρεογράφων, με αποτέλεσμα τα χρηματιστήρια να έχουν καταστεί προνομιακά πεδία εκδήλωσης της διεθνούς κερδοσκοπίας. Στο πλαίσιο αυτών των εξελίξεων οι εταιρίες που δραστηριοποιούνται στον χρηματοοικονομικό τομέα πολλαπλασιάστηκαν σε αριθμό και διεύρυναν τις μορφές και τα μέσα δράσης τους καταλαμβάνοντας ένα όλο και πιο σημαντικό ρόλο έναντι των κυβερνήσεων ή των παραγωγικών επιχειρήσεων. Στις

κυριότερες μορφές χρηματοοικονομικών εταιριών συγκαταλέγονται, εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, αμοιβαία κεφάλαια, «κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων», συνταξιοδοτικά ταμεία, και κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών. Οι χρηματοοικονομικές αυτές εταιρίες κρατούν πλέον τον πρωταγωνιστικό ρόλο τόσο στις αρχικές εκδόσεις ομολόγων και μετοχών (πρωτογενής ή κύρια αγορά) όσο και στη διαπραγμάτευση των τίτλων (δευτερογενής αγορά). Έντονη είναι επίσης η δραστηριοποίηση τους στην αγορά συναλλάγματος, η οποία στο παρελθόν αποτελούσε μονοπωλιακό πεδίο δράσης των κεντρικών τραπεζών στο πλαίσιο των διακρατικών συναλλαγών.

Η διευκόλυνση της κερδοφορίας αποτέλεσε καθοριστική λειτουργία για την ανάπτυξη των χρηματιστηριακών αγορών τις τελευταίες δεκαετίες. Η πλεονάζουσα ρευστότητα σε συνδυασμό με την επιδίωξη γρήγορου και εύκολου κέρδους έχουν μετατρέψει τις χρηματιστηριακές αγορές από ατμομηχανή της ανάπτυξης σε τροχοπέδη της. Πράγματι οι εξελίξεις αυτές δεν συνδυάστηκαν με την εδραίωση ρυθμιστικών μηχανισμών, διαδικασιών εποπτείας, ικανών να περιορίσουν τις δυσλειτουργίες και τα φαινόμενα απορρύθμισης των χρηματιστηριακών αγορών. Το αποτέλεσμα είναι ότι οι χρηματιστηριακές αναταράξεις πυροδοτούν συχνά χρηματοπιστωτικές ή ευρύτερες οικονομικές κρίσεις. Τέτοια φαινόμενα εκδηλώνονται με μεγαλύτερη σφοδρότητα στις αναπτυσσόμενες χώρες, οι οποίες διαθέτουν λιγότερες δικλίδες ασφαλείας και χαρακτηρίζονται από εντονότερες διαρθρωτικές αδυναμίες σε σχέση με τις αναπτυγμένες¹.

1.2 Διεθνής πλεονάζουσα ρευστότητα: η στροφή προς τη χρηματοοικονομική συσσώρευση.

Η κινητήρια δύναμη πίσω από την σημερινή κυριαρχία των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι η τεράστια πλεονάζουσα ρευστότητα κεφαλαίου σε διεθνή κλίμακα. Η ρευστότητα αυτή, προκύπτει από την καπιταλιστική συσσώρευση και στο μεγαλύτερο μέρος της δεν κατευθύνεται σε παραγωγικές, αλλά σε χρηματοοικονομικές επενδύσεις.

¹ Αλλά ούτε και οι αναπτυγμένες χώρες μένουν πάντοτε αλώβητες από αντίστοιχες κρίσεις με ισχυρό αρνητικό αντίκτυπο στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα και στην παγκόσμια οικονομία γενικότερα, όπως καταδεικνύει και η πρόσφατη παγκόσμια χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση (2007-2009).

Η ρευστότητα αυτή πηγάζει από την αύξηση των κερδών που έγινε δυνατή παρά την υποτονικότητα της παγκόσμιας μεγέθυνσης. Τα ολιγοπώλια παρά τη μειωμένη ζήτηση συνέχισαν να αυξάνουν τα κέρδη τους επιλέγοντας την μεταφορά των παραγωγικών εγκαταστάσεων σε χώρες με χαμηλότερους μισθούς, τις εξωτερικές υπεργολαβίες (outsourcing), την καθήλωση των μισθών, την καταστρατήγηση του ωραρίου, την μη πληρωμή υπερωριών, την εντατικοποίηση της εργασίας κ.ο.κ. Με αυτούς τους τρόπους τα εισοδήματα ανακατανέμονται εις βάρος των μισθών και υπέρ των κερδών. Αποτέλεσμα είναι τα κέρδη να διογκώνονται και να συσσωρεύονται δημιουργώντας διεθνώς ένα τεράστιο απόθεμα χρήματος, συγκεντρωμένο σε λίγους. (Huffschnid 2006, σ.251-252).

Η ρευστότητα αυτή, δεν διατίθεται σε παραγωγικές επενδύσεις, αλλά στα χρηματιστήρια. Οι παραγωγικές επενδύσεις απαιτούν μακροχρόνια δέσμευση κεφαλαίων, αυξάνοντας τον κίνδυνο σε συνθήκες μειωμένης ζήτησης. Το συσσωρευμένο κεφάλαιο στρέφεται σε εναλλακτικές χρηματοοικονομικές τοποθετήσεις και η παραγωγική συσσώρευση δίνει τη θέση της στη «χρηματιστηριοποιημένη συσσώρευση».

Η χρηματιστηριοποιημένη συσσώρευση σήμερα μπορεί να πάρει τη μορφή υπέρμετρης αύξησης των πιστωτικών διευκολύνσεων προς τα νοικοκυριά εντός των αναπτυσσόμενων χωρών, τα οποία ως ένα βαθμό αναδεικνύονται σε πρόθυμους δανειολήπτες. Η υπερδιόγκωση των χρεών από μερίδα νοικοκυριών και η γενικότερη απροθυμία των υπολοίπων νοικοκυριών να αναλάβουν χρέη περιορίζει πάντως τις κερδοσκοπικές διεξόδους του χρηματιστικού κεφαλαίου. Την πλεονάζουσα ρευστότητα μπορούν εναλλακτικά να απορροφήσουν τα εθνικά κράτη, μέσω του δημόσιου δανεισμού. Εκτός όμως από τις Η.Π.Α. οι οποίες απορροφούν τεράστια κεφάλαια για την κάλυψη των ελλειμμάτων τους, οι περισσότερες αναπτυσσόμενες χώρες επιδιώκουν τη μείωση του δημοσίου χρέους τους, ως ποσοστό προς το Α.Ε.Π. Τρίτη εναλλακτική λύση είναι η «εγκατάλειψη» των μητροπόλεων και η αναζήτηση υψηλών αποδόσεων, μέσω χρηματοοικονομικών τοποθετήσεων στις αναπτυσσόμενες χώρες. Το χρηματιστικό κεφάλαιο εισρέει στις χώρες αυτές με τη μορφή βραχυπρόθεσμων τραπεζικών πιστώσεων και επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Μέσω της διαμεσολάβησης των εγχώριων τραπεζών τα κεφάλαια αυτά προκαλούν πιστωτική επέκταση και υπέρμετρες αυξήσεις των τιμών των εγχώριων περιουσιακών στοιχείων. Τα υπερτιμημένα εγχώρια περιουσιακά στοιχεία είναι πιθανό να σταθούν αφορμή για την εκδήλωση κερδοσκοπικής επίθεσης. Μία μεγάλη κερδοσκοπική

επίθεση είναι αρκετή για να οδηγήσει στην εκδήλωση χρηματοπιστωτικής κρίσης σε μία αναπτυσσόμενη οικονομία (Huffschnid 2006, σ.251-252).

Ο Wachtel (1990, σ.191) αποκαλεί το φαινόμενο αυτό ως «*απεργία του κεφαλαίου*». Το κεφάλαιο απεργεί, αρνείται να κατευθυνθεί σε παραγωγικές επενδύσεις και στρέφεται προς τα «*χάρτινα περιουσιακά στοιχεία*». Η εγχώρια βραχυπρόθεσμη κερδοσκοπία μέσω τίτλων, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές, η έξοδος από οικονομίες με αυστηρό κανονιστικό πλαίσιο και υψηλή φορολογία και η τοποθέτηση σε φορολογικούς παραδείσους, όπως τα εξωχώρια κέντρα είναι μερικές από τις κερδοφόρες διεξόδους που αναζητά η «απεργία». Σε αυτή τη λογική κινείται το άρθρο της Wall Street Journal² το οποίο αναδεικνύει την φυγή του κεφαλαίου από τις παραγωγικές επενδύσεις και την κατεύθυνση του σε χρηματοοικονομικές επενδύσεις. Σύμφωνα με την εφημερίδα τα κεφάλαια υποκινούνται από την απληστία και οδηγούν αναπόφευκτα σε εξωπραγματικές αυξήσεις των τιμών των περιουσιακών στοιχείων («*φούσκες*»). Όσο οι πλούσιοι γίνονται πλουσιότεροι, συνεχίζουν να κυνηγούν ολοένα και περισσότερο το χρήμα και αποδόσεις. Η χρηματιστική παγκοσμιοποίηση έχει πυροδοτήσει μία παγκόσμια «*πανδημία*» απληστίας από διαχειριστές κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνων, «*βαρόνους*» που δραστηριοποιούνται σε εξαγορές επιχειρήσεων, επενδυτικούς τραπεζίτες κ.ο.κ.

1.3 Η υπερδιόγκωση των αγορών και η αύξηση του ειδικού βάρους του χρηματιστικού κεφαλαίου.

1.3.1 Αγορές χρήματος και κεφαλαίου

Κυριότερες χρηματοπιστωτικές αγορές είναι η χρηματαγορά και η κεφαλαιαγορά³. Με τον όρο χρηματαγορά περιγράφεται η αγορά στην οποία γίνεται *διαπραγμάτευση των απαιτήσεων «που είναι στενά υποκατάστατα του χρήματος*». Οι τίτλοι υπό διαπραγμάτευση έχουν «*μεγάλες ονομαστικές αξίες, χαμηλό κίνδυνο αθέτησης και είναι πολύ εύκολα ρευστοποιήσιμοι*» (Θωμαδάκης και Ξανθάκης, 2006, σ.29). Κυβερνήσεις, κρατικοί οργανισμοί και οι θεσμικοί επενδυτές (τράπεζες, αμοιβαία κεφάλαια, συνταξιοδοτικά και ασφαλιστικά ταμεία, κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων κλπ.) είναι αυτοί που δραστηριοποιούνται στις διεθνείς

² Το άρθρο αναδημοσιεύθηκε στην εφημερίδα «*Ναυτεμπορική*» με τίτλο: *Πανδημία απληστίας συντηρεί τη φούσκα ρευστότητας* (Τετάρτη, 13 Ιουνίου 2007).

³ Για την περιγραφή των βασικών «*εργαλείων των χρηματαγορών και κεφαλαιαγορών* ο αναγνώστης μπορεί να ανατρέξει στο Θωμαδάκης και Ξανθάκης (2006, σ.29-34)

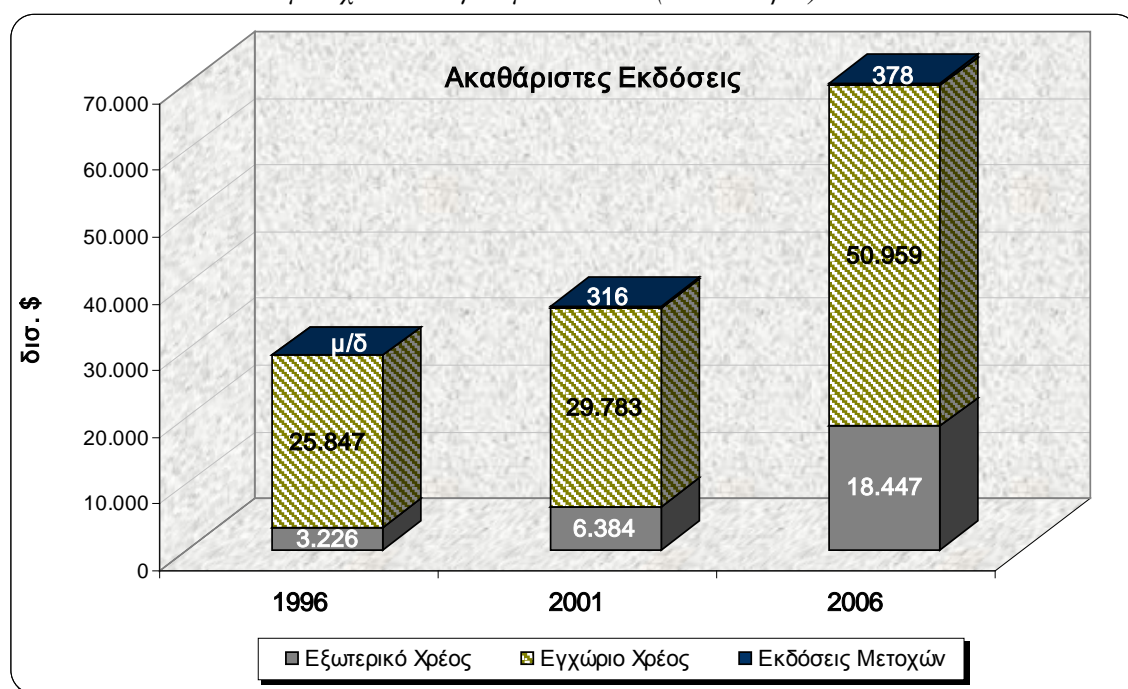
χρηματαγορές. Βασικά εργαλεία της χρηματαγοράς, μεταξύ άλλων, αποτελούν τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, τα πιστοποιητικά καταθέσεων, τα εμπορικά ομόλογα, τα διατραπεζικά κεφάλαια, οι συμφωνίες επαναγοράς κ.α.

Αντίθετα στις κεφαλαιαγορές οι τίτλοι «ποικίλλουν όσον αφορά στον κίνδυνο αθέτησης που ενσωματώνουν στη λήξη τους και στη διαπραγματευσιμότητά τους. Επίσης οι χρηματοοικονομικοί πόροι που συγκεντρώνονται επενδύονται σε παραγωγικά κεφάλαια από όπου [προκύπτει] και το όνομα κεφαλαιαγορές» (Θωμαδάκης και Ξανθάκης, 2006, σ.32). Βασικά εργαλεία της κεφαλαιαγοράς μεταξύ άλλων αποτελούν οι μετοχές, οι ομολογίες, τα στεγαστικά δάνεια κ.α.

1.3.1.1 Διεθνείς και εγχώριες αγορές χρέους

Οι διεθνείς χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές γνώρισαν τις τελευταίες δύο δεκαετίες μεγάλη άνθηση, η οποία διατηρείται αδιάκοπα μέχρι σήμερα. Ενδεικτικά ως προς αυτό είναι τα στοιχεία του γραφήματος και του πίνακα που ακολουθούν. Μέσα στη δεκαετία 1996-2006 οι ακαθάριστες εκδόσεις χρεογράφων, τόσο οι διεθνείς όσο και οι εγχώριες, εκτινάχθηκαν στα ύψη. Το γράφημα που ακολουθεί δείχνει ότι η αξία των εκδόσεων διεθνών χρεογράφων σχεδόν εξαπλασιάστηκε σε σχέση με το 1996, φθάνοντας το 2006 στα 18,4 τρισ. δολάρια. Η αύξηση αυτή πραγματοποιήθηκε τόσο σε επίπεδο χρηματαγορών όσο και κεφαλαιαγορών αν και το 95% περίπου των εκδόσεων αφορά στην κεφαλαιαγορά (κυρίως μακροπρόθεσμα ομόλογα). Αναλόγως η αξία των εκδόσεων εγχώριων χρεογράφων διπλασιάστηκε σε σχέση με το 1996, φθάνοντας το 2006 στο ιλιγγιώδες ποσό των 51 περίπου τρισεκατομμυρίων δολαρίων.

Γράφημα 1(1) : Ακαθάριστη αξία εκδόσεων διεθνών, εγχώριων χρεογράφων χρέους και μετοχών σε παγκόσμιο επίπεδο (δισ. δολάρια)



Πηγή: BIS (1997) Tables 9-16. BIS (2001) Tables 11-18 BIS (2007γ) Tables 11-18. Δική μας επεξεργασία.

Πίνακας 1(1) : Ακαθάριστη και καθαρή αξία διεθνών και εγχώριων εκδόσεων χρεογράφων και μετοχών σε παγκόσμιο επίπεδο

δισεκατομμύρια δολάρια	Ακαθάριστα Μεγέθη						Καθαρά Μεγέθη ⁽¹⁾		
	1996		2000		2006		1996	2000	2006
	Αξία	Ποσοστιαία συμμετοχή στο σύνολο	Αξία	Ποσοστιαία συμμετοχή στο σύνολο	Αξία	Ποσοστιαία συμμετοχή στο σύνολο			
A. Εκδόσεις Διεθνών Χρεογράφων	3.225,5		6.383,5		18.446,5		540,0	1.233,9	2.785,4
A.1 Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα ⁽²⁾	1.344,4	41,7%	3.141,9	49,2%	14.348,4	77,8%	342,6	669,3	2.432,9
A.2 Επιχειρήσεις	806,3	25,0%	1.599,7	25,1%	1.883,6	10,2%	73,8	301,5	246,8
A.3 Κυβερνήσεις ⁽³⁾	755,8	23,4%	1.260,5	19,7%	1.626,8	8,8%	98,7	241,4	95,4
A.4 Διεθνείς Οργανισμοί	319,0	9,9%	381,4	6,0%	587,7	3,2%	24,9	21,7	10,3
		<u>100,0%</u>		<u>100,0%</u>		<u>100,0%</u>			
A.i Χρηματαγορά ⁽⁴⁾	171,3	5,3%	333,8	5,2%	875,0	4,7%	41,1	86,5	167,7
A.ii Κεφαλαιαγορά ⁽⁵⁾	3.054,1	94,7%	6.049,7	94,8%	17.571,5	95,3%	498,9	1.147,4	2.617,7
		<u>100,0%</u>		<u>100,0%</u>		<u>100,0%</u>			
B. Εκδόσεις Εγχώριων Χρεογράφων	25.847,0		29.782,8		50.958,6		1.895,6	1.230,0	3.563,9
B.1 Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα	9.617,1	37,2%	7.783,8	25,6%	21.070,1	41,3%	788,1	314,4	2.089,1
B.2 Επιχειρήσεις			4.003,3	29,2%	5.743,8	11,3%		359,7	312,6
B.3 Κυβερνήσεις	16.229,9	62,8%	17.995,7	45,2%	24.144,8	47,4%	1.107,5	555,8	1.162,2
		<u>100,0%</u>		<u>100,0%</u>		<u>100,0%</u>			
Γ. Εκδόσεις Μετοχών	Μ/Δ		315,9		378,2		-	-	-

Πηγή: BIS (1997) Tables 9-16. BIS (2001) Tables 11-18 BIS (2007γ) Tables 11-18. Δική μας επεξεργασία.

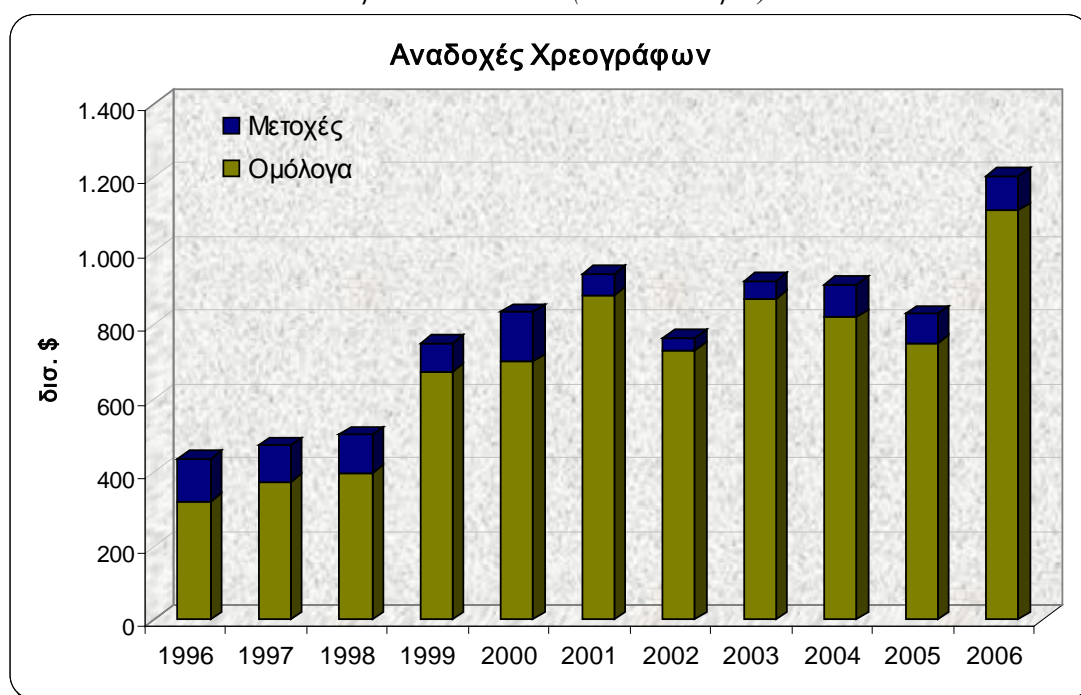
Σημ.: (1): Τα δεδομένα που αφορούν στα καθαρά μεγέθη υπολογίζονται ως το σύνολο της αξίας των ακαθάριστων εξαιρουμένων των πραγματοποιηθέντων και μελλοντικών πληρωμών. (2): Περιλαμβάνουν τις εμπορικές τράπεζες και λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. (3): Περιλαμβάνει και τις κεντρικές τράπεζες (4): Περιλαμβάνει κυρίως έντοκα γραμμάτια και εμπορικά χρεόγραφα. (5): Περιλαμβάνει κυρίως μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα ομόλογα.

Ένα χαρακτηριστικό των διεθνών κεφαλαιαγορών το οποίο εμφανίζεται μετά το 2000, σε επίπεδο εγχώριων και διεθνών εκδόσεων, είναι η κυριαρχία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και ο περιορισμός της συμμετοχής των κυβερνήσεων [πίνακας 1(1)]. Ενώ το 1996 ο εγχώριος δανεισμός των κυβερνήσεων προσέγγιζε το 63% του συνολικού δανεισμού, το 2006 περιορίστηκε στο 47%. Εντονότερη είναι η εικόνα του σχετικού περιορισμού της κρατικής δραστηριότητας, έναντι των τραπεζών, στη διεθνή αγορά χρέους. Η αξία των εκδόσεων κρατικών χρεογράφων διπλασιάστηκε ενώ οι αντίστοιχες εκδόσεις των χρηματοπιστωτικών οργανισμών υπερδεκαπλασιάστηκε. Το αποτέλεσμα ήταν η συμμετοχή των κυβερνήσεων στις διεθνείς εκδόσεις χρεογράφων συρρικνώθηκε στο 9%, ενώ των τραπεζών εκτινάχθηκε στο 78% επί της συνολικής αξίας διεθνών εκδόσεων.

1.3.1.2 Οι επενδυτικές τράπεζες

Στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, έντονη δραστηριότητα έχουν, πλην των εμπορικών τραπεζών, οι επενδυτικές τράπεζες. Οι επενδυτικές τράπεζες αγοράζουν απευθείας κρατικό και εταιρικό χρέος, μετοχές ιδιωτικών και δημόσιων επιχειρήσεων και παρέχουν συμβουλευτικές υπηρεσίες σε θέματα εξαγορών και συγχωνεύσεων. Σημαντική πηγή κερδοφορίας τους είναι οι λεγόμενες αναδοχές (underwriting). Η αναδοχή σημαίνει τη διαμεσολάβηση για την πώληση σημαντικού ύψους χρέους (έκδοση ομολόγων) ή κεφαλαίου (έκδοση μετοχών). Στο γράφημα που ακολουθεί παρουσιάζεται η εντυπωσιακή αύξηση της αξίας των αναδοχών που ανέλαβαν διεθνείς επενδυτικές τράπεζες, μεταξύ 1996-2006. Σύμφωνα με την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών, η συνολική αξία αναδοχών ομολόγων και μετοχών μεταξύ 1996 και 2006 σχεδόν τριπλασιάστηκε και το 2006 προσέγγισε τα 1,2 τρισεκατομμύρια δολάρια.

Γράφημα 1(2) : Συνολική αξία αναδοχών χρεογράφων από τις επενδυτικές τράπεζες την περίοδο 1996-2006 (σε δισ. δολάρια)



Πηγή: BIS (2007β, σ.122). Τα στοιχεία που παρατίθενται, προέρχονται από τις Dealogic, Markit, Thomson Financial και BIS.

Σημ.: Οι αναδοχές μετοχών αφορούν σε αρχικές δημόσιες εγγραφές στη Γερμανία, Ιαπωνία, Μ. Βρετανία και Η.Π.Α. Οι αναδοχές ομολόγων αφορούν σε ολοκληρωμένες διεθνείς εκδόσεις ομολόγων.

1.3.1.3 Κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών (Private Equity Funds) και χρηματοδοτούμενες εξαγορές (Leveraged Buy-outs)

Συχνό φαινόμενο στις διεθνείς κεφαλαιαγορές έχουν καταστεί οι χρηματοδοτούμενες με δάνεια εξαγορές παραγωγικών, κυρίως, επιχειρήσεων -από επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον χρηματοπιστωτικό τομέα- και η μεταπώληση τους στη συνέχεια (leveraged buy-outs). Έτσι μία χρηματοπιστωτική επιχείρηση όπως είναι ένα «κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών» (private equity fund) μπορεί για παράδειγμα να εξαγοράσει έναν τηλεπικοινωνιακό κολοσσό, να «αναδιοργανώσει» τη λειτουργία του και στη συνέχεια να τον μεταπωλήσει. Με τα χρήματα της μεταπώλησης αποπληρώνει τα δανειακά κεφάλαια, που ήταν αναγκαία για την αρχική εξαγορά και καρπώνεται τα κέρδη από τη διαφορά της αγοροπωλησίας. Η «αναδιοργάνωση» έχει συνήθως βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα και πραγματοποιείται μέσω της μείωσης του λειτουργικού κόστους⁴. Η πρακτική αυτή έχει άμεσο θετικό αποτέλεσμα στα βραχυχρόνια κέρδη των επιχειρήσεων.

⁴Συνήθεις πρακτικές μείωσης του λειτουργικού κόστους αποτελούν, μεταξύ άλλων, η περικοπή θέσεων εργασίας, η περικοπή επιδομάτων, υπερωριών, εξόδων έρευνας και ανάπτυξης κ.λ.π.

Μακροχρόνια όμως ενδέχεται να υπονομεύσει την ανάπτυξή τους, αφού η μακροπρόθεσμη αναπτυξιακή στρατηγική αντικαθίσταται από την εμμονή στη βελτίωση των βραχυπρόθεσμων αποτελεσμάτων ακόμα και ενός τριμήνου. Όταν οι χρηματοδοτούμενες εξαγορές αποτελούν γενικευμένο φαινόμενο σε μία οικονομία μπορεί να υποσκιάσουν την οικονομία στο σύνολό της πέρα από την παραγωγική δομή των μεμονωμένων επιχειρήσεων.

Το γεγονός ότι οι εξαγορές πραγματοποιούνται κυρίως με δανειακά και λιγότερο με ίδια κεφάλαια εγκυμονεί κινδύνους. Αν η επένδυση δεν αποδώσει τα «κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών» μπορεί να πτωχεύσουν συμπαρασύροντας στην πτώχευση τις εταιρίες που έχουν εξαγοράσει. Εφόσον η χρηματοδότηση είναι μεγάλου μεγέθους είναι πιθανό να επηρεαστεί επίσης αρνητικά η τράπεζα που έχει χορηγήσει τα δάνεια.

Χαρακτηριστικά, ως προς το ρόλο των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, είναι τα πέντε σημεία που παρουσιάζει έκθεση του Διεθνούς Συνδικάτου Εργαζομένων στον τομέα των Υπηρεσιών (SEIU, 2007, σ.10):

- Οι επιχειρηματικές συμφωνίες εξαγοράς που έχουν πραγματοποιηθεί από τα πέντε μεγαλύτερα «κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών» έχουν μεγαλύτερη αξία, από τους ετήσιους προϋπολογισμούς των δεκαέξι μεγαλύτερων οικονομιών στον κόσμο. Πέντε εξ αυτών [των συμφωνιών] ξεπερνούν σε αξία τους ετήσιους κρατικούς προϋπολογισμούς της Ρωσίας και της Ινδίας μαζί.
- Ο ετήσιος τζίρος των εταιριών αυτών ξεπερνάει τον τζίρο εταιριών κολοσσών (Bank of America, JP Morgan Chase κ.α.).
- Τα είκοσι μεγαλύτερα «κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών» ελέγχουν εταιρίες που απασχολούν περί τα έξι εκατομμύρια εργαζομένων.
- Μόνο στο πρώτο τετράμηνο του 2007 σημειώθηκε ρεκόρ εξαγορών/συγχωνεύσεων, ύψους 197 δισεκατομμυρίων δολαρίων.
- Οι οικονομικοί αναλυτές παραδέχονται ότι δεν θα πρέπει να αποκλείεται μεμονωμένη εξαγορά μέχρι του ύψους των 100 δις. δολαρίων. Εταιρίες κολοσσοί όπως οι Dell, Boeing, και Apple Computer θα μπορούσαν να βρεθούν στο στόχαστρο των «κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών».

Πίνακας 1(2) : Τα είκοσι ένα μεγαλύτερα «κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών» (2007)

Όνομασία	Υπό διαχείριση Κεφάλαια (δισ. δολάρια)	Προσωπικό στις «ελεγχόμενες» επιχειρήσεις
Blackstone	79	350.000
Carlyle Group	56	200.000
Bain Capital	40	662.000
Texas Pacific Group	30	300.000
KKR	27	540.000
Cerberus	22	363.000
Providence Equity Partners	21	86.000
TH Lee	20	391.000
Welsh, Carson Anderson & Stowe	16	62.000
Hellman & Friedman	16	73.000
Warburg Pincus	15	375.000
Madison Dearborn	14	149.000
Apollo Management	13	297.000
TA Associates	10	28.000
CCMP Capital Advisors, LLC	10	379.000
Goldman Sachs Capital Partners	9	1.050.000
DLJ Merchant Banking Partners	7	63.000
Vestar	7	53.000
Silver Lake Partners	6	301.000
Clayton, Dubilier & Rice	5	109.000
Onex	5	167.000
ΣΥΝΟΛΑ	428	5.998.000

Πηγή: SEIU (2007, σ.20)

Στον πίνακα 1(2) αναγράφονται τα είκοσι ένα μεγαλύτερα «κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών», των Η.Π.Α. Διαχειρίζονταν αθροιστικά περί τα 430 δισεκατομμύρια δολάρια, το 2007. Σε παγκόσμια κλίμακα η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών υπολογίζει ότι τα υπό διαχείριση κεφάλαια για χρηματοδοτούμενες εξαγορές έφθασαν το 2007 τα 753 δισεκατομμύρια δολάρια (BIS, 2007β, σ.106).

1.3.1.4 Η φρενίτιδα των συγχωνεύσεων και εξαγορών

Τα «κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών» και οι χρηματοδοτούμενες εξαγορές αποτελούν μόνο ένα μέρος της γενικότερης φρενίτιδας των εξαγορών και συγχωνεύσεων που επικρατεί στις κεφαλαιαγορές. Ο εντεινόμενος ανταγωνισμός μεταξύ των επιχειρήσεων έχει οδηγήσει σε συνεχή προσπάθεια αύξησης του μεριδίου αγοράς και τελικής επικράτησης στην αγορά-κλάδο. Ένας «εύκολος» τρόπος να αυξηθεί το μερίδιο αγοράς είναι η εξαγορά του ανταγωνιστή. Εξαγορές και συγχωνεύσεις παρά τα θεωρητικά επιχειρήματα «περί συνεργιών και οικονομιών κλίμακας» προσφέρουν ελάχιστα στην ανάπτυξη της οικονομίας ενώ οδηγούν τις αγορές σε μονοπωλιακές καταστάσεις οι οποίες βαίνουν εις βάρος των καταναλωτών.

Σύμφωνα με τον Wachtel (1990, σ.191) οι δραστηριότητες αυτές δεν προσφέρουν στην παραγωγή. Ανακατανέμουν τον υπάρχοντα πλούτο σε διαφορετικούς κατόχους και δεσμεύουν τεράστια ποσά κεφαλαίων τα οποία θα μπορούσαν να επενδυθούν παραγωγικά δημιουργώντας ανάπτυξη και απασχόληση.

Οι μεγάλοι κερδισμένοι αυτής της ιστορίας είναι οι διοικήσεις των εταιριών-αγοραστών, αφού η επιρροή τους μεγαλώνει. Τα διεθνή χρηματιστήρια βλέπουν ευνοϊκά το «θεσμό» των συγχωνεύσεων και εξαγορών, διότι οι τιμές των μετοχών ειδικά των εταιριών στόχων εκτινάσσονται στη φάση της εξαγοράς. Η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών εκτιμά ότι, η συνολική αξία των συγχωνεύσεων και εξαγορών, έφθασε το 2006 τα 4,1 τρισεκατομμύρια δολάρια, αυξανόμενη κατά ένα τρισεκατομμύριο δολάρια σε σχέση με το 2005 (BIS, 2007β, σ.106).

1.3.2 Η αγορά συναλλάγματος

Η παγκόσμια αγορά συναλλάγματος γιγαντώθηκε μετά τη δεκαετία του 1970, οπότε σταδιακά καταργήθηκε το παγκόσμιο σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών (Bretton Woods). Η αγορά συναλλάγματος εξυπηρετούσε μέχρι τότε τη χρηματοδότηση του παγκόσμιου εμπορίου προϊόντων και υπηρεσιών. Οι συναλλαγές σε συνάλλαγμα συναρτώντο προς τις διεθνείς εμπορικές πράξεις. Μετά τον τερματισμό του καθεστώτος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, οι συναλλαγές σε συνάλλαγμα αποκτούν κερδοσκοπική προοπτική. Η ελεύθερη διακύμανση των εθνικών νομισμάτων στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος επιτρέπει διακυμάνσεις οι οποίες μπορούν να αποφέρουν σημαντικά κέρδη στους επενδυτές που θα επιλέξουν να τοποθετηθούν σωστά, υπέρ ή εις βάρος κάποιου εθνικού νομίσματος, προεξοφλώντας τις εξελίξεις στην ισοτιμία του. Το αποτέλεσμα είναι ότι τα τελευταία χρόνια οι κερδοσκοπικές συναλλαγές σε συνάλλαγμα είναι πλέον πολλαπλάσιες αυτών που αφορούν στο παγκόσμιο εμπόριο. Χαρακτηριστικό ως προς αυτό είναι ο υπολογισμός του Huffschmid (2006, σ. 76). Υπολογίζει ότι η ημερήσια αξία συναλλαγών σε συνάλλαγμα προσέγγιζε το 2000, τα 1,2 τρισεκατομμύρια δολάρια. Την ίδια χρονιά το παγκόσμιο εμπόριο δεν ξεπερνά τα 8 τρισεκατομμύρια δολάρια σε αξία. Με άλλα λόγια μόλις επτά ημέρες συναλλαγών σε συνάλλαγμα υπερκαλύπτουν την ετήσια αξία συναλλαγών του διεθνούς εμπορίου. Πιο πρόσφατα στοιχεία (BIS, 2005, σ. 5) ανεβάζουν την ημερήσια αξία των συναλλαγών σε συνάλλαγμα για το 2004, σε 1,9 τρισεκατομμύρια δολάρια ή 58% περισσότερο σε σχέση με το 2001. Η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (BIS, 2005, σ.2) αποδίδει την

αύξηση σε τρεις λόγους: α) στη στροφή στο συνάλλαγμα ως μορφή εναλλακτικής επένδυσης από αυτή της αγοράς μετοχών και ομολόγων, β) στη μεγάλη δραστηριότητα των διαχειριστών κεφαλαίων και γ) στην αυξανόμενη επίδραση που έχουν οι συναλλαγές των «κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνων» στην παγκόσμια αγορά συναλλάγματος⁵.

Σε αύξηση των συναλλαγών σε συνάλλαγμα ωθούν εξάλλου οι κεντρικές τράπεζες προκειμένου να διατηρηθεί σταθερή αξία του εθνικού νομίσματός τους για να στηριχθεί η διακράτησή του από διεθνείς επενδυτές και πιστωτές. Οι κεντρικές τράπεζες διατηρούν τεράστιο όγκο συναλλαγματικών αποθεμάτων: για να στηρίξουν την αξία του εθνικού νομίσματος σε περίπτωση που δεχθούν «κερδοσκοπικές επιθέσεις» αφενός, και, αφετέρου, για να κερδίσουν την εμπιστοσύνη των διεθνών επενδυτών⁶. Τα συναλλαγματικά αποθέματα των κεντρικών τραπεζών αυξήθηκαν θεαματικά, με εξαίρεση των δυτικών αναπτυγμένων οικονομιών, όπως φαίνεται στον πίνακα που ακολουθεί.

⁵ Για το ρόλο των «κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνων» (hedge funds) στην αγορά συναλλάγματος μέσω της πρακτικής “carry trade” -του δανεισμού δηλαδή σε νόμισμα χαμηλού επιτοκίου (π.χ. Ιαπωνικό γεν) και τοποθέτηση σε τίτλους υψηλού επιτοκίου με εξαγορά του αντίστοιχου συναλλάγματος (π.χ. δολάριο Αυστραλίας)- βλέπε την έρευνα των Galati και Melvin (2004)

⁶ Όταν μία εθνική οικονομία διατηρεί μεγάλο όγκο συναλλαγματικών αποθεμάτων, θεωρείται ότι κερδίζει την διεθνή εμπιστοσύνη. Θεωρητικά οι χώρες που διατηρούν υψηλά συναλλαγματικά αποθέματα μπορούν να ανταποκριθούν καλύτερα στις απαιτήσεις σε ξένο νόμισμα. Επίσης μπορούν να αποτρέψουν κερδοσκοπικές επιθέσεις εις βάρος του εθνικού νομίσματος. Παραταύτα στην πράξη αυτό δεν είναι απόλυτα επιβεβαιωμένο. Διεθνείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις, συχνά μεταδόθηκαν σε χώρες με υψηλά αποθέματα σε συνάλλαγμα.

Πίνακας 1(3) : Ύψος συναλλαγματικών αποθεμάτων και δείκτες «επάρκειας» αυτών για το έτος 2000 και 2006 (δισ. δολάρια).

	Συνολική Αξία Αποθεμάτων		Μήνες κάλυψης αξίας εισαγωγών ^(α)		Αποθέματα ως % του συν. βραχυχρόνιου χρέους ^(β)	
	2000	2006	2000	2006	2000	2006
Κίνα	166	1.066	9	16	8	13
Ιαπωνία	347	875	11	18	2	2
Ταϊβάν	107	266	9	16	8	8
Ρωσία	24	295	6	20	2	5
Κορέα	96	238	7	9	2	2
Μέση Ανατολή ⁽¹⁾	75	178	9	8	2	2
Λοιπές Ασιατικές ⁽²⁾	325	647	6	7	2	2
Λατινική Αμερική ⁽³⁾	136	271	5	7	1	2
Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη ⁽⁴⁾	69	181	5	4	2	1
Δυτικές αναπτυγμένες οικονομίες ⁽⁵⁾	344	334	1	1	0	0

Πηγή: . BIS (2007β, σ.94) Τα στοιχεία προέρχονται από το Δ.Ν.Τ., τη Datastream και τη BIS

Σημ.: (α): Αριθμός μηνών για τους οποίους τα διαθέσιμα συναλλαγματικά αποθέματα φθάνουν για να καλύψουν τις συναλλαγματικές ανάγκες των εισαγωγών. (β): Το βραχυχρόνιο εξωτερικό χρέος ορίζεται ως οι ενοποιημένες διεθνείς απαιτήσεις όλων των τραπεζών που ανήκουν στο σύστημα της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών, οι οποίες δεν είναι εγκαταστημένες στη χώρα αναφοράς. Η διάρκεια του χρέους είναι μέχρι και ένα έτος. Για τη Λιβύη και τη Σαουδική Αραβία εξαιρούνται τα διεθνή χρεογράφα

(1): Αίγυπτος, Ιορδανία, Κουβέιτ, Λίβανος, Λιβύη, Ομάν, Κατάρ, Σαουδική Αραβία και Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα. (2) Χονγκ-Κονγκ, Ινδία, Ινδονησία, Μαλαισία, Φιλιππίνες, Σιγκαπούρη και Ταϊλάνδη. (3): Αργεντινή, Βραζιλία, Χιλή, Κολομβία, Μεξικό, Περού και Βενεζουέλα (4): Βουλγαρία, Κροατία, Τσεχία, Εσθονία, Ουγγαρία, Λετονία, Λιθουανία, Πολωνία, Ρουμανία, Σλοβακία και Σλοβενία. (5): Καναδάς, ζώνη Ευρώ, Ελβετία, Μεγ. Βρετανία και Η.Π.Α.

Όπως φαίνεται στον πίνακα όλες οι χώρες εκτός των δυτικά αναπτυγμένων (με εξαίρεση την Ιαπωνία) αύξησαν τα συνολικά συναλλαγματικά διαθέσιμα που κατέχουν. Ας σημειωθεί ότι η «εμμονή» στη διακράτηση υψηλών συναλλαγματικών αποθεμάτων, δεσμεύει σημαντικούς «πόρους», οι οποίοι θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για την ανάπτυξη. Τα συναλλαγματικά αποθέματα διακρατούνται με τη μορφή καταθέσεων ή χρεογράφων κυρίως σε δολάρια- λιγότερο σε ευρώ και ακόμα λιγότερο σε βρετανικές λίρες και γεν- και τοκίζονται με σχετικά χαμηλά επιτόκια (από 0% έως 6%). Σε αντιπαράβολή να αναφερθεί ότι τα χρέη των αναπτυσσόμενων χωρών για να είναι ελκυστικά στους διεθνείς κεφαλαιούχους επιβαρύνονται με συνήθως διψήφια επιτόκια. Η απόκλιση αυτή συνεπάγεται καθαρές εκροές κεφαλαίων από τις αναπτυσσόμενες χώρες προς τις βιομηχανικές⁷.

⁷ Μία ενδιαφέρουσα ανάλυση του κόστους που προκαλεί η διαδικασία διακράτησης μεγάλης αξίας αποθεμάτων στις αναπτυσσόμενες χώρες προτείνει ο Stiglitz (2003, σ.515), (2004, σ. 64).

1.3.3 Η αγορά παραγώγων χρηματοοικονομικών «προϊόντων»

Οι αγορές παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων αναπτύχθηκαν εντυπωσιακά, τις τελευταίες δεκαετίες. Πρόκειται για σύνθετα προϊόντα τα οποία βασίζονται σε συνδυασμό ή κατ' επιλογήν στα υφιστάμενα χρηματοοικονομικά προϊόντα (μετοχές, ομόλογα, συνάλλαγμα), στην αξία βασικών εμπορευμάτων (commodities) (π.χ. πετρέλαιο, χρυσός, σιτάρι), και τέλος σε χρηματιστηριακούς δείκτες (π.χ. S&P 500). Ο αγοραστής ή/και ο πωλητής ενός παραγώγου δεσμεύονται για μία μελλοντική συναλλαγή που σπάνια περιλαμβάνει την φυσική παράδοση των προϊόντων (χρηματοοικονομικών ή πραγματικών) στα οποία αναφέρεται. Συνήθως περιορίζεται στην πληρωμή της διαφοράς στην τελικά αξία της συναλλαγής⁸. Ως εκ τούτου συναλλαγές με παράγωγα⁹ επιτρέπουν «κατ' αρχήν» την υψηλή μόχλευση. Ο «επενδυτής» μπορεί να προβεί σε τοποθετήσεις πολλαπλάσιας αξίας σε σχέση με το κεφάλαιο που έχει πράγματι στη διάθεσή του για άμεση αξιοποίηση.

Η Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (BIS 2007α, σ.7) υπολογίζει τη συνολική αξία συναλλαγών σε παράγωγα διακινούμενα εντός και εκτός χρηματιστηρίων¹⁰, σε περίπου 415 τρισεκατομμύρια δολάρια. (Δεκέμβρης 2006)¹¹. Το 50% αυτών αφορά σε εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές παραγώγων σε επιτόκια. Η συνολική αξία των εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών μετά την «εκκαθάριση» παραμένει πολύ υψηλή προσεγγίζοντας τα 9,7 τρισεκατομμύρια δολάρια το Δεκέμβρη του 2006¹².

Ο ρόλος των εξωχρηματιστηριακών παραγώγων στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι συνεχώς αυξανόμενος. Ο ημερήσιος όγκος συναλλαγών, ο οποίος

⁸ Για παράδειγμα αν έχει συμφωνηθεί να πωληθούν 100.000 ευρώ με σχέση ανταλλαγής 1 ευρώ για κάθε 1 δολάριο σε ένα μήνα και η συναλλαγματική ισοτιμία διαμορφωθεί τότε σε 1,1 δολάριο ανά 1 ευρώ, ο πωλητής καταβάλλει στον αγοραστή τη διαφορά δηλαδή 0,1 δολάρια για κάθε 1 ευρώ, ήτοι 10.000 δολάρια.

⁹ Για μία συνοπτική παρουσίαση των δύο κυριότερων μορφών παραγώγων βλ. Θωμαδάκης και Ξανθάκης (2006, σ.34-35)

¹⁰ Οι εξωχρηματιστηριακές (Over the counter-OTC) συναλλαγές δεν είναι διαπραγματεύσιμες στα χρηματιστήρια και αφορούν σε διαπραγμάτευση μεταξύ δύο μερών αποκλειστικά. Συνήθως μεταξύ τραπεζών ή ιδιωτών και τραπεζών. Αντίθετα χρηματιστηριακές συναλλαγές διεξάγονται στα χρηματιστήρια: ως εκ τούτου η αγοραία αποτίμησή τους είναι συνεχής.

¹¹ Πιο πρόσφατη εκτίμηση ανεβάζει τη συνολική αξία της παγκόσμιας αγοράς παραγώγων σε 500 τρισεκατομμύρια δολάρια: ποσό τετραπλάσιο από την αξία όλων των υπό διαπραγμάτευση μετοχών και ομολόγων παγκοσμίως (Wall Street Journal, 6/7/2007).

¹² Η παρακολούθηση της αξίας των συναλλαγών σε παράγωγα γίνεται: α) με βάση τις ανοικτές θέσεις β) Με βάση την αξία εκκαθάρισης. Η αξία των ανοικτών θέσεων, είναι θεωρητική και παραπέμπει στην αξία του συνόλου των συναλλαγών. Η αξία μετά την εκκαθάριση προκύπτει από τον συμψηφισμό πωλήσεων και αγορών και αποτελεί μια καλύτερη μέθοδο μέτρησης του κινδύνου από τις συναλλαγές σε παράγωγα. Δείχνει το «άνοιγμα» που υπάρχει στις αγορές παραγώγων σε περίπτωση που ολοκληρωθούν οι συναλλαγές. Με άλλα λόγια σε περίπτωση που το Δεκέμβρη του 2006 εκκαθαρίζονταν όλες οι συναλλαγές θα έπρεπε να πληρωθούν (ήσαν απαιτητά) 9,7 τρις. δολάρια.

αφορά συμβόλαιο συναλλάγματος και επιτοκίων, έχει σχεδόν τριπλασιαστεί την περίοδο 1995-2004: από 880 δισεκατομμύρια δολάρια το 1995 σε 2,4 τρισεκατομμύρια το 2004. Αν ληφθούν υπόψη τα χρηματιστηριακά παράγωγα, τον Απρίλιο του 2004, ο συνολικός ημερήσιος συναλλακτικός όγκος ξεπερνούσε τα επτά τρισεκατομμύρια δολάρια (BIS, 2005, σ.16).

Η αγορά παραγώγων έχει εξελιχθεί σε μία αχανή και ανεξέλεγκτη αγορά, της οποίας η (δυσ)λειτουργία μπορεί να αποσταθεροποιήσει ολόκληρο το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

1.4 Κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων (Hedge Funds): ένα παραπλανητικό όνομα.

Τα «κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων» (Hedge Funds) δημιουργήθηκαν με σκοπό την εκμετάλλευση χρηματοοικονομικών επενδυτικών ευκαιριών παρακάμπτοντας τους κανονιστικούς περιορισμούς και αποφεύγοντας κατά το δυνατό την επιτήρηση. Για αυτό άλλωστε χαρακτηρίστηκαν ως η «δύναμη ταχείας επέμβασης της κερδοσκοπίας» (Huffschnid, 2006, σ.151). Τα «κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων» συγκεντρώνουν κεφάλαια τα οποία προέρχονται από μεμονωμένους μεγάλους κεφαλαιούχους ή κοινοπραξίες κερδοσκοπικών ομίλων, και τραπεζών, ασφαλιστικών εταιριών, συνταξιοδοτικών ταμείων και άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Αναφέρονται σε αντιστάθμιση κινδύνων, αλλά επιλέγουν κερδοσκοπικές στρατηγικές υψηλού κινδύνου. Το όνομα έχει προέλθει από το πρώτο «κεφαλαίο αντιστάθμισης κινδύνων» το 1949, το οποίο διατηρούσε ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών και πωλούσε ανοικτά ένα άλλο πακέτο μετοχών, ώστε να αντισταθμίσει τον κίνδυνο της χρηματιστηριακής αγοράς (Eichengreen and Mathieson, 1999)¹³.

Οι σημαντικότερες από τις στρατηγικές κερδοσκοπίας των «κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνων» είναι οι εξής (Ubid, 2006)¹⁴:

- *Convertible arbitrage* (Μετατρέψιμο Αρμπιτράζ): Αφορά σε αγορά ενός χαρτοφυλακίου χρεογράφων τα οποία είναι μετατρέψιμα σε άλλο είδος χρεογράφων (π.χ. εταιρικά ομόλογα μετατρέψιμα σε μετοχές της ίδιας εταιρίας). Κανονικά οι τιμές χρεογράφων που αφορούν την αυτή επιχείρηση θα πρέπει να κινούνται παράλληλα. Τα κεφάλαια

¹³ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues19/index.htm>

¹⁴ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2006/06/basics.htm>

αντιστάθμισης κινδύνων εντοπίζουν τυχόν αποκλίσεις και προβαίνουν σε αγορές προσδοκώντας σύγκλιση των τιμών χρεογράφων.

- *Distressed securities* («προβληματικά» χρεόγραφα): Αφορά σε δανεισμό για αγορά μετοχών ή/και ομολόγων εταιριών που έχουν ήδη πτωχεύσει και βρίσκονται σε φάση αναδιοργάνωσης ή πρόκειται να πτωχεύσουν στο εγγύς μέλλον. Οι τιμές των εν λόγω χρεογράφων είναι πολύ χαμηλές και θεωρούνται δελεαστικές από τους διαχειριστές των «κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνων». Σε περίπτωση που οι εταιρίες ανακάμψουν οι τίτλοι τους (μετοχές και ομόλογα) θα αποφέρουν πολύ υψηλές αποδόσεις. Σε περίπτωση που δεν καταφέρουν να επιβιώσουν, τότε προσδοκάται ότι κατά τη διαδικασία της πτώχευσης-εκκαθάρισης θα αποζημιωθούν με τη ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας.
- *Event-driven/merger* (Αγοροπωλησίες βάσει γεγονότων): Αφορά σε αγοροπωλησίες χρεογράφων οι οποίες βασίζονται σε γεγονότα (συγχωνεύσεις-εξαγορές, αναδιοργανώσεις, αγορά ιδίων μετοχών κ.α.) τα οποία είναι πιθανό να δημιουργήσουν μελλοντικές ευκαιρίες κερδοσκοπίας.
- *Global macro* (Παγκόσμια Μάκρο στρατηγική): Αφορά σε τοποθέτηση κεφαλαίων σε οποιαδήποτε χρηματοοικονομικό τίτλο (ομόλογα, μετοχές, συνάλλαγμα, παράγωγα κ.ο.κ.) σε εθνικές αγορές ή σε συγκεκριμένες γεωγραφικές περιοχές, όπου λόγω διάφορων γεγονότων οι τιμές περιουσιακών στοιχείων θεωρείται ότι έχουν πρόσκαιρα μειωθεί.
- *Long/short* (Ανοικτές/Κλειστές θέσεις): Αφορά στην αγορά χρεογράφων που η τιμή τους αναμένεται να ανέλθει και στην ταυτόχρονη πώληση χρεογράφων που οι τιμή τους προβλέπεται να υποχωρήσει. Σκοπός της στρατηγικής αυτής είναι η μερική προστασία από κινδύνους αγοράς. Για παράδειγμα ένα «ταμείο» μπορεί να αγοράσει τις μετοχές των κρατιών επιχειρήσεων ενός κλάδου και ταυτόχρονα να πουλήσει τις μετοχές των αδύναμων εταιριών του ίδιου κλάδου προκειμένου να μειώσει την έκθεση κινδύνου στο συγκεκριμένο κλάδο.
- *Market neutral* (Ουδέτερες Στρατηγικές): Αφορά σε τοποθέτηση του ίδιου ποσού κεφαλαίου ταυτόχρονα, σε θέσεις αγοράς και θέσεις

πώλησης, διατηρώντας ένα χαρτοφυλάκιο με μηδενική ή σχεδόν μηδενική έκθεση στους κινδύνους της αγοράς.

- *Volatility arbitrage* (Αρμπιτράζ μεταβλητότητας): Αφορά στην ανοικτή πώληση (short position), χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων αγοράς (call options) και πώλησης (put options), με την προσδοκία ότι η μεταβλητότητα στην αγορά θα υποχωρήσει. Με αυτό τον τρόπο τα «κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων» εισπράττουν προμήθειες (premiums) από την πώληση των εν λόγω δικαιωμάτων. Αν πράγματι οι προβλέψεις τους για μείωση της μεταβλητότητας των αγορών δικαιωθούν, στην ημερομηνία λήξης του δικαιώματος υποχρεούνται να προβούν σε πληρωμές στους κατόχους των δικαιωμάτων. Τουναντίον, αν στη λήξη οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων όπου στηρίζονται τα δικαιώματα έχουν μεταβληθεί σημαντικά δημιουργείται η υποχρέωση πληρωμής στους κατόχους των δικαιωμάτων¹⁵.

Αυτές οι κερδοσκοπικές στρατηγικές ενέχουν σημαντικούς κινδύνους. Σε περίπτωση που οι οικονομικές συνθήκες δεν μεταβληθούν προς την επιθυμητή κατεύθυνση μπορεί να έχουν μεγάλες απώλειες. Με δεδομένο το μέγεθος των τοποθετούμενων κεφαλαίων οι ζημιές μπορεί να επηρεάσουν άμεσα τη σταθερότητα μιας οικονομίας ή ευρύτερα της διεθνούς οικονομίας όπως συνέβη με την παγκόσμια χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση του 2008¹⁶.

Σε όλα τα πρόσφατα επεισόδια χρηματοπιστωτικών κρίσεων τα «κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων» είχαν σημαντική παρουσία. *«Τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων ενεπλάκησαν στην κρίση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος το 1992, και ξανά το 1994 σε μία περίοδο αστάθειας στις διεθνείς αγορές ομολόγων.*

¹⁵ Η πτώχευση της τράπεζας Barrings το 1995 προήλθε από μια τέτοια στρατηγική την οποία ακολούθησε ο χρηματιστής της τράπεζας Nick Leeson. Λόγω της μεγάλης αύξησης της μεταβλητότητας των αγορών η στρατηγική αυτή δημιούργησε χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις πολλών εκατομμυρίων αγγλικών λιρών στις οποίες η τράπεζα αδυνατούσε να αντεπεξέλθει.

¹⁶ Για παράδειγμα η τρέχουσα κρίση «των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης» ξεκίνησε με την πτώχευση «κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνων» τα οποία ήταν θυγατρικές εταιρίες των τραπεζών BNP Paribas και Bear Sterns. Τα κερδοσκοπικά αυτά κεφάλαια είχαν προβεί σε ριψοκίνδυνες κερδοσκοπικές τοποθετήσεις σε τιτλοποιημένα στεγαστικά δάνεια των Η.Π.Α. Η μεγάλη και απότομη πτώση των τιμών των τίτλων αυτών προκάλεσε μεγάλες απώλειες στα «κερδοσκοπικά κεφάλαια» οι οποίες επηρέασαν σφόδρα τις μητρικές τράπεζες, προκαλώντας αλυσιδωτές αντιδράσεις στο παγκόσμιο τραπεζικό σύστημα. Πρόκειται για τα «κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων» θυγατρικές της Bear Sterns, με τα ονόματα «High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund» και «High-Grade Structured Credit Fund» τα οποία σταμάτησαν τις πληρωμές στις 7 Ιουνίου του 2007. Οι αντίστοιχες θυγατρικές της BNP Paribas οι οποίες σταμάτησαν τις πληρωμές τον Αύγουστο του 2007 είχαν τα ευφάνταστα ονόματα «Parvest Dynamic ABS», «BNP Paribas ABS Euribor» και «BNP Paribas ABS Eonia funds». Το τελευταίο κάθε άλλο παρά αιώνιο αποδείχτηκε

Ανησυχίες προκλήθηκαν εκ νέου με την έναρξη της κρίσης στην Ασία το 1997. Οι ανησυχίες επιβεβαιώθηκαν το 1998...όπου το [κεφάλαιο αντιστάθμισης κινδύνων] LTCM έφθασε ένα βήμα πριν την κατάρρευση. Οι κυβερνητικοί παράγοντες φοβούμενοι αυτή τη νέα απειλή για τις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές προέβησαν σε μία συντονισμένη, επιτυχή αλλά και αμφιλεγόμενη διάσωση του LTCM¹⁷» (Eichengreen και Mathieson, 1999)

Τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων έχουν σημαντικό μερίδιο ευθύνης στην εμφάνιση των κρίσεων και στη γενικότερη αστάθεια του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η εξέλιξή τους δείχνει ότι ο ρόλος τους στις διεθνείς αγορές διευρύνεται συνεχώς. Ο Huffschnid (2006, σ.152) αναφέρει ότι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Γερμανίας σε έκθεσή της τα υπολόγιζε το 1988 σε 1.400 και εκτιμούσε ότι είχαν υπό διαχείριση 42 δισεκατομμύρια δολάρια. Ο αντίστοιχος αριθμός το 1997 είχε τετραπλασιαστεί και τα υπό διαχείριση κεφάλαια είχαν επταπλασιαστεί φτάνοντας τα 300 δισεκατομμύρια δολάρια. Το 2006 ο αριθμός των «κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνων» υπολογιζόταν σε περίπου 9.000 ενώ τα υπό διαχείριση κεφάλαια εκτιμάτο ότι ξεπερνούσαν το ένα τρισεκατομμύριο δολάρια [Paredes, (2006), Ubide (2006)]. Μία άλλη εκτίμηση¹⁸ ανεβάζει το ύψος των υπό διαχείριση κεφαλαίων στα μέσα του 2007 στα 2,6 τρισεκατομμύρια δολάρια περίπου.

Οι λόγοι που καθιστούν τα κεφάλαια αυτά ιδιαίτερα επικίνδυνα για τη σταθερότητα του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος, μπορούν να συνοψιστούν στα εξής (Huffschnid, 2006, σ.154-55):

α) Καταρχάς έχουν τη δυνατότητα να «κινητοποιούν» μεγάλο όγκο κεφαλαίων. Ο Τζορτζ Σόρος στην κρίση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος επιδιώκοντας να προκαλέσει τη νομισματική κρίση στη στερλίνα κατάφερε να κινητοποιήσει το 15% όλων των διαθέσιμων πόρων των «κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνων», γεγονός που προκάλεσε τελικά την νομισματική κρίση στη στερλίνα.

β) Λειτουργούν ως εμπροσθοφυλακή, ως δύναμη ταχείας επέμβασης του χρηματιστικού κεφαλαίου. Διαμορφώνουν το επενδυτικό κλίμα δηλαδή τις κερδοσκοπικές κυρίαρχες τις κυρίαρχες κερδοσκοπικές τάσεις. Τις επιλογές τους τις

¹⁷ Κατά τους Eichengreen και Mathieson (1999) την περίοδο εκείνη το LTCM με ίδια κεφάλαια περί τα 4,8 δισεκατομμύρια δολάρια είχε τοποθετήσει περί τα 120 δισεκατομμύρια δολάρια (25 φορές τα κεφάλαια του), ενώ οι ανοικτές θέσεις του σε παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα έφθαναν τα 1,3 τρισεκατομμύρια δολάρια.

¹⁸ HFN (2007), *Hedge Fund Industry Asset Flow/Performance Report*, Second Quarter Ending June 30, σ.4 (<http://www.hedgfund.net>)

ακολουθούν συχνά οι υπόλοιποι διαχειριστές κεφαλαίων άλλων οργανισμών (εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες, αμοιβαία και συνταξιοδοτικά κεφάλαια κ.ο.κ.).

γ) Σε περίπτωση ζημιών ή ακόμα και πτώχευσης το κόστος επιβαρύνει, μεταξύ άλλων, τους πιστωτές τους. Ανάμεσα στους μεγαλύτερους πιστωτές των «κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνων» βρίσκονται σημαντικές σε διεθνές επίπεδο εμπορικές τράπεζες. Το πρόβλημα περιπλέκεται διότι πολλές διεθνείς εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες έχουν συστήσει θυγατρικές οι οποίες είναι οι ίδιες «κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων»¹⁹. Επίσης οι τράπεζες δραστηριοποιούνται στο χώρο ως επενδυτές. Σε καλές περιόδους τέτοιες αποδόσεις μπορεί να υπερβούν κατά πολύ τις επιδόσεις της υπόλοιπης αγοράς. Το γεγονός αυτό είναι ιδιαίτερα ελκυστικό στην επιδίωξη υπεραποδόσης και αυξημένων κερδών.

δ) Η ανυπαρξία σχεδόν κανονιστικών ρυθμίσεων και ελέγχων καθιστά τις πρακτικές τους ακόμα πιο επικίνδυνες. Τα «κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων» δεν υπόκεινται σε αυστηρούς ελέγχους από τις εθνικές κυβερνήσεις, ενώ τα περισσότερα έχουν την έδρα τους σε εξωχώρια κέντρα (offshore centres) γεγονός που τους επιτρέπει να δρουν σχεδόν ανεξέλεγκτα. Οι εκκλήσεις για μεγαλύτερο έλεγχο πάνω στα «κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων» ολοένα και πληθαίνουν²⁰.

1.5 Το υπερεθνικό χρηματιστικό κεφάλαιο: από τις «ευρωπαϊκές» (Euromarkets) στα εξωχώρια κέντρα (offshore centres).

Ο τερματισμός του συστήματος του Bretton Woods στις αρχές της δεκαετίας του 1970 σήμανε την έναρξη της διαδικασίας της ταχείας απορρύθμισης των χρηματοπιστωτικών αγορών, τόσο σε εθνικό όσο και διεθνές επίπεδο. Όσο περισσότεροι είναι οι περιορισμοί, οι ρυθμίσεις και όσο πιο αυστηρό είναι το κανονιστικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία των αγορών τόσο πιο περιορισμένη

¹⁹ Χαρακτηριστική είναι οι περιπτώσεις της BNP Paribas και της Bear Sterns που προαναφέραμε.

²⁰ Η πρόσφατη κρίση των στεγαστικών δανείων υψηλού ρίσκου σε Η.Π.Α. και Ευρώπη δυνάμωσε τις φωνές εκείνες που απαιτούν μεγαλύτερη διαφάνεια και έλεγχο στις δραστηριότητες των απανταχού «κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνων». Ο Διευθύνων Σύμβουλος του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου Rodrigo Rato σε ομιλία του το Μάιο του 2007 (<http://www.imf.org/external/np/speeches/2007/050207.htm>) υποστήριξε ότι το κανονιστικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία των «κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνων» θα πρέπει να είναι πιο αυστηρό. Το γεγονός, κατά τον Rato, ότι το 30% των τοποθετημένων κεφαλαίων αφορά τοποθετήσεις συνταξιοδοτικών ταμείων καθιστά επιτακτική την ανάγκη αυστηρότερου ελέγχου. Όσον αφορά στην Ε.Ε. η Γερμανία πρωτοστατεί για τη θέσπιση περιορισμών. Το θέμα των περιορισμών τέθηκε από τη γερμανική κυβέρνηση προς συζήτηση στη σύνοδο του G7 το Φεβρουάριο του 2007 και στο ΕΚΟΦΙΝ το Μάιο του ίδιου χρόνου (βλ. εφημερίδα «Καθημερινή» 6/5/2007 και «Ναυτεμπορική» 7/5/2007). Υπέρ της υιοθέτησης ενός «κώδικα συμπεριφοράς» από τα «κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων», τάσσεται επίσης ο διοικητής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, Ζαν Κλοντ Τρισέ (βλ. εφημερίδα «Ναυτεμπορική» 9/7/2007).

δράση έχει το χρηματιστικό κεφάλαιο. Η απεμπόληση των περιορισμών σημαίνει μεγαλύτερη ευελιξία για το χρηματιστικό κεφάλαιο να κινείται ανά τον κόσμο και να «αξιοποιεί» κερδοσκοπικές ευκαιρίες, ακόμη και όταν η δράση του αυτή δημιουργεί ανισορροπίες στις εθνικές οικονομίες και αστάθεια στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική αγορά.

Μεταπολεμικά οι ρυθμίσεις για τη λειτουργία των αγορών υπήρξαν πολύ αυστηρές, περιορίζοντας τη δράση του χρηματιστικού κεφαλαίου. Εκείνη την περίοδο το παραγωγικό πολυεθνικό κεφάλαιο κυριάρχησε με τη μορφή κυρίως άμεσων ξένων επενδύσεων, απολαμβάνοντας περισσότερους βαθμούς ελευθερίας σε σχέση με το χρηματιστικό. Βεβαίως το χρηματιστικό κεφάλαιο αναζητούσε και συνήθως έβρισκε τους τρόπους να παρακάμπτει το αυστηρό κανονιστικό πλαίσιο και να αποφεύγει τους ελέγχους. Το πιο χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι οι λεγόμενες «Ευρωπαϊκές» (euromarkets) που πρωτοεμφανίστηκαν στις αρχές της δεκαετίας του 1950²¹.

Στις Ευρωπαϊκές διακινούνται κεφάλαια σε νόμισμα διαφορετικό από το εθνικό νόμισμα της χώρας όπου έχει γίνει η αρχική κατάθεση. Η πιο χαρακτηριστική περίπτωση είναι αυτή των δολαριακών καταθέσεων σε ευρωπαϊκές και αμερικανικές τράπεζες στην Ευρώπη. Το γεγονός αυτό άλλωστε οφείλεται το πρόθεμα «ευρώ» μπροστά από τις λέξεις που σχετίζονται με αυτή την αγορά (ευρωπαϊκή, ευρωπαϊκή, ευρωδολλάριο κ.ο.κ.). Αρχικά οι συναλλαγές σε ευρωδολλάρια ήταν περιορισμένες. Στο πλαίσιο του συστήματος του Bretton Woods χρησιμοποιούνταν κυρίως για να διευκολύνουν το διεθνές εμπόριο. Σταδιακά, η αγορά των ευρωδολαρίων διογκώθηκε, με αποκορύφωμα τα μέσα της δεκαετίας του 1970, οπότε το μεγαλύτερο μέρος των πλεονασμάτων των πετρελαιοπαραγωγικών χωρών μετά την εκρηκτική άνοδο των τιμών του πετρελαίου κατευθύνθηκε σε ευρωδολαριακές καταθέσεις. Στα τέλη του 1970 οι ευρωδολαριακές καταθέσεις υπολογίζονταν σε 425 δισεκατομμύρια δολάρια (Wachtel, 1990, σ. 91). Ο Wachtel (1990, σ. 91) αναφέρει ότι δέκα χρόνια αργότερα για κάθε δολάριο κατατεθειμένο στις Η.Π.Α. υπήρχε μισό δολάριο σε κατάθεση εκτός των Η.Π.Α., γεγονός που φανερώνει την έκρηξη των ευρωδολαριακών καταθέσεων.

²¹ Οι Ευρωπαϊκές έχουν τις ρίζες τους στην περίοδο του ψυχρού πολέμου, όταν το 1949 μετά την επανάσταση στην Κίνα, οι αμερικανικές αρχές προσπάθησαν να παγώσουν τις κινεζικές καταθέσεις σε αμερικανικές τράπεζες. Για να αποφύγουν το πάγωμα των καταθέσεων οι κινεζικές αρχές μετέφεραν τις δολαριακές καταθέσεις σε μία ρωσική τράπεζα στο Παρίσι. Ωστόσο δεν κατάφεραν να τις «σώσουν» στο σύνολό τους. Θορυβημένοι οι σοβιετικοί από το γεγονός αυτό, λίγα χρόνια αργότερα όταν εντάθηκε ο ψυχρός πόλεμος, μετέφεραν τις καταθέσεις σε δολάρια σε ρωσικό τραπεζικό παράρτημα στο Λονδίνο (Wachtel 1990, σ. 94-95).

Επειδή οι καταθέσεις αυτές βρίσκονται εκτός της χώρας καταγωγής τους δεν ελέγχονται από την κεντρική τράπεζα της χώρας αναφοράς. Για παράδειγμα η κεντρική τράπεζα των Η.Π.Α. δεν μπορεί να ελέγξει τις καταθέσεις σε δολάρια που βρίσκονται σε θυγατρικές της Citibank στην Ευρώπη. Οι ευρωκαταθέσεις δεν φορολογούνται. Επίσης δεν απαιτείται η διακράτηση ελάχιστων αποθεματικών (ώστε να μπορεί η τράπεζα να ανταποκριθεί σε μαζικές αναλήψεις) και οι καταθέσεις δεν είναι εγγυημένες από το κράτος. Χωρίς τη δέσμευση των αποθεματικών με τις ευρωκαταθέσεις μπορεί να δημιουργείται συνεχώς νέο τραπεζικό χρήμα, με τη μορφή ευρω-πιστώσεων-χορηγήσεων δηλαδή σε νόμισμα ξένο από αυτό στο οποίο πραγματοποιείται η χορήγηση του δανείου.

Άλλος τρόπος διαφυγής του χρηματιστικού κεφαλαίου από τη φορολογία και τους ρυθμιστικούς κανόνες είναι οι φορολογικοί παράδεισοι (tax heavens), οι οποίοι διανύουν εποχές μεγάλης «άνθησης»²². Πρόκειται για κράτη μερικών χιλιάδων τετραγωνικών χιλιομέτρων με συνολικά μερικές δεκάδες χιλιάδες κατοίκους. Ως χαρακτηριστικό αναφέρεται στη βιβλιογραφία (Huffschnid, 2006, σ.156) το παράδειγμα της βρετανικής αποικίας των νήσων Cayman στην καραϊβική. Σε αυτά τα νησιάκια των 31.000 κατοίκων, όπου δεν πληρώνεται κανενός είδους φόρος, ήταν καταχωρημένες 20.000 επιχειρήσεις, μεταξύ αυτών και 575 τράπεζες με καταθέσεις που έφθαναν τα 500 δισεκατομμύρια δολάρια. Δέκα χρόνια αργότερα (Μάρτιος 2007) οι συνολικές καταθέσεις στα νησιά αυτά έφθασαν τα 1,7 τρισεκατομμύρια δολάρια! (BIS, 2007γ, Table 7A)

Τα εξωχώρια κέντρα αποτελούν φορολογικούς παραδείσους, με την έννοια ότι τα κεφάλαια που είναι τοποθετημένα σε εταιρίες που έχουν την έδρα τους εκεί φορολογούνται ελάχιστα ή και καθόλου. Στα κέντρα αυτά βρίσκουν επίσης ασφαλές καταφύγιο κεφάλαια που προέρχονται από έκνομες δραστηριότητες.

Η συμμετοχή των εξωχώριων κέντρων στις διεθνείς εκδόσεις ομολόγων το 2007 πλησίασε το 7%. Οι εκδόσεις ομολόγων από επιχειρήσεις και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με έδρα εξωχώρια κέντρα ξεπέρασαν τα 1,3 τρισεκατομμύρια δολάρια, ήσαν σχεδόν κατά 57% υψηλότερες από τις αντίστοιχες εκδόσεις του συνόλου των αναπτυσσόμενων χωρών (BIS, 2007γ, Table 11).

Το ύψος των συνολικών ξένων χορηγήσεων δανείων το Μάρτιο του 2007 ξεπέρασε τα 2,7 τρισεκατομμύρια δολάρια. Σχεδόν ένα δολάριο στα πέντε που είναι

²² Σήμερα ουσιαστικά υπάρχει συνδυασμός των δύο. Οι φορολογικοί παράδεισοι αποτελούν δημοφιλή καταφύγια των ευρωκαταθέσεων και των ευρωδανείων.

κατατεθειμένο ανά τον κόσμο βρίσκεται σε κατάθεση σε εξωχώριο κέντρο. Η συνολική αξία αυτών των καταθέσεων ανέρχεται σε 4,3 τρισεκατομμύρια δολάρια, ποσό που υπερβαίνει κατά 1 τρισεκατομμύριο δολάρια περίπου τις συνολικές ξένες καταθέσεις που υπήρχαν στις Η.Π.Α. το Μάρτιο του 2007 (3,5 τρισ. δολάρια) (BIS, 2007γ, Table 7A)

Σημαντικό μερίδιο έχουν επίσης στις διεθνείς επενδύσεις χαρτοφυλακίου. Το 2005 οι συνολικές εισροές κεφαλαίων χαρτοφυλακίου σε εξωχώρια κέντρα ανήλθαν σε 2 τρισεκατομμύρια δολάρια -από αυτά άνω του 50% εισέρρευσε στις νήσους Cayman- ενώ οι εκροές ξεπέρασαν τα 1,7 τρισεκατομμύρια δολάρια, ή διαφορετικά 7,8% και 6,6% αντίστοιχα του συνόλου των επενδύσεων χαρτοφυλακίου που πραγματοποιήθηκαν παγκοσμίως το 2005²³.

Από τα στοιχεία αυτά προκύπτει ότι ιλιγγιώδη ποσά που αφορούν σε δάνεια, καταθέσεις, ομόλογα, μετοχές διακινούνται μέσω εξωχώριων κέντρων, χωρίς ουσιαστικό θεσμικό έλεγχο, κανονισμούς και δικλείδες ασφαλείας για το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Τις τελευταίες δεκαετίες πολλές εθνικές οικονομίες ανά τον κόσμο «πιέζονται» να ακολουθήσουν το μοντέλο των εξωχώριων κέντρων. «*Αν δεν μπορείς να τους νικήσεις ακολούθησέ τους*» έγραφε ο Wachtel (1990, σ.116) αναφερόμενος στην πίεση που δέχονται τα κράτη να υιοθετήσουν το καθεστώς της πλήρους χρηματοπιστωτικής απορρύθμισης. Πράγματι ισχύοντες περιορισμοί, ρυθμίσεις και κανόνες για τη δράση του χρηματιστικού κεφαλαίου σταδιακά καταργούνται. Το φαινόμενο των απορρυθμισμένων αγορών τείνει να κυριαρχήσει διεθνώς. Πολλαπλασιάζονται οι οικονομίες που αναπαράγουν το παράδειγμα των Νήσων Cayman!

1.6 Σύνοψη.

Τις τελευταίες τρεις δεκαετίες, το ειδικό βάρος του χρηματιστικού κεφαλαίου στην παγκόσμια οικονομία αυξήθηκε σημαντικά. Το χρηματιστικό ή κερδοσκοπικό κεφάλαιο, το καυτό χρήμα (hot money) -όπως χαρακτηριστικά το αποκαλούν²⁴- κινείται πλέον ανά τον κόσμο χωρίς ιδιαίτερους περιορισμούς εκμεταλλευόμενο οποιαδήποτε ευκαιριακή κατάσταση για την αποκόμιση βραχυπρόθεσμων κερδών.

²³ Πρβλ. Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) Data, <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/datars1.htm>

²⁴ Πρβλ. Chari and Kehoe (2003)

Τα στοιχεία που παραθέσαμε για τα τρέχοντα μεγέθη του χρηματιστικού κεφαλαίου είναι ενδεικτικά ως προς την αύξηση του ρόλου του στη διεθνή οικονομία. Εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, αμοιβαία και συνταξιοδοτικά κεφάλαια, κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων και τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών είναι ανά πάσα στιγμή σε θέση να μετακινήσουν τεράστια κεφάλαια από μίας μορφής τοποθέτηση σε άλλη, από μία οικονομία σε άλλη, από μία γεωγραφική περιφέρεια σε άλλη.

Τα μεγέθη των κεφαλαίων που κινούνται ανά τον κόσμο είναι δυσθεώρητα. Οι νέες εκδόσεις ομολόγων και εντόκων γραμματίων το 2006 ξεπέρασαν τα 70 τρισεκατομμύρια δολάρια. Τα μισά εξ αυτών αφορούν σε χρηματοδότηση πιστωτικών ιδρυμάτων. Μόλις το 11% αυτού του ποσού αφορά σε χρηματοδότηση της παραγωγής²⁵.

Η χρηματιστική κερδοσκοπία διογκώνεται σε βάρος των παραγωγικών επενδύσεων. 735 δισεκατομμύρια δολάρια ήταν «δεσμευμένα» το 2006 σε/για εξαγορές υφιστάμενων επιχειρήσεων από κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών. Εξαγορές και συγχωνεύσεις, που δεν ενισχύουν την παραγωγική διαδικασία, έφθασαν την ίδια χρονιά στα 4,1 τρισεκατομμύρια δολάρια.

Η εικόνα της διεθνούς αγοράς συναλλάγματος φανερώνει το χάσμα που υφίσταται μεταξύ της πραγματικής και χρηματιστικής οικονομίας, αφού η ετήσια αξία των συναλλαγών σε συνάλλαγμα είναι υπερπολλαπλάσια της ετήσιας αξίας συναλλαγών του διεθνούς εμπορίου. Ταυτόχρονα, σημαντικά κεφάλαια διακρατούνται ως αποθεματικά από τις κεντρικές τράπεζες για τη στήριξη της τιμής των εθνικών νομισμάτων σε περίπτωση που αυτό καταστεί αναγκαίο (π.χ. αντιμετώπιση κερδοσκοπικής επίθεσης). 4,3 τρισ. δολάρια παρέμεναν το 2006 δεσμευμένα από τις κεντρικές τράπεζες ως συναλλαγματικά αποθέματα, μέγεθος σχεδόν τριπλάσιο από ό,τι το 2000. Σε ένα διεθνώς εναρμονισμένο καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών (όπως αυτό του Bretton Woods) δεν θα απαιτούνταν συναλλαγματικά αποθέματα τέτοιου όγκου.

Η αγορά των παραγώγων περιπλέκει ακόμα περισσότερο την κατάσταση. Τα παράγωγα δεν εξυπηρετούν τόσο την αντιστάθμιση των κινδύνων της αγοράς όσο την κερδοσκοπία. Δίνουν τη δυνατότητα έναντι ενός μικρού ποσού κεφαλαίου, να

²⁵ Μεγάλο μέρος του άμεσου δανεισμού των επιχειρήσεων (έκδοση τίτλων) αφορά σε χρηματοδότηση συγχωνεύσεων και εξαγορών υφιστάμενων επιχειρήσεων. Ακόμα μικρότερο μέρος της ετήσια έκδοσης τίτλων αφορά σε αυστηρά παραγωγικές επενδύσεις, οι οποίες αυξάνουν την παραγωγή και την απασχόληση.

δημιουργηθούν τεράστια «χρηματοοικονομικά ανοίγματα» (ανοικτές θέσεις). Τα «ανοίγματα» αυτά υπολογίζονταν, από την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών το Δεκέμβριο του 2006, σε 415 τρισεκατομμύρια δολάρια. Η αξία τους δεν ήταν αμελητέα ούτε μετά την εκκαθάριση (κλείσιμο θέσεων): προσέγγιζε τα 10 τρισεκατομμύρια δολάρια.

Στην αγορά παραγώγων δραστηριοποιείται έντονα, εκτός των τραπεζών, η «δύναμη ταχείας επέμβασης» του χρηματιστικού κεφαλαίου, τα «κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων» (hedge funds). Τα «κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων» φθάνουν, το 2006, τα 9.000 και τα ποσά που διαχειρίζονται ξεπερνούν το ένα τρισεκατομμύριο δολάρια. Μπορεί τα κεφάλαια αυτά να φαντάζουν λίγα μπροστά στα κεφάλαια που διαχειρίζονται οι τράπεζες, αλλά τα «κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων» είναι αυτά που διαμορφώνουν τις επενδυτικές τάσεις στις αγορές. Τις εισροές και εκροές των δικών τους κεφαλαίων, ακολουθεί το υπόλοιπο χρηματιστικό κεφάλαιο. Λόγω της διασύνδεσης των «κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνων» με τις τράπεζες μπορεί εύκολα μία κρίση σε ορισμένα εξ αυτών να διαχυθεί μέσω των τραπεζών σε ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Έχοντας κατά κανόνα την έδρα τους σε εξωχώρια κέντρα τα «κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων» επιτυγχάνουν να αποφεύγουν σχεδόν οποιοδήποτε περιορισμό και έλεγχο και ουσιαστικά δεν δίνουν λογαριασμό σε κανένα θεσμικό όργανο για τις δραστηριότητές τους. Τα εξωχώρια κέντρα αποτελούν το προσφιλέστατο καταφύγιο του χρηματιστικού κεφαλαίου. Σε αυτά συγκεντρώνονται καταθέσεις συνολικής αξίας 4,3 τρισεκατομμυρίων δολαρίων οι οποίες είναι «αμφιβόλου προελεύσεως». Παράλληλα μέσω των εξωχώριων κέντρων πραγματοποιούνται χορηγήσεις δανείων, εκδόσεις τίτλων και επενδύσεις χαρτοφυλακίου πολλών τρισεκατομμυρίων δολαρίων, υπό το ίδιο ανεξέλεγκτο καθεστώς.

Το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα γίνεται ολοένα και πιο περίπλοκο και επικίνδυνο. Οι χρηματιστηριακές και χρηματοπιστωτικές αγορές έχουν μεταβληθεί σε πεδίο διεθνούς κερδοσκοπίας και τζόγου, στο βαθμό που το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα να μπορεί να χαρακτηριστεί ως ένα παγκόσμιο πλανητικό καζίνο (Strange 1986, Καστοριάδης 1997, σ.11). Η αύξηση της αξίας των χρηματιστηριακών συναλλαγών και ο πολλαπλασιασμός των δομών-μορφών-διαδικασιών μέσω των οποίων ασκείται η κερδοσκοπία αυξάνει τους κινδύνους πιθανής αστάθειας και εκδήλωσης χρηματοπιστωτικών κρίσεων οι οποίες πλήττουν την παραγωγή και την απασχόληση. Με άλλα λόγια η παραγωγή και η απασχόληση

βρίσκονται υπό την διαρκή απειλή των ζημιών της «εξωχώριας» πλανητικής κερδοσκοπίας μπλεγμένες στο εκτός ελέγχου δίκτυο του κερδοσκοπικού κεφαλαίου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΣΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗΣ

Η παγκόσμια «ηγεμονία» του χρηματιστικού κεφαλαίου δεν προέκυψε ξαφνικά, ούτε νομοτελειακά. Προηγήθηκαν σε παγκόσμιο επίπεδο διεργασίες που την κυοφόρησαν. Σημαντικός σταθμός υπήρξε η κατάρρευση του συστήματος του Bretton-Woods στις αρχές της δεκαετίας του '70. Βέβαια η σημερινή κατάσταση δεν είναι απολύτως νέα. Από τα τέλη του 19^{ου} μέχρι σήμερα υπήρξαν περίοδοι όπου κυριαρχούσαν οι περιορισμοί όπως επίσης περίοδοι όπου το κεφάλαιο είχε τη δυνατότητα ανεμπόδιστης κίνησης. Οι οπαδοί των «ελεύθερων αγορών» παραλληλίζουν την σημερινή εποχή με αυτή στα τέλη του 19^{ου} αιώνα κατά την οποία οι διασυνδέσεις μεταξύ των οικονομιών ήταν πολύ έντονες. Η «εποχή» εκείνη έδωσε απότομα με τον 1^ο Παγκόσμιο Πόλεμο. Κατ' αυτούς η σημερινή «εποχή» δεν είναι παρά η φυσική συνέχεια της «εποχής της παγκοσμιοποίησης» που διέκοψε ο Πόλεμος. Όπως θα αναλύσουμε στη συνέχεια αν υπάρχει κάποιο κοινό στοιχείο μεταξύ των δύο «εποχών» είναι ότι και οι δύο αποτυγχάνουν να προωθήσουν τη σύγκλιση μεταξύ φτωχών και πλούσιων χωρών. Στη μετά Bretton-Woods εποχή η κίνηση του χρηματιστικού κεφαλαίου χωρίς περιορισμούς έγινε πρόξενος χρηματοπιστωτικών κρίσεων, περισσότερων και εντονότερων από κάθε άλλη εποχή. Σε αντιδιαστολή η περίοδος που διέπετο από τη συμφωνία του Bretton Woods (1945-1970), χαρακτηρίστηκε από έντονη παγκόσμια μεγέθυνση και σταθερότητα του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος.

• 2.1 Τι είναι η παγκοσμιοποίηση;

Ο όρος παγκοσμιοποίηση είναι ένας σχετικά νέος όρος, με εξαιρετικά συχνή χρήση. *«Τα τελευταία χρόνια η κοινή γνώμη, οι κοινωνίες, οι πολίτες, οι εργαζόμενοι βομβαρδίζονται με αναφορές στην έννοια της παγκοσμιοποίησης...»* (Βεργόπουλος 1999, σ.11). Δεν υπάρχει μία αποκλειστική ερμηνεία αφού ο όρος «παγκοσμιοποίηση» είναι πολυδιάστατος. Ο Γκρέυ (1999, σ.117) συνδέει την παγκοσμιοποίηση με τις νέες τεχνολογίες και την αλληλεπίδραση μεταξύ των οικονομιών:

«...είναι η παγκόσμια εξάπλωση των νέων τεχνολογιών βιομηχανικής παραγωγής και επικοινωνίας κάθε είδους πέρα από τα σύνορα- στο εμπόριο, στην κυκλοφορία κεφαλαίων, την παραγωγή και την πληροφορία...Η παγκοσμιοποίηση υποδηλώνει επίσης ότι σχεδόν όλες οι οικονομίες είναι δικτυωμένες μεταξύ τους σε πλανητική κλίμακα».

Ο Bhaduri (1998, σ.149) αναφέρει ότι τις πιο σημαντικές οικονομικές διαστάσεις της παγκοσμιοποίησης αποτελούν η επέκταση τους διεθνούς εμπορίου, των διεθνών επενδύσεων και των διεθνών χρηματιστικών τοποθετήσεων. Ο Petrella (1996, σ.64) δέχεται ότι δεν μπορούν να ενσωματωθούν σε μία μόνο πρόταση οι μορφές και οι διαδικασίες της παγκοσμιοποίησης και παραθέτει τα πεδία στα οποία αφορά ως εξής:

1. Τις χρηματιστηριακές αγορές.
2. Τη διεθνοποίηση των επιχειρηματικών στρατηγικών και συγκεκριμένα τη δέσμευση για ανταγωνισμό ως πηγή παραγωγής πλούτου.
3. Την εξάπλωση της τεχνολογίας και της σχετικής έρευνας και ανάπτυξης.
4. Τη μετατροπή των προτύπων κατανάλωσης σε πολιτισμικά αγαθά με παγκόσμιες καταναλωτικές αγορές.
5. Τη διεθνοποίηση των ρυθμιστικών ικανοτήτων των εθνικών κοινωνιών μέσα σε ένα παγκόσμιο πολιτικο-οικονομικό σύστημα.
6. Τον περιορισμό του ρόλου των εθνικών κυβερνήσεων στο σχεδιασμό της παγκόσμιας διακυβέρνησης.

Αρχικά ο όρος δεν είχε αρνητικό περιεχόμενο. Ο Chomsky (2006)¹ υπογραμμίζει ότι ο όρος παγκοσμιοποίηση απλά σημαίνει την παγκόσμια ολοκλήρωση η οποία δεν είναι κατ' ανάγκη αρνητική. Έχει όμως δογματικά ταυτιστεί με την οικονομική παγκοσμιοποίηση και ειδικά με τις «νεο-φιλελεύθερες» πολιτικές οι οποίες εξίσου δογματικά συνδέονται με κατεύθυνση προς την οποία οφείλουν να συγκλίνουν όλες οι οικονομίες.

Χωρίς να θέλουμε να υποτιμήσουμε άλλες βασικές διαστάσεις του φαινομένου θα περιοριστούμε, για τις ανάγκες της παρούσας μελέτης, στα χαρακτηριστικά που αφορούν στην ανάλυση των σχέσεων της κίνησης κεφαλαίων με τις σύγχρονες χρηματοπιστωτικές κρίσεις.

2.2 Από την εποχή του «Χρυσού Κανόνα» στη σύγχρονη παγκοσμιοποίηση.

Το φαινόμενο της παγκόσμιας «ολοκλήρωσης» των αγορών χρήματος, κεφαλαίου και εμπορευμάτων δεν είναι νέο. Υπήρξαν περίοδοι όπου οι διασυνδέσεις μεταξύ των αγορών ήσαν ισχυρές και χωρίς εμπόδια. Υπήρξαν επίσης περίοδοι όπου η κίνηση των κεφαλαίων ήταν πολύ περιορισμένη. Η εποχή κατά την οποία η παγκόσμια οικονομία λειτουργούσε υπό τον «χρυσό κανόνα» (1870-1914) χαρακτηρίστηκε από σημαντική ελευθερία στην κίνηση κεφαλαίων, εργατικού δυναμικού και εμπορευμάτων (Obstfeld και Taylor, 1997, σ.1). Η ελευθερία στην κίνηση των κεφαλαίων και εμπορευμάτων διακόπηκε με τον Α' Παγκόσμιο Πόλεμο που σήμανε το τέλος μιας ολόκληρης εποχής. Στη βιβλιογραφία (Bairoch and Kozul-Wright, 1996; Sachs, 1999; Obstfeld and Taylor, 2002, Allen and Gale, 2007) αναφέρονται τέσσερις μεγάλες περίοδοι οι οποίες χαρακτηρίζουν την εξέλιξη της παγκοσμιοποίησης των αγορών, που περιγράφονται στη συνέχεια.

2.2.1 Η εποχή του «Χρυσού Κανόνα» (1870-1914).

1.

Το καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών «Χρυσού Κανόνα» (1870-1914) καθόριζε την αξία του κάθε νομίσματος σε αντιστοιχία με ορισμένη ποσότητα χρυσού. Κάθε χώρα που ακολουθούσε τον «Χρυσό Κανόνα» συνέδεε το νόμισμά της με την αξία του χρυσού σε μία καθορισμένη σχέση ανταλλαγής. Ο κανόνας αυτός είχε ως αποτέλεσμα να παραμένουν σχετικά σταθερές οι συναλλαγματικές ισοτιμίες

¹ Πρβλ. <http://www.zmag.org/znet/viewArticle/4362>

(παρά την ύπαρξη ενός μικρού εύρους διακύμανσης), και να ακολουθούν τις διακυμάνσεις της τιμής του χρυσού. Το συναλλαγματικό αυτό καθεστώς διευκόλυνε τη διεξαγωγή του διεθνούς εμπορίου, αφού περιόριζε τον συναλλαγματικό κίνδυνο των διεθνών συναλλαγών. Με την έναρξη του 1^{ου} Παγκοσμίου Πολέμου (1914) το συναλλαγματικό αυτό καθεστώς κατέρρευσε.

Η κίνηση κεφαλαίων από χώρα σε χώρα ήταν σημαντική σε όλη τη διάρκεια της περιόδου. Χρηματοπιστωτικό κέντρο ήταν το Λονδίνο. Πρέπει να υπογραμμιστεί όπως, άλλωστε τονίζουν οι Obstfeld και Taylor (2002, σ.4) «η παγκοσμιοποίηση δεν αφορούσε μόνο τις κεφαλαιαγορές αλλά επεκτεινόταν στις αγορές προϊόντων και εργασίας». Ο Keynes² το 1920 έγραψε με ξεχωριστή γλαφυρότητα:

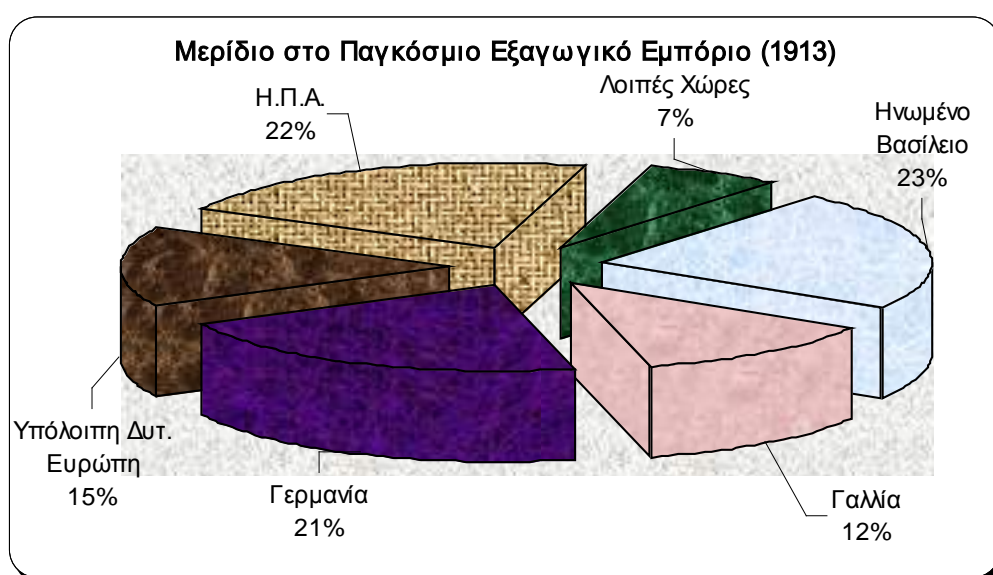
«Τι ιδιαίτερο επεισόδιο στην οικονομική πρόοδο της ανθρωπότητας ήταν αυτό το οποίο έληξε τον Αύγουστο του 1914. Ο κάτοικος του Λονδίνου μπορούσε με ένα τηλεφώνημα να έχει το πρωινό του τσάι στο κρεβάτι καθώς και διάφορα προϊόντα στις ποσότητες που επιθυμεί περιμένοντάς τα νωρίς στο κατώφλι του. Μπορούσε την ίδια στιγμή να 'επενδύει' τον πλούτο του σε φυσικές πλουτοπαραγωγικές πηγές και νέες επιχειρήσεις σε κάθε γωνιά του κόσμου, απολαμβάνοντας χωρίς κόπο ή προβλήματα τους μελλοντικούς καρπούς τους... μπορούσε να εξασφαλίσει, αυτοστιγμεί αν το επιθυμούσε, φθηνά και άνετα μέσα μεταφοράς για οποιαδήποτε χώρα, χωρίς διαβατήριο ή άλλη τυπικότητα, μπορούσε να στείλει τον υπηρέτη του στο γειτονικό γραφείο τράπεζας για να προμηθευτεί οποιοδήποτε πολύτιμο μέταλλο του ήταν πρόσφορο...»

Αυτή η «ειδυλλιακή» κατάσταση όμως αφορούσε ένα μικρό μέρος του πληθυσμού των τότε αναπτυσσόμενων χωρών (Rodrik, 1998, σ.2) Τα οφέλη της περιόδου της «πρώτης» παγκοσμιοποίησης των οικονομιών τα καρπωνόταν ως επί το πλείστον η ανώτερη τάξη των μεγάλων μόνο δυνάμεων της εποχής. Για το ίδιο θέμα ο Sachs (1999, σ.93) σημειώνει: «Με την έναρξη του 20^{ου} αιώνα οι Ευρωπαϊκές ιμπεριαλιστικές δυνάμεις (συνοδευμένες από τις Η.Π.Α. οι οποίες είχαν προσαρτήσει το Πουέρτο Ρίκο και τις Φιλιππίνες, μετά τον αμερικανό-ισπανικό πόλεμο) είχαν δημιουργήσει ένα κόσμο στα μέτρα τους». Κατά τον ίδιο συγγραφέα τα 5/6 του κόσμου

² Παράθεση από Rodrik, (1998, σ.1) του κειμένου που προέρχεται από το έργο του Keynes (1920) *Economic Consequences of the Peace* (New York: Harcourt, Brace, and Howe), σελ. 11-12. Σε δική μας απόδοση.

ήταν κάτω από την σφαίρα πολιτικής επιρροής των μεγάλων δυνάμεων της εποχής. Αυτός ο κόσμος (των 5/6) συνδεόταν μέσω του διεθνούς εμπορίου με βασικό χρηματοδότη τις βρετανικές κεφαλαιαγορές και τράπεζες σε ένα νομισματικό πλαίσιο που κυριαρχούσε ο χρυσός και το ασήμι. Το γράφημα.1.2(1) που ακολουθεί αποτυπώνει την κυριαρχία των μεγάλων δυνάμεων της εποχής στο εξαγωγικό εμπόριο. Οι αποικιοκρατικές χώρες (Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, Γαλλία), καθώς και οι Η.Π.Α. κατείχαν στο τέλος της περιόδου του «Χρυσού Κανόνα» τη μερίδα του λέοντος στο εξαγωγικό εμπόριο, ήτοι το 76% του συνόλου παγκοσμίως.

Γράφημα 2(1): Κατανομή εξαγωγών ανά τον κόσμο (1913).

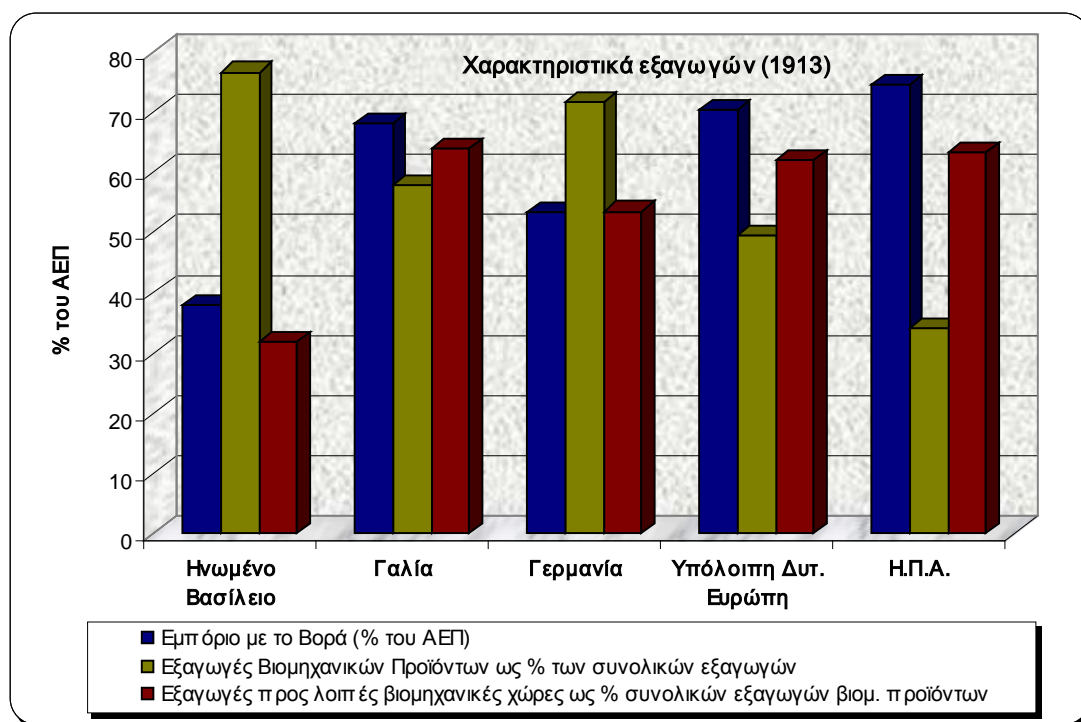


Πηγή: *Bairoch και Kozul-Wright (1996, σ.10).*

Χαρακτηριστικό είναι ότι οι εξαγωγές και ειδικά το εξαγωγικό εμπόριο βιομηχανικών προϊόντων αφορούσε συναλλαγές κυρίως μεταξύ των τότε αναπτυγμένων χωρών (αναπτυγμένο «Βορρά»), όπως αποτυπώνεται στο γράφημα που ακολουθεί [1.2(2)]. Εξαιρέση αποτελεί η Μεγάλη Βρετανία ως προς το γενικό εμπόριο και οι Η.Π.Α. ως προς το εξαγωγικό εμπόριο βιομηχανικών προϊόντων. Οι εξαιρέσεις αυτές εξηγούνται σε ότι αφορά στη Μ. Βρετανία λόγω του ότι μεγάλο μέρος μεγάλο μέρος του εμπορίου διεξαγόταν με τις αποικίες της ενώ σε ότι αφορά τις Η.Π.Α. από το γεγονός ότι διατηρούσαν υψηλό όγκο εξαγωγών γεωργικών προϊόντων μιας και δεν είχαν ακόμα αναπτυγμένη βιομηχανία, ώστε να εξάγουν μεγάλο όγκο βιομηχανικών προϊόντων. Οι εξαιρέσεις αυτές όμως δεν αλλάζουν την γενική εικόνα. Επιβεβαιώνουν αντίθετα τον κανόνα, σύμφωνα με τον οποίο το

διεθνές εμπόριο της «1^{ης} παγκοσμιοποίησης» αφορούσε περισσότερο ένα κλειστό κλαμπ αναπτυγμένων χωρών παρά ολόκληρο τον κόσμο. Με άλλα λόγια οι φτωχές και αναπτυσσόμενες χώρες της εποχής δεν καρπώνονταν τα οφέλη του διεθνούς εμπορίου και του συγκριτικού πλεονεκτήματος όπως το είχε διατυπώσει ο Ricardo έναν αιώνα πριν³.

Γράφημα 2(2): Βασικά Χαρακτηριστικά Εμπορίου για τις βιομηχανικές χώρες (1913).



Πηγή: *Bairoch και Kozul-Wright (1996, σ.10).*

2.2.2 Από τον Α' παγκόσμιο πόλεμο ως το Bretton-Woods (1914 – 1945).

Η περίοδος από το 1914 έως το 1945 υπήρξε ταραχώδης τόσο στη σφαίρα της πολιτικής όσο και της οικονομίας. Σημαδεύτηκε από δύο παγκόσμιους πολέμους, καθώς και από την παγκόσμια οικονομική κρίση του 1929 και τη μεγάλη οικονομική ύφεση που την ακολούθησε. Ο «Χρυσός Κανόνας», κατέρρευσε το 1914. Έως το

³ Ricardo David (1817) *On the Principles of Political Economy and Taxation*. London. Σύμφωνα με τη θεωρία του συγκριτικού πλεονεκτήματος το εμπόριο μεταξύ δύο χωρών μπορεί να ευνοήσει και τις δύο χώρες ακόμα και στην περίπτωση που η μία εκ των δύο χωρών παραγάγει φθηνότερα το σύνολο των προϊόντων σε σχέση με την άλλη χώρα. Το ελεύθερο διεθνές εμπόριο συμβάλει στο να εξειδικευτεί κάθε χώρα στην παραγωγή και εξαγωγή του σχετικά φθηνότερου προϊόντος. Να εξειδικευτεί δηλαδή στην παραγωγή των προϊόντων στα οποία κατέχει συγκριτικό πλεονέκτημα. Βλ. Krugman Paul (1996) " Ricardo's difficult idea" (paper for Manchester conference on free trade, March 1996) <http://web.mit.edu/krugman/www/ricardo.htm>

1945 επικράτησαν, κατά περιόδους σταθερά ή κυμαινόμενα συστήματα συναλλαγματικών ισοτιμιών. Ορισμένες βιομηχανικές χώρες επέστρεφαν στο «Χρυσό Κανόνα» κατά διαστήματα, όπως για παράδειγμα η Βρετανία το 1925. Ωστόσο η επιστροφή αυτή διαρκούσε για μικρά χρονικά διαστήματα και κατέληγε πάντα σε μεγάλες υποτιμήσεις των εθνικών νομισμάτων. Για να αντιμετωπίσουν τις αστάθειες αυτές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, οι ασκούντες οικονομική πολιτική, προσέφευγαν συχνά σε περιορισμούς της κίνησης κεφαλαίων και της μετατρεψιμότητας των νομισμάτων⁴.

Η περίοδος χαρακτηρίστηκε από την ανάγκη ανεξαρτησίας της οικονομικής πολιτικής. Η χρηματοδότηση των πολεμικών δαπανών και η πίεση της εργατικής τάξης για δικαιότερη κατανομή του εισοδήματος απαιτούσαν επεκτατικές δημοσιονομικές και νομισματικές πολιτικές. Όμως η άσκηση ανεξάρτητης οικονομικής πολιτικής από τη μία, η ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων και η σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία από την άλλη, όπως θα δείξουμε αναλυτικά στη συνέχεια⁵, δεν ήταν συμβατές. Προκειμένου να μην αναιρεθούν οι εθνικές οικονομικές πολιτικές από τις εισροές και εκροές κεφαλαίων επιβλήθηκαν σημαντικοί περιορισμοί στην κίνησή τους. Οι Obstfeld και Taylor (2002) σημείωναν επίσης ότι οι χώρες οι οποίες επίμονα επιδίωκαν τη διατήρηση σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας, προσκολλημένες στον «Χρυσό Κανόνα», αντιμετώπισαν την ίδια περίοδο τις μεγαλύτερες πτώσεις στο προϊόν τους και αποπληθωρισμό. Έτσι το

«1930 σχεδόν όλες οι χώρες εγκατέλειψαν τις σταθερού τύπου συναλλαγματικές ισοτιμίες και/ή τις ανοικτές χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές, υπέρ των εθνικών στόχων της οικονομικής πολιτικής κάθε κράτους...[η απόφαση αυτή] σηματοδοτούσε τη γενική ομοφωνία για το ρόλο της οικονομικής πολιτικής, [δημοσιονομικής και νομισματικής] έως την «πληθωριστική» δεκαετία του 1970» (Obstfeld και Taylor 2002, σ.10, 12).

Όπως φαίνεται αναλυτικά στον πίνακα 2(1) που ακολουθεί στη διάρκεια της παρατεταμένης ύφεσης που ακολούθησε την κρίση του 1929 ακολουθήθηκαν τρεις κατά βάση λύσεις στο ζήτημα της μετατρεψιμότητας του εθνικού νομίσματος και της ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων (Obstfeld and Taylor, 1997, σ.22):

⁴ βλ. Obstfeld and Taylor (2002, σ.10)

⁵ Βλ. Κεφάλαιο 4

α) Μία ομάδα χωρών επέλεξε την επιβολή περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων. Χαρακτηριστικά παραδείγματα ανάμεσά τους αποτελούν η Γερμανία που διατήρησε αλώβητη την ισοτιμία του νομίσματός της προς το χρυσό και η Αργεντινή που προέβη σε ευρύτατες διαδοχικές υποτιμήσεις της τάξης του 39%-54%. Η επιβολή περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων επέτρεψε στις χώρες αυτές να εφαρμόσουν επεκτατικές οικονομικές πολιτικές χωρίς «παρενέργειες» από την κίνηση των κεφαλαίων. Ειδικά η Γερμανία άσκησε επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, που χρηματοδοτήθηκε με την έκδοση πληθωριστικού χρήματος για τη χρηματοδότηση πολεμικών δαπανών, χωρίς να υπάρξουν οι σημαντικές εκροές συναλλάγματος που θα συνέβαιναν ελλείψει των περιορισμών.

Πίνακας 2(1): Υποτιμήσεις Νομισμάτων τη δεκαετία του 1930.
(% υποτίμησης ως προς το χρυσό)

Α. Χώρες που επέβαλαν περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων.			Β. Χώρες χωρίς περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων. (Ελεύθερη μετατρεψιμότητα ⁶)		
			<i>B1. Χώρες που ακολουθούσαν το «Χρυσό Κανόνα».</i>		
	<i>1932</i>	<i>1935</i>	<i>1932</i>	<i>1935</i>	
Βουλγαρία	0,0	0,0	Γαλλία	0,0	0,0
Γερμανία	0,0	0,0	Ολλανδία	0,0	0,0
Ουγγαρία	0,0	0,0	Ελβετία	0,0	0,0
Ρουμανία	0,0	0,0	Βέλγιο	0,0	3,2
Λετονία	0,0	1,7	Πολωνία	0,0	0,0
Τουρκία	1,7	1,9	<i>B2. Χώρες που δεν ακολουθούσαν το «Χρυσό Κανόνα» και επέτρεπαν την ελεύθερη διακίνηση του νομίσματός τους.</i>		
Ιταλία	1,5	6,3	Ιρλανδία	28,0	40,2
Τσεχοσλοβακία	0,0	16,2	Νότια Αφρική	2,1	40,8
Αυστρία	22,0	22,0	Η.Π.Α.	0,0	40,8
Γιουγκοσλαβία	6,8	23,0	Καναδάς	11,9	40,9
Εσθονία	0,0	9,9	Ην. Βασίλειο	25,2	41,9
Δανία	29,7	51,5	Σουηδία	25,9	45,6
Ουρουγουάη	54,5	53,9	Νορβηγία	26,9	47,0
Αργεντινή	39,4	54,3	Φινλανδία	6,4	50,4
			Νέα Ζηλανδία	34,2	52,3
			Αυστραλία	42,5	52,6

Πηγή: *Obstfeld και Taylor (1997) σελ.24*

β) Μια μικρή ομάδα ευρωπαϊκών χωρών επέμεινε στην πρόσδεση του νομίσματος με το χρυσό, ενώ παράλληλα επέτρεπε την ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων.

⁶ Οι χώρες που κατηγοριοποιούνται ως χώρες με ελεύθερη μετατρεψιμότητα των νομισμάτων τους διατηρούσαν και αυτές περιορισμούς στη μετατρεψιμότητα των νομισμάτων και στην κίνηση των κεφαλαίων, αλλά αυτοί ήταν προσωρινοί ή/και άτυποι.

κεφαλαίων, θυσιάζοντας με αυτό τον τρόπο την ανεξαρτησία της εθνικής νομισματικής πολιτικής. Χαρακτηριστική περίπτωση αποτελεί η Γαλλία.

γ) Μία Τρίτη ομάδα χωρών επέλεξε την ελεύθερη διακύμανση του νομίσματος, παράλληλα με την ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων. Ο συνδυασμός αυτός οδήγησε σε μεγάλες υποτιμήσεις τα οικεία νομίσματα. Στις χώρες αυτές περιλαμβάνονται το Ην. Βασίλειο και οι Η.Π.Α. Το 1935 τη μικρότερη σχετικά υποτίμηση εθνικού νομίσματος κατά 40% έκανε η Ιρλανδία, ενώ η υποτίμηση του εθνικού νομίσματος της Αυστραλίας άγγιξε το 53%.

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι χώρες που επέλεξαν να μην επιβάλουν περιορισμούς στο συνάλλαγμα και να διατηρήσουν τη σύνδεση του νομίσματός τους με το χρυσό, υπέστησαν τις μεγαλύτερες απώλειες εθνικού εισοδήματος. Το γεγονός αυτό θυμίζει πρόσφατα παραδείγματα αναπτυσσόμενων χωρών, στις οποίες η διατήρηση σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών σε συνδυασμό με την ανεξέλεγκτη κίνηση των κεφαλαίων, οδήγησαν σε οδυνηρές κρίσεις, με αρνητικές επιπτώσεις στο εθνικό εισόδημα και στην απασχόληση. Αντίθετα «*οι χώρες οι οποίες επέβαλαν περιορισμούς μετρίαζαν σημαντικά την πτώση του εθνικού προϊόντος*» (Obstfeld και Taylor, 1997, σ.24).

Ο Sachs (1999, σ.94) θεωρεί τον «Χρυσό Κανόνα» και την αναπόφευκτη περιοριστική νομισματική πολιτική που τον συνόδευε ως πρωταρχικό αίτιο για τη «Μεγάλη Ύφεση» του 1930. Τα αποθέματα σε χρυσό δεν είχαν αυξηθεί για πολλά χρόνια (από τα τέλη του 19^{ου} αιώνα) με αποτέλεσμα η αύξηση του προϊόντος να μην υποστηρίζεται από αντίστοιχη αύξηση στη νομισματική κυκλοφορία. Κατά κανόνα, σε περιόδους χρηματοπιστωτικών κρίσεων, ο χρυσός γινόταν το «ασφαλές καταφύγιο» (στις χώρες βέβαια που η κίνηση των κεφαλαίων δεν είχε σημαντικούς περιορισμούς). Δοθείσης της περιορισμένης προσφοράς του, η τιμή του ανέβαινε παρασύροντας τα νομίσματα που ήταν συνδεδεμένα μαζί του. Το αποτέλεσμα ήταν η πραγματική ανατίμηση των νομισμάτων, η μείωση της ανταγωνιστικότητας των οικονομιών και η εμβάθυνση της ύφεσης.

Οι αρνητικές αυτές επιπτώσεις του «Χρυσού Κανόνα» σε συνδυασμό με την ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων, προετοίμασαν το έδαφος για την κεινσιανή επανάσταση στην μακροοικονομική πολιτική, η οποία καθιερώθηκε σε επίπεδο οικονομικής πολιτικής με το τέλος του Β' παγκοσμίου πολέμου.

2.2.3 Η χρυσή εποχή της μεγέθυνσης (*The Golden Age*).

Η περίοδος μετά το Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο σηματοδεύτηκε από τη συμφωνία του Bretton Woods το 1944 και τη δημιουργία δύο διεθνών διακρατικών οργανισμών: της Παγκόσμιας Τράπεζας και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Ο ρόλος της Παγκόσμιας Τράπεζας ήταν η αρωγή για την ανασυγκρότηση των οικονομιών και η παροχή χρηματοδότησης σε έργα υποδομής. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο είχε το ρόλο του οργανισμού, ο οποίος θα επέβλεπε το παγκόσμιο νομισματικό σύστημα και τις χώρες που μετέχουν σε αυτό, με σκοπό τη σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών και την εν γένει σταθερότητα του παγκοσμίου νομισματικού συστήματος. Για να επιτευχθεί ο σκοπός αυτός τα εθνικά νομίσματα θα έπρεπε να έχουν ένα κοινό σημείο αναφοράς. Αντί του χρυσού που είχε επικρατήσει τις προηγούμενες δεκαετίες, ως νόμισμα αναφοράς χρησιμοποιήθηκε το δολάριο των Η.Π.Α. Ο καθορισμός του δολαρίου ως νομίσματος αναφοράς δεν αρκούσε από μόνος του για τη διατήρηση της παγκόσμιας νομισματικής ισορροπίας, όπως ήταν επιθυμητό. Ως εκ τούτου οι περιορισμοί στην κίνηση των κεφαλαίων και στη μετατρεψιμότητα των νομισμάτων, κρίθηκαν ως αναγκαίο συμπλήρωμα για τη διατήρηση της παγκόσμιας σταθερότητας των τιμών και της αξίας των νομισμάτων.

Λόγω των ρυθμίσεων το δολάριο καθιερώθηκε ως το νόμισμα με το οποίο υλοποιούνταν οι παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών. Αγοράζοντας ή πωλώντας τα αποθέματά τους σε δολάρια οι κεντρικές τράπεζες είχαν τη δυνατότητα να διατηρούν την επιθυμητή ισοτιμία του εθνικού νομίσματος με το δολάριο συνεπώς και με τα υπόλοιπα νομίσματα που ήταν συνδεδεμένα με αυτό. Το ζητούμενο ήταν οι χώρες να μπορούν να έχουν εισροές δολαρίων ώστε να διατηρούν τα αναγκαία αποθέματα σε δολάρια. Οι συναλλαγές σε χρυσό διατηρήθηκαν σε μεγάλο βαθμό, ενώ η σχέση του ως προς το δολάριο παρέμενε σε σχετικά σταθερά επίπεδα, τουλάχιστον έως τη δεκαετία του 1960. Τη δεκαετία του 1960 η προσφορά του δολαρίου αυξανόταν, σε σχέση με αυτή του χρυσού και η σταθερή σχέση ανταλλαγής τους δεν μπορούσε πλέον να διατηρηθεί. Για την αντιμετώπιση αυτής της ανισορροπίας καθιερώθηκαν το 1969 από το Δ.Ν.Τ. τα «Ειδικά Τραβηχτικά Δικαιώματα» (SDRs)⁷ τα οποία χρησιμοποιήθηκαν έκτοτε ως το βασικό αποθεματικό μέσο με το οποίο θα τακτοποιούνταν οι συναλλαγές μεταξύ του Δ.Ν.Τ. και των χωρών που μετείχαν στο σύστημα του Bretton-Woods.

⁷ Για περισσότερες λεπτομέρειες αναφορικά με τα «Ειδικά Τραβηχτικά Δικαιώματα» ο αναγνώστης παραπέμπεται στην ιστοσελίδα: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/what.htm#box3>

Όπως προαναφέρθηκε, βασικό χαρακτηριστικό της περιόδου ήταν οι περιορισμοί που επιβάλλονταν στην κίνηση των κεφαλαίων. Οι πρωτεργάτες του συστήματος του Bretton-Woods, John Maynard Keynes και Harry Dexter White⁸ είχαν διαπιστώσει ότι δεν μπορεί να εφαρμοστεί ένα παγκόσμιο σύστημα σταθερών ισοτιμιών, ταυτόχρονα με την ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων και την ελεύθερη μετατρεψιμότητα των νομισμάτων. Κατά τα λεγόμενα του Keynes⁹:

«Επικρατεί η άποψη ότι ο περιορισμός στην κίνηση των κεφαλαίων, εισερχόμενων και εξερχόμενων, θα πρέπει να είναι ένα μόνιμο χαρακτηριστικό του μεταπολεμικού συστήματος. Για να είναι ο περιορισμός αποτελεσματικός θα πρέπει να εμπεριέχει μηχανισμό ελέγχου του συνάλλαγματος για όλες τις συναλλαγές...».

Στο ίδιο πνεύμα και ο White¹⁰ ισχυριζόταν ότι:

«Θα είναι ένα σημαντικό βήμα στην κατεύθυνση της παγκόσμιας σταθερότητας αν μία κυβέρνηση μέλος [του Δ.Ν.Τ.] μπορούσε να συνεργάζεται πλήρως με κυβέρνηση άλλου μέλους για τον έλεγχο της κίνησης των κεφαλαίων...».

Όποτε επιδιώχθηκε να αρθούν οι περιορισμοί και να επιτραπεί η ελεύθερη μετατρεψιμότητα των νομισμάτων οι συνέπειες ήταν αρνητικές. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα της νομισματικής κρίσης στη Μ. Βρετανία το 1949 (Obstfeld και Taylor, 1997, σ.34). Η Μ. Βρετανία κάτω από την πίεση των Η.Π.Α., οι οποίες της είχαν χορηγήσει δάνειο για να ξεπεράσει προβλήματα στη χρηματοδότηση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, επέτρεψε την ελεύθερη διακύμανση του νομίσματός της τον Ιούλιο του 1949. Με την κίνηση αυτή θεώρησε ότι θα αυξανόταν η διεθνής εμπιστοσύνη προς τη βρετανική στερλίνα, αλλά το αποτέλεσμα ήταν μία μεγάλη εκροή κεφαλαίων, που οδήγησε τη Μ. Βρετανία στο να επαναφέρει τους περιορισμούς ένα μήνα αργότερα.

Παρά τους περιορισμούς σε περίπτωση που ένα νόμισμα θεωρούνταν υπερτιμημένο δεν έλειπαν οι κερδοσκοπικές πιέσεις. Όσο αυξανόταν το διεθνές

⁸ Για την περιγραφή του ρόλου και τη σημαντική συμβολή του White στη δημιουργία του συστήματος του Bretton-Woods βλέπε Horsefield, J. Keith, ed. 1969. The International Monetary Fund 1945-1965, vol.3. Washington D.C.: International Monetary Fund, καθώς και Boughton (1998).

⁹ Παρατίθεται από τους Obstfeld and Taylor (1997, σ.29). Δική μας απόδοση.

¹⁰ Ο.π. σ.30 σε δική μας απόδοση

εμπόριο και οι εμπορικές συναλλαγές μεταξύ των χωρών, τόσο ευκολότερη γινόταν η παράκαμψη των περιορισμών¹¹.

Για πάνω από δύο δεκαετίες με την εξαίρεση κάποιων μεμονωμένων κρίσεων οφειλομένων σε ελλείμματα στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών και πληρωμών το σύστημα του Bretton-Woods λειτούργησε ομαλά καλά και συνέβαλε στη σημαντική οικονομική μεγέθυνση πολλών χωρών και στην πιο μακρά περίοδο διαρκούς αύξησης του προϊόντος τα τελευταία 140 χρόνια. Για αυτό το λόγο η περίοδος αποκλήθηκε ως η χρυσή εποχή (golden age)¹². Οι περιορισμοί στην κίνηση των κεφαλαίων, επέτρεψαν μεγαλύτερη ανεξαρτησία στη νομισματική πολιτική για την επίτευξη των εθνικών οικονομικών στόχων. Ο πίνακας που ακολουθεί είναι αποκαλυπτικός για τους ρυθμούς μεγέθυνσης των νυν αναπτυγμένων χωρών: οι ρυθμοί αυτοί υπήρξαν σε όλες τις περιπτώσεις υψηλότεροι από αυτούς που καταγραφηκαν μετά την κατάργηση του συστήματος του Bretton-Woods στις αρχές του '70.

Πίνακας 2(2): Μέσος όρος ρυθμών μεγέθυνσης των βιομηχανικά προηγμένων χωρών, την περίοδο 1950-2002.

	1950-59	1961-70	1971-80	1981-90	1991-2000	2001-02
Η.Π.Α.	3,2	4,2	3,2	3,2	3,3	0,7
Ιαπωνία	9,5	10,1	4,4	4,1	1,3	-0,8
Καναδάς	3,9	5,6	4,2	2,8	2,4	2,1
Γερμανία	7,8	4,4	2,7	2,2	1,9	0,7
Γαλλία	4,6	5,6	3,3	2,5	1,8	1,8
Ιταλία	5,8	5,7	3,6	2,3	1,6	1,6
Ολλανδία	4,7	5,1	3,0	2,2	2,6	2,1
Βέλγιο	2,9	4,9	3,4	2,1	2,1	1,3

Πηγή: *Huffschmid (2006, σ.178)*.

Οι Ίτο και Λαπαβίτσας (2004, σ.380) θεωρούν το σύστημα σταθερών ισοτιμιών του Bretton Woods ως ένα από τα τέσσερα αίτια των παγκόσμιων οικονομικών επιδόσεων που συντελέστηκαν στην «χρυσή εποχή» (1945-1973)¹³. Ωστόσο δεν

¹¹ Συνηθέστερη δίοδο παράκαμψης των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων για κερδοσκοπία προσέφεραν οι εμπορικές συναλλαγές (leads & lags). Οι κερδοσκόποι επιτάχυναν τις πληρωμές –που αφορούσαν εμπορική συναλλαγή- στο νόμισμα το οποίο ήταν υπερτιμημένο και καθυστέρουσαν τις εισπράξεις στο υποτιμημένο νόμισμα το οποίο επρόκειτο να ανατιμηθεί. Στην περίπτωση της κρίσης στη Μ. Βρετανία το 1949 η πρακτική ήταν επιτάχυνση των πληρωμών σε αγγλικές λίρες και καθυστέρηση των εισπράξεων σε ξένο νόμισμα, λόγω της προσδοκίας για υποτίμηση της λίρας.

¹² Βλ., μεταξύ άλλων, Glyn et.al (1990)

¹³ Κατά τους ίδιους τα υπόλοιπα τρία αίτια της σταθερότητας του συστήματος του Bretton Woods ήταν: α) οι τεχνολογικές καινοτομίες που συντελέστηκαν την εν λόγω περίοδο, β) η άφθονη προσφορά εργατικού δυναμικού και γ) οι χαμηλές τιμές πρωτογενών προϊόντων. Ωστόσο στα συστατικά της οικονομικής επιτυχίας της περιόδου δεν συγκαταλέγονται τις ενεργητικές παρεμβατικές δημοσιονομικές και νομισματικές πολιτικές των κυβερνήσεων. «*Η ανθηρότητα της καπιταλιστικής συσσώρευσης, λόγω των θεμελιωδών συνθηκών που εξετάσαμε παραπάνω [οι τέσσερις αιτίες της σταθερότητας], ήταν πιο σημαντική από την κυβερνητική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική. Είναι παραπλανητικός ο ισχυρισμός (κυρίως υπό την επιρροή της κεϋνσιανής ιδεολογίας) ότι τέτοιες πολιτικές αποτέλεσαν τον*

αναγνωρίζουν τη σημασία των παρεμβατικών οικονομικών πολιτικών για τη σταθερότητα της περιόδου (Ιτο και Λαπαβίτσας, 2004, σ.389), θέση η οποία αμφισβητείται. Την περίοδο 1945-1970 υπήρξε γενική αποδοχή για την ανάγκη παρέμβασης του κράτους στην οικονομία. Παρέμβαση η οποία οδήγησε στη «χρυσή εποχή» του καπιταλισμού, με σταθερή μεγέθυνση και χαμηλή ανεργία μέχρι το 1970 (Pieper και Taylor, 1998, σ.38) (Chang, 1998, σ.97). Εξάλλου η παρέμβαση του κράτους στην οικονομία εξασφάλιζε μακροοικονομική σταθερότητα (Dymski και Isenberg, 1998, σ.220). Η οικονομία εντελώς παραδομένη στις δυνάμεις της αγοράς νομοτελειακά οδηγείται σε χρηματοπιστωτικές κρίσεις, διότι απουσιάζουν οι μηχανισμοί εκείνοι που εγγυώνται την αναλογική αύξηση των μεγεθών -μισθών και κερδών και όχι αύξηση των κερδών εις βάρος των μισθών (Καστοριάδης 1979, σ.209-210).

«...η αυξανόμενη επέμβαση του κράτους στην οικονομία σημαίνει ακριβώς ότι η καπιταλιστική οικονομία δεν είναι πια ολοκληρωτικά παραδομένη στις δυνάμεις της αγοράς...Η επέμβαση του κράτους είναι του λοιπού ακριβώς ο παράγοντας αντιστάθμισης των ασταθειών που ήταν απών στον κλασικό καπιταλισμό. Αυξάνοντας ή περιορίζοντας την καθαρή ζήτηση του για αγαθά και υπηρεσίες το κράτος γίνεται ένας ρυθμιστής του επιπέδου της συνολικής ζήτησης και μπορεί ιδιαίτερα να αντισταθμίζει την ανεπάρκεια αυτής της ζήτησης που είναι η πηγή των κρίσεων υπερπαραγωγής...μία κρίση σαν αυτή του 1929 είναι του λοιπού ακατανόητη, έξω από μία συλλογική κρίση τρέλας των καπιταλιστών» (Καστοριάδης, 1979, σ.210-211).

καθοριστικό παράγοντα για τη μακρά οικονομική άνθηση» (Ιτο και Λαπαβίτσας, 2004, σ.380). Η θέση αυτή εγείρει πολλές επιφυλάξεις: Άφθονα φθηνά εργατικά χέρια υπάρχουν και σήμερα λόγω της αθρόας μετανάστευσης και λόγω του ανοίγματος των αγορών της Κίνας και της Ινδίας και των πρώην σοσιαλιστικών οικονομιών στις οποίες το υπερεθνικό κεφάλαιο βρίσκει πολύ φθηνό εργατικό δυναμικό. Στην εποχή μας επίσης δεν λείπουν οι τεχνολογικές καινοτομίες με σημαντικότερες τις τεχνολογίες της πληροφορίας και του διαδικτύου, ενώ σημαντικές εξελίξεις υπάρχουν και σε πολλούς άλλους τομείς (βιοτεχνολογία, ρομποτική κλπ). Ως προς το θέμα των φθηνών πρώτων υλών, με εξαίρεση το πετρέλαιο, οι τιμές των υπόλοιπων πρώτων υλών κινούνται κυκλικά χωρίς να διατηρούνται υψηλές ώστε να προκαλέσουν ανάσχεση στη μεγέθυνση του προϊόντος. Ακόμα και το πετρέλαιο -παρά τις διακυμάνσεις των τιμών του, που οφείλονται πρωτίστως στη διεθνή κερδοσκοπία και σε γεωπολιτικές διαφορές- για μεγάλες χρονικές περιόδους η τιμή του παραμένει σε ένα σταθερό εύρος διακύμανσης, ενώ αποπληθωρισμένη βρίσκεται σε επίπεδα της δεκαετίας του 1970. Αυτό που χαρακτηριστικά έχει περιοριστεί σε σχέση με τη «χρυσή εποχή» είναι η δυνατότητα (και η επιθυμία) κυβερνητικής παρέμβασης στην οικονομία. Ο περιορισμός αυτός κατά κύριο λόγο προήλθε από την επικράτηση μονεταριστικού τύπου πολιτικών στην οικονομία, αλλά και από την ανεμπόδιστη κίνηση των κεφαλαίων η οποία περιορίζει την άσκηση αποτελεσματικών οικονομικών πολιτικών.

Στις αρχές του 1970 το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα βρέθηκε αντιμέτωπο με σοβαρότερες αυτή τη φορά κρίσεις, με αποτέλεσμα πολλές ευρωπαϊκές χώρες και η Ιαπωνία να μην μπορέσουν να αντισταθούν στις κερδοσκοπικές πιέσεις και να αφήσουν τα νομίσματά τους σε ελεύθερη διακύμανση ως προς το δολάριο. Η ισορροπία αποκαταστάθηκε προσωρινά και επιχειρήθηκε η επαναφορά ελεγχόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών. Το σύστημα σταθερών ισοτιμιών παραμερίστηκε τελικά το 1973, και έκτοτε τα νομίσματα των περισσότερων αναπτυγμένων χωρών αφέθηκαν σε ελεύθερη διακύμανση.

2.2.4 Η σύγχρονη παγκοσμιοποίηση (The global age).

Μετά την κατάρρευση του συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton-Woods, οι κεντρικές τράπεζες, συνέχισαν να παρεμβαίνουν στην αγορά συναλλάγματος ανάλογα με τις επιδιώξεις της οικονομικής πολιτικής. Μάλιστα το μέγεθος των παρεμβάσεων μετά το σύστημα του Bretton-Woods θεωρείται μεγαλύτερο από το αντίστοιχο της περιόδου 1945-1973 (Batiz και Batiz, 1994, σ.59). Οι παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος διατηρήθηκαν, σε βαθμό που δεν μπορούσε κανείς να υποστηρίξει ότι οι ισοτιμίες των νομισμάτων μεταβάλλονταν πραγματικά ελεύθερα. Πολλές ήταν οι αναπτυσσόμενες χώρες που επεδίωξαν για διάφορους λόγους για μεγάλα διαστήματα να διατηρήσουν σταθερή την ισοτιμία του νομίσματός τους έναντι των ισχυρών νομισμάτων¹⁴. Η απελευθέρωση της μετατρεψιμότητας των νομισμάτων είχε ως επακόλουθο την αύξηση του όγκου της κίνησης κεφαλαίων. Ο ακαθάριστος όγκος κίνησης κεφαλαίων είχε ήδη αυξηθεί τη δεκαετία του '70 περισσότερο από ποτέ. Όλες οι αναπτυγμένες χώρες και σχεδόν όλες οι μεγάλες αναπτυσσόμενες, πλην της Κίνας και της Ινδίας, απελευθέρωσαν τον εθνικό λογαριασμό κίνησης κεφαλαίων¹⁵.

Η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων δημιούργησε ένα τεράστιο χρηματοπιστωτικό τομέα στις αναπτυγμένες χώρες, ιδίως στις Η.Π.Α. και στη Μ. Βρετανία. Σε αυτόν τον τομέα των εταιριών που δραστηριοποιούνται στις Η.Π.Α. τα κέρδη υπερτετραπλασιάστηκαν τη δεκαετία του 1990 σε σχέση με τη δεκαετία του 1980: από 29 δισεκατομμύρια δολάρια κατά μέσο όρο τη δεκαετία του 1980,

¹⁴ Ανάμεσά τους αναφέρονται: ο έλεγχος του εγχώριου πληθωρισμού, ο περιορισμός του εισαγόμενου πληθωρισμού, η ένδειξη αξιοπιστίας προς τις κυβερνητικές επιλογές για την εφαρμογή της οικονομικής πολιτικής, η προσέλκυση επενδύσεων χαρτοφυλακίου από το εξωτερικό, ο περιορισμός του συναλλαγματικού κινδύνου κ.α.

¹⁵ Η απελευθέρωση των αγορών είναι ένα «γεγονός που σε ένα βαθμό αντικατοπτρίζει και τα συμφέροντα των Η.Π.Α.» (Obstfeld και Taylor, 2002, σ.56-57).

αυξήθηκαν σε 122 δισ. δολάρια τη δεκαετία του 1990. Το 1980 στον χρηματοπιστωτικό τομέα των Η.Π.Α. αναλογούσε το ένα δέκατο (9,7%) των συνολικών επιχειρηματικών κερδών. Το 2000 το μερίδιο αυτό είχε αυξηθεί στο ένα πέμπτο (20,9%) (Huffschnid 2006, σ.212). Τα στοιχεία αυτά υποδηλώνουν ότι η «πίεση» για την απελευθέρωση των αγορών παγκοσμίως δεν αντικατόπτριζε γενικά «τα συμφέροντα των Η.Π.Α.», όπως αναγνωρίζουν οι Obstfeld και Taylor¹⁶ (2002, σ.56-57) αλλά εντελώς συγκεκριμένα τα συμφέροντα των χρηματοπιστωτικών οργανισμών των Η.Π.Α. Η «Διάσκεψη των Ηνωμένων Εθνών για το Εμπόριο και την Ανάπτυξη» (UNCTAD)¹⁷ αναφέρει χαρακτηριστικά για τις ομάδες συμφερόντων που επωφελούνται από την ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων: «Το κόστος της απελευθέρωσης των αγορών κεφαλαίου (απώλεια πολιτικής αυτονομίας, οικονομικά αστάθεια κλπ.) είναι συλλογικό [επιβαρύνει όλους τους φορολογούμενους και όχι συγκεκριμένες οικονομικές μονάδες], ενώ τα οφέλη τα καρπώνονται συγκεκριμένες οικονομικές μονάδες (χρηματοπιστωτικές και μη επιχειρήσεις, εισοδηματίες κλπ.). Συνεπώς οι πολιτικές πιέσεις από τη δεύτερη κατηγορία είναι επόμενο να μη συναντούν ιδιαίτερες αντιστάσεις».

Η άρση των περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων μετά τη δεκαετία του 1970 συμπίπτει χρονικά με την ανάσχεση των ρυθμών μεγέθυνσης σε σχέση με την περίοδο του συστήματος Bretton-Woods¹⁸. Η απελευθέρωση της κίνησης των κεφαλαίων συνοδεύτηκε από την εκδήλωση πολλών επεισοδίων χρηματοπιστωτικών κρίσεων: η κρίση του Χρέους αρχές της δεκαετίας του '80, η κρίση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος (1992-93), η κρίση της Τεκίλα το 1994-95, η κρίση στην Ν.Α. Ασία και στη Ρωσία το 1997-98 συγκαταλέγονται σε αυτές.

2.3 Ένα σχέδιο συνολικής θεώρησης: πρόταση για το αναλυτικό πλαίσιο.

Η εξέλιξη του φαινομένου της παγκοσμιοποίησης τα τελευταία 150 χρόνια μπορεί σχηματικά να συνοψιστεί στην παρακολούθηση της διαδρομής της κίνησης κεφαλαίων. Οι Obstfeld και Taylor αντιστοίχησαν τους διαδοχικούς βαθμούς απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων σε μια απλή αριθμητική κλίμακα –από το 0 έως το 14- και απεικόνισαν διαγραμματικά αυτή την εξέλιξη. Στο γράφημα αυτό που

¹⁶ Βλ. προηγούμενη υποσημείωση.

¹⁷ UNCTAD (1996) *Trade and Development*, σ.112. Απόδοση δική μας.

¹⁸ Βλ. πίνακα 2 (2)

παραθέτουμε στη συνέχεια το φαινόμενο της παγκοσμιοποίησης «διαβάζεται» σαν ένα φαινόμενο παράλληλο προς το βαθμό απελευθέρωσης της κίνησης των κεφαλαίων. Είναι χαρακτηριστική η ομοιότητα που χαρακτηρίζει τις περιόδους από την κατάργηση του συστήματος του Bretton Woods από τη μία- την περίοδο της σύγχρονης παγκοσμιοποίησης –με την περίοδο πριν από τον Α' Παγκόσμιο Πόλεμο το 1914- την περίοδο δηλαδή της παγκοσμιοποίησης υπό την πλανητική ηγεμονία της Μεγάλης Βρετανίας.

Γράφημα 2(3): Η ένταση της κινητικότητας των κεφαλαίων στη σύγχρονη οικονομική ιστορία.



Πηγή: *Obstfeld και Taylor (2002, σ.6).*

Πράγματι η περίοδος του «Χρυσού Κανόνα», θυμίζει τη σημερινή εποχή, όπου η κίνηση κεφαλαίων ανά τον κόσμο πραγματοποιείται χωρίς ουσιαστικά εμπόδια. Οι κρατούσες κοινωνικές και πολιτικές συνθήκες σε κάθε περίπτωση διαφοροποιούνται κατά πολύ. Το καθεστώς της αποικιοκρατίας που επικρατούσε την περίοδο 1870-1914 «διευκόλυνε» την ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων. Εξηγείται έτσι ότι τα τότε αναπτυγμένα κράτη (αποικιοκρατικά) υπήρξαν σημαντικοί εξαγωγείς κεφαλαίων προς τις αναπτυσσόμενες χώρες-αποικίες τους. Στον πίνακα 1.2(3) καταγράφεται ότι το 82% των συνολικών δανειακών κεφαλαίων προερχόταν από τέσσερις πιστωτές: τη Μ. Βρετανία, την Γαλλία, την Γερμανία, τις Η.Π.Α. Αν εστιάσει κανείς ειδικά στα κεφάλαια που χρηματοδότησαν ξένες άμεσες επενδύσεις οι ίδιοι τέσσερις μεγάλοι

πιστωτές έχουν ακόμη μεγαλύτερο μερίδιο που αγγίζει σχεδόν το 87%. Στον ίδιο πίνακα από τα στοιχεία για τον προορισμό αυτών των κεφαλαίων προκύπτει ότι οι λιγότερο αναπτυγμένες περιοχές (Λατινική Αμερική, Ασία, Αφρική, Ωκεανία) απορρόφησαν το 49% του συνόλου των δανειακών κεφαλαίων και τα δύο τρίτα (66,2%) του συνόλου των άμεσων ξένων επενδύσεων.

Το δίπολο «μεγάλες βιομηχανικές χώρες της Δύσης-λιγότερο αναπτυγμένες χώρες» δεν επιβεβαιώνεται στη νέα φάση της παγκοσμιοποίησης. Η σημερινή εικόνα είναι λιγότερο καθαρή. Η μεγαλύτερη οικονομία στον κόσμο, αυτή των Η.Π.Α., είναι πλέον ο μεγαλύτερος πιστούχος (Obstfeld και Taylor, 2002, σ.57). Τα επί μακρόν διατηρούμενα «διπλά» ελλείμματα των Η.Π.Α. (δημοσιονομικό και έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών), χρηματοδοτούνται από μεγάλες εισροές κεφαλαίων από το εξωτερικό. Οι αναπτυσσόμενες οικονομίες -με πιο εντυπωσιακή περίπτωση της Κίνας- πρωτοστατούν ανάμεσα στους μεγάλους πιστωτές τους. είναι κάτοχοι σημαντικού τμήματος του χρέους αναπτυγμένων χωρών παγκοσμίως.

Πίνακας 2(3): Περιοχές προέλευσης/προορισμού δανειακών κεφαλαίων (1913)
(Ποσοστιαία κατανομή ως προς το σύνολο του κόσμου)

	<u>Χώρα Προέλευσης</u>		<u>Προορισμός</u>	
	<i>Συνολικά</i>	<i>Άμεσες Ξένες Επενδύσεις</i>	<i>Συνολικά</i>	<i>Άμεσες Ξένες Επενδύσεις</i>
Βρετανία	41%	45,5%	Ευρώπη	27%
Γαλλία	20%	12,2%	Λατ. Αμερική	19%
Γερμανία	13%	10,5%	Β. Αμερική	24%
Η.Π.Α.	8%	18,5%	Ασία	14%
Λοιπές	18%	13,3%	Αφρική-Ωκεανία	16%

Πηγή: Bairoch και Kozul-Wright (1996, σ. 12).

Οι υπέρμαχοι της παγκοσμιοποίησης παραλληλίζουν την περίοδο του «Χρυσού Κανόνα» με τη σημερινή εποχή τονίζοντας ότι η σήμερα όπως και τότε θα κλείσει η ψαλίδα μεταξύ πλούσιων και φτωχών χωρών και θα υποστηριχθεί η γενικότερη οικονομική ανάπτυξη. Πέραν του ότι «...θα ήταν τεράστιο λάθος να συμπεράνουμε ότι έχουμε επιστρέψει στη διεθνή οικονομία του 19^{ου} αιώνα» (Γκρέν, 1999, σ.127) δεν έχει αποδειχθεί ότι υπήρξε πράγματι σύγκλιση των οικονομιών στην περίοδο του «Χρυσού Κανόνα». Άλλωστε στις ίδιες τις αναπτυγμένες χώρες λίγοι ήταν αυτοί που μπορούσαν πράγματι να επωφεληθούν από την παγκοσμιοποιημένη αγορά αγαθών και κεφαλαίου. Οι Bairoch και Kozul-Wright (1996, σ.26) υποστηρίζουν ότι δεν υπάρχουν στοιχεία που να τεκμηριώνουν «ότι αυτή η περίοδος [1870-1914] ήταν μια χρυσή περίοδος οικονομικής μεγέθυνσης και σύγκλισης.».

Πίνακας 2(4): Γεωγραφική Κατανομή της Βιομηχανικής Παραγωγής (%)

	1830	1860	1913
Η.Π.Α.	2,4	7,2	32
Ην. Βασίλειο	9,5	19,9	13,6
Γερμανία	3,5	4,9	14,8
Γαλλία	5,2	7,9	6,1
Ρωσία	5,6	7,8	8,2
Λοιπές Αναπτυγμένες	13,3	15,7	17,8
Λοιπές	60,5	36,6	7,5
ΣΥΝΟΛΟ	100	100	100

Πηγή: *Bairoch και Kozul-Wright (1996), σελ. 15*

Τα στοιχεία του πίνακα 2(4) φανερώνουν τη δυστοκία σύγκλισης μεταξύ αναπτυγμένων και αναπτυσσόμενων χωρών την περίοδο 1870-1914. Τα οφέλη της «χρυσής περιόδου» εκτιμημένα με βάση το μερίδιο στη συνολική βιομηχανική παραγωγή συγκεντρώνεται πρωτίστως στις Η.Π.Α., τη Γερμανία και τη Ρωσία. Οι τρεις αυτές χώρες αύξησαν μεταξύ 1860 και 1913 το μερίδιό τους από περίπου 20% σε 55%. Παράλληλα οι λιγότερο αναπτυγμένες χώρες ενώ συμμετείχαν με 37%-έναντι 60% το 1830- περιορίστηκαν το 1913 όλες μαζί σε ένα μερίδιο μικρότερο του 8%- δηλαδή μικρότερο από το μερίδιο της Ρωσίας. Όμως και για κάποιες από τις μεγάλες δυνάμεις της εποχής όπως η Γαλλία και το Ηνωμένο Βασίλειο το μερίδιο στη βιομηχανική παραγωγή ακολούθησε μια πορεία πτωτική σε αντίθεση με την εξέλιξη που είχε καταγράψει αρχικά μεταξύ 1830 και 1860. Το βασικό συμπέρασμα είναι ότι η πρώτη παγκοσμιοποίηση οδήγησε σε περιθωριοποίηση τις λιγότερες αναπτυγμένες βιομηχανικά χώρες και σε απόκλιση από το πρότυπο ανάπτυξης που κυριαρχούσε εκείνη την εποχή με οδηγό την αύξηση της βιομηχανικής παραγωγής.

Ο αποικιακός χαρακτήρας της πρώτης περιόδου της παγκοσμιοποίησης σφράγισε την οικονομική ανάπτυξη. Οι αγορές μεταξύ των αποικιοκρατικών χωρών και των αποικιών τους ενοποιήθηκαν σε κάποιο βαθμό, χωρίς αυτό να συμβάλει σε σύγκλιση των οικονομιών. Όλη η περίοδος χαρακτηρίστηκε από την έντονη εκμετάλλευση των πλουτοπαραγωγικών πηγών των αποικιών εκ μέρους των αποικιοκρατών. Αυτή η τακτική ευθύνεται για την οικονομική καθυστέρηση των χωρών αυτών επί μακρόν στα χρόνια που ακολούθησαν.

Η προσήλωση στον «Χρυσό Κανόνα» και στη διατήρηση σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών υπογραμμίζουν την έλλειψη δημοκρατικών θεσμών κατά την περίοδο αυτή. Η πάση θυσία διατήρηση της σχέσης με το χρυσό, σε συνδυασμό με την απεριόριστη κίνηση των κεφαλαίων την περίοδο της «πρώτης

παγκοσμιοποίησης», δεν άφησαν περιθώρια για ανεξάρτητη νομισματική πολιτική. Το αποτέλεσμα ήταν ισορροπημένα ισοζύγια εις βάρος των εισοδημάτων του συντριπτικά μεγαλύτερου μέρους του πληθυσμού. Οι περιορισμοί στην κίνηση των κεφαλαίων συνδυάστηκαν στις επόμενες περιόδους με ενίσχυση δημοκρατικών θεσμών και παράλληλη ενδυνάμωση των εργατικών κινημάτων και κομμάτων. Ο Eichengreen (1996), ο Hufschmid (2006) και ο Καστοριάδης (1979) συγκλίνουν στην παραδοχή ότι κατά τη διάρκεια της περιόδου 1945-1973, το κεφάλαιο «αναγκάστηκε» να δεχθεί μία σειρά συμβιβασμών, μεταξύ των οποίων η χαλιναγώγηση και ο έλεγχος του χρηματοπιστωτικού τομέα και ο περιορισμός στην κίνηση των κεφαλαίων.

Η πρόβλεψη ότι η παγκοσμιοποίηση των οικονομιών, λόγω της ευημερίας που θα προκαλούσε, θα αποτελούσε παράγοντα σταθερότητας που θα απομάκρυνε το ενδεχόμενο συρράξεων και πολέμων ανά τον κόσμο διαψεύστηκε. Αντιθέτως μάλιστα σε συνδυασμό με άλλα αίτια, η διαμάχη για τον έλεγχο των αποικιών και των πλουτοπαραγωγικών πηγών οδήγησε στο μεγαλύτερο μέχρι τότε πόλεμο, τον Α' παγκόσμιο πόλεμο.

Η αδυναμία των αναπτυσσόμενων χωρών να επιτύχουν ικανοποιητικούς ρυθμούς μεγέθυνσης συνεχίστηκε κατά τη διάρκεια του 20^{ου} αιώνα. Κατά τις περιόδους άμβλυνσης των περιορισμών της κίνησης κεφαλαίων, οι αναπτυσσόμενες οικονομίες παρουσίασαν χαμηλότερους ρυθμούς μεγέθυνσης [πίν. 2(5)]. Αυτό ισχύει και κατά την περίοδο ισχύος του Bretton-Woods, μεταξύ 1950-1970. Την περίοδο αυτή ωστόσο καταγράφονται στις αναπτυσσόμενες χώρες οι υψηλότεροι ρυθμοί μεγέθυνσης –καίτοι παραμένουν χαμηλοί σε σύγκριση με τις επιδόσεις των ανεπτυγμένων χωρών. Η χαλιναγώγηση της κίνησης των κεφαλαίων που ίσχυε εκείνη την περίοδο ανά τον κόσμο δείχνει με έμφαση να ευνοεί τη γρήγορη μεγέθυνση σε όλες τις ομάδες χωρών.

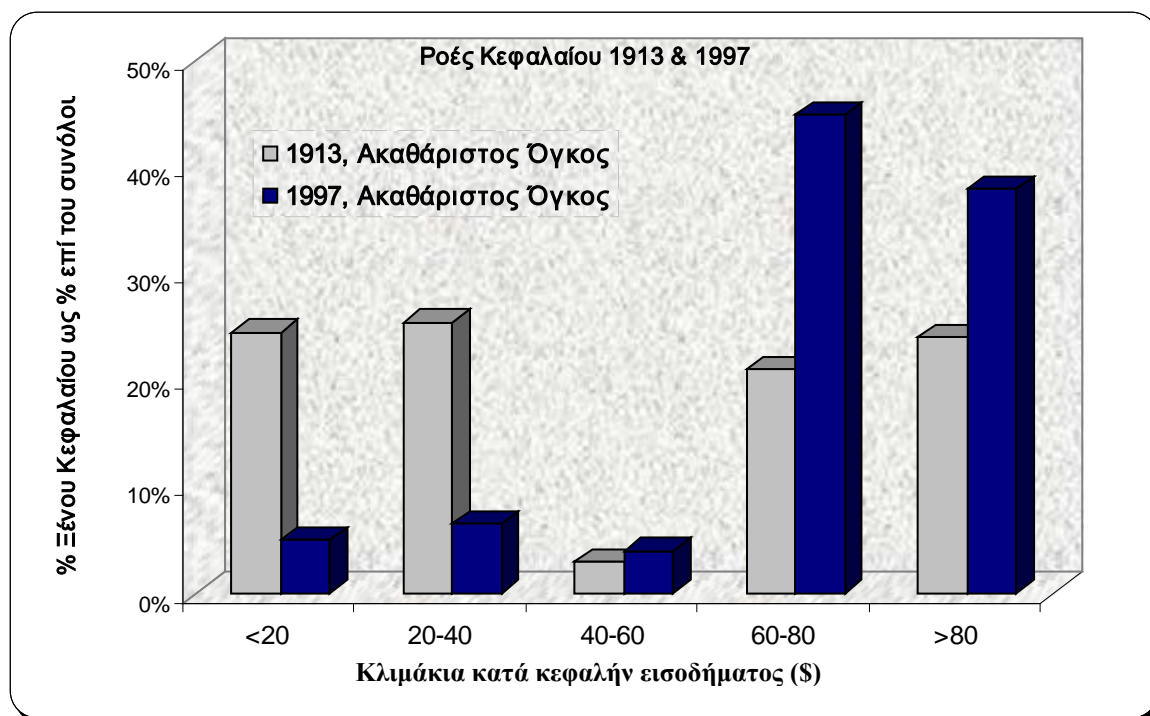
Πίνακας 2(5): Τάσεις στην οικονομική μεγέθυνση, 1830-1990–
Ετήσια μεγέθυνση του κατά κεφαλήν ΑΕΠ (τριετής μέσος όρος)

	Αναπτυγμένες Χώρες	Αναπτυσσόμενες Χώρες	Σύνολο Χωρών
1830-1870	0,6	-0,2	0,1
1870-1890	1	0,1	0,7
1890-1913	1,7	0,6	1,4
1913-1920	-1,3	0,2	-0,8
1920-1929	3,1	0,1	2,4
1929-1950	1,3	0,4	0,8
1950-1970	4	1,7	3
1970-1990	2,2	0,9	1,5

Πηγή: *Bairoch και Kozul-Wright (1996, σ.20)*

Σήμερα η κατάσταση καθ' όσον αφορά στη σύγκλιση αναπτυγμένου και αναπτυσσόμενου κόσμου τείνει να καταστεί σχετικά δυσμενέστερη. Η απελευθέρωση στην κίνηση κεφαλαίων δεν φαίνεται να συνέβαλε σε παραγωγικότερη κατανομή των κεφαλαίων ανά τον κόσμο. Δεν φαίνεται να οδήγησε σε αύξηση των παραγωγικών επενδύσεων στις χώρες που τις έχουν μεγαλύτερη ανάγκη. Ο προορισμός των κεφαλαίων αντιστράφηκε. Οι πιο φτωχές χώρες που πράγματι έχουν την ανάγκη ξένων κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση επενδύσεων δεν είναι οι κύριοι αποδέκτες εισροών κεφαλαίων, όπως ήταν το 1913. Ο προορισμός των κεφαλαίων αφορά σε αναπτυσσόμενες οικονομίες με κατά κεφαλήν εισόδημα άνω των 60 δολαρίων.

Γράφημα 2(4): Ρέουν τα κεφάλαια προς τις πιο φτωχές χώρες; 1913 σε σχέση με 1997.



Πηγή: *Obstfeld και Taylor, 2002 σελ. 60*

Η σύγχρονη παγκοσμιοποίηση δεν φαίνεται να υποστηρίζει τη σύγκλιση μεταξύ φτωχών και πλούσιων χωρών. «Σήμερα οι αναπτυγμένες χώρες επενδύουν σχετικά περισσότερο μεταξύ τους και σχετικά λιγότερο στην περιφέρεια σε αντίθεση με ό,τι συνέβαινε έναν αιώνα πριν» (Rousseau και Sylla, 2001, σ. 5). Η παγκοσμιοποίηση οδηγεί σε ροές κεφαλαίων που ευνοούν μία ουσιαστικά μικρή ομάδα χωρών και μάλιστα συγκεκριμένες ομάδες συμφερόντων εντός των χωρών αυτών. Οι ανταλλαγές εμπορευμάτων και κεφαλαίων διεξάγονται μεταξύ των μεγαλύτερων οικονομιών. Οι επενδύσεις πραγματοποιούνται μεταξύ των αναπτυγμένων χωρών. Οι Boyer και Drache (1996, σ.2) υπολογίζουν ότι το 85% των ξένων επενδύσεων πραγματοποιείται στη Βορείο Αμερική, την Ευρώπη και την Ιαπωνία.

Ο Petrella (1996, σ.79) υπολογίζει ότι το μερίδιο των κεφαλαίων που κατευθύνεται στις φτωχές χώρες από 14% το 1982 μειώθηκε σχεδόν στο μηδέν το 1989. Ειδικά μετά το 1990, οι περισσότερες φτωχές χώρες δεν ελκύνουν παρά ελάχιστο κεφάλαιο¹⁹. Το κεφάλαιο αυτό αφορά δε κατά βάση δωρεές και οικονομική βοήθεια για ανθρωπιστικούς λόγους, παρά για αναπτυξιακούς. Η παραγωγή συγκεντρώνεται σε ένα μικρό αριθμό χωρών και κατά βάση στην «τριάδα» Η.Π.Α.-Ευρώπη-Ιαπωνία).

«Αυτός είναι ένας νέος διαχωρισμός του κόσμου, μεταξύ του ενοποιημένου κόσμου που αναπτύσσεται διαρκώς και του ολόένα περισσότερο αποκλεισμένου κόσμου, εκτός της “τριάδας”. Ο χρόνος θα δείξει αν αυτός ο άνισος κόσμος είναι βιώσιμος πριν οι πολιτικές συγκρούσεις, εγχώριες και διεθνείς, αναγκάσουν σε δραστικές αλλαγές του μοντέλου της παγκοσμιοποίησης, που σήμερα φαίνεται αμετάκλητο». (Petrella, 1996, σ.81)²⁰.

Στο γράφημα 1.2 (5) απεικονίζεται ο καθарός και ακαθάριστος όγκος του παγκοσμίου ξένου κεφαλαίου (απαιτήσεις/ενεργητικό και υποχρεώσεις/παθητικό) σε σχέση με το συνολικό παγκόσμιο Α.Ε.Π²¹. Ο ακαθάριστος όγκος αναπτύσσεται σημαντικά. Διεθνώς χώρες με μεγάλες υποχρεώσεις προς το εξωτερικό (Μ. Βρετανία, Ιαπωνία, Καναδάς, Γερμανία κ.α.) είναι αυτές που φαίνονται να έχουν και μεγάλες

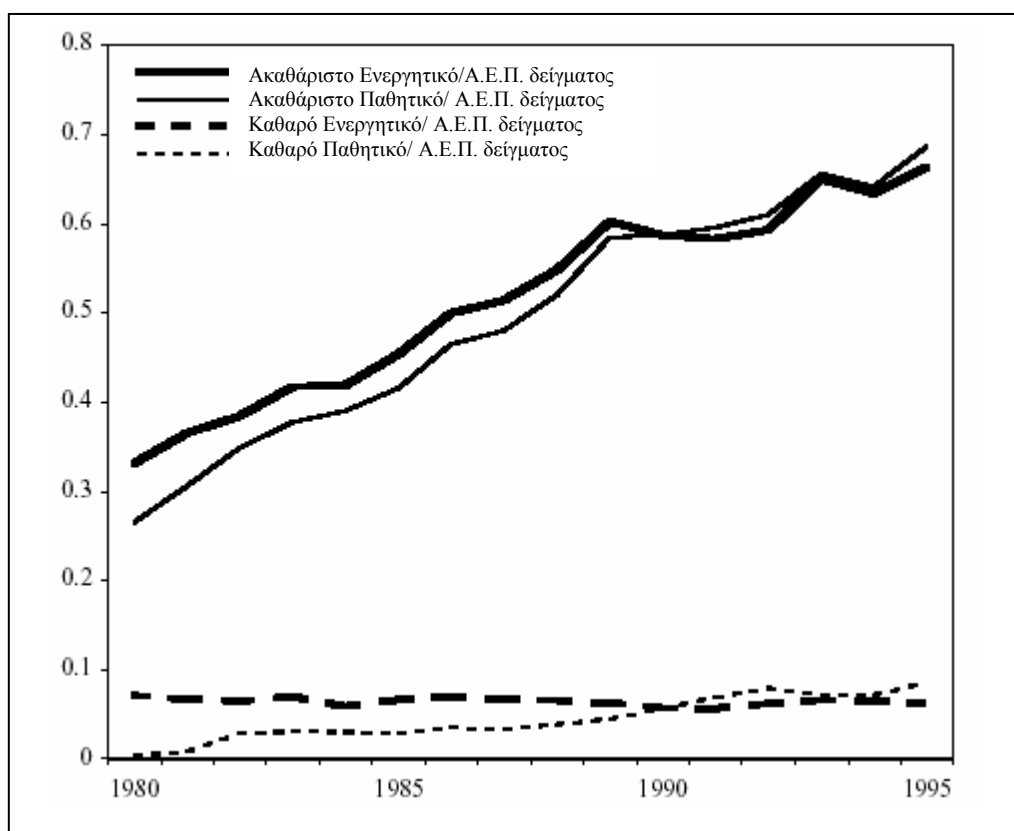
¹⁹ Με εξαίρεση το «σύμπλεγμα» χωρών Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία, Κίνα οι οποίες είναι γνωστές με το αρκτικόλεξο BRICs.

²⁰ Σε δική μας απόδοση

²¹ Το ακαθάριστο μέγεθος αφορά τις συνολικές διακρατικές απαιτήσεις (ενεργητικό) και υποχρεώσεις (παθητικό) σε ξένα κεφάλαια που υπάρχουν ανά τον κόσμο. Για παράδειγμα έστω δύο χώρες Α και Β. Η Α έχει συνολικές υποχρεώσεις προς τη Β 100 και η Β προς την Α 50. Η ακαθάριστη αξία του συνολικού απαιτητού κεφαλαίου είναι 150. Η καθαρή του αξία (μετά τον συμψηφισμό υποχρεώσεων απαιτήσεων) είναι 50. Οι απαιτήσεις και υποχρεώσεις αφορούν το σύνολο ξένου κεφαλαίου (δανειακά κεφάλαια, τοποθετήσεις χαρτοφυλακίου, ροές άμεσων ξένων επενδύσεων).

απαιτήσεις από τρίτες χώρες (Obstfeld και Taylor, 2002, σ.57). Από την άλλη πλευρά ο καθαρός όγκος μένει στάσιμος, αφού είναι λιγότερες οι χώρες που αποτελούν μεγάλους εξαγωγείς ή εισαγωγείς καθαρών κεφαλαίων. Ο κύριος όγκος κεφαλαίων σήμερα δεν αφορά μακροχρόνιες τοποθετήσεις στις αναπτυσσόμενες χώρες όπως συνέβαινε κατά την παγκοσμιοποίηση της εποχής του «Χρυσού Κανόνα». Έτσι μπορούμε να συμπεράνουμε ότι στην τρέχουσα φάση της παγκοσμιοποίησης κυριαρχεί η ανταλλαγή περιουσιακών στοιχείων μεταξύ αναπτυγμένων κρατών. Ουσιαστικό της κίνητρο είναι η κάλυψη κινδύνων των επενδύσεων (hedging) και η αναζήτηση καταφυγίων με υψηλές αποδόσεις για την ρευστότητα που πλεονάζει σε διεθνή κλίμακα. Έχουμε περάσει από την αναπτυξιακή χρηματοδότηση σε μία «χρηματοδότηση για τη διασπορά των κινδύνων» (Obstfeld και Taylor, 2002, σ.59).

Γράφημα 2(5): Όγκος Ξένου Κεφαλαίου 1980-1995 (Ακαθάριστος & Καθαρός)



Πηγή: Obstfeld και Taylor, 2002 σελ. 59

Πέρα από τις διαφορές στον όγκο, την προέλευση, τον προορισμό και τους πρωταρχικούς σκοπούς της κίνησης κεφαλαίων που χαρακτηρίζουν τις δύο περιόδους υπάρχει ένα κοινό χαρακτηριστικό: Η συχνότητα εκδήλωσης κρίσεων. Οι κρίσεις

περιορίζονται σχετικά κατά την «χρυσή εποχή» της συνθήκης του Bretton-Woods, οπότε οι κινήσεις κεφαλαίων ήταν περιορισμένες και κυριαρχούσε το σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Είναι χαρακτηριστικά για το ζήτημα αυτό τα ευρήματα έρευνας που αναδημοσιεύεται από τους Allen and Gale (2007) και συνοψίζονται στον πίνακα 2(6) που παρατίθεται στη συνέχεια. Η περίοδος των περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων και των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών χαρακτηρίζεται από γενικότερη χρηματοπιστωτική σταθερότητα σε σύγκριση με τις περιόδους της α' και β' παγκοσμιοποίησης (πριν το 1914 δηλαδή και μετά το 1973).

Η έρευνα είναι αποκαλυπτική ως προς τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα της περιόδου του συστήματος του Bretton Woods σε αντιδιαστολή με την μεγαλύτερη διάρκεια και σφοδρότητα που είχαν οι κρίσεις τις δύο περιόδους της παγκοσμιοποίησης²². Από αυτά τα στοιχεία, μόνον οι συναλλαγματικές κρίσεις που σημειώθηκαν κατά την δεύτερη περίοδο της παγκοσμιοποίησης φαίνεται να υπήρξαν εντονότερες από τις συναλλαγματικές κρίσεις της «χρυσής εποχής», αφού η μέση σωρευτική απώλεια του Α.Ε.Π. περιορίζεται σε 3,8 έναντι 5,2 μονάδων²³. Αυτό το «θετικό» σχετικά στοιχείο της περιόδου μετά το '73 αντισταθμίζεται όμως από το γεγονός ότι κατά την περίοδο αυτή μπαίνουν στον χορό των κρίσεων κάθε μορφής-τραπεζικών, συναλλαγματικών ή δίδυμων²⁴- άλλες 35 αναπτυσσόμενες χώρες. Αν συμπεριληφθούν και αυτές στον απολογισμό η εικόνα της σύγχρονης παγκοσμιοποίησης χαρακτηρίζεται από μια μικρή μείωση της διάρκειας των κρίσεων αλλά και από την αύξηση της έντασης τους στο σύνολο και ειδικά σε ότι αφορά τις συναλλαγματικές και δίδυμες κρίσεις.

²² Η περίοδος 1919-1939 είναι μακράν η πιο επιβαρυνόμενη εφόσον περιλαμβάνει την κρίση του 1929, τη μεγαλύτερη που εκδηλώθηκε ποτέ.

²³ Οι 21 χώρες είναι οι περισσότερο αναπτυγμένες σήμερα. Αποτελούν τη βάση σύγκρισης των τεσσάρων περιόδων. Οι επιπλέον χώρες που προστίθενται στο δείγμα την τελευταία περίοδο είναι ως επί το πλείστον αναπτυσσόμενες και επλήγησαν με ιδιαίτερη σφοδρότητα την εποχή της δεύτερης παγκοσμιοποίησης.

²⁴ Εκτενής αναφορά στην τυποποίηση των οικονομικών κρίσεων παρουσιάζεται σε επόμενη ενότητα.

Πίνακας 2(6): Διάρκεια και ένταση κρίσεων στις τέσσερις περιόδους της ιστορικής αναδρομής

Σύνολο χωρών	1880-1913	1919-1939	1945-1971	1973-1997 (21 χώρες)	1973-1997 (56 χώρες)
	<i>Μέση διάρκεια κρίσεων σε έτη</i>				
Συναλλαγματικές κρίσεις	2.6	1.9	1.8	1.9	2.1
Τραπεζικές κρίσεις	2.3	2.4	A	3.1	2.6
Δίδυμες κρίσεις ⁽¹⁾	2.2	2.7	1.0	3.7	3.8
Σύνολο κρίσεων	2.4	2.4	1.8	2.6	2.5
	<i>Μέση ένταση κρίσεων (σωρευτική απώλεια του Α.Ε.Π.)</i>				
Συναλλαγματικές κρίσεις	8.3	14.2	5.2	3.8	5.9
Τραπεζικές κρίσεις	8.4	10.5	A	7.0	6.2
Δίδυμες κρίσεις	14.5	15.8	1.7	15.7	18.6
Σύνολο κρίσεων	9.8	13.4	5.2	7.8	8.3

Πηγή: Allen and Gale (2007, σ.39). Τα στοιχεία παρατίθενται από το άρθρο των Bordo, M., B. Eichengreen, D. Klingebiel and M. Martinez-Peria (2001). "Is the Crisis Problem Growing More Severe?" *Economic Policy*, April, pp. 53-82

(1) Αφορούν συνδυασμό συναλλαγματικών και τραπεζικών (2) Το «Α» υποδηλώνει απουσία κρίσεων.

(2) Η διάρκεια της κρίσης ορίζεται ως ο χρόνος που χρειάστηκε ώστε να επιστρέψει η μεγέθυνση του Α.Ε.Π. στην τάση που είχε τα τελευταία πέντε χρόνια πριν την εκδήλωση της κρίσης. Η ένταση/σφοδρότητα της κρίσης υπολογίζεται ως το σωρευτικό άθροισμα της απώλειας που υφίσταται το Α.Ε.Π. σε σχέση με την τάση του πριν το ξέσπασμα της κρίσης (Allen and Gale, 2007, σ.3)

Με τα λόγια των ίδιων των συγγραφέων το συμπέρασμα είναι το εξής:

- Κατά τη διάρκεια της περιόδου που επικρατούσε το σύστημα του Bretton Woods (1945-1971) οι χώρες είτε ρύθμιζαν αυστηρά το τραπεζικό τους σύστημα για να διατηρούν «καθαρούς» τραπεζικούς ισολογισμούς, είτε αποκτούσαν τα ίδια τα κράτη τον έλεγχο των τραπεζών, έτσι ώστε να αποφεύγεται η ανάληψη υψηλών κινδύνων εκ μέρους των τραπεζών. Έτσι πέτυχαν να περιορίσουν τις τραπεζικές κρίσεις, ενώ μία μόνο δίδυμη κρίση ξέσπασε την ίδια περίοδο.
- Η σύγχρονη εποχή της παγκοσμιοποίησης (1973-1997) φαίνεται πιο επιρρεπής στις κρίσεις από κάθε άλλη περίοδο πλην της περιόδου της «μεγάλης ύφεσης» (Allen και Gale, 2007, σ.5-6).

Ο σημερινός κύκλος της παγκοσμιοποίησης δεν αποτελεί τη φυσική συνέχεια της πρώτης παγκοσμιοποίησης που συντελέστηκε στα τέλη του 19ου αιώνα και διεκόπηκε με το ξέσπασμα του Α' παγκόσμιου πολέμου το 1914. Στο σημείο αυτό είναι χρήσιμο να παραθέσουμε την άποψη του Γκρέυ (1999, σ.56-57) που γράφει χαρακτηριστικά:

«Οι ελεύθερες αγορές δημιουργούνται από την κρατική εξουσία και επιζούν για όσο διάστημα το κράτος καταφέρνει να αποτρέπει την πολιτική έκφραση των ανθρώπινων αναγκών για εξασφάλιση και έλεγχο του οικονομικού κινδύνου...Οι αγορές που υπόκεινται σε περιορισμούς είναι ο κανόνας για κάθε κοινωνία, ενώ οι ελεύθερες αγορές είναι μια επινόηση, προϊόν σχεδιασμού και πολιτικής παρέμβασης».

Συγκεκριμένες πολιτικές και παρεμβάσεις οδήγησαν στην σύγχρονη παγκοσμιοποιημένη εποχή (global age) της οποίας τα οφέλη, για μεγάλα τμήματα του πληθυσμού των αναπτυσσόμενων ή/και των αναπτυγμένων χωρών, είναι αμφιλεγόμενα.

Η απελευθέρωση της κίνησης των κεφαλαίων παρουσιάζεται κατά την τελευταία τριακονταετία ως απολύτως αναγκαία για την παγκόσμια ανάπτυξη και ευημερία. Ο Bhagwati (1998, σ.4-5) χαρακτηρίζει το φαινόμενο ως το «σύμπλεγμα» της Wall Street και του Υπουργείου Οικονομικών των Η.Π.Α.:

«Τα συμφέροντα έχουν παίξει κεντρικό ρόλο [στο αίτημα για την απελευθέρωση της κίνησης των κεφαλαίων]. Οι χρηματοπιστωτικές εταιρίες της Wall Street έχουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον για ένα κόσμο χωρίς περιορισμούς στην κίνηση των κεφαλαίων, αφού μεγαλώνει την αρένα όπου δραστηριοποιούνται και βγάζουν χρήματα. Δεν θα πρέπει λοιπόν να προκαλεί έκπληξη η παρέμβαση της Wall Street στα ταραγμένα νερά της Ουάσιγκτον, ώστε να τα οδηγήσει προς αυτή την κατεύθυνση».

Το «σύμπλεγμα» βασίστηκε στη θεωρητική, επιστημονική συνδρομή της νεοκλασικής οικονομικής θεωρίας για την οποία η απελευθέρωση κάθε μορφής αγοράς (εργασίας, εμπορευμάτων, κεφαλαίων) είναι θεμελιώδης παραδοχή. Μένει ωστόσο να αποδειχθεί αναλυτικά ότι η ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων αυξάνει τους ρυθμούς μεγέθυνσης, συμβάλει στην οικονομική ανάπτυξη και τη σταθερότητα όπως θα περίμενε κανείς να συμβεί με βάση τις υποθέσεις του νεοκλασικού υποδείγματος και όχι την μεταβλητότητα, την αστάθεια φτάνοντας στο σημείο να προξενεί χρηματοπιστωτικές κρίσεις, όπως ανατείνουν οι πολέμοι της και φαίνεται να υποδηλώνουν τα στοιχεία που παρουσιάστηκαν ως τώρα.

Η παγκοσμιοποίηση από μόνη της δεν είναι αρνητικό φαινόμενο και πάντως δεν είναι κάτι το οποίο μπορείς κατά βούληση να περιορίσεις. Αυτό που έχει ιδιαίτερη σημασία είναι το πώς διαχειρίζεται κάθε κράτος τις νέες συνθήκες που

επιβάλλει η παγκοσμιοποίηση. Ο Rodrik (1998, σ.12) υπογραμμίζει ότι κακώς η παγκοσμιοποίηση έχει ταυτιστεί με μικρότερο κράτος, με χαμηλότερες κοινωνικές δαπάνες, με το αγγλο-αμερικανικό μοντέλο ως το μοναδικό στο οποίο υποτίθεται ότι όλα τα κράτη οφείλουν να συγκλίνουν. Ο Rodrik θέλοντας να δείξει τη μεγάλη σημασία που έχει το πώς κανείς πορεύεται συνεχίζει τη φράση του Keynes που περιέγραφε την παγκοσμιοποίηση λίγο πριν ξεσπάσει ο Α΄ Παγκόσμιος Πόλεμος:

«...αλλά το σημαντικότερο από όλα είναι πως η κατάσταση αυτή θεωρείτο ως φυσική, βέβαιη και μόνιμη και όποια απόκλιση από αυτήν σκανδαλώδης και απευκταία. Τα έργα και οι πολιτικές του милитарισμού και του ιμπεριαλισμού, οι φυλετικές και πολιτισμικές αντιπαλότητες, τα μονοπώλια, οι περιορισμοί και οι αποκλεισμοί έπαιζαν το ρόλο του όφι για τον παράδεισο αυτό...ο διεθνισμός πρακτικά τελείωνε»²⁵.

Πράγματι στην εποχή εκείνη η παγκοσμιοποίηση αποτελούσε φαινομενικά μόνιμη κατάσταση, τα θεμέλια της αποδείχθηκαν πολύ εύθραυστα. Ο Rodrik (1998β, σ.37) καταλήγει πως, όπως και τότε έτσι και σήμερα, η παγκοσμιοποίηση μπορεί να αποδειχθεί προσωρινή και επώδυνη. Θα πρέπει οι κυβερνήσεις να πολιτευτούν δημοκρατικά προβλέποντας ως απαραίτητες ασφαλιστικές δικλίδες, όπως κοινωνικές δαπάνες, επενδύσεις στην παιδεία κλπ. *«Η βασική πρόκληση που αντιμετωπίζει ο παγκόσμιος καπιταλισμός είναι η διατήρηση πολιτικής νομιμότητας. Με απύουσα τη νομιμότητα ο παγκόσμιος καπιταλισμός είναι απλά μη βιώσιμος»* (Rodrik, 1998β, σ.38).

Ο Stiglitz από την πλευρά του ξεκαθαρίζει πλήρως ότι τα δυνητικά πλεονεκτήματα της παγκοσμιοποίησης υπάρχουν. Στόχος πρέπει να είναι όχι ο περιορισμός της παγκοσμιοποίησης, αλλά το πώς η παγκοσμιοποίηση θα λειτουργήσει για το καλό της ανθρωπότητας. *«Η παγκοσμιοποίηση είναι σαν τη βαρύτητα. Μπορούμε να μιλάμε ασταμάτητα για αυτήν, αν είναι καλή ή κακή, αλλά η ερώτηση αν θα πρέπει να την έχουμε δεν έχει νόημα. Θα πρέπει να ζούμε μαζί της, όπως ζούμε με την βαρύτητα»*. Τι πρέπει να γίνει σύμφωνα με τον Stiglitz για να αποβεί η παγκοσμιοποίηση προς όφελος των λαών: να εκδημοκρατιστούν οι διεθνείς οικονομικοί οργανισμοί, ώστε να περιφρουρούν τα συμφέροντα των αδυνάτων και να μην ταυτίζονται με τα συμφέροντα ορισμένων λόμπυ (Wall Street κλπ) (Basu, 2003, σ.27).

²⁵ Πρβλ J.M. Keynes (1920) *Economic Consequences of the Peace* (New York: Harcourt, Brace, and Howe), σελ. 11-12. Δική μας απόδοση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Η ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΚΙΝΗΣΗ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ: ΤΑ ΥΠΕΡ ΚΑΙ ΤΑ ΚΑΤΑ

Τι συνεπάγεται για τις εθνικές οικονομίες και το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα η κίνηση του χρηματιστικού κεφαλαίου; Σε ποιο βαθμό προκαλεί η κίνηση αυτή αστάθεια στις οικονομίες; Οι υπέρμαχοι της «ελεύθερης κίνησης των κεφαλαίων υποστηρίζουν ότι η συνολική αποτελεσματικότητα και η αποδοτικότητα των τοποθετήσεων αυξάνεται όταν ο προορισμός επιλέγεται ελεύθερα, εννοείται η μεγέθυνση και «επιβάλλεται μακροοικονομική πειθαρχία» στα κράτη. Αυτά τα θεωρητικά επιχειρήματα όμως αμφισβητούνται. Υπάρχουν σοβαρές επιφυλάξεις για το αν είναι επωφελής για τις επιμέρους οικονομίες η ανεμπόδιστη κίνηση των κεφαλαίων. Επιπροσθέτως οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις που συνδέονται με την ελευθεριότητα του χρηματιστικού κεφαλαίου αυξάνουν την αστάθεια των οικονομιών και υπονομεύουν την ανάπτυξή τους. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο αποτελεί τον σημαντικότερο υπέρμαχο αυτής της ελευθεριότητας. Οι προτάσεις πολιτικής του Δ.Ν.Τ. επικρίνονται και βάζονται από πολλές πλευρές.

3.1 Μια αμφιλεγόμενη «ελευθερία».

Το ελεύθερο διεθνές εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών και η αντίστοιχη «απελευθέρωση» στην διεθνή κίνηση των συντελεστών παραγωγής –και συγκεκριμένα των κεφαλαίων και του εργατικού δυναμικού- θεωρούνται από την νεοκλασική θεωρία προϋποθέσεις για την ανάπτυξη των οικονομιών και της παγκόσμιας οικονομίας ως σύνολο.

Σε ότι αφορά το διεθνές εμπόριο των αγαθών οι απόψεις σε μεγάλο βαθμό ευθυγραμμίζονται υπέρ της άρσης των περιορισμών (δασμών, ποσοτώσεων κλπ)¹

Σε ότι αφορά στο εμπόριο των υπηρεσιών υπάρχουν σθεναρές ακόμη αντιδράσεις κυρίως σε επίπεδο πολιτικής και νομοθετικής πρακτικής αλλά εν μέρει και σε θεωρητικό επίπεδο. Αντιθέτως στο ζήτημα της κίνησης των κεφαλαίων υπάρχει βαθύ και ενεργό θεωρητικό σχίσμα, ενώ σε επίπεδο νομοθετικής και πολιτικής πρακτικής έχει ουσιαστικά εγκαθιδρυθεί σε διεθνή κλίμακα η πλήρης «ελευθεριότητα». Αναπτυγμένες χώρες και κυρίως οι Η.Π.Α.² καθώς και διεθνείς διακρατικοί οργανισμοί με πρωτοστάτη το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και τους σημαντικότερους οικονομολόγους του (Fischer, Rogoff, Mussa κ.α.)³ συγκαταλέγονται στους κορυφαίους υπέρμαχους της ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων. Το βασικό επιχειρήμα τους είναι ότι ευνοεί την μεγέθυνση των οικονομιών. Σε αντιπαράθεση, άλλοι κορυφαίοι θεωρητικοί όπως οι Dani Rodrik, Paul Krugman, James Tobin, Joseph Stiglitz, κ.α. υποστηρίζουν⁴ ότι οι σύγχρονες χρηματοπιστωτικές κρίσεις υποδαυλίζονται σε συνθήκες ελεύθερης κίνησης των βραχυπρόθεσμων κερδοσκοπικών κεφαλαίων. Είναι συνεπώς σκόπιμο να μπουν κάποιιοι φραγμοί στην κίνησή τους για την αποφυγή κρίσεων και για τη σταθεροποίηση του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος.

Οι περιορισμοί που είχαν επιβληθεί σε προηγούμενες περιόδους στην κίνηση κεφαλαίων αμβλύθηκαν σταδιακά μετά το 1973 στις περισσότερες αναπτυγμένες χώρες. Στον πίνακα 3(1) που ακολουθεί παρουσιάζεται χρονολόγιο των σχετικών αποφάσεων για τα κράτη μέλη του ΟΟΣΑ. Η διαδικασία ξεκίνησε από χώρες που

¹ Η σημαντική και διαρκώς αυξανόμενη συμμετοχή μεγάλων αναπτυσσόμενων χωρών (Κίνα, Ινδία κ.α.) στο διεθνές εμπόριο και ειδικότερα στο εμπόριο προϊόντων της βιομηχανίας εντάσεως εργασίας, αναζωπυρώνει κατά περιόδους στο επίπεδο της συζήτησης για τα μέτρα εξωτερικής πολιτικής το ζήτημα κάποιων περιορισμών στο παγκόσμιο εμπόριο σε πολλές αναπτυγμένες χώρες.

² Βλέπε για παράδειγμα το: Allan Blinder "Eight steps to a New Financial Order", *Foreign Affairs*, September/October 1999, p.57.

³ Βλέπε για παράδειγμα: Dornbusch Rudi and Stanley Fiscer (2003) "International Financial Crises", *CESIFO Working Paper* n. 926, March

⁴ Βλέπε ενδεικτικά: Krugman (2000), Rodrik (1998a, 1998b), Stiglitz (2000, 2003), Tobin (1978, 1996)

υπήρξαν ανέκαθεν και διαχρονικά μεγάλα χρηματιστικά κέντρα: τις ΗΠΑ, την Ελβετία, τη Μεγάλη Βρετανία. Σταδιακά επεκτάθηκε στις άλλες χώρες του ΟΟΣΑ.

Πίνακας 3(1) : Χρονολόγιο της απελευθέρωσης της κίνησης των κεφαλαίων στις χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ

1974	Η.Π.Α. ⁽¹⁾ , Ελβετία
1979	Βρετανία
1980	Ιαπωνία ⁽²⁾
1981	Γερμανία ⁽³⁾
1983	Αυστραλία
1984	Νέα Ζηλανδία
1986	Ολλανδία
1988	Δανία
1989	Γαλλία
1990	Ιταλία, Βέλγιο, Λουξεμβούργο
1992	Ισπανία, Πορτογαλία
1994	Ελλάδα

Πηγή: *Huffschmid*, (2006, σ.191)

(1): Κατάργηση όλων των περιορισμών που ίσχυαν από το 1963. Πριν από τη χρονιά αυτή δεν υπήρχε κανενός είδους έλεγχος στην κίνηση των κεφαλαίων (2): Μερική απελευθέρωση. Ο *Frankel* (1992, σ.200) εκτιμά ότι μέχρι το 1982 δεν υπήρχαν ουσιαστικά εμπόδια στην κίνηση των κεφαλαίων στην Ιαπωνία. (3) Κατάργηση όλων των ελέγχων που είχαν θεσπισθεί μετά το 1953.

Ακολούθησαν οι χώρες της Ν.Α Ασίας, όπως και αργότερα στη διάρκεια της δεκαετίας του '90 οι πρώην σοσιαλιστικές χώρες της Ευρώπης. Στον πίνακα 3(2) παρουσιάζεται η ένταση των περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων στις πρώην σοσιαλιστικές χώρες της Ευρώπης, βασισμένη στο «ετήσιο δελτίο συναλλαγματικών διακανονισμών και περιορισμών»⁵ του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Μέχρι το 1997 λίγες ήταν οι χώρες της Ανατολικής Ευρώπης που διατηρούσαν σχετικά σημαντικούς περιορισμούς στην κίνηση των κεφαλαίων (Ρωσία και Ρουμανία) όπως τα στοιχεία του πίνακα φανερώνουν. Αντίθετα ήδη από το 1997 οι περιορισμοί είχαν καταργηθεί σχεδόν εξ' ολοκλήρου στην Τσεχία και στη Λετονία.

⁵ IMF's Annual Report on Exchange Arrangements and Restrictions.

Πίνακας 3(2): Δείκτες περιορισμού στην κίνηση των κεφαλαίων στις πρώην σοσιαλιστικές χώρες της Ευρώπης.

	Δείκτης περιορισμού στις Άμεσες Επενδύσεις (Μέσα Επίπεδα 1993-97)	Δείκτης περιορισμού στις Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου (Μέσα Επίπεδα 1996-97)	Συνολικός Δείκτης για το 1997
Βουλγαρία	1.58	0.63	1.06
Τσεχία	0.4	0.13	0.06
Κροατία	1.00	0.63	0.71
Εσθονία	-0.04	0.00	0.00
Ουγγαρία	1.37	0.5	0.63
Λετονία	1.6	0.00	0.50
Λιθουανία	2.8	0.00	1.40
Πολωνία	1.65	0.59	1.09
Ρουμανία	2.8	1.00	1.90
Σλοβακία	0.95	0.81	0.88
Σλοβενία	2.00	0.81	1.25
Ρωσία	2.4	0.63	2.00

Πηγή: *Gelos και Sahay (2000, σ.10) όπως παρατίθεται στο Garibaldi, Mora, Sahay and Zettelmeyer (1999).*

Σημ. Στο «ετήσιο δελτίο συναλλαγματικών διακανονισμών και περιορισμών» του Δ.Ν.Τ. ο δείκτης περιορισμών στις «Άμεσες Επενδύσεις» κυμαίνεται από -0.2 έως 6 και ο δείκτης περιορισμών στις «Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου» από 0 έως 2. Όσο μεγαλύτερος ο αριθμός στην κλίμακα τόσο σημαντικότεροι είναι οι περιορισμοί στην κίνηση των κεφαλαίων. Ο «Συνολικός» δείκτης αποτελεί στάθμιση των δύο προαναφερθέντων δεικτών. Το αρνητικό μέγεθος στην Εσθονία σημαίνει ότι τα κίνητρα για εισροές κεφαλαίου (όπως φορολογικά κίνητρα) είναι σημαντικότερα από τους περιορισμούς.

Σήμερα είναι λίγες οι χώρες οι οποίες διατηρούν –λιγότερο ή περισσότερο σημαντικούς- περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων (π.χ. η Κίνα, η Ινδία, η Χιλή).

3.2 Η διάκριση των ροών κεφαλαίων .

Στη διεθνή βιβλιογραφία η συνηθέστερη διάκριση των ροών κεφαλαίων είναι μεταξύ ιδιωτικών (private) και δημόσιων (official). Η διάκριση αυτή γίνεται βάσει της προέλευσης τους. Αν δηλαδή αφορούν δημόσιους διακρατικούς οργανισμούς (Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, Παγκόσμια Τράπεζα, Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης κ.ο.κ.) ή μεμονωμένα κράτη (π.χ. Η.Π.Α.) τα οποία χορηγούν χρηματικά ποσά με τη μορφή χαμηλότοκων δανείων ή δωρεών προς τρίτες χώρες⁶. Αν ο φορέας της ροής δεν έχει κάποια δημόσια μορφή και η κίνηση είναι κερδοσκοπικού χαρακτήρα, χαρακτηρίζονται ως ιδιωτικές. Οι ιδιωτικές ροές διακρίνονται περαιτέρω σε άμεσες ξένες επενδύσεις, επενδύσεις χαρτοφυλακίου και

⁶ Για την αντιμετώπιση σοβαρών προβλημάτων στο ισοζύγιο πληρωμών ή αναγκών σε βασικές υποδομές λόγω φτώχειας κλπ.

«λοιπές» επενδύσεις που αφορούν κυρίως δανεισμό. Οι διακρίσεις αυτές έχουν λογική για την καλύτερη ανάλυση των επιπτώσεων των ροών κεφαλαίων στην οικονομία (Gibson, Tsaveas and Vlassopoulos 2006, σ.7). Η χρησιμότητα της διάκρισης σε δημόσια-ιδιωτικά πηγάζει από το γεγονός ότι τα δημόσια (official) κεφάλαια αποσκοπούν μεταξύ άλλων στο να αντισταθμίσουν τις επιδράσεις των ιδιωτικών ροών. Η χωριστή μελέτη των ιδιωτικών ροών αποκλειστικά αποτελεί καλύτερο μέτρο της πίεσης προς τη μακροοικονομική πολιτική. Από την άλλη μεριά επιμέρους ανάλυση των ιδιωτικών ροών επιτρέπει την διάκρισή τους σε, επενδύσεις με μακροχρόνιο ορίζοντα και παραγωγική σκοπιμότητα καθαυτό όπως και σε λίγο-πολύ βραχυχρόνιες τοποθετήσεις που υπηρετούν άλλες σκοπιμότητες επιτρέποντας έτσι τη συναγωγή εκτιμήσεων για τις μακροχρόνιες προοπτικές κάθε οικονομίας.

3.3 Οι υποστηρικτές.

3.3.1 Τα επιχειρήματα.

Οι υποστηρικτές της ελεύθερης κίνησης στηρίζονται στα υποδείγματα της νεοκλασικής οικονομικής θεωρίας, τα οποία αναδεικνύουν τα πλεονεκτήματα ενός «απελευθερωμένου» λογαριασμού κίνησης κεφαλαίων. Τα πλεονεκτήματα αυτά συνοψίζονται παρακάτω:

- 1) Αύξηση της αποτελεσματικότητας και της αποδοτικότητας των χρηματοοικονομικών τοποθετήσεων.

Η ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων αυξάνει την αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα των επενδύσεων: Όταν τα κεφάλαια δεν κινούνται ελεύθερα δεν είναι εφικτή η αναζήτηση και εξεύρεση των υψηλότερων αποδόσεων εντός της παγκόσμιας οικονομίας (Obstfeld and Taylor, 1997, σ.4)⁷.

- 2) Χρηματοδότηση επενδύσεων και ενίσχυση ρυθμών μεγέθυνσης.

Οι αναπτυσσόμενες χώρες ελλείπει επαρκών εγχώριων κεφαλαίων μπορούν να δανειστούν από το εξωτερικό για να πραγματοποιήσουν επενδύσεις. Με αυτό τον τρόπο επιτυγχάνουν επιτάχυνση της μεγέθυνσης χωρίς να είναι απαραίτητο να προηγηθεί αύξηση της εθνικής αποταμίευσης (Obstfeld, 1998, σ.10). Επίσης ο διεθνής ανταγωνισμός για κεφάλαια δίνει κίνητρο στις χώρες να δημιουργήσουν ευνοϊκό κλίμα (π.χ. φορολογικές ελαφρύνσεις) για τις επιχειρήσεις, με σκοπό να

⁷ Την ίδια θέση υιοθετεί το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. (IMF, 2005, σ.10).

προσελκύσουν ξένες επενδύσεις (Stiglitz, 2000, σ.1077), οι οποίες θα τονώσουν επενδύσεις και εισόδημα.

Σύμφωνα με τους υπέρμαχους της εν λόγω θέσης και οι αναπτυγμένες χώρες μπορούν να ευεργετηθούν από την ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων μέσω διαφόρων διαύλων. Τέτοιοι δίαυλοι μπορεί να είναι η τόνωση των ιδιωτικών επενδύσεων αλλά κυρίως η βελτίωση του ανταγωνισμού και της αποτελεσματικότητας των πιστωτικών και μη ιδρυμάτων. Σύμφωνα με το εν λόγω επιχείρημα οι περιορισμοί στην κίνηση των κεφαλαίων «προστατεύουν» τα αναποτελεσματικά πιστωτικά ιδρύματα με αποτέλεσμα να επιβιώνουν «λάθρα» και να καθιστούν το πιστωτικό σύστημα ευάλωτο. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η διάθεση πολλών προβληματικών-κατευθυνόμενων δανείων. Κατ' αυτόν τον τρόπο επιβαρύνεται επίσης η ανάπτυξη των άλλων (μη-πιστωτικών) επιχειρήσεων. Όταν οι χρηματοοικονομικές αγορές είναι «ανοικτές» οι επιχειρήσεις έχουν τη δυνατότητα να εισαχθούν σε ξένα χρηματιστήρια γεγονός που συνεπάγεται αρκετά οφέλη. *«Οι εταιρίες που είναι εισηγμένες σε ξένα χρηματιστήρια βρίσκονται στη δικαιοδοσία ανώτερων νομικών συστημάτων, που απαιτούν [από τις εταιρίες] μεγαλύτερη δημοσιοποίηση στοιχείων που αφορά στη λειτουργία τους, γεγονός που προωθεί την υψηλότερη διαφάνεια και βελτιώνει τη διοίκηση»* (Kaminsky, 2005 σ. 16-17).

Τη βαρύτητα που έχει κάθε κατηγορία κίνησης κεφαλαίων στο ρυθμό μεγέθυνσης διερευνούν σε άρθρο τους οι Reisen και Soto (2001). Στο άρθρο τους εξετάζουν ξεχωριστά την επίδραση στο ρυθμό μεγέθυνσης που έχουν οι παρακάτω κατηγορίες εισροών κεφαλαίου: άμεσες ξένες επενδύσεις, επενδύσεις χαρτοφυλακίου (μετοχές), ροές που αφορούν σε αγορές ομολόγων, βραχυχρόνιος και μακροχρόνιος δανεισμός. Στο άρθρο καταλήγουν ότι οι άμεσες ξένες επενδύσεις και οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου είναι αυτές που τονώνουν το ρυθμό μεγέθυνσης μακροχρόνια.

Θετική σχέση μεταξύ απελευθέρωσης στην κίνηση των κεφαλαίων και στον ρυθμό μεγέθυνσης εντοπίζει και η έρευνα του Quinn (1997). Ο Quinn μελέτησε 64 χώρες για να εξετάσει το πώς οι αλλαγές στο ρυθμιστικό πλαίσιο της κίνησης κεφαλαίων επηρεάζει διάφορες οικονομικές μεταβλητές, μεταξύ αυτών και το ρυθμό μεγέθυνσης. Τα αποτελέσματα της έρευνας του έδειξαν ότι η απελευθέρωση του λογαριασμού κίνησης κεφαλαίων σχετίζεται θετικά με το ρυθμό μεγέθυνσης του Α.Ε.Π.

3) Περιορισμός της μακροοικονομικής μεταβλητότητας.

Μεταξύ των οικονομολόγων επικρατεί γενικότερη σύμπνοια απόψεων όσον αφορά στην αρνητική επίπτωση που έχει η μακροοικονομική μεταβλητότητα στην οικονομική μεγέθυνση. Ο περιορισμός της μεταβλητότητας της ζήτησης, της κατανάλωσης και του προϊόντος έχει τη δική του αυτοτελή σημασία, αφού συνδέεται με τις μακροχρόνιες επιδόσεις της οικονομίας, τον ρυθμό μεγέθυνσης και εν τέλει την ανάπτυξη της οικονομίας.

Σε άρθρο τους οι Ramey και Ramey (1995) δείχνουν πως χώρες με υψηλότερη μεταβλητότητα στους εν λόγω δείκτες, τείνουν να έχουν μικρότερους ρυθμούς μεγέθυνσης, σχέση που επιβεβαιώνεται και σε μεταγενέστερα άρθρα⁸ σε σημείο που την καθιστά επικρατούσα αντίληψη. Παράλληλα έχει διαπιστωθεί ότι η μεταβλητότητα πλήττει σε μεγάλο βαθμό τα φτωχά στρώματα του πληθυσμού⁹. Τα στρώματα του πληθυσμού με χαμηλό εισόδημα έχουν λιγότερες επιλογές-δυνατότητες ώστε να συντηρήσουν την κατανάλωσή τους σε περιόδους ύφεσης (π.χ. περιορισμένη δυνατότητα πρόσβασης στο δανεισμό).

Κατά συνέπεια η οικονομική πολιτική ένας κράτους θα πρέπει να είναι προσανατολισμένη, εκτός των άλλων, στον περιορισμό της μεταβλητότητας των προσδιοριστικών παραγόντων του προϊόντος, όπως επίσης στον περιορισμό των διακυμάνσεων του ίδιου του προϊόντος. Ο περιορισμός των διακυμάνσεων, εκτός της ευεργετικής επίδρασης που έχει είτε προσωρινά είτε μακροχρόνια στο ρυθμό μεγέθυνσης, συνεπάγεται επιπλέον τον περιορισμό του φορτίου που καλείται να διαχειριστεί η ρυθμιστική παρέμβαση της οικονομικής πολιτικής όσον αφορά στην τόνωση της απασχόλησης και του προϊόντος. Η μεγέθυνση του Α.Ε.Π. χωρίς έντονες διακυμάνσεις είναι προαπαιτούμενο της οικονομικής ανάπτυξης. Παρατεταμένες περίοδοι υψηλού ρυθμού μεγέθυνσης που ακολουθούνται από ύφεση δεν συνεισφέρουν στην ανάπτυξη της οικονομίας. Κατά τον Mobarak (2004, σ.2) τα τελευταία σαράντα χρόνια σε πολλές αναπτυσσόμενες οικονομίες ο ρυθμός μεγέθυνσης εκτινάχθηκε για ορισμένα χρόνια. Ο τελικός αντίκτυπος όμως στην ανάπτυξη ήταν ουδέτερος, γιατί την προσωρινή αυτή εκτίναξη την ακολούθησε η καθίζηση των ρυθμών μεγέθυνσης.

⁸ Gavin and Hausmann (1996), Easterly, Islam and Stiglitz (2000), Fatas and Mihov (2003), Hnatkovska and Loayza (2003), Kose, Prasad and Terrones (2006), Badinger (2008).

⁹ Πρβλ. Gavin and Hausmann (1996, σ.8), Easterly, Islam and Stiglitz (2000, σ.2), Mobarak (2004, σ.2).

Ένα βασικό θεωρητικό επιχείρημα υπέρ της απελευθέρωσης στην κίνηση των κεφαλαίων είναι ότι επιτρέπει την εξομάλυνση των διακυμάνσεων της ζήτησης σε μία οικονομία, με αποτέλεσμα να περιορίζεται η μεταβλητότητα της κατανάλωσης [(Obstfeld and Taylor, 1997, σ.4), (Kose, Prasad, Rogoff and Wei 2003, σ. 38)] ή/και της επένδυσης και του ρυθμού μεγέθυνσης (Gibson, Tsaveas and Vlassopoulos, 2006, σ.5). Σύμφωνα με το εν λόγω επιχείρημα η οφειλόμενη σε εγχώριους παράγοντες μεταβλητότητα της κατανάλωσης, της επένδυσης, του ρυθμού μεγέθυνσης, μπορεί να εξομαλυνθεί μέσω των εισροών κεφαλαίου. Για παράδειγμα μία οικονομία μπορεί να αποφύγει την ύφεση αν η εγχώρια κατανάλωση αυξηθεί ωθούμενη από εισροές ξένων π.χ. δανειακών κεφαλαίων, σε μία δεδομένη χρονική στιγμή. Με αυτήν την λογική ο Reisen (1999 σ.6) παρατηρεί ότι ένα από τα οφέλη της ελεύθερης κίνησης των κεφαλαίων είναι η πιθανότητα της διατήρησης των επιπέδων κατανάλωσης σε μία οικονομία, λόγω εισροών, τα οποία ενδεχομένως θα είχαν υποχωρήσει λόγω ύφεσης οφειλόμενης σε εγχώριους παράγοντες (π.χ. οικονομικός κύκλος αρνητικές δημογραφικές τάσεις κλπ.). Η διατήρηση των επιπέδων κατανάλωσης, έχει θετική επίδραση στον ρυθμό μεγέθυνσης και μπορεί να αποτρέψει την αρνητική διακύμανσή του. Σε αυτήν την περίπτωση -ενδεχομένως- είναι προτιμότερο για μία χώρα που υφίσταται έναν προσωρινό εσωτερικό κλυδωνισμό (π.χ. μία κακή αγροτική χρονιά, μία μεγάλη φυσική καταστροφή) να δημιουργήσει έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Έτσι θα εξομαλυνθεί η κατανάλωση χωρίς να πιεστεί να προσαρμοστεί βίαια στο ύψος του τρέχοντος εισοδήματος. [(Fischer and Reisen, 1992, σ.7) (Obstfeld, 1998, σ. 10)].

Τα ευρήματα ορισμένων εμπειρικών μελετών τείνουν να επιβεβαιώσουν το εν λόγω επιχείρημα. Για παράδειγμα οι έρευνες των Bekaert, Harvey and Lundblad, (2004α) και Herrera and Vincent (2008) που παρουσιάζουν αρνητική αιτιακή σχέση μεταξύ της μακροοικονομικής μεταβλητότητας και της χρηματοοικονομικής ενοποίησης και ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων. Ειδικότερα οι Bekaert, Harvey και Lundblad (2004α) χρησιμοποιούν τις εξής δύο μεταβλητές: α) την απελευθέρωση των εγχώριων κεφαλαιαγορών (Bekaert, Harvey and Lundblad, 2004α, σ.7) και β) την απελευθέρωση του λογαριασμού κίνησης κεφαλαίων [(Harvey and Lundblad, 2004α, σ.8). Και στις δύο περιπτώσεις διαπιστώνεται μια αρνητική σχέση προς τη μεταβλητότητα της κατανάλωσης και του προϊόντος. Ανάλογα είναι τα αποτελέσματα των Herrera και Vincent (2008) οι οποίοι καταλήγουν, μεταξύ άλλων, στο συμπέρασμα ότι όσο περισσότερο ενοποιημένες είναι οι εγχώριες χρηματιστηριακές

αγορές με τις διεθνείς, τόσο περισσότερο ελαττώνεται η μεταβλητότητα της κατανάλωσης.

4) Διασπορά των κινδύνων τοποθετήσεων – επενδύσεων.

Οι διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές επιτρέπουν τη διασπορά των κινδύνων στους κατοίκους διαφορετικών χωρών, επιτυγχάνοντας αποτελεσματικότερη ασφάλιση έναντι των κινδύνων από αυτήν που θα τους επέτρεπαν οι τοποθετήσεις αν περιορίζονταν στην εγχώρια αγορά (Obstfeld, 1998, σ.10). Οι ανοικτές χρηματιστηριακές αγορές παρέχουν μεγάλο εύρος επιλογών για κερδοφόρες τοποθετήσεις με αποτέλεσμα ευνοημένοι να είναι ειδικά οι θεσμικοί επενδυτές, όπως τα συνταξιοδοτικά ταμεία (Fischer and Reisen, 1992, σ.7).

5) Σύγκλιση φτωχών με πλούσιες χώρες.

Οι περιορισμοί που επικρατούσαν παλαιότερα στην κίνηση των κεφαλαίων λειτούργησαν σωρευτικά και οδήγησαν σε άνιση κατανομή του κεφαλαίου μεταξύ των χωρών. Έτσι το μεγαλύτερο μέρος του παγκοσμίου κεφαλαίου παρέμενε στις αναπτυγμένες χώρες και μόνο ένα μικρό μέρος έρρεε προς τις αναπτυσσόμενες χώρες, οι οποίες το είχαν πραγματικά ανάγκη. Το αναποτελεσματικά επενδυμένο κεφάλαιο παραμένει στις χώρες με αφθονία κεφαλαίου αποφέροντας χαμηλές αποδόσεις, ενώ θα μπορούσε να επενδυθεί στις αναπτυσσόμενες χώρες, να οδηγήσει σε αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας και σε αύξηση των μισθών στις χώρες αυτές (Obstfeld and Taylor, 1997, σ.4).

6) Επιβολή μακροοικονομικής πειθαρχίας στις χώρες προορισμού.

Η ελευθεριότητα των κεφαλαίων επιβάλλει «αυτοπειθαρχία» στην άσκηση οικονομικής πολιτικής, λόγω του φόβου των μεγάλων εκροών κεφαλαίου (Stiglitz, 2000, σ.1080). Σε περίπτωση που ακολουθούνται μη συνετές πολιτικές όπως αυτές που δημιουργούν ελλείμματα και πληθωρισμό, διενεργείται υπερβολικός δημόσιος δανεισμός και διατηρείται μια ανεπαρκής τραπεζική νομοθεσία μπορεί να προκληθούν εκροές κεφαλαίων οι οποίες θα έχουν ως αποτέλεσμα αναπτυχθεί αυξητική πίεση στα επιτόκια. Οι κυβερνήσεις φοβούμενες τέτοιου τύπου συνέπειες τείνουν να επιλέγουν θεωρητικά πιο «σώφρονα» συμπεριφορά (Obstfeld, 1998, σ.10).

7) Αναποτελεσματικοί και δαπανηροί περιορισμοί.

Η επιβολή περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων συνεπάγεται σημαντικά διαχειριστικά κόστη (IMF, 2004, σ. 5). Οι δαπάνες αυτές κάλλιστα θα μπορούσαν να συνεισφέρουν στην ανάπτυξη αν δεν δεσμεύονταν στην προσπάθεια ελέγχου της κίνησης κεφαλαίων, συναλλάγματος κλπ. Οι έλεγχοι μπορεί να είναι πιο αυστηροί για ορισμένους κλάδους της οικονομίας και πιο χαλαροί για κάποιους άλλους, με αποτέλεσμα να δημιουργούνται στρεβλώσεις στην εθνική οικονομία. Τέλος, οι διοικητικοί έλεγχοι στην κίνηση κεφαλαίων γεννούν συχνά διαφθορά (IMF, 2004, σ.5).

3.3.2 Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο: Η αλλαγή πλεύσης προς την ανεμπόδιστη κίνηση των κεφαλαίων.

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο είναι ο οργανισμός που «μάχεται» σήμερα εντονότερα από κάθε άλλον διεθνή οργανισμό υπέρ της απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων έχοντας αλλάξει «στρατόπεδο» από την εποχή της ίδρυσής του. Οι ιδρυτές του θεωρούσαν την επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων προϋπόθεση για την παγκόσμια οικονομική σταθερότητα. Για το λόγο αυτό, το Δ.Ν.Τ. για πολλές δεκαετίες υποστήριζε τους περιορισμούς στην κίνηση των κεφαλαίων. Τον Σεπτέμβριο του 1997 ο ρόλος του Δ.Ν.Τ. άλλαξε επίσημα. Συμφωνήθηκε από τα μέλη του ότι τα άρθρα του καταστατικού του Δ.Ν.Τ. σχετικά με τους περιορισμούς στην κίνηση των κεφαλαίων θα έπρεπε να τροποποιηθούν. Η προώθηση της «απελευθέρωσης» των εθνικών λογαριασμών κίνησης κεφαλαίων όφειλε να είναι εφεξής ένας από τους σκοπούς του Δ.Ν.Τ., που αποκτούσε μάλιστα ειδική δικαιοδοσία ώστε να προωθήσει την άμβλυνση των περιορισμών (Mansoor, 1999, σ.16). Το κεντρικό επιχείρημα που αποδέχεται το Δ.Ν.Τ., αναφορικά με την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων, είναι ότι έτσι ευνοείται ο ρυθμός μεγέθυνσης του ΑΕΠ. Το θεωρητικό υπόβαθρο της θέσης αυτής βασίζεται στο επιχείρημα ότι η ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων συμβάλει στην αποτελεσματική κατανομή των αποταμιεύσεων ανά τον κόσμο και στην καλύτερη διασπορά των κινδύνων. Ως εκ τούτου συμβάλει σε μεγαλύτερη οικονομική μεγέθυνση και ευημερία [(IMF-IEO 2004, σ. 5) (IMF 2005, σ.10)].

Ο Stiglitz (2004, σελ.58) υποστηρίζει ότι η γενικότερη στάση του Δ.Ν.Τ. υπέρ της απελευθέρωσης της κίνησης των κεφαλαίων εξυπηρετεί συγκεκριμένα συμφέροντα. Για αυτό το λόγο επικρίνει το Δ.Ν.Τ διότι¹⁰:

«με ζήλο απαιτήσε να συμπεριληφθεί η απελευθέρωση του εθνικού λογαριασμού κίνησης κεφαλαίων μεταξύ των εξουσιοδοτήσεων του [προς τα κράτη-μέλη] στην ετήσια συνάντηση στο Χόνγκ Κονγκ το 1997. Θα έπρεπε να ήταν εμφανές τότε και είναι σίγουρα εμφανές τώρα, ότι η θέση αυτή υποστηρίχθηκε για ιδεολογικούς λόγους ή για να υπηρετήσει ειδικά συμφέροντα και όχι επί τη βάση προσεκτικής ανάλυσης της θεωρίας, της ιστορικής εμπειρίας ή πλούσιων οικονομετρικών αναλύσεων» (Stiglitz, 2000, σ.1076).

3.4 Τα αδύνατα σημεία.

Σε ένα πολύ αναλυτικό άρθρο οι Hoff και Stiglitz (2001, σ. 427) αμφισβητούν τις κύριες υποθέσεις της νεοκλασικής θεωρίας στις οποίες στηρίζεται η θέση για τις ευνοϊκές επιπτώσεις της απελευθέρωσης των ροών κεφαλαίου:

«Οι υποθέσεις του τέλειου ανταγωνισμού, της τέλειας πληροφόρησης, της τέλειας εφαρμογής των συμβάσεων και των τέλειων αγορών είναι τουλάχιστον επιφανειακές. Ενώ οι τρεις τελευταίες [από τις αναφερόμενες υποθέσεις] δεν εμπεριέχονται καν στο κλασικό μοντέλο του ανταγωνισμού.¹¹ Πάντα γνωρίζαμε ότι το νεοκλασικό υπόδειγμα ήταν μόνο ένα σημείο αναφοράς- ένα εργαλείο σκέψης πάνω σε περίπλοκα προβλήματα- αλλά τώρα αναγνωρίζεται ότι μπορεί να είναι παραπλανητικό όσον αφορά στην πραγματικότητα και να δημιουργεί και κοινωνικό κόστος»¹².

Ο Stiglitz (2004) συνοψίζει τις θεωρητικές αδυναμίες της νεοκλασικής θεωρίας, σχετικά με την τέλεια κινητικότητα των κεφαλαίων στα εξής:

1. Το υπόδειγμα της νεοκλασικής θεωρίας στηρίζεται σε *μη ρεαλιστικές υποθέσεις* και δεν μπορεί να περιγράψει τη λειτουργία των αναπτυγμένων οικονομιών και κυρίως τη λειτουργία των αναπτυσσόμενων οικονομιών και των αγορών χρήματος και κεφαλαίου. Το υπόδειγμα δεν μπορεί να εξηγήσει σύγχρονα δεδομένα και εμπειρικές

¹⁰ Σε δική μας απόδοση

¹¹ Οι συγγραφείς παραπέμπουν στο άρθρο των Arrow, Kenneth, and Gerard Debreu (1954) "Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy" *Econometrica* 22 (3, July): 265–90.

¹² Σε δική μας απόδοση.

παρατηρήσεις¹³ όπως: την προτίμηση από τους ντόπιους στα εγχώρια προϊόντα και χαρτοφυλάκια έναντι των ξένων, την εξάρτηση της επένδυσης από την εγχώρια αποταμίευση¹⁴, τις χαμηλές συσχετίσεις στη διεθνή κατανάλωση, την υψηλή μεταβλητότητα των πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών, την χαλαρή συσχέτιση μεταξύ μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών και μεταβολών των μακροοικονομικών μεγεθών, την προκυκλική φύση της κίνησης των κεφαλαίων¹⁵ κ.α.

2. Οι οπαδοί της ελεύθερης κίνησης των κεφαλαίων υποστηρίζουν ότι οι επιπτώσεις από την απελευθέρωση των κεφαλαίων είναι ανάλογες με όσα προκύπτουν από το *ελεύθερο εμπόριο* των αγαθών (Stiglitz, 2000, σ.1077). Λίγοι αμφισβητούν ότι το διεθνές εμπόριο συντελεί στην ανάπτυξη των οικονομιών βάσει του συγκριτικού πλεονεκτήματος. Το επιχείρημα που προτείνουν είναι ότι η άρση του προστατευτισμού στο διεθνές εμπόριο συντελεί στην παγκόσμια ανάπτυξη, κατ' αναλογία η άρση των περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων θα οδηγήσει σε βελτίωση της παγκόσμιας οικονομίας, «γιατί το κεφάλαιο είναι το ίδιο με οποιαδήποτε αγαθό». Πράγματι στη νεοκλασική θεωρία όλες οι αγορές «εκκαθαρίζονται» ομοιόμορφα, είτε αφορούν σε εμπορεύματα, σε εργασία, σε ακίνητη περιουσία, σε κεφάλαιο ή σε χρήμα. Όμως οι αγορές χρήματος και κεφαλαίων διαφοροποιούνται σημαντικά από τις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών (Stiglitz 2000, σ.1076). Για τον λόγο αυτό το διεθνές εμπόριο δεν μπορεί να παραλληλιζείται με τη διεθνή κίνηση κεφαλαίων. Σύμφωνα με τις σύγχρονες θεωρίες χαρτοφυλακίου η αγορά χρήματος και κεφαλαίων έχει ως πυρήνα την πληροφορία. Η «τοποθέτηση» σε περιουσιακά στοιχεία δεν σχετίζεται με την ικανοποίηση αναγκών, όπως η κατανάλωση αγαθών και υπηρεσιών. Σχετίζεται με την πληροφόρηση και την παρακολούθηση για το κατά πόσο η τοποθέτηση-επένδυση σε κάποιο περιουσιακό στοιχείο θα αποφέρει την υψηλότερη δυνατή απόδοση, αναλογικά με τον κίνδυνο που εμπεριέχει η διακράτησή του. Συνεπώς ο παραλληλισμός των αγορών εμπορευμάτων και υπηρεσιών με τις αγορές χρήματος και κεφαλαίου είναι θεμελιωδώς άτοπος.

Χαρακτηριστικά ο Basu (2003, σ.12) σχολιάζει¹⁶:

¹³ Ο συγγραφέας παραπέμπει στο άρθρο: Obstfeld M. and Rogoff K. (2000) “The six major puzzles in International Macroeconomics: Is there a Common Cause?” in B.S. Bernanke and K. Rogoff (eds), *NBER Macroeconomics Annual 2000*, Cambridge, MA, MIT Press, 339-90.

¹⁴ Ο συγγραφέας παραπέμπει στο άρθρο: Feldstein M. and Horioka C. (1980) “Domestic Savings and International Capital Flows» *The Economic Journal* 90 (358), 314-329.

¹⁵ World Bank (2000), *Global Development Finance 2000*, Washington, DC, World Bank

¹⁶ Σε δική μας απόδοση.

«...η αγορά χρήματος και κεφαλαίου (αντίθετα με την αγορά εμπορευμάτων) σπάνια παίρνει τη μορφή στην οποία κάποιος μπορεί να δανειστεί όσο θέλει σε ένα δοσμένο επίπεδο επιτοκίων. Ο τραπεζίτης ρωτάει τι τα θέλεις τα χρήματα. Αντίθετα ο μανάβης δεν σε ρωτά τι τα θέλεις τα πορτοκάλια πριν συμφωνήσει να στα πουλήσει, ούτε θα σου πουλήσει την ποσότητα που εκείνος επιθυμεί».

Ο Jagdish Bhagwati, ένας από τους σημαντικότερους υποστηρικτές του ελεύθερου διεθνούς εμπορίου, τάσσεται ενάντια στην απόλυτη ελευθερία κίνησης των κεφαλαίων. Υπογραμμίζει μάλιστα ότι δεν πρέπει να συγχέεται η λογική του ελεύθερου εμπορίου με την ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων (Bhagwati 1998). Συνδέει τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις του 1980 στις αναπτυσσόμενες χώρες, το 1994-95 στο Μεξικό και το 1997 στην Ν.Α. Ασία με την ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων, υποστηρίζοντας ότι σε αντίθεση με το ελεύθερο εμπόριο οι κρίσεις που προκλήθηκαν από την κίνηση των κεφαλαίων στέρησαν από τις αναπτυσσόμενες χώρες δεκαετίες πραγματικής μεγέθυνσης. Αναφέρεται στην μεταπολεμική Ιαπωνία και στην Κίνα οι οποίες πέτυχαν σημαντική ανάπτυξη χωρίς να έχουν πλήρη ελευθερία στην κίνηση των κεφαλαίων. Αντίστοιχο παράδειγμα αποτελεί κατ' αυτόν η μεταπολεμική δυτική Ευρώπη, όπου οι περισσότερες χώρες δεν επέτρεπαν τη μετατρεψιμότητα των νομισμάτων έως τη δεκαετία του 1980, χωρίς αυτό να εμποδίσει την επίτευξη σημαντικά υψηλών ρυθμών μεγέθυνσης.

Πολύ νωρίτερα, ο Polanyi (1957) είχε ήδη δώσει πειστικές εξηγήσεις στο γιατί αγαθά όπως το χρήμα, η εργασία, ο πολιτισμός και η φύση δεν μπορούν να λογίζονται ως συμβατικά εμπορεύματα (Boyer and Drache, 1996, σ.9). Οι αγορές μπορούν να προσφέρουν καλά αποτελέσματα όταν περιορίζονται σε συμβατικά προϊόντα, αλλά καταρρέουν όταν η λειτουργία τους επεκτείνεται στα προαναφερθέντα αγαθά. Το αξίωμα ότι οτιδήποτε πωλείται και αγοράζεται αποτελεί συμβατικό εμπόρευμα είναι αναληθές. Η εργασία είναι μία λέξη που απλά ορίζει διαφορετικά την ανθρώπινη δραστηριότητα. Η γη είναι άλλη λέξη για τη φύση, η οποία δεν μπορεί να αναπαραχθεί. Το χρήμα είναι ένα τεκμήριο αγοραστικής δύναμης το οποίο δεν παράγεται. Το να περιγράψεις τα αγαθά αυτά ως εμπορεύματα είναι τελείως πλασματικό και η ταύτισή τους με τα κοινά εμπορεύματα αποδεικνύεται προβληματική και συχνά επικίνδυνη για την ορθή λειτουργία των οικονομιών .

3. Βασική υπόθεση του «νεοκλασικού ανταγωνισμού» είναι ότι στις αγορές κυριαρχεί καθεστώς *τέλειας πληροφόρησης* που υπάρχει. Δηλαδή όλοι οι συμμετέχοντες στην

αγορά είναι «κάτοχοι» των ίδιων πληροφοριών. Όμως οι σύγχρονες θεωρίες του τελευταίου τετάρτου του 20^{ου} αιώνα, δεν υιοθετούν την υπόθεση αυτή (Stiglitz 2004, σ.59). Αντιθέτως, δέχονται τις αγορές αυτές ως ατελείς, όπου οι συμμετέχοντες δεν έχουν την ίδια πληροφόρηση. Οι σύγχρονες θεωρίες –σε αντίθεση με τη νεοκλασική– συσχετίζουν την ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων με μεγαλύτερη αστάθεια όχι με την ανάπτυξη. Οι υποστηρικτές της ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων (Δ.Ν.Τ., Η.Π.Α., κλπ) εμμένουν στην επίκληση της νεοκλασικής οικονομικής θεωρίας και στις υποθέσεις της τέλει πληροφόρησης στη λειτουργία των αγορών.

4. Έχει αποδειχθεί στην πράξη ότι οι αγορές συχνά λειτουργούν ανορθολογικά. Οι έρευνες για την *ανορθολογική συμπεριφορά-ψυχολογία* είναι μάλιστα στην επικαιρότητα, τα τελευταία χρόνια¹⁷. Διακεκριμένοι ερευνητές όπως ο Kindleberger (2005) και ο (Minsky, 1991, 1992, 1993) έχουν αναλύσει τις ατέλειες των αγορών (ο πρώτος) ή την γενικότερη αστάθεια και την ανορθολογικότητα του καπιταλισμού (ο δεύτερος)¹⁸. Ο ανορθολογισμός ως βασική παράμετρος έχει άλλωστε αναγνωριστεί πέρα από τους θεωρητικούς στο ίδιο το πεδίο των ανθρώπων της πράξης: ο A. Greenspan ως διοικητής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α. καλούσε συγκεκριμένα τους επενδυτές να προσέξουν αφού συχνά «*οι αγορές διακατέχονται από ανορθολογική υπερβολή (irrational exuberance)*»¹⁹.

5. Όταν το Δ.Ν.Τ. αναφέρεται στις μελέτες του σε «κίνηση κεφαλαίων» δεν προσδιορίζει το είδος αυτών των κεφαλαίων. Συνήθως τα μεγέθη που επικαλείται αφορούν ακαθάριστους όγκους. Δεν διακρίνονται *άμεσες και μακροπρόθεσμες ξένες επενδύσεις* από τις βραχυπρόθεσμες κερδοσκοπικές εισροές. Δεδομένου ότι στις μελέτες του Δ.Ν.Τ. δεν εμφανίζεται καθαρή και ισχυρή σχέση της κίνησης των κεφαλαίων και της μεγέθυνσης παρόλο που είναι γενικά αποδεκτό ότι οι άμεσες ξένες επενδύσεις ευνοούν την μεγέθυνση, ο Stiglitz (2004, σ.64) συμπεραίνει ότι η ευεργετική επίδραση των άμεσων ξένων επενδύσεων πρέπει να αντισταθμίζεται από την αρνητική των βραχυπρόθεσμων κερδοσκοπικών ροών. Η νεοκλασική θεωρία δεν

¹⁷ Ο Stiglitz παραπέμπει σχετικώς στο άρθρο του Akerlof G. (2002) “Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behavior”, *American Economic Review*, 92(3), 411-433. Σχετικά επίσης άρθρα που αναφέρονται είναι τα Banerjee A.V. (1992) “A simple model of herd behavior”, *Quarterly Journal of Economics*, 107(3) 797-817 και Howitt P. and P.R. McAfee (1992) “Animal Spirits”, *American Economic Review* 82(3), June, 493-507

¹⁸ Τα άρθρα έγιναν εξαιρετικά επίκαιρα με αφορμή την τρέχουσα κρίση των στεγαστικών δανείων χαμηλής φερεγγυότητας που ξεκίνησε από τις Η.Π.Α. το 2007.

¹⁹ Πρβλ. Remarks by Chairman Alan Greenspan At the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D.C. December 5, 1996. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm>

διαχωρίζει το είδος των εισροών και συνεπώς δεν εξετάζει μια τέτοια εκδοχή. Οι σύγχρονες οικονομικές θεωρίες, αντιθέτως, αναδεικνύουν τον θετικό ρόλο των άμεσων επενδύσεων σε αντιδιαστολή αυτόν των έμμεσων (επενδύσεις χαρτοφυλακίου, δανεισμός).

Ο Stiglitz (2004, σ.64) αναφέρεται επίσης στις ιδιωτικοποιήσεις δημόσιων επιχειρήσεων, που συχνά συγκαταλέγονται στις άμεσες ξένες επενδύσεις. Ακόμη και όταν ένα μικρό μόνο μέρος των εσόδων από αποκρατικοποιήσεις κατευθύνεται προς τη δημόσια κατανάλωση αντί προς τη μείωση του δημόσιου χρέους, ο εθνικός πλούτος της χώρας μειώνεται. Η πρακτική αυτή που είναι πολύ διαδεδομένη σε αναπτυσσόμενες χώρες καλλιεργεί φαινόμενα διαφθοράς. Το αποτέλεσμα είναι ότι δύσκολα μπορεί να γίνει δεκτή η συμβολή των εισροών αυτών στη μεγέθυνση ακόμα και αν θεωρηθούν ξένες άμεσες επενδύσεις. Ειδικά οι εξαγορές εγχώριων τραπεζών (δημόσιων αλλά και ιδιωτικών) από μεγάλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς μπορεί να αποβούν αρνητικές για την οικονομία αφού οι ξένες τράπεζες είναι διστακτικές στο να δανείσουν εγχώριες μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις, δείχνοντας προτίμηση για χορήγηση πιστώσεων σε μεγάλες εγχώριες και ξένες πολυεθνικές επιχειρήσεις. Εάν υποθεθεί ότι οι εξαγορές αυτού του είδους βοηθούν στην αύξηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος πρέπει να μη λησμονείται ότι, σε περίπτωση κρίσης, η αναταραχή θα μεταφερθεί στην οικονομία αναφοράς μέσω της διακοπής της πιστωτικής επέκτασης και της συνακόλουθης ύφεσης της οικονομικής δραστηριότητας.

Τέλος οι εισροές κεφαλαίου που παίρνουν τη μορφή άμεσων ξένων επενδύσεων στον πρωτογενή τομέα της οικονομίας και ειδικά στην εκμετάλλευση πλουτοπαραγωγικών πηγών μπορεί να επιδεινώσουν την κατάσταση της οικονομίας και να μην έχουν αναπτυξιακά αποτελέσματα. Πρόκειται για το σύνδρομο που έχει αποκληθεί ως η «κατάρρα των πλουτοπαραγωγικών πηγών» (The resource curse)²⁰.

6. Πρόσφατες μελέτες του Δ.Ν.Τ. θεωρούν ότι για την επιτυχή απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων θα πρέπει να προϋπάρχει «καλή διακυβέρνηση» χωρίς πάντως

²⁰ Πρόκειται για την περίπτωση όπου μία χώρα έχει αυξημένες εισροές κεφαλαίων λόγω εξαγωγών πρώτων υλών, πετρελαίου κλπ. Οι εισροές αυτές μπορεί να οδηγήσουν σε πραγματική ανατίμηση του νομίσματος και σε συνεπακόλουθη επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας. Έτσι κάποιιοι τομείς της οικονομίας είναι πιθανό να πληγούν. Βλ. σχετικά Sachs, Jeffrey D. and Andrew M. Warner (1997) "Natural Resource Abundance and Economic Growth." *Center for International Development and Harvard Institute for International Development*, Harvard University, November, Stiglitz Joseph (2004) "We can now cure Dutch Disease" *The Guardian* August 18, Thorvaldur Gylfason, (2001) "Natural Resources and Economic Growth: What Is the Connection?," *CESifo Working Paper Series*, CESifo GmbH

να επεξηγούν ακριβώς τι εννοούν με τον όρο «καλή». Δεν προσδιορίζονται οι χώρες με «καλή διακυβέρνηση» ώστε να διαπιστωθεί αν η ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων τις βοήθησε στο να αναπτυχθούν. Ούτε αναφέρεται ένας κατάλογος χωρών με «κακή διακυβέρνηση», η οποία θα έπρεπε να βελτιωθεί. Έτσι «η νεοκλασική θεωρία- και οι νεοφιλελεύθεροι δογματισμοί της- αφήνουν κενό ως προς το τι σημαίνει «καλή διακυβέρνηση»²¹ (Stiglitz, 2004, σ. 60).

Από την άλλη πλευρά σύγχρονες θεωρίες υποστηρίζουν ότι η «καλή διακυβέρνηση» από μόνη της δεν μπορεί να περιορίσει τις ζημιές που προκαλεί η ανεξέλεγκτη κίνηση των κεφαλαίων. Η ασύμμετρη πληροφόρηση και ο ανορθολογισμός των αγορών δεν εξαλείφονται με μια «καλή διακυβέρνηση». Οι σκανδιναβικές χώρες οι οποίες θα μπορούσαν χωρίς πολλές επιφυλάξεις να θεωρηθούν χώρες με καλή διακυβέρνηση δεν μπόρεσαν να αποφύγουν σοβαρές κρίσεις. Οι Η.Π.Α. η μητέρα το κέντρο του σύγχρονου καπιταλισμού με «καλή διακυβέρνηση» –όπως την υπονοεί πιθανότητα το Δ.Ν.Τ.- υπέστη ουκ ολίγα πλήγματα από χρηματιστηριακές αναταράξεις. Η οικονομία των Η.Π.Α. είναι αρκετά δυνατή ώστε να απορροφά πολλούς κραδασμούς, ενώ μπορεί να διατηρεί επί μακρόν ελλείμματα στον προϋπολογισμό για να αντιμετωπίσει καταστάσεις ύφεσης. Οι αναπτυσσόμενες χώρες από την άλλη πλευρά έχουν πιο εύθραυστες οικονομίες. Οι ροές των κεφαλαίων προκαλούν εντονότερες διακυμάνσεις στην οικονομική τους δραστηριότητα και περιορίζουν την αποτελεσματικότητα της οικονομικής πολιτικής.

3.5 Τα αντεπιχειρήματα.

Εκτός από τον εντοπισμό των αδυναμιών στα επιχειρήματα υπέρ της ελεύθερης κίνησης των κεφαλαίων είναι αναγκαίο να μελετηθούν τα επιχειρήματα που αναδεικνύουν αρνητικές πτυχές της παγκοσμιοποίησης των οικονομιών οι οποίες μπορούν να αποσταθεροποιήσουν όχι μόνο μία μεμονωμένη οικονομία, αλλά και το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα.

1) Κίνηση κεφαλαίων και μακροοικονομική μεταβλητότητα.

Τα κεφάλαια εισρέουν μαζικά όταν η οικονομική δραστηριότητα βρίσκεται σε άνθηση και εξαφανίζονται με μιας όταν σημειωθεί κάμψη ή όταν επίκειται κατά την άποψη των δανειστών κίνδυνος για την μη αποπληρωμή των δανειακών

²¹ Δική μας απόδοση.

υποχρεώσεων. Αυτές οι μαζικές μετατοπίσεις θέτουν σε κίνδυνο τη βιωσιμότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Εξ αυτού προκύπτει ότι η κίνηση των κεφαλαίων είναι προκυκλική (Stiglitz, 2004, σ.61) και συνεπώς τείνει να αυξάνει την αστάθεια. Ο Stiglitz αναφέρεται αναλυτικά στο παράδειγμα των αναπτυσσόμενων χωρών τη δεκαετία του 1980 –την «δεκαετία που χάθηκε». Οι χώρες αυτές με μεγάλο κόπο προσπαθούσαν να αποπληρώσουν τα δάνεια που είχαν πάρει. Βασιζόμενος σε σχετική έρευνα²² διαπιστώνει ότι οι χώρες της Λατινικής Αμερικής είχαν μηδενική μεγέθυνση την περίοδο 1982-84, ενώ οι καθαρές μεταβολές κεφαλαίου²³ ήταν αρνητικές: -3,8% και -3,1% του Α.Ε.Π. αντιστοίχως για τις περιόδους '82-'84 και '85-'90. Συνεπώς οι ροές κεφαλαίων όχι μόνο δεν εξομάλυναν την κατανάλωση, αλλά τη συμπίεζαν σημαντικά δεδομένου ότι περί το 3,5% του Α.Ε.Π. των χωρών αυτών, «επέστρεφε» κάθε χρόνο και για σχεδόν 10 χρόνια στον αναπτυγμένο κόσμο. Ο ίδιος συγγραφέας αναφέρει έναν ακόμη λόγο για τον οποίο η κίνηση των (βραχυπρόθεσμων) κεφαλαίων αυξάνει τη μεταβλητότητα της κατανάλωσης. Οι αναπτυσσόμενες χώρες είναι ευάλωτες στις παγκόσμιες μεταβολές επιτοκίων και συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η απότομη αύξηση των επιτοκίων των Η.Π.Α. στα τέλη της δεκαετίας του '70, αρχές του '80 προκάλεσε κρίση σε πολλές αναπτυσσόμενες χώρες. Ακόμη και αν οι χώρες αυτές είχαν πλήρη πρόσβαση στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, υπέστησαν ανεπανόρθωτη μείωση του εισοδήματός τους και συνεπώς και της κατανάλωσής τους (Stiglitz, 2004, σ.62).

Σε άρθρο τους οι Nissanke και Stein (2003, σ.305) αναφορικά με την αρνητική επίδραση των ροών κεφαλαίου στην πραγματική οικονομία καταλήγουν: «Ακολουθώντας το έργο των Schumpeter, Keynes και Minsky, αναγνωρίζεται η συστημική φύση της αστάθειας, που ενσωματώνεται στη σχέση της χρηματοοικονομικής με την παραγωγή»²⁴. Η αναγνώριση αυτού του χαρακτηριστικού πρέπει να τεθεί στο επίκεντρο των μηχανισμών που ενεργοποιούνται με αναπτυξιακό σκοπό.

Ευρήματα των Buch, Dopke και Pierdzioch (2002, σ.12) επιβεβαιώνουν ότι η τάση τις δεκαετίες του 1980 και του 1990 ήταν να συμπορεύεται η απελευθέρωση των αγορών με την πτώση της μεταβλητότητας. Σε αρκετές χώρες όμως –όπως η Φινλανδία, η Ιαπωνία, το Μεξικό, η Νορβηγία και η Τουρκία- η μεταβλητότητα αυξήθηκε. Το γεγονός ότι οι εν λόγω χώρες χτυπήθηκαν από σφοδρές

²² Economic Commission for Latin America and the Caribbean (1996), "The Economic Experience of the Last 15 Years. Latin America and the Caribbean, 1980-1995".

²³ Καθαρές Εισροές Κεφαλαίων μείον καθαρές πληρωμές τόκων και μερισμάτων.

²⁴ Σε δική μας απόδοση.

χρηματοπιστωτικές κρίσεις, δείχνει κατά τους συγγραφείς ότι ο χρηματοοικονομικός τομέας, υπό ορισμένες συνθήκες, σχετίζεται αρνητικά με τις διακυμάνσεις του προϊόντος. «διαχρονικά δεν υπάρχει κάποια σταθερή σχέση μεταξύ χρηματοοικονομικής εξωστρέφειας και μεταβλητότητας του κύκλου οικονομικής δραστηριότητας»²⁵ (Buch, Dopke και Pierdzioch, 2002, σ.20). Από την πλευρά τους οι Calderón, Loayza και Schmidt-Hebbel (2004) εντοπίζουν μη γραμμική σχέση μεταξύ της κίνησης κεφαλαίων και της μακροοικονομικής μεταβλητότητας. Το συμπέρασμά τους είναι ότι το χρηματοοικονομικό «άνοιγμα» αυξάνει τη μακροοικονομική μεταβλητότητα στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, ενώ στις αναπτυγμένες οικονομίες συμβαίνει το αντίστροφο (Calderón, Loayza and Schmidt-Hebbel, 2004, σ.17). Ο Rincon (2007) από πλευράς του βρίσκει ότι η χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση δεν αυξάνει τη μακροοικονομική μεταβλητότητα. Ωστόσο η έρευνα του δεν αποδεικνύει ότι τη μειώνει.

Τέλος σε αρκετές έρευνες διαπιστώνεται ότι η ενοποίηση αυξάνει τη μεταβλητότητα και την εν γένει αστάθεια, ενώ καταρρίπτεται το θεωρητικό επιχείρημα περί εξομάλυνσης των διακυμάνσεων της ζήτησης, της κατανάλωσης και του προϊόντος. Ο Weller (1999) δείχνει πως το χρηματοοικονομικό «άνοιγμα» (financial opening) συνδέεται με χρηματοοικονομική αστάθεια και κρίσεις οι οποίες αυξάνουν την μεταβλητότητα του Α.Ε.Π. Οι Gavin και Hausmann (1996, σ.18) βρίσκουν ότι οι Λατινοαμερικανικές οικονομίες είναι πιο ευαίσθητες στη μεταβλητότητα του λογαριασμού της κίνησης κεφαλαίων που αποτελεί βασικό προσδιοριστικό παράγοντα της μεταβλητότητας του προϊόντος. Αντίστοιχα είναι τα συμπεράσματα πρόσφατης έρευνας (Fatemah and Mokhtar, 2007) η οποία καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η χρηματοοικονομική «απελευθέρωση» αυξάνει την αστάθεια όχι μόνο στους χρηματιστικούς τομείς της οικονομίας, αλλά και στους πραγματικούς (πραγματικό Α.Ε.Π.). Χαρακτηριστικό είναι το άρθρο οικονομολόγων του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (Kose, Prasad, Rogoff and Wei, 2003, σ. 37-50), του οργανισμού που με θέρμη υποστηρίζει το άνοιγμα των αγορών. Στην εν λόγω έρευνα το επιχείρημα ότι η απελευθέρωση στην κίνηση των κεφαλαίων βοηθάει στην εξομάλυνση της μεταβλητότητας της κατανάλωσης και του προϊόντος καταρρίπτεται. «Η έρευνα που παρουσιάστηκε σε αυτή την ενότητα, συμπεριλαμβάνοντας και νέα στοιχεία, έδειξε ότι ειδικά οι αναπτυσσόμενες χώρες δεν καρπώθηκαν το εν δυνάμει

²⁵ Σε δική μας απόδοση.

αυτό όφελος [μείωση δηλαδή της μεταβλητότητας]. Η διαδικασία απελευθέρωσης του λογαριασμού κίνησης κεφαλαίων συχνά συνοδεύτηκε από αυξημένη πιθανότητα προσβολής από κρίσεις. Η παγκοσμιοποίηση ενέτεινε αυτούς τους κινδύνους, διότι οι χρηματοοικονομικοί δεσμοί εντείνουν τις επιπτώσεις τόσο των πραγματικών όσο και των χρηματοοικονομικών κραδασμών” (Kose, Prasad, Rogoff and Wei, 2003, σ. 37)

2) Κίνηση κεφαλαίων και οικονομική μεγέθυνση

Το επιχείρημα ότι η ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων ευνοεί οπωσδήποτε την οικονομική μεγέθυνση βάλλεται από τον Stiglitz (2000, σ.1081) που στηρίζει την κριτική του προβάλλοντας τρία επιχειρήματα:

α) Λόγω της απελευθέρωσης της κίνησης των κεφαλαίων οι χώρες πρέπει να διατηρούν συναλλαγματικά αποθέματα ικανά να αντισταθμίσουν μαζικές εκροές κεφαλαίων σε περίπτωση κρίσης. Η συνετή μακροοικονομική διαχείριση επιβάλλει τη διατήρηση διαθεσίμων τουλάχιστον στο ίδιο ύψος με τον εξωτερικό δανεισμό. Για παράδειγμα σε περίπτωση δανεισμού 100 εκ. δολαρίων από μία επιχείρηση, η χώρα θα πρέπει να διατηρεί το αντίστοιχο ποσό ως αποθεματικό. Το αποθεματικό αυτό διατηρείται συνήθως με τη μορφή εντόκων γραμματίων των Η.Π.Α. Οι αμερικανικές τράπεζες χρεώνουν συνήθως την επιχείρηση που δανείστηκε, με υψηλό επιτόκιο (π.χ. 20%), ενώ η απόδοση του αμερικανικού εντόκου γραμματίου είναι σαφώς μικρότερη (π.χ. 5%). Σε μια τέτοια περίπτωση η αναπτυσσόμενη χώρα θα έχει ετησίως μία καθαρή εκροή 15 εκ. δολαρίων (ήτοι 20%-5% ή 15%). Πρόκειται για κατάσταση που θυμίζει περισσότερο διεθνή τοκογλυφία παρά ενίσχυση της προσπάθειας ανάπτυξης των αναπτυσσόμενων χωρών. Η τακτική αυτή μπορεί να είναι άκρως επωφελής για τις αμερικανικές τράπεζες, αλλά είναι δυσβάσταχτη για πολλές αναπτυσσόμενες οικονομίες και έχει αρνητικές συνέπειες για την ανάπτυξή τους. Περιττεύει να υπογραμμίσουμε πόσο πιο ευνοϊκή θα ήταν για τη μεγέθυνση η εγχώρια αξιοποίηση ισόποσων πιστώσεων προς τα κεφάλαια που εκρέουν για την εξυπηρέτηση των οφειλόμενων δανείων. Τα χρήματα αυτά θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν σε έργα υποδομών, επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη, σε κοινωνική πολιτική και άλλες επενδύσεις που ενισχύουν τους ρυθμούς μεγέθυνσης. Ή διαφορετικά: τα χρήματα αυτά αφαιρούνται από αυτές τις παραγωγικές χρήσεις για να εξανεμιστούν σε τόκους.

β) Οι εκροές κεφαλαίων προκαλούν κρίσεις και συνήθως μετά τις κρίσεις η «θεραπεία» που επιβάλλεται από το Δ.Ν.Τ. βασίζεται σε περιοριστικές

δημοσιονομικές και νομισματικές πολιτικές οι οποίες εξ' ορισμού επιβραδύνουν τη μεγέθυνση της οικονομίας.

γ) Επιπλέον οι εκροές κεφαλαίων προκαλούν δυσκολίες όχι μόνο σε υπερδανεισμένες επιχειρήσεις, αλλά και σε επιχειρήσεις με μέτριο δανεισμό. Όταν οι εκροές εντείνονται πολλές από τις επιχειρήσεις πτωχεύουν και προκαλούνται δυσμενείς αλυσιδωτές αντιδράσεις στην οικονομία, οδηγώντας την σε ύφεση.

Ο Stiglitz (2000, σ.1075) επισημαίνει ότι δεν αποδεικνύεται εμπειρικά ότι χώρες με αυστηρούς περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων αδυνατούν να επιτύχουν οικονομικούς ρυθμούς μεγέθυνσης²⁶. Οι δύο μεγαλύτερες αναπτυσσόμενες οικονομίες, η Κίνα και η Ινδία έμειναν ανεπηρέαστες από τις μεγάλες κρίσεις της δεκαετίας του 90' επιτυγχάνοντας υψηλούς ρυθμούς μεγέθυνσης παρόλο που διατηρούν σημαντικούς περιορισμούς στην κίνηση των κεφαλαίων. Όταν ο μέσος όρος συρρίκνωσης του ΑΕΠ το 1998 για τις χώρες της Ν.Α. Ασίας ήταν 8,2%, η Κίνα μεγεθύνθηκε με ρυθμό της τάξης του 7,8% και η Ινδία με ρυθμό 5,2%.

3) Κίνηση κεφαλαίων και πηγές χρηματοδότησης

Δεν έχει αποδειχθεί ότι η ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων διασφαλίζει την πρόσβαση σε εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, αναγκαίες για τη βιώσιμη ανάπτυξη των οικονομιών (Stiglitz, 2000, σ.1080). Ο προβληματισμός εδώ αναπτύσσεται γύρω από δύο καίρια ζητήματα. Εν πρώτοις οι επενδύσεις δεν μπορούν να στηριχθούν σε εισροές βραχυπρόθεσμων κερδοσκοπικών κεφαλαίων. Κατά δεύτερον, οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων δεν ανακόπτουν τις άμεσες επενδύσεις στην οικονομία. Ως προς το πρώτο ζήτημα, σύμφωνα με την κοινή λογική τα βραχυπρόθεσμα κεφάλαια μπορεί να γίνουν απαιτητά ανά πάσα στιγμή. Ως προς το δεύτερο, έχει ξεχωριστή σημασία το παράδειγμα της Κίνας που σήμερα θεωρείται ένας από τους ελκυστικότερους προορισμούς για άμεσες επενδύσεις παρά το ότι διατηρεί σημαντικούς περιορισμούς στην κίνηση των κεφαλαίων: η συναλλαγματική της ισοτιμία είναι στενά συνδεδεμένη με το δολάριο, με πολύ περιορισμένο εύρος διακύμανσης, η αγορά «γουάν» από το εξωτερικό γίνεται μόνο μετά από άδεια της κεντρικής τράπεζας, το χρηματιστήριο λειτουργεί κάτω από αυστηρούς περιορισμούς κ.ο.κ. Θα έλεγε εν κατακλείδι κανείς ότι είναι πολύ πιθανό κάποιοι περιορισμοί στην

²⁶ Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουν διάφορες μελέτες, μεταξύ άλλων και αυτές των Grilli και Milesi-Ferretti (1995), του Rodrik (1998α) και (Kose et. al. 2003)

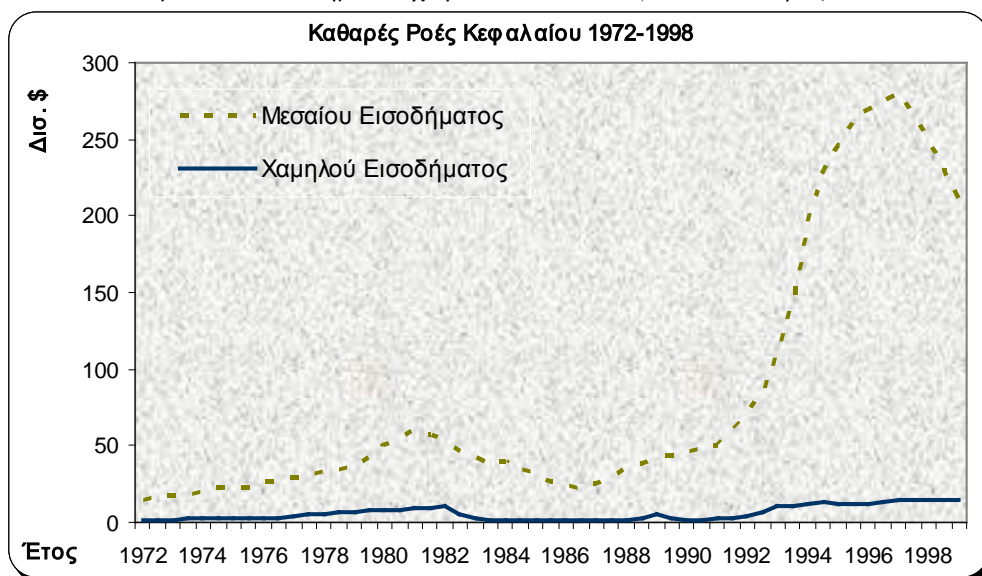
κίνηση κεφαλαίων να ευνοούν την πραγματοποίηση ξένων άμεσων επενδύσεων. Η απελευθερωμένη αγορά κεφαλαίων αυξάνει την μεταβλητότητα στην οικονομία όπως και την πιθανότητα ύφεσης. Οι ξένοι επενδυτές είναι περισσότερο διατεθειμένοι να επενδύσουν σε μακροχρόνια παραγωγικά έργα εάν το οικονομικό περιβάλλον- χάρη στους περιορισμούς που επιβάλλονται στην κίνηση των κεφαλαίων- καθίσταται λιγότερο ασταθές.

4) Σύγκλιση φτωχών με πλούσιες χώρες

Όπως προαναφέρθηκε²⁷ ούτε η πρώτη (1870-1914), αλλά πολύ περισσότερο ούτε η δεύτερη παγκοσμιοποίηση (1973-σήμερα) έφερε πιο κοντά φτωχές και πλούσιες χώρες, καθόσον αφορά στο εισόδημα. Η νεοκλασική θεωρία υποστηρίζει ότι η υπανάπτυξη είναι το αποτέλεσμα έλλειψης κεφαλαίων ή/και εξειδικευμένης εργασίας. Οι Hoff και Stiglitz (2001) δείχνουν ότι η θέση αυτή είναι ασυνεπής, διότι η έλλειψη κεφαλαίου είναι σύμπτωμα και όχι αίτιο της υπανάπτυξης.

Στα διαγράμματα που ακολουθούν φαίνεται ότι για είκοσι χρόνια -μέχρι το 1990- οι εισροές κεφαλαίου προς τις χαμηλού και μεσαίου εισοδήματος χώρες παρέμεναν σε χαμηλά επίπεδα τόσο σε απόλυτο μέγεθος, όσο και ως ποσοστό ως προς το Α.Ε.Π. Μετά το 1990 οι εισροές αυξάνονται σημαντικά, αλλά παραδόξως δεν κατευθύνονται προς τις φτωχές χώρες, όπως η νεοκλασική θεωρία είχε προβλέψει, αλλά προς τις χώρες μεσαίου εισοδήματος.

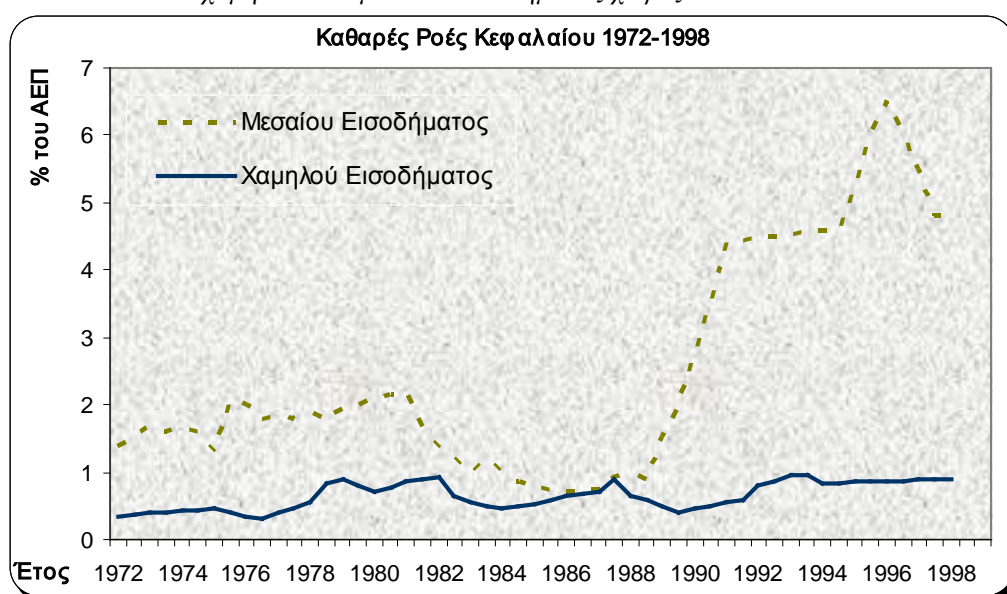
Γράφημα 3(1): Καθαρές Ιδιωτικές Εισροές Κεφαλαίου προς τις χαμηλού και μεσαίου εισοδήματος χώρες: 1972-1998 (σε δισ. δολάρια).



Πηγή: Hoff και Stiglitz (2001, σελ. 430).

²⁷ Βλ. π.π. Κεφάλαιο 2

Γράφημα 3 (2): Καθαρές Ιδιωτικές Εισροές Κεφαλαίου % ως προς το Α.Ε.Π. χαμηλού και μεσαίου εισοδήματος χώρες: 1972-1998



Πηγή: Hoff και Stiglitz (2001, σελ. 430).

Η ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων, δεν έφερε την πολυπόθητη οικονομική μεγέθυνση (Stiglitz 2000, σ.1082). Προκάλεσε οικονομική αστάθεια και φτώχεια. Δεν συνέβαλε στην ανάπτυξη, στην καλύτερη κατανομή του πλούτου, στην αύξηση της απασχόλησης στις φτωχές χώρες. Δημιούργησε σφοδρές κρίσεις που το κόστος τους το επωμίστηκαν οι φτωχές και αναπτυσσόμενες χώρες και ειδικά οι εργαζόμενοι και οι μικρές επιχειρήσεις.

5) Κίνηση κεφαλαίων και μακροοικονομική πειθαρχία

Το επιχείρημα χάριν μιας δήθεν ελκυστικότητας έναντι των ξένων κεφαλαίων εδραιώνει η άσκηση πειθαρχημένων πολιτικών –με θετικά κατ’ ακολουθία αποτελέσματα στην οικονομική μεγέθυνση- παραπέμπει κατ’εξοχήν στα βραχυχρόνια κερδοσκοπικά κεφάλαια. Αυτά είναι τα κεφάλαια –τα μη σημαντικά για την ανάπτυξη- που επηρεάζονται ιδιαίτερα από την τρέχουσα πολιτική διαχείρισης και ρύθμισης της οικονομικής συγκυρίας και όχι τα κεφάλαια που χρηματοδοτούν άμεσες επενδύσεις. Σημασία για τη μεγέθυνση έχουν κυρίως οι ξένες άμεσες επενδύσεις που γίνονται στις παραγωγικές δομές μιας οικονομίας (Stiglitz, 2000, σ. 1080).

Η μακροοικονομική πειθαρχία είναι αναγκαίο προαπαιτούμενο των επενδύσεων. Η άρση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων δεν συμβάλει στην πειθαρχία. Αντίθετα συνδέεται με κρίσεις, που για να αντιμετωπιστούν με

περιοριστικές πολιτικές, μπορεί να καταστήσουν δυσμενέστερο το επιχειρηματικό περιβάλλον –π.χ. με την αύξηση της εταιρικής φορολογίας ή/και των επιτοκίων.

Η εμπειρία έχει δείξει άλλωστε ότι οι μεγάλες εισροές κεφαλαίων, ενισχύουν την κατανάλωση (δημόσια και ιδιωτική). Η αποταμίευση ή θα μειωθεί ή θα αυξηθεί, αλλά σε βαθμό μικρότερο από την κατανάλωση με αποτέλεσμα της αύξηση των ελλειμμάτων. Συνεπώς οι εισροές οδηγούν μάλλον σε απειθαρχία. Και αυτό ίσως γιατί οι κυβερνήσεις αποβλέπουν στο βραχυχρόνιο πολιτικό όφελος που προκαλεί η παροδική αύξηση της κατανάλωσης και του Α.Ε.Π. χωρίς να μεριμνούν για τα μακροχρόνια προβλήματα που συσσωρεύονται από τον υπερδανεισμό.

Το επιχείρημα της πειθαρχίας έχει μία ακόμη αρνητική προέκταση. Αυτοί που το υποστηρίζουν δεν πιστεύουν στη δημοκρατία. Δεν πιστεύουν ότι οι λαοί μπορούν να διαλέξουν ηγέτες που θα υποστηρίξουν τα λαϊκά συμφέροντα, θεωρώντας ότι κάτι τέτοιο μπορούν να το κάνουν καλύτερα οι χρηματιστές της Wall Street (Stiglitz 2004, σ.61).

6) Κίνηση κεφαλαίων και η υπονόμηση του ρόλου του κράτους.

Ένα από τα προβλήματα που συνδέονται με την αυξανόμενη παγκοσμιοποίηση είναι ο περιορισμός του ρόλου του κράτους στην οικονομία ή ακόμη ο περιορισμός της εθνικής κυριαρχίας των μικρών χωρών. Ο Bhagwati (1998) θεωρεί ότι η ανεξέλεγκτη κίνηση των κεφαλαίων, εκτός από τις κρίσεις που προκαλεί, οδηγεί σε πολιτική εξάρτηση των αναπτυσσόμενων χωρών από το Δ.Ν.Τ. και τις Η.Π.Α. Ενώ οι αναπτυσσόμενες χώρες δεν μπορούν να ασκήσουν την οικονομική πολιτική που τους ταιριάζει.

Το κράτος πρέπει να έχει ενεργό ρόλο και να μην επιτρέπει την απορρύθμιση της οικονομίας. Πρέπει να παρεμβαίνει εκεί όπου οι «δυνάμεις της αγοράς» αποδεδειγμένα αποτυγχάνουν.

«Ένα παράδοξο της νεοφιλελεύθερης παγκοσμιοποίησης είναι ότι μέσω της έντονης διαδικασίας απελευθέρωσης του εθνικού λογαριασμού κεφαλαίου, η δύναμη του κράτους βαίνει μειούμενη σε σχέση με αυτή των επιχειρήσεων, σε μία εποχή όπου αναγνωρίζεται από όλες τις πλευρές η ανάγκη δημιουργίας κανονιστικού πλαισίου για την εύρυθμη λειτουργία του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος» (Onis και Faruk-Aysan, 2000, σ.3).

Στο ίδιο άρθρο υποστηρίζεται ότι σε συνθήκες παγκοσμιοποίησης, «υπονομεύεται ο αναδιανεμητικός ρόλος που έχει το κράτος στην οικονομία» (Onis και

Faruk-Aysan, 2000, σ.2). Από την κίνηση των βραχυπρόθεσμων κερδοσκοπικών κεφαλαίων, σπάνια ζημιώθηκαν μεγάλοι κεφαλαιούχοι-κερδοσκόποι. Όποτε συνέβη κάτι τέτοιο η ζημιά ήταν πολύ μικρότερη από τη ζημιά που υπέστησαν οι λαοί των αναπτυσσόμενων χωρών, από την αύξηση της ανεργίας και των φόρων, τη μείωση των επενδύσεων και των μεταβιβαστικών πληρωμών που ήταν «απαραίτητες» για την αποπληρωμή των χρεών τους. Σε περιόδους κρίσεων το Δ.Ν.Τ. δανείζει χρήματα στις χώρες, ώστε να παρέμβουν στην αγορά συναλλάγματος και να στηρίξουν το εθνικό τους νόμισμα. Το τελικό κόστος της παρέμβασης αυτής το υφίστανται πάντα οι φορολογούμενοι εντός της χώρας (Stiglitz, 2002b, σ.16).

Οι κεφαλαιούχοι που αγοράζουν περιουσιακά στοιχεία (μετοχές, χρέος, ακίνητη περιουσία κλπ) σε αναπτυσσόμενες χώρες γνωρίζουν ότι αυτές οι επιλογές ενέχουν υψηλό κίνδυνο, που μπορεί να αποφέρει υψηλές αποδόσεις όπως και να προκαλέσει πτώση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων και απώλεια μικρού ή μεγάλου μέρους των κεφαλαίων τους. Οι πολίτες των αναπτυσσόμενων χωρών, από την πλευρά τους, δεν ερωτήθηκαν ποτέ αν επιθυμούν μία γρήγορη μεν, αλλά μη στέρεη ούτε μακροπρόθεσμη μεγέθυνση, στηριγμένη στις εισροές βραχυπρόθεσμων κερδοσκοπικών κεφαλαίων, ικανών επίσης να προξενήσουν σοβαρά προβλήματα αν επιλέξουν να αποχωρήσουν. Τα βραχυπρόθεσμα κερδοσκοπικά κεφάλαια υποκαθιστούν ένα ανίσχυρο κράτος στον αναδιανεμητικό του ρόλο αλλά προς κατεύθυνση αντίθετη από αυτή που αναμενόταν: προς την κατεύθυνση μιας αντίστροφης αναδιανομής του κεφαλαίου σε βάρος των πολλών και σε όφελος των λίγων και πλουσίων.

Αναφορικά με το ποιος καρπώνεται τα οφέλη της παγκοσμιοποίησης ο Stiglitz σε άρθρο του (2002α, σ.7) φέρνει το παράδειγμα του Μεξικού που είχε πετύχει κάποιο βαθμό μεγέθυνσης λόγω της παγκοσμιοποίησης. Το 30% του συνολικού πληθυσμού που ταξινομείται στο ανώτερο εισοδηματικό κλιμάκιο είδε κάποια βελτίωση του βιοτικού του επιπέδου. Μέρος των ωφελειών της παγκοσμιοποίησης καρπώθηκε μόνο το ανώτερο 10%. Τα χαμηλά εισοδηματικά στρώματα δεν κέρδισαν ενώ μεγάλο μέρος του πληθυσμού το 2002 βρισκόταν σε χειρότερη μοίρα σε σχέση με το παρελθόν.

ΜΕΡΟΣ ΙΙ

ΟΙ ΑΡΝΗΤΙΚΕΣ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗΣ

Με βάση το υπόδειγμα των Mundell-Fleming τεκμηριώνεται ότι η οικονομική πολιτική, σε συνθήκες πλήρους κινητικότητας των κεφαλαίων, εξουδετερώνεται ή αντίστοιχα καθίσταται αποτελεσματική ανάλογα με το ισχύον δίδυμο «καθεστώς ισοτιμιών-είδος οικονομικής πολιτικής». Έτσι, σε συνθήκες κυμαινόμενων ισοτιμιών είναι αποτελεσματική μόνο η νομισματική πολιτική, ενώ αντίθετα, σε συνθήκες σταθερών ισοτιμιών αποτελεσματική είναι μόνον η δημοσιονομική πολιτική.

Πέραν του ζητήματος της αποτελεσματικότητας, στις συνθήκες της παγκοσμιοποίησης, γεννάται επιπλέον ζήτημα ανεξαρτησίας της ακολουθούμενης οικονομικής πολιτικής. Στο νομισματικό τομέα, τα επιτόκια προσαρμόζονται στα επίπεδα που υπαγορεύουν οι απαιτήσεις του χρηματιστικού κεφαλαίου. Σε ότι αφορά στα δημοσιονομικά μέτρα κυριαρχεί η άτεγκτη προσήλωση στη «δημοσιονομική πειθαρχία». Η ασκούμενη δημοσιονομική πολιτική τελεί υπό άμεση «επιτήρηση» από διεθνείς οίκους αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, το Δ.Ν.Τ. ή και άλλους διεθνείς φορείς προκειμένου να περιορίζονται τα ανοίγματα των προϋπολογισμών και περιφρουρείται πάνω από όλα η σταθερότητα των τιμών. Τυχόν παρεκκλίσεις στην έκταση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων ή του ποσοστού του δημοσίου χρέους ως προς το Α.Ε.Π. στοχοποιούνται, με αποτέλεσμα την κλιμάκωση του κόστους δανεισμού, την υποβάθμιση της φερεγγυότητας της χώρας με όλες τις παρενέργειες που αυτά μπορούν να έχουν για την ρευστότητα των χρηματοπιστωτικών οργανισμών, την εξέλιξη των χρηματιστηριακών τιμών ή/και την ίδια την εκτέλεση του προϋπολογισμού.

Το δεύτερο αρνητικό επακόλουθο της ανεμπόδιστης κίνησης των κεφαλαίων είναι η εκδήλωση διεθνών χρηματοπιστωτικών κρίσεων. Οι κρίσεις τις τελευταίες δεκαετίες αλλάζουν μορφή. Οι κρίσεις μετά την κατάρρευση του Bretton Woods αφορούν περισσότερο ανισορροπίες στην κίνηση των κεφαλαίων παρά στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Η ανεμπόδιστη κίνηση των κεφαλαίων αποτελεί το επίκεντρο των χρηματοπιστωτικών κρίσεων. Με βάση αυτή τη συλλογιστική οι

κρίσεις αφενός τυποποιούνται σε βασικές κατηγορίες (τραπεζικές, χρέους, συναλλαγματικές, «δίδυμες»), αφετέρου εντάσσονται σε δύο βασικά υποδείγματα: 1^{ης} και 2^{ης} γενιάς. Η βασική διαφορά των δύο υποδειγμάτων –συνεπώς και του παλαιού με του νέου τύπου κρίσεις- είναι ότι οι κρίσεις της 1^{ης} γενιάς προκαλούνται κυρίως λόγω «κακών» οικονομικών πολιτικών, ενώ οι κρίσεις 2^{ης} γενιάς είναι περισσότερο ένα αποτέλεσμα της κίνησης των κεφαλαίων -ή «καυτού- χρήματος», όπως έχει επικρατήσει να αποκαλείται στη διεθνή βιβλιογραφία- αυτοεκληρούμενων διαδικασιών, του πανικού και της μετάδοσης (contagion).

Ακολουθεί η αναλυτική παρουσίαση τριών περιστατικών χρηματοπιστωτικών κρίσεων που σφράγισαν την τελευταία εικοσαετία του εικοστού αιώνα. Κρίσεις της «νέας εποχής» που ανέτειλε μετά την κατάργηση του συστήματος του Bretton Woods: η «κρίση του χρέους» των αναπτυσσόμενων χωρών (στις αρχές της δεκαετίας του '80, η «κρίση της τεκίλα» στην Λατινική Αμερική στα μέσα της δεκαετίας του '90 και η κρίση στη Ν.Α. Ασία που ακολούθησε λίγα χρόνια αργότερα. Τα περιστατικά αυτά έχουν κάποιες χαρακτηριστικές ομοιότητες με ιδιαίτερο αναλυτικό ενδιαφέρον για την οπτική μας γωνία: α) Συνδέονται με κεφάλαια που τοποθετεί η αναπτυγμένη βιομηχανική μητρόπολη στις αναπτυσσόμενες χώρες. β) Με αφετηρία την κρίση του χρηματοπιστωτικού τομέα της οικονομίας η κρίση επεκτάθηκε σε κάθε περίπτωση στην παραγωγή, στην απασχόληση και είχε σημαντικά οικονομικά και κοινωνικά κόστη. γ) Πρόκειται για κρίσεις που εξαπλώθηκαν σε ευρύτερες γεωγραφικές περιοχές και επηρέασαν το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα καθώς χαρακτηρίστηκαν από υψηλή δυνατότητα μετάδοσης

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Ο ΑΦΟΠΛΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΕΘΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Η παγκοσμιοποίηση απειλεί την ανεξαρτησία της εθνικής οικονομικής πολιτικής. Χαρακτηριστικά οι Bairoch και Kozul-Wright (1996, σ.4) γράφουν: «...επικρατεί η αντίληψη ότι ο ρόλος του κράτους στο να διαχειρίζεται την οικονομική δραστηριότητα έχει ήδη ελαττωθεί υπό την πίεση της παγκοσμιοποίησης και [το κράτος] θα καταλήξει τελείως άχρηστο σε μία πραγματικά παγκοσμιοποιημένη οικονομία».

Πράγματι η ανεξέλεγκτη κίνηση των κεφαλαίων δημιουργεί σημαντικούς περιορισμούς στη διαχείριση της οικονομίας εκ μέρους των εθνικών κρατών. Η δημοσιονομική και η νομισματική πολιτική που παραδοσιακά χρησιμοποιούνταν για την προώθηση της μεγέθυνσης και της πλήρους απασχόλησης καθίστανται αναποτελεσματικές και σε ένα βαθμό δε αναιρούνται πλήρως από την απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών και χρηματιστηριακών αγορών και την κίνηση των κεφαλαίων. Όταν ο ρόλος του κράτους στην οικονομία αποδυναμώνεται, υπονομεύεται, εν μέρει τουλάχιστον, η εθνική κυριαρχία. Η απώλεια της ανεξαρτησίας των εθνικών οικονομικών πολιτικών αποτελεί την πρώτη παρενέργεια της παγκοσμιοποίησης που μελετάμε.

4.1 Πώς η κίνηση κεφαλαίων αποδυναμώνει την οικονομική πολιτική:

Το υπόδειγμα Mundell-Fleming.

Το υπόδειγμα Mundell- Fleming¹ αποτελεί Κεϋνσιανή προσέγγιση και αναλύει τις μακροοικονομικές ισορροπίες σε καθεστώς πλήρους κινητικότητας κεφαλαίων. Το υπόδειγμα Mundell- Fleming αφήνει περιθώριο για ενεργή οικονομική πολιτική, σε μία ανοικτή οικονομία. Θεωρεί ότι η νομισματική, η δημοσιονομική και η συναλλαγματική πολιτική μπορεί υπό ορισμένες συνθήκες να είναι αποτελεσματικές επιδρώντας στα πραγματικά μεγέθη της οικονομίας.

Σύμφωνα με τον Boughton (2002, σ.3), ο Fleming βασίστηκε σε άρθρα του Meade (1951a, 1951b), ο οποίος εξέτασε την επίδραση της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής στο εξωτερικό ισοζύγιο της χώρας. Η βασική θέση του Meade ήταν πως μία επεκτατική νομισματική πολιτική θα επιδείωνε το ισοζύγιο πληρωμών, λόγω των εκροών κεφαλαίου που θα δημιουργούσε. Για τον Meade προείχαν οι επιπτώσεις της νομισματικής ή της δημοσιονομικής πολιτικής στο εξωτερικό ισοζύγιο, ενώ το ζήτημα της σχετικής αποτελεσματικότητας κάθε μίας ήταν δευτερεύον.

Ο Fleming (1962) εστίασε από την πλευρά του στις επιδράσεις που είχε η επιλογή του συστήματος συναλλαγματικών ισοτιμιών (σταθερές ή κυμαινόμενες) στην αποτελεσματικότητα της δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής, με δεδομένη την τέλεια κινητικότητα των κεφαλαίων.

Σύμφωνα με τον Boughton (2002, σ. 3) ο Mundell (1960, 1961a, 1961b, 1963) στηρίχθηκε από τη δική του πλευρά σε υπόδειγμα των Laursen και Metzler (1950) για να αποδείξει ότι η επιλογή της νομισματικής πολιτικής, προκειμένου να εξυπηρετηθούν οι στόχοι εσωτερικού ή εξωτερικού ισοζυγίου, εξαρτάται από το καθεστώς των συναλλαγματικών ισοτιμιών (σταθερές ή κυμαινόμενες).

¹ Ο όρος «Υπόδειγμα Mundell- Fleming» χρησιμοποιήθηκε αρκετά χρόνια αργότερα (1976), από τον R. Dornbusch σε άρθρα του σχετικά με την πολιτική συναλλαγματικών ισοτιμιών. Βλ. R. Dornbusch (1976a) "Exchange Rate Expectations and Monetary Policy" *Journal of International Economics*, Vol.6 (August), p.231-244 και R. Dornbusch (1976b) "Expectations and Exchange Rate Dynamics", *Journal of Political Economy*, Vol.84, p.1161-1176. Σύμφωνα με τον Boughton (2002, σ. 6), όλα τα στοιχεία δείχνουν ότι τα αρχικά άρθρα των Fleming και Mundell γράφτηκαν ανεξάρτητα, αλλά σχεδόν ταυτόχρονα παίρνοντας τη μορφή τους ως υπόδειγμα μεταγενέστερα από τον Dornbusch, ο οποίος είναι και ο «υπεύθυνος» της αλλαγής της αλφαβητικής σειράς των ονομάτων.

Οι Fleming και Mundell θέτουν στο επίκεντρο της ανάλυσής τους μία μικρή ανοικτή οικονομία² και υποθέτουν ότι επικρατούν συνθήκες τέλειας κινητικότητας κεφαλαίων σε διεθνή κλίμακα. Διερευνούν την αποτελεσματικότητα των οικονομικών πολιτικών διαδοχικά σε καθεστώς σταθερών και κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών. Το κοινό αναλυτικό τους πλαίσιο αποδέχεται επίσης τα εξής:

- Βραχυχρόνια περίοδο ανάλυσης
- Σταθερούς μισθούς και τιμές
- Αμετάβλητες προσδοκίες

Οι Fleming και Mundell καταλήγουν σε αντίστοιχα συμπεράσματα. Σύμφωνα με τον Boughton (2002, σ.4) «Αυτό που έμεινε γνωστό ως το μοντέλο Mundell-Fleming δεν είναι άλλο από την εξίσωση του Fleming συνδυασμένη με την ανάλυση [οικονομικής] πολιτικής του Mundell». Ειδικότερα τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξαν είναι:

A) Νομισματική Πολιτική

- Σε συνθήκες κυμαινόμενων Ισοτιμιών

Σε καθεστώς κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών και σε συνθήκες τέλειας κινητικότητας κεφαλαίων η νομισματική πολιτική είναι **αποτελεσματική**. Η νομισματική πολιτική ασκείται στην προκειμένη περίπτωση, μέσω της ανοικτής αγοράς χρεογράφων (Open Market Operations). Η κεντρική τράπεζα αγοράζοντας χρεόγραφα αυξάνει την χρηματική κυκλοφορία, με αποτέλεσμα την ώθηση του επιτοκίου σε χαμηλότερο επίπεδο και την εκροή κεφαλαίων προς το εξωτερικό σε αναζήτηση καλύτερων αποδόσεων. Το επιτόκιο ωστόσο δεν υποχωρεί μόνιμα. Η αρχική εκροή κεφαλαίων που προκαλείται, δημιουργεί έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών και διολίσθηση του νομίσματος. Η διολίσθηση αυτή, λειτουργεί ευεργετικά για το εμπορικό ισοζύγιο με αποτέλεσμα να «τονωθεί» το προϊόν και η απασχόληση χάρη και στην επίδραση του πολλαπλασιαστή (Mundell 1963, σ. 489).

Επεκτατική πολιτική, με αντίστοιχα ευεργετικά αποτελέσματα μπορεί να ασκηθεί επίσης μέσω της αγοράς ξένου συναλλάγματος: Η κεντρική τράπεζα αγοράζει ξένο νόμισμα (ή χρυσό) με εγχώριο χρήμα, προκαλώντας έτσι αύξηση στην

² Fleming J.M. (1962) "Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates", *IMF Staff Papers*, Vol.9, No.3, pp.369-379 & Mundell R. A. (1963) "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates", *Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 29, No. 4 (Nov) , pp. 475-485

προσφορά χρήματος. Το επιτόκιο υποχωρεί προκαλώντας εκροές κεφαλαίων, οι οποίες με τη σειρά τους προκαλούν υποτίμηση του εθνικού νομίσματος. Η υποτίμηση αυξάνει τις εξαγωγές και χάρη του πολλαπλασιαστή της αυτόνομης δαπάνης-ενεργούς ζήτησης το προϊόν και η απασχόληση αυξάνονται. Συνεπώς τα αποτελέσματα στην εθνική οικονομία είναι εξίσου ευεργετικά³.

Στην παρουσίαση του Fleming (1962, σ.372) η διαδικασία έχει ως εξής: Η αύξηση του χρηματικού αποθέματος, οδηγεί το επιτόκιο σε χαμηλότερο επίπεδο, με αποτέλεσμα την αύξηση της ιδιωτικής επένδυσης και κατανάλωσης. Η αύξηση αυτή επιδρά θετικά στο εισόδημα και στο προϊόν και αρνητικά στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Για να εξισορροπηθεί το εξωτερικό ισοζύγιο της χώρας το εθνικό νόμισμα υποτιμάται. Το εξωτερικό ισοζύγιο ισορροπεί επειδή ο βαθμός βελτίωσης του εμπορικού ισοζυγίου είναι αντίστοιχος προς το βαθμό επιδείνωσης του λογαριασμού κίνησης κεφαλαίων. Η βελτίωση του εμπορικού ισοζυγίου έχει με τη σειρά της επιπλέον ευεργετικές συνέπειες στο εισόδημα και στο προϊόν, οι οποίες σε καθεστώς σταθερών ισοτιμιών δε θα μπορούσαν να υπάρξουν.

▪ Σε καθεστώς σταθερών ισοτιμιών

Η νομισματική πολιτική σε καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών καθίσταται αναποτελεσματική. Η αγορά χρεογράφων από την κεντρική τράπεζα, αυξάνει τη χρηματική κυκλοφορία και ωθεί το επιτόκιο σε χαμηλότερο επίπεδο. Το χαμηλότερο επιτόκιο προκαλεί εκροές κεφαλαίων και επιδείνωση του ισοζυγίου πληρωμών. Σε καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών η κεντρική τράπεζα παρεμβαίνει πωλώντας ξένο συνάλλαγμα έναντι εγχώριου νομίσματος με αποτέλεσμα τον περιορισμό της χρηματικής κυκλοφορίας. Συνεπώς η επεκτατική νομισματική πολιτική, με σταθερές ισοτιμίες δεν έχει διατηρήσιμα αποτελέσματα. Αυτό που τελικά συμβαίνει είναι να ανταλλαγεί ξένο χρήμα με εγχώριο και να μειωθούν τα συναλλαγματικά αποθέματα της χώρας (Mundell 1963, σ.491).

³ Η μόνη διαφορά είναι ότι στην πρώτη περίπτωση (αγορά εγχωρίων τίτλων) αυξάνονται τα εγχώρια περιουσιακά στοιχεία της τράπεζας, ενώ στη δεύτερη περίπτωση (αγορά ξένου συναλλάγματος, ξένων τίτλων, χρυσού) αυξάνονται τα περιουσιακά στοιχεία της τράπεζας εκπεφρασμένα σε ξένο νόμισμα.

B) Δημοσιονομική Πολιτική

▪ Σε συνθήκες κυμαινόμενων ισοτιμιών

Σε αυτές τις συνθήκες η δημοσιονομική πολιτική είναι **αναποτελεσματική**. Ο Mundell (1963, σ.490) ξεκινάει την ανάλυσή του από μία αύξηση στις δημόσιες δαπάνες, η οποία χρηματοδοτείται από δημόσιο δανεισμό. Η αύξηση αυτή προκαλεί αύξηση της ζήτησης για αγαθά και τάση για αύξηση του εισοδήματος. Η αύξηση της ζήτησης αγαθών, αυξάνει τη ζήτηση χρήματος, με συνέπεια την άνοδο των επιτοκίων, την προσέλκυση ξένων κεφαλαίων και την ανατίμηση του εθνικού νομίσματος, η οποία τελικά (λόγω της επιδείνωσης της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας) πιέζει το εισόδημα σε χαμηλότερο επίπεδο. Συνεπώς η θετική επίδραση στο εισόδημα συνεπεία της αύξησης των δημοσίων δαπανών αντισταθμίζεται από τις αρνητικές επιπτώσεις της ανατίμησης του νομίσματος.

Για να υπάρξει αύξηση του προϊόντος θα έπρεπε να υπάρξει ενεργός συναλλαγματική πολιτική και συνοδευτική νομισματική πολιτική έτσι ώστε να μειωθεί η συναλλαγματική ισοτιμία αφενός και, αφετέρου να αυξηθεί η προσφορά χρήματος. Χωρίς αυτή την υποστήριξη η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική εξουδετερώνεται: δεν επέρχεται αύξηση του προϊόντος και της απασχόλησης.

▪ Σε συνθήκες σταθερών ισοτιμιών

Αντιθέτως η δημοσιονομική επέκταση έχει στην προκειμένη περίπτωση θετικές επιπτώσεις στο προϊόν και στην απασχόληση.

Η διαδικασία προσαρμογής ως εξής (Mundell 1963, σ.491):

Σε συνέχεια μίας αύξησης των δημοσίων δαπανών η προκαλούμενη άνοδος του προϊόντος οδηγεί σε άνοδο των αποταμιεύσεων, των φόρων και των εισαγωγών. Οι φόροι αυξάνονται λιγότερο από την αύξηση των δαπανών. Το προκύπτουν δημοσιονομικό έλλειμμα καλύπτεται με δημόσιο δανεισμό από τον ιδιωτικό τομέα..

Στην αγορά αγαθών το δημοσιονομικό έλλειμμα έχει ως αντιστάθμισμα την αυξημένη ιδιωτική αποταμίευση σε σχέση με την επένδυση και το εμπορικό έλλειμμα. Αυτό συνεπάγεται ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα υπερβαίνει το εμπορικό έλλειμμα. Στην αγορά κεφαλαίων ο ιδιωτικός και ο ξένος τομέας πρέπει να είναι διατεθειμένος να απορροφήσει την προσφορά κυβερνητικών τίτλων. Η υπερβάλλουσα ιδιωτική αποταμίευση απορροφάται εξ ολοκλήρου από το δημοσιονομικό έλλειμμα (δημόσιος δανεισμός). Για την ισορροπία στην αγορά

κεφαλαίων απαιτείται το όποιο εξωτερικό έλλειμμα να αντισταθμιστεί από ανάλογες σε ύψος ροές κεφαλαίων, έτσι ώστε το ισοζύγιο πληρωμών να ισορροπήσει.

Η αύξηση της ζήτησης χρήματος ωθεί το επιτόκιο υψηλότερα και ως αποτέλεσμα προκαλούνται εισροές ξένου κεφαλαίου. Οι εισροές βελτιώνουν προσωρινά το ισοζύγιο πληρωμών και η συναλλαγματική ισοτιμία πιέζεται προς τα πάνω. Για να διατηρηθεί η σταθερή ισοτιμία η κεντρική τράπεζα επεμβαίνει στην αγορά συναλλάγματος αγοράζοντας ξένο συνάλλαγμα, αυξάνοντας με αυτόν τον τρόπο την προσφορά χρήματος. Έτσι η προσφορά χρήματος αυξάνεται πλαγίως χάριν της σταθεροποίησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η αύξηση της προσφοράς χρήματος επιδρά και αυτή με τη σειρά της θετικά στο εισόδημα.

Παρεμφερής είναι η παρουσίαση της προσαρμογής από τον Fleming (1962, σ.370). Η τελική προσαρμογή του ισοζυγίου πληρωμών και ο βαθμός βελτίωσης ή επιδείνωσης του προϊόντος εξαρτάται **i)** από την οριακή ροπή εισαγωγών **ii)** τις δυσμενείς επιπτώσεις πάνω στις εξαγωγές λόγω της αύξησης των εγχώριων δαπανών **iii)** την ευαισθησία του επιτοκίου στην ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος και **iv)** την ευαισθησία της κίνησης των κεφαλαίων στη μεταβολή του επιτοκίου.

Οικονομετρικές έρευνες επιβεβαιώνουν τα πορίσματα του υποδείγματος Mundell-Fleming, σχετικά με την αποτελεσματικότητα των οικονομικών πολιτικών. Οι Dornbusch και Giovannini (1990, σ.1248) αναφέρονται σε έρευνα που πραγματοποιήθηκε σε δώδεκα ανοικτές οικονομίες⁴. Η νομισματική επέκταση αυξάνει το προϊόν της εγχώριας οικονομίας και στις δώδεκα περιπτώσεις, ενώ το προϊόν στη ξένη οικονομία αυξάνεται σε τέσσερις περιπτώσεις και φθίνει σε οκτώ. Αντίστοιχα η δημοσιονομική επέκταση αυξάνει το προϊόν στην εγχώρια οικονομία και στις δώδεκα περιπτώσεις, ενώ στις δέκα περιπτώσεις ξένων οικονομιών

⁴ Οι Dornbusch και Giovannini (1990, σ.1243) επεκτείνουν τα συμπεράσματα του υποδείγματος Mundell-Fleming διερευνώντας τις επιπτώσεις των ακολουθουμένων σε μία χώρα οικονομικών πολιτικών επί των οικονομιών των χωρών που συναλλάσσονται μαζί της. Το συμπέρασμα του είναι ότι σε καθεστώς σταθερών ισοτιμιών, η νομισματική επέκταση αυξάνει το προϊόν τόσο εγχώρια, όσο και στο εξωτερικό. Ωστόσο η εγχώρια αύξηση του προϊόντος δεν διαρκεί και η χώρα εξαντλεί τα συναλλαγματικά της αποθέματα για να στηρίξει την ισοτιμία. Η δημοσιονομική επέκταση έχει θετική επίδραση στο προϊόν εγχώρια, αλλά τα υψηλότερα εγχώρια επιτόκια, μπορεί να γενικευτούν, μέσω της ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων, στο εξωτερικό και να επηρεάσουν αρνητικά το προϊόν άλλων χωρών. Σε καθεστώς κυμαινόμενων ισοτιμιών τα αποτελέσματα στο εξωτερικό είναι αντίστροφα. Η νομισματική επέκταση είναι ευεργετική για το προϊόν. Ωστόσο η βελτίωση της εγχώριας ανταγωνιστικότητας σημαίνει επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας των υπολοίπων χωρών, με αποτέλεσμα την επιδείνωση του προϊόντος στο εξωτερικό. Από την άλλη πλευρά η εγχώρια δημοσιονομική επέκταση έχει ευεργετική επίδραση στο εσωτερικό, η οποία μεταδίδεται και στο εξωτερικό.

μειώνεται. Συνεπώς τα αποτελέσματα του υποδείγματος επιβεβαιώνονται στις περισσότερες περιπτώσεις⁵.

Προς την ίδια κατεύθυνση συγκλίνουν τα πορίσματα της ανασκόπησης οικονομετρικών ερευνών που παρουσιάζει ο Argy (1994, σ.74) και αφορούν σε χώρες με κυμαινόμενες (Αυστραλία, Μ. Βρετανία, Καναδά) όπως και σταθερές ισοτιμίες (Γαλλία, Ιταλία), στα τέλη της δεκαετίας του '80. Η νομισματική επέκταση ήταν περισσότερο αποτελεσματική στις χώρες με κυμαινόμενες ισοτιμίες και η δημοσιονομική στις χώρες με σταθερές.

4.2 Νομισματική Πολιτική

Κατά τον Γκρέν (1999, σ.128) *«όλο και πιο πολύ, τα επιτόκια σε κάθε χώρα καθορίζονται από παγκόσμιες συνθήκες και όχι από τις συγκυρίες ή τις πολιτικές που αυτή θέλει να εφαρμόσει»*. Στις συνθήκες παγκοσμιοποίησης η νομισματική πολιτική αδυνατεί στο να δώσει ώθηση στις εθνικές οικονομίες όταν αυτό είναι απαραίτητο. Η επικράτηση διεθνώς κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών που δεν είναι πλήρως ευέλικτες περιορίζει σε μεγάλο βαθμό την αποτελεσματικότητα των εθνικών νομισματικών πολιτικών. Στις αναπτυγμένες χώρες η συγκράτηση και η καταπολέμηση του πληθωρισμού γίνεται ο πρώτος στόχος οικονομικής πολιτικής υπό την εποπτεία των κεντρικών τραπεζών. Οι αναπτυσσόμενες χώρες πρέπει να διατηρούν υψηλά επιτόκια για να είναι ελκυστικές για το χρηματιστικό κεφάλαιο. Αναπτυσσόμενες χώρες οι οποίες υφίστανται χρηματοπιστωτικές κρίσεις και προστρέχουν στο Δ.Ν.Τ. ως «δανειστής εσχάτης καταφυγής» υποχρεούνται να αυξήσουν τα επιτόκια τους προκειμένου να στηριχθεί η συναλλαγματική ισοτιμία του εθνικού νομίσματος και να προστατευτούν οι αποδόσεις του χρηματιστικού κεφαλαίου που έχει τοποθετηθεί στη χώρα από υποτιμητικές εκτροπές.

Όπως ήδη απεδείχθη στη βάση του υποδείγματος Mundell-Fleming σε συνθήκες ανοικτών αγορών κεφαλαίου και σταθερών ισοτιμιών, η νομισματική πολιτική καθίσταται αναποτελεσματική. Η παρατήρηση αυτή πρέπει ωστόσο να διερευνηθεί. Αυτοί οι τρεις πυλώνες διασυνδέονται με μια θεμελιώδη ασυμβατότητα που εξαιρεί υποχρεωτικώς τον ένα, αφ'ης στιγμής επιλεγούν οι άλλοι δύο. Με τα λόγια του Krugman (1999) *«Στο κέντρο της θεωρίας υπάρχει η παραδοχή ότι δεν μπορείς να τα έχεις όλα: Ένα κράτος πρέπει να επιλέξει δύο από τα τρία. Μπορεί να σταθεροποιήσει*

⁵ Βλ. Frankel A. Jeffrey (1987) "International Capital Flows and Domestic Economic Policies," *Economics Working Papers* 8739, University of California at Berkeley

την ισοτιμία, χωρίς να αποδυναμώσει την κεντρική τράπεζα, επιβάλλοντας περιορισμούς στις ροές κεφαλαίων (όπως κάνει η Κίνα). Μπορεί να αφήσει το κεφάλαιο να κινείται ελεύθερα, διατηρώντας νομισματική αυτονομία, αλλά αφήνοντας το νόμισμα σε ελεύθερη διακύμανση (όπως η Βρετανία ή ο Καναδάς). Ή μπορεί να επιλέξει να αφήσει το κεφάλαιο ελεύθερο και να σταθεροποιήσει το νόμισμα, αλλά μόνο εγκαταλείποντας κάθε δυνατότητα να προσαρμόσει τα επιτόκια έτσι ώστε να καταπολεμήσει τον πληθωρισμό ή την ύφεση (όπως η Αργεντινή και οι περισσότερες χώρες της Ευρώπης)»⁶. Οι Obstfeld και Taylor (1997, 2002) αποκάλεσαν το πρόβλημα αυτό «τρίλημμα της ανοιχτής οικονομίας», από κοινού δε με τον Shambaugh το μελέτησαν σε όλη την περίοδο των τελευταίων 130 ετών⁷. Στο πλαίσιο αυτής της εργασίας διαπίστωσαν μάλιστα ότι «...παρά τη σαφήνεια και απλότητα της θεωρίας, κάποιος μπορεί να μείνει έκπληκτος με το πόσο συχνά οι ασκούντες οικονομική πολιτική αψηφούν τα διδάγματα του διλήμματος, ακόμα και σήμερα» (Obstfeld, Shambaugh και Taylor, 2002, σ.1).

Οι Obstfeld, Shambaugh και Taylor «ποσοτικοποίησαν» κάθε μία από τις τρεις συνιστώσες του προβλήματος (συναλλαγματικές ισοτιμίες, κινητικότητα κεφαλαίων, ενεργητικότητα νομισματικής πολιτικής) από το 1870 έως το 2000. Το διάστημα αυτό το διαχώρισαν σε τέσσερις υπο-περιόδους κατά τη διάρκεια των οποίων επικράτησαν μόνο δύο εκ των τριών συνιστωσών. Όταν αυτό δεν συνέβαινε και οι ασκούντες οικονομική πολιτική προσπαθούσαν να ενεργοποιήσουν ταυτόχρονα και τους τρεις πυλώνες η οικονομία οδηγούνταν σε κρίση και η οικονομική πολιτική έπρεπε να αναθεωρηθεί. Οι τέσσερις περίοδοι είναι οι εξής: (Obstfeld, Shambaugh και Taylor, 2002, σελ. 4):

- 1 Η περίοδος του «Χρυσού Κανόνα» (1870-1914): επικράτησαν σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες με ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων. Η ανεξαρτησία της νομισματικής πολιτικής ήταν αναγκαστικά ανενεργή.
- 2 Το διάστημα από το 1914 έως το 1945: ανάλογα με τη χώρα και ανά διαστήματα υιοθετούνταν είτε οι κυμαινόμενες ισοτιμίες είτε οι περιορισμοί στην κίνηση

⁶ Απόδοση δική μας.

⁷ Βλ. Obstfeld, Shambaugh και Taylor (2002), Shambaugh (2003), Obstfeld, Shambaugh και Taylor (2004). Το τρίλημμα παρουσιάζεται, μεταξύ άλλων, και από τον Frankel (2000, σ.37). Ο Frankel ευθυγραμμίζεται με την άποψη ότι εθνική κυριαρχία, κανονιστικές ρυθμίσεις και ενοποίηση των αγορών δεν μπορούν να συνυπάρξουν. Πρέπει τα κράτη να επιλέξουν δύο από τα τρία. Με δεδομένο ότι υπάρχει ένα παγκόσμιο κανονιστικό πλαίσιο που ρυθμίζει τις αγορές και το οποίο ακολουθούν λίγο ή πολύ τα περισσότερα κράτη και ότι η παγκοσμιοποιημένη αγορά χρήματος και κεφαλαίου είναι γεγονός, ο χώρος που απομένει στην εθνική κυριαρχία περιορίζεται.

κεφαλαίων. Βασική επιλογή ήταν η αποτελεσματικότητα της ενεργού νομισματικής πολιτικής για τους ασκούντες οικονομική πολιτική.

- 3 Η περίοδος του Bretton-Woods (1945-1973): Η «αρχιτεκτονική» πριμοδοτούσε την ανεξαρτησία του συστήματος της οικονομικής πολιτικής, με σχετικά σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες. Συνεπώς έθετε αυστηρούς περιορισμούς στην κίνηση των κεφαλαίων.
- 4 Πρόσφατη περίοδος: Μετά την κατάρρευση του Bretton-Woods η κίνηση των κεφαλαίων απελευθερώθηκε. Κάποιες χώρες εφάρμοσαν κυμαινόμενες ισοτιμίες, προκειμένου να διασφαλίσουν την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής. Άλλες υιοθέτησαν τις σταθερές ισοτιμίες και έχασαν αυτή την δυνατότητα. Άλλες, τέλος, υφίστανται κρίσεις και γενικότερη σύγχυση, αμφιταλαντευόμενες, προσπαθώντας ταυτόχρονα να διατηρήσουν ελευθερία στην κίνηση των κεφαλαίων, ενεργό νομισματική πολιτική και σταθερό σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Τα ευρήματα για τις τέσσερις αυτές περιόδους, συνοψίζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Πίνακας 4 (1): Η επιλογή των δύο στα τρία (1870-2000).

	<i>Οι χώρες επέλεξαν να «θυσιάσουν»:</i>		
	<i>Νομισματική Πολιτική</i>	<i>Κίνηση Κεφαλαίων</i>	<i>Σταθερές Ισοτιμίες</i>
1870-1914	Οι περισσότερες	Λίγες	Λίγες
1914-1945	Λίγες	Αρκετές	Οι περισσότερες
1945-1971	Λίγες	Οι περισσότερες	Λίγες
1971-σήμερα	Λίγες	Λίγες	Αρκετές

Πηγή: *Obstfeld και Taylor, 2001 σελ. 13*

Στο τέλος του 19^{ου} αιώνα υπήρχε ένα σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, το οποίο ήταν συμβατό με την άρση των περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων. Η προσκόλληση στον κανόνα του χρυσού ήταν αδιαμφισβήτητη και η κίνηση των κεφαλαίων ήταν ελεύθερη. Το ενδιαφέρον από πλευράς πολιτικών ήταν περιορισμένο παρά το γεγονός ότι η προσπάθεια στήριξης της αξίας του νομίσματος μπορούσε να δημιουργήσει ανεργία. Η περιορισμένη παρουσία συστημάτων εκλογής αντιπροσώπων στα κοινοβούλια, η περιορισμένη δύναμη των εργατικών συνδικάτων και η απουσία εργατικών κομμάτων επέτρεπαν στους ασκούντες οικονομική πολιτική να υπερασπίζονται την αξία του νομίσματος με αντιπληθωριστικά μέτρα. Η περιορισμένη δημοκρατία υποκαθιστούσε την ανάγκη περιορισμού της ελεύθερης

κίνησης κεφαλαίων. Το ερώτημα που γεννάται είναι γιατί χρειάστηκαν οι περιορισμοί στην κινητικότητα του κεφαλαίου στο πλαίσιο της μεταπολεμικής τάξης πραγμάτων (Huffschnid, 2006, σ.175). Μεταπολεμικά όταν η δύναμη των εργατικών συνδικάτων και κομμάτων αυξήθηκε, η προσήλωση στη διατήρηση σταθερής ισοτιμίας δεν μπορούσε να γίνεται εις βάρος της απασχόλησης. Έτσι η υιοθέτηση περιοριστικών μέτρων αναφορικά με την κίνηση των κεφαλαίων κατέστη αναγκαία πολιτική (Eichengreen 1996, σ.230). Στο ίδιο πλαίσιο κυμαίνεται και η άποψη του Huffschnid (2006, σ.176): «*Η έλλειψη ενός ισχυρού και οικονομικά υπεύθυνου εργατικού κινήματος ήταν η αιτία της λειτουργικότητας ενός συστήματος στο πλαίσιο του οποίου ήταν γεγονός τόσο η κίνηση των κεφαλαίων όσο και οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες...η έλλειψη δημοκρατίας ήταν η εγγύηση για τη σταθερότητα του κανόνα του χρυσού παρά την άνευ περιορισμών κινητικότητα του κεφαλαίου*».

4.3 Δημοσιονομική Πολιτική

Σε συνθήκες ελεύθερης κίνησης των κεφαλαίων η δημοσιονομική επεκτατική πολιτική καθίσταται αποτελεσματική, όπως έδειξε το υπόδειγμα Mundell-Fleming, όταν το συναλλαγματικό καθεστώς που επικρατεί σε μία χώρα αφορά σε σταθερή ισοτιμία. Ακόμα και αυτή η αποτελεσματικότητα είναι πιθανό να αρθεί πλήρως στις σύγχρονες συνθήκες της παγκοσμιοποίησης. Την ολική άρση της αποτελεσματικότητας της δημοσιονομικής πολιτικής μπορεί να προκαλέσει η κίνηση του χρηματιστικού κεφαλαίου. Με δεδομένο το υψηλό δημόσιο και ιδιωτικό χρέος πολλών εθνικών οικονομιών, μία απότομη και μεγάλη εκροή χρηματιστικού κεφαλαίου μπορεί να ωθήσει μία οικονομία στα πρόθυρα κατάρρευσης, λόγω του ενδεχόμενου άρνησης ανανέωσης των υπαρχουσών πιστώσεων⁸. Η αδυναμία τροφοδότησης της οικονομίας με νέα κεφάλαια, έστω και για λίγες μόνο μέρες, μπορεί να οδηγήσει την οικονομία σε χρεοκοπία με οδυνηρές κοινωνικές συνέπειες.

⁸ Το πρόσφατο παράδειγμα της Ισλανδίας δείχνει τη δύναμη του χρηματιστικού κεφαλαίου. Η άρνηση εκ μέρους του συνόλου των δανειστών της για ανανέωση των πιστώσεων οδήγησε την οικονομία της χώρας σε χρεοκοπία. Αποτέλεσμα είναι η εκτόξευση της ανεργίας, η αύξηση της μετανάστευσης προς τρίτες χώρες καθώς και σοβαρές κοινωνικές αναταραχές πρωτόγνωρες για τη συγκεκριμένη χώρα. Η στήριξη εκ μέρους της Ρωσίας η οποία χορήγησε έκτακτο δάνειο ύψους τεσσάρων δις. ευρώ εξομάλυνε μερικώς την κατάσταση. Η χορήγηση του συγκεκριμένου δανείου πάντως υπήρξε πολιτική απόφαση που δεν δικαιολογείται με καθαρά οικονομικά κριτήρια. Ανάλογη είναι η κατάσταση και για την ελληνική οικονομία κατά τη διάρκεια του 2010. Αν και η ελληνική οικονομία έχει εισέλθει σε φάση ύφεσης, η δημοσιονομική πολιτική είναι αυστηρά περιοριστική στην προσπάθεια η Ελλάδα να εξακολουθεί να δανείζεται και να μην προσφύγει σε στάση πληρωμών.

Αναπτυσσόμενες και Ευρωπαϊκές χώρες δεσμεύονται από συμφωνίες για περιορισμό των δημοσιονομικών ελλειμμάτων υπό των φόβων εκροών κεφαλαίου.

Οι εκροές χρηματιστικού κεφαλαίου μπορεί να αποβούν ιδιαίτερα επώδυνες στην περίπτωση μικρών οικονομιών. Ο Huffschmid (2006, σ.142) υπολογίζει τη συνολική αξία των υπό διαχείριση κεφαλαίων των θεσμικών επενδυτών στα 36 τρισεκατομμύρια δολάρια παγκοσμίως. Από αυτά περίπου το 10% επενδύεται σε τρίτες χώρες στο εξωτερικό⁹. Ακόμη και το 5% των κεφαλαίων που επενδύονται σε τρίτες χώρες στο εξωτερικό (δηλ. 180 δισ. δολάρια) αν κινηθούν ταυτόχρονα, είναι κάτι που δεν μπορούν να αντέξουν οι περισσότερες χρηματιστηριακές αγορές του κόσμου. Ο Huffschmid (2006, σ.143) βασιζόμενος σε στοιχεία της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών υποστηρίζει ότι το 1% του συνολικού όγκου των μετοχών που κατέχουν οι «θεσμικοί» επενδυτές των χωρών της ομάδας των G7, αντιστοιχεί στο 27% της συνολικής κεφαλαιοποίησης των ασιατικών αγορών και στο 57% των αγορών της Λατινικής Αμερικής. Κατά τον συγγραφέα η ασυμμετρία αυτή έχει ως αποτέλεσμα η μετακίνηση προς την έξοδο ενός μόνο μικρού μέρους κεφαλαίων των «θεσμικών επενδυτών» να προκαλέσει σημαντικές ανισορροπίες στις αναπτυσσόμενες αγορές.

Οι γιγαντωμένοι διεθνείς χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί πιέζουν τις κυβερνήσεις να περιορίσουν τα δημοσιονομικά ελλείμματα με την απειλή απόσυρσης των κεφαλαίων τους. Η λογική των «αγορών» προκύπτει από την επιδίωξη της διασφάλισης των συμφερόντων τους. Ανεξάρτητα από τον τρόπο χρηματοδότησης, το χρηματιστικό κεφάλαιο «απειλείται» από τα δημοσιονομικά ελλείμματα και τις επεκτατικές δημοσιονομικές πολιτικές, για δύο κυρίως λόγους.

α) *Φερεγγυότητα-Δανειοληπτική ευχέρεια:* Τα παρατεταμένα δημοσιονομικά ελλείμματα στην περίπτωση που χρηματοδοτούνται με εσωτερικό ή/και εξωτερικό δανεισμό δημιουργούν υψηλό δημόσιο χρέος, το οποίο όσο αυξάνονται τα ελλείμματα, συσσωρεύεται και διογκώνεται. Σε κάθε περίπτωση τα υψηλά χρέη αποτελούν αντικίνητρο χρηματοοικονομικών τοποθετήσεων από το εξωτερικό διότι αυξάνεται ο κίνδυνος της τοποθέτησης. Το ξένο κεφάλαιο απαιτεί υψηλότερα επιτόκια για αντιστάθμιση των αυξημένων κινδύνων. Τα υψηλότερα επιτόκια δρουν περιοριστικά και περιορίζουν τυχόν ευεργετικές συνέπειες της επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής. Η αύξηση των επιτοκίων δανεισμού για

⁹ Εκτός δηλαδή των ΗΠΑ, της Ιαπωνίας, της Βρετανίας, της Γαλλίας, της Γερμανίας και της Ολλανδίας

χρηματοδότηση δημοσίων ελλειμμάτων ασκεί αυξητική πίεση σε όλα τα επιτόκια που ισχύουν στη συγκεκριμένη οικονομία. Η αυξητική τάση των επιτοκίων εκτρέπει τους πόρους από τη χρηματοδότηση των επενδύσεων στο δημόσιο δανεισμό και οδηγεί σε ανάσχεση τις ιδιωτικές επενδύσεις, συγκρατώντας τους ρυθμούς μεγέθυνσης και την αύξηση της απασχόλησης που θα ήταν διαφορετικά εφικτοί. Η διόγκωση του χρέους μπορεί ακόμα να οδηγήσει σε δυσχέρεια αποπληρωμής των χρεών και πιθανή στάση πληρωμών. Η στάση πληρωμών και η ενδεχόμενη επαναδιαπραγμάτευση των όρων δανεισμού πόσο μάλλον η πιθανότητα διαγραφής μέρους των χρεών συνεπάγεται τον κίνδυνο απωλειών για το χρηματιστικό κεφάλαιο.

β) *Πληθωρισμός*: Οι ξένες τοποθετήσεις απειλούνται επίσης από τον πληθωρισμό που ως γνωστόν ενεργεί ως «εργαλείο» αναδιανομής από τους πιστωτές προς τους πιστούχους (Pollin 1998, σ.442). Σε περίπτωση που τα περιουσιακά στοιχεία που διακρατώνται δεν είναι κατά κάποιον τρόπο θωρακισμένα με κάποια ρήτρα τιμαριθμοποίησης βλέπουν την αξία τους να διαβρώνεται ανάλογα προς τον ρυθμό πληθωρισμού. Το ζήτημα της σταθερότητας της αξίας του χρήματος καθίσταται κύριο και καίριο για τις ξένες τοποθετήσεις.

Σε περίπτωση που τα δημοσιονομικά ελλείμματα χρηματοδοτούνται με έκδοση νέου χρήματος ο πληθωρισμός αυξάνεται. Η αύξηση της ποσότητας του χρήματος- *ceteris paribus*- αυξάνει το γενικό επίπεδο τιμών. Σε περίπτωση που η χρηματοδότηση των αυξημένων δημοσίων δαπανών γίνεται με πρόσθετη φορολογία, εάν θίγει τα συνδικάτα θα τα εξωθήσει σε κινητοποιήσεις για αυξήσεις των θιγόμενων εισοδημάτων. Αυτές οι αυξήσεις μετακυλύονται στις τιμές και οδηγεί σε γενική άνοδό τους. Τα διαρκή ελλείμματα πιέζουν τη συναλλαγματική ισοτιμία, του εθνικού νομίσματος σε χαμηλότερα επίπεδα. Η διολίσθηση του νομίσματος μπορεί να προκαλέσει αύξηση του πληθωρισμού λόγω της αύξησης των τιμών των εισαγόμενων προϊόντων.

Τα αυξανόμενα δημοσιονομικά ελλείμματα επιτηρούνται αυστηρά από το χρηματιστικό κεφάλαιο, το οποίο θέτει πιεστικά όρια στη δυνατότητα χάραξης δημοσιονομικής πολιτικής που να υπηρετεί την πλήρη απασχόληση, την αναδιανομή και την κοινωνική πολιτική (Boyer and Drache, 1996, σ.3).

4.4 Συναλλαγματική Πολιτική και ανταγωνιστικότητα.

Ένας από τους βασικούς στόχους της συναλλαγματικής πολιτικής είναι η περιφρούρηση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας. Η ανεμπόδιστη κίνηση των κεφαλαίων περιπλέκει όμως το ζήτημα της χάραξης μιας συναλλαγματικής πολιτικής που να συνεπικουρεί τον ειδικό αυτό στόχο της εθνικής οικονομικής πολιτικής. Οι καθαρές εισροές κεφαλαίων¹⁰ ασκούν ανατιμητική ώθηση στο νόμισμα η οποία χωρίς την παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας μπορεί να οδηγήσει σε διάβρωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας. Οι εξαγωγές μειώνονται, αφού τα προϊόντα και οι υπηρεσίες της συγκεκριμένης χώρας καθίστανται ακριβότερα σε σχέση με αυτά άλλων χωρών. Αντίθετα, οι εισαγωγές αυξάνονται γιατί οι σχετικές τιμές τους σε εθνικό νόμισμα μειώνονται. Οι αρνητικές συνέπειες εμφανίζονται στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών με τη δημιουργία ή τη διόγκωση τυχόν υπάρχοντος ελλείμματος. Η διαδικασία αυτή μπορεί να είναι αυτοτροφοδοτούμενη: για τη χρηματοδότηση του ελλείμματος απαιτούνται νέες εισροές κεφαλαίου. Οι νέες εισροές ανατιμούν περαιτέρω το νόμισμα. Η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας επιδεινώνεται. Το έλλειμμα διογκώνεται κ.ο.κ.

Η κεντρική τράπεζα μπορεί να παρέμβει στην αγορά συναλλάγματος για να περιορίσει τις ανατιμητικές τάσεις του νομίσματος. Η παρέμβαση θα πραγματοποιηθεί με την αγορά ξένου συναλλάγματος και την πώληση εθνικού νομίσματος. Με αυτό τον τρόπο η αξία του εγχώριου νομίσματος διολισθαίνει έναντι των ξένων νομισμάτων και ανακάμπτει η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας. Η παρέμβαση αυτή όμως αυξάνει την προσφορά χρήματος και δημιουργεί πληθωριστικές πιέσεις.

Η κεντρική τράπεζα μπορεί να παρέμβει ώστε να αφήσει αμετάβλητη την προσφορά χρήματος, να «αδρανοποιήσει» δηλαδή τις πληθωριστικές πιέσεις. Η «αδρανοποίηση» μπορεί να γίνει: α) με πράξεις ανοικτής αγοράς (open market operations) β) με αύξηση των υποχρεωτικών διαθεσίμων των τραπεζών που διακρατούνται από την κεντρική τράπεζα.

α) Με τις «πράξεις ανοικτής αγοράς» η κεντρική τράπεζα πωλεί κρατικά έντοκα γραμμάτια και ομόλογα για να απορροφήσει την πλεονάζουσα προσφορά χρήματος.

¹⁰ Η δημοφιλής από τους διαχειριστές κεφαλαίων πρακτική του “carry trade” -του δανεισμού δηλαδή σε νόμισμα χαμηλού επιτοκίου (π.χ. Ιαπωνικό γεν) και τοποθέτηση σε τίτλους υψηλού επιτοκίου με εξαγορά του αντίστοιχου συναλλάγματος (π.χ. δολάριο Αυστραλίας)- είναι μία περίπτωση εισροών που ενδέχεται να δημιουργήσουν ανισορροπίες στις «εμπλεκόμενες» οικονομίες. Βλ. σχετικά Galati και Melvin (2004).

Η συγκεκριμένη παρέμβαση αδρανοποίησης όμως αναιρεί σε ένα βαθμό την αρχική επιδίωξη της κεντρικής τράπεζας που αφορούσε στον περιορισμό των ανατιμητικών τάσεων του εθνικού νομίσματος. Αυτό γιατί η πώληση κρατικών ομολόγων ασκεί αυξητικές πιέσεις στα επιτόκια, και σε συνθήκες απόλυτης ελευθερίας στην κίνηση των κεφαλαίων, προσελκύονται νέα κεφαλαία από το εξωτερικό όπου πιέζουν με ανατίμηση του εθνικού νόμισμα: Η αρχική επιδίωξη της συναλλαγματικής πολιτικής, η αποτροπή δηλαδή της ανατίμησης του εθνικού νομίσματος, αναιρείται λόγω των εισροών ξένων κεφαλαίων.

β) Εναλλακτικά η κυβέρνηση μπορεί να αυξήσει το ποσοστό των υποχρεωτικών διαθεσίμων των εμπορικών τραπεζών προς την κεντρική τράπεζα. Η πολιτική αυτή θα περιόριζε την προσφορά χρήματος και θα ανέκοπτε τις πληθωριστικές τάσεις. Τα επιτόκια θα υφίσταντο ανοδική πίεση, με αποτέλεσμα την προσέλκυση κεφαλαίων από το εξωτερικό. Οι εισροές αυτές θα πίεζαν ανατιμητικά το εθνικό νόμισμα με αποτέλεσμα η αρχική επιδίωξη της κυβέρνησης για βελτίωση της ανταγωνιστικότητας να μην επιτυγχάνεται.

Η συναλλαγματική πολιτική θα μπορούσε να είναι αποτελεσματική ως προς τη διαφύλαξη της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας, χωρίς να συγκρούεται με άλλους στόχους τη οικονομικής πολιτικής -για παράδειγμα την αποτροπή πληθωριστικών πιέσεων- στην περίπτωση που εφαρμόζονταν περιορισμοί στην κίνηση των κεφαλαίων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ: ΠΟΛΥΜΟΡΦΕΣ, ΣΥΝΕΧΕΙΣ, ΜΕΤΑΛΟΤΙΚΕΣ

Οι Dornbusch και Fischer (2003, σ.8) σκωπτικά σχολιάζουν για τις νέου τύπου κρίσεις ότι το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα μπορεί να απαιτήσει 50 δισ. δολάρια από μία χώρα σε ένα απόγευμα. Εκεί έγκειται και η βασική διαφορά των σύγχρονων από τις παραδοσιακές κρίσεις: οι σύγχρονες παγκοσμιοποιημένες οικονομίες είναι περισσότερο ευάλωτες σε κρίσεις που προκαλούνται από φυγή κεφαλαίων. Ποιες είναι οι βασικές διακρίσεις των κρίσεων; Πως συνδέονται οι σύγχρονες χρηματοπιστωτικές κρίσεις με την παγκοσμιοποίηση; Η απάντηση θα αναζητηθεί με την επισκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας για τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις που εκδηλώθηκαν στη μετά Bretton-Woods εποχή. Στόχος αυτής της έρευνας είναι η ταξινόμηση των κρίσεων με βάση τα κύρια αίτια, τους τομείς της χρηματοπιστωτικής και οικονομικής δραστηριότητας στους οποίους εκδηλώθηκαν, τη διασύνδεση τους με τις οικονομικές και τις θεμελιώδεις ανισορροπίες και διαρθρωτικές αδυναμίες των οικονομιών. Σε αυτή τη βάση θα αναζητηθεί μια τυπολογία των σύγχρονων κρίσεων και η διασύνδεσή της με την ανεμπόδιστη μεταφορά κεφαλαίων από τη μία χώρα στην άλλη στο πλαίσιο της σύγχρονης φάσης της παγκοσμιοποίησης.

5.1 Το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών.

Η ανάλυση των χρηματοπιστωτικών κρίσεων μεταπολεμικά έχει ως βάση το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Κατά τη διάρκεια της λειτουργίας του συστήματος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton-Woods οι χώρες πλήττονταν από συναλλαγματική κρίση όταν λόγω παρατεταμένων ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στέρευαν από συναλλαγματικά αποθέματα (δολάρια και χρυσό). Οι κρίσεις αυτές ξεπερνιούνταν συνήθως με την παρέμβαση διεθνών διακρατικών οργανισμών και κατά βάση του Δ.Ν.Τ. Η υποτίμηση του εθνικού νομίσματος ή/και η (προσωρινή) συρρίκνωση του προϊόντος λόγω του περιορισμού της εθνικής κατανάλωσης ή/και της εθνικής επένδυσης, αποκαθιστούσαν τελικώς την ισορροπία. Όπως θα δούμε στη συνέχεια οι ανισορροπίες στο ισοζύγιο κίνησης κεφαλαίων είναι αυτές που εξηγούν καλύτερα την εκδήλωση των «νέων» χρηματοπιστωτικών κρίσεων. Ωστόσο η ανάλυση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών έχει τη δική της αυτοτελή σημασία και οι ενδεχόμενες ανισορροπίες σε αυτό είναι καίριες.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών περιλαμβάνει, εκτός από το εμπορικό ισοζύγιο, τα εισοδήματα που προέρχονται από επενδύσεις, καθώς και τις μονομερείς μεταβιβάσεις. Ο λογαριασμός τρεχουσών συναλλαγών είναι ταυτόσημος με το καθαρό εισόδημα ενός έθνους [από ή προς την αλλοδαπή]. Όταν το καθαρό εισόδημα από την αλλοδαπή είναι θετικό, τότε η χώρα θεωρείται πιστωτής. Όταν το καθαρό εισόδημα από την αλλοδαπή είναι αρνητικό η χώρα θεωρείται χρεώστης (Samuelson and Nordhaus, 2000 σ.645-646).

Το μακροχρόνιο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών οδηγεί σε συσσώρευση εξωτερικού χρέους, αφού η οικονομία θα πρέπει να δανείζεται από το εξωτερικό για να χρηματοδοτεί το έλλειμμα, που προέρχεται από την ανεπάρκεια της εθνικής αποταμίευσης. Σε περίπτωση που αυτό υπερδιογκωθεί, το εθνικό νόμισμα υποτιμηθεί ή/και τα διεθνή επιτόκια αυξηθούν το εξωτερικό χρέος –*ceteris paribus*- ενδέχεται να μη μπορεί να εξυπηρετηθεί ομαλά. Ένα ελλειμματικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών χρηματοδοτείται με εισροές κεφαλαίων από το εξωτερικό οι οποίες καταγράφονται στο λογαριασμό κίνησης κεφαλαίων. Σε περίπτωση που οι ροές αυτές διακοπούν και υπάρχει γενικότερη απροθυμία από το εξωτερικό για χρηματοδότηση, ξεσπάει κρίση.

Το ελλειμματικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών δεν οδηγεί αναπόφευκτα σε κρίση. Υπάρχουν συγκεκριμένοι παράγοντες που αυξάνουν την επικινδυνότητά του, οι οποίοι είναι οι εξής (Roubini και Watchel 1997):

α) Η διάρθρωση και το ύψος του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών. Όταν το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών είναι αποτέλεσμα εμπορικών ελλειμμάτων, παρά ελλειμμάτων του ισοζυγίου αδήλων πόρων θεωρείται περισσότερο επικίνδυνο. Αυτό γιατί το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου φανερώνει προβλήματα στην ανταγωνιστικότητα της οικονομίας. Επίσης όταν ο δανεισμός, χρηματοδοτεί επενδύσεις και όχι κατανάλωση, το έλλειμμα είναι λιγότερο επικίνδυνο. Σε αυτή την περίπτωση το έλλειμμα προκύπτει από την ανάγκη για την πραγματοποίηση επενδύσεων και όχι από την πτώση της εθνικής αποταμίευσης. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών που δημιουργείται από την πτώση της εθνικής αποταμίευσης, μπορεί να προέρχεται είτε από μείωση της δημόσιας αποταμίευσης (έλλειμμα στον κρατικό προϋπολογισμό) είτε από τη μείωση της ιδιωτικής αποταμίευσης. Γενικά η μείωση της δημόσιας αποταμίευσης είναι πιο επικίνδυνη, διότι η πτώση της ιδιωτικής αποταμίευσης αποτελεί συνήθως παροδικό φαινόμενο, ενώ τα παρατεταμένα ελλείμματα του δημοσίου φανερώνουν διαρθρωτικά προβλήματα της οικονομίας. Η πτώση της ιδιωτικής αποταμίευσης από την άλλη πλευρά μπορεί να οφείλεται στις προσδοκίες αύξησης του Α.Ε.Π. που προξενούν αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης σε βάρος της αποταμίευσης. Αν επαληθευθεί η αύξηση του Α.Ε.Π. το ύψος της ιδιωτικής αποταμίευσης επιστρέφει στα προηγούμενα επίπεδα, πράγμα το οποίο φανερώνει την παροδικότητα του φαινομένου. Τα ελλείμματα είναι περισσότερο ανεκτά όταν ο ρυθμός μεγέθυνσης της οικονομίας είναι υψηλός, ώστε η αναλογία εξωτερικού χρέους προς Α.Ε.Π. να παραμένει ελεγχόμενη. Επίσης υψηλός ρυθμός μεγέθυνσης συνεπάγεται μεγαλύτερη ικανότητα αποπληρωμής χρεών.

β) Οι εναλλακτικοί τρόποι χρηματοδότησης του ελλείμματος. Τα βραχυπρόθεσμα κεφάλαια θεωρούνται περισσότερο επικίνδυνα από τα μακροπρόθεσμα. Αυτό γιατί οι άμεσες ξένες επενδύσεις εκτός από την εισροή «πόρων» στην οικονομία εισαγάγουν νέες τεχνολογίες, καινοτομίες, εκπαίδευση και γενικότερη βελτίωση του ανθρώπινου δυναμικού, ενώ έχουν πολύ μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με τις βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις (Stiglitz, 2000, σ.1076, 2004, σ.60). Για αυτό το λόγο οι ξένες άμεσες επενδύσεις είναι γενικότερα πιο επιθυμητές. Όσον αφορά στις εισροές που παίρνουν τη μορφή χορήγησης

δανείου, τα δάνεια από επίσημους φορείς (κυβερνήσεις - *διμερή*, Παγκόσμια Τράπεζα, Διεθνές Νομισματικό Ταμείο - *πολυμερή* κλπ.) είναι λιγότερα ευμετάβλητα από ότι αυτά των ιδιωτικών φορέων (π.χ. ιδιωτικές εμπορικές τράπεζες), διότι έχουν επιτόκια γενικά χαμηλότερα από αυτά της αγοράς, μεγαλύτερες περιόδους χάριτος και αποπληρωμής. Είναι πιο ευέλικτα και μπορεί να γίνουν επαναδιαπραγματεύσεις μεταξύ των μερών ειδικά σε περιόδους κρίσεων.

γ) Το ύψος των συναλλαγματικών αποθεμάτων και το ύψος του τρέχοντος συνολικού χρέους. Το ύψος των συναλλαγματικών αποθεμάτων μίας χώρας είναι σημαντικός παράγοντας για την εξυπηρέτηση του εξωτερικού χρέους. Υψηλά αποθέματα βοηθούν επίσης στη σύναψη νέων δανείων με λιγότερο δυσμενείς όρους για τον δανειζόμενο, αφού ο δανειστής λαμβάνει υπόψη τα υψηλά συναλλαγματικά αποθέματα, όταν πρόκειται να ανανεώσει τα δάνεια. Τα δύο τελευταία (σύναψη νέων δανείων και ανανέωση των υπαρχόντων) επηρεάζονται επίσης και από το ύψος του τρέχοντος εξωτερικού χρέους. Ο δανειστής είναι πιο πρόθυμοι να δανείσουν ακόμη και με σχετικά ευνοϊκούς όρους όταν το ύψος των χρεών μίας οικονομίας δεν είναι υπερδιογκωμένο.

δ) Η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και ειδικά των τραπεζών συντελεί στην ικανότητα της οικονομίας να αντεπεξέλθει στις ανάγκες του ελλείμματος των τρεχουσών συναλλαγών. Ειδικά στις αναπτυσσόμενες οικονομίες που η διαμεσολάβηση από τις τράπεζες είναι μεγάλη, η «υγεία» του πιστωτικών ιδρυμάτων είναι ιδιαίτερα σημαντική, αφού στην εισροή των κεφαλαίων από το εξωτερικό διαμεσολαβούν οι τράπεζες οι οποίες με τη σειρά τους παρέχουν δάνεια στις εγχώριες επιχειρήσεις.

ε) Πολιτική σταθερότητα της χώρας. Η πολιτική αστάθεια σε μία χώρα μπορεί να έχει συνέπειες ανάλογες με τη δυσλειτουργία του τραπεζικού συστήματος. Πολιτική αστάθεια σημαίνει ότι δεν υπάρχει μακροχρόνια δέσμευση για τη χάραξη οικονομικής πολιτικής και για διατήρηση της συναλλαγματικής πολιτικής. Τα ξένα κεφάλαια αντιμετωπίζουν με επιφυλακτικότητα μια τέτοια οικονομία και είναι ανά πάσα στιγμή έτοιμα να εξέλθουν. Συνέπεια μίας ενδεχόμενης μαζικής και απότομης εξόδου είναι η κρίση στο ισοζύγιο πληρωμών. Η πολιτική αστάθεια είναι συνήθως συνυφασμένη με μεγάλα ελλείμματα στον κρατικό προϋπολογισμό τα οποία διογκώνουν το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών.

Στον συγκεντρωτικό πίνακα που ακολουθεί συνοψίζονται οι βασικοί λόγοι που θεωρούνται ότι κάνουν το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών επικίνδυνο για την οικονομία.

Πίνακας 5(1): Παράγοντες που προσδιορίζουν τον βαθμό επικινδυνότητας του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών.

	ΒΑΘΜΟΣ ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΟΤΗΤΑΣ ΕΛΛΕΙΜΜΑΤΟΣ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ	
	Υ Ψ Η Λ Ο Σ	Χ Α Μ Η Λ Ο Σ
ΠΗΓΕΣ	Χρηματοδότηση Κατανάλωσης	Χρηματοδότηση Επενδύσεων
	Χρηματοδότηση Μη Παραγωγικού Κεφαλαίου (<i>οικοδομή, ακίνητα, μετοχές, κλπ</i>)	Χρηματοδότηση Παραγωγικού Κεφαλαίου (<i>μηχανολογικός εξοπλισμός, νέες τεχνολογίες κλπ.</i>)
	Χαμηλός Ρυθμός Αύξησης του Α.Ε.Π.	Υψηλός Ρυθμός Αύξησης του Α.Ε.Π.
	Μείωση της Δημόσιας Αποταμίευσης	Μείωση της Ιδιωτικής Αποταμίευσης
ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ	Έλλειμμα στο Εμπορικό Ισοζύγιο	Έλλειμμα στο Ισοζύγιο Άδηλων Πόρων
ΥΨΟΣ	Άνω του 5% σε σχέση με το Α.Ε.Π.	Κάτω από το 5% σε σχέση με το Α.Ε.Π.
ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΟΥ ΕΛΛΕΙΜΜΑΤΟΣ	Βραχυπρόθεσμα	Μακροπρόθεσμα
	Δάνεια	Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου (<i>Μακροχρόνιες Συμμετοχές, Έκδοση Ομολόγων</i>)
	Έμμεσες επενδύσεις	Άμεσες Επενδύσεις
	Ιδιωτικοί Φορείς (<i>Εμπορικές Τράπεζες</i>)	Επίσημοι & Εθνικοί Φορείς (<i>Παγκόσμια Τράπεζα, Δ.Ν.Τ.</i>)
	Μεγάλος Όγκος	Μικρός Όγκος
ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	Χαμηλά	Υψηλά
ΥΨΟΣ ΤΡΕΧΟΝΤΟΣ ΧΡΕΟΥΣ	Υψηλό	Χαμηλό
ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑ	Αύξηση	Σταθερή ή συγκρατημένη μείωση
ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ	Ωριμο	Υποανάπτυκτο
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ	Ασταθείς	Σταθερές & Πολιτική Σταθερότητα

Πηγή: Roubini και Watchel (1997). Σύνοψη των στοιχείων που αναφέρονται στο άρθρο σε δική μας επεξεργασία.

5.2 Χρηματοπιστωτικές κρίσεις: Πώς η παγκοσμιοποίηση συνδέεται με την αλλαγή της μορφής των κρίσεων.

Στη διάρκεια του 20^{ου} αιώνα καταγράφηκαν πολλές χρηματοπιστωτικές κρίσεις που ποικίλουν ως προς τα γενεσιουργά αίτια, όσο και ως προς το είδος ή/και την έκταση των επιπτώσεων τους.

Η μεγαλύτερη παγκόσμια κρίση θεωρείται η κρίση του 1929¹. Μέχρι τον Β' παγκόσμιο πόλεμο ακολούθησαν μικρότερες κρίσεις που έπληξαν όμως αρκετές χώρες και ως πρωταρχικό αίτιο είχαν τη διασύνδεση των εθνικών νομισμάτων με το χρυσό και την άσκηση εσφαλμένων οικονομικών πολιτικών. Μετά τη συμφωνία του Bretton-Woods το 1944, οι κρίσεις είχαν ως αφετηρία όχι πλέον τη σύνδεση των εθνικών νομισμάτων με τον χρυσό αλλά με το δολάριο, το οποίο επικράτησε ως διεθνές νομισματικό μέσο συναλλαγών. Οι χώρες που αντιμετώπιζαν προβλήματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών λόγω μειωμένης ανταγωνιστικότητας των προϊόντων ή/και των υπηρεσιών τους αναγκάζονταν να εγκαταλείψουν τη σύνδεση του νομίσματός τους με το δολάριο και να προβούν σε υποτίμηση. Το αποτέλεσμα ήταν να προκαλούνται συχνά κρίσεις του ισοζυγίου π[πληρωμών -μικρής όμως έκτασης και έντασης- οι οποίες ξεπερνιούνταν με τη χορήγηση δανείων από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.

Μετά την κατάρρευση του συστήματος του Bretton-Woods στις αρχές της δεκαετίας του '70, η σημαντικότερη κρίση που αντιμετώπισε η παγκόσμια οικονομία ήταν η επονομαζόμενη «κρίση του χρέους» στις αρχές της δεκαετίας του '80: έπληξε το σύνολο σχεδόν των αναπτυσσόμενων χωρών (Αφρική, Ασία, Ν. Αμερική, Ανατ. Ευρώπη). Οι εμπλεκόμενες χώρες βρέθηκαν υπερδανεισμένες στο εξωτερικό και έναυσμα της κρίσης αποτέλεσε η αδυναμία αποπληρωμής των χρεών τους και η συνακόλουθη στάση πληρωμών. Η σχέση συνολικού εξωτερικού χρέους ως προς το Α.Ε.Π. για τις περισσότερες από τις πληγείσες χώρες ήταν σε πολύ υψηλό επίπεδο- γεγονός το οποίο είχαν αψηφήσει δανειζόμενοι και δανειστές. Η ευχερής πρόσβαση σε δανειακά κεφάλαια, που μπορούσαν να αξιοποιηθούν κατά το δοκούν εξηγεί τις

¹ Για τα αίτια του κραχ του 1929 ενδεικτικά αναφέρουμε τέσσερις θέσεις (Sachs 1999, σ.94). α) Η θέση που υποστηρίχθηκε από τον Keynes, είναι ότι το κραχ ήταν αποτέλεσμα της γενικότερης αστάθειας που είχε δημιουργηθεί στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα μετά την Συνθήκη των Βερσαλλιών και τους επαχθείς οικονομικούς όρους που είχε η Συνθήκη για τους ηττημένους του Α' Παγκοσμίου Πολέμου. (βλ. John Maynard Keynes "The Economic Consequences of the Peace", Harcourt Brace New York 1920 & Étienne Mantoux, "The Carthaginian Peace: Or the Economic Consequences of Mr Keynes" Oxford University Press, 1946). β) Μια άλλη ερμηνεία υποστηρίζει ότι το κύριο αίτιο ήταν η άκρατη «φιλελευθεροποίηση» του οικονομικού συστήματος και η προσκόλληση στο δόγμα του laissez-faire, η οποία οδήγησε σε αστάθεια όλο οικονομικό σύστημα. γ) Υποστηρίζεται από άλλους ότι η κρίση προκλήθηκε από σημαντικά λάθη των κεντρικών τραπεζών, όσον αφορά στη χάραξη νομισματικής πολιτικής. Ο Sachs υποστηρίζει ότι και οι τρεις αυτές θέσεις έχουν ερμηνευτική αξία. Ωστόσο, ο ίδιος θεωρεί πρωταρχικό αίτιο του κραχ τη διασύνδεση των νομισμάτων με το χρυσό και το σημαντικό περιορισμό της νομισματικής κυκλοφορίας που αυτό επέφερε. Όλες ανεξαιρέτως οι κεντρικές τράπεζες στις τότε μεγάλες οικονομίες, λόγω της σύνδεσης των νομισμάτων με το χρυσό (που κυκλοφορούσε σε δοσμένη ποσότητα ελλείψει νέων κοιτασμάτων) εφάρμοσαν περιοριστικές πολιτικές παρά την αυξανόμενη ανεργία. Το αποτέλεσμα ήταν η βαθιά ύφεση που ακολούθησε μετά το 1929.

υπερβολές από πλευράς δανειζόμενων. Οι πιστωτές (εμπορικές τράπεζες αναπτυγμένων χωρών) από την πλευρά τους, θεωρούσαν δεδομένο ότι τα εθνικά κράτη θα μπορούσαν σε κάθε περίπτωση να αποπληρώσουν τα χρέη τους και εκμεταλλευτήκαν το πεδίο κερδοφορίας που δημιούργησε η πλεονάζουσα ρευστότητα χάρη στις υψηλές καταθέσεις σε «πετροδολάρια».

Περί τα μέσα της δεκαετίας του 1990 τα νέα περιστατικά χρηματοπιστωτικά κρίσης στη Νότια Αμερική μοιάζουν να έχουν διαφοροποιημένα αίτια σε πολλές από τις πληγείσες χώρες τα μακροοικονομικά στοιχεία ήταν σε σχετικά καλή κατάσταση. Το νέο στοιχείο που αναδεικνύεται είναι η ταχύτητα και η σφοδρότητα της κίνησης των διεθνών χρηματιστικών κεφαλαίων. Στην περίπτωση της Νοτίου Αμερικής το πρόβλημα δεν ήταν ο υπερδανεισμός, όσο η άρνηση ανανέωσης των βραχυπρόθεσμων πιστώσεων προς τις αναπτυσσόμενες χώρες εξαιτίας του πανικού που προκλήθηκε και ο περιορισμός της διεθνούς ρευστότητας. Η κρίση αυτή χαρακτηρίστηκε ως η πρώτη χρηματοπιστωτική κρίση του 21^{ου} αιώνα, προδικάζοντας κατά κάποιον τρόπο ότι στο μέλλον οι κρίσεις θα σχετίζονταν με τις κερδοσκοπικές κινήσεις κεφαλαίων.

Η ανεξέλεγκτη κίνηση των διεθνών κεφαλαίων θεωρείται επίσης ως το βασικό αίτιο για την κρίση που ακολούθησε το 1997, στη Ν.Α. Ασία αρχικά, αλλά και σε άλλες αναπτυσσόμενες και αναπτυγμένες χώρες. Η κρίση ήταν σφοδρότερη από την κρίση στη Νότια Αμερική το 1994-95 και επηρέασε δυσμενώς το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Τα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αποτελούσαν ανέκαθεν παράγοντα ικανό να προκαλέσει σοβαρές διαταραχές στην πορεία της οικονομίας. Αντίστοιχη σημασία αποκτά μετά την απελευθέρωση της κίνησης των κεφαλαίων τη δεκαετία του 80 το ισοζύγιο της κίνησης κεφαλαίων: η κίνηση κεφαλαίων γίνεται εξίσου σημαντική με το εμπορικό ισοζύγιο για τη σταθερότητα της οικονομίας και την εκδήλωση χρηματοπιστωτικών κρίσεων. Ο μεγάλος όγκος και η υψηλή ταχύτητα των ροών κεφαλαίου στη διάρκεια της κρίσης του 1997-98 έκαναν πολλούς οικονομολόγους να μιλούν για νέου τύπου κρίσεις που εστιάζονται πλέον στο ισοζύγιο κίνησης κεφαλαίων και όχι στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (Arias, 2003, σ.15). Κατά τους Babic and Zigman (2001, σ.1) μεταξύ άλλων οι λόγοι αύξησης των επεισοδίων κρίσεων είναι η παγκοσμιοποίηση, η αυξημένη κίνηση κεφαλαίων, καθώς και η απελευθέρωση των λογαριασμών τρεχουσών συναλλαγών και κίνησης κεφαλαίων στις περισσότερες οικονομίες.

5.3 Τυποποίηση των κρίσεων.

Σύμφωνα με τον Mishkin (1999, σ. 1523) «*χρηματοπιστωτική κρίση είναι η κατάσταση στην οποία η ροή πληροφοριών στις αγορές διακόπτεται, με αποτέλεσμα οι αγορές να μη μπορούν να λειτουργήσουν όπως θα έπρεπε, δηλαδή να κατευθύνουν τα κεφάλαια αποτελεσματικά, προς τις παραγωγικές και αποδοτικές επενδύσεις*». Οι πιο συνηθισμένες διακρίσεις των σύγχρονων χρηματοπιστωτικών κρίσεων είναι οι εξής:

- Τραπεζικές (Banking)
- Αδυναμίας αποπληρωμής χρέους ή χρέους (Debt)
- Συναλλαγματικές (Currency) ή ισοζυγίου πληρωμών
- Συνδυασμός των παραπάνω

Οι Bordo και Schwartz (2000, σ. 82) διευκρινίζουν για κάθε περίπτωση:

«Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις περιλαμβάνουν τραπεζικές κρίσεις, που μπορεί να προκαλέσουν, είτε τραπεζικό «πανικό», είτε κατάρρευση τραπεζών. Οι κρίσεις χρέους είναι ιστορικά επαναλαμβανόμενες και προκαλούνται όταν τα κράτη ή ιδιωτικές επιχειρήσεις αδυνατούν να αποπληρώσουν το ξένο χρέος... Οι συναλλαγματικές κρίσεις συμβαίνουν όταν η συναλλαγματική ισοτιμία δέχεται κερδοσκοπικές πιέσεις».

Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις διαφέρουν από καταστάσεις «πανικού» που μπορούν να συμβούν στην οικονομία (Bordo και Schwartz, 2000, σ.84), οι οποίες συνήθως προκαλούνται από μικρούς καταθέτες (Kindleberger, 2005, σ.93) και αφορούν στη γενίκευση της ανησυχίας ότι όλοι οι καταθέτες θα προχωρήσουν σε ταυτόχρονες και πρόωρες αναλήψεις (Aglietta, 2001, σ.8). Μία κατάσταση πανικού (π.χ. τραπεζικού) αφορά στην ομαλή λειτουργία του συστήματος πληρωμών. Ο πανικός είναι απλώς η αφετηρία της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Το φαινόμενο της κρίσης δεν εξαντλείται σε αυτόν και είναι πλέον σύνθετο. Ο αρχικός πανικός μπορεί να πάρει επικίνδυνες διαστάσεις όταν συντρέξουν ταυτόχρονα τρεις συνθήκες: α) οι βραχυχρόνιες υποχρεώσεις υπερβαίνουν τις βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις, β) δεν υφίσταται ιδιώτης κεφαλαιούχος/πιστωτής ο οποίος να μπορεί να καλύψει με πιστώσεις το σύνολο των βραχυχρόνιων απαιτήσεων και γ) ολιγορεί ο δανειστής έσχατης καταφυγής (lender of last resort). Ο «πανικός» μπορεί να ξεπεραστεί με παρέμβαση για παροχή της αναγκαίας ρευστότητας στην αγορά από διεθνείς οικονομικούς οργανισμούς, όπως το Δ.Ν.Τ. που θα συντρέξουν να αναλάβουν το ρόλο του δανειστή έσχατης καταφυγής ώστε να αποφευχθεί η διάχυση του πανικού

και η μετατροπή του σε γενικευμένη χρηματοπιστωτική κρίση (Radelet and Sachs, 1998, σ.3).

Οι πρόσφατες παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές κρίσεις (1980, 1994-95, 1997-98) είχαν συνέπεια, την κατάρρευση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων (μετοχές, ακίνητα, εμπορεύματα), μεγάλες υποτιμήσεις εθνικών νομισμάτων, πτωχεύσεις χρηματοπιστωτικών οργανισμών, ακόμα και στάσεις πληρωμών από μέρους ολόκληρων κρατών. Όταν οι συνέπειες αυτές διαχυθούν στην ευρύτερη οικονομία επηρεάζονται αρνητικά το προϊόν και η απασχόληση και η κρίση γενικεύεται ως οικονομική ή/και κοινωνική, πλέον, κρίση.

5.3.1 Τραπεζικές κρίσεις (*Banking Crises*)

Τραπεζικές κρίσεις πλήττουν τόσο τις αναπτυγμένες όσο και τις αναπτυσσόμενες χώρες. Στις αναπτυγμένες χώρες προκαλούνται συνήθως από επισφαλή δάνεια σε μεγάλους πελάτες ή σε συγκεκριμένους τομείς (π.χ. ακίνητη περιουσία) απάτες, καταχρήσεις κλπ. Μία από τις μεγαλύτερες τραπεζικές κρίσεις σε αναπτυγμένη χώρα στη, μετά Bretton Woods εποχή, είναι η κρίση των στεγαστικών ταμειωτηρίων των Η.Π.Α. στις αρχές της δεκαετίας του '80². Οι κρίσεις αυτές συνδυάζονται συχνά με την πρόκληση τραπεζικού πανικού. Ο τελευταίος δεν πρέπει να ταυτίζεται με αμιγώς τραπεζική κρίση, και μπορεί να αντιμετωπιστεί αποτελεσματικά με «ενέσεις» ρευστότητας και άλλες κυβερνητικές παρεμβάσεις όπως η αγορά μέρους του μετοχικού κεφαλαίου αλλά και πλήρη κρατικοποίηση προβληματικών τραπεζών. Σκοπός των παρεμβάσεων είναι να αποτραπεί η διάχυση του πανικού –με αφετηρία μεμονωμένες τράπεζες- σε ολόκληρο το τραπεζικό σύστημα.

Οι τραπεζικές κρίσεις στις αναπτυσσόμενες χώρες συνήθως ξεσπούν μετά από περιόδους παρατεταμένης πιστωτικής επέκτασης, λόγω αθρόων εισροών κεφαλαίων, που ωθούν σε υπερβολικές ανατιμήσεις των μετοχών, των ομολόγων και των ακινήτων³ (Bordo και Schwartz, 2000, σ. 86). Όταν οι δανειολήπτες αδυνατούν να εξυπηρετήσουν τα χρέη τους και παράλληλα οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων

² Οι αρχές της δεκαετίας του '80 στις Η.Π.Α. σηματοδεύτηκαν από την πτώχευση των περισσότερων τραπεζών στην οικονομική ιστορία των Η.Π.Α.. Η αρχή έγινε με την πτώχευση της τράπεζας Continental Illinois μίας από τις δέκα μεγαλύτερες τράπεζες στις Η.Π.Α. την εποχή εκείνη με συνολικό ενεργητικό 45 δισ. δολάρια. (Hanc George, 1998, σ.1, 26)

³ Το φαινόμενο δηλαδή που έχει καθιερωθεί να αποκαλείται «φούσκα».

που χρησιμοποιούνται ως εγγύηση για τη λήψη του δανείου παύσουν να αυξάνονται ή πέσουν (σκάσιμο της φούσκας) το τραπεζικό σύστημα δέχεται ισχυρό πλήγμα. Αν το φαινόμενο γενικευθεί μπορεί να ξεσπάσει αμιγής τραπεζική κρίση, με αλυσιδωτές πτωχεύσεις πιστωτικών ιδρυμάτων.

5.3.2 Κρίσεις χρέους (*Debt Crises*)

Οι κρίσεις χρέους αφορούν χώρες που έχουν υποδεχθεί μεγάλο όγκο ξένων κεφαλαίων που έχουν τοποθετηθεί σε δάνεια, επενδύσεις χαρτοφυλακίου ή κρατικά χρεόγραφα. Μία από τις μεγαλύτερες παγκόσμιες κρίσεις χρέους υπήρξε η κρίση του 1982, που ξεκίνησε στο Μεξικό.

Υποστηρίζεται γενικά πως ο μαζικός ξένος δανεισμός οδηγεί αναπόφευκτα σε αρνητικές καταστάσεις, λόγω ασύμμετρης πληροφόρησης. Οι δανειολήπτες έχουν επαρκέστερη πληροφόρηση για τη βιωσιμότητα των έργων που χρηματοδοτούνται, εντός της χώρας, με κεφάλαια από το εξωτερικό. Όταν οι δανειστές αντιληφθούν ότι οι αποδόσεις των επενδύσεων που χρηματοδότησαν είναι φτωχές, αποσύρουν τα κεφάλαιά τους προκαλώντας κρίση χρέους. Σε περίπτωση που η χώρα-αποδέκτης των ξένων κεφαλαίων έχει συναλλαγματική ισοτιμία συνδεδεμένη με κάποιο ξένο νόμισμα, οι μαζικές εκροές κεφαλαίων μειώνουν αιφνιδίως τα συναλλαγματικά αποθέματα και μπορεί να προκαλέσουν μεγάλη υποτίμηση του εθνικού νομίσματος. Με αυτόν τον τρόπο η κρίση χρέους μετατρέπεται σε συναλλαγματική κρίση (Bordo και Schwartz, 2000, σ. 91), η οποία διογκώνει αυτόματα το απόλυτο μέγεθος του χρέους και οξύνει περαιτέρω την κρίση.

5.3.3 Συναλλαγματικές κρίσεις (*Currency Crises*) ή κρίσεις του ισοζυγίου πληρωμών (*Balance of Payments Crises*)

Συναλλαγματική κρίση εκδηλώνεται μετά από «επίθεση» διεθνών κερδοσκόπων στο εθνικό νόμισμα με σκοπό την υποτίμησή του (Bordo και Schwartz, 2000, σ.93). Παλαιότερα, τις συναλλαγματικές κρίσεις προκαλούσε η ασυμβατότητα μεταξύ της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής- συνήθως επρόκειτο για μια επεκτατική δημοσιονομική πολιτική- με τη στρατηγική διατήρησης σταθερής ισοτιμίας. Μία πιο σύγχρονη θεώρηση αποκαλύπτει ότι οι συναλλαγματικές κρίσεις της εποχής μας είναι αποτέλεσμα αυτό-εκπληρούμενων προσδοκιών των διεθνών

αγορών (self-fulfilling expectations). Σύμφωνα με αυτή τη θεώρηση η κρίση εκέρχεται λόγω των αρνητικών προδιαθέσεων των εμπλεκόμενων (κυβέρνηση, κερδοσκόποι, πιστωτές). Η κρίση πιθανότατα να μην εκδηλωνόταν αν οι εμπλεκόμενοι δεν ανέμεναν την εκδήλωσή της⁴.

Η διεθνής κίνηση των κεφαλαίων, έχει διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στην εκδήλωση συναλλαγματικών κρίσεων (Bordo και Schwartz, 2000, σ. 94). Σε περίπτωση μεγάλων και αιφνίδιων εκροών συναλλάγματος, οι κεντρικές τράπεζες μπορούν να κινηθούν στο πλαίσιο των συναλλαγματικών αποθεμάτων τους. Εάν οι εκροές κεφαλαίων υπερβούν τις δυνατότητες των συναλλαγματικών αποθεμάτων ασκείται πίεση και μπορεί να καταρρεύσει η συναλλαγματική ισοτιμία. Για να διατηρηθεί η ισοτιμία μπορεί να λειτουργήσει ανασχετικά η άνοδος του επιτοκίου στο βαθμό που θα αποτρέψει την φυγή κεφαλαίων. Η λύση αυτή πέραν του ότι είναι πολύ δαπανηρή για την οικονομία, συχνά αποτυγχάνει να «συγκράτησει» τα κεφάλαια εντός της οικονομίας και να σταθεροποιήσει τη συναλλαγματική ισοτιμία (Stiglitz, 2002β, σ.18-19), είτε διότι η μαζική αυτή έξοδος είναι διατεταγμένη για να προκαλέσει την υποτίμηση (κερδοσκοπική) είτε διότι η αναπροσαρμογή της ισοτιμίας έχει προεξοφληθεί σε τέτοια έκταση που να μην αρκεί η άνοδος των επιτοκίων για να την ανακόψει.

5.3.4 Συνδυασμοί - δίδυμες κρίσεις

Οι μορφές κρίσης στις οποίες αναφερθήκαμε μπορούν να εμφανιστούν σε συνδυασμό (Bordo και Schwartz, 2000, Kaminsky και Reinhart, 1999α). Τα πρώτα χρόνια μετά την κατάρρευση του συστήματος του Bretton-Woods, συνδυασμοί κρίσεων εμφανίστηκαν συχνά, στις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Ένας τέτοιος συνδυασμός μπορεί να ξεκινήσει από τις εισροές κεφαλαίων σε μία αναπτυσσομένη χώρα. Οι εισροές αυτές δημιουργούν προς τους πιστούχους την υποχρέωση για αποπληρωμή των τόκων και του κεφαλαίου (δημιουργία χρέους). Οι τράπεζες και οι επιχειρήσεις δανείζονται σε ξένο νόμισμα, ενώ χορηγούν δάνεια και πωλούν προϊόντα στο εθνικό νόμισμα. Συνεπώς δημιουργείται μια ανισορροπία στους ισολογισμούς τραπεζών και επιχειρήσεων η οποία της καθιστά ευάλωτες στις τυχόν κερδοσκοπικές πιέσεις επί της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Μία κερδοσκοπική επίθεση, μπορεί να οδηγήσει σε υποτίμηση (συναλλαγματική κρίση). Στην

⁴ Βλ. αναλυτικά επόμενο εδάφιο που αφορά στους τύπους κρίσεων 2ης γενιάς.

περίπτωση που η οικονομία είναι υπερχρεωμένη σε ξένο νόμισμα, η υποτίμηση επιδεινώνει τους ισολογισμούς επιχειρήσεων και τραπεζών, με αποτέλεσμα την αδυναμία αποπληρωμής των οφειλών- των επιχειρήσεων προς τις τράπεζες, αλλά και των τραπεζών προς τους ξένους πιστωτές τους (κρίση χρέους). Αν το πρόβλημα γενικευθεί και επεκταθεί σε μεγάλο αριθμό τραπεζών μπορεί να προκληθεί παράλληλη τραπεζική κρίση.

Ο πιο συνηθισμένος συνδυασμός είναι οι λεγόμενες «δίδυμες κρίσεις». Πρόκειται για συνδυασμό τραπεζικών και συναλλαγματικών κρίσεων (ή κρίσεις του ισοζυγίου πληρωμών). Εμφανίστηκαν μετά τη δεκαετία του 1980, και την απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών. Δεν είναι δεδομένο ποια κρίση προηγείται. Δύο είναι οι κυριότερες συστηματικές εκδοχές για την αλληλουχία τραπεζικών και συναλλαγματικών κρίσεων που προτείνονται στη βιβλιογραφία (Kaminsky και Reinhart, 1999α, σ. 4-5).

- Η πρώτη, με βάση όσα προαναφέρθηκαν, υποστηρίζει ότι προηγείται η συναλλαγματική κρίση (μεγάλη υποτίμηση) και ακολουθεί τραπεζική κρίση, λόγω των αυξημένων υποχρεώσεων των εμπορικών τραπεζών σε συνάλλαγμα⁵.

- Σύμφωνα με την δεύτερη εκδοχή η τραπεζική δημιουργεί την συναλλαγματική κρίση, λόγω της χαλαρής νομισματικής πολιτικής που ακολουθεί η κεντρική τράπεζα για να βοηθήσει το αδύναμο τραπεζικό σύστημα. Η υπερβάουσα προσφορά χρήματος οδηγεί σε κατάρρευση του εθνικού νομίσματος⁶.

Σύμφωνα με τις Kaminsky και Reinhart (1999α, σ.2-3) οι δίδυμες κρίσεις εμφανίστηκαν με μεγάλη συχνότητα και ένταση στα τέλη τις δεκαετίας του 1970 οπότε οι διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές απορρυθμίστηκαν.

«...η ανάλυσή μας δεν δείχνει κάποια ιδιαίτερη σύνδεση ανάμεσα στις συναλλαγματικές και τις τραπεζικές κρίσεις κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '70, ενόσω οι χρηματιστηριακές αγορές ήταν αυστηρά ρυθμισμένες. Τη δεκαετία του '80 οπότε οι αγορές απελευθερώθηκαν σε πολλές περιοχές του κόσμου, οι τραπεζικές και οι συναλλαγματικές κρίσεις έγιναν αλληλένδετες»⁷.

⁵ Οι συγγραφείς παραπέμπουν στα άρθρα α) Stoker, James (1994) "Intermediation and the Business Cycle under a Specie Standard: the Role of the Gold Standard in English Financial Crises, 1790-1850." *Mimeo*, University of Chicago, Chicago και β) Mishkin, Frederic S. (1996) "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective," in 48 *Annual World Bank conference on development economics*, Washington DC:World Bank, , pp. 29-62.

⁶ Οι συγγραφείς παραπέμπουν στο άρθρο του Velasco, Andres (1987) "Financial and Balance-of-Payments Crises," *Journal of Development Economics*, 27, pp.263-83.

⁷ Σε δική μας απόδοση

5.4 «Παλαιού» και «νέου τύπου» κρίσεις.

Οι σύγχρονες χρηματοπιστωτικές κρίσεις διαφέρουν από τις κρίσεις που σημειώθηκαν πριν από τη δεκαετία του '80 τόσο ως προς τη γεωγραφική έκταση της εκδήλωσής τους όσο προς την ταχύτητα εξάπλωσής τους. Η αλλαγή οφείλεται στην ολοκλήρωση των παγκόσμιων χρηματιστηριακών αγορών και στην ελεύθερη και γρήγορη κίνηση του χρηματιστικού κεφαλαίου ανά τον κόσμο. Οι Dornbusch και Fischer (2003) αναλύουν αυτή τη διαδικασία αλλαγής της μορφής των σύγχρονων κρίσεων. Διαχωρίζουν τις κρίσεις σε «αργής» και «γρήγορης εκκίνησης», πριν και μετά το 1980 αντίστοιχα.

5.4.1 Παλαιού τύπου κρίσεις

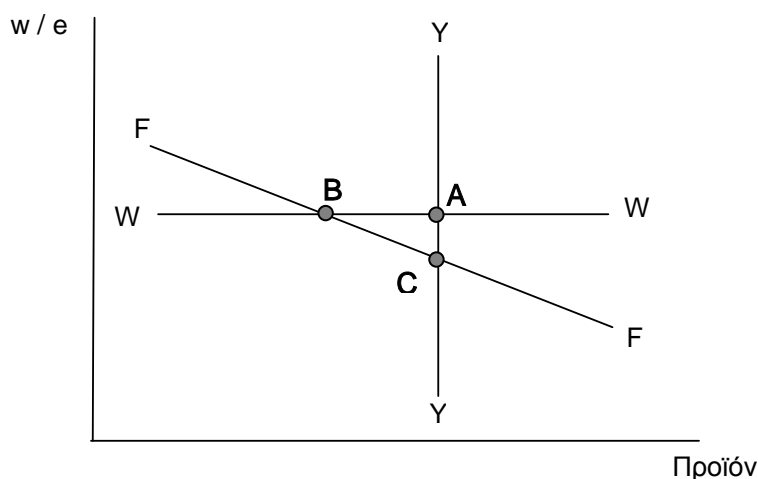
Η διαδικασία δημιουργίας των κρίσεων παλαιού τύπου περιγράφεται από τους ίδιους συγγραφείς ως εξής:

«Οι παλιές κρίσεις δημιουργούνταν χωρίς μεγάλη κίνηση κεφαλαίων. Μπορεί να υπήρχαν κάποια κεφάλαια από την Παγκόσμια Τράπεζα. Μπορεί να υπήρχαν κάποια δάνεια από εμπορικές τράπεζες. Αλλά αυτά ήταν δευτερεύοντα αίτια. Υπήρχε μία κυβέρνηση η οποία είχε μερικά [συναλλαγματικά] αποθέματα και μερικά βοηθητικά κεφάλαια από την Παγκόσμια Τράπεζα ακολουθούσε δεν λανθασμένες οικονομικές πολιτικές: δημοσιονομικά ελλείμματα, υπερτιμημένη συναλλαγματική ισοτιμία που οδηγούσε σε ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, τα οποία με τη σειρά τους οδηγούσαν σε σταθερή απώλεια συναλλαγματικών αποθεμάτων και οτιδήποτε εξαπλώνεται σε σταθερό ρυθμό στο τέλος εξαφανίζεται...συνεπώς οι πολιτικές θα έπρεπε να αλλάζουν. Επειδή κάτι τέτοιο όμως θα ήταν επώδυνο, τα κράτη προσπαθούσαν να το αποφύγουν με δασμούς, ποσοτώσεις, περιορισμούς εισαγωγών, επιδότηση εξαγωγών και άλλες τέτοιες κακές πολιτικές, ώστε να απομακρύνουν την ημέρα που θα έπρεπε ο «λογαριασμός» να πληρωθεί, αλλά χωρίς μεγάλη επιτυχία. Η ημέρα εκείνη θα ερχόταν και το νόμισμα θα υποτιμούνταν κατά 15%, ο υπουργός οικονομικών θα παραιτούνταν και η ζωή θα ξεκινούσε από την αρχή, με ιδιαίτερη χαρά, γιατί η υποτίμηση, βελτίωνε την ανταγωνιστικότητα της χώρας και βοηθούσε στη μεγέθυνση της οικονομίας».

Οι «παλαιού τύπου» κρίσεις απεικονίζονται διαγραμματικά με ένα τριγωνικό κενό που δημιουργείται από τον συνδυασμό της ακολουθούμενης εισοδηματικής

πολιτικής (WW), με το επίπεδο παραγωγής πλήρους απασχόλησης (YY) και το εξωτερικό ισοζύγιο (FF) ως ακολούθως:

Διάγραμμα 5 (1): Ο κύκλος των κρίσεων «παλαιού τύπου».



Οι κρίσιμες μεταβλητές είναι ο ονομαστικός μισθός εκφρασμένος σε δολάρια (w/e) και το προϊόν. Η μεταβλητή « w/e » μετράει το βιοτικό επίπεδο, καθώς και την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας. Χαμηλό « w/e » σημαίνει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα ή -εκφρασμένο διαφορετικά- ανταγωνιστική οικονομία. Η καμπύλη YY συμβολίζει την πλήρη απασχόληση σε ένα δεδομένο ύψος προϊόντος και η καμπύλη WW συμβολίζει το επίπεδο των μισθών σε δολάρια. Η καμπύλη FF συμβολίζει το εξωτερικό ισοζύγιο. Η κλίση της δείχνει πως υψηλότερο προϊόν συνεπάγεται, μεγαλύτερες εισαγωγές και έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Χαρακτηριστικό του διαγράμματος των τριών καμπυλών είναι ότι δεν τέμνονται σε ένα κοινό σημείο, αλλά σε τρία διαφορετικά σημεία σχηματίζοντας ένα τριγωνικό «κενό». Αυτό κατά τους συγγραφείς είναι το στοιχείο που εισάγει την παράμετρο της πολιτικής στην οικονομία. Δηλαδή η ανισορροπία του συστήματος είναι θέμα πολιτικής. Για να αντεπεξέλθει η οικονομία θα πρέπει να βελτιωθεί η ανταγωνιστικότητά της, δηλαδή να μειωθεί ο ονομαστικός μισθός εκπεφρασμένος σε δολάρια. Έλλειμμα υπάρχει όταν η οικονομία βρίσκεται σε σημεία πάνω και δεξιά της καμπύλης FF. Στα σημεία αυτά ή το προϊόν είναι πολύ υψηλό ή ο ονομαστικός μισθός είναι πολύ υψηλός.

Έστω ότι η οικονομία ισορροπεί στο σημείο A. Στο σημείο αυτό υπάρχει πλήρης απασχόληση και κοινωνική ειρήνη λόγω των υψηλών μισθών⁸. Το αντίτιμο

⁸ Οι συγγραφείς χαρακτηρίζουν σκαπτικά το σημείο A, ως το «σημείο ισορροπίας της Λατινικής Αμερικής», υπονοώντας ότι οι οικονομίες της περιοχής διατρέχουν συστηματικά το φαύλο κύκλο

είναι η δημιουργία ελλειμμάτων, τα οποία θα πρέπει να χρηματοδοτηθούν ώστε η οικονομία να παραμείνει σε ισορροπία. Η ισορροπία αυτή δεν μπορεί να διατηρηθεί επί μακρόν· κάποια στιγμή η χρηματοδότηση περιορίζεται, με αποτέλεσμα η οικονομία να ισορροπήσει είτε στο σημείο C, είτε στο σημείο B. Η ισορροπία στο σημείο C σημαίνει επιβολή περιοριστικών δημοσιονομικών και νομισματικών πολιτικών. Επιτυγχάνεται εξωτερική ισορροπία αλλά, εις βάρος της απασχόλησης. Η οικονομία επίσης μπορεί να ισορροπήσει με το εξωτερικό, στο σημείο B το οποίο προϋποθέτει, μεγάλη υποτίμηση και πιθανά συναλλαγματική κρίση που συνεπάγεται μείωση του προϊόντος και της απασχόλησης. Ούτε το σημείο B, ούτε το σημείο C φέρνουν κοινωνική ειρήνη, αφού στο πρώτο επικρατεί ανεργία και στο δεύτερο χαμηλοί ονομαστικοί μισθοί. Έτσι η κυβέρνηση βρίσκει τρόπο ώστε να ανοίξει την «κάνουλα» της χρηματοδότησης πάλι, για να χρηματοδοτήσει εκ νέου ελλείμματα, που θα χρηματοδοτήσουν εκ νέου παροχές, υψηλούς μισθούς κ.ο.κ. Η διαδικασία αυτή καταλήγει σε ένα φαύλο κύκλο, με τα τρία σημεία στο διάγραμμα να διαδέχονται το ένα το άλλο για διάφορες χρονικές περιόδους. Στο σημείο A η κρίση είναι αναπόφευκτη και αυτοί που χαράζουν την οικονομική πολιτική γνωρίζουν ότι η οικονομία δεν μπορεί να παραμείνει εκεί για πολύ.

Το συγκεκριμένο πλαίσιο της ανάλυσης είναι παρεμφερές προς το υποδείγμα Mundell-Fleming. Η υποτίμηση του νομίσματος έχει πραγματικές θετικές επιπτώσεις στην οικονομία (σε αντίθεση με τη μονεταριστική προσέγγιση), για αυτό άλλωστε για δεκαετίες αποτέλεσε την «κλασική συνταγή» για τη διόρθωση των εξωτερικών οικονομικών ανισορροπιών. Πρέπει να τονιστεί ότι σε αυτό το πλαίσιο η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας συνδέεται αποκλειστικά με το επίπεδο των ονομαστικών μισθών. Η συγκεκριμένη οικονομία αδυνατεί να ισορροπήσει στο σημείο A, γιατί οι υψηλοί μισθοί μειώνουν την ανταγωνιστικότητα και δημιουργούν συνεχή ελλείμματα τα οποία δεν μπορούν να διατηρηθούν μακροχρόνια. Η ανάλυση αυτή συνοψίζει το στερεότυπο της ακολουθούμενης οικονομικής πολιτικής σε πολλές αναπτυσσόμενες χώρες (π.χ. Μεξικό, Βραζιλία). Δεν βρίσκει όμως εφαρμογή σε άλλες πρώην αναπτυσσόμενες (π.χ. Κορέα) ή αναπτυγμένες (Ιαπωνία, Γερμανία) των οποίων η ανάπτυξη και η εξωτερική ισορροπία συμβάδισε με την αύξηση των ονομαστικών μισθών και του βιοτικού επιπέδου εν γένει. Ένα κρίσιμο ζήτημα είναι σε ποια έκταση η αύξηση των μισθών απορρέει από την αύξηση της

υψηλών μισθών, εξωτερικών ελλειμμάτων, υποτίμησης. Επικρίνουν δηλαδή μια πολιτική υψηλών μισθών η οποία υπερβαίνει την αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας.

παραγωγικότητας της εργασίας. Εφόσον συμβαίνει αυτό η αύξηση των μισθών δεν έχει αρνητική επίδραση στην ανταγωνιστικότητα. Τουναντίον αποτελεί βασική προϋπόθεση της ανάπτυξης των οικονομιών⁹.

5.4.2 *Νέου τύπου κρίσεις*

Σήμερα η κατάσταση έχει αλλάξει υποστηρίζουν οι Dornbusch και Fischer (2003, σ.8):

«Ξαφνικά σε ένα απόγευμα το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα μπορεί να απαιτήσει 50 δισ. δολάρια από μία χώρα, η χώρα δεν έχει να δώσει τα 50 δισ. δολάρια, το Δ.Ν.Τ. δεν μπορεί να τα συγκεντρώσει γρήγορα, επομένως η κρίση ξεσπά, η αξία του νομίσματος καταβαθαθρώνεται, ξεσπούν γενικευμένες πτωχεύσεις και η «φωτιά» εξαπλώνεται και στη γειτονική χώρα. Και η μία μετά την άλλη χώρα καταρρέει, ολόκληρη η Ασία και μετά η Ρωσία και μετά η Βραζιλία και μετά ποιος ξέρει...».

Τρεις είναι οι θεμελιώδεις αλλαγές που έχουν συντελεστεί πλέον και αλλάζουν την μορφή των κρίσεων¹⁰:

1. Το εμπλεκόμενο χρηματιστικό κεφάλαιο είναι κυρίως βραχυπρόθεσμο και πολύ μεγάλο σε όγκο.

2. Κυριαρχεί η εξαιρετικά υψηλή «μόχλευση» (υπερδανεισμός) με αποτέλεσμα τη μετάδοση κάθε ανισορροπίας σε ευρύτετη κλίμακα (από τομέα σε τομέα και από χώρα σε χώρα).

3. Η ολοκλήρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στις συνθήκες της σύγχρονης παγκοσμιοποίησης αυξάνει τις αλληλεξαρτήσεις μεταξύ οικονομιών και διευκολύνει τη μετάδοση κάθε αναταραχής.

Η απαρχή μιας νέου τύπου χρηματοπιστωτικής κρίσης φαίνεται να κυοφορείται στο σύνδρομο μιας αιφνίδιας «στάσης» στις εισροές ξένου κεφαλαίου ενώ οι

⁹ Κατά τον Minsky (1986) *Stabilizing an Unstable Economy*, ed. McGraw Hill οι υψηλοί μισθοί δεν προκαλούν μείωση της ανταγωνιστικότητας και κρίσεις, αλλά είναι προϋπόθεση της σταθερότητας του οικονομικού συστήματος. Πολύ πριν τον Minsky, στα τέλη του 19ου αιώνα, οι Sidney και Beatrice Webb, ιδρυτές του London School of Economics, είχαν γράψει στο ίδιο πνεύμα για την «οικονομία των υψηλών μισθών». Στην περίπτωση που επικρατεί γενικευμένα το φαινόμενο των υψηλών μισθών στην οικονομία, εκτός του οφέλους του μεμονωμένου εργαζόμενου, το φαινόμενο έχει θετική επίδραση συνολικά στην οικονομία. Καταρχάς, οι γενικευμένα υψηλοί μισθοί βελτιώνουν την συνολική αποτελεσματικότητα της οικονομίας, αφού επιβιώνουν μόνο οι αποτελεσματικές επιχειρήσεις, εκείνες δηλαδή που έχουν τη δυνατότητα να παρέχουν τους υψηλότερους μισθούς. Κατά δεύτερον ενισχύουν την αγοραστική δύναμη, συνεπώς και την κατανάλωση και την συνολική οικονομική δραστηριότητα (Wachtel 1990, σ.186-190)

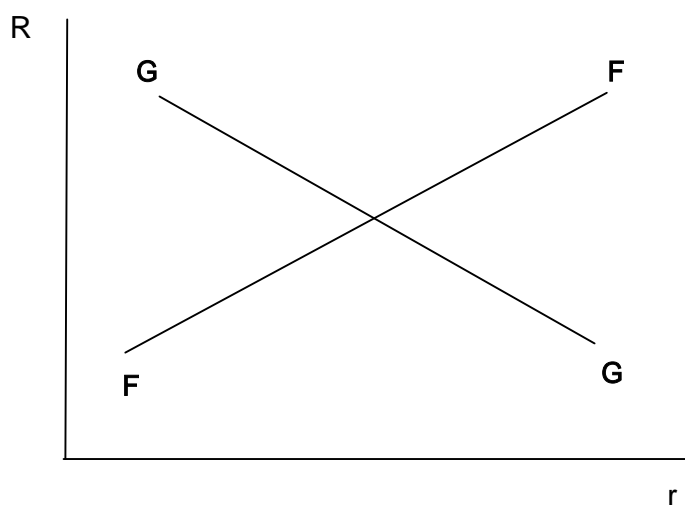
¹⁰ Βλ. Dornbusch και Fischer (2003, σ.8)

υποχρεώσεις της οικονομίας σε ξένο νόμισμα είναι υπερβολικές. Αυτό που έχει δραστικά μεταβληθεί μετά το 1980 είναι το άνοιγμα και η απορρύθμιση, ταυτόχρονα, των αγορών χρήματος και κεφαλαίου.

Παράγοντες όπως η ανταγωνιστικότητα, το βιοτικό επίπεδο και η απασχόληση εξακολουθούν να είναι σημαντικοί, αλλά αυτό που έχει μεγαλύτερη σημασία είναι η πραγματική ισοτιμία, τα επιτόκια και οι προσδοκίες για τη μελλοντική εξέλιξη των ισοτιμιών. Αυτές είναι οι παράμετροι που καθορίζουν τις επιλογές για το αν, πως και κατά πόσο το χρηματιστικό κεφάλαιο θα εγκαταλείψει μια οικονομία, προξενώντας – κατά κανόνα- μείζονα προβλήματα (Dornbusch και Fischer 2003, σ. 21).

Στη διαγραμματική επικόνιση των κρίσεων «νέου τύπου», τον στρατηγικό ρόλο κατέχουν η πραγματική ισοτιμία “R” και το πραγματικό επιτόκιο “r”. Η καμπύλη GG απεικονίζει τα σημεία ισορροπίας στην αγορά αγαθών και η καμπύλη FF τον λογαριασμό κίνησης κεφαλαίου ή το ισοζύγιο πληρωμών.

Διάγραμμα 5 (2): Οι «νέου τύπου» κρίσεις.



Υψηλές τιμές για το R και το r, είναι δυσάρεστες, γιατί η απασχόληση φθίνει εξαιτίας απωλειών στην ανταγωνιστικότητα, λόγω της πραγματικής ανατίμησης και εξαιτίας των νομισματικών περιορισμών που επιβάλλει το υψηλό πραγματικό επιτόκιο r. Συνεπώς τα σημεία κάτω και αριστερά της καμπύλης GG είναι τα επιθυμητά, λόγω της αυξημένης απασχόλησης που συνεπάγονται. Αντίστοιχα, τα επιθυμητά σημεία, όσον αφορά στους ξένους επενδυτές είναι αυτά κάτω και δεξιά από την καμπύλη FF. Κάτω και δεξιά η πραγματική ισοτιμία είναι χαμηλή, έτσι ώστε να περιορίζεται η πιθανότητα μιας μεγάλης πραγματικής υποτίμησης. Η πραγματική υποτίμηση θα προκύψει εφόσον ξεσπάσει συναλλαγματική κρίση ικανή να επιφέρει σοβαρές

απώλειες για τους ξένους επενδυτές. Επίσης στα σημεία κάτω και δεξιά της καμπύλης FF το πραγματικό επιτόκιο, είναι αρκετά υψηλό για να αντισταθμίζει το συναλλαγματικό και τους άλλους κινδύνους που διατρέχουν τα χαρτοφυλάκια των ξένων επενδυτών. Αν η οικονομία βρίσκεται σε σημείο πάνω και δεξιά από την καμπύλη FF, το πραγματικό επιτόκιο δεν βρίσκεται αρκετά υψηλά, ώστε να αντισταθμίζει τον κίνδυνο πραγματικής υποτίμησης και τα ξένα κεφάλαια εγκαταλείπουν την οικονομία υπό το φόβο εκδήλωσης συναλλαγματικής κρίσης.

Οι Dornbusch και Fischer (2003, σ.22) θεωρούν ότι η κατάσταση αυτή επικρατούσε στο Μεξικό τη δεκαετία του 1990, οπότε ξέσπασε η πρώτη χρηματοπιστωτική κρίση «νέου τύπου».

Στις «νέου τύπου» κρίσεις, μεταβλητές όπως η ισοτιμία και τα επιτόκια έχουν μεγαλύτερη σημασία από θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας –όπως π.χ. η ροπή για εξαγωγές, οι εξαγωγές ως προς το Α.Ε.Π. κλπ-, που δεν διαδραματίζουν πλέον τόσο σημαντικό ρόλο. Αυτό που πρωτεύει είναι οι αποδόσεις των εγχώριων περιουσιακών στοιχείων ξένης ιδιοκτησίας και δη οι βραχυχρόνιες. Υψηλά επιτόκια με σχετικά σταθερή ή αυξανόμενη συναλλαγματική ισοτιμία (ανατίμηση εθνικού νομίσματος), είναι ο ελκυστικότερος συνδυασμός για τις διεθνείς κερδοσκοπικές επενδύσεις, οι οποίες αφήνουν συχνά στο περιθώριο, άλλα σημαντικά οικονομικά μεγέθη. Πρόκειται για ανάλυση που υπογραμμίζει τον σημαίνοντα ρόλο που αποκτά στις νέες συνθήκες το χρηματιστικό κεφάλαιο έναντι του παραγωγικού. Οι απότομες εκροές κερδοσκοπικών κεφαλαίων οδήγησαν σε επώδυνες κρίσεις και έθεσαν υπό αμφισβήτηση τη σταθερότητα του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος.

5.5 Τα υποδείγματα των κρίσεων.

Το βασικό διαφοροποιητικό στοιχείο στα φαινόμενα κρίσης της μετά Bretton-Woods εποχή στις συνθήκες της σύγχρονης παγκοσμιοποίησης είναι η άρση των φραγμών στην κίνηση του χρηματιστικού κεφαλαίου. Το πλαίσιο της ανεμπόδιστης μετακίνησης των κεφαλαίων αποτελεί πλέον το κεντρικό ομογενοποιητικό στοιχείο στα φαινόμενα κρίσης «νέου τύπου», τίθεται το ερώτημα εάν και σε ποιο βαθμό αυτά τα φαινόμενα διαφοροποιούνται μεταξύ τους, στη βάση κάποιων κοινών χαρακτηριστικών. Ο Krugman (1979) πρότεινε για αυτόν το σκοπό το «υπόδειγμα κρίσεων 1^{ης} γενιάς». Οι Flood και Garber (1984) συμπλήρωσαν το εν λόγω υπόδειγμα και του έδωσαν την τελική του μορφή.

Το υπόδειγμα κρίσεων 1^{ης} γενιάς αδυνατεί να εξηγήσει όψεις των κρίσεων που εμφανίστηκαν μεταγενέστερα του 1979. Η ταχύτητα και η δυναμική των κινήσεων του χρηματιστικού κεφαλαίου είναι ο παράγοντας που πρέπει πρωτίστως να ληφθεί υπόψη μετά το 1979. Με αυτό το δεδομένο ο Obstfeld (1994) ανέπτυξε ένα νέο υπόδειγμα, που θεωρείται η βάση για την μελέτη των κρίσεων «2^{ης} γενιάς». Ωστόσο η κρίση στη Ν.Α. Ασία, έδειξε ότι οι πιο πρόσφατες παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές κρίσεις δεν μπορούν να αναλυθούν πλήρως ούτε και από τα υποδείγματα κρίσεων «2^{ης} γενιάς». Έχουν γίνει προσπάθειες για την εξειδίκευση ενός υποδείματος 3^{ης} γενιάς χωρίς να υπάρχει προς το παρόν μία τελική, ενιαία πρόταση όπως οι προηγούμενες. Υπάρχουν μεμονωμένα υποδείγματα που αποτελούν προσθήκες και προεκτάσεις των υποδειγμάτων της 1^{ης} και της 2^{ης} γενιάς. Στη συνέχεια τα σημαντικότερα χαρακτηριστικά υποδειγμάτων παρουσιάζονται με βάση τη σχετική βιβλιογραφία.

5.5.1 Υπόδειγμα κρίσεων «πρώτης γενιάς».

Όπως προαναφέραμε ο Krugman (1979) περιέγραψε με ένα υπόδειγμα τα αίτια των κρίσεων που εμφανίζονταν συχνά μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1980. Κεντρικά στοιχεία του υποδείματος είναι η σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία, η επεκτατική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική και η εξάντληση των συναλλαγματικών αποθεμάτων. Πυρήνας του προτύπου, σε αντίθεση με τα επόμενα υποδείγματα, είναι τα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη. Σύμφωνα με το υπόδειγμα 1^{ης} γενιάς κρίσεων, η κρίση είναι η κατάληξη αλληλοσυγκρουόμενων μακροοικονομικών πολιτικών, όπως η επιδίωξη διατήρησης σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας σε συνθήκες άσκησης επεκτατικών οικονομικών πολιτικών που αυξάνουν την χρηματική κυκλοφορία.

Έστω μία χώρα στην οποία η συναλλαγματική ισοτιμία διατηρείται με παρεμβάσεις της κεντρικής τράπεζας στην αγορά συναλλάγματος σταθερή. Η κυβέρνηση ασκεί επεκτατική δημοσιονομική πολιτική που έχει ως συνέπεια τη δημιουργία ελλειμμάτων. Σύμφωνα με το υπόδειγμα του Krugman η οικονομία δεν έχει πρόσβαση σε διεθνείς χρηματαγορές και τα ελλείμματα χρηματοδοτούνται με έκδοση νέου χρήματος. Τη δημοσιονομική επέκταση συνοδεύει νομισματική επέκταση, δηλαδή αύξηση της νομισματικής κυκλοφορίας. Η πλεονάζουσα ρευστότητα πιέζει το εγχώριο επιτόκιο προς τα κάτω. Τα διεθνή επιτόκια όμως

παραμένουν αμετάβλητα, με αποτέλεσμα να προκληθούν εκροές κεφαλαίων. Οι εκροές αυτές υλοποιούνται με την ανταλλαγή από ιδιώτες εθνικού νομίσματος με ξένο. Η ισοτιμία του εθνικού νομίσματος πιέζεται προς τα κάτω. Η κεντρική τράπεζα παρεμβαίνει στην αγορά συναλλάγματος με πωλήσεις, ώστε να διατηρήσει τη δοσμένη ισοτιμία. Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της κεντρικής τράπεζας δεν είναι όμως ανεξάντλητα. Φθίνουν συνεχώς όσο συνεχίζονται οι επεκτατικές οικονομικές πολιτικές και οι εκροές κεφαλαίων. Οι κερδοσκόποι αντιλαμβάνονται ότι η κατάσταση αυτή δεν μπορεί να συνεχιστεί επί μακρόν. Με μαζικές πωλήσεις εθνικού νομίσματος (κερδοσκοπική επίθεση) εξωθούν την πλήρη εξάντληση των συναλλαγματικών αποθεμάτων και την κατάρρευση της συναλλαγματικής ισοτιμίας (συναλλαγματική κρίση).

Η κρίση αυτή είναι αποτέλεσμα ορθολογικής συμπεριφοράς¹¹, αφού οι κάτοχοι εθνικού νομίσματος διαπιστώνουν ότι θα αποβεί εις βάρος τους η διακράτησή του διότι αργά ή γρήγορα θα υποτιμηθεί σε σχέση με τα ξένα νομίσματα. Έτσι πωλούν εθνικό νόμισμα και αγοράζουν ξένο με αποτέλεσμα να πιεστεί περαιτέρω η συναλλαγματική ισοτιμία. Οι κερδοσκόποι δρουν «επικουρικά» προς τον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας που εξίσου ορθολογικά κινούμενος αγοράζει ξένο νόμισμα. Σημαντικό στοιχείο του υποδείγματος είναι το χρονικό σημείο που θα επιλέξουν οι κερδοσκόποι για να προκαλέσουν την κατάρρευση της ισοτιμίας. Πρόκειται για ένα σημείο στο οποίο τα συναλλαγματικά αποθέματα βρίσκονται σε κρίσιμο σημείο: Έχει ήδη απολεσθεί μεγάλο μέρος τους, χωρίς όμως να έχουν ακόμα εξαντληθεί ολοκληρωτικά.

Στο ίδιο πνεύμα οι Frankel και Wei (2004, σ.5) θεωρούν ότι η συνεισφορά του υποδείγματος του Krugman εντοπίζεται στον προσδιορισμό της χρονικής στιγμής της εκδήλωσης της κερδοσκοπικής επίθεσης που θα καταλήξει στη συναλλαγματική κρίση. Όταν μία χώρα έχει ετήσιο έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών 1 δις. δολάρια και διαθέτει συναλλαγματικά αποθέματα ύψους 5 δις. δολαρίων, η κατάσταση αυτή μπορεί να συντηρηθεί –*ceteris paribus*–το πολύ για πέντε έτη. Τα συναλλαγματικά αποθέματα προβλέπεται να εξαντληθούν τότε, οπότε και θα προκληθεί η υποτίμηση, που είναι αναγκαία για να εξισορροπήσει το ισοζύγιο πληρωμών. Η κρίση αυτή θα ενσκήψει όμως πριν την πενταετία γιατί οι κερδοσκόποι συνειδητοποιούν ότι θα

¹¹ Ο Agias (2003, σ.4) χρησιμοποιεί τον όρο «ορθολογική κερδοσκοπική επίθεση» αναφερόμενος στην προκαλούμενη υποτίμηση που χαρακτηρίζει τις κρίσεις στις οποίες αναφέρεται το υπόδειγμα κρίσεων 1^{ης} γενιάς.

υποστούν ζημιά αν περιμένουν. «Κάθε κερδοσκόπος που σέβεται τον εαυτό του θα τραβήξει τα χρήματα του έξω από τη χώρα [νωρίτερα]» (Frankel και Wei, 2004, σ.5). Το ύψος των συναλλαγματικών αποθεμάτων διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο για τη χρονική στιγμή εκδήλωσης της κρίσης. Οι Frankel και Wei (2004, σ.5) εκτιμούν ποσοτικά το πότε η οικονομία διαβαίνει το κατώφλι του επικείμενου κινδύνου: υπό τις προϋποθέσεις που θέτει το υπόδειγμα των Krugman-Flood-Garber, συμπεραίνουν ότι η επίθεση αναμένεται να πραγματοποιηθεί όταν το ύψος των συναλλαγματικών αποθεμάτων έχει πέσει στο μισό του γινόμενου της ελαστικότητας ζήτησης χρήματος επί τον ρυθμό πληθωρισμού που επικρατούσε πριν την κρίση (Frankel και Wei, 2004, σ.5).

Σύμφωνα με τον Krugman (1997) το υπόδειγμα κρίσεων πρώτης γενιάς εκτός από την απλότητά του έχει δύο επιπλέον βασικές αρετές: α) αναδεικνύει το γεγονός ότι πολλές συναλλαγματικές κρίσεις προέρχονται από την ασυνέπεια της εγχώριας οικονομικής πολιτικής σε σχέση με την ακολουθούμενη συναλλαγματική πολιτική. β) Όπως προαναφέραμε, το εν λόγω υπόδειγμα δείχνει πως η φυγή δισεκατομμυρίων μέσα σε μερικές μέρες δεν είναι απαραίτητα αποτέλεσμα ανορθολογικών αποφάσεων, που σχετίζονται με την «αγελαία» συμπεριφορά (herd behavior) ή την μεταβολή της «ψυχολογίας των αγορών» (market sentiment). Αντιθέτως μπορεί να είναι ένα ορθολογικό αποτέλεσμα εφόσον οι κάτοχοι εθνικού νομίσματος διαπιστώνουν ότι η τιμή του δεν μπορεί να παραμείνει σταθερή. Σε αυτές τις συνθήκες η διακράτησή του παύει να είναι ελκυστική. Η κερδοσκοπική επίθεση φαίνεται έτσι «δικαιολογημένη», αφού συνιστά μία ορθολογική αντίδραση η οποία ουσιαστικά έρχεται να διορθώσει μία ανισορροπία.

Με αφετηρία το αναλυτικό υπόδειγμα του Krugman (1979) προτάθηκαν αρκετές παραλλαγές. Στα διαφοροποιημένα υποδείγματα δίνεται έμφαση σε άλλα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη, όπως η πραγματική ισοτιμία, το εμπορικό ισοζύγιο, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ο πραγματικός μισθός, τα πραγματικά επιτόκια (Kaminsky et al., 1998, σ.4). Οι επεκτάσεις και παραλλαγές του αρχικού υποδείγματος εξακολουθούν να δίνουν έμφαση στα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη και στις «ασυνεπείς» οικονομικές πολιτικές και συνεπώς εντάσσονται στην ανάλυση των κρίσεων 1^{ης} γενιάς.

5.5.2 Υπόδειγμα κρίσεων «δεύτερης γενιάς».

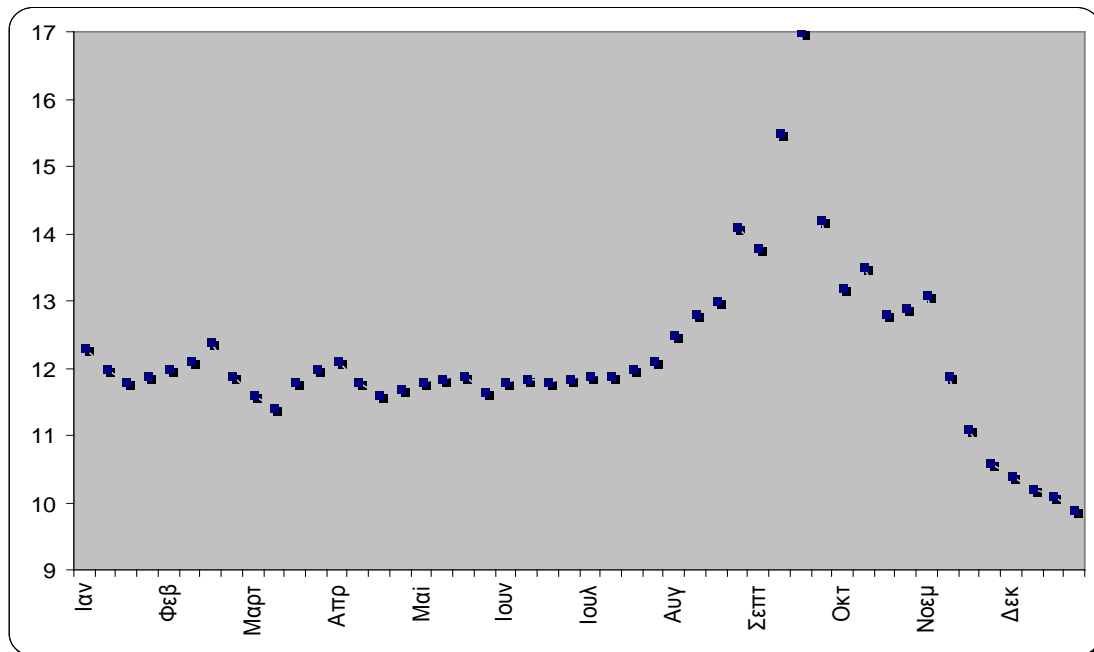
Το υπόδειγμα κρίσεων 1^{ης} γενιάς μπορούσε να ερμηνεύσει τις περισσότερες κρίσεις που ξέσπασαν στη δεκαετία του 1970 και ορισμένες από τις μεταγενέστερες. Το αναλυτικό του πλαίσιο αμφισβητήθηκε αργότερα, όταν εκδηλώθηκαν συναλλαγματικές κρίσεις στην Ευρώπη στις αρχές του 1990 και σε αναπτυσσόμενες χώρες στα μέσα της ίδιας δεκαετίας. Πολλές από τις χώρες που υπέστησαν συναλλαγματικές κρίσεις θα μπορούσαν να τις αποφύγουν. Επέλεξαν οι ίδιες τη μεγάλη υποτίμηση του νομίσματός τους. Οι συγκεκριμένες κρίσεις δεν ήταν ένα αναπόφευκτο γεγονός, αλλά μια επιλογή πολιτική στηριγμένη στις μακροοικονομικές επιδόσεις και σε μια ανάλυση κόστους-οφέλους της δεδομένης οικονομίας, στη συγκεκριμένη στιγμή. Έτσι απαιτήθηκε η διαμόρφωση ενός νέου αναλυτικού πλαισίου ικανού να ενσωματώσει αυτά τα νέα δεδομένα.

Ο πρώτος εισηγητής του αναλυτικού υποδείγματος για τις κρίσεις 2^{ης} γενιάς είναι ο Obstfeld (1994). Οι κρίσεις που προκλήθηκαν σε ευρωπαϊκές χώρες στο πλαίσιο του «Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών» (ΜΣΙ) έδωσαν το απαραίτητο έναυσμα στον Obstfeld. Ενώ η κρίση σε χώρες όπως η Ιταλία που είχε επίμονα και διαρκή δημοσιονομικά ελλείμματα μπορεί να αναλυθεί από το υπόδειγμα κρίσεων 1^{ης} γενιάς (Obstfeld, 1994, σ.189), οι κρίσεις σε άλλες χώρες, όπως η Σουηδία, δύσκολα μπορούν να ερμηνευθούν εξ' ολοκλήρου με το υπόδειγμα του Krugman και τις παραλλαγές του.

Η Σουηδία εντάχθηκε στο ΜΣΙ το Μάιο του 1991. Η απόρριψη της Συνθήκης του Μάαστριχτ από τη Δανία τον Ιούνιο του 1992 προκάλεσε αναστάτωση στις ευρωπαϊκές αγορές και επηρέασε αυξητικά και τα σουηδικά επιτόκια, λόγω των επιφυλάξεων που καλλιεργήθηκαν σχετικά με τη προοπτική της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης. Ακολούθησε μία γενικευμένη κερδοσκοπική επίθεση στα τέλη Αυγούστου-αρχές Σεπτεμβρίου του ίδιου χρόνου, όπου τα σουηδικά επιτόκια έφτασαν σε πρωτοφανή υψηλά επίπεδα: το ετήσιο διατραπεζικό επιτόκιο έφθασε στο 17% [βλ. γράφημα 5(1)], ενώ στις 16 Σεπτεμβρίου, το ημερήσιο επιτόκιο δανεισμού της κεντρικής τράπεζας έφτασε στο 500% σε ετησιοποιημένη βάση. Το εθνικό νόμισμα της Σουηδίας άντεξε τις κερδοσκοπικές πιέσεις. Ωστόσο το Νοέμβριο χωρίς τίποτα να το προϊδεάζει η Σουηδία αποφάσισε να εγκαταλείψει τον ΜΣΙ και να αφήσει το νόμισμά της να διακυμαίνεται ελεύθερα.

Η Σουηδία ενώ αρχικά κατάφερε χάρη στα συναλλαγματικά της αποθέματα και τα υψηλότερα επιτόκια να αποτρέψει την υποτίμηση, υπέκυψε τελικά το Νοέμβριο, όταν οι κερδοσκοπικές πιέσεις χαλάρωσαν, το ενεργητικό και τα συναλλαγματικά αποθέματα της κεντρικής τράπεζας αυξήθηκαν [βλ. γράφημα 5(2)] και τα επιτόκια μειώθηκαν¹² (Obstfeld, 1994, σ.197).

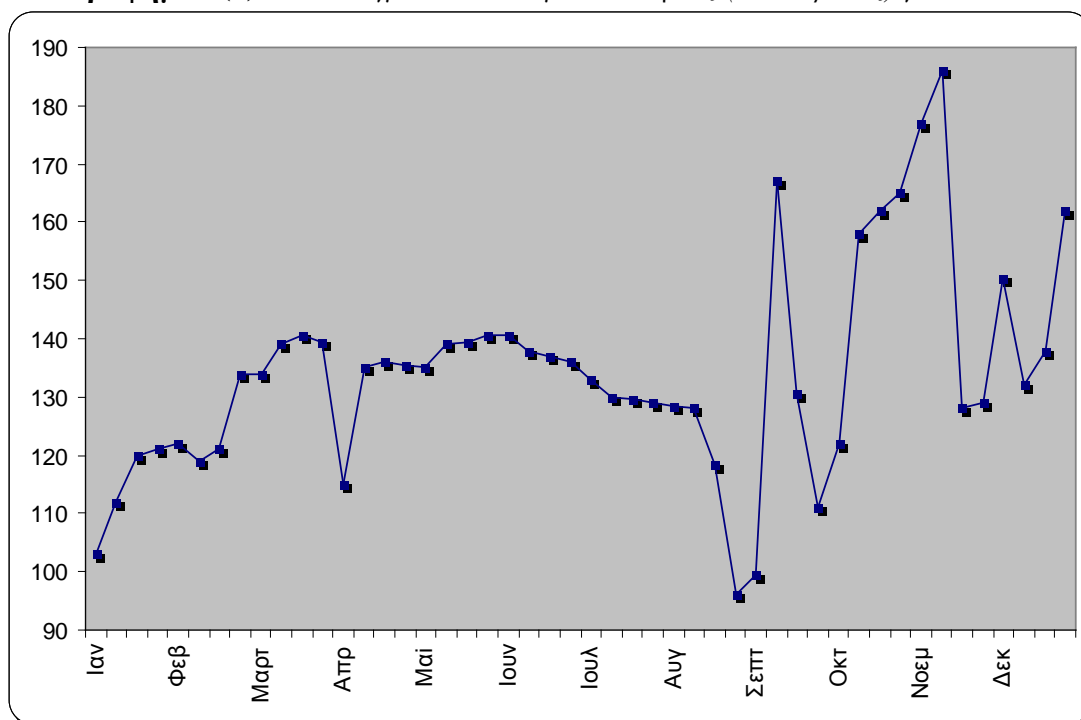
Γράφημα 5(1): Ετήσιο διατραπεζικό επιτόκιο Σουηδίας (%) για το 1992, σε ημερήσια βάση.



Πηγή: Obstfeld, 1994, σ. 196

¹² Ανάλογα χαρακτηριστικά είχαν και οι συναλλαγματικές κρίσεις στη Μεγάλη Βρετανία την ίδια χρονιά και στη Γαλλία το 1993 (Frankel και Wei, 2004, σ.6), οι οποίες συγκαταλέγονται στις κρίσεις που ερμηνεύονται από τα υποδείγματα κρίσεων 2^{ης} γενιάς. Η κερδοσκοπική επίθεση στη Γαλλία δεν δικαιολογούνταν από μακροοικονομικά δεδομένα. Η κυβέρνηση στη Γαλλία τηρούσε δημοσιονομική πειθαρχία για αρκετά χρόνια πριν την κρίση και τα μακροοικονομικά μεγέθη της ακολουθούσαν εκείνα της Γερμανίας. Όταν μετά την κρίση το εύρος της διακύμανσης του γαλλικού φράγκου ως προς το γερμανικό μάρκο αυξήθηκε, το γαλλικό νόμισμα δεν συνέχισε τη διολίσθησή του παρά τη χαλάρωση της γαλλικής νομισματικής πολιτικής.

Γράφημα 5(2): Συναλλαγματικά Αποθέματα Σουηδίας (δισ. κορόνες) για το 1992



Πηγή: Obstfeld, 1994, σ. 198

Ο Obstfeld, (1994, σ.199) υπογραμμίζει ότι οι κυβερνήσεις προκειμένου να υπερασπιστούν τη σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας, μπορούν να προσφύγουν σε διάφορα μέσα: π.χ. σε δανεισμό ξένου συναλλάγματος, σε υψηλότερα επιτόκια, στην επιβολή ή τη σκλήρυνση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων. Αν αυτές οι πολιτικές εφαρμοστούν στα όριά τους έχουν πιθανότητες επιτυχίας, αλλά είναι οδυνηρές για το κοινωνικό σύνολο. Το πρόβλημα του κοινωνικού κόστους είναι έντονο, ειδικά σε περιπτώσεις όπου επικρατεί υψηλή ανεργία ή/και ο δημόσιος και ο ιδιωτικός τομέας της οικονομίας δεν μπορούν να αντέξουν υψηλά πραγματικά επιτόκια. Οι κυβερνήσεις συγκρίνουν το κόστος αυτών των μέτρων με το όφελος που έχει η διατήρηση της ισοτιμίας και συχνά καταλήγουν στο ότι μία τέτοια «θυσία» δεν αξίζει. Σε αυτή την περίπτωση δεν υπάρχει ένα μόνο σημείο ισορροπίας στην οικονομία. Η ισορροπία είναι «πολλαπλή» και είναι τελικά θέμα πολιτικής επιλογής που τελικά θα ισορροπήσει η οικονομία. Η πολλαπλή ισορροπία είναι ένα από τα βασικά χαρακτηριστικά των κρίσεων δεύτερης γενιάς τα οποία παρουσιάζονται αναλυτικά στην συνέχεια.

Πίνακας 5(2): Το δίλλημα της υποτίμησης (πολλαπλή ισορροπία)

Λόγοι διατήρησης της σταθερής ισοτιμίας	Λόγοι υποτίμησης
Περιορισμός του πληθωρισμού.	Υψηλή ανεργία
Υψηλό χρέος σε ξένο νόμισμα	Υψηλό χρέος σε εθνικό νόμισμα (περιορίζεται προκαλώντας πληθωρισμό)
Διευκόλυνση του διεθνούς εμπορίου και των διεθνών επενδύσεων.	Αποφυγή ύφεσης (λόγω υψηλών επιτοκίων)
Ένδειξη αξιοπιστίας της κυβέρνησης αναφορικά με την ακολουθούμενη οικονομική πολιτική	Βελτίωση ανταγωνιστικότητας της οικονομίας
Σύμβολο εθνικής υπερηφάνειας	Αδύναμο τραπεζικό σύστημα
Δέσμευση για διεθνείς συνεργασίες (π.χ. ΜΣΙ)	Άνοδος των μισθών λόγω αναμενόμενης υποτίμησης

Πηγή: Σύνοψη στοιχείων που περιέχονται στα εξής άρθρα: *Obstfeld (1994, σ.197, 199), Kaminsky et. al. (1998, σ. 3, 5, 6), Krugman (1997), Komulainen (2001, σ. 9, 50), Arias (2003, σ.6)*

Στον πίνακα 5(2) συνοψίζονται οι λόγοι που λαμβάνονται υπόψη για να αποφασιστεί ή όχι μια υποτίμηση. Οι αδυναμίες του τραπεζικού συστήματος και το υψηλό χρέος σε ξένο νόμισμα συνιστούν σοβαρούς λόγους για αποφυγή της υποτίμησης. Αν το τραπεζικό σύστημα είναι αδύναμο λόγω επισφαλών δανείων που έχουν χορηγηθεί στο εσωτερικό η κυβέρνηση θα επιλέξει την υποτίμηση για να μη δημιουργήσει τραπεζική κρίση, με άνοδο των επιτοκίων, που θα ήταν απαραίτητη για τη διατήρηση της ισοτιμίας. Τα υψηλά επιτόκια θα αυξήσουν τον ρυθμό πτωχεύσεων και τις επισφάλειες των τραπεζών και ενδέχεται να σημειωθούν αλυσιδωτές αρνητικές αντιδράσεις. Το εθνικό κόστος θα είναι πολύ υψηλό αν το κράτος παρέμβει και «σώσει» τις αδύναμες τράπεζες. Σε αυτή την περίπτωση θα αποφευχθεί τραπεζική κρίση, αλλά το κόστος θα μετακυληθεί στον κρατικό προϋπολογισμό, ο οποίος θα αναλάβει τις υποχρεώσεις των προβληματικών τραπεζών. Αν το τραπεζικό σύστημα είναι ευάλωτο λόγω δανείων σε ξένο νόμισμα που έχουν συνάψει οι εγχώριες τράπεζες με τράπεζες του εξωτερικού, τότε ενδεχόμενη μεγάλη υποτίμηση θα πολλαπλασιάσει τις υποχρεώσεις τους σε ξένο νόμισμα. Μια τραπεζική κρίση γίνεται εξίσου πιθανή. Συνεπώς η κυβέρνηση θα προτιμήσει να υπερασπιστεί την ισοτιμία του εθνικού νομίσματος.

Σε περίπτωση που το μεγαλύτερο μέρος του εθνικού χρέους είναι σε εθνικό νόμισμα οι πληθωριστικές τάσεις που θα δημιουργήσει η ενδεχόμενη υποτίμηση θα μειώσουν την πραγματική αξία του χρέους και θα απαλλάξει κράτος, υπερχρεωμένες επιχειρήσεις και νοικοκυριά από μεγάλο μέρος του χρέους, αφού ο πληθωρισμός λειτουργεί ως «εργαλείο» αναδιανομής κεφαλαίου από τους πιστωτές προς τους

πιστούχους (Pollin 1998, σ.442). Με αυτό τον τρόπο η οικονομία θα ευνοηθεί συνολικά.¹³ Αντίθετα η υποτίμηση του εθνικού νομίσματος αυξάνει αυτόματα το χρέος σε ξένο νόμισμα και στην περίπτωση που αυτό αποτελεί το μεγαλύτερο μέρος του συνολικού χρέους δημιουργεί σοβαρά προβλήματα στην οικονομία και μπορεί να οδηγήσει σε κρίση χρέους.

Το υπόδειγμα κρίσεων «2^{ης} γενιάς» διαφοροποιείται από εκείνο της 1^{ης} γενιάς ως προς τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

i) Η δυναμική των αυτοεκπληρούμενων προσδοκιών και η πολλαπλή ισορροπία.

ii) Η συμπεριφορά «αγέλης».

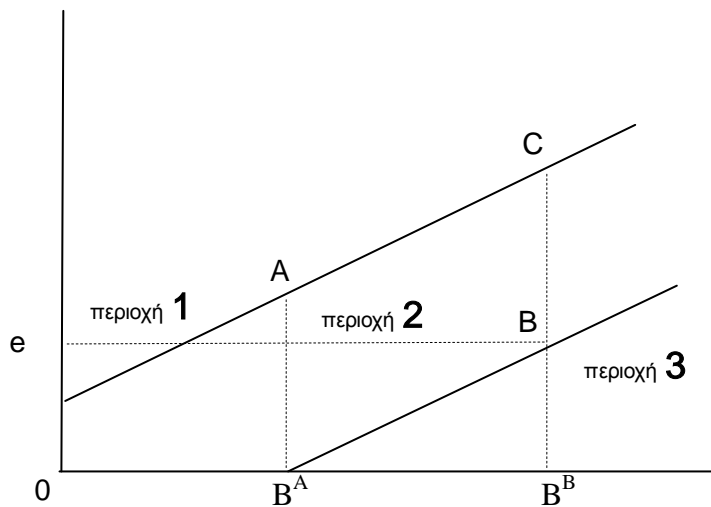
iii) Η «μετάδοση των κρίσεων».

5.5.2.1 Η δυναμική των αυτοεκπληρούμενων προσδοκιών και η πολλαπλή ισορροπία.

Οι αυτοεκπληρούμενες προσδοκίες, που συνυπάρχουν με την κατάσταση πολλαπλών ισορροπιών (multiple equilibria). Τα υποδείγματα κρίσεων 2^{ης} γενιάς αποδέχονται την ύπαρξη περισσότερων του ενός σημείου ισορροπίας στην οικονομία. Η εγκατάλειψη της σταθερής ισοτιμίας είναι θέμα επιλογής, άρα δεν υπάρχει μία ισορροπία, αλλά συνδυασμοί ισορροπιών.

¹³ Το αντίθετο, ο αποπληθωρισμός δηλαδή του χρέους (debt deflation), έχει θεωρηθεί υπεύθυνος για την επιδείνωση της μεγάλης ύφεσης του 1930. Στην πρόσφατη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση (2007-2008) η αύξηση των τιμών προτάθηκε ως αντίδοτο για την αντιμετώπιση της κρίσης, αφού αυτό συνεπάγεται τη μείωση της πραγματικής αξίας των υποχρεώσεων και συνεπώς την ανακατανομή του πλούτου υπέρ των δανειζόμενων και εις βάρος των δανειστών. Για το άκρως αυτό ενδιαφέρον θέμα βλ. Fisher Irving (1933) "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica*, pp.337-357. Πιο πρόσφατες παραλλαγές της θεωρίας του αποπληθωρισμού του χρέους εμπεριέχονται μεταξύ άλλων στα Minsky, Hyman (1982) "Debt-Deflation Processes in Today's Institutional Environment", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, December και Tobin, James (1980) *Asset Accumulation and Economic Activity* Oxford: Basil Blackwell

Διάγραμμα 5 (3): Πολλαπλή Ισορροπία.



Πηγή: Babic και Zigman (2001, σ.3)

Οι Babic και Zigman (2001, σ.3) αναφέρονται στην περίπτωση πολλαπλής ισορροπίας [Διάγραμμα 5(3)] μιας οικονομίας που μπορεί να ισορροπήσει, είτε σε συνθήκες κερδοσκοπικής επίθεσης και υποτίμησης, είτε χωρίς υποτίμηση και με μακροοικονομικά μεγέθη όχι τόσο υγιή. Σε ποιο σημείο θα ισορροπήσει η αγορά είναι θέμα προσδοκιών. Στο διάγραμμα 5(3) στον κάθετο άξονα παρουσιάζεται η πραγματική ισοτιμία (e). Στον οριζόντιο άξονα έχουμε την πιστωτική επέκταση/νομισματική βάση της οικονομίας (B). Στην περιοχή 1 με δοσμένη την πραγματική ισοτιμία η πιστωτική επέκταση είναι συγκρατημένη και είναι συμβατή με ένα σταθερό σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών. Κερδοσκοπική επίθεση στην περιοχή αυτή δεν δικαιολογείται. Στην περιοχή 3 έχουμε μεγάλη πιστωτική επέκταση η οποία δεν μπορεί να συνυπάρξει επί μακρόν με τη δοσμένη πραγματική ισοτιμία. Η κερδοσκοπική επίθεση είναι αναπόφευκτη. Το κέρδος των κερδοσκόπων αντιστοιχεί στο ευθύγραμμο τμήμα BC . Οι περιοχές 1 και 3 καλύπτονται από τα υποδείγματα 1ης γενιάς κρίσεων. Η κρίσιμη περιοχή, για τα υποδείγματα 2^{ης} γενιάς είναι η περιοχή 2. Στην περιοχή 2 μία συναλλαγματική κρίση είναι πιθανή, δεν είναι βέβαιη. Η πιστωτική επέκταση είναι υψηλή, αλλά όχι σε βαθμό που καθιστά αναπόφευκτη μία κερδοσκοπική επίθεση. Δεν υπάρχει ένα σημείο ισορροπίας. Αν θα ξεσπάσει κρίση εξαρτάται από τις προσδοκίες για υποτίμηση του νομίσματος. Εφόσον η απασχόληση και το χρέος του δημοσίου και ιδιωτικού τομέα βρεθούν σε επίπεδα που δεν είναι συμβατά με την άσκηση περιοριστικών οικονομικών πολιτικών, οι προσδοκίες θα κλίνουν υπέρ της συναλλαγματικής κρίσης και θα

τείνουν να αυτοεκπληρωθούν με αποτέλεσμα να ξεσπάσει κρίση. Σύμφωνα με τους ίδιους συγγραφείς (Babic και Zigman, 2001, σ. 4) η κρίση μπορεί να ξεσπάσει με αφορμή κάποιο γεγονός δευτερευούσης σημασίας: ένα πολιτικό σκάνδαλο, μία αρνητική επίσημη αναφορά για κάποιο μέγεθος της οικονομικής δραστηριότητας κ.ο.κ. Αυτό που καθορίζει την ουσία της διαδικασίας που οδηγεί στην κρίση είναι αν επικρατούν οι απαισιόδοξοι ή οι αισιόδοξοι μεταξύ αυτών που συμμετέχουν στην παγκόσμια αγορά. «*Αν ο αριθμός των απαισιόδοξων που αναμένουν υποτίμηση επικρατήσει για οποιονδήποτε λόγο, αυτοί θα προκαλέσουν την υποτίμηση, με τις πράξεις τους στις αγορές*» (Babic και Zigman, 2001, σ. 4).

Ο Krugman (1997) αναφέρεται με παρόμοιο τρόπο στην κατάσταση πολλαπλών ισορροπιών και τις αυτο-εκπληρούμενες προσδοκίες. Έστω ότι η πλάστιγγα μεταξύ διατήρησης της σταθερής ισοτιμίας και υποτίμησης γέρνει προς την υποτίμηση, εξ αιτίας των λόγων που έχουμε αναφέρει (π.χ. υψηλή ανεργία, υπερχρεωμένη οικονομία κλπ). Η υποτίμηση αυτή θα μπορούσε να προκύψει με κυβερνητική απόφαση και όχι με κερδοσκοπική επίθεση. Αυτό θα παρότρυνε τους κερδοσκόπους «*πάρουν θέσεις*» εγκαίρως εναντίον του εθνικού νομίσματος, ώστε να επωφεληθούν από την μελλοντική υποτίμηση. Η συντονισμένη κερδοσκοπική επίθεση θα έφερνε την ημερομηνία της υποτίμησης νωρίτερα από την αναμενόμενη. Τα κερδοσκοπικά κεφάλαια (στο εξωτερικό, αλλά και στο εσωτερικό) αντιλαμβανόμενα την πιθανότητα υποτίμησης θα αντάλλαζαν το εθνικό νόμισμα με ξένο, ώστε να αποκομίσουν κεφαλαιακά κέρδη (οι ντόπιοι) και να μην υποστούν κεφαλαιακές ζημιές (οι ξένοι). Αυτή η συμπεριφορά τελικά προκαλεί την υποτίμηση πολύ πριν από την αναμενόμενη ημερομηνία και πολύ πριν επιδεινωθούν τα μακροοικονομικά μεγέθη, σε βαθμό ώστε να καταστήσουν την υποτίμηση αναπόφευκτη¹⁴. Υπογραμμίζεται έτσι η σημασία που αποκτά ο τρόπος λειτουργίας των διεθνών χρηματιστηριακών αγορών στις συνθήκες εκδήλωσης των κρίσεων 2^{ης} γενιάς.

¹⁴ Ο Krugman (1997) εξηγεί γιατί οι κρίσεις που προκαλούνται από τη δυναμική των αυτοεκπληρούμενων προσδοκιών εμφανίζονται με πολύ μεγαλύτερη συχνότητα σήμερα σε σχέση με το παρελθόν. Οι εν λόγω κρίσεις δεν συνέβαιναν συχνά και με μεγάλη ένταση στο παρελθόν (πριν τη δεκαετία του 1990), λόγω του υψηλού συναλλακτικού κόστους, της δυσκολίας εύρεσης πιστώσεων από τους κερδοσκόπους κλπ. Το κόστος αυτό αντιμετωπιζόταν από τη θεωρία ως αμελητέο. Στην πραγματικότητα όμως περιορίζει σε μεγάλο βαθμό τις ετησιοποιημένες αποδόσεις των κερδοσκόπων. Έτσι εξηγείται ότι με την πρόοδο της τεχνολογίας και το άνοιγμα των αγορών οι νομισματικές κρίσεις είναι πιο συχνές και πιο έντονες, από τη δεκαετία το 1990 και εντεύθεν.

5.5.2.2 Η συμπεριφορά «αγέλης» (*herding behavior*)

Δεύτερο χαρακτηριστικό γνώρισμα που διακρίνει τις κρίσεις 2^{ης} γενιάς είναι η «συμπεριφορά της αγέλης» του διεθνούς κεφαλαίου. Πολλές πρόσφατες κρίσεις έδειξαν ότι οι διεθνείς αγορές δεν λειτουργούν ορθολογικά, δεν λειτουργούν βάσει αντικειμενικής πληροφόρησης, όπως υποστηρίζει η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών (Fama, 1970). Η συμπεριφορά της αγέλης στην οικονομία, τα τελευταία χρόνια έχει πάρει μεγάλες διαστάσεις -λόγω της ταχύτητας μετακίνησης και του όγκου του παγκόσμιου χρηματιστικού κεφαλαίου. Δεν είναι πάντως νέο φαινόμενο. Ο Komulainen (2001, σ.12) και ο Akerlof (2001, σ.383) θυμίζουν ότι μισό αιώνα πριν ο Keynes στην «Γενική Θεωρία» παρομοίαζε τους επενδυτές με κριτές καλλιστείων, που ψηφίζουν βάσει της αναμενόμενης δημοτικότητας των υποψηφίων μεταξύ των άλλων κριτών και όχι βάσει της αντικειμενικής ομορφιάς τους.

Η ανάπτυξη των οικονομικών της συμπεριφοράς (Behavioral Economics) έχει φέρει στο προσκήνιο τη σημασία της ανθρώπινης συμπεριφοράς στη λήψη οικονομικών αποφάσεων. Στην οικονομία δεν υπάρχουν μόνο ορθολογικοί καταναλωτές, επενδυτές, κερδοσκόποι κλπ, όπως υπέθεταν οι κλασικές οικονομικές θεωρίες, αλλά επίσης ανορθολογικές και ανορθόδοξες συμπεριφορές, οι οποίες μάλιστα μπορούν να πάρουν μεγάλες διαστάσεις στη σύγχρονη παγκοσμιοποιημένη οικονομία. Η αγελαία συμπεριφορά και ο μιμητισμός μπορεί να εξηγηθεί βάσει αυτών των θεωριών¹⁵. Κατά τον Krugman (1997) χαρακτηριστικό παράδειγμα αγελαίας συμπεριφοράς στις αγορές αποτέλεσε το χρηματιστηριακό κραχ του 1987 στις Η.Π.Α. οπότε πολλοί επενδυτές παραδέχτηκαν ότι ο μοναδικός λόγος που πωλούσαν μετοχές ήταν γιατί οι τιμές τους υποχωρούσαν. Οι μαζικές αυτές πωλήσεις οδήγησαν τελικά σε μεγάλη υποχώρηση των τιμών και στο χρηματιστηριακό κραχ¹⁶.

¹⁵ Μεταξύ άλλων, εκπρόσωποι της «Οικονομικής Θεωρίας της Συμπεριφοράς» (Behavioral Economics και Behavioral Finance) είναι οι Andrei Shleifer, George Akerlof, Robert Shiller, Josef Lakonishok. Ενδεικτικά αναφέρουμε τα εξής άρθρα που αναφέρονται στην ανορθολογική συμπεριφορά των αγορών ή ειδικά στην αγελαία συμπεριφορά:

α. Lakonishok Josef, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny (1991) "Do Institutional Investors Destabilize Stock Prices? Evidence on Herding and Feedback Trading," *NBER Working Papers* 3846.

β. Shiller, Robert J (1995) "Conversation, Information, and Herd Behavior," *American Economic Review*, *American Economic Association*, vol. 85(2), p. 181-85, May.

γ. Akerlof A. George (2002) "Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behavior" *American Economic Review*, *American Economic Association*, vol. 92(3), p. 411-433, June.

¹⁶ Αναφέρεται στην έρευνα, Shiller R (1987) "Investor Behavior in the October 1987 Stock Market Crash: Survey Evidence", *NBER Working Papers*, No. 2446, November. η οποία πραγματοποιήθηκε κατά τη διάρκεια του χρηματιστηριακού κραχ του 1987. Σύμφωνα με τις απαντήσεις των

Σύμφωνα με τον Krugman μπορούν να εξαχθούν αντίστοιχα συμπεράσματα στις συναλλαγματικές κρίσεις. Κύμα πωλήσεων ενός νομίσματος, ανεξάρτητα από το γεγονός που το προκάλεσε, μπορεί να προκαλέσει άλλα διαδοχικά, όλο και μεγαλύτερα κύματα μαζικές διαστάσεις επειδή συχνά οι διεθνείς επενδυτές συμπεριφέρονται σαν αγέλη.

Για τη δικαιολόγηση της αγελαίας συμπεριφοράς στις αγορές έχουν προταθεί διάφορες αιτιολογίες. Καταρχάς η ανορθολογική αυτή συμπεριφορά επιχειρήθηκε να αιτιολογηθεί με το υψηλό κόστος που συνεπάγεται η συγκέντρωση πληροφοριών στο πλαίσιο των οποίων λαμβάνονται αποφάσεις για τις επενδύσεις ανά τον κόσμο (Babic και Zigman, 2001, σ.4, Pericoli και Sbracia, 2001, σ.32). Οι μικροί κεφαλαιούχοι, λόγω του κόστους αυτού, ακολουθούν τους μεγάλους (θεσμικούς) επενδυτές στις επενδυτικές τους αποφάσεις και στην κατανομή των κεφαλαίων τους ανά τον κόσμο. Έτσι μία απόφαση κάποιου μεγάλου επενδυτικού οίκου ή η αλλαγή των γενικών τάσεων των χρηματοοικονομικών τοποθετήσεων, μπορεί να επηρεάσει τη συνολική κατανομή του παγκόσμιου χρηματιστικού κεφαλαίου. Οι μικροί κεφαλαιούχοι ακολουθούν τους μεγάλους και όταν η κίνηση αυτή γίνεται συντονισμένα έχει μεγάλη δυναμική και μπορεί να οδηγήσει σε μαζική φυγή κεφαλαίων, η οποία έχει ουσιαστικά προέλθει από την αρχική υποκειμενική αντίδραση κάποιων μεγάλων «παικτών» στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

Μία άλλη εξήγηση της συμπεριφοράς της αγέλης στηρίζεται στην ανάλυση των σχέσεων πρακτορείας που επικρατούν στις διεθνείς χρηματιστικές αγορές (Krugman, 1997, Komulainen, 2001, σ.12, Agias, 2003, σ.8, Pericoli και Sbracia, 2001, σ.33). Το μεγαλύτερο μέρος των αποφάσεων κατανομής των κεφαλαίων λαμβάνονται από πράκτορες επενδύσεων και, όχι άμεσα από τους κεφαλαιούχους. Μεγάλη δύναμη συγκεντρώνεται στα χέρια ολίγων. Οι διαχειριστές κεφαλαίων δεν αμείβονται βάσει των δικών τους αποδόσεων, αλλά βάσει της απόδοσης των άλλων διαχειριστών. Δημιουργείται μιμητισμός στη λήψη αποφάσεων και μαζικές κινήσεις κεφαλαίων εντός και εκτός μεμονωμένων χωρών ή και ολόκληρων γεωγραφικών περιοχών (π.χ. Ν.Α. Ασία, Λατινική Αμερική, Ν.Α. Ευρώπη κ.ο.κ.).

Ο Krugman (1997) αναφέρει μία επιπλέον εξήγηση του εν λόγω φαινομένου. Σύμφωνα με αυτή την εξήγηση οι μεγάλοι διεθνείς «παίκτες»-κερδοσκόποι κατέχουν εξειδικευμένη πληροφόρηση για βασικά οικονομικά μεγέθη των χωρών όπου

κεφαλαιούχων και των διαχειριστών κεφαλαίων, προκύπτει το συμπέρασμα ότι οι αποφάσεις λαμβάνονταν ανορθολογικά.

τοποθετούν κεφάλαια. Για παράδειγμα ένας μεγάλος κεφαλαιούχος γνωρίζει ιδιαίτερες πληροφορίες για την αγορά ακινήτων μίας χώρας. Ένας άλλος για τον τραπεζικό κλάδο, και ένας τρίτος για τη χάραξη της μελλοντικής κυβερνητικής πολιτικής. Αν ο πρώτος έχει αρνητικές πληροφορίες για το χώρο θα αποσύρει τα κεφάλαιά του. Αν ο δεύτερος επενδυτής μάθει την κίνηση του πρώτου, ενδεχομένως, με τη σειρά του, να αποσύρει τα κεφάλαιά του. Αυτό θα συμβεί ακόμη και αν οι πληροφορίες που κατέχει για τον δικό του τομέα είναι ουδέτερες έτσι ώστε να αποφύγει κεφαλαιακές ζημιές, σε περίπτωση ύφεσης λόγω εκροής κεφαλαίων. Ανάλογη θα είναι και η συμπεριφορά του τρίτου επενδυτή, έστω και αν οι δικές του πληροφορίες είναι θετικές ως προς το μέλλον της οικονομίας. Ο κάθε επενδυτής θα προσπαθήσει να εγκαταλείψει πρώτος το «τρένο», για να αποφύγει τα χειρότερα που έρχονται. Έτσι το «καυτό» κερδοσκοπικό χρήμα μπορεί να μετακινείται ανά τον κόσμο, χωρίς η μετακίνησή του να στηρίζεται στις θεμελιώδεις οικονομικές εξελίξεις ή προβλέψεις αλλά σε φήμες και ατελή πληροφόρηση.

Η συνεισφορά της ανάλυσης της αγελαίας συμπεριφοράς στα υποδείγματα κρίσεων 2^{ης} γενιάς είναι ότι είναι ότι συμβάλλουν στην κατανόηση κρίσεων που δεν δικαιολογούνται από ανισορροπίες των θεμελιωδών μακροοικονομικών μεγεθών. Οι Calvo και Mendoza (1997) δείχνουν πως η αγελαία συμπεριφορά μπορεί να ωθήσει την οικονομία από την περιοχή 2 στην περιοχή 3, βάσει του διαγράμματος 5(3) που παρουσιάστηκε προηγουμένως κατά τη συζήτηση της πολλαπλής ισορροπίας. Αν οι οικονομικές πολιτικές είναι συμβατές με τους επιθυμητούς στόχους και τα θεμελιώδη μεγέθη είναι υγιή οι μαζικές κινήσεις κεφαλαίων ως απόρροια αγελαίας συμπεριφοράς μπορούν να εξωθήσουν την οικονομία σε κρίση. Η αγελαία συμπεριφορά γίνεται πιο έντονη αλλά και πιο επικίνδυνη στην περίοδο της παγκοσμιοποίησης των αγορών.

Ο Masson (1998) συνδέει την πολλαπλή ισορροπία με το ευμετάβλητο της «ψυχολογίας των αγορών». Η μετακίνηση του σημείου ισορροπίας από την καλή στην κακή ισορροπία, δεν βασίζεται σε μεταβολή μακροοικονομικών μεγεθών, αλλά σε μεταβολή της «ψυχολογίας των αγορών». Υποστηρίζει ότι στις κρίσεις του 1994-95 και 1997-98 η μετάδοση των κρίσεων ήταν αποτέλεσμα ύπαρξης πολλαπλής ισορροπίας σε συνδυασμό με την επικράτηση «αρνητικής ψυχολογίας».

Ακόμα και αν δεχτούμε ότι η γέννηση μίας κρίσης δεν μπορεί να ερμηνευθεί πλήρως με τις θεωρίες της αγελαίας συμπεριφοράς, ο παράγοντας αυτός βαθαίνει την κρίση λόγω της διάχυσης του πανικού στα εμπλεκόμενα μέρη (πιστωτές,

κερδοσκόποι, αποταμιευτές κλπ). Η επίδραση της συμπεριφοράς της αγέλης έχει ενταχθεί σε ποικίλα υποδείγματα (Basu, 1991, Cole and Kehoe, 1996, Komulainen, 2001) στα οποία επιβεβαιώθηκε ότι η παράμετρος αυτή κάνει τις σύγχρονες οικονομίες πιο ευάλωτες στην κίνηση των κεφαλαίων και πιο επιρρεπείς σε κρίσεις.

5.5.2.3 Η «μετάδοση των κρίσεων» (Contagion)

Η Παγκόσμια Τράπεζα ορίζει τη μετάδοση των κρίσεων ως μετάδοση των «κραδασμών» ή ως διάδοση προβληματικών καταστάσεων και ανισορροπιών από τη μία οικονομία στην άλλη¹⁷. Συνήθως η μετάδοση αυτή πραγματοποιείται εντός συγκεκριμένων γεωγραφικών περιφερειών (π.χ. Ν.Α. Ασία) και αφορά χώρες με κοινά χαρακτηριστικά (π.χ. αναπτυσσόμενες χώρες). Οι Pericoli και Sbracia (2001, σ.9) ενέσκησαν στο φαινόμενο και εκθέτουν πριν απ' όλα τις διαφορετικές-συμπληρωματικές ή εναλλακτικές διαστάσεις με τις οποίες ερευνάται η μετάδοση στην βιβλιογραφία. Σ' αυτό το πλαίσιο τονίζουν ότι¹⁸:

- *Μετάδοση είναι η σημαντική αύξηση της πιθανότητας να ξεσπάσει κρίση σε μία χώρα, ως συνέπεια κρίσης που έχει ξεσπάσει σε μία άλλη χώρα.*

- *Μετάδοση συμβαίνει όταν η [υψηλή] μεταβλητότητα (volatility) στη χώρα που υπάρχει κρίση, διαχυθεί στις χρηματιστηριακές αγορές άλλων χωρών.*

- *Μετάδοση σημαίνει τη σημαντική αύξηση της συσχέτισης τιμών και όγκων σε διαφορετικές αγορές, συνέπεια μίας κρίσης η οποία έχει συμβεί σε μία εθνική αγορά ή ομάδα αγορών.*

- *Μετάδοση υφίσταται όταν κινήσεις προς την ίδια κατεύθυνση δεν μπορούν να εξηγηθούν με βάση θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη [ανορθολογισμός].*

Το φαινόμενο της μετάδοσης των κρίσεων εμφανίστηκε τις τελευταίες δεκαετίες ως επακόλουθο της απελευθέρωσης των αγορών εμπορευμάτων και χρήματος-κεφαλαίου. Η παγκοσμιοποίηση έχει κάνει πιο εύκολη τη μετάδοση των κρίσεων. Η κρίση που εκδηλώνεται «αιτιολογημένα» σε μία οικονομία, μπορεί να επεκταθεί σε άλλη οικονομία με υγιή θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη. Οι σημαντικότερες ερμηνείες «της μετάδοσης» αναφέρουν τα εξής:

- i) Μακροοικονομικούς λόγους
- ii) Εμπορικούς δεσμούς

¹⁷ www.worldbank.org/contagion

¹⁸ Σε δική μας απόδοση

- iii) Πολιτικούς δεσμούς
- iv) Το Φαινόμενο των Μουσώνων (Monsoonal Effect)
- v) Χρηματοοικονομικούς δεσμούς και διαχείριση χαρτοφυλακίων
- vi) Λοιπούς λόγους μετάδοσης κρίσεων

i) Μακροοικονομικοί λόγοι

Κοινά στοιχεία στη μακροοικονομική πολιτική ή/και παράλληλη εξέλιξη ορισμένων μακροοικονομικών μεταβλητών (π.χ. δημοσιονομικά ελλείμματα, ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών, πιστωτική επέκταση, πραγματική ανατίμηση κλπ.), μπορούν να συντελέσουν ώστε μία μεμονωμένη κρίση να εξαπλωθεί σε άλλες χώρες. Η νομισματική σταθερότητα μίας χώρας μπορεί να κλονιστεί αν οι παράγοντες της αγοράς διαπιστώσουν ότι υπάρχουν κοινά μακροοικονομικά δεδομένα και πολιτικές με μία χώρα η οποία δοκιμάζεται από κρίση.

Στην εκτενή σχετική βιβλιογραφία δεν αναφέρεται κάποια συγκεκριμένη μακροοικονομική μεταβλητή που να μπορεί να ενοχοποιηθεί συστηματικά. Το ποια ακριβώς μεταβλητή είναι κάθε φορά σημαντική εξαρτάται από τα ειδικά χαρακτηριστικά κάθε κρίσης. Ο Nono (2003) μελετώντας την κρίση του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ), στην Ευρώπη, στις αρχές της δεκαετίας του 1990, βρίσκει πως οι ευρωπαϊκές χώρες οι οποίες διατηρούσαν χαμηλό ρυθμό μεγέθυνσης είχαν περισσότερες πιθανότητες να πληγούν από τη συναλλαγματική κρίση που ξεκίνησε στη Φινλανδία, που είναι η χώρα-αφετηρία στην ανάλυσή του. Αρκετές ευρωπαϊκές χώρες την περίοδο εκείνη, είχαν χαμηλούς, ακόμα και αρνητικούς πραγματικούς ρυθμούς μεγέθυνσης (Φινλανδία, Σουηδία, Μεγάλη Βρετανία) γεγονός που συνέβαλε, σύμφωνα πάντα με τον Nono (2003, σ. 14), στη μετάδοση της κρίσης. Ο ίδιος συγγραφέας (Nono, 2003, σ.2) διευκρινίζει ότι η υψηλή ανεργία και οι χαμηλοί ρυθμοί μεγέθυνσης δεν θα μπορούσαν να συνυπάρξουν επί μακρόν με τη διατήρηση σταθερών ισοτιμιών¹⁹. Οι Sachs et al. (1996α, 1996β) στη μελέτη τους για την κρίση της «Τεκίλα» (1994-95) έδωσαν έμφαση σε μεταβλητές όπως η πραγματική ανατίμηση, η πιστωτική επέκταση και το ύψος των συναλλαγματικών διαθεσίμων. Έτσι εξήγησαν τη «μόλυνση» άλλων 20 χωρών, μετά το ξέσπασμα της κρίσης στο Μεξικό. Οι Frankel και Wei, (2004, σ.39)

¹⁹ Οι μακροοικονομικές μεταβλητές που χρησιμοποιεί στην ανάλυση του, εκτός του πραγματικού ρυθμού μεγέθυνσης, είναι οι εξής: 1. Πιστωτική Επέκταση, 2. Δημοσιονομικό Έλλειμμα, 3. Έλλειμμα Τρεχουσών Συναλλαγών, 4. M2 / Συναλλαγματικά Διαθέσιμα 5. Ρυθμός Πληθωρισμού.

που μελέτησαν την περίοδο 1990-2002, υποστηρίζουν ότι οι μεταβλητές που αυξάνουν την πιθανότητα μετάδοσης των κρίσεων είναι το ύψος των συναλλαγματικών αποθεμάτων, η διάρθρωση του χρέους (βραχυπρόθεσμο, δολαριακό) και ο πληθωρισμός. Αντίθετα από την κρατούσα έως τότε άποψη το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών, το υψηλό χρέος και η πιστωτική επέκταση δεν φαίνεται να συντέλεσαν ιδιαίτερα στη μετάδοση των κρίσεων. Οι De Gregorio and Valdes (2000) ερεύνησαν τη σημασία που έχει το χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο αναπτύσσεται το φαινόμενο της μετάδοσης. Οι κρίσεις που συμπεριέλαβαν στην έρευνα τους ήταν αυτή του «Χρέους», αρχές της δεκαετίας του 1980, η κρίση της «Τεκίλα» το 1994-95 και η κρίση στη Ν.Α. Ασία 1997-98. Διαπίστωσαν ότι σε διάστημα τριών μηνών από την έναρξη της κρίσης, οι μακροοικονομικές μεταβλητές έδειχναν μη σημαντικές. Όταν το χρονικό διάστημα αυξήθηκε σε δωδεκάμηνο οι μακροοικονομικές ομοιότητες έγιναν σημαντικές στη μετάδοση των κρίσεων. Οι μεταβλητές αυτές είναι η πραγματική ανατίμηση, το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών και ο χαμηλός ρυθμός μεγέθυνσης (De Gregorio and Valdes, 2000, σ.12).

ii) Εμπορικοί δεσμοί

Οι «ανταγωνιστικές υποτιμήσεις» (spillover effects) που γίνονται για τη βελτίωση των όρων εμπορίου συνιστούν έναν προφανή μηχανισμό μετάδοσης των συναλλαγματικών κρίσεων (Masson, 1998, σ.3). Η συναλλαγματική κρίση που θα ξεσπάσει σε μία χώρα (Α) και η συνακόλουθη υποχώρηση της αξίας του εθνικού της νομίσματος θα μειώσουν την πραγματική του ισοτιμία. Η πραγματική υποτίμηση βελτιώνει την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας (Α), αλλά χειροτερεύει τους όρους του διεθνούς εμπορίου για τις γειτονικές χώρες (Β), οι οποίες έχουν εμπορικές συναλλαγές με τη χώρα στην οποία ξέσπασε η κρίση ή/και έχουν κοινές εμπορικές συναλλαγές με τρίτες χώρες (Γ). Στις χώρες της κατηγορίας (Β) η ανταγωνιστικότητα μειώνεται, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών επιδεινώνεται. Ενδεχομένως θα αναγκαστούν να προβούν σε «ανταγωνιστικές» υποτιμήσεις των νομισμάτων τους, ώστε να μην απολέσουν μερίδιο από το εξαγωγικό εμπόριο.

Οι Eichengreen et. al (1997), Glick και Rose (1998) και Novo (2003) καταλήγουν επίσης στο συμπέρασμα ότι οι εμπορικοί δεσμοί είναι το βασικό αίτιο της μετάδοσης των κρίσεων. Με βάση τη μελέτη 20 βιομηχανικών χωρών κατά την

περίοδο 1959-1993, οι Eichengreen et. al (1997, 37-38)) αποφαινόμενοι ότι: «*Η μετάδοση των κρίσεων μέσω του εμπορίου είναι ισχυρότερη από αυτή μέσω κοινών μακροοικονομικών δεδομένων. Όταν και οι δύο μηχανισμοί [μετάδοσης] εισάγονται στο υπόδειγμα, η μετάδοση που σχετίζεται με το εμπόριο κυριαρχεί σε σχέση με αυτή που σχετίζεται με τα μακροοικονομικά δεδομένα*»²⁰.

Οι Glick and Rose (1998) μελέτησαν πέντε περιπτώσεις συναλλαγματικών κρίσεων (1971, 1973, 1992, 1994 και 1997) και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι κρίσεις αυτές τείνουν να είναι τοπικές να περιορίζονται, δηλαδή, σε συγκεκριμένες γεωγραφικές περιοχές που ορίζονται ως ένα σύμπλεγμα χωρών με στενούς εμπορικούς δεσμούς. Συνεπώς οι συναλλαγματικές κρίσεις εξαπλώνονται πιο εύκολα λόγω του διεθνούς εμπορίου. Οι συγγραφείς διαπιστώνουν ότι, αντιθέτως, πολιτικοί δεσμοί και κοινά μακροοικονομικά προβλήματα δεν έχουν τόσο στενή σχέση με τη μετάδοση των συναλλαγματικών κρίσεων.

Σύμφωνα με τον Nono (2003) η ευρωπαϊκή κρίση του 1992 μεταδόθηκε από τη μία χώρα στην άλλη με το διεθνές εμπόριο και συγκεκριμένα διά των ανταγωνιστικών υποτιμήσεων. Η υποτίμηση του φινλανδικού νομίσματος προκάλεσε την υποτίμηση άλλων ευρωπαϊκών νομισμάτων, προκειμένου να ανταγωνιστούν τη Φινλανδία στο εμπόριο με τρίτες χώρες.

iii) Πολιτικοί δεσμοί

Σε ότι αφορά τη μελέτη της συμβολής των πολιτικών συμφωνιών-σχέσεων στη μετάδοση των κρίσεων από τη μία χώρα στην άλλη, σημαντική είναι η συνεισφορά του Drazen (1998). Στη συγκεκριμένη έρευνα αντικείμενο ανάλυσης είναι η μετάδοση της συναλλαγματικής κρίσης. Ο Drazen (1998), χωρίς να υποτιμά τον ρόλο άλλων διαδικασιών μηχανισμών μετάδοσης, αναδεικνύει τη σημασία των πολιτικών συμφωνιών και σχέσεων. Καταρχάς γι' αυτόν η συμμετοχή σε μία ένωση και, η απόφαση για διατήρηση σταθερής ισοτιμίας ως προς τα νομίσματα των άλλων χωρών της ένωσης, είναι πάνω απ' όλα πολιτική απόφαση, για δύο βασικούς λόγους: α) η νομισματική ένωση διευκολύνει το εμπόριο και τις επενδύσεις ανάμεσα στις χώρες που συμμετέχουν στην ένωση, β) η δέσμευση διατήρησης σταθερών ισοτιμιών μεταξύ των χωρών που συμμετέχουν στην ένωση λογίζεται ως μία αμοιβαία υπόσχεση ότι αποκλείουν τις «ανταγωνιστικές υποτιμήσεις» (Drazen 1998, σ.10). Οι κεντρικοί τραπεζίτες των χωρών που συμμετέχουν στην ένωση πιέζονται από τους

²⁰ Σε δική μας απόδοση.

πολιτικούς και την κοινή γνώμη να μην προβούν σε υποτίμηση, έστω και αν αυτό συνεπάγεται κόστος για την οικονομία. Όταν μία χώρα της ένωσης εξαντλήσει την αντίστασή της και υποτιμήσει το νόμισμά της, γίνεται πιο εύκολο για τις άλλες χώρες να την ακολουθήσουν υποτιμώντας το νόμισμά τους, γιατί η εσωτερική πολιτική πίεση έχει πλέον χαλαρώσει.

Ο Nono (2003, σ.16) επιβεβαιώνει τη σημασία των πολιτικών δεσμών στη μετάδοση των κρίσεων, με έρευνα στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, της G7, της NAFTA και της Ένωσης για την Οικονομική Συνεργασία των χωρών της Ασίας και του Ειρηνικού.

iv) Το Φαινόμενο των Μουσώνων (Monsoonal Effect)

Στη μετάδοση της κρίσης μπορεί επίσης να συμβάλει, σύμφωνα με πολλούς ερευνητές, το λεγόμενο «φαινόμενο των Μουσώνων». Ο Masson (1998, σ.5) περιγράφει αυτό το φαινόμενο εστιάζοντας στις μεταβολές των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών σε αναπτυγμένες χώρες, οι οποίες προκαλούν αλυσιδωτές αρνητικές αντιδράσεις ακόμα και κρίσεις στις αναπτυσσόμενες οικονομίες²¹. Χαρακτηριστική θεωρεί την περίπτωση της ανόδου των διεθνών επιτοκίων στις αρχές της δεκαετίας του 1980, η οποία συγκαταλέγεται στα βασικά αίτια για την εκδήλωση της κρίσης του «χρέους» σε δεκάδες αναπτυσσόμενες χώρες.

v) Χρηματοοικονομικές σχέσεις και διαχείριση χαρτοφυλακίων

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει ο ρόλος των χρηματοοικονομικών σχέσεων και ειδικά το ενδεχόμενο ορισμένες εμπορικές τράπεζες να είναι «ο κοινός πιστωτής» (common lender) περισσότερων χωρών – πέραν εκείνης στην οποία ξεσπά αρχικώς η κρίση. Οι ερευνητές (Kaminsky και Reinhart, 1999β, σ.5) συνδέουν την εξάπλωση της κρίσης του 1980 στη Λατινική Αμερική και του 1997 στη Ν.Α. Ασία, με το γεγονός ότι στη μεν πρώτη περίπτωση λειτουργούσαν ως «κοινός πιστωτής» οι αμερικανικές εμπορικές τράπεζες ενώ στη δεύτερη οι ιαπωνικές. Οι μεγάλες εμπορικές τράπεζες για να μειώσουν τη συνολική διεθνή έκθεσή τους, ανακάλεσαν υφιστάμενα δάνεια και απέσυραν εγκεκριμένες πιστώσεις προς επιχειρήσεις, όχι μόνο στη χώρα όπου ξεκίνησε η κρίση, αλλά και σε χώρες στην

²¹ Ωστόσο ο Masson, όπως και άλλοι ερευνητές (π.χ. Dornbusch et.al, 2000, σ.5) θεωρούν ότι το εν λόγω φαινόμενο αποτελεί περισσότερο, ένα κοινό συντελεστή (common factor-shock) των κρίσεων παρά αιτία μετάδοσης.

ευρύτερη γεωγραφική περιοχή. Η κίνηση αυτή προκάλεσε περιορισμούς στη ρευστότητα σε τρίτες χώρες με αποτέλεσμα την εξάπλωση της κρίσης²².

Οι Kaminsky και Reinhart θεωρούν ότι οι διεθνείς κεφαλαιαγορές συγκροτούν ακόμα ένα χρηματοοικονομικό δίαυλο εξάπλωσης των κρίσεων αντίστοιχο με αυτόν των εμπορικών τραπεζών. Η κρίση μπορεί να διαδοθεί λόγω αναδιάρθρωσης των διεθνών χαρτοφυλακίων που γίνεται για να βελτιωθεί η διαχείριση κινδύνων, να αυξηθεί η ρευστότητά τους, κλπ. Όταν μία οικονομία συμμετέχει δραστικά στις διεθνείς χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές, ο κίνδυνος να μεταδοθεί η κρίση και σε αυτήν πολλαπλασιάζεται.

Άλλο χρηματοοικονομικό δίαυλο εξάπλωσης των κρίσεων αποτελεί η διαδικασία «ανοικτών πωλήσεων» (short selling) και η ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων για την κάλυψη των «ανοικτών θέσεων» (margin calls) [(Calvo and Mendoza, 1997) (Forbes and Rigobon, 1999), (Calvo, 1998a, 1999)]. Οι «ανοικτές πωλήσεις» πραγματοποιούνται σε στοιχεία του ενεργητικού τα οποία δεν βρίσκονται στην κατοχή του επενδυτή. Ο «επενδυτής» εκτιμά ότι η τιμή του περιουσιακού στοιχείου (μετοχή, ομόλογο, συναλλάγμα κλπ) θα υποχωρήσει στο μέλλον και δεσμεύεται να το επαναγοράσει. Με την επαναγορά η θέση «κλείνει». Για να πραγματοποιηθεί μία τέτοια συναλλαγή, συνήθως απαιτείται η δέσμευση ενός χρηματικού ποσού ή ανάλογης αξίας χρεόγραφων όπως μετοχές ή/και ομόλογα τα οποία χρησιμοποιούνται ως εγγυήσεις-εξασφαλίσεις (margin). Αν η αξία αυτών των εξασφαλίσεων μειωθεί λόγω π.χ. μίας συναλλαγματικής κρίσης, ο κεφαλαιούχος που έχει ανοικτή θέση πώλησης θα πρέπει να επαναφέρει την αξία των εξασφαλίσεων του (margin call) στην αρχική. Είναι πιθανό να το πράξει πωλώντας περιουσιακά στοιχεία σε τρίτες αγορές και να χρησιμοποιήσει την πρόσοδο για αυτό τον σκοπό. Οι εσπευσμένες αυτές πωλήσεις, όμως, πιέζουν τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων που βρίσκονται στις τρίτες χώρες. Έτσι παρατηρείται το φαινόμενο να πραγματοποιούνται μαζικές πωλήσεις όχι μόνο στην αρχική οικονομία που έχει εκδηλωθεί η συναλλαγματική κρίση αλλά και σε άλλες, με αποτέλεσμα η κρίση να διαχέεται σε τρίτες χώρες²³.

²² Ανάλογα συμπεράσματα εξάγονται από την έρευνα των Caramazza et al. (2000).

²³ Κατά τον Calvo (1998, σ.1-2, 1999, σ.4-5, 10-11) οι μαζικές πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων αναπτυσσόμενων χωρών το 1998, πραγματοποιήθηκαν για να καλύψουν τις ανοικτές κερδοσκοπικές θέσεις «θεσμικών επενδυτών» στη Ρωσία. Έτσι η κρίση που εκδηλώθηκε αρχικά στη Ρωσία μεταδόθηκε σε τρίτες αναπτυσσόμενες χώρες.

Στο ίδιο πνεύμα οι Kodres και Pritsker (2001) θεωρούν ότι η μεταβολή σε ένα διεθνές χαρτοφυλάκιο μετοχών μπορεί από μόνη της να εξαπλώσει μία συναλλαγματική κρίση. Αφ' ης στιγμής τα θεμελιώδη μακροοικονομικά δεδομένα έχουν διαμορφωθεί σε επίπεδα που επιτρέπουν την εκδήλωση κρίσης η μετάδοση της κρίσης μπορεί να γίνει έστω και χωρίς καμία μεταβολή σε αυτά. *«Σε αυτό το πλαίσιο, η μετάδοση των κρίσεων δεν εξαρτάται από τα νέα, που αφορούν σε μακροοικονομικά μεγέθη. Ούτε χρειάζεται τα μακροοικονομικά μεγέθη να εξετασθούν λεπτομερώς για να μεταδοθεί η κρίση από τη μία χώρα στην άλλη»* (Kodres και Pritsker, 2001, σ. 32). Αρκεί η μεταβολή της αξίας ενός διεθνούς χαρτοφυλακίου που διαθέτει περιουσιακά στοιχεία σε περισσότερες χώρες για να καταστήσει όλες ή κάποιες από τις χώρες αυτές ευάλωτες στην κρίση.

Οι Schinasi και Smith (1999) θέτουν στο στόχαστρο της έρευνας τις μεθόδους μέτρησης των χρηματοοικονομικών κινδύνων και ειδικά τη μέθοδο VAR (Value at Risk). Η μέθοδος VAR εξετάζει κατά πόσο αυξάνεται η μεταβλητότητα μίας θέσης σε μία αγορά. Σε περίπτωση που αυξηθεί υπερβολικά η μεταβλητότητα ενός συνολικού χαρτοφυλακίου σε μία συγκεκριμένη αγορά ή γεωγραφική περιφέρεια (π.χ. Ν.Α. Ευρώπη), υπερβολικά, οι διαχειριστές κεφαλαίων θα πρέπει να περιορίσουν την «έκθεσή» τους στην εν λόγω περιφέρεια. Αν περισσότεροι διαχειριστές κεφαλαίων διαπιστώσουν βάσει της μεθόδου VAR ότι η μεταβλητότητα της εν λόγω περιφέρειας αυξήθηκε υπερβολικά, θα προβούν σε συντονισμένες μαζικές πωλήσεις, με αποτέλεσμα μία γενικευμένη κρίση.

Με ένα παράδειγμα από την χρηματοπιστωτική κρίση στην Ν.Α. Ασία, ο Krugman (1997) εξηγεί πώς μπορούν οι αποφάσεις διαχειριστών κεφαλαίων να μεταδώσουν μία συναλλαγματική κρίση. Αναφέρει την Ν. Κορέα που μολονότι είχε περιορισμένους εμπορικούς δεσμούς με τις υπόλοιπες χώρες της Ν.Α. Ασίας επηρεάστηκε από τη συναλλαγματική κρίση που προκλήθηκε στην ευρύτερη περιοχή. Οι διαχειριστές κεφαλαίων έσπευσαν να ρευστοποιήσουν περιουσιακά στοιχεία τους στη Ν. Κορέα, φοβούμενοι την επικείμενη υποτίμηση του εθνικού νομίσματος –που όντως προκλήθηκε- και τις απώλειες που θα υφίσταντο τα χαρτοφυλάκιά τους μετά την υποτίμηση. Οι διαχειριστές κεφαλαίων αν είχαν συμπεριφερθεί όπως οι υπόλοιποι μπορεί να κατηγορούνταν για αμέλεια ή απραξία.

5.5.3 Υπόδειγμα κρίσεων «τρίτης γενιάς».

Η κρίση στη Ν.Α. Ασία (1997-98) είχε χαρακτηριστικά τα οποία δεν εμπίπτουν απόλυτα στο υπόδειγμα 1^{ης} ή 2^{ης} γενιάς. Πολλές χώρες είχαν σχετικά υγιή μακροοικονομικά χαρακτηριστικά²⁴ και οι αγορές των περισσότερων χωρών ήταν καλά ρυθμισμένες για να αντιμετωπίσουν κερδοσκοπικές επιθέσεις. Σύμφωνα με τον Krugman (1999) η κρίση έπληξε χώρες στην Ασία που δεν εμφάνιζαν τα χαρακτηριστικά που κυριαρχούν στα υποδείγματα πρώτης και δεύτερης γενιάς. Οι χώρες αυτές διατηρούσαν ισορροπημένη δημοσιονομική κατάσταση. Το 1996 καμία ασιατική χώρα δεν αντιμετώπισε το δίλημμα «απασχόληση» ή «συναλλαγματική σταθερότητα», έστω και αν ο μέσος ρυθμός μεγέθυνσης είχε επιβραδυνθεί και είχαν εμφανιστεί σημάδια υπερβάλλουσας παραγωγικής δυναμικότητας²⁵.

«...Ξεκάθαρα κάτι άλλο λειτούργησε: Αναγκαίο είναι ένα υπόδειγμα κρίσεων 3^{ης} γενιάς, ώστε να εξηγήει τις πρόσφατες κρίσεις και να προειδοποιεί για αυτές που θα έρθουν».

Οι Frankel και Wei (2004, σ.7) υπογραμμίζουν ότι οι χώρες της Ν.Α. Ασίας διαφοροποιούνται από τις χώρες της Νότιας Αμερικής, διότι είχαν υιοθετήσει συνετές δημοσιονομικές και νομισματικές πολιτικές. Στη συνέχεια εκτίθενται τα αναφερόμενα στη βιβλιογραφία ως βασικά χαρακτηριστικά των υποδειγμάτων κρίσεων τρίτης γενιάς²⁶ [(Tinakorn, 2002), (Arias, 2003), (Frankel και Wei, 2004)]:

5.5.3.1 Ο καπιταλισμός του «πιστού φίλου» (Crony Capitalism).

Ο όρος καπιταλισμός του «πιστού φίλου» καθιερώθηκε σε αντίστιξη προς το αγγλοσαξονικό μοντέλο. Αντί του προσανατολισμού στην αγορά, στις χώρες της Ασίας όλα εξαρτώνται από τις διαπροσωπικές σχέσεις που επικρατούν στην αγορά. Ο όρος παραπέμπει σε έκδηλες αδυναμίες της δομής του χρηματοπιστωτικού συστήματος των χωρών της Ν.Α. Ασίας που περιλαμβάνουν: α) κυριαρχικό ρόλο των προσώπων στις επιχειρηματικές συναλλαγές, β) οικογενειακό χαρακτήρα των μεγάλων επιχειρήσεων, γ) κυβερνητικές παρεμβάσεις σε μεγάλες επιχειρήσεις και

²⁴ Πρβλ Arias (2003, σ.15).

²⁵ Δίλημμα που είχε αντιμετωπίσει η Βρετανία πέντε χρόνια πριν όταν αποχώρησε από το «Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών» της Ευρώπης

²⁶ Σημειώνουμε πως τα χαρακτηριστικά των μοντέλων κρίσεων τρίτης γενιάς που αναφέρουμε δεν λειτουργούν μεμονωμένα ώστε να ξεσπάσει η κρίση. Λειτουργούν σε συνδυασμό. Για να ξεσπάσει μία σημαντική κρίση τρίτης γενιάς χρειάζεται επιπλέον να προκληθούν μεγάλες εκροές κεφαλαίων και να «μεταδοθεί» η κρίση σε διάφορες οικονομίες.

τράπεζες. Υπό αυτές τις συνθήκες η πιστωτική πολιτική των τραπεζών δεν βασιζόταν σε αντικειμενικά τραπεζικά κριτήρια, αλλά στο πρόσωπο που θα χρηματοδοτούσαν. Πολλά δάνεια χορηγούνταν ύστερα από κυβερνητικές εντολές, ενώ έντονη ήταν και η διαφθορά. Το πιο σημαντικό αρνητικό παράγωγο αυτών των ιδιόμορφων θεσμών ήταν η υπερχρέωση και τα επισφαλή δάνεια, που αποτέλεσαν βασικό αίτιο της κρίσης.

Τα χαρακτηριστικά αυτά, βεβαίως προϋπαρχαν επί δεκαετίες. Είναι δύσκολο να αποδεχθεί κανείς ότι στάθηκαν ικανά από μόνα τους να προξενήσουν τόσο σφοδρή κρίση. Χαρακτηριστικό είναι άλλωστε ότι αυτές οι ασιατικές ιδιομορφίες πριν «ενοχοποιηθούν» χαρακτηρίζονταν ως τα δυνατά σημεία του συστήματος (Frankel και Wei, 2004, σ.7).

5.5.3.2 *Moral Hazard*

Με τον όρο «moral hazard» καλύπτονται τα φαινόμενα κρίσης εμπιστοσύνης, που προκαλεί η διάβρωση της φερεγγυότητας και της αξιοπιστίας των εγγυήσεων του δημοσίου²⁷.

Οι παρεχόμενες εγγυήσεις, από τις κυβερνήσεις του χρέους του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας (επιχειρήσεων και τραπεζών), είτε είναι ρητές είτε υπονοούμενες συνέβαλαν στον υπερδανεισμό των επιχειρήσεων. Ο υπερδανεισμός πραγματοποιείτο από τις τράπεζες οι οποίες διοχέτευσαν στην οικονομία κεφάλαια που αντλούσαν από τις ξένες αγορές (εισροές κεφαλαίου). Λόγω των εγγυήσεων, ξένες τράπεζες και κεφαλαιούχοι δεν δίστασαν να διαθέσουν τα κεφάλαιά τους, εκτιμώντας ότι λόγω των κρατικών εγγυήσεων θα τα πάρουν πίσω, αν οι συγκεκριμένες τοποθετήσεις αντιμετωπίσουν πρόβλημα. Υπήρξε συνεπώς ευθύνη από πλευράς πιστούχων γιατί δεν επέβλεψαν επαρκώς τη χρήση των κεφαλαίων τους λόγω των κρατικών εγγυήσεων. Πράγματι μεγάλο μέρος των αντληθέντων κεφαλαίων στη δεκαετία του 1990 δεν κατευθύνθηκαν στις χώρες της Ν.Α. Ασίας σε παραγωγικές επενδύσεις, αλλά σε επενδύσεις υψηλού κινδύνου, όπως μετοχές και ακίνητα. Αποτέλεσμα ήταν η υπερδιόγκωση των τιμών τους και η μετέπειτα κατακόρυφη πτώση της αξίας τους στη διάρκεια περίοδο της κρίσης. Ο Arias (2003, σ.19) συνοψίζει τη διαδικασία ως εξής:

«Μετά από μία ακολουθία μαζικών εισροών ξένων κεφαλαίων που μεταφράζονται σε άνοδο των εγχώριων (τραπεζικών) πιστώσεων λόγω των

²⁷ Για μία ανάλυση των ρητών και άτυπων εγγυήσεων του δημοσίου ο αναγνώστης μπορεί να ανατρέξει στα: Dooley (1997) και Dooley (2000).

αξιόπιστων εγγυήσεων των επενδύσεων από το δημόσιο, το ποσό που αντιστοιχεί στο επίσημο πιθανό (λόγω μεταπτώσεων) χρέος καθίσταται τόσο υψηλό ώστε η φερεγγυότητα των αρχών διαβρώνεται. Με άλλα λόγια τα περιουσιακά στοιχεία που καλύπτουν αυτό το χρέος (κατά το πλείστον με τη μορφή συναλλαγματικών αποθεμάτων) και η απόδοση των τελευταίων σε σχέση με τα αγοραία επίπεδα καθίστανται ανεπαρκής, έτσι ώστε η εγγύηση να γίνεται αναξιόπιστη. Κερδοσκοπικές επιθέσεις κατά των συναλλαγματικών αποθεμάτων, μη ανανέωση των πιστώσεων, πώληση ομολόγων, επισυμβαίνουν και αντικατοπτρίζουν την κρίση.

5.5.3.3 Η υπερχρέωση της οικονομίας.

Η υπέρμετρη αύξηση των υποχρεώσεων των επιχειρήσεων και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις των τραπεζών σε ξένο συνάλλαγμα θεωρούνται ως ένα από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κρίσεων τρίτης γενιάς. Οι Frankel και Wei (2004, σ.8) παρατηρούν:

«Στις κρίσεις τρίτης γενιάς οι υποχρεώσεις αυξάνονται σταθερά και διαχρονικά, τεχνητά ενθαρρυμένες από τον moral hazard. Η επίθεση πραγματοποιείται όταν το ύψος των συναλλαγματικών αποθεμάτων βρίσκεται σε κρίσιμο σημείο. Σε αυτό το σημείο οι κερδοσκόποι ρευστοποιούν τις επενδύσεις τους. Εάν περίμεναν περισσότερο, ενδεχομένως να μην μπορούσαν να εξάγουν τα χρήματά τους από τη χώρα. Η κερδοσκοπική επίθεση, ως συνήθως, αναγκάζει την κεντρική τράπεζα να εγκαταλείψει τη σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία».

Η υπερχρέωση του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας εξωθείται στα ύψη από τις εγγυήσεις του δημοσίου. Οι αυξημένες υποχρεώσεις (ειδικά των τραπεζών) γίνονται επικίνδυνες για τη σταθερότητα του συστήματος εξαιτίας του βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα τους και της ρήτρας αποπληρωμής τους σε ξένο νόμισμα (maturity, currency mismatches) που συχνά τις συνοδεύει. Οι τράπεζες είναι το κατεξοχήν ίδρυμα που διαμεσολαβεί στους οικονομικούς φορείς (επιχειρήσεις και νοικοκυριά) και μετατρέπει τις βραχυπρόθεσμες ροές (καταθέσεις) σε μακροπρόθεσμα επενδυτικά σχέδια. Στην περίπτωση της Ασίας το «άνοιγμα» μεταξύ βραχυπρόθεσμων καταθέσεων και μακροπρόθεσμων επενδύσεων ήταν πολύ μεγάλο, με αποτέλεσμα οι ισολογισμοί τραπεζών και επιχειρήσεων να γίνουν πολύ ευάλωτοι. Οι ασιατικές τράπεζες είχαν «ανοικτές θέσεις» σε ξένο συνάλλαγμα ενώ δάνειζαν βραχυπρόθεσμα κεφάλαια που είχαν αντλήσει από το εξωτερικό για μακροπρόθεσμες επενδύσεις σε

ακίνητα. Όταν υποτιμήθηκαν τα νομίσματα οι υποχρεώσεις σε ξένο νόμισμα έγιναν δυσβάσταχτες για τις επιχειρήσεις και τις τράπεζες. Παράλληλα με την πτώση των τιμών της ακίνητης περιουσίας μειώθηκε το ποσοστό των εξασφαλίσεων των δανείων. Ακολούθησαν εσπευσμένες πωλήσεις που ώθησαν τις τιμές των ακινήτων σε ακόμα χαμηλότερα επίπεδα και ο αριθμός των προβληματικών δανείων εκτοξεύθηκε στα ύψη.

Στο ίδιο πνεύμα, ο Krugman (2000) επιχειρεί να εξηγήσει τις σύγχρονες χρηματοπιστωτικές κρίσεις με την κίνηση των κεφαλαίων σε συνδυασμό με μακροοικονομικές ισορροπίες αλλά κυρίως, με μικροοικονομικές ισορροπίες²⁸. Στο επίκεντρο της έρευνάς του είναι το γεγονός ότι η μεγάλη υποτίμηση του νομίσματος, αντί να βοηθήσει την οικονομία να ξεπεράσει την κρίση και να ανακάμψει (όπως προβλέπει το υπόδειγμα Mundell-Fleming), βαθαίνει την κρίση και οδηγεί σε μεγαλύτερη ύφεση. Το συμπέρασμα αυτό προκύπτει από την ανάλυση της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης στη Ν.Α. Ασία το 1997-1998. Λόγω της υπερχρέωσης της οικονομίας σε ξένο συνάλλαγμα, η υποτίμηση αντί να καταστεί σωτήρια για την οικονομία οδηγεί σε ύφεση. Ο λόγος ήταν ότι τα υπέρογκα χρέη σε ξένο νόμισμα έγιναν δυσβάσταχτα για τις επιχειρήσεις και οδήγησαν σε μεγάλο αριθμό πτωχεύσεων. Οι πτωχεύσεις αύξησαν τα επισφαλή δάνεια με αποτέλεσμα η κρίση να διαχυθεί στο τραπεζικό σύστημα που ήταν ήδη επιβαρυνμένο από τα δάνεια σε ξένο νόμισμα που είχαν συνάψει οι εμπορικές τράπεζες στην παγκόσμια διατραπεζική αγορά.

Ο Krugman (2000, σ.83) περιγράφει μία οικονομία στα πρότυπα αυτής του υποδείγματος Mundell-Fleming, στην οποία υπάρχει ένα μόνο προϊόν το οποίο πωλείται εγχώρια και στο εξωτερικό. Τα εγχώρια επιτόκια πλέον του ασφαλίστρου κινδύνου (risk premium) εξισώνονται με αυτά του εξωτερικού. Με σταθερή προσφορά χρήματος θα υπάρχει ένας μόνο συνδυασμός επιπέδου προϊόντος και εγχώριου επιτοκίου (πλέον το ασφαλίστρο κινδύνου). Σε αυτό το επίπεδο το εγχώριο επιτόκιο είναι περισσότερο ελκυστικό σε σχέση με τα ξένα επιτόκια για χρηματοοικονομικές τοποθετήσεις, δεδομένου του χαμηλότερου κινδύνου που έχουν οι αντίστοιχες τοποθετήσεις στο εξωτερικό. Με την υπόθεση ότι μόνο η τιμή του ξένου συναλλάγματος (R) μεταβάλλεται η ισορροπία στην αγορά χρήματος θα περιγράφεται από την καμπύλη AA [βλ. Διάγραμμα 5(4)].

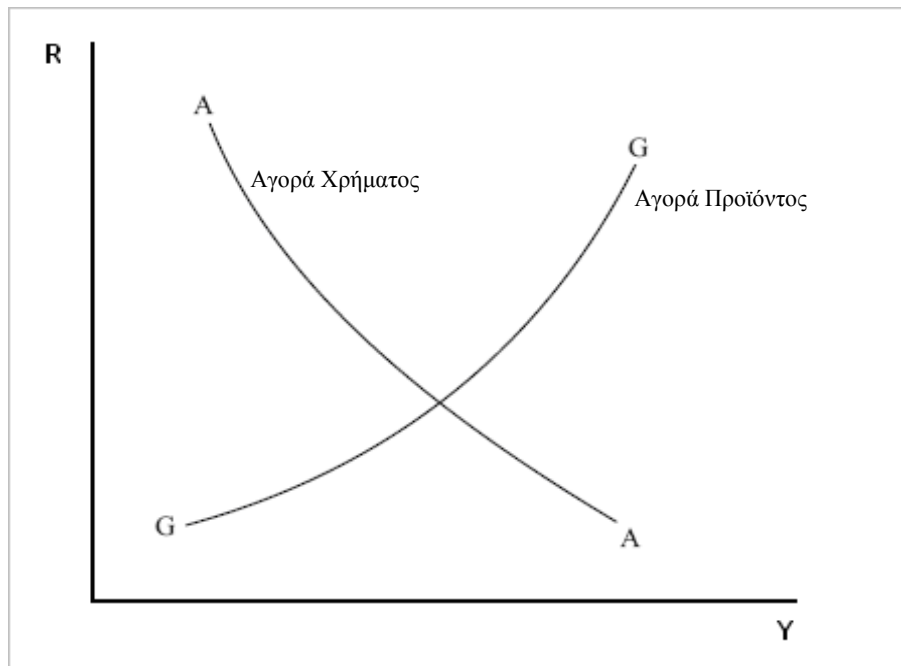
²⁸Βλέπε επίσης Cespedes, Chang, and Velasco (2004)

Στην αγορά προϊόντος, η υποτίμηση του νομίσματος – υψηλότερες τιμές για το R- καθιστά το εγχώριο προϊόν πιο ανταγωνιστικό, αυξάνοντας τη ζήτηση του στο εξωτερικό. Η ισορροπία στην αγορά προϊόντος περιγράφεται από την καμπύλη GG. Οι αγορές χρήματος και προϊόντος ισορροπούν στο σημείο όπου τέμνονται οι καμπύλες AA και GG [Διάγραμμα 5(4)]. Σε περίπτωση που υπάρχουν αυξημένες υποχρεώσεις σε ξένο συναλλάγμα η καμπύλη GG θα έχει σημεία όπου η κλίση της θα είναι αντίστροφη. Η αντίστροφη κλίση σημαίνει ότι σε περίπτωση που η τιμή του ξένου συναλλάγματος (R) αυξάνεται (έχουμε υποτίμηση), το προϊόν φθίνει αντί να αυξάνεται [Διάγραμμα 5(5)].

Το σχήμα “S” της καμπύλης GG στο Διάγραμμα 5(5), υποδηλώνει σύμφωνα με τον Krugman (2000, σ. 84), ότι όταν η αξία του εθνικού νομίσματος είναι υψηλή δεν παρουσιάζονται μικροοικονομικές ανισορροπίες συνεπώς και η καμπύλη GG έχει την κλίση του διαγράμματος 2.2 (4) (ισορροπία υπό κανονικές συνθήκες). Ακολουθεί η κατάσταση, όπου διαταράσσονται οι μικροοικονομικές ισορροπίες: επιχειρήσεις και εμπορικές τράπεζες πτωχεύουν μαζικά καθώς η υποτίμηση του νομίσματος αυξάνει υπέρμετρα τις υποχρεώσεις τους σε ξένο νόμισμα (αντίστροφη κλίση). Τελικά, επικρατεί η «ισορροπία σε συνθήκες κρίσης», όπου δεν μπορεί να γίνει χειρότερη με περαιτέρω υποτίμηση. Τα πραγματικά αποτελέσματα ξαναγίνονται θετικά για την οικονομία.

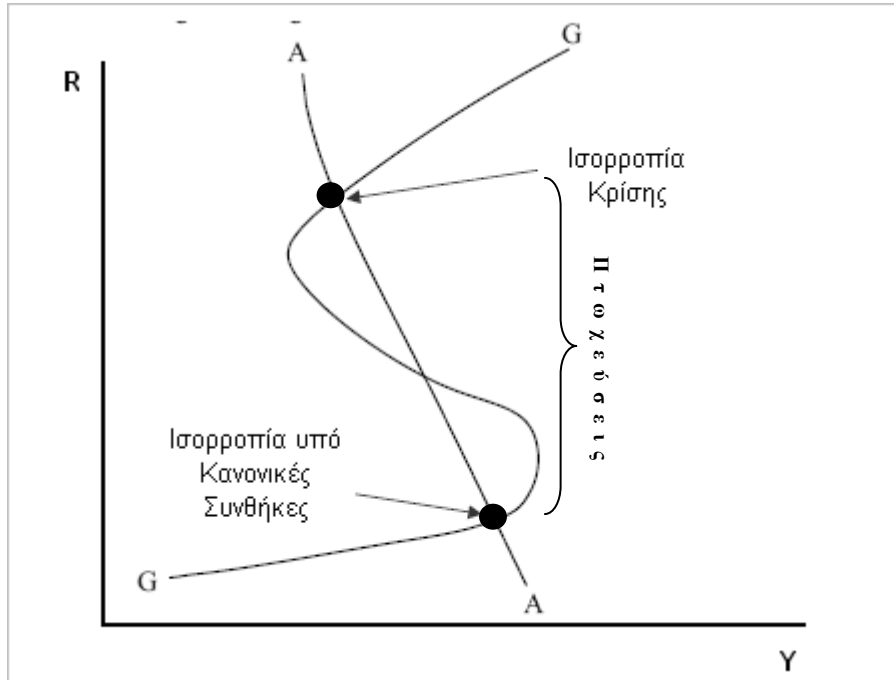
Η αιτία που μπορεί να φέρει την οικονομία από τη μία ισορροπία στην άλλη μπορεί να είναι οποιοδήποτε πολιτικό ή οικονομικό αρνητικό γεγονός. Μπορεί π.χ. να είναι το ξέσπασμα μίας κρίσης σε μία γειτονική χώρα.

Διάγραμμα 5(4): Κανονική ισορροπία στην αγορά χρήματος και προϊόντων



Πηγή: Krugman (2000, σ. 85)

Διάγραμμα 5(5): Ισορροπία στην αγορά χρήματος και προϊόντων λόγω μικροοικονομικών ανισορροπιών.



Πηγή: Krugman (2000, σ. 86)

Ο αντίλογος που προβάλλεται είναι ότι πρόκειται απλώς για μία προέκταση ή μία ειδική περίπτωση των προγενεστέρων υποδειγμάτων 1^{ης} και 2^{ης} γενιάς.

5.6 Ο ρόλος της κίνησης κεφαλαίων.

Κοινό παράγοντα των κρίσεων στα τρία υποδείγματα που προαναφέρθηκαν αποτελεί η ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων. Αν δεν υπήρχε αυτή η ελευθεριότητα οι κρίσεις θα είχαν άλλη μορφή. Ο Diaz (1985) έχει μιλήσει σχεδόν προφητικά για τη νέα εποχή που ανέτειλε στο διεθνές οικονομικό σύστημα μετά το 1980, καθώς οι χώρες αποχαιρέτησαν τους «καταπιεστικούς» περιορισμούς του ισοζυγίου κεφαλαίων για να υποδεχθούν τα χρηματοοικονομικά κραχ. Την «προφητεία» αυτή στήριξε με τη μελέτη των χωρών της Λατινικής Αμερικής, οι οποίες μετά από εκτεταμένες μεταρρυθμίσεις στο δρόμο της απελευθέρωσης των αγορών και του τραπεζικού συστήματος υπέστησαν οδυνηρές κρίσεις.

Η κίνηση των κεφαλαίων μπορεί να προσφέρει στις οικονομίες και να μην προκαλεί μεγάλες κρίσεις αν είναι σχετικά ελεγχόμενη. Ο Tomita (2000, σ.8) υπογραμμίζει ότι είναι απαραίτητο να παρακολουθούνται στενά το δημοσιονομικό έλλειμμα και το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών για να μην είναι επικίνδυνη η κίνηση κεφαλαίων και να τηρούνται συγκεκριμένα οι ακόλουθοι δύο κανόνες:

α) Ο ρυθμός μεγέθυνσης να είναι υψηλότερος από το μέσο επιτόκιο δανεισμού ώστε το δημόσιο χρέος (το σωρευτικό δηλαδή ανεξόφλητο υπόλοιπο των δανείων που χρηματοδοτούν το ετήσιο δημοσιονομικό έλλειμμα) ως προς το Α.Ε.Π. να παραμένει ελεγχόμενο.

β) Ο ρυθμός αύξησης του Α.Ε.Π. να υπερβαίνει το μέσο επιτόκιο δανεισμού ώστε το εξωτερικό χρέος (το σωρευτικό χρέος που προκύπτει από το ετήσιο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών) ως προς το Α.Ε.Π. να παραμένει ελεγχόμενο.

Σε αντίθετη περίπτωση, το εξωτερικό χρέος ως ποσοστό του Α.Ε.Π. θα συνεχίζει να αυξάνει και θα ξεπεράσει τόσο το Α.Ε.Π. όσο και τα εγχώρια περιουσιακά στοιχεία, με αποτέλεσμα τα ομόλογα του δημοσίου να μην είναι ελκυστικά. Η χώρα οδηγείται σε στάση πληρωμών, αν δεν αυξήσει τους φόρους ή/και δεν μειώσει τις δημόσιες δαπάνες τόσο ώστε να περάσει σε φάση διαρκούς συρρίκνωσης του δημοσίου χρέους (δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων). Εξάλλου το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών θα γίνει δυσβάσταχτο αν ο ρυθμός αύξησης του Α.Ε.Π. δεν υπερβαίνει το επιτόκιο.

Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις τις τελευταίες δεκαετίες είναι συχνές και έντονες, γεγονός που δεν μπορεί να υποτιμάται και εξηγεί ότι πληθαίνουν οι φωνές που απαιτούν να μπουν φραγμοί στο παγκόσμιο χρηματιστικό κεφάλαιο. Χαρακτηριστικά

ο Tobin (1978, σ.154) υποστηρίζει ότι θα πρέπει να μπει λίγη άμμος στους τροχούς του παγκόσμιου χρηματιστικού κεφαλαίου, ώστε να περιοριστεί η ταχύτητα και η ορμή του.

Ο Krugman (2000) συγκρίνει μία μέσου εισοδήματος οικονομία σήμερα και 25 χρόνια πριν. Η οικονομία αυτή πριν από 25 χρόνια ενδεχομένως να αντιμετώπιζε προβλήματα, αλλά δεν θα υπήρχε ο κίνδυνος εμπλοκής σε μία κρίση σύγχρονου τύπου. Το νόμισμα δεν θα ήταν πλήρως μετατρέσιμο και η χειρότερη κρίση που θα μπορούσε να συμβεί θα ήταν μία κρίση ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, κυρίως λόγω της δυσκολίας που θα υπήρχε στην άντληση κεφαλαίων από το εξωτερικό.

Αυτή η οικονομία στις σημερινές συνθήκες έχει απελευθερώσει τις αγορές της, έχει αυξήσει την παραγωγικότητά της και έχει προσελκύσει ξένες επενδύσεις. Μέρος των επενδύσεων είναι άμεσες αλλά το μεγαλύτερο μέρος είναι έμμεσες -κυρίως δάνεια σε συνάλλαγμα. Το αποτέλεσμα είναι ότι, σήμερα, στις καλές ημέρες τα πράγματα είναι καλύτερα αλλά, στις κακές, η οικονομία είναι πολύ πιο ευάλωτη στις κρίσεις. Αρκούν αρνητικές φήμες για μια μαζική απόδραση των κεφαλαίων. Για τον Krugman –όπως και για τον Tobin- το καίριο σημείο είναι βεβαίως να περιοριστεί η ευπάθεια της οικονομίας στις κρίσεις και όχι να επιστρέψουμε σε πρακτικές που επικρατούσαν 25 χρόνια πριν²⁹.

²⁹ Ο Krugman (2000) δεν προτείνει, εφαρμογή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων. Οι προτάσεις του έχουν δύο κατευθύνσεις. Η μία αφορά σε νομισματικές ενοποιήσεις μεγάλων γεωγραφικών περιοχών, ακολουθώντας το παράδειγμα της Ενωμένης Ευρώπης Η δεύτερη αφορά στην αύξηση των άμεσων επενδύσεων, ώστε κάθε πολυεθνική να ιδρύσει θυγατρική σε χώρες στις οποίες δραστηριοποιείται. Σε τέτοια περίπτωση θεωρεί ότι οι θυγατρικές δεν θα ήσαν ευάλωτες σε μεγάλες υποτιμήσεις του νομίσματος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ ΤΗΣ «ΝΕΑΣ ΕΠΟΧΗΣ».

Η εποχή που ανέτειλε μετά την κατάργηση του καθεστώτος του Bretton-Woods, χαρακτηρίστηκε από την εκδήλωση σφοδρών χρηματοπιστωτικών κρίσεων. Οι σημαντικότερες από αυτές ήταν i) η «κρίση του χρέους» στις αρχές της δεκαετίας του '80 ii) η «κρίση της τεκίλα» το 1994-95 και iii) η κρίση στην Ν.Α. Ασία το 1997-98. Και στις τρεις περιπτώσεις η ανεμπόδιστη κίνηση των κεφαλαίων είχε υποδαυλίσει την πρόκληση των κρίσεων. Σε όλες τις περιπτώσεις οι εθνικές οικονομικές πολιτικές δεν μπόρεσαν να αντιμετωπίσουν τις κρίσεις αποτελεσματικά. Χρειάστηκε βοήθεια από διεθνείς οργανισμούς -Δ.Ν.Τ.- και μεμονωμένα κράτη –όπως οι Η.Π.Α. και η Ιαπωνία- για να εξομαλυνθεί η οικονομική δραστηριότητα. Η παρεχόμενη βοήθεια όμως είχε πρωτίστως ως στόχο την εξασφάλιση των διεθνών πιστωτών βάζοντας σε δεύτερη μοίρα την οικονομική μεγέθυνση των πληγεισών χωρών. Οι σύγχρονες αυτές κρίσεις αν και ξεκίνησαν από την χρηματοπιστωτική σφαίρα της οικονομίας πέρασαν γρήγορα στην σφαίρα της παραγωγής επηρεάζοντας δυσμενώς την μεγέθυνση, την απασχόληση και πλήττοντας δυσανάλογα τον πληθυσμό. Εξαπλώθηκαν σε πολλές χώρες επηρεάζοντας δυσμενώς το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Τις κρίσεις αυτές παρουσιάζουμε αναλυτικά στην συνέχεια.

6.1 Η «κρίση του χρέους» των αναπτυσσομένων χωρών 1980 (The Debt Crisis)¹

Η «κρίση του χρέους» υπήρξε η πρώτη πολύ έντονη κρίση σε παγκόσμιο επίπεδο κατά τη διάρκεια της «νέας εποχής» της περιόδου δηλαδή μετά από την κατάργηση του καθεστώτος του Bretton-Woods η οποία σηματοδεύτηκε μεταξύ άλλων από την ανεμπόδιστη κίνηση των κεφαλαίων σε διεθνές επίπεδο. Μετά τις δύο διαδοχικές αυξήσεις των τιμών του πετρελαίου, τις οποίες επέβαλλαν οι πετρελαιοπαραγωγές χώρες, τα πλεονάσματα ρευστότητας που προήλθαν εξ αυτού του λόγου βρήκαν καταφύγιο στις τράπεζες του αναπτυσσόμενου κόσμου. Η σταδιακή άρση των περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων βοήθησε τα κεφάλαια αυτά στο να αναζητήσουν τις υψηλότερες αποδόσεις, κατατεθειμένα σε εμπορικές τράπεζες (ευρωπαϊκές και αμερικανικές), κυρίως στην Ευρώπη. Με την ίδια ευκολία τα κεφάλαια αυτά διοχετεύτηκαν από τις εμπορικές τράπεζες στον αναπτυσσόμενο κόσμο, δημιουργώντας τις συνθήκες για την εκδήλωση της κρίσης. Η μεγάλη πιστωτική επέκταση στις χώρες αποδέκτες των κεφαλαίων, σε συνδυασμό με λανθασμένες επιλογές πολιτικής και αρνητικές οικονομικές συγκυρίες, είχαν ως αποτέλεσμα την εκδήλωση της «κρίσης του χρέους» (Debt Crisis). Για πρώτη φορά ο αρνητικός ρόλος του χρηματιστικού κεφαλαίου εκδηλώθηκε πλήρως. Η κρίση ξέσπασε με τη δήλωση αδυναμίας εξυπηρέτησης του χρέους από την πλευρά της κυβέρνησης του Μεξικού.

6.1.1 Η εκδήλωση της κρίσης

Στις 13 Αύγουστου του 1982 η κυβέρνηση του Μεξικού ανακοίνωσε ότι δεν μπορεί να εξασφαλίσει την ομαλή εξυπηρέτηση των δανείων της χώρας. Το συνολικό εξωτερικό χρέος του Μεξικού την περίοδο εκείνη έφτανε τα 80 δισεκατομμύρια δολάρια. Μετά την δήλωση αδυναμίας πληρωμών, οι ξένες εμπορικές τράπεζες, επιφυλακτικές πλέον προς το κατά πόσο ήταν σε θέση οι αναπτυσσόμενες χώρες να εξυπηρετήσουν τις δανειακές τους υποχρεώσεις, έκλεισαν τις στρόφιγγες του δανεισμού: Ανακάλεσαν ληξιπρόθεσμα δάνεια, περιόρισαν ή και σταμάτησαν εντελώς τις νέες χρηματοδοτήσεις. Το γεγονός αυτό δημιούργησε σοβαρά προβλήματα ρευστότητας στις αναπτυσσόμενες χώρες. Πολλές αναπτυσσόμενες χώρες βρέθηκαν στη θέση του Μεξικού και δήλωσαν με τη σειρά

¹ Ως χρέος νοείται το εξωτερικό χρέος, ιδιωτικό και δημόσιο των χωρών.

τους αδυναμία στο να αποπληρώσουν τόκους και μέρος του εξωτερικού τους χρέους. Ανακοινώσεις στάσης πληρωμών έκαναν η Αργεντινή, η Βραζιλία, η Χιλή και άλλες χώρες της Λατινικής Αμερικής, χώρες της Αφρικής, από την Ασία οι Φιλιππίνες², και χώρες της Ανατολικής Ευρώπης, με τα βασικότερα προβλήματα να τα αντιμετωπίζουν η Πολωνία και η Γιουγκοσλαβία³. Μέσα σε 15 μήνες, μέχρι τον Οκτώβριο του 1983, περίπου 30 χώρες βρέθηκαν στην ανάγκη να επαναδιαπραγματευθούν τους όρους εξυπηρέτησης των δανείων τους οποίους αδυνατούσαν πλέον να τηρήσουν (Curry 1997, σ.191). Και ο αριθμός αυτός εξακολούθησε να μεγαλώνει.

Η κρίση πήρε παγκόσμιες διαστάσεις. Μόνον οι τέσσερις μεγαλύτερες οικονομίες της Λατινικής Αμερικής (Μεξικό, Βραζιλία, Βενεζουέλα, Αργεντινή) είχαν χρέη που έφταναν τα 176 δισ. δολάρια, ποσό που αντιστοιχούσε στα $\frac{3}{4}$ περίπου του συνολικού χρέους των αναπτυσσόμενων χωρών (Curry 1997, σ.191). Με αυτές τις εξελίξεις θρυμματίστηκε η γενική βεβαιότητα ότι τα δάνεια προς τα εθνικά κράτη ήταν ασφαλή. Πράγματι έως τότε αποκλειόταν το ενδεχόμενο οι κυβερνήσεις των αναπτυσσόμενων χωρών να μην μπορέσουν να αντεπεξέλθουν στις υποχρεώσεις τους έναντι των διεθνών πιστωτών τους.

Η κρίση επηρέασε άμεσα και έμμεσα τα αναπτυσσόμενα κράτη, αλλά και μεγάλες οικονομίες όπως αυτές των Η.Π.Α. και της Ευρώπης, όπου αρκετά πιστωτικά ιδρύματα βρέθηκαν σε δύσκολη θέση, λόγω των μεγάλου όγκου των δανείων που είχαν χορηγήσει στις αναπτυσσόμενες χώρες. *«Δεν ήταν ούτε η πρώτη, ούτε η τελευταία διεθνής κρίση χρεών, ωστόσο αποτέλεσε ένα σημαντικό σημείο καμπής για την ιστορία της παγκόσμιας οικονομίας, διότι σφράγισε την επερχόμενη εποχή του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος»* (Boughton, 2000, σ.285)⁴.

6.1.2 Τα αίτια

Η κρίση του χρέους ήταν ένα φαινόμενο που οφείλεται σε πολλαπλά αίτια που συσσωρεύονταν επί μία τουλάχιστον δεκαετία. Οι βασικές αιτίες της είναι οι εξής:

² Οι χώρες της Ασίας δεν επηρεάστηκαν έντονα από την κρίση με εξαίρεση τις Φιλιππίνες. Σύμφωνα με τον Krugman (1997) οι Φιλιππίνες στην αρχή έμειναν ανεπηρέαστες αν και οι πολιτικές της και η κατάσταση του χρέους τους έμοιαζαν με αυτά του Μεξικού, της Αργεντινής και της Βραζιλίας. Ένα χρόνο μετά την αρχική εκδήλωση της κρίσης και όταν οι κερδοσκόποι θυμήθηκαν ότι οι Φιλιππίνες ως μία πρώην Ισπανική αποικία μοιάζει περισσότερο με κράτος της Λατινικής Αμερικής παρά της Ασίας αποφάσισαν να «επιτεθούν» στο νόμισμα των Φιλιππίνων.

³ Πρβλ. Wertman (1984), Tyson (1986) και Bowe and Dean (1997)

⁴ Σε δική μας απόδοση.

α) Η πετρελαϊκή κρίση και η «ανακύκλωση» των κεφαλαίων.

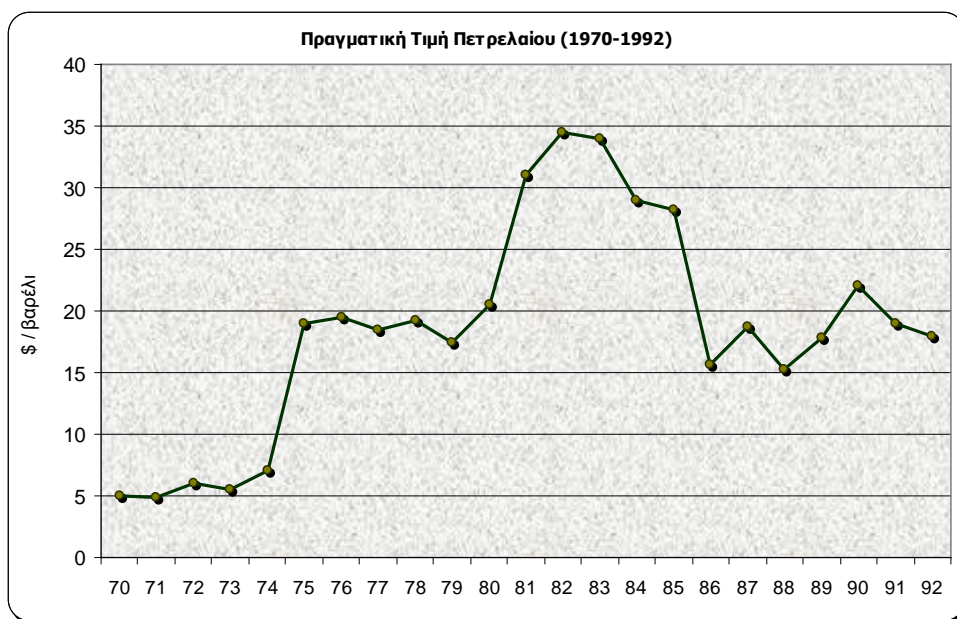
β) Η γενικευμένη αύξηση των επιτοκίων.

γ) Φρενήρης τραπεζικός δανεισμός.

Η συμβολή καθενός από αυτούς τους παράγοντες αναλύεται περαιτέρω στη συνέχεια.

6.1.2.1 Η πετρελαϊκή κρίση και η «ανακύκλωση» των κεφαλαίων

Γράφημα 6(1)* : Η αποπληθωρισμένη τιμή πετρελαίου.
Δολάρια ανά βαρέλι πετρελαίου (1970-1992)



Πηγή: D. Oks and S. van Wijnbergen (1995, σ. 158)

Το φαινόμενο της λεγόμενης «ανακύκλωσης» του χρήματος⁵ συνέβαλε σημαντικά στην διόγκωση των χρεών των αναπτυσσόμενων χωρών. Η άνοδος των τιμών του πετρελαίου που προηγήθηκε είχε δημιουργήσει μια νέα χρηματοοικονομική κατάσταση σε παγκόσμιο επίπεδο. Οι πετρελαϊκές χώρες βρέθηκαν με μεγάλα πλεονάσματα στα ισοζύγια πληρωμών τους, τα οποία κατευθύνθηκαν κυρίως στις τράπεζες της Ευρώπης, με την μορφή δολαριακών καταθέσεων (Eurodeposits⁶). Οι καταθέσεις αυτές δεν υπόκειντο στις ρυθμίσεις για

⁵ Πρβλ. Dooley (1994) και Oks και Wijnbergen (1995)

⁶ Το πρόθεμα euro στην αρχή της λέξης δεν πρέπει να συγχέεται με το ενιαίο ευρωπαϊκό νόμισμα. Με τον όρο Eurodeposit εννοείται μια τραπεζική κατάθεση σε νόμισμα διαφορετικό από το νόμισμα της χώρας στην οποία γίνεται η κατάθεση. Στην προκειμένη περίπτωση πρόκειται για προερχόμενες από τις πετρελαιοπαραγωγές χώρες καταθέσεις σε δολάρια οι οποίες έγιναν σε ευρωπαϊκές ή αμερικάνικες

ελάχιστα υποχρεωτικά διαθέσιμα ή σε φορολογία. Η διάθεση τους σε υψηλότοκα δάνεια επέτρεπε μεγάλα περιθώρια κέρδους.

Από την άλλη πλευρά οι μη πετρελαιοπαραγωγές χώρες είχαν να αντιμετωπίσουν υψηλά ελλείμματα λόγω της αύξησης των τιμών του πετρελαίου. Συνεπώς είχαν ανάγκη κεφαλαίων, ώστε να χρηματοδοτήσουν τα ελλείμματα αυτά. Οι Ευρωπαϊκές τράπεζες βρέθηκαν ξαφνικά με πληθώρα καταθέσεων τις οποίες έσπευσαν να εκμεταλλευτούν για να αυξήσουν την κερδοφορία τους καθώς οι μη πετρελαιοπαραγωγές χώρες βρέθηκαν να έχουν έκτακτες κεφαλαιακές ανάγκες. Αναπτύχθηκε έτσι ένας άτυπος διατραπεζικός ανταγωνισμός για το ποια τράπεζα θα χορηγήσει τα περισσότερα δάνεια. Ο ανταγωνισμός αυτός συνεπαγόταν χαλάρωση στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειοληπτών. Τα δάνεια διατέθηκαν σε ευρωπαϊκές εταιρίες για την αγορά πετρελαίου και σε αναπτυσσόμενες χώρες, στις οποίες είχε ήδη δημιουργηθεί αυξημένη ζήτηση για δανειακά κεφάλαια.

Ο Wachtel (1990, σ.105) υπολογίζει ότι στην τετραετία 1973-1977 τα πλεονάσματα των πετρελαιοπαραγωγικών χωρών έφθασαν τα 173 δισεκατομμύρια δολάρια. Ανάλογη ήταν η κατάσταση την τριετία που ακολούθησε. Στον πίνακα που ακολουθεί δίνονται στοιχεία για το πλεόνασμα του ισοζυγίου πληρωμών των πετρελαιοπαραγωγών χωρών το οποίο σωρευτικά για τα έτη 1979-1981 έφτασε τα 189 δισεκατομμύρια δολάρια. Για την ίδια περίοδο το αντίστοιχο σωρευτικό έλλειμμα των μη-πετρελαιοπαραγωγών χωρών έφθασε τα 222 δισ. δολάρια, ενώ τα μεγάλα ελλείμματα συνεχίσθηκαν να υφίστανται μέχρι και το 1985.

Στα τέλη της δεκαετίας του '70 το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα περιλάμβανε: α) 350 δισεκατομμύρια δολάρια από πλεονάσματα του OPEC, β) περίπου 400 δισεκατομμύρια δολάρια ως χρέος του Τρίτου Κόσμου και γ) καταθέσεις ευρωδολαρίων άνω των 425 δισεκατομμύριων δολαρίων που δεν υπόκειντο σε ελέγχους και κανονιστικές ρυθμίσεις (Wachtel, 1990, σ.108). Η παγκόσμια αυτή ανισορροπία έδωσε τη δυνατότητα στις μεγάλες εμπορικές τράπεζες να ανακυκλώσουν τα πλεονασματικά κεφάλαια προβαίνοντας σε ανεξέλεγκτο δανεισμό και χωρίς την τήρηση σοβαρών κριτηρίων δανεισμού προς τον αναπτυσσόμενο κόσμο «αξιοποιώντας» με αυτό τον τρόπο την υπερβάλλουσα ρευστότητα.

τράπεζες που εδρεύουν εκτός της επικράτειας των Η.Π.Α. Τα δολάρια αυτά έμειναν γνωστά και ως «πετροδολάρια».

Πίνακας 6(1): Το ισοζύγιο πληρωμών επιλεγμένων περιοχών (δισ. δολάρια)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992/96
Εξαγωγείς Πετρελαίου (ΟΡΕC κ.α.)	-1	54	100	35	-23	-17	-6	2	-34	-5	-21	-4	-11	-57	5
Μη πετρελαιο-παραγωγικές χώρες	-35	-54	-77	-91	-76	-54	-38	-19	0	19	10	-15	-35	-47	-85
Η.Π.Α.	-12	3	7	11	-4	-35	-93	-122	-145	-160	-126	-106	-92	-38	-125
Ιαπωνία	17	-8	-9	6	8	22	36	49	86	87	80	57	36	63	110

Πηγή: Dale, R.S. "A Proposal for the LDC Debt Problem", *The Columbia Journal of World Business*, Winter 1982

6.1.2.2 Η γενικευμένη αύξηση των επιτοκίων.

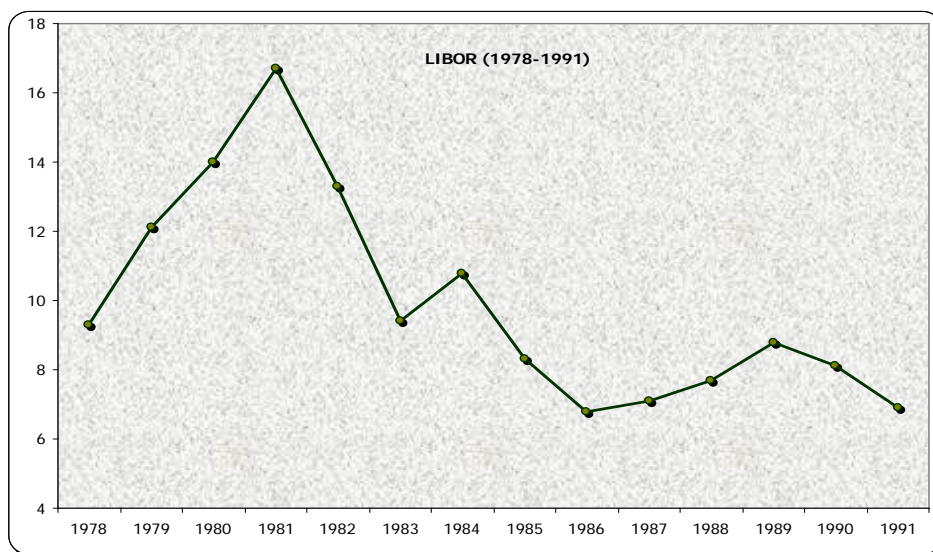
Για την αντιμετώπιση του υψηλού πληθωρισμού που πυροδότησαν οι αυξήσεις των τιμών των καυσίμων επιλέχθηκε σε γενικευμένη κλίμακα η άνοδος των επιτοκίων (δηλαδή περιοριστική νομισματική πολιτική) γεγονός που διαδραμάτισε σημαντικό ρόλο στην έκρηξη της κρίσης⁷. Η άνοδος των επιτοκίων ξεκίνησε από τις Η.Π.Α. και τη Μεγ. Βρετανία, συμπαρασύροντας τα επιτόκια παγκοσμίως⁸.

Το επιτόκιο βάσης LIBOR (London Interbank Borrowing Rate) που χρησιμοποιείται συνηθέστερα στον εξωτερικό δανεισμό κατά την περίοδο που προηγήθηκε της κρίσης, σημείωσε κατακόρυφη άνοδο. Όπως φαίνεται στο γράφημα που ακολουθεί η τάση του LIBOR ήταν έντονα αυξητική από το 1978, οπότε βρισκόταν περί το 9,5%, ώστε να προσεγγίσει το πολύ υψηλό 17% το 1981. Μέχρι το 1984 παρέμενε σε υψηλό επίπεδο (πάνω από 9,5%), ενώ η σταδιακή του αποκλιμάκωση σημειώθηκε μετά το 1985. Υπολογίζεται ότι για τις περιόδους 1976-1979 και 1980-1982 η καθαρή επιβάρυνση από την άνοδο των επιτοκίων προσαύξησε κατά 44 δισ. δολάρια τα χρέη των αναπτυσσόμενων χωρών (Inter-American Development Bank, 1985).

⁷ Πρβλ. Ferraro και Rosser (1994), Oks και Wijnbergen, (1995), Dooley (1998).

⁸ Στα τέλη της δεκαετίας του 1970 είχαν πλέον επικρατήσει σε πολλές αναπτυσσόμενες χώρες και ειδικά στις Η.Π.Α. και στη Μεγ. Βρετανία μονεταριστικές αντιλήψεις για την άσκηση οικονομικής πολιτικής. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα, μεταξύ άλλων, και την πάση θυσία τιθάσευση του πληθωρισμού. Αδιαφορώντας για τις συνέπειες στην «πραγματική οικονομία» οι κεντρικές τράπεζες των Η.Π.Α. και της Μ. Βρετανίας αύξησαν σημαντικά τα εγχώρια επιτόκια. Εκτός του ότι η πολιτική αυτή δημιούργησε τη μεγαλύτερη ύφεση στην ιστορία των Η.Π.Α. από την περίοδο της «Μεγάλης Ύφεσης» του 1930 (Wachtel, 1990, σ.4) είχε παγκόσμιο αντίκτυπο. Συμπάρεσυρε τα επιτόκια διεθνώς και αποτέλεσε αφορμή για την εκδήλωση της κρίσης του «χρέους». Για τις πολιτικές του Reagan και της Thatcher στα τέλη της δεκαετίας του 1970 και στη δεκαετία του 1980 ο αναγνώστης μπορεί να ανατρέξει στα Lekachman, Robert (1982) και Γκρέν Τζων (1999) αντίστοιχα.

Γράφημα 6(2): Το διατραπεζικό επιτόκιο* Λονδίνου, LIBOR
(London Inter Bank Offered Rate) 1978-1991



* Τριμηνιαία διατραπεζική κατάθεση.

Πηγή: Batiz και Batiz (1994, σελ. 294)

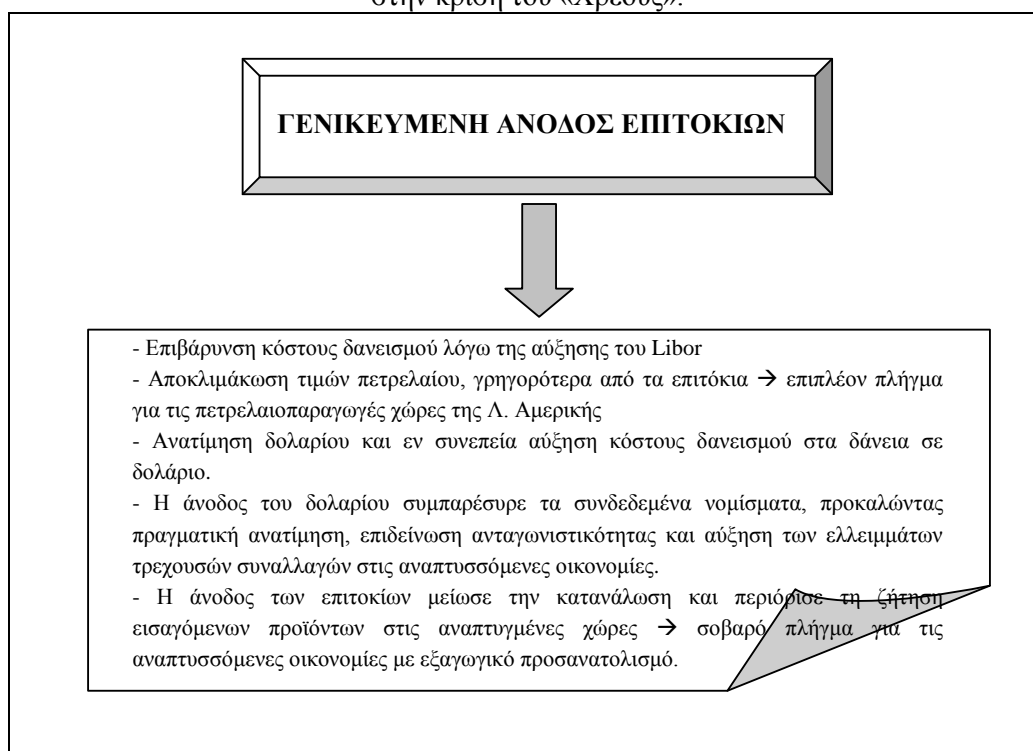
Η γενικευμένη άνοδος των επιτοκίων αύξησε σημαντικά το κόστος δανεισμού των αναπτυσσόμενων χωρών. Η πολιτική υψηλών ονομαστικών επιτοκίων εξυπηρετούσε τις εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες που είχαν δανείσει τις αναπτυσσόμενες χώρες, γιατί υποστήριζε το περιθώριο κέρδους από τα δάνεια αντισταθμίζοντας τις επιπτώσεις από την άνοδο του πληθωρισμού στις χώρες αυτές. Τα υψηλά επιτόκια επηρέασαν αρνητικά ακόμη και χώρες πλούσιες σε κοιτάσματα πετρελαίου, της Λατινικής Αμερικής. Αυτό οφείλεται σε λάθος εκτιμήσεις των συγκεκριμένων χωρών. Οι αναπτυσσόμενες χώρες χαρακτηρίζονταν από υψηλά χρέη και υψηλά ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, τα οποία κάλυπταν με εισροές κεφαλαίων (δανεισμό). Η κατάσταση αυτή παρατάθηκε ακόμα και μετά την μεγάλη άνοδο των επιτοκίων παγκοσμίως. Οι κυβερνήσεις των χωρών της Λατινικής Αμερικής που παρήγαγαν πετρέλαιο συνέχισαν να έχουν ελλείμματα, αρά και δανεισμό -έστω και αν αυτός γινόταν δυσβάσταχτος λόγω της αύξησης των επιτοκίων- εκτιμώντας ότι η αύξηση των επιτοκίων είναι παροδική, ενώ οι αυξημένες τιμές του πετρελαίου θα διατηρηθούν μελλοντικά. Η πραγματικότητα τους διέψευσε γιατί τα επόμενα χρόνια τα επιτόκια μειώθηκαν λιγότερο, αναλογικά προς τις τιμές του πετρελαίου.

Τα αυξημένα επιτόκια συντέλεσαν επίσης στην άνοδο του δολαρίου, με συνέπεια να αυξηθεί η εγχώρια επιβάρυνση για δάνεια που αποπληρώνονταν σε

δολάρια. Από την άλλη μεριά, πρέπει να σημειωθεί ότι οι περισσότερες αναπτυσσόμενες χώρες, ιδίως της Λατινικής Αμερικής, είχαν συνδεδεμένα τα νομίσματά τους με το δολάριο, προκειμένου να υποστηρίξουν τη σταθερότητα των τιμών. Η ανατίμηση του δολαρίου συμπαρέσυρε τα τοπικά νομίσματα αυξάνοντας την πραγματική ισοτιμία τους, με αποτέλεσμα την επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας των εγχώριων προϊόντων, και την χειροτέρευση των όρων εμπορίου. Το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών που καλυπτόταν με δανεισμό σημείωσε άνοδο, επιβαρύνοντας ακόμα περισσότερο τις συγκεκριμένες οικονομίες.

Η άνοδος των επιτοκίων παράλληλα με περιοριστικές δημοσιονομικές πολιτικές περιόρισαν σημαντικά τη συνολική μακροοικονομική ζήτηση στις αναπτυγμένες οικονομίες. Ως εκ τούτου μειώθηκαν επίσης οι εισαγωγές τους. Η κάμψη αυτή επεκτάθηκε στις πρώτες ύλες και στα τρόφιμα. Όμως οι περισσότερες αναπτυσσόμενες οικονομίες στηρίζονται σε μεγάλο ποσοστό σε εξαγωγές προϊόντων αυτής της κατηγορίας (βασικά γεωργικά προϊόντα, μεταλλεύματα κλπ.). Κατά συνέπεια, η μείωση των εξαγωγών τους σήμανε περιορισμό των συναλλαγματικών εισροών και οδήγησε σε περαιτέρω επιδείνωση το ισοζύγιο πληρωμών.

Εικόνα 6 (1): Οι άμεσες και έμμεσες επιπτώσεις της γενικής ανόδου επιτοκίων όσον αφορά στην κρίση του «Χρέους».



6.1.2.3 Φρενήρης τραπεζικός δανεισμός.

Η απληστία της τραπεζικής κερδοσκοπίας έκανε έντονη την παρουσίαση ήταν παρούσα και στην κρίση του χρέους, όπως επίσης στα κρισιακά επεισόδια που ακολούθησαν τη δεκαετία του 1990 και του 2000. Οι μεγάλες εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες χορηγούσαν αφειδώς δάνεια, επί σειρά ετών, πριν την εκδήλωση της κρίσης στις αναπτυσσόμενες χώρες. Ο συνολικός δανεισμός μόνο πέντε χωρών της Λ. Αμερικής, ξεπερνούσε σε μεγάλο βαθμό το συνολικό κεφάλαιο έξι εκ των μεγαλύτερων τραπεζών της εποχής. Οι μεγάλες τράπεζες των Η.Π.Α. ήταν «εκτεθειμένες» κυρίως στη Βραζιλία και στο Μεξικό, χώρες με τις οποίες παραδοσιακά οι Η.Π.Α. διατηρούν τις μεγαλύτερες εμπορικές και χρηματοπιστωτικές συναλλαγές σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες της Λ. Αμερικής. Μόνο σε αυτές τις δύο χώρες οι τράπεζες αυτές είχαν χορηγήσει δάνεια που προσέγγιζαν ή ακόμα ξεπερνούσαν το συνολικό τους κεφάλαιο (Ferraro και Rosser, 1994, σ.346). Ήταν αναμενόμενο πως μια μερική αδυναμία πληρωμών από την πλευρά των χωρών αυτών θα έφερνε σε πολύ δύσκολη θέση τις τράπεζες. Αυτός ο φρενήρης δανεισμό συνδυάστηκε άλλωστε με πρόσθετα αρνητικά στοιχεία που συνέβαλαν στο ξέσπασμα της κρίσης και στα οποία γίνεται αναφορά στη συνέχεια.

A. Διάρθρωση των συσσωρευμένων δανείων

Στην περίπτωση των χωρών της Λατινικής Αμερικής –όπως άλλωστε συμβαίνει κατά κανόνα σε όλες τις φτωχότερες χώρες- τα δάνεια χρηματοδοτούνταν με βραχυχρόνιες τραπεζικές πιστώσεις. Κατά τις δεκαετίες 1950 και 1960 το μεγαλύτερο μέρος των δανείων προς τις χώρες της Λατινικής Αμερικής προέρχονταν είτε από κυβερνήσεις, είτε από διακρατικούς αναπτυξιακούς οργανισμούς, όπως την Παγκόσμια Τράπεζα. Στη συνέχεια η κατάσταση διαφοροποιήθηκε. Το μερίδιο των εμπορικών πιστώσεων (ξένες εμπορικές τράπεζες) αυξήθηκε σημαντικά σε σχέση με αυτό των διακρατικών οργανισμών (Δ.Ν.Τ., Παγκόσμια Τράπεζα κλπ.). Το 1982 μόλις το 12% το εξωτερικού χρέους των χωρών της Λατινικής Αμερικής προερχόταν από τέτοιους οργανισμούς. Το υπόλοιπο 88% οφειλόταν σε εμπορικές τράπεζες (Kalotychou και Staikouras, 2005, σ.5).

Τα δάνεια από διεθνείς διακρατικούς αναπτυξιακούς οργανισμούς (διακρατικές αναπτυξιακές τράπεζες, Παγκόσμια Τράπεζα, Ο.Ο.Σ.Α.) που προορίζονται για την ανάπτυξη των χωρών του «τρίτου» κόσμου, είναι μακροχρόνια, έχουν χαμηλό

επιτόκιο και διέπονται γενικότερα από ευνοϊκούς όρους (μεγάλη περίοδος χάριτος, μεγαλύτερη ευελιξία διακανονισμών). Από την άλλη πλευρά, τα δάνεια των εμπορικών τραπεζών έχουν κατά κανόνα μικρότερη διάρκεια αποπληρωμής και υψηλότερα επιτόκια. Η στροφή των αναπτυσσόμενων χωρών στο δανεισμό από εμπορικές τράπεζες συνέβαλε στην ένταση που έλαβε η κρίση. Οι μεγάλες εμπορικές τράπεζες βρήκαν ένα πρόσφορο πεδίο κερδοσκοπίας. Στο πλαίσιο της ανακύκλωσης των πετροδολαρίων ενέταξαν στην πελατεία τους τις αναπτυσσόμενες χώρες και, χορηγώντας τους βραχυπρόθεσμες πιστώσεις με υψηλά επιτόκια, κερδοσκοπήσαν σε βάρος τους. Οι αναπτυσσόμενες χώρες δεν μπορούσαν να στηρίξουν την ανάπτυξη τους σε βραχυχρόνια κερδοσκοπικά κεφάλαια, όπως απέδειξε η αδυναμία αποπληρωμής των δανείων τους.

B. Κυμαινόμενα επιτόκια

Ένας ακόμη παράγοντας κινδύνου ήταν η στροφή των δανειοληπτών από δάνεια σταθερού επιτοκίου, σε δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου. Σχεδόν όλα τα δάνεια προς τις αναπτυσσόμενες χώρες ήταν κυμαινόμενου επιτοκίου (Dooley, 1994). Δηλαδή είχαν μία επιτοκιακή βάση, συνήθως το LIBOR, που μεταβαλλόταν ανάλογα με την κίνηση των επιτοκίων και ένα «άνοιγμα» (spread) πάνω από το LIBOR το οποίο εξασφάλιζε ένα σταθερό περιθώριο κέρδους για την τράπεζα. Έτσι ανεξάρτητα από την μεταβολή των επιτοκίων οι τράπεζες εισέπρατταν τη διαφορά μεταξύ της βάσης και του συμφωνημένου ανοίγματος με αποτέλεσμα το περιθώριο κέρδους τους να παραμένει σταθερό, ενώ επιτύγχαναν μείωση του επιτοκιακού κινδύνου. Με αυτήν την τακτική το κόστος και ο κίνδυνος της αύξησης των επιτοκίων μεταφερόταν εξ ολοκλήρου στους δανειολήπτες. Έτσι η μεγάλη αύξηση των επιτοκίων στις αρχές της δεκαετίας του 1980 επιβάρυνε μόνο τις χρεωμένες χώρες και όχι τις τράπεζες.

Γ. Αποτυχία διασποράς των κινδύνων των δανείων

Η μείωση των κινδύνων των δανείων τον οποίο θεωρούσαν οι τράπεζες ότι επιτύγχαναν με τη μέθοδο της διασποράς (diversification) υπήρξε ένας πρόσθετος λόγος για να χορηγούνται με μεγάλη ευκολία δάνεια προς τις αναπτυσσόμενες χώρες. Η διασπορά επιδιωκόταν με δύο κατά βάση τρόπους:

i) Τη χορήγηση δανείων σε διάφορες αναπτυσσόμενες χώρες και σε διάφορες γεωγραφικές περιοχές, ii) τη σύμπραξη περισσότερων δανειστών και συμμετοχή

μεγάλου αριθμού εμπορικών τραπεζών σε «κοινοπρακτικά δάνεια». Έτσι ο συνολικός κίνδυνος του δανείου μοιραζόταν σε πολλές τράπεζες (Eiteman κ.α., 1998).

Με αυτούς τους τρόπους δεν μπορούσε να επιτευχθεί η καλύτερη δυνατή διασπορά. Τα οικονομικά χαρακτηριστικά των δανειζόμενων ήταν λίγο-πολύ κοινά (αναπτυσσόμενες χώρες, διαρθρωτικά προβλήματα, ελλείμματα στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών, υψηλό δημόσιο χρέος). Από την πλευρά τους οι πιστωτές είχαν επίσης κοινά χαρακτηριστικά σχετικώς προς την έκθεσή τους στον κίνδυνο. Τέλος η διασπορά των κινδύνων μεταξύ πολλών δανειοληπτών μπορούσε να μειώσει ή ακόμα και να εξαλείψει μόνο τον μη-συστηματικό κίνδυνο (unsystematic risk). Δεν μείωνε τον συστηματικό κίνδυνο (systematic risk). Μία τράπεζα είναι καλυμμένη έναντι της αδυναμίας κάποιων πελατών της να αποπληρώσουν τα δάνεια τους επειδή καλύπτει τυχόν απώλειες χάρη στους υπόλοιπους πελάτες –δηλαδή τους καλοπληρωτές. Αν η οικονομία στο σύνολό της έχει πρόβλημα και όχι μόνο κάποιοι «κακοί» πελάτες, η κατάσταση γίνεται πιο δύσκολη για την συγκεκριμένη τράπεζα. Κατά μείζονα λόγο αν η παγκόσμια οικονομία βρεθεί σε κρίση (συστηματικός κίνδυνος) όλες ανεξαιρέτως οι χώρες -και ειδικά αυτές που έχουν μόνιμα διαρθρωτικά προβλήματα- αδυνατούν να εξυπηρετήσουν τα χρέη τους. Το πόσο μεγάλος καθίσταται σε τέτοιες συνθήκες ο κίνδυνος για το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα εξαρτάται από το πόσο βαθιά είναι η κρίση και από το πόσο γρήγορα θα αντιμετωπιστεί. Το 1982 δεν δήλωσε αδυναμία εξυπηρέτησης των χρεών μόνο το Μεξικό. Ακολούθησαν σαν χιονοστιβάδα πολλές αναπτυσσόμενες χώρες δημιουργώντας γενικότερο πρόβλημα σε όλο το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα.

4. Η τραπεζική «ευφορία»

Πριν το 1980 οι τράπεζες των αναπτυσσόμενων χωρών κατέχονταν από ευφορία και αισιοδοξία όσον αφορά στο δανεισμό των αναπτυσσόμενων χωρών. Το γεγονός ότι μία τράπεζα συμμετείχε σε κοινοπρακτικό δάνειο σε μία αναπτυσσόμενη χώρα αυτομάτως της προσέδιδε κύρος. Αντίστοιχα αυξανόταν το κύρος των τραπεζικών στελεχών που εμπλέκονταν σε τέτοια κοινοπρακτικά δάνεια. Αναφέρεται χαρακτηριστικά ότι μία απλή χειραψία με το διευθυντή μίας κρατικής εταιρίας σε αναπτυσσόμενη χώρα αρκούσε για να χορηγηθεί δάνειο πενήντα εκατομμυρίων δολαρίων (Wachtel 1990, σ.123). Ο τύπος, συντελούσε στην υπερβολή αφού επαινούσε τις τράπεζες ανάλογα με την «έκθεση» τους στις οικονομίες του τρίτου

κόσμου. Όσο πιο μεγάλη ήταν η «έκθεση» τόσο πιο αποδοτική θεωρούνταν μια τράπεζα. Πολλές μικρές τράπεζες εκλιπαρούσαν μάλιστα να συμμετάσχουν σε κοινοπρακτικά δάνεια για να αντλήσουν και αυτές ένα μέρος αυτής της αίγλης⁹. Η τραπεζική ευφορία συνεπικουρήθηκε από τις κυρίαρχες δογματικές αντιλήψεις της εποχής ότι «τα κράτη δεν πτωχεύουν» και ότι σε κάθε περίπτωση θα μπορούσαν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους¹⁰. Η λανθασμένη αυτή αντίληψη, που ήταν ιδιαίτερα διαδεδομένη σε μεγάλα στελέχη τραπεζών συνέτεινε στην χωρίς φειδώ παροχή δανείων. Σε αυτές τις συνθήκες οι τράπεζες παρασύρθηκαν σε μία συμπεριφορά αγέλης με οδυνηρές, όπως αποδείχτηκε συνέπειες.

Η ευδαίμων μακαριότητα στην οποία φαίνεται πως είχαν περιπέσει οι τράπεζες δεν ήταν προφανώς ανυστερόβουλη. Σε ένα τέτοιο κλίμα διευκολυνόταν τα μέγιστα η επέκταση των εργασιών αμερικάνικων και ευρωπαϊκών τραπεζών, χάρη στον εκτεταμένο δανεισμό που εγκαινιάστηκε με την κατάργηση του συστήματος του Breton-Woods. Καθώς η αποπληρωμή αυτών των δανείων άρχισε να γίνεται ολοένα και πιο δύσκολη και, ενώ το χρέος διογκωνόταν χωρίς να έρχεται η σκοπούμενη ανάπτυξη, το βιοτικό επίπεδο των αναπτυσσόμενων χωρών σταδιακά υποβαθμιζόταν. Οι μεγάλες εμπορικές τράπεζες αν δεν βγήκαν κερδισμένες, ήταν σίγουρα οι λιγότερο ζημιωμένες από την κρίση. Αφού επί μία δεκαετία αποκόμισαν τεράστια κέρδη, όταν ήρθαν οι δύσκολες μέρες άρχισαν να αποτραβιούνται από τις αναπτυσσόμενες χώρες. Μετά την κρίση ανέλαβαν εκ νέου οι διεθνείς οργανισμοί με νέα δάνεια να βοηθήσουν τις αναπτυσσόμενες χώρες να πληρώσουν τις παλιές οφειλές στις εμπορικές τράπεζες (Dooley 1994, σ.21).

Ο Dooley (1994), θεωρεί ότι αυτή η τραπεζική ευφορία ήταν αποτέλεσμα ορθολογικής συμπεριφοράς εκ μέρους των τραπεζών. Εκτιμά ότι οι τράπεζες έδρασαν ορθολογικά διότι αν όλα πήγαιναν καλά, όσον αφορά στην οικονομική συγκυρία, θα απολάμβαναν πολύ υψηλά κέρδη. Σε περίπτωση άλλωστε που η οικονομική συγκυρία δεν εξελίσσονταν ευνοϊκά- οι απώλειες των τραπεζών να είναι περιορισμένες. Ατύπως οι τράπεζες θεωρούσαν ως δεδομένο ότι ένα διεθνές πρόβλημα χρέους θα επιλυόταν από τις κυβερνήσεις των αναπτυγμένων χωρών με διαπραγματεύσεις. Σε κάθε περίπτωση αναμενόταν ότι οι αναπτυσσόμενες χώρες θα «εθνικοποιούσαν» τα

⁹ Πρβλ. Wachtel (1990). Ο συγγραφέας αναδεικνύει γλαφυρά το κλίμα της εποχής όσον αφορά στα τραπεζικά δάνεια προς τον αναπτυσσόμενο κόσμο.

¹⁰ Την εν λόγω περίοδο προφανώς είχε λησμονηθεί ότι κατά το παρελθόν είχαν συμβεί στάσεις πληρωμών κρατών. Τέτοια παραδείγματα είχαμε με τα κράτη της Λ. Αμερικής κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας οικονομικής ύφεσης του 1930, ή ακόμα και ορισμένες πολιτείες των Η.Π.Α. αρκετά παλαιότερα (1840). Πρβλ. Sylla και Wallis (1998).

χρέη και θα επέστρεφαν τα χρωστούμενα. Αυτή η εξήγηση σύμφωνα με τον Dooley (1994) μπορεί να θεωρηθεί αρκετά πειστική και δεν χρειάζεται να προσφύγουμε σε ερμηνείες που αναφέρονται σε «αφελείς» ή μη επαρκώς ενημερωμένους τραπεζίτες. Οι προτάσεις και οι διαπραγματεύσεις που ακολούθησαν την κρίση –σχέδια «Baker», «Brady»- φαίνεται να επιβεβαιώνουν την άποψη αυτή, δεδομένου ότι, εν κατακλείδι, οι απώλειες των τραπεζών όταν και όποτε υπήρξαν ήταν πράγματι περιορισμένες.

6.1.3 Ο ρόλος του Δ.Ν.Τ και τα σχέδια αντιμετώπισης.

Επί επτά χρόνια, μέχρι το 1989 γίνονταν προσπάθειες για την αναδιάρθρωση του χρέους και προστασίας της φερεγγυότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος. Μετά την κρίση ξεκίνησε μία περίοδος έντονων διαβουλεύσεων μεταξύ όλων των εμπλεκόμενων μερών: αναπτυσσόμενων χωρών, τραπεζών, αναπτυγμένων χωρών και Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Οι διαπραγματεύσεις επικεντρώθηκαν στον «επανασχεδιασμό» των δανείων και την παραγραφή μέρους των υποχρεώσεων των αναπτυσσόμενων χωρών. Οι διαπραγματεύσεις αυτές συνεχίστηκαν μέχρι το τέλος της δεκαετίας του '80. Στη συνέχεια παρουσιάζουμε συνοπτικά τα πιο σημαντικά σχέδια που κατατέθηκαν στη διάρκεια των πολυετών διαπραγματεύσεων.

6.1.3.1 Ο ρόλος του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου

Στην πρώτη φάση της κρίσης, από το 1982 έως το 1985, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο αντέδρασε χορηγώντας νέα δάνεια στις αναπτυσσόμενες χώρες που είχαν προβλήματα, αναλαμβάνοντας το ρόλο του διαχειριστή της κρίσης. Κατά τον Boughton (2000 σ.286) η δράση του Δ.Ν.Τ. στηρίχθηκε στις εξής βασικές εκτιμήσεις:

- α. Πολλές από τις υπερχρεωμένες χώρες θα πραγματοποιούσαν παύση πληρωμών αν δεν έπαιρναν νέα δάνεια.
- β. Οι στάσεις πληρωμών θα επηρέαζαν αρνητικά τους δανειστές αλλά και ολόκληρο το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα.
- γ. Η χορήγηση νέων δανείων από το Δ.Ν.Τ. και η χάραξη κατάλληλης οικονομικής πολιτικής μπορούσαν να αποτελέσουν μια στρατηγική εξόδου από την κρίση.
- δ. Ο νέος δανεισμός και αλλαγές στην οικονομική πολιτική δεν θα μπορούσαν να υλοποιηθούν χωρίς την ενεργό παρέμβαση διεθνών οργανισμών, όπως το Δ.Ν.Τ.

Το πρόβλημα των χρεών δεν αντιμετωπίστηκε όμως από το Δ.Ν.Τ. ως διαρθρωτικό πρόβλημα των οικονομιών των αναπτυσσόμενων χωρών, το οποίο αποτελούσε τροχοπέδη για την ανάπτυξή τους. Αντιμετώπιστηκε ως ένα παροδικό πρόβλημα. Οι χειρισμοί του Δ.Ν.Τ. για την αντιμετώπιση της κρίσης του 1982 είχαν τις εξής αδυναμίες (Boughton, 2000, σ. 287):

1. Τα δάνεια που χορήγησε το Δ.Ν.Τ. δεν επαρκούσαν καν να καλύψουν τους τόκους των υπάρχοντων δανείων. Για το λόγο αυτό ασκήθηκε κριτική προς το Δ.Ν.Τ. μέχρι του σημείου να επικριθεί ως «απλός εισπράκτορας» των χρεών για λογαριασμό των τραπεζών (Lissakers, 1991)
2. Τα δάνεια αυτά παρείχαν απλώς μία προσωρινή διέξοδο. Δεν οδηγούσαν σε λύση με προοπτική και διάρκεια.

Το Δ.Ν.Τ. ζήτησε από τις πληγείσες χώρες να εφαρμόσουν αυστηρά περιοριστικά μέτρα στην οικονομική τους πολιτική ως αντίδοτο στην κρίση¹¹. Οι προτάσεις πολιτικής του Δ.Ν.Τ. βασίστηκαν σε δύο υποθέσεις: α) Η τρέχουσα κατανάλωση ήταν υψηλή, οπότε θα έπρεπε να συμπιεστεί προκειμένου να «απελευθερωθούν» κεφάλαια που θα οδηγηθούν σε παραγωγικές εγχώριες επενδύσεις, β) το περαιτέρω άνοιγμα της οικονομίας προς το εξωτερικό (όσον αφορά το εμπόριο και την κίνηση κεφαλαίων) θα ενδυνάμωνε την εγχώρια παραγωγή.

Ωστόσο η «κρίση του χρέους» δεν είχε αμιγώς εσωτερικά αίτια (πληθωρισμός, ελλείμματα κλπ). Ο εξωγενής παράγοντας ήταν πολύ περισσότερο σημαντικός από τα ενδογενή προβλήματα. Οι Ferraro και Rosser (1994, σ.338) υποστηρίζουν ότι αυτές οι επιλογές ήταν περισσότερο ενδεδειγμένες σε περιπτώσεις κρίσεων του ισοζυγίου πληρωμών, όπου τα προβλήματα προέρχονται από το εσωτερικό της οικονομίας (υπερπληθωρισμός, μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα) και δεν οφείλονται κατά βάση σε εξωγενείς παράγοντες. Εξάλλου μέτρα πολιτικής προς αυτές τις κατευθύνσεις πλήττουν δυσανάλογα τις φτωχότερες κοινωνικές τάξεις.

Εκτενή ανάλυση για τις επιπτώσεις των οδηγιών του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου κάνουν σε άρθρο τους οι Hart και Woller (1995). Εκτιμούν πως η παγκόσμια ύφεση του '80 -που οδήγησε σε μείωση της ζήτησης και των τιμών των εξαγωγών των χωρών της Λατινικής Αμερικής - ευθύνεται σε μεγάλο βαθμό για την «κρίση του

¹¹ Μεταξύ άλλων το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο απαιτεί, σχεδόν πάντα, σε τέτοιες περιπτώσεις: α) Περιορισμό της παρέμβασης του κράτους στην οικονομία, β) Άρση των εμπορικών εμποδίων (στις εισαγωγές) γ) Άρση των περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων δ) Περιορισμό αν όχι εξάλειψη των επιδοτήσεων των εγχώριων βιομηχανιών ε) Περικοπές των κοινωνικών δαπανών στ) Μείωση των μισθών ζ.) Σταθεροποίηση του νομίσματος η) Έμφαση στην αύξηση των εξαγωγών και στον περιορισμό της κατανάλωσης.

χρέους». Το Δ.Ν.Τ. επέβαλε μέτρα που σύμφωνα με την κενυσιανή θεώρηση βαθαίνουν ακόμα περισσότερο την ύφεση. Τα μέτρα αυτά εμφορούνται από καθαρά μονεταριστικές θέσεις οι οποίες θα μπορούσαν ίσως να λειτουργήσουν σωστά σε αναπτυγμένες χώρες, αλλά σε αναπτυσσόμενες οικονομίες με σημαντικά διαρθρωτικά προβλήματα φέρνουν τα αντίθετα από τα επιθυμητά αποτελέσματα, αποτυγχάνοντας να στηρίξουν την πολυπόθητη ανάκαμψη της παραγωγής και την αύξηση του βιοτικού επιπέδου μέσο-μακροχρόνια. Επίσης ο Dooley (1998) συμπεραίνει από την πλευρά του ότι το Δ.Ν.Τ. απέτυχε στο να δώσει μία πραγματική λύση στο πρόβλημα. Η διαπραγματευτική παρέμβαση του «Ταμείου» ήταν περιορισμένη και οι διαπραγματεύσεις έγιναν ουσιαστικά μεταξύ τραπεζών και κυβερνήσεων -ιδίως με τις Η.Π.Α.

6.1.3.2 Το σχέδιο Baker (*Baker Plan*)

Το 1985 κατατέθηκε από τον τότε Υπουργό Οικονομικών των Η.Π.Α. Baker το ομώνυμο σχέδιο. Το σχέδιο αυτό διαμορφώθηκε ύστερα από διαπραγματεύσεις των εμπλεκόμενων μερών. Ο Dooley (1995) υπογραμμίζει ότι η συμφωνία στην οποία στηρίχθηκε το σχέδιο Baker εξυπηρετούσε τις τράπεζες, διότι δεν προβλεπόταν διαγραφή χρεών (*haircut*) αλλά «επανασχεδιασμός» (*rescheduling*) των δανείων¹². Πυρήνας του σχεδίου ήταν ότι οι κυβερνήσεις των αναπτυγμένων χωρών θα προμήθευαν τις υπερχρεωμένες χώρες με νέες πιστώσεις (9 δισ. δολάρια) είτε άμεσα, είτε μέσω διεθνών οικονομικών οργανισμών (Παγκόσμια Τράπεζα και Παναμερικανική Τράπεζα Ανάπτυξης). Οι πιστώσεις αυτές θα αποτελούσαν τον «καταλύτη» για τη χορήγηση νέων δανείων από τις εμπορικές τράπεζες. Το ύψος των νέων δανείων θα έφθανε τα 20 δισεκατομμύρια δολάρια χορηγήσεων σε διάστημα τριών ετών. Σε συνδυασμό με αυτές τις χρηματοδοτικές κινήσεις οι αναπτυσσόμενες χώρες όφειλαν να ακολουθήσουν μακροοικονομικές πολιτικές «εξυγίανσης» των οικονομιών, μείωσης των ελλειμμάτων και σταθεροποίησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας (Vásquez 1996, σ.233).

¹² Ο «επανασχεδιασμός» των δανείων (*rescheduling*) αφορά στη συμφωνία μεταξύ δανειστών και δανειζόμενων για αναβολή πληρωμής ληξιπρόθεσμων οφειλών και την δημιουργία ενός νέου χρονοδιαγράμματος αποπληρωμής. Η διαγραφή (*haircut*) μέρους των χρεών αφορά συνήθως ένα ευρύτερο σχέδιο αναδιοργάνωσης του χρέους (*restructuring*) το οποίο μπορεί να περιλαμβάνει συμφωνία για αναβολή πληρωμής ληξιπρόθεσμων οφειλών (*rescheduling*), αναχρηματοδότηση του υφιστάμενου χρέους (*refinancing*), επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής, αλλαγές στο επιτόκιο δανεισμού κλπ. Με την αναδιοργάνωση του χρέους ο υφιστάμενος δανεισμός μίας χώρας μπαίνει εξ ολοκλήρου σε νέα βάση.

Το σχέδιο Baker επικρίθηκε πολλαπλά και από διαφορετικές πλευρές. Πιο συγκεκριμένα σχολιάστηκε αρνητικά για την περιορισμένη έκταση εφαρμογής του, την καθυστέρηση του, την αυστηρότητα και, τέλος, για την έκταση των δαπανών που προκάλεσε. Πιο συγκεκριμένα κρίθηκε ως:

- 1) «Πολύ λίγο»
- 2) «Πολύ καθυστερημένο»
- 3) «Πολύ αυστηρό»
- 4) «Πολύ δαπανηρό»

«Πολύ λίγο», διότι δεν περιελάμβανε όλες τις αναπτυσσόμενες χώρες, αλλά μόνο 15 -αυτές που είχαν υψηλά χρέη- εξ ου και απεκλήθη Baker-15¹³. Αγνόησε πολλές μικρές αναπτυσσόμενες και φτωχές χώρες με τεράστια προβλήματα χρέους. Το ύψος του «νέου χρήματος» (29 δις. δολάρια) κρίθηκε επίσης πολύ μικρό σε σχέση, με την συνολική επιβάρυνση των 15 συγκεκριμένων χωρών.

«Πολύ καθυστερημένο», διότι ανακοινώθηκε το 1985 και η εφαρμογή του ξεκίνησε το 1986, τέσσερα χρόνια δηλαδή μετά το ξέσπασμα της κρίσης στο Μεξικό. Από το 1982 το κατά κεφαλήν εισόδημα των «15» είχε πέσει ήδη κατά 15%, γεγονός που επηρέασε αρνητικά τις αναπτυσσόμενες χώρες και ιδίως τις Η.Π.Α., αφού η μείωση των εξαγωγών τους προς τις συγκεκριμένες χώρες προκάλεσε απώλειες θέσεων εργασίας. Εξάλλου προκλήθηκε έντονο μεταναστευτικό ρεύμα προς τις Η.Π.Α. - κυρίως από το Μεξικό, αλλά και άλλες χώρες της κεντρικής και νότιας Αμερικής.

«Πολύ αυστηρό» λόγω των αυστηρών μέτρων οικονομικής πολιτικής που απαιτούσε από τις 15 αναπτυσσόμενες χώρες που συμμετείχαν. Τα μέτρα αυτά είχαν υψηλό κοινωνικό κόστος και οδηγούσαν σε επιδείνωση του βιοτικού επιπέδου.

«Πολύ δαπανηρό», διότι το νέο χρήμα δεν ήταν καθόλου φθηνό. Οι εμπορικές τράπεζες συνέχισαν να δανείζουν με υψηλό επιτόκιο, γεγονός που καθιστούσε τα νέα κεφάλαια ακριβά.

Το 1987-88, έγινε πλέον εμφανές ότι το σχέδιο Baker είχε αποτύχει στους δύο βασικούς του σκοπούς:

- α. να οδηγήσει σε οικονομικές μεταρρυθμίσεις οι οποίες θα μπορούσαν με τη σειρά τους να υποστηρίξουν την οικονομική μεγέθυνση,
- β. να παροτρύνει τις εμπορικές τράπεζες να αυξήσουν των όγκο των δανείων που ήταν αναγκαία για τη χρηματοδότηση των μεταρρυθμίσεων.

¹³ Αργεντινή - Βολιβία - Βραζιλία - Χιλή - Κολομβία - Κόστα Ρίκα - Ισημερινός - Μεξικό - Μαρόκο - Νιγηρία - Περού - Φιλιππίνες - Ουρουγουάη - Βενεζουέλα - πρώην Γιουγκοσλαβία

Το «νέο χρήμα» που διατέθηκε από τους διεθνείς διακρατικούς οργανισμούς στις χώρες του σχεδίου Baker υπολογίστηκε ότι κατά την περίοδο 1985-88 έφτασε συνολικά τα 15,7 δισ. δολάρια (Vásquez 1996, σ.234). Ο αντίστοιχος νέος δανεισμός από εμπορικές τράπεζες έφτασε τα 12,8 δισ δολάρια. Ως σύνολο τα δάνεια των δημόσιων πιστωτών¹⁴ προς τις χώρες του σχεδίου Baker από 50 δισ. δολάρια το 1982 έφτασαν τα 120 το 1987. Κατά το ίδιο διάστημα, οι συνολικές χορηγήσεις από ιδιωτικές εμπορικές τράπεζες παρέμειναν στάσιμες στα 250 δισ. δολάρια, ενώ μειώθηκαν ένα χρόνο αργότερα στα 225 το 1988. Το σχέδιο Baker «πέτυχε» ουσιαστικά να ανακαταναείμει το βάρος των πιστώσεων από τις ιδιωτικές εμπορικές τράπεζες προς τους δημόσιους και διακρατικούς φορείς.

6.1.3.3 Το σχέδιο Brady (*Brady Plan*)

Το πρόβλημα των υπερχρεωμένων αναπτυσσόμενων χωρών εξακολούθησε να υφίσταται, χωρίς να επιτευχθεί ουσιαστική πρόοδος με το σχέδιο Baker ή τις παρεμβάσεις του Δ.Ν.Τ. Τον Μάρτιο του 1989 ο Υπουργός Οικονομικών των Η.Π.Α. Nicholas Brady κατέθεσε το ομώνυμο σχέδιο με σκοπό την αντιμετώπιση του υφιστάμενου προβλήματος του χρέους των αναπτυσσόμενων χωρών. Το συγκεκριμένο σχέδιο ουσιαστικά αναγνώριζε ότι οι οφειλέτες δεν θα μπορούσαν να αποπληρώσουν τα χρέη τους και να επιτύχουν παράλληλη αύξηση της παραγωγής και έτσι κατά βάση προέβλεπε την διαγραφή μέρους του χρέους (Curry 1997, σ.209). Η αναγνώριση του προβλήματος εκ μέρους των Η.Π.Α. προετοίμασε το έδαφος για την μετατόπιση των σχεδίων από την αναδιαπραγμάτευση των δανείων στην διαγραφή ενός μέρους τους.

Οι κυβερνήσεις των αναπτυσσόμενων χωρών όφειλαν να δεσμευτούν –εκ νέου– ότι θα προχωρούσαν σε μέτρα «απελευθέρωσης» των αγορών και σε γενικότερες οικονομικές μεταρρυθμίσεις εκ παραλλήλου προς τις περιοριστικές δημοσιονομικές και νομισματικές πολιτικές –όπως απαιτεί συστηματικά το Δ.Ν.Τ. από χώρες τις οποίες δανείζει τις τελευταίες δεκαετίες. Στο πλαίσιο του σχεδίου Brady την περίοδο 1989-1994 οι συμφωνίες διαγραφής χρεών από ιδιωτικούς δανειστές έφτασαν στο 32% των συνολικών χρεών. Ανήλθαν σε 61 δισεκατομμύρια δολάρια επί συνόλου 191 δισεκατομμυρίων δολαρίων, για τις 18 αναπτυσσόμενες χώρες που συμμετείχαν στη συμφωνία (Curry, 1997, σ.209)

¹⁴ Αφορά διακρατικούς οργανισμούς και απ' ευθείας χρηματοδότηση από διάφορες χώρες.

Το σχέδιο «Brady» προέβλεπε δύο βασικές ρυθμίσεις:

- 1) Αγορά του χρέους (Debt buy-backs) με έκπτωση σε σχέση με την αγοραία αξία. Η χρηματοδότηση του Δ.Ν.Τ. και της Παγκόσμιας Τράπεζας.
- 2) Ανταλλαγή τραπεζικού χρέους με τριακονταετή ομόλογα που θα εξέδιδαν οι χρεωμένες χώρες με τριτεγγύηση της κυβέρνησης των Η.Π.Α. Τα ομόλογα αυτά μπορούσαν να εκδοθούν με έκπτωση 30% εφόσον είχαν το ίδιο επιτόκιο με αυτό του αρχικού είτε να καλύψουν το σύνολο του χρέους αλλά να έχουν επιτόκιο χαμηλότερο από αυτό που προβλεπόταν στο αρχικό χρέος¹⁵.

Με βάση αυτές τις δύο ρυθμίσεις το σχέδιο μπορούσε να εφαρμοστεί με ποικίλες παραλλαγές, προσαρμοζόμενες στα δεδομένα κάθε χώρας. Η πρώτη χώρα που το εφάρμοσε ήταν το Μεξικό –η χώρα από την οποία ξεκίνησε η κρίση. Το σχέδιο Brady για το Μεξικό παρείχε στις πιστώτριες τράπεζες τις εξής τρεις επιλογές (Vásquez 1996, σ.235):

1. Ανταλλαγή του χρέους με τριακονταετές ομόλογο ονομαστικής αξίας κατά 35% χαμηλότερου από το αρχικό χρέος, με επιτόκιο LIBOR +13/16%. Το Μεξικό θα αγόραζε τα αμερικανικά ομόλογα τα οποία αποτελούσαν την εγγύηση των νεοεκδιδόμενων ομολόγων – τα επονομαζόμενα Brady bonds- με χρήματα που θα παρείχε το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και η Παγκόσμια Τράπεζα.
2. Ανταλλαγή του χρέους με έκδοση τριακονταετών ομολόγων ίδιας ονομαστικής αξίας ίσης προς το ύψος του χρέους αλλά με σταθερό επιτόκιο 6,25%, χαμηλότερο από το τότε αγοραίο. Οι εγγυήσεις και η περίοδος αποπληρωμής ήταν η ίδια με τα προβλεπόμενα στην επιλογή «1».
3. Διάθεση «νέου χρήματος» κατά βάση από το Δ.Ν.Τ. και την Παγκόσμια Τράπεζα με την μορφή πιστώσεων που δεν θα ξεπερνούσε το 25% της υπάρχουσας έκθεσης προς την συγκεκριμένη χώρα, με αγοραίο επιτόκιο και με τετραετή περίοδο αποπληρωμής.

Το σχέδιο Brady ακολούθησαν επίσης η Κόστα Ρίκα, η Βενεζουέλα, η Αργεντινή, η Βραζιλία, ο Ισημερινός. Γενικά υπολογίζεται ότι η τυπική συμφωνία οδηγούσε σε διαγραφή χρεών κατά 30-35%.

¹⁵ Παραθέτουμε ένα απλουστευμένο παράδειγμα: Η Χ αναπτυσσόμενη χώρα έχει 100 δολάρια τραπεζικό χρέος με επιτόκιο LIBOR +1%, το οποίο το ανταλλάσσει α) με ένα ομόλογο ονομαστικής αξίας 70 δολαρίων με το ίδιο επιτόκιο (LIBOR +1%) ή β) με ένα ομόλογο ίδιας ονομαστικής αξίας (100 δολάρια) αλλά με χαμηλότερο επιτόκιο LIBOR +0,5%. Και τα δύο λήγουν σε 30 χρόνια και έχουν ως τριτεγγύηση ομόλογα του αμερικανικού δημοσίου.

Δεν έλειψε πάντως η κριτική η οποία είχε δύο άξονες (Vásquez 1996, σ.236):

1. Το σχέδιο δεν πρόβλεψε τις μειώσεις των χρεών που ήταν αναγκαίες για να βοηθηθεί η επανεκκίνηση της αναπτυξιακής διαδικασίας στις υπερχρεωμένες χώρες. Χαρακτηριστικά ο Sachs (1989α) εκτιμά ότι η μείωση έπρεπε να ήταν τουλάχιστον 40% ώστε να αναβαθμιστεί επαρκώς η πιστοληπτική ικανότητα των αναπτυσσόμενων χωρών. Οι Rogoff (1993) και Dooley (1994, 1995) υποστήριξαν ότι για μία ακόμα φορά πραγματικά κερδισμένοι ήταν οι δανείστριες εμπορικές τράπεζες σε αντίθεση με την εκτίμηση του Wijnbergen (1990) ο οποίος θεώρησε το σχέδιο Brady πιο πετυχημένο από το σχέδιο Baker.
2. Η προβλεπόμενη από το σχέδιο χρηματοδότηση από το Δ.Ν.Τ. και την Παγκόσμια Τράπεζα δεν ήταν αρκούντως υψηλή.

Τα πρώτα χρόνια μετά την εφαρμογή του σχεδίου δημιουργήθηκε μία μεγάλη δευτερογενής αγορά ομολόγων Brady. Σταδιακά, καθώς οι αναπτυσσόμενες χώρες επανακτούσαν την πρόσβασή τους στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, η αξία των συναλλαγών των ομολόγων Brady στη δευτερογενή αγορά άρχισε να φθίνει. Πολλές από τις αναπτυσσόμενες χώρες αντάλλαξαν τα «Brady Bonds» με «Eurobonds» ή / και τα εξαγόρασαν από τους δανειστές τους ή άμεσα με συναλλαγές στη δευτερογενή αγορά ομολόγων. Η συνολική αξία των ομολόγων Brady παρέμεινε σημαντική μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1990. Μέσα σε μια δεκαετία εξαγοράστηκε το 35% περίπου των ομολόγων. Το 1999 παρέμεναν ενεργά ομόλογα αξίας 92 δισ. δολαρίων σε χώρες της Λατινικής Αμερικής και 17 δισ. δολάρια σε άλλες χώρες (Bustillo and Velloso, 2000, σ.11).

6.1.4 Συνέπειες της κρίσης

6.1.4.1 Οικονομικές

Η δεκαετία του 1980 θεωρήθηκε ως χαμένη δεκαετία για την οικονομική ανάπτυξη πολλών από τις αναπτυσσόμενες χώρες. Ο παρακάτω πίνακας είναι χαρακτηριστικός για τη σχέση που είχε η μεταβολή του κατά κεφαλήν Α.Ε.Π., με το αυξημένο χρέος των αναπτυσσόμενων χωρών. Οι υπερχρεωμένες χώρες υστέρησαν σημαντικά όσον αφορά στην ετήσια αύξηση του κατά κεφαλήν Α.Ε.Π. σε σχέση με τις χώρες οι οποίες δεν είχαν ιδιαίτερα προβλήματα στην εξυπηρέτηση του χρέους τους. Όπως προκύπτει από την επεξεργασία του πίνακα για το σύνολο των αναπτυσσόμενων χωρών το κατά κεφαλήν Α.Ε.Π. είχε αυξηθεί σωρευτικά το 1991 σε

σύγκριση με το 1981 κατά 12,2%. Όσες εξ αυτών δεν είχαν προβλήματα εξυπηρέτησης του χρέους τους κατέγραψαν σωρευτική αύξηση μεγαλύτερη του 50% στο κατά κεφαλήν Α.Ε.Π., ενώ το ίδιο διάστημα, οι υπερχρεωμένες χώρες βρέθηκαν με σωρευτική μείωση κατά 4,4%.

Πίνακας 6(2): Η εξέλιξη του κατά κεφαλήν Α.Ε.Π. στις αναπτυσσόμενες χώρες 1972-1991

	Μ.Ο. 1972-1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Αναπτυσσόμενες χώρες	2,3	-0,2	-0,1	1,8	1,7	1,7	1,4	2,1	0,9	0,4	1,9
Χώρες με δυσκολίες στην εξυπηρέτηση του χρέους	1,7	-2	-3,9	0,4	1,1	1,3	0,3	-0,2	-0,5	-2,5	0,8
Χώρες χωρίς προβλήματα στην εξυπηρέτηση χρέους	3,5	3,3	5,1	5,8	4,8	4,2	5,3	5,6	2,6	3,5	3,4

Πηγή: Dooley (1994, σ.22). Τα στοιχεία προέρχονται από το World Economic Outlook (Οκτ. 1990) του Δ.Ν.Τ.

Οι υπερχρεωμένες αναπτυσσόμενες οικονομίες που επλήγησαν από την κρίση του χρέους παρουσίασαν εμφανή επιδείνωση της παραγωγής και των όρων εμπορίου. Οι επιδόσεις τους την «χαμένη» δεκαετία του 1980 υπολείπονται κατά πολύ σε σχέση με την τάση που είχε διαμορφωθεί προ του 1980. Ο μέσος όρος της ετήσιας αύξησης του Α.Ε.Π. τη δεκαετία 1980-1990 ήταν σχεδόν τέσσερις φορές μικρότερος από την δεκαπενταετία 1965-1980: 17% μόλις έναντι μέσου όρου 6,3% (Ferraro και Rosser, 1994, σ.342). Ανάλογα απαισιόδοξη εικόνα παρουσιάζουν οι όροι εμπορίου, οι οποίοι δείχνουν τη σχετική μεταβολή των τιμών των εξαγωγών προς τις τιμές των εισαγωγών.

Οι Hart και Woller (1995, σ.10), υπογραμμίζουν ότι οι καθαρές εκροές κεφαλαίων από αναπτυσσόμενες χώρες προς αναπτυγμένες για την αποπληρωμή δανείων υπήρξαν δυσανάλογες σε σχέση με τις εισροές, με αποτέλεσμα να επιδεινωθούν οι συνθήκες για την ανάκαμψη. Οι χώρες αυτές ουσιαστικά «εκβιάστηκαν» προκειμένου να αρχίσουν να πληρώνουν τα εξωτερικά χρέη τους (Kaminsky και Pereira 1996, σ.2). Υπό «φυσιολογικές» συνθήκες αναμενόταν ότι τα κεφάλαια θα έρρεαν από τον αναπτυγμένο κόσμο προς τον αναπτυσσόμενο. Οι καθαρές εκροές κεφαλαίων την περίοδο 1983-1989, από αναπτυσσόμενες χώρες προς τις τράπεζες της Β. Αμερικής, της Δυτ. Ευρώπης και της Ιαπωνίας έφθασαν στα 193 δισεκατομμύρια δολάρια. Το ποσό αυτό ξεπέρασε τα σωρευτικά εμπορικά πλεονάσματα των αναπτυγμένων χωρών κατά 5 δισεκατομμύρια δολάρια. Με άλλα λόγια, αντί οι αναπτυγμένες χώρες να ενισχύουν τις αναπτυσσόμενες, οι αναπτυσσόμενες χρηματοδότησαν την μεγέθυνση των αναπτυγμένων. Ο Sachs (1989β, σ.91) υποστηρίζει ότι τη δεκαετία του 1980 το βιοτικό επίπεδο σε πολλές

αναπτυσσόμενες χώρες μειώθηκε στα επίπεδα της δεκαετίας του '50 και του '60. Σε αυτή τη βάση θα έπρεπε ίσως κανείς να μιλήσει όχι για μια χαμένη απλώς δεκαετία όπως προαναφέραμε αλλά για μια περίοδο πλήρους οικονομικής οπισθοδρόμησης.

6.1.4.2 Κοινωνικές

Η οικονομική οπισθοδρόμηση δέκα χρόνια μετά την κρίση αποτυπώνεται πιο γλαφυρά με τους εξής αριθμούς (Ferraro και Rosser, 1994, σ. 335):

- α. 1 δισεκατομμύριο άνθρωποι ζούσαν στην απόλυτη ένδεια
- β. 100 εκατομμύρια άνθρωποι ήταν άστεγοι
- γ. 800 εκατομμύρια άτομα υπέφεραν από πείνα κάθε ημέρα
- δ. 1,75 δισεκατομμύρια άνθρωποι δεν είχαν πρόσβαση σε ασφαλές πόσιμο νερό.

Αναμφίβολα η κατάσταση αυτή θα μπορούσε να είναι καλύτερη αν δεν είχε ξεσπάσει η κρίση του χρέους. Πράγματι η κρίση του 1982 είχε σημαντικές κοινωνικές συνέπειες. Σε συνδυασμό με τις περιοριστικές πολιτικές που επέβαλλε το Δ.Ν.Τ. προκάλεσε στις αναπτυσσόμενες χώρες μεγάλη πτώση των μέσων πραγματικών και ελάχιστων μισθών. Υπολογίζεται ότι σε οκτώ από τις έντεκα χώρες της Λατινικής Αμερικής ο ελάχιστος μισθός έπεσε στα επίπεδα της δεκαετίας του 1960. Το κόστος διατροφής σημείωσε σημαντική άνοδο με συνέπεια την αύξηση του υποσιτισμού. Την περίοδο 1982-1986 το μερίδιο του ελάχιστου μισθού που διατίθετο για την προμήθεια διατροφικής αξίας ίσης με μια θερμίδα αυξήθηκε κατά μέσο όρο κατά 65%. Η μεγαλύτερη αύξηση παρατηρήθηκε στο ψωμί και έφθασε το 130%. Έγιναν σημαντικές περικοπές σε δαπάνες υγείας, εκπαίδευσης, υποδομών με αποτέλεσμα την εμφάνιση της ύφεσης (Hart and Woller, 1995, σ.9). Σε πολλά αναπτυσσόμενα κράτη ξέσπασαν βίαιες ταραχές με κύριο αίτιο την αυστηρή περιοριστική πολιτική που επιβλήθηκε λόγω της «γραμμής» του Δ.Ν.Τ. Έχει υπολογιστεί ότι τα χρόνια εκείνα ξέσπασαν πάνω από 20 αιματηρές ταραχές που στοίχισαν τη ζωή σε πάνω από 3.000 ανθρώπους. Η πιο χαρακτηριστική εξ αυτών ήταν το 1989 στη Βενεζουέλα όπου έχασαν τη ζωή τους πάνω από 300 άνθρωποι (Ferraro και Rosser, 1994, σ.344).

Την κοινωνική κρίση σε πολλές περιπτώσεις ακολούθησε σοβαρή πολιτική κρίση: καταλύθηκε το δημοκρατικό καθεστώς από ομάδες που εκμεταλλεύτηκαν την κακή οικονομική κατάσταση και εξαθλίωση των λαών. Η εκτροπή της κοινωνικής και πολιτικής ζωής σε ανώμαλες καταστάσεις αποτελεί κανόνα για τις αναπτυσσόμενες

χώρες ενόσο δεν ανέρχεται το βιοτικό επίπεδο των λαών και οι οικονομίες δεν εισέρχονται σε φάση σταθερής, βιώσιμης ανάπτυξης.

6.1.4.3 Η μετάδοση της κρίσης (*contagion effects*).

Στην κρίση του Χρέους εμφανίζεται -για πρώτη φορά μετά την εφαρμογή του συστήματος του Bretton Woods (1945)- το φαινόμενο της «μετάδοσης» (*contagion*) μιας κρίσης. Η «μετάδοση» της κρίσης επιταχύνεται ανάλογα με την κινητικότητα των παραγωγικών, εμπορικών και δανειακών κεφαλαίων. Ο Boughton (2000, σ.185) χαρακτηρίζει το φαινόμενο «πρωτοεμφανιζόμενο» στην περίπτωση της «κρίσης του χρέους». Υποστηρίζει ότι ειδικά για τις οικονομίες της Βραζιλίας και της Αργεντινής η μετάδοση επιτάχυνε την εκδήλωση της κρίσης. Οι De Gregorio και Valdes (2000) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η κρίση του 1982 ήταν εξίσου «μεταδοτική» με τη μεταγενέστερη κρίση της Ν.Α. Ασίας το 1997.

Οι Η.Π.Α. όπως και άλλες αναπτυγμένες χώρες επηρεάστηκαν αρνητικά από την κρίση του χρέους κατά τη δεκαετία του '80. Οι αναπτυσσόμενες χώρες αναγκάστηκαν να μειώσουν δραστικά τις εισαγωγές προκειμένου να αυξηθεί το διαθέσιμο συνάλλαγμα που απαιτούσε η εξυπηρέτηση μέρους των χρεών τους. Βάσει των στοιχείων των Ferraro και Rosser (1994) η πτώση στο μέσο ετήσιο ποσοστό αύξησης των εισαγωγών των δεκαεπτά πιο χρεωμένων χωρών ήταν θεαματική: ενώ την περίοδο 1965-80 είχε καταγραφεί αύξηση των εισαγωγών με μέσο ετήσιο ποσοστό 6,3%, την περίοδο 1980-87, οι εισαγωγές μειώθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 6%. Πρόκειται δηλαδή για μία συνολική μεταβολή της τάξεως δώδεκα ποσοστιαίων μονάδων. Σε απόλυτα μεγέθη εκτιμάται ότι τα 17 πιο χρεωμένα έθνη μείωσαν τις εισαγωγές τους από τον αναπτυγμένο κόσμο κατά 72 δισεκατομμύρια δολάρια, σωρευτικά από το 1981 ως το 1986. Οι Η.Π.Α., ο μεγαλύτερος εμπορικός εταίρος των χωρών της Λατινικής Αμερικής, επηρεάστηκε αρνητικά πιο πολύ από κάθε άλλη αναπτυγμένη χώρα. Υπολογίζεται ότι για τις Η.Π.Α. χάθηκαν συνολικά 1,6 εκατομμύρια θέσεις εργασίες, λόγω της ύφεσης που επικράτησε στις αναπτυσσόμενες χώρες¹⁶. Αρνητικές επιδράσεις, μικρότερου όμως μεγέθους, δέχτηκε η Ιαπωνία και οι χώρες της Ενωμένης Ευρώπης.

¹⁶ Τα στοιχεία που παραθέτουν οι Ferraro και Rosser (1994) αναφορικά με τις απώλειες θέσεων εργασίας στις Η.Π.Α. προέρχονται από το υπόμνημα του R. Feinberg, Αντιπροέδρου του Συμβουλίου Υπερπόντιας Ανάπτυξης των Η.Π.Α. προς την Αμερικανική Γερουσία, αναφορικά με το θέμα του διεθνούς χρέους στις 9 Μαρτίου του 1987 (βλ. σελ. 6-7).

6.2 Η «κρίση της τεκίλα» (1994-95): Η φρενήρης ροή των κεφαλαίων.

Λίγα χρόνια μετά την εφαρμογή του σχεδίου Brady για την ρύθμιση των δανειακών εκκρεμοτήτων της «κρίσης του χρέους» το Μεξικό βρέθηκε πάλι, πρώτο στη δίνη του κυκλώνα μιας νέας κρίσης. Αυτή τη φορά η κρίση θα μείνει γνωστή στη βιβλιογραφία ως «κρίση της τεκίλα»: ίσως για να τιμηθεί το χαρακτηριστικό-εθνικό ποτό της χώρας που την επώασε ή πάλι για να υπογραμμιστεί η φρενήρης μέθη που κατέλαβε τα διεθνή κεφάλαια ως εάν είχαν αιφνιδίως ποτιστεί στις αλκοολούχες αναθυμιάσεις της πιο δυνατής τεκίλα. Η κρίση ξεκίνησε από το Μεξικό το Δεκέμβρη του 1994 και επεκτάθηκε σε άλλες οικονομίες, κυρίως στη Λατινική Αμερική. Για πολλούς, μεταξύ των οποίων ο M. Camdessus διευθύνων σύμβουλος του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου την εποχή εκείνη, η εν λόγω κρίση θεωρήθηκε ως «η πρώτη χρηματοπιστωτική κρίση του 21ου αιώνα», λόγω του πρωτόγνωρου μεγέθους και της ταχύτητας με την οποία κινούνταν τα κερδοσκοπικά κεφάλαια. Κατά τα χρόνια που προηγήθηκαν της κρίσης, το Μεξικό είχε δεχτεί πακτωλό κεφαλαίων. Με το ξέσπασμα της κρίσης προκλήθηκε μεγάλη αναστροφή της κίνησης των κεφαλαίων που, είχε σημαντικές αρνητικές συνέπειες για την οικονομία του Μεξικού και, τις άλλες, κυρίως Λατινοαμερικάνικες οικονομίες, στις οποίες «μεταδόθηκε» η κρίση.

6.2.1 Η εκδήλωση της κρίσης

Τον Δεκέμβρη του 1994 σε μια εβδομαδιαία δημοπρασία κρατικών ομολόγων η κεντρική τράπεζα του Μεξικού βρέθηκε σε αδυναμία να αναχρηματοδοτήσει το χρέος της κυβέρνησης (Cole και Kehoe, 1996, σ.309). Η προκληθείσα «κρίση της τεκίλα» ξέσπασε στις 19 Δεκεμβρίου του 1994, όταν η κυβέρνηση αποφάσισε να υποτιμήσει το νόμισμα της χώρας (μεξικανικό πέσο) κατά 15%. Η απόφαση αυτή κλόνησε τις διεθνείς αγορές γιατί η κυβέρνηση υπαναχώρησε από τη δέσμευσή της περί μη υποτίμησης. Μέσα σε μια βδομάδα από την υποτίμηση, το πέσο έχασε πάνω από το 50% της αξίας του. Μέχρι τα μέσα Μαρτίου το δολάριο είχε ανατιμηθεί πάνω από 100% σε σχέση με το πέσο: από 3,5 πέσο ανά δολάριο τον Δεκέμβρη, τον Μάρτη ένα δολάριο άξιζε 7,4 πέσο (Esquivel και Larrain, 1999, σ.8).

Ο Boughton (2000, σ.274) περιγράφει το κλίμα λίγο πριν και μετά την υποτίμηση του πέσο¹⁷.

¹⁷ Σε δική μας απόδοση.

«Μέχρι τον Δεκέμβρη παράγοντες της αγοράς είχαν πεισθεί ότι η συναλλαγματική ισοτιμία [του μεξικάνικου πέσο] ήταν υπερτιμημένη, φήμες ότι επίκειται υποτίμηση ήταν διάσπαρτες και τα συναλλαγματικά αποθέματα της χώρας είχαν λιγοστέψει επικίνδυνα. Μία μεταβολή στην ειδησεογραφία -η εξέγερση των αγροτών στην επαρχία Τσιάπας- προκάλεσε μαζικές πωλήσεις μεξικανικών μετοχών και ομολόγων και εξώθησε την κυβέρνηση στην υποτίμηση του πέσο. Όταν η υποτίμηση απέτυχε να ανακόψει τις εκροές [κεφαλαίων]... η κυβέρνηση εγκατέλειψε την προσπάθεια [στήριξης του πέσο] μετά από δύο μέρες το πέσο αφέθηκε σε ελεύθερη διακύμανση. Το Μάρτιο όταν η αναταραχή έφθασε στο τέλος της, λίγο πριν τελειώσει η κρίση το πέσο είχε χάσει πάνω από τη μισή του αξία σε σχέση με το δολάριο».

Ο πληθωρισμός εκτινάχθηκε σε δυσθεώρητα ύψη (53,3%). Έτσι σε συνδυασμό με τη μεγάλη υποτίμηση η κυβέρνηση οδηγήθηκε σε αύξηση των επιτοκίων τα οποία έφθασαν μέχρι το 80%. Το αποτέλεσμα ήταν ο μεγάλος περιορισμός της ενεργού ζήτησης και η συνακόλουθη μείωση του Α.Ε.Π. που μέσα σε ένα έτος συρρικνώθηκε κατά 7% σε πραγματικούς όρους. Υπολογίζεται ότι το δημοσιονομικό κόστος της κρίσης έφθασε στο 19,3% του Α.Ε.Π. της χώρας¹⁸. Η κρίση, όπως άλλωστε οι περισσότερες σύγχρονες χρηματοπιστωτικές κρίσεις, έπληξε δυσανάλογα τα φτωχότερα στρώματα του πληθυσμού. Οι διεθνείς και οι εγχώριοι μεγάλοι επενδυτές και κερδοσκόποι δεν υπέστησαν απώλειες. Έμειναν πρακτικά «ατιμώρητοι», παρά την επικίνδυνη κερδοσκοπική συμπεριφορά που είχαν επιδείξει προηγουμένως και με την οποία ουσιαστικά υποδαύλισαν την κρίση. *«Οι κάτοχοι των "Tesobonos"¹⁹ δεν υπέστησαν καμία ζημία»* (Bordo και Schwartz 2000, σ.92).

Η κρίση αποτέλεσε αφορμή να ξεκινήσει η αντιπαράθεση μεταξύ των οικονομολόγων για τις αιτίες που προκαλούν αστάθεια στις οικονομίες και για την ανάγκη επανασχεδιασμού του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, ώστε να γίνονται οι κρίσεις λιγότερο πιθανές (Calomiris, 1999, σ.1457). Η συζήτηση συνεχίζεται μέχρι σήμερα...

¹⁸ Krugman (1997α), Baquerizo, (2006, σ.2)

¹⁹ Πρόκειται για κρατικά ομόλογα με ρήτρα δολαρίου. Ο συναλλαγματικός κίνδυνος μεταφέρεται εξ ολοκλήρου από τον επενδυτή στην κυβέρνηση του Μεξικού, η οποία αναλαμβάνει στη λήξη τους να τα αποπληρώσει σε δολάρια.

6.2.2 Οι οικονομίες της Λατινικής Αμερικής μέχρι την κρίση του 1994.

Κοινό χαρακτηριστικό όλων των πληγείσων από την κρίση του 1994 χωρών ήταν η απορρύθμιση των χρηματοπιστωτικών τους αγορών. Η απελευθέρωση και η γενικότερη απορρύθμιση των αγορών τους προκάλεσε έντονες εισροές κεφαλαίων, οι οποίες σε μεγάλο βαθμό κατευθύνθηκαν, μέσω της διαμεσολάβησης του τραπεζικού συστήματος, σε κερδοσκοπικές τοποθετήσεις και στην κατανάλωση. Όπως και στην κρίση του 1982 οι διεθνείς πιστωτές και επενδυτές ήραν την εμπιστοσύνη τους προς τις οικονομίες της Λατινικής Αμερικής, προκαλώντας σοβαρές αναταράξεις, με τελική κατάληξη την κρίση του 1994-95. Συγκρινόμενη με εκείνη του 1982, η κρίση του 1994 περιορίστηκε σε στενότερα γεωγραφικά όρια, ωστόσο η ένταση και η ταχύτητα της κίνησης κεφαλαίων ήταν οι εντονότερες που είχαν υπάρξει μεταπολεμικά.

6.2.2.1 Μεξικό

Η οικονομία της χώρας τα χρόνια που ακολούθησαν την κρίση του 1982 σημαδεύτηκε από υψηλό πληθωρισμό και συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας. Το 1985 απελευθερώθηκε το εμπόριο με το εξωτερικό (περιορισμός δασμών, ποσοτώσεων κλπ) και το 1987 ξεκίνησε ένα πρόγραμμα «διαρθρωτικών αλλαγών» για τη σταθεροποίηση της οικονομίας. Σε αυτό προβλεπόταν μεταξύ άλλων η συμφωνία συνδικάτων-εργοδοτών και κυβέρνησης για τον καθορισμό τιμών-μισθών-συναλλαγματικής ισοτιμίας, καθώς και η πρόσδεση του πέσο με το δολάριο με ένα στενό εύρος διακύμανσης (Calvo και Mendoza, 1996, σ.238). Παράλληλα καταργήθηκαν οι εναπομείναντες περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων και σε συνδυασμό με την ευνοϊκή συγκυρία που δημιουργούσαν τα χαμηλά αμερικανικά επιτόκια προσελκύστηκε μεγάλος όγκος ξένων κεφαλαίων. Ακολούθησε η πτώση του πληθωρισμού, και η άνοδος του Α.Ε.Π. με μέσο ετήσιο ρυθμό 3,1% κατά την περίοδο 1989-1994. Οι εισαγωγές και οι εξαγωγές της χώρας αυξήθηκαν σημαντικά. Αύξηση σημείωσαν επίσης οι άμεσες επενδύσεις (Diaz, 1998, σ.303).

Τα χαμηλά επιτόκια των Η.Π.Α. ώθησαν τις μεξικανικές τράπεζες να δανειστούν σε δολάρια. Αυτά τα δάνεια οδήγησαν σε έντονη εγχώρια πιστωτική επέκταση. Υπολογίζεται ότι οι εισροές πιστώσεων από το εξωτερικό προς τον ιδιωτικό τομέα από 193 εκ. δολάρια το 1988 εκτινάχθηκαν στα 27,8 δισ. δολάρια το

1994. Οι συνολικές ξένες καθαρές εισροές κεφαλαίων προς τον ιδιωτικό τομέα, την ίδια περίοδο, ξεπέρασαν τα 97 δισ. δολάρια (Diaz 1998, σ.307).

Οι Stallings και Studart (2001) αναφέρονται στην «απελευθέρωση» του χρηματοπιστωτικού συστήματος -και ιδιαίτερα των τραπεζών- από τον απόλυτο έλεγχο του κράτους. Η προσπάθεια απελευθέρωσης του τραπεζικού συστήματος ξεκίνησε το 1988, οπότε ιδιωτικοποιήθηκαν πολλές τράπεζες (οι περισσότερες από τις οποίες είχαν κρατικοποιηθεί στο παρελθόν). Παράλληλα απελευθερώθηκαν τα επιτόκια. Η αντίδραση του τραπεζικού συστήματος στις αλλαγές αυτές ήταν άμεση. Οι καταθέσεις και οι χορηγήσεις αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 30% σε πραγματικούς όρους κατά την περίοδο 1989-1994. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές πραγματοποιήθηκαν χωρίς την ανάπτυξη των εποπτικών μέσων που θα προλάμβαναν ή θα περιόριζαν λανθασμένες τραπεζικές πρακτικές, οι οποίες αρκετές φορές ξέφευγαν από το πλαίσιο της νομιμότητας. Το τραπεζικό σύστημα του Μεξικού διακρινόταν από πολλές αδυναμίες²⁰. Οι αναλύσεις των πιστοδοτήσεων ήταν ανεπαρκείς και ο εσωτερικός έλεγχος των τραπεζών ελλιπής αν όχι ανύπαρκτος. Οι μεξικανικές τράπεζες δάνειζαν τις καταθέσεις τους στο πολλαπλάσιο και χρηματοδοτούσαν τις ανάγκες σε κεφάλαια που δημιουργούσε το «άνοιγμα» καταθέσεων-χορηγήσεων, από την διατραπεζική αγορά -κυρίως από τράπεζες του εξωτερικού. Το αποτέλεσμα αυτής της πρακτικής ήταν η συσσώρευση πολλών προβληματικών δανείων, η υπερχρέωση σε ξένα νομίσματα και η εμφάνιση προβλημάτων ρευστότητας. Οι αδυναμίες αυτές βγήκαν στην επιφάνεια με το ξέσπασμα της κρίσης του 1994.

Ο Diaz (2000, σ.9) ταξινόμησε τις τράπεζες που από την κρατική ιδιοκτησία πέρασαν στα χέρια ιδιωτών, σε τρεις κατηγορίες:

1. Στην πρώτη εντάσσονταν οι τράπεζες που οι νέοι ιδιοκτήτες τις χρησιμοποιούν για να διεκπεραιώσουν παράνομες δραστηριότητες. Δεν επρόκειτο για προβληματικά απλώς δάνεια αλλά, για «μαύρες τρύπες» στους λογαριασμούς μετά την ιδιωτικοποίηση όπως και για χορηγήσεις χρημάτων των οποίων ο προορισμός δεν αποκαλύφθηκε ποτέ- άλλωστε πολλά δισεκατομμύρια δολάρια διοχετεύθηκαν στους ίδιους τους ιδιοκτήτες. Πολλές μικρές και μικρομεσαίες τράπεζες του Μεξικού εντάσσονταν σε αυτή την κατηγορία.
2. Στην δεύτερη, άνηκαν τράπεζες με σχετικά χαμηλή κεφαλαιακή επάρκεια. Ο (νέος) ιδιοκτήτης τους συγκέντρωσε τα κεφάλαια που ήταν απαραίτητα για την εξαγορά της

²⁰ Diaz (2000), Stallings και Studart (2001), Granville (2002)

τράπεζας πείθοντας διάφορους επενδυτές ότι θα απολάμβαναν σημαντικά κεφαλαιακά κέρδη. Μετά όμως από την εξαγορά διακόπηκε η περαιτέρω ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας, με αποτέλεσμα οι τράπεζες αυτές να βρεθούν με αδύναμη τελικώς κεφαλαιακή βάση.

3. Στην τρίτη περιλαμβάνονται λίγες μεγάλες τράπεζες, τις οποίες οι νέοι ιδιοκτήτες στήριζαν με επαρκή κεφάλαια. Στην κατηγορία αυτή σημειώθηκε πραγματική αύξηση των κεφαλαίων και οι δραστηριότητές τους κινούνταν σε νόμιμο πλαίσιο. Περιπτώσεις προβληματικών χορηγήσεων καταγράφονταν πάντως και σε αυτήν την κατηγορία τραπεζών.

Πριν την κρίση του 1994 κυριάρχησαν οι σημαντικές εισροές κεφαλαίων (Dooley, 1994) και η έντονη πιστωτική επέκταση (Diaz, 1998, 2000). Το 1992 οι εισροές ιδιωτικών κεφαλαίων στο Μεξικό έφταναν το 8% του Α.Ε.Π. της χώρας. Αυξητική ήταν η τάση τους τις επόμενες δύο χρονιές (Dooley, 1994, σ.1). Ξεπέρασαν ακόμη και τα υψηλά επίπεδα που είχαν καταγραφεί κατά την δεκαετία πριν την κρίση του 1982.

Η μείωση του εσωτερικού δημόσιου χρέους από 20% σε 5% μέσα σε λίγα χρόνια συντέλεσε στην αύξηση της ρευστότητας στην αγορά. Η «απελευθέρωση» του τραπεζικού συστήματος και η ένταση του ανταγωνισμού στον χώρο της τραπεζικής πίστης συνέβαλαν προς την ίδια κατεύθυνση. Η πιστωτική επέκταση τόσο ως προς την έκταση όσο και ως προς τους ρυθμούς κινήθηκε εκτός ουσιαστικού ελέγχου από τις εποπτικές αρχές.

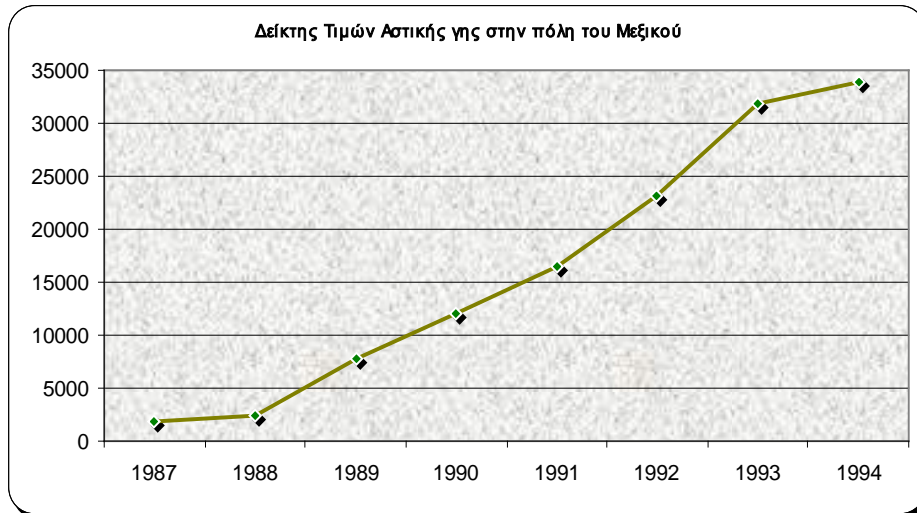
Μεγάλο μέρος της πιστωτικής επέκτασης της περιόδου 1988-1994 κατευθύνθηκε σε προσωπικά και καταναλωτικά δάνεια καθώς και σε δάνεια που αφορούσαν αγορά μετοχών και ακίνητης περιουσίας. Στο πλαίσιο αυτό αναπτύχθηκε μία χαρακτηριστική «φούσκα» στις τιμές των ακινήτων. Σύμφωνα με τα στοιχεία της κεντρικής τράπεζας του Μεξικού μέσα σε έξι χρόνια ο δείκτης τιμών αστικής γης της πόλης του Μεξικού αυξήθηκε κατά 13 φορές ή με μέσο ετήσιο ρυθμό 207% [βλ. γράφημα 2.3(4)] (Diaz, 2000, σ.11). Καίρια ήταν η σχετική επισήμανση του Dooley (1994, σ.36) σε ένα προφητικό άρθρο του που δημοσιεύθηκε τον Δεκέμβρη του '94 λίγο πριν το ξέσπασμα της κρίσης²¹:

«...από το 1990 οι εισροές ιδιωτικών κεφαλαίων στις χώρες όπου εφαρμόσθηκε το σχέδιο Brady είναι πολύ ισχυρές...οι τιμές των μετοχών

²¹ Σε δική μας απόδοση.

και της ακίνητης περιουσίας εκτινάχθηκαν. Είναι η κρίση του 1982 παρελθόν, όπως θεωρούν πολλοί αναλυτές, ή απλά κοιμάται;»

Γράφημα 6(3) : Η σημαντική αύξηση των τιμών της γης στην πόλη του Μεξικού (1987-1994)



Πηγή: Diaz (2000, σ.11) βάσει στοιχείων της κεντρικής τράπεζας του Μεξικού.

6.2.2.2 Αργεντινή

Στα τέλη της δεκαετίας του 1980 στην Αργεντινή επιδιώχθηκε επίσης το «άνοιγμα των αγορών» [Carrizosa et al (1996), Stallings και Studart (2001)]. Στο στόχαστρο ήταν η άρση των περιορισμών στο συνάλλαγμα και στην κίνηση κεφαλαίων. Σε μακροοικονομικό επίπεδο με τη διατήρηση σταθερής ισοτιμίας για το εθνικό της νόμισμα (σύστημα νομισματικού συμβουλίου – currency board) η χώρα πέτυχε να τιθασεύσει τον πληθωρισμό και να περιορίσει τον συναλλαγματικό κίνδυνο των επενδύσεων και των χρηματιστηριακών τοποθετήσεων. Η αισιοδοξία της εγχώριας χρηματοπιστωτικής αγοράς υποστηριζόταν εξάλλου από το καλό διεθνές οικονομικό περιβάλλον λόγω των χαμηλών επιτοκίων, της αυξημένης ρευστότητας των αγορών και των καλών επιδόσεων της οικονομίας των Η.Π.Α. Έτσι το χρηματοπιστωτικό σύστημα της Αργεντινής είχε πλέον σταδιακά ανακάμψει μετά την κρίση του '82. Το επίπεδο των καταθέσεων και των χορηγήσεων είχε αυξηθεί, ενώ ταυτόχρονα τα επιτόκια του εθνικού νομίσματος (πέσο) είχαν μειωθεί σημαντικά. Τα σημαντικότερα χαρακτηριστικά της περιόδου πριν την κρίση ήταν (Stallings και Studart 2001, σ.21):

- i. Η διεύρυνση της νομισματικής βάσης που οδήγησε σε αύξηση των καταθέσεων.

- ii. Η αύξηση των εισερχόμενων κεφαλαίων λόγω διατήρησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Αξίζει να σημειωθεί ότι χαρακτηριστικό της περιόδου ήταν ο δανεισμός των τραπεζών σε δολάρια και η χορήγηση δανείων πάλι σε δολάρια, με συνέπεια τη «δολαριοποίηση» των υποχρεώσεων και των απαιτήσεων των τραπεζών της Αργεντινής.
- iii. Η έντονη πιστωτική επέκταση, που προκλήθηκε από τον οξύ τραπεζικό ανταγωνισμό, με συνέπεια τη χαλάρωση της στρατηγικής χορηγήσεων και τη χειροτέρευση του χαρτοφυλακίου των τραπεζών.

6.2.2.3 Χιλή

Στη Χιλή οι μεταρρυθμίσεις του χρηματοπιστωτικού συστήματος είχαν ξεκινήσει μία δεκαετία νωρίτερα (από τα μέσα του '70) από ότι στις άλλες χώρες της Λατινικής Αμερικής. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές περιελάμβαναν (Stallings και Studart, 2001):

- i. «Απελευθέρωση» επιτοκίων
- ii. Περιορισμό των «κατευθυνόμενων» από το κράτος δανείων
- iii. Μείωση των υποχρεωτικών διαθεσίμων των τραπεζών
- iv. Γενικότερη χαλάρωση και «απελευθέρωση» του χρηματοπιστωτικού συστήματος

Η μεταρρυθμιστική διαδικασία διακόπηκε από την κρίση του 1982, οπότε η Χιλή αναγκάστηκε να κρατικοποιήσει πολλές τράπεζες –συμπεριλαμβανομένων και των δύο μεγαλύτερων τραπεζών της χώρας- για να αποφύγει τη γενική κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος. Η κρίση του χρέους, η οποία επηρέασε σφόδρα το τραπεζικό σύστημα της χώρας, υπολογίστηκε ότι κόστισε το 25% του Α.Ε.Π. (Calomiris, 1999, σ.1457). Μετά την κρίση του 1982 οι προσπάθειες για τη μεταρρύθμιση του τραπεζικού συστήματος συνεχίστηκαν. Οι νέες μεταρρυθμίσεις πρόβλεπαν:

- i. Σχεδιασμό ενός νέου συστήματος εποπτείας (αυστηρότερου αυτή τη φορά) το οποίο θα προλάμβανε τα προβλήματα στο τραπεζικό σύστημα
- ii. Υψηλότερους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας
- iii. Υψηλότερα αποθεματικά από τις τράπεζες
- iv. Ευρύτερη δημόσια πληροφόρηση για τους ισολογισμούς των τραπεζών
- v. Μερική εγγύηση των τραπεζικών καταθέσεων

vi. Αυστηρό διαχωρισμό των καθαρών τραπεζικών εργασιών των τραπεζών από τις θυγατρικές τους.

Σε αντίθεση με τις περισσότερες από τις άλλες χώρες της Λατινικής Αμερικής, η Χιλή «άνοιξε» το χρηματοπιστωτικό της σύστημα σταδιακά και με αργούς ρυθμούς. Παράλληλα φρόντισε να αναπτύξει τις πολιτικές εκείνες που θα προλάμβαναν ή θα επέτρεπαν στην οικονομία να ξεπεράσει, πιο ήπια, ενδεχόμενες κρίσεις. Έτσι θεσπίστηκε η φορολόγηση των κερδοσκοπικών-βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων, καθώς και άλλοι διοικητικοί περιορισμοί όπως τα υποχρεωτικά διαθέσιμα στην κεντρική τράπεζα για την πραγματοποίηση χρηματιστηριακών τοποθετήσεων εντός της χώρας. Χαρακτηριστική ως προς αυτό ήταν άλλωστε η εφαρμογή ενός «Φόρου Tobin» ώστε να περιοριστούν οι επιπτώσεις των βραχυπρόθεσμων κερδοσκοπικών κεφαλαίων προελεύσεως εξωτερικού στη χιλιανή οικονομία.

6.2.2.4 Βραζιλία

Η Βραζιλία ακολούθησε πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων πριν την κρίση του 1994, με στόχο την απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού-τραπεζικού συστήματος και στην υιοθέτηση του συμφώνου της Βασιλείας (Basle Accord) ως προς τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών²².

Οι μεταρρυθμίσεις είχαν άμεσες συνέπειες στο τραπεζικό σύστημα με σημαντικότερη την μεγάλη μείωση του αριθμού των εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών καθώς και των άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και τη δημιουργία των λεγόμενων «καθολικών» τραπεζών²³ οι οποίες κυριάρχησαν στο τραπεζικό σύστημα της Βραζιλίας έκτοτε και συνεχίζουν να κυριαρχούν μέχρι σήμερα.

6.2.3 Τα αίτια της κρίσης

Η κρίση ξέσπασε μετά από δύο «τυχαία» γεγονότα: την εξέγερση των αγροτών «Τσιάπας» στις επαρχίες του Μεξικού και τη δολοφονία του υποψηφίου του κυβερνώντος κόμματος για την προεδρεία της δημοκρατίας. Τα γεγονότα αυτά αποτέλεσαν την αφορμή για να μειωθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών που

²² Πρβλ. <http://www.bis.org>

²³ Καθολικές Τράπεζες (Universal Banks) χαρακτηρίζονται αυτές που δραστηριοποιούνται στο σύνολο των τραπεζικών-χρηματοοικονομικών εργασιών, όπως η εμπορική τραπεζική, η επενδυτική τραπεζική, ασφαλιστικές υπηρεσίες, υπηρεσίες χρηματοδοτικής μίσθωσης κλπ. Τέτοιου είδους τράπεζες απαγορεύονται στις Η.Π.Α. αλλά είναι ο κανόνας στην Ευρώπη και σε πολλές άλλες χώρες.

ρευστοποίησαν περιουσιακά στοιχεία και φυγάδευσαν τα κεφάλαια τους σε άλλες αγορές. Τα βαθύτερα αίτια που προκάλεσαν την κρίση χρήζουν όμως προσεκτικότερης ανάλυσης.

6.2.3.1 Το χρηματοπιστωτικό σύστημα του Μεξικού και η πιστωτική επέκταση.

Οι τράπεζες με ριψοκίνδυνες στρατηγικές χορηγήσεων προκάλεσαν μη ελεγχόμενη πιστωτική επέκταση η οποία κατευθύνθηκε σε μη παραγωγικές τοποθετήσεις, όπως τα ακίνητα, η αγορά κινητών αξιών (μετοχές, ομόλογα) και η καταναλωτική πίστη.

Η «κρίση της τεκίλα» δεν ήταν μια κλασική κρίση λόγω επιδείνωσης του ισοζυγίου πληρωμών. Προκλήθηκε από το συνδυασμό της μεγάλης πιστωτικής επέκτασης και των διαρθρωτικών προβλημάτων του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η κατάσταση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στα τέλη του 1994 προέκυψε ως αποτέλεσμα μιας πολυετούς διαδικασίας (Díaz 2000). Η πιστωτική επέκταση των εμπορικών τραπεζών προς τον ιδιωτικό τομέα σε πραγματικούς όρους έφθασε κατά την περίοδο 1988-1994 το 25% το χρόνο (σωρευτικά 277%). Σε απόλυτους αριθμούς το φαινόμενο αυτό αντιστοιχεί με τετραπλασιασμό από τα 90,3 σε 340 δισ. πέσο. Η ετήσια αύξηση ήταν για τις πιστωτικές κάρτες 31%, για τα καταναλωτικά δάνεια 67% και για τα στεγαστικά 47%, ετησίως Díaz (2000, σ.15). Πολλά από αυτά τα δάνεια ήταν προβληματικά και δεν ενίσχυαν τον παραγωγικό ιστό της χώρας. Η αποπληρωμή μετά την άνοδο των επιτοκίων κατέστη αδύνατη για ένα μεγάλο μέρος από αυτά. Με την υποτίμηση του Δεκεμβρίου του 1994, καθώς αυξήθηκε ο πληθωρισμός και τα επιτόκια ενώ η οικονομική δραστηριότητα σημείωσε κάμψη, προκλήθηκε αδυναμία εξυπηρέτησης χρεών προς τις τράπεζες, που είχε ως την κατάρρευση της κεφαλαιακής τους επάρκειας.

Οι Kaminsky και Reinhart (1999, σ.474) εκτιμούν ότι τα τραπεζικά προβλήματα στο Μεξικό ξεκίνησαν χρονικά τον Οκτώβριο του 1992. Μετά την κρίση του 1994 τα προβλήματα αυτά βγήκαν πιο έντονα στην επιφάνεια και η χώρα οδηγήθηκε εκ νέου σε τραπεζική κρίση, αυτή τη φορά, δύο χρόνια αργότερα.

Οι Bercoff et. al (2002) εστιάζουν στην τραπεζική κρίση που ξέσπασε στην Αργεντινή και η οποία μεταδόθηκε από το Μεξικό. Υποστηρίζουν ότι εκτός από

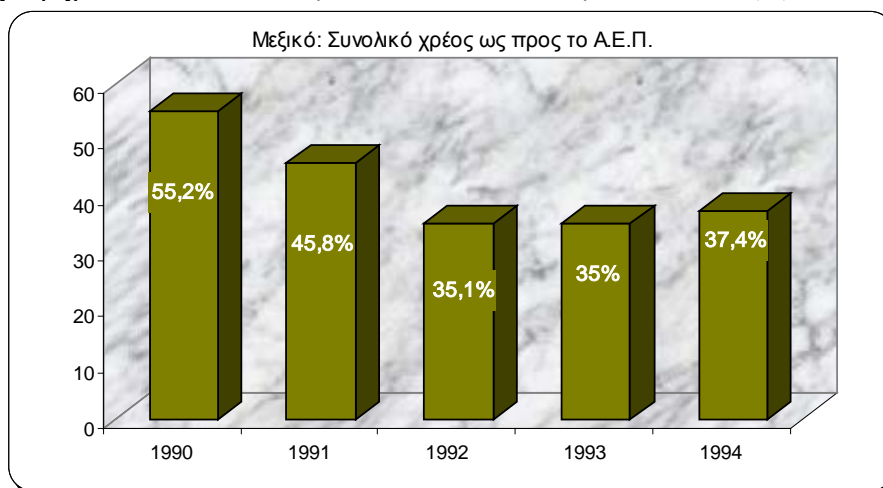
ειδικούς τραπεζικούς²⁴, αλλά και εξωγενείς παράγοντες, η κρίση στην Αργεντινή εξηγείται λόγω της εκτεταμένης πιστωτικής επέκτασης που είχε αρνητικό αντίκτυπο στη φερεγγυότητα των τραπεζών (Bergoff et. al, 2002, σ.18)

Ανάλογα είναι τα συμπεράσματα των Arteta και Eichengreen (2000) και των Sachs et. al (1996α, 1996β), οι οποίοι θεωρούν την πιστωτική επέκταση σημαντική παράμετρο των συγκεκριμένων κρίσεων. Αποδίδουν την κρίση στο Μεξικό το 1994-95 στην απορρύθμιση του τραπεζικού τομέα και στην εκτεταμένη πιστωτική επέκταση (Arteta και Eichengreen, 2000, σ.3). Συγκρίνοντάς τη με τη μεταγενέστερη κρίση στη Βραζιλία (1998-99) θεωρούν ότι η κρίση στο Μεξικό ήταν ιδιαίτερα σφοδρή λόγω της «ανάμιξης» του τραπεζικού τομέα της χώρας, στην κρίση. Χαρακτηριστικά οι Sachs et. al (1996α, σ.32) γράφουν για αυτό: «ο συνδυασμός υψηλής κυκλοφοριακής ρευστότητας και τραπεζικών αδυναμιών αποδείχθηκε θανάσιμος».

6.2.3.2 Το χρέος (διάρθρωση και διάρκεια).

Όπως προαναφέρθηκε η κρίση του 1982 είχε ως κύριο χαρακτηριστικό τα υψηλά χρέη των αναπτυσσόμενων χωρών. Πριν την «κρίση της τεκίλα» το συνολικό δημόσιο χρέος του Μεξικού ως προς το Α.Ε.Π., είχε περιοριστεί αρκετά και μπορεί να θεωρηθεί ότι ήταν ελεγχόμενο (37,4%) με εξαίρεση μία ελαφριά αύξηση που είχε σημειωθεί κατά την προηγούμενη διετία.

Γράφημα 6(4): Συνολικό Χρέος του Μεξικού ως προς το Α.Ε.Π. (%) 1990-1994



Πηγή: Cole και Kehoe (1996 σ. 327). Τα στοιχεία προέρχονται από Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και ΟΟΣΑ.

²⁴ Οι τραπεζικές μεταβλητές που αναλύθηκαν στην έρευνα ήταν η συνολική αξία ενεργητικού των τραπεζών, ο ρυθμός αύξησης του ενεργητικού, η καθαρή θέση προς ενεργητικό, η απόδοση ιδίων κεφαλαίων, τα δάνεια σε εθνικό νόμισμα προς το σύνολο των δανείων, και ο λόγος προβληματικών δανείων προς το σύνολο των δανείων.

Ιδιαίτερα σημαντική για την εκδήλωση της κρίσης ήταν η διάρθρωση του χρέους: περιελάμβανε μεγάλο ποσοστό βραχυχρόνιων χρεογράφων και οφειλών σε δολάρια. Είναι αξιοσημείωτο ότι, την ίδια περίοδο, μια σειρά ευρωπαϊκές χώρες ενώ χαρακτηρίζονταν από έντονη ανοδική πορεία του δημόσιου χρέους αλλά και μια κατά πολύ υψηλότερη επιβάρυνση, δεν αντιμετώπισαν την κρίση που έπληξε το Μεξικό. Όπως δείχνουν τα στοιχεία του πίνακα που ακολουθεί, το Βέλγιο είχε σχεδόν πενταπλάσιο χρέος από το Μεξικό. Ανάλογα υψηλό ήταν το ποσοστό του χρέους προς το Α.Ε.Π. στην Ελλάδα και στην Ιταλία, 120% και 123% αντίστοιχα. Ενώ η κρίση ξεσπούσε στο Μεξικό, οι χώρες αυτές δεν είχαν πρόβλημα να εξυπηρετήσουν μέρος του χρέους τους και να μεταθέσουν χρονικά, αναχρηματοδοτώντας το υπόλοιπο. Είναι μάλιστα χαρακτηριστικό ότι και οι έξι χώρες που παρουσιάζονται στον πίνακα χαρακτηρίζονται διαχρονικά από ισχυρές αυξητικές τάσεις του δημοσίου χρέους τους, σε αντίθεση με τη μείωση ή τη σταθερότητα που πέτυχε στον τομέα αυτό το Μεξικό.

Πίνακας 6(3): Το δημόσιο χρέος του Μεξικού ως ποσοστό του Α.Ε.Π. σε σχέση με Ευρωπαϊκά κράτη (1990-1994)

	1990	1991	1992	1993	1994
Μεξικό	55,2	45,8	35,1	35	37,4
Βέλγιο	130,7	132,6	134,4	141,3	140,1
Γαλλία	40,4	41,1	45,6	52,9	56,8
Γερμανία	43,4	42,7	47,3	51,8	54,6
Ελλάδα	77,7	81,7	88,6	117,1	119,8
Ιταλία	100,5	103,9	111,4	120,2	122,6
Ισπανία	48,7	49,9	53	59,4	63,5

Πηγή: Cole και Kehoe (1996 σ. 327) βάσει στοιχείων του Δ.Ν.Τ. και του ΟΟΣΑ.

Από το 1991 η έκδοση ομολόγων με ρήτρα δολαρίου, τα λεγόμενα «Tesobonos» αποτελούσαν δημοφιλή τρόπο άντλησης κεφαλαίων από το εξωτερικό. Τα Tesobonos είχαν διάρκεια 7, 91, 182 και 364 ημέρες αλλά κυριαρχούσαν τα χρεόγραφα των 91 ημερών (Cole και Kehoe 1996, σ. 324). Τα ομόλογα αυτά ήταν ελκυστικά τόσο για τους ξένους όσο και για και εγχώριους επενδυτές, γιατί συνδύαζαν το υψηλό επιτόκιο με τον περιορισμό του συναλλαγματικού κινδύνου εφόσον εκδίδονταν με συναλλαγματική ρήτρα. Στην ουσία, βεβαίως, ο συναλλαγματικός κίνδυνος δεν εξαλειφόταν. Μετακυλιόταν στο κράτος του Μεξικού. Οι ισολογισμοί των τραπεζών είχαν επίσης «δολαριοποιηθεί»: οι μεξικανικές

τράπεζες δανείζονταν και δάνειζαν σε δολάρια, ενώ πολλές επιχειρήσεις είχαν σημαντικές υποχρεώσεις σε δολάρια (Gelos, 2003).

Ο Diaz (2000, σ.21) επιχείρησε μία συνολική εκτίμηση του ύψους των άμεσα απαιτητών ξένων δανείων την περίοδο εκείνη και κατέγραψε:

- ξένο (απευθείας) τραπεζικό δανεισμό 30 δισ. δολάρια.
- υποχρεώσεις σε «Tesobonos» 25 δισ.,
- δολαριακές καταθέσεις πολιτών του Μεξικού σε εμπορικές τράπεζες 113 δισ.,
- τόκοι του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα 11,7 δισ.,
- 14 δισ. δολάρια βρίσκονταν σε κυκλοφορία στην αγορά.

Το σύνολο άγγιζε τα 200 δισ. δολάρια, ή το 45% του Α.Ε.Π. της χώρας και υπέρεβαινε 15 φορές τα συναλλαγματικά αποθέματα του Μεξικού τον Νοέμβριο του 1994. Η κυβέρνηση όφειλε να είναι ανά πάσα στιγμή σε θέση να μετατρέψει το ποσό αυτό σε εθνικό νόμισμα. Οι Cole και Kehoe (1996) υποστηρίζουν ότι λόγω της μικρής μέσης διάρκειας του χρέους –που κυμαινόταν στις 200 ημέρες- η κρίση ήταν μια λογική κατάληξη για οποιοδήποτε ποσοστό χρέους άνω του 10% του Α.Ε.Π..

Τα κυκλοφορούντα ομόλογα με ρήτρα δολαρίων (Tesobonos) ένα εξάμηνο πριν ξεσπάσει η κρίση είχαν ξεπεράσει σε αξία τα ομόλογα με ρήτρα πέσο (Cetes). Ένα μήνα πριν από την κρίση η αξία των «Tesobonos» είχε ανέλθει στα 22 δισ. δολάρια, ενώ τα αντίστοιχα σε πέσο μόλις που ξεπερνούσαν τα 7,5 δισ. δολάρια (Cole και Kehoe, 1996, σ.324). Οι υποχρεώσεις σε δολάρια ήδη από τον Ιούλιο του 1994 υπερέβαιναν συστηματικά τα συναλλαγματικά αποθέματα του Μεξικού, τα οποία είχαν μειωθεί, μόλις στο 6,1% του Α.Ε.Π. σε σχέση με το 24,5% που βρίσκονταν ένα χρόνο πριν (Diaz, 2000, σ.17).

Η πολιτική σταθερής ισοτιμίας προς το δολάριο δεν επέτρεπε στην κυβέρνηση να δημιουργήσει πληθωριστικό χρήμα με το οποίο θα ρύθμιζε μέρος του χρέους. Οι δυνατές επιλογές ήταν δύο: α) η κάλυψη μέρους του χρέους σε δολάρια με αλλαγή της συναλλαγματικής ισοτιμίας, β) η κήρυξη στάσης πληρωμών. Πρόκειται για δύο μέτρα τα οποία χρησιμοποιήθηκαν το 1982 και αποδείχτηκαν υπερβολικά δαπανηρά τόσο για την κυβέρνηση, όσο και για τον ιδιωτικό τομέα της χώρας.

Η κατάσταση επιδεινώθηκε λόγω του βραχυχρόνιου χαρακτήρα του χρέους. Η μέση διάρκειά του σημείωνε συνεχή μείωση σε όλη τη διάρκεια του 1994, με αποτέλεσμα να περιοριστεί κατά 100 περίπου μέρες σε σχέση με τον προηγούμενο χρόνο και να περιοριστεί σε 206 μόλις μέρες στις αρχές του Δεκεμβρη, στις παραμονές της κρίσης (Cole και Kehoe, 1996, σ.325). Ο συνδυασμός της πλήρους

σχεδόν δολαριοποίησης με μια τόσο βραχυχρόνια μέση προθεσμία οδηγούσε αναγκαστικά σε αδυναμία αναχρηματοδότησης.

6.2.3.3 Τα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών και τα δημοσιονομικά ελλείμματα του Μεξικού.

Το υψηλό έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών σε συνδυασμό με την πραγματική υπερτίμηση του νομίσματος θεωρήθηκε ως ένα από τα γενεσιουργά αίτια της «κρίσης της τεκίλα» (Dornbusch και Werner, 1994). Υποστηρίχθηκε ότι ήταν αναγκαία μία υποτίμηση σε πραγματικούς όρους, ώστε να βελτιωθούν οι μακροπρόθεσμες προοπτικές του Μεξικού και να διασφαλιστούν τα οφέλη των οικονομικών μεταρρυθμίσεων που εκτιμάται της τάξης του 20% (Dornbusch και Werner, 1994, σ.255, 286).

Επί μια επταετία προ της κρίσης το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ήταν ελλειμματικό. Μάλιστα το έλλειμμα αυτό ως ποσοστό του Α.Ε.Π. συνέχισε να αυξάνει από έτος σε έτος (Díaz 2000, σ.18) και διογκώθηκε ανησυχητικά το 1992 και το 1994, ξεπερνώντας κατά πολύ το 7%. Είχαν διατυπωθεί ρητές επιφυλάξεις όσον αφορά στο εν λόγω έλλειμμα και στην υπερτιμημένη ισοτιμία του νομίσματος (Krugman, 1997α). Παρά ταύτα οι διεθνείς πιστωτές συνέχισαν να τροφοδοτούν την οικονομία του Μεξικού με πακτωλό (κυρίως βραχυχρόνιων) κεφαλαίων. Όπως σημειώνει ο Boughton (2000, σ.275): «το Μεξικό είχε υψηλό έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών το 1994, αλλά δεν είχε δυσκολία να το χρηματοδοτεί, μέχρι που ξέσπασε η κρίση».

Το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών κατέγραφε την ανάγκη εισροής κεφαλαίων από το εξωτερικό στο πλαίσιο μιας συναλλαγματικής πολιτικής σταθερής ονομαστικής αναλογίας πέσο/δολαρίου. Τα χρόνια που προηγήθηκαν της κρίσης τα ελλείμματα καλύπτονταν με υπερδανεισμό. Τα ελλείμματα αυτά κατά τον Díaz (2000, σ.18) ήταν αποτέλεσμα της εκτεταμένης πιστωτικής επέκτασης και της υψηλής κατανάλωσης. Οι Esquivel και Larrain (1999, σ.11) βλέπουν το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών του Μεξικού ως αποτέλεσμα της υψηλής ιδιωτικής κατανάλωσης²⁵.

²⁵ Μάλιστα επισημαίνουν ότι τα φαινόμενα της πραγματικής υπερτίμησης και του υψηλού ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών απαντώνται σε όλα τα πρόσφατα επεισόδια διεθνών χρηματοπιστωτικών κρίσεων και ως εκ τούτου συνιστούν καλούς δείκτες πρόβλεψης κρίσεων.

Το ξέσπασμα της κρίσης πάντως δεν φαίνεται να συνδέεται τόσο με το ύψος του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών όσο με τις βραχυχρόνιες χρηματοδοτήσεις της ιδιωτικής κατανάλωσης και των μη παραγωγικών επενδύσεων (χρηματιστήριο, ακίνητα).

Οι Calvo και Mendoza (1996, σ.236) κατατάσσουν την «κρίση της τεκίλα» στις «νέου τύπου κρίσεις του ισοζυγίου πληρωμών». Όπως εξηγούν σε αυτές το σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών γίνεται ευάλωτο λόγω των ανισοροπιών μεταξύ των αποθεμάτων των ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων και των ακαθάριστων αποθεμάτων. Η αστάθεια του τραπεζικού συστήματος, οι εξωγενείς επιδράσεις από την κίνηση κεφαλαίων όπως και κάποιες λανθασμένες πολιτικές στην αρχή της κρίσης συντελούν στη δημιουργία αυτών των ανισοροπιών. Η ασταθής αυτή κατάσταση οδηγεί σε μεγάλες υποτιμήσεις και σε κρίση λόγω του πανικού που προκαλείται στις αγορές.

«Έτσι σύμφωνα με αυτή την άποψη, στις νέες κρίσεις του ισοζυγίου πληρωμών οι ανισοροπίες των ροών (τα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και η υπερτιμημένη πραγματική ισοτιμία) παρότι έχουν σχέση, είναι πολύ λιγότερο κρίσιμα από τις ανισοροπίες των αποθεμάτων» (Calvo και Mendoza, 1996, σ.237).

Σε ανάλογα συμπεράσματα καταλήγουν οι Sachs et. al (1996β, σ. 28) όσον αφορά στη σημασία του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών ως ερμηνευτικής παραμέτρου της κρίσης. Μάλιστα αντιπαραβάλλουν το παράδειγμα της Μαλαισίας που έμεινε ανεπηρέαστη από την κρίση παρότι σημείωνε υψηλότερα ελλείμματα από αυτά της Αργεντινής.

Αν η «κρίση της τεκίλα» ήταν μία κλασική κρίση 1ης γενιάς θα έπρεπε οι χώρες που επλήγησαν να είχαν υψηλά και μακροχρόνια δημοσιονομικά ελλείμματα. Την περίοδο όμως πριν την κρίση, η δημοσιονομική πολιτική των περισσότερων χωρών της Λατινικής Αμερικής ήταν πειθαρχημένη. Σε αντίθεση με την πραγματική ισοτιμία και την πιστωτική επέκταση, φαίνεται ότι ο κρατικός προϋπολογισμός ήταν ελεγχόμενος. Το 1993 υπήρχε στο Μεξικό δημοσιονομικό πλεόνασμα της τάξης του 1% (Calvo και Mendosa, 1996, σ.236), ενώ γενικότερα την τριετία 1992-1994 ο μέσος όρος του δημοσιονομικού πλεονάσματος ήταν 0,5% (Esquivel και Larrain, 1999, σ.11)

Η Αργεντινή, την τριετία 1992-94 είχε μικρό σωρευτικό πλεόνασμα της τάξης του 0,4%, η Βραζιλία μικρό έλλειμμα της τάξης του 0,1%-0,2% και η Χιλή

πλεόνασμα κοντά στο 2% (Esquivel και Larrain, 1999 σ.15). Σε καμία περίπτωση η δημοσιονομική κατάσταση δεν θύμιζε την αρχή της δεκαετίας του 1980 με τα μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα. Συνεπώς η κρίση δεν μπορεί να αποδοθεί σε μεγάλα και συσσωρευμένα δημοσιονομικά ελλείμματα, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα από τα υποδείγματα κρίσεων 1^{ης} γενιάς.

Ο Calomiris (1999, σ.1458) αναδεικνύει μία άλλη πλευρά του ζητήματος των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Υποστηρίζει την άποψη ότι έπαιξαν δραστικό διαβρωτικό ρόλο τα αναμενόμενα και όχι τα τρέχοντα δημοσιονομικά ελλείμματα: ελλείμματα δηλαδή που θα προέκυπταν προκειμένου να διασώθουν προβληματικές τράπεζες και επιχειρήσεις. Σε κάθε περίπτωση όμως, τα προσδοκώμενα ελλείμματα δεν μπορούν από μόνα τους να αιτιολογήσουν την εκδήλωση της «κρίσης της τεκίλα», πολλώ δε μάλλον, την σφοδρότητα και την εξάπλωσή της σε άλλες οικονομίες.

6.2.4 Κίνηση κεφαλαίων, αγελαία συμπεριφορά των αγορών και αυτοεκπληρούμενες προσδοκίες.

Από όσα ήδη αναπτύχθηκαν προηγουμένως έχει γίνει πρόδηλο ότι καταλύτης σε κάθε περίπτωση είναι η κίνηση των κεφαλαίων, ειδικά δε η σωρευτική και αιφνίδια απόσυρσή τους από την Μεξικανική οικονομία. Οι ξένοι πιστωτές αναγνωρίζοντας τον κερδοσκοπικό χαρακτήρα των κεφαλαίων που τοποθετούσαν στην οικονομία του Μεξικού απαιτούσαν ολοένα και μικρότερη χρονική δέσμευση των κεφαλαίων τους, ώστε ανά πάσα στιγμή να μπορούν να εξέλθουν από την μεξικάνικη αγορά. Τα εισερχόμενα κεφάλαια επιδεινώναν την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας συνεπώς και το έλλειμμα λόγω των ανατιμητικών πιέσεων που ασκούσαν στο πέσο. Τα χρόνια πριν την κρίση οι εισροές κεφαλαίων είχαν αυξητική τάση, ενώ το 1993 ανέρχονταν στο πολύ σημαντικό ποσοστό του 10% του Α.Ε.Π. Οι εισροές αυτές κυριαρχούνταν από βραχυχρόνια κερδοσκοπικά κεφάλαια, αφού το 8% αφορούσε κερδοσκοπικές επενδύσεις χαρτοφυλακίου, ενώ μόλις το 2% του Α.Ε.Π. αφορούσε σε άμεσες ξένες επενδύσεις. Ο Ortiz (1998, σ.7) αναφέρει πως τα κεφάλαια που εισέρευσαν στο Μεξικό την περίοδο 1990-1994, ξεπέρασαν τα 104 δισ. δολάρια, τα οποία αντιστοιχούσαν στο 20% των συνολικών εισροών κεφαλαίων σε ολόκληρο των αναπτυσσόμενο κόσμο.

Η μεξικανική οικονομία αντιμετώπισε μία τεράστια εκροή κεφαλαίων την οποία ενίσχυσαν οι ίδιοι μεξικανοί, αφού πολλά ντόπια κεφάλαια βγήκαν από τη χώρα και τοποθετήθηκαν στις Η.Π.Α. Ταυτόχρονα οι τράπεζες ανά τον κόσμο και ειδικά οι αμερικάνικες έκλεισαν του χρηματοδοτικούς κρουνούς προς το Μεξικό και άλλες χώρες της Λατινικής Αμερικής. Σύμφωνα με τον Krugman (1995) η κρίση της Τεκίλα θυμίζει το φαινόμενο των τιμών των Ολλανδικών τουλιπών το 17^ο αιώνα, όπου η υπερβολική κερδοσκοπική ζήτηση οδήγησε σε μία φούσκα τιμών, η οποία έσκασε. Έτσι και εδώ η κρίση ήταν αποτέλεσμα των κερδοσκοπικών εισροών σε μη παραγωγικές επενδύσεις (μετοχές, ομόλογα, ακίνητη περιουσία) στην αρχή και των αχαλιναγώγητων εκροών στη συνέχεια.

Ο Boughton (2000, σ.275) υποστηρίζει πως έστω και αν υπήρχαν θεμελιώδη μακροοικονομικά προβλήματα στην οικονομία του Μεξικού, το οξύ ξέσπασμα της κρίσης οφείλεται στην «υπερβολή των παραγόντων των αγορών». Μέχρι το 1994 σε μία από τις συνηθισμένες κρίσεις, ανεξάρτητα αν οφείλονταν σε άμεση κερδοσκοπική επίθεση στο νόμισμα είτε σε δυσλειτουργίες του τραπεζικού συστήματος ή τέλος στον αποκλεισμό μίας οικονομίας από τις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου, η ισορροπία θα επανερχόταν ύστερα από την λήψη κατάλληλων μέτρων μακροοικονομικής πολιτικής. Στην υπό εξέταση κρίση η ισορροπία επανήλθε μόνο όταν οι ξένοι πιστωτές και επενδυτές αποδέχτηκαν εκ νέου να διακρατούν μεξικάνικα περιουσιακά στοιχεία (ομόλογα, μετοχές κλπ.).

«Αυτό που χαρακτηρίζει μια κρίση 21^{ου} αιώνα είναι απλά η ταχύτητα και το μέγεθος των ροών [κεφαλαίου]...η χρηματοοικονομική αντίδραση [των αγορών] έχει μεγάλο αρνητικό αντίκτυπο στην οικονομική πολιτική η οποία ούτως ή άλλως βρίσκεται σε δύσκολη θέση[λόγω της κρίσης]».

Ο Boughton αναφερόμενος στην αδυναμία της εθνικής οικονομικής πολιτικής να επαναφέρει τις μακροοικονομικές ισορροπίες κατά τη διάρκεια μίας σύγχρονης χρηματοπιστωτική κρίσης υποστηρίζει: Τα μέτρα οικονομικής πολιτικής δεν μπορούν από μόνα τους να αποκαταστήσουν την ισορροπία. Θα πρέπει να αποκατασταθεί πλήρως η εμπιστοσύνη των αγορών προς την εν λόγω οικονομία, ώστε να αρχίσουν εκ νέου οι εισροές κεφαλαίων. Ο ίδιος συγγραφέας (2000, σ.278) υπενθυμίζει ότι οι σχεδιαστές του μεταπολεμικού διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος Keynes και White άφηναν ανοιχτή την πόρτα σε ενδεχόμενους περιορισμούς στην κίνηση των κεφαλαίων για να μην ανατρέπονται οι μακροοικονομικές ισορροπίες, ιδίως όσον αφορά στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

Οι Calvo και Mendoza (1996) αποδίδουν αποκλειστικά την κρίση στην υψηλή κινητικότητα των κεφαλαίων και στη χρηματοπιστωτική παγκοσμιοποίηση. Το Μεξικό τα τελευταία 50 χρόνια είχε υποστεί κρίσεις του ισοζυγίου πληρωμών. Η κρίση της «Τεκίλα», συνιστά ένα διαφορετικό φαινόμενο: μία νέου τύπου κρίση ισοζυγίου πληρωμών, την πρώτη αυτού του είδους που έπληξε την οικονομία του Μεξικού. Οι Calvo και Mendoza (1996, σ.263) καταλήγουν ότι η αγελαία συμπεριφορά των αγορών θα είναι πλέον ένα αναπόδραστο φαινόμενο των παγκοσμιοποιημένων κεφαλαιαγορών.

Οι Sachs et. al (1996α, σ.56) αποδίδουν επίσης την κρίση σε αυτοεκπληρούμενες προσδοκίες και όχι σε μακροοικονομικές αδυναμίες. Κατ' αυτούς η μεγάλη υποτίμηση του πέσο και η συνεπακόλουθη κρίση προήλθε κυρίως λόγω του πανικού που προκλήθηκε στις αγορές. Οι ίδιοι συγγραφείς καταλήγουν ότι κρίσεις αυτής της μορφής κάνουν επιτακτική την ανάγκη για έναν οργανισμό που θα λειτουργεί ως δανειστής έσχατης προσφυγής. Το μέγεθος της διεθνούς κίνησης κεφαλαίων είναι τέτοιο που μπορεί να εξουδετερώσει ακόμα και την παρέμβαση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου.

6.2.5 Η μετάδοση της κρίσης (contagion): Αργεντινή-Χιλή δύο διαμετρικά αντίθετες περιπτώσεις

Κεντρικό χαρακτηριστικό που διαφοροποίησε την «κρίση της Τεκίλα» από άλλες κρίσεις του παρελθόντος ήταν ο βαθμός και η ταχύτητα εξάπλωσης του προβλήματος σε διάφορες χώρες ανά τον κόσμο. Ο Zarazaga (1995, σ.7), αναφέρει ότι από την κρίση επηρεάστηκαν αρνητικά τα χρηματιστήρια της Πολωνίας, της Τουρκίας, της Ν. Κορέας και του Χονγκ-Κονγκ. Η κρίση έπληξε ωστόσο περισσότερο τα χρηματιστήρια της Λ. Αμερικής. Δύο μήνες σχεδόν μετά από την εκδήλωση της κρίσης τα χρηματιστήρια της Αργεντινής, της Βραζιλίας και του Περού, είχαν απολέσει αντίστοιχα 32,1%, 33,6% και 28,7% της αξίας τους. Το φαινόμενο της μετάδοσης των κρίσεων που είχε ήδη εμφανισθεί στην «κρίση του χρέους», τώρα, ήταν περισσότερο έντονο. Σημειωτέων μάλιστα ότι η κρίση επεκτάθηκε σε οικονομίες που είχαν σχετικά ικανοποιητικά θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη ενώ οι συναλλαγές τους με το Μεξικό (εμπορικές και χρηματοπιστωτικές) ήταν περιορισμένες.

6.2.5.1 Αργεντινή: η οικονομία που επηρεάστηκε σφοδρότερα από την κρίση στο Μεξικό.

Το πιο χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η Αργεντινή. Η Αργεντινή και το Μεξικό κατά την υπό εξέταση περίοδο είχαν μηδενικές, σχεδόν, εμπορικές συναλλαγές (Krugman, 1997β). Επιπλέον, η Αργεντινή εκείνη την περίοδο διατηρούσε συναλλαγματικό καθεστώς ακόμα πιο αυστηρό από αυτό του Μεξικού. Το πέσο Αργεντινής ήταν άκαμπτα συνδεδεμένο με το δολάριο: η ισοτιμία ήταν ένα πέσο προς ένα δολάριο για κάθε πέσο της νομισματικής βάσης. Έτσι θεωρήθηκε αρχικά ότι η χώρα θα προφυλασσόταν από την κρίση (Krugman, 1997β). Ωστόσο την ίδια περίοδο που η «κρίση της τεκίλα» ξέσπασε στο Μεξικό, έπληττε και την Αργεντινή, σφοδρότερα δε από κάθε άλλη τρίτη χώρα.

Η μακροοικονομική κατάσταση της Αργεντινής διέφερε σημαντικά. Βασικά μεγέθη, όπως ο ρυθμός αύξησης του Α.Ε.Π., το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και το βραχυχρόνιο χρέος ήταν σε καλύτερη κατάσταση, από αυτά του Μεξικού. Η Αργεντινή είχε επιτύχει σημαντικούς ρυθμούς μεγέθυνσης που μάλιστα ξεπερνούσαν το ρυθμό αύξησης του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών μια παράμετρο που είναι ως γνωστόν σημαντική για την αντοχή μιας οικονομίας στο έλλειμμα. Ταυτόχρονα, το βραχυχρόνιο εξωτερικό χρέος της χώρας ήταν πέντε φορές σχεδόν μικρότερο από το μεξικανικό. Παρά ταύτα, διεθνείς επενδυτές, πιστωτές και κερδοσκόποι αντιμετώπισαν την οικονομία της Αργεντινής όπως αυτήν του Μεξικού²⁶.

Η μετάδοση της κρίσης στην Αργεντινή θα μπορούσε εν μέρει να εξηγηθεί από το βεβαρημένο ιστορικό της στις τραπεζικές κρίσεις. Κατά τον Zarazaga (1995, σ.7) η βασική αιτία που η κρίση εξαπλώθηκε στην Αργεντινή ήταν η μη ολοκλήρωση των μεταρρυθμίσεων στο τραπεζικό σύστημα. Οι ξένοι κεφαλαιούχοι και διαχειριστές κεφαλαίων θεώρησαν ότι η κρίση θα πλήξει τον ευάλωτο τραπεζικό τομέα της Αργεντινής, με αποτέλεσμα τα κεφάλαια να εγκαταλείψουν τη χώρα. Η αδυναμία της κεντρικής τράπεζας να δράσει ως «δανειστής έσχατης καταφυγής» και να τονώσει με ρευστότητα το τραπεζικό σύστημα επέτεινε τους φόβους για την ανθεκτικότητά του. Η αδυναμία αυτή οφειλόταν στο πολύ περιοριστικό συναλλαγματικό καθεστώς που είχε επιβληθεί στην οικονομία²⁷ σύμφωνα με το οποίο η κυκλοφοριακή ρευστότητα αυξανόταν μόνο στο βαθμό που εισέφερε ξένο συνάλλαγμα στην οικονομία. Ανάλογα

²⁶ Πρβλ Zarazaga (1995, σ.7)

²⁷ «Σύστημα νομισματικού συμβουλίου» (currency board)

είναι τα συμπεράσματα άλλων ερευνητών²⁸ που θεώρησαν επίσης ότι η έλλειψη ευελιξίας του συναλλαγματικού καθεστώτος και η απουσία συστήματος εγγύησης των καταθέσεων όξυναν τα προβλήματα στο τραπεζικό σύστημα της χώρας. Ο περιορισμός των χρηματοδοτήσεων από το εξωτερικό [μετά την εκδήλωση της κρίσης στο Μεξικό] και η διενέργεια σημαντικών αναλήψεων, οδήγησαν ορισμένες τράπεζες σε πτώχευση. Οι εξελίξεις αυτές προκάλεσαν πανικό στους εγχώριους αποταμιευτές που έσπευσαν λόγω της ανυπαρξίας συστήματος εγγύησης μαζικά, να αποσύρουν τις καταθέσεις τους. Οι Carrizosa et al (1996, σ.24) υπολογίζουν ότι την περίοδο αυτή οι καθαρές αναλήψεις από τις τράπεζες της Αργεντινής, άγγιξαν το 16% των συνολικών καταθέσεων- δηλαδή ένα ποσό της τάξης των οκτώ δισ. δολαρίων περίπου.

Άλλοι πάλι ερευνητές εντοπίζουν αδυναμίες στην οικονομία της Αργεντινής, πριν την εκδήλωση της «κρίσης της τεκίλα». Οι Sachs et.al (1996β) θεωρούν ότι οι παράγοντες που έκαναν ευάλωτη την οικονομία της Αργεντινής ήταν η μεγάλη πιστωτική επέκταση -που οφειλόταν στην απορρύθμιση του εγχώριου τραπεζικού συστήματος- η υπερτιμημένη πραγματική ισοτιμία και τα σχετικά χαμηλά συναλλαγματικά αποθέματα εν συγκρίσει προς τις υποχρεώσεις της οικονομίας. Οι Bergoff et. al (2002) εντοπίζουν κάποιες μακροοικονομικές και τραπεζικές παραμέτρους, με ισχυρότερη αυτήν της τραπεζικής επέκτασης, που θεώρησαν ότι μπορεί να ευθύνονταν για τη μετάδοση της κρίσης. Ωστόσο άπαντες συμφωνούν απόλυτα στο ότι η κρίση δεν θα είχε εκδηλωθεί στην Αργεντινή εάν δεν είχε υπάρξει ο εξωτερικός παράγοντας: δηλαδή η «μετάδοση» (contagion) της κρίσης από την οικονομία του Μεξικού.

Όσον αφορά στο φαινόμενο της μετάδοσης της μέθης της τεκίλα τα συμπεράσματα του Uribe (1996) είναι πιο κατηγορηματικά. Κατ' αυτόν αποδίδεται η κρίση στην άρνηση εκ μέρους των ξένων πιστωτών και επενδυτών να ανανεώσουν τα δάνεια φοβούμενοι ότι η κρίση που είχε ξεσπάσει στο Μεξικό θα μεταδοθεί στην Αργεντινή. Συνεπώς, η απώλεια εμπιστοσύνης των ξένων επενδυτών οφειλόταν σε εξωγενείς παράγοντες. Όχι σε εγχώριες αδυναμίες. Συμπερασματικά όλες οι θέσεις που προαναφέρθηκαν ως κοινός παρονομαστής ότι ανεξάρτητα με το αν υπήρξαν ή όχι αδυναμίες, λίγο ή πολύ σοβαρές στην οικονομία της Αργεντινής, η κρίση δεν θα

²⁸ Carrizosa et al (1996) και Stallings και Studart (2001, σ.22)

είχε εκδηλωθεί (τουλάχιστον στην υπό εξέταση περίοδο) αν δεν είχε πρώτα εκδηλωθεί στο Μεξικό:

«Εμφανώς, η τραπεζική κρίση του Μαρτίου-Απριλίου του 1995 στην Αργεντινή, σχεδόν σίγουρα δεν θα είχε συμβεί αν δεν είχε υπάρξει η τεκίλα»²⁹.

6.2.5.2 Χιλή: η οικονομία της Λατινικής Αμερικής που πέρασε αλώβητη από την κρίση.

Η Χιλή υπήρξε σημαντικός εμπορικός εταίρος της Αργεντινής. Τα τέσσερα χρόνια που προηγήθηκαν της κρίσης υπολογίζεται ότι άνω των δύο τρίτων των χιλιακών ξένων επενδύσεων κατευθύνονταν προς την Αργεντινή (Zarazaga, 1995, σ.7). Παρά την έντονη διασύνδεση (εμπορική και χρηματοπιστωτική) των δύο χωρών η κρίση εδώ δεν κατάφερε να περάσει τις Άνδεις και τα σύνορα. Η κρίση είχε μικρή επίδραση στο Α.Ε.Π. της Χιλής το οποίο συνέχισε την αυξητική του τάση κατά τον χρόνο που ακολούθησε. Το νόμισμα όχι μόνο δεν «επλήγη» από τους κερδοσκόπους αλλά ανατιμήθηκε κατά 10% -σε ονομαστικούς όρους- το πρώτο τετράμηνο του 1995. Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας αυξήθηκαν, ενώ οι επιπτώσεις στο χρηματιστήριο και στις τιμές των ομολόγων ήταν ανώδυνες (Sachs et.al, 1996β, σ.44).

Οι Stallings και Studart (2001, σ.23) υποστηρίζουν ότι η Χιλή έμεινε ανεπηρέαστη λόγω των ισχυρών μακροοικονομικών μεγεθών (χαμηλό εξωτερικό χρέος, ισορροπημένο εμπορικό ισοζύγιο, υψηλό ρυθμό μεγέθυνσης, δημοσιονομική ισορροπία) και ενός αποτελεσματικότερου τραπεζικού συστήματος. Ωστόσο, τα δεδομένα δεν επιβεβαιώνουν τη θέση αυτή, ειδικά όσον αφορά στο μακροοικονομικό σκέλος. Κατά μέσο όρο την περίοδο 1991-1994 η Αργεντινή είχε υψηλότερο ρυθμό μεγέθυνσης (7,5%) από ότι η Χιλή (6,7%), ενώ τα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ήταν, ελαφρώς μόνο, πιο αυξημένα από τα χιλιανά (-2% στη Χιλή, έναντι -2,9% στην Αργεντινή) λόγω δε του υψηλότερου ρυθμού μεγέθυνσης θεωρητικά λιγότερο επικίνδυνα. Παράλληλα, το εξωτερικό χρέος της Αργεντινής, τόσο το συνολικό όσο και το βραχυχρόνιο, το 1994 ήταν χαμηλότερο από αυτό της Χιλής. Το συνολικό εξωτερικό χρέος της Χιλής έφθανε το 43% του Α.Ε.Π., ενώ το αντίστοιχο της Αργεντινής δεν ξεπερνούσε το 31%. Το πιο κρίσιμο μέγεθος, αυτό του βραχυχρόνιου εξωτερικού χρέους, στη Χιλή ήταν υπερδιπλάσιο από ότι στην Αργεντινή (8,3% του Α.Ε.Π. έναντι 3,6% του Α.Ε.Π.).

²⁹ Πρβλ Sachs et.al (1996β, σ.28), σε δική μας απόδοση.

Συνεπώς η αιτιολογία ότι η Χιλή είχε πιο υγιές –και πιο «ρυθμισμένο»– τραπεζικό σύστημα φαίνεται να είναι η μόνη σχετικώς ισχυρή για να δικαιολογήσει εν μέρει, έστω, την αποτροπή της διάδοσης της κρίσης της «Τεκίλα». Ένα ακόμη πολύ σημαντικό χαρακτηριστικό που διαφοροποιούσε τις δύο χώρες είναι ότι η Χιλή είχε διατηρήσει περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων, σε αντιδιαστολή με την Αργεντινή η οποία τους είχε άρει ολοκληρωτικά, ακολουθώντας πιστά τις ισχύουσες διεθνώς «μεταρρυθμιστικές» επιταγές. Οι περιορισμοί που διατηρούσε η Χιλή στην κίνηση των κεφαλαίων, κατά την περίοδο της κρίσης, είχαν δύο γενικές μορφές: ελάχιστη περίοδο παραμονής για άμεσες ξένες επενδύσεις και διακράτηση ενός μέρους, όλων των άλλων μορφών ξένων επενδύσεων με τη μορφή άτοκων αποθεματικών στην κεντρική τράπεζα της Χιλής³⁰ (Edwards, 1998α, σ. 26). Οι περιορισμοί αυτοί περιόρισαν ως ένα βαθμό την εξάπλωση της κρίσης από το Μεξικό. Ενώ αντίθετα, η παντελής απουσία τους (σε συνδυασμό με τα προαναφερθέντα προβλήματα) έκαναν πιο ευάλωτη την Αργεντινή.

Ο Edwards (1998β) διεξήγαγε σχετική έρευνα από την οποία συμπεραίνει ότι δεν πρέπει γενικά οι περιορισμοί στην κίνηση των κεφαλαίων να θεωρούνται επιθυμητοί: αυξάνουν το κόστος κεφαλαίου, προκαλούν διαφθορά και γενικά είναι αντιπαραγωγικοί. Στη συγκεκριμένη όμως περίπτωση μπορούν να εξηγήσουν γιατί στην Αργεντινή μεταδόθηκε η κρίση, ενώ στην Χιλή όχι. «... πιθανή εξήγηση είναι ότι η ύπαρξη περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων στην Χιλή κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου απομόνωσαν μερικώς τη χώρα από βραχυπρόθεσμες εξωτερικές δονήσεις»³¹ (Edwards, 1998β, σ.12).

³⁰ Αναλυτικότερα οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων στη Χιλή, την περίοδο της κρίσης της «Τεκίλα» είχαν τις εξής μορφές (Edwards, 1998α, σ.67):

α. *Άμεσες Ξένες Επενδύσεις*: Ελάχιστη παραμονή ενός έτους, χωρίς περιορισμούς στον επαναπατρισμό των κερδών.

β. *Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου (αποδοχή καταθέσεων)*: Περιορισμό στις εκδόσεις «πιστοποιητικών καταθέσεων» (ADRs). Τέτοια πιστοποιητικά μπορούσαν να εκδώσουν μόνο χρηματοπιστωτικές εταιρίες με υψηλή πιστοληπτική αξιολόγηση (BBB+). Επίσης μέχρι το Σεπτέμβριο του 1994 υπήρχε ελάχιστο αποθεματικό ύψους 50 εκ. δολαρίων, το οποίο μειώθηκε στα 10 εκ. δολάρια το Νοέμβριο του ίδιου χρόνου.

γ. *Λοιπές Έμμεσες Επενδύσεις*: Για όλες τις άλλες μορφές έμμεσων επενδύσεων, όπως διαπραγματεύσιμα ADRs, ξένα δάνεια, εκδόσεις ομολόγων, ίσχυε η διακράτηση 30% ως άτοκου αποθεματικού. Εναλλακτικά, ο επενδυτής είχε τη δυνατότητα να πληρώσει εξ αρχής το χρηματοοικονομικό κόστος των περιορισμών [τους διαφεύγοντες τόκους].

δ. *Εμπορικές Πιστώσεις*: Πιστώσεις για χρηματοδότηση εμπορικών συναλλαγών υπέκειντο επίσης σε δέσμευση 30%.

³¹ Εκτός από την Χιλή, η Κολομβία αποτελεί χώρα της Λ. Αμερικής η οποία εφαρμόζε την περίοδο της κρίσης αυστηρούς ελέγχους στην κίνηση κεφαλαίων, με τη μορφή κυρίως άτοκων αποθεματικών στα ξένα δάνεια (Edwards, 1998α, σ. 26). Όπως η Χιλή, έτσι και η Κολομβία έμεινε αλώβητη από την «κρίση της τεκίλα». Οι αξίες στο εγχώριο χρηματιστήριο ουσιαστικά ενισχύθηκαν την περίοδο από τον

6.2.6 Πολιτικές αντιμετώπισης

Οι επιλογές που έχει μία κυβέρνηση, της οποίας το νόμισμα υφίσταται υποτιμητικές πιέσεις έχουν ως εξής:

i Να διατηρήσει τη δέσμευση ως προς τη συναλλαγματική ισοτιμία, είτε εφαρμόζοντας περιοριστική νομισματική πολιτική με σκοπό την αύξηση του επιτοκίου, είτε πωλώντας τα διεθνή συναλλαγματικά αποθέματα στο βαθμό που είναι αναγκαίο.

ii Να επιτρέψει ή να εντείνει τη διολίσθηση του νομίσματος, με σκοπό την σταδιακή αναπροσαρμογή μιας νέας ισοτιμίας σε χαμηλότερα επίπεδα.

iii. Να πραγματοποιήσει μία εφάπαξ υποτίμηση ή/και να ορίσει ένα νέο εύρος διακύμανσης ως προς άλλα νομίσματα –π.χ. το δολάριο.

iv. Να εγκαταλείψει εντελώς οποιαδήποτε σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία και να αφήσει το νόμισμα να κυμανθεί ελεύθερα.

Στην περίπτωση της συναλλαγματικής κρίσης που ξέσπασε με επίκεντρο το μεξικανικό πέσο το 1994 η διατήρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας ήταν πρακτικά αδύνατη. Τα συναλλαγματικά αποθέματα του Μεξικού είχαν ήδη πέσει σε πολύ χαμηλό επίπεδο (6,15 δισ. δολάρια τον Δεκέμβριο του 1994, από 25,11 ένα έτος πριν). Μία απότομη και μεγάλη αύξηση των επιτοκίων θα προκαλούσε έντονα προβλήματα στο τραπεζικό σύστημα. Όπως ήδη αναφέρθηκε η κυβέρνηση του Μεξικού επιχείρησε να επιβάλει μια ελεγχόμενη υποτίμηση και αύξησε το εύρος διακύμανσης του πέσο προς το δολάριο αλλά η προσπάθεια ουσιαστικά απέτυχε. Το νόμισμα εξακολουθούσε να θεωρείται υπερτιμημένο, ενώ η αξιοπιστία της κυβέρνησης στις διεθνείς αγορές κλονίστηκε. Στα τέλη Δεκεμβρίου 1994 εγκαταλείφθηκε κάθε προσπάθεια έλεγχου της ισοτιμίας του πέσο. Το μεξικανικό νόμισμα αφέθηκε να κυμανθεί ελεύθερα με αποτέλεσμα να οδηγηθεί σε «ελεύθερη» πτώση.

Η αντίδραση των αναπτυσσόμενων χωρών στην κρίση του Μεξικού ήταν άμεση, η αμεσότερη που είχε υπάρξει ποτέ σε τέτοιου είδους κρίσεις. Η αντίδραση ήταν δικαιολογημένη μπροστά στο ενδεχόμενο επέκτασης του φαινομένου και σε άλλες οικονομίες, αλλά κυρίως στις Η.Π.Α. με την οποία η χώρα διατηρούσε και διατηρεί σημαντικές εμπορικές και χρηματοπιστωτικές συναλλαγές. Το Δ.Ν.Τ και οι Η.Π.Α.

Ιανουάριο έως το Φεβρουάριο του 1995. Μετά διατηρήθηκαν στα ίδια επίπεδα, καθ' όλη την διάρκεια του πρώτου εξάμηνου του 1995. Παράλληλα, τα συναλλαγματικά αποθέματα της χώρας αυξήθηκαν, φανερώνοντας ότι το νόμισμα δεν δέχτηκε ισχυρές πιέσεις (Sachs et.al, 1996β, σ.39).

ανέλαβαν το βάρος της άμεσης χρηματοδότησης, ώστε το Μεξικό να αντεπεξέλθει στα σοβαρά προβλήματα του ισοζυγίου πληρωμών.

Η συμβολή των Η.Π.Α. περιελάμβανε αφενός τη χορήγηση ενός δανείου 20 δισ. δολαρίων που συμφωνήθηκε τον Φεβρουάριο του 1995. Η χορήγηση έγινε με τον όρο ότι μέρος των εσόδων από την εξαγωγή πετρελαίου του Μεξικού θα χρησιμοποιούνταν για την αποπληρωμή του χρέους προς τις Η.Π.Α. Ο Labendz (1995) αιτιολογεί αυτήν την σπουδή των Η.Π.Α. να στηρίζουν άμεσα τη μεξικανική οικονομία. Το Μεξικό ήταν ο τρίτος μεγαλύτερος εμπορικός εταίρος των Η.Π.Α. Οι εξαγωγές των Η.Π.Α. προς το Μεξικό συντηρούσαν 700.000 θέσεις εργασίας στις Η.Π.Α. Μία κατάρρευση της μεξικανικής οικονομίας θα οδηγούσε σε κύματα μετανάστευσης μεξικανών προς τις Η.Π.Α.. Οι Η.Π.Α. και άλλα αναπτυγμένα κράτη δεν επιθυμούσαν εξάπλωση της κρίσης γεγονός το οποίο θα είχε οδυνηρές συνέπειες για την παγκόσμια οικονομία. Από την πλευρά του το Δ.Ν.Τ. χορήγησε στο Μεξικό δάνειο ύψους 17,8 δισ. δολαρίων. Αξίζει να σημειωθεί ότι η χρηματοδότηση αυτή, αντιστοιχούσε στο 688% της ποσόστωσης που κανονικά δικαιούνταν (Granville, 2002, σ.26) και ήταν μία από τις μεγαλύτερες που πραγματοποιήθηκαν ποτέ στην ιστορία του Δ.Ν.Τ. (Boughton, 2000, σ.273). Το στοιχείο αυτό φανερώνει τη σοβαρότητα της κατάστασης και την έντονη ανησυχία για εξάπλωση της κρίσης. Η διαφορά δηλαδή του δανεισμού από τις Η.Π.Α. σε σχέση με το Δ.Ν.Τ. ήταν ότι υπήρξε μίας μορφής εχέγγυο (collateral): η εκχώρηση των εισπράξεων από την πώληση πετρελαίου στο εξωτερικό. Οι Geithner et al. (2003, σ.27) αναφέρουν ότι το Δ.Ν.Τ. δέχθηκε την συμφωνία Μεξικού-Η.Π.Α. σχετικά με τους όρους αυτής της χρηματοδότησης διότι:

1. Η χρηματοδότηση από τις Η.Π.Α. ήταν απολύτως αναγκαία για την επιτυχία του όλου προγράμματος για τη σωτηρία του Μεξικού. Χωρίς τον εν λόγω έλεγχο η χρηματοδότηση ήταν αδύνατη.
2. Προερχόταν από ένα κράτος μέλος του Δ.Ν.Τ. και όχι από τον ιδιωτικό τομέα
3. Η συμφωνία για την εκχώρηση των εισπράξεων δεν είχε τη μορφή αμετάκλητης συμφωνίας με μία εξωχώρια εταιρία, όπως συνήθως συμβαίνει, αλλά με την κυβέρνηση των Η.Π.Α.

Η «Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών» (Bank of International Settlements) χρηματοδότησε το Μεξικό με άλλα 10 δισ. δολάρια.

Περίπου δύομιση χρόνια αργότερα –τον Αύγουστο του 1996 και τον Ιανουάριο 1997- το Μεξικό αναχρηματοδότησε το σύνολο του δανείου των Η.Π.Α.

με νέα δάνεια που έλαβε από την Ευρώπη και την Ιαπωνία (Bordo και Schwartz, 2000, σ.102).

6.3 Η κρίση στην Ν.Α. Ασία 1997-98

Η κρίση στη Ν.Α. Ασία λίγα χρόνια αργότερα μετά την «κρίση της τεκίλα» ήταν εξίσου αναπάντεχη. Τα χαρακτηριστικά της υποδηλώνουν ότι δεν ήταν μία τυπική κρίση που προήλθε από εσωτερικές ανισοροπίες των εμπλεκόμενων οικονομιών. Τα μακροοικονομικά μεγέθη τα οποία συνήθως ενοχοποιούνται για την πρόκληση κρίσεων (δημοσιονομικά ελλείμματα, ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, νομισματική επέκταση) φαίνονταν ελεγχόμενα -αν όχι υγιή. Οι γενικότερες ατέλειες των οικονομικών συστημάτων των χωρών της περιοχής ήταν λίγο-πολύ γνωστές από καιρό. Να σημειωθεί επίσης ότι η κρίση μεταδόθηκε σε οικονομίες με υγιή οικονομικά χαρακτηριστικά. Σε αυτά τα δεδομένα στηρίχθηκε η εκτίμηση ότι η κρίση ήταν περισσότερο αποτέλεσμα της ανεξέλεγκτης κίνησης των κεφαλαίων και του πανικού που προκλήθηκε στις αγορές, παρά απόρροια της επιδείνωσης των μακροοικονομικών μεγεθών. Η αργή και ενδεχομένως λανθασμένη αντίδραση του Δ.Ν.Τ. βάθυνε την κρίση. Οι συνέπειές της υπήρξαν έντονες στην Ν.Α. Ασία και η γενίκευση της αστάθειας απείλησε το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Τα γεγονότα της Ν.Α. Ασίας σηματοδότησαν την αυγή μίας νέας εποχής για το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα, το οποίο γινόταν προφανώς περισσότερο παρά ποτέ ευάλωτο στην παγκόσμια χρηματιστική ρευστότητα και στις κερδοσκοπικές επιλογές του χρηματιστικού κεφαλαίου.

6.3.1 «Ασιατικές τίγρεις»: από τη μακροχρόνια μεγέθυνση στην χρηματοπιστωτική κρίση του 1997.

Για πολλές δεκαετίες η Ν. Κορέα, η Ινδονησία, η Μαλαισία, οι Φιλιππίνες, η Σιγκαπούρη, η Ταϊλάνδη, το Χονγκ-Κονγκ και η Ταϊβάν χαρακτηρίζονταν από ρυθμούς μεγέθυνσης που συνδυάζονταν με την εκβιομηχάνιση των αγροτικών οικονομιών τους. Οι επιδόσεις αυτές οφείλονταν κατά βάση στον εξαγωγικό προσανατολισμό των οικονομιών προς τα ενδιάμεσα και τελικά βιομηχανικά αγαθά,³²

³² Σύμφωνα με τους Radelet και Sachs (1998β, σ.21) η ταχεία μεγέθυνση των χωρών της Ν.Α. Ασίας, μεταξύ άλλων οφείλεται στην αλλαγή του αρχικού εξαγωγικού προσανατολισμού τους, που αφορούσε εξαγωγές εντάσεως εργασίας (υποδήματα, ρούχα, συναρμολόγηση ηλεκτρικών ειδών) σε απευθείας παραγωγή προϊόντων εντάσεως υψηλής τεχνολογίας.

οδήγησε δε πολλούς να μιλούν για ασιατικό θαύμα³³ και να χαρακτηρίζουν τις εν λόγω οικονομίες ως «ασιατικές τίγρεις». Η αναπτυξιακή διαδικασία ξεκίνησε τη δεκαετία του 1960³⁴ και συνεχίστηκε αδιάκοπα μέχρι το 1997, οπότε ξέσπασε η χρηματοπιστωτική κρίση. Μάλιστα οι ρυθμοί μεγέθυνσης παρέμεναν σημαντικά υψηλοί καθ' όλη τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990. Ο ετήσιος μέσος όρος μεγέθυνσης των «ασιατικών τίγρεων» για την περίοδο 1991-1997 κυμάνθηκε από 4%, στην περίπτωση των Φιλιππίνων, μέχρι και 8,5% που πέτυχε η Μαλαισία (Corsetti et.al, 1998α). Τίποτα δεν προμήνυε την επερχόμενη κρίση.

Η υψηλή μεγέθυνση των χωρών αυτών συνοδεύτηκε από μεγάλες εισροές κεφαλαίων, οι οποίες γιγαντώθηκαν την δεκαετία του 1990. Ενώ την εξαετία 1983-88 οι καθαρές εισροές κεφαλαίων δεν ξεπερνούσαν το 3% του Α.Ε.Π. της περιοχής, το ποσοστό αυτό υπερδιπλασιάστηκε την εξαετία 1989-95. Μάλιστα, μόνο για το έτος 1996 οι καθαρές εισροές ξένων κεφαλαίων στη Μαλαισία, την Ταϊλάνδη και τις Φιλιππίνες προσέγγισε το 10% του Α.Ε.Π. τους (Luangaram και Miller, 1998, σ.6), όσο δηλαδή ήσαν σωρευτικά οι εισροές καθόλη την προηγούμενη δεκαετία.

Στις παραμονές της κρίσης πάντως η οικονομική συγκυρία ήταν αρνητική: το οικονομικό κλίμα επιδεινώθηκε από δύο γεγονότα (McKibbin, 1998, σ.2): α) την διολίσθηση του Ιαπωνικού γέν ως προς το δολάριο την περίοδο 1996-1997 -το γεγονός αυτό οδηγούσε σε μείωση της ανταγωνιστικότητας των συγκεκριμένων οικονομιών, σε σχέση με την Ιαπωνική λόγω της σύνδεσης των νομισμάτων τους με το δολάριο, β) η αύξηση των επιτοκίων στις Η.Π.Α. τον Μάρτιο του 1997.

³³ Αξίζει να αναφέρουμε δύο από τις σημαντικότερες περί του αντιθέτου απόψεις: του Young (1993, 1995) και του Krugman (1994). Στα άρθρα τους αμφισβητούν τις αντιλήψεις περί οικονομικού θαύματος. Παραδέχονται πράγματι ότι υπήρξαν υψηλοί ρυθμοί μεγέθυνσης και βελτίωση του βιοτικού επιπέδου αλλά, σε αντίθεση με τις συμβατικές αντιλήψεις, οι Young και Krugman θεωρούν ότι οι εν λόγω ρυθμοί δεν ήταν διατηρήσιμοι. Η ερμηνεία που προτείνουν είναι ότι η σημαντική μεγέθυνση των οικονομιών της Ν.Α. Ασίας ήταν αποτέλεσμα εκτατικής ανάπτυξης και όχι εντατικής. Δηλαδή δεν οφειλόταν στην αύξηση της παραγωγικότητας αλλά στην κινητοποίηση παραγωγικών συντελεστών και πόρων της οικονομίας (ένα παράδειγμα ήταν η μετακίνηση αγροτικών πληθυσμών στις πόλεις και η φθηνή απασχόληση τους στη βιομηχανία, με αποτέλεσμα την αύξηση της παραγωγής και αυξητικούς ρυθμούς μεγέθυνσης). Η μεγέθυνση που δεν οφειλόταν σε αύξηση της παραγωγικότητας δεν μπορούσε να διατηρηθεί επί μακρόν. Όταν πάψει η ένταξη νέων παραγωγικών συντελεστών στην παραγωγική διαδικασία, έρχεται ως επακόλουθο ο περιορισμός της μεγέθυνσης.

³⁴ Σε Μαλαισία, Ινδονησία και Ταϊλάνδη, το κατακεφαλήν εισόδημα υπερτετραπλασιάστηκε στη διάρκεια της περιόδου 1965-1996, ενώ στην Κορέα επταπλασιάστηκε. Το μέσο εισόδημα στις τέσσερις αυτές χώρες ενώ ισοδυναμούσε με το 10% του Α.Ε.Π. των Η.Π.Α. το 1965, ξεπέρασε το 27% το 1996. Το γεγονός οδήγησε σε βελτίωση των συνθηκών διαβίωσης και των φτωχότερων οικονομικών στρωμάτων. Στην Ινδονησία τη δεκαετία του 1960, το 60% του πληθυσμού ζούσε κάτω από το όριο της φτώχειας. Το ποσοστό αυτό το 1996 μειώθηκε στο 15% (Radelet και Sachs, 1998β, σ. 18). Στο ίδιο μήκος κύματος ο Stiglitz (2003, σ.507) υπογραμμίζει τη μεγάλη επιτυχία των οικονομιών των χωρών της Ν.Α. Ασίας, όπου η μεγάλη αύξηση του Α.Ε.Π. συνοδεύτηκε από μείωση της φτώχειας. Αναφέρει ότι ειδικά τη δεκαετία 1987-1998, ο αριθμός των ανθρώπων που ζούσαν στην ευρύτερη περιοχή κάτω από το όριο της φτώχειας μειώθηκε από 417,5 εκ. σε 278,3 εκατομμύρια.

Σε αυτό το πλαίσιο λίγο αργότερα, ξεκίνησε μία έντονη και συντονισμένη κερδοσκοπική επίθεση εις βάρος του νομίσματος της Ταϊλάνδης, το οποίο -παρά τις περί του αντιθέτου διαβεβαιώσεις της κυβέρνησης της Ταϊλάνδης- υποτιμήθηκε στις 2 Ιουλίου του 1997. Η ημερομηνία αυτή θεωρείται το «σημείο μηδέν» της κρίσης, σηματοδοτεί την έναρξή της.

Οι χώρες της Ν.Α. Ασίας επηρεάστηκαν έντονα από την κρίση. Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες πολλών ασιατικών χωρών κατέρρευσαν. Το ίδιο συνέβη με τις χρηματιστηριακές αξίες και, γενικότερα, τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων (ομόλογα, ακίνητα). Οι συνέπειες για τα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη υπήρξαν έντονες: μείωση του Α.Ε.Π., αύξηση της ανεργίας και του πληθωρισμού. Η κρίση μεταδόθηκε και σε άλλες αναπτυσσόμενες χώρες εκτός Ασίας. Επίσης στάθηκε αφορμή για την κατάρρευση της ρωσικής οικονομίας, ενώ επηρέασε τις αναπτυγμένες χώρες και το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα, ευρύτερα.

6.3.2 Τα αίτια της κρίσης.

Ο επιστημονικός διάλογος για τα πραγματικά αίτια της κρίσης στη Ν.Α. Ασία είναι πλούσιος. Δύο είναι οι βασικοί άξονες του προβληματισμού: α) ο ρόλος της επιδείνωσης των μακροοικονομικών δεδομένων, β) η μαζική κίνηση κεφαλαίων και ο πανικός που επικράτησε στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Επικουρικό ρόλο έχουν και άλλες ερμηνείες, οι οποίες συμβάλλουν στην συναρμολόγηση το παζλ των αιτιών της κρίσης.

6.3.2.1 Επιδείνωση θεμελιωδών μακροοικονομικών μεγεθών.

Όπως προαναφέρθηκε μετά το ξέσπασμα της κρίσης πολλοί ερευνητές διαπίστωσαν μακροοικονομικά προβλήματα, τα οποία δεν είχαν προσέξει στο παρελθόν. Μεταξύ όσων υποστηρίζουν ότι τα μακροοικονομικά προβλήματα των οικονομιών της Ν.Α. Ασίας που ενδεχομένως οδήγησαν στην κρίση περιλαμβάνονται τα άρθρα των Corsetti et.al (1998α, 1998γ, 1999). Τα σημαντικότερα μακροοικονομικά μεγέθη που υποστηρίζεται ότι ευθύνονται για την πρόκληση της κρίσης είναι:

- α) Το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών
- β) Η συναλλαγματική ισοτιμία και ο πληθωρισμός
- γ) Το δημοσιονομικό έλλειμμα

Στη συνέχεια, γίνεται μια συνοπτική ανάλυση των δεδομένων σε κάθε ένα από αυτά τα «μέτωπα».

α) Το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών.

Η Μαλαισία, η Ταϊλάνδη και οι Φιλιππίνες, με μέσο όρο ελλειμμάτων περί 6%-7% του Α.Ε.Π. περιλαμβάνονται στις χώρες της Ν.Α. Ασίας που αντιμετώπισαν επίμονα ελλείμματα καθόλη τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990. Η Ινδονησία και η Κορέα καταγράφουν τα χρόνια που προηγήθηκαν της κρίσης συγκρατημένα ελλείμματα (περί το 2% με 3%). Αντίθετα, το Χονγκ Κονγκ, η Σιγκαπούρη και η Ταϊβάν ήταν κατά μέσο όρο πλεονασματικές με 4,5% και 13,6% του Α.Ε.Π. για τις δύο τελευταίες δεκαετίες (Corsetti et.al, 1998α).

Εφόσον γίνει δεκτό ότι το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αποτελούσε σοβαρή μακροοικονομική ανισορροπία γεννάται το ερώτημα πως θα εξηγηθεί η ένταση και η εξάπλωση της κρίσης σε όλη την περιοχή της Ν.Α. Ασίας. Τα προαναφερθέντα ελλείμματα συγκρινόμενα με τους ρυθμούς μεγέθυνσης που κατέγραφαν οι εν λόγω οικονομίες φαίνονταν διατηρήσιμα αφού χάρη σε αυτά διατηρούνταν αλώβητη η δυνατότητα εξυπηρέτησης των εξωτερικών τους χρεών, ενώ οι εξαγωγικές επιδόσεις διασφάλιζαν με σχετική ομαλότητα τον εφοδιασμό σε ξένο συνάλλαγμα.

Ουσιαστικό στοιχείο για τον έλεγχο της επικινδυνότητας των εξωτερικών ελλειμμάτων είναι αν τα ελλείμματα χρηματοδοτούσαν την επένδυση ή την κατανάλωση. Οι ρυθμοί επένδυσης ήταν σημαντικά υψηλοί και κυμαίνονταν στην πλειονότητα των περιπτώσεων από 30% έως 40% του Α.Ε.Π. Βέβαια το κρίσιμο ζήτημα σε αυτή την ανάλυση γίνεται η διάρθρωση των επενδύσεων. Τουλάχιστον για την περίοδο μετά το 1990 οι εισροές κεφαλαίων είχαν σε μεγάλο βαθμό βραχυπρόθεσμο ή/και αμιγώς κερδοσκοπικό χαρακτήρα αφού κατευθύνονταν κυρίως σε μη εμπορευματικούς τομείς της οικονομίας (μετοχές, ακίνητη περιουσία κ.α.)³⁵. Οι κερδοσκοπικές εισροές σε συνδυασμό με την μείωση των αποδόσεων έτειναν να συγκροτήσουν έναν σαφή παράγοντα επικινδυνότητας αν και όχι το έλλειμμα αυτό καθαυτό.

³⁵ Πρβλ. Corsetti et.al (1998α).

β) Συναλλαγματική Ισοτιμία και πληθωρισμός

Οι συναλλαγματικές κρίσεις έχουν συνδεθεί με υπερτιμημένες συναλλαγματικές ισοτιμίες που συχνά προκαλούνται από αθρόες εισροές κεφαλαίων και σχετικά υψηλό πληθωρισμό (εν συγκρίσει με τους ανταγωνιστές). Γεγονός είναι πάντως ότι οι ισοτιμίες κάποιων εκ των χωρών της Ν.Α. Ασίας είχαν υπερτιμηθεί σημαντικά. Με έτος βάσης το 1990, φαίνεται ότι οι ισοτιμίες των περισσότερων νομισμάτων –με εξαίρεση την περίπτωση της Κορέας και της Ταϊβάν- είχαν υπερτιμηθεί έως το 1997³⁶. Οι Corsetti et.al (1998α, σ.19, 1998γ, σ.13) υποστηρίζουν ότι οι υπερτιμημένες πραγματικές ισοτιμίες αποτέλεσαν μία σημαντική μακροοικονομική ανισορροπία που οδήγησε στην κρίση. Σε κάθε περίπτωση δεν πρέπει να λησμονηθεί ότι η όποια πραγματική ανατίμηση ήταν αποτέλεσμα των αυξημένων κερδοσκοπικών εισροών κεφαλαίων οι οποίες πίεζαν ανοδικά τη ζήτηση για τα νομίσματα των χωρών της Ν.Α. Ασίας τα χρόνια που προηγήθηκαν της κρίσης

Ο πληθωρισμός των οικονομιών της Ν.Α. Ασίας από την άλλη πλευρά δεν μπορεί να χαρακτηριστεί ως υπερβολικός. Με την εξαίρεση της Ινδονησίας που κατά μέσο όρο προσέγγιζε το 10%, στις υπόλοιπες οικονομίες ο πληθωρισμός κυμαινόταν σε μονοψήφιο επίπεδο και γενικότερα ακολουθούσε πτωτική τάση. Παρά ταύτα, οι Corsetti et.al (1998α, σ.18) συνδέουν την κρίση με τον πληθωρισμό διότι θεωρούν ότι μόνον φαινομενικά ήταν ελεγχόμενος, οι δε προσδοκίες για την εξέλιξή του ήσαν αρνητικές. Η εξήγηση στηριζόταν στην υπόθεση μιας αλληλουχίας μεταξύ συναλλαγματικής ανισορροπίας και δημοσιονομικής πειθαρχίας: μια συναλλαγματική κρίση θα προκαλούσε αναταραχή στο τραπεζικό σύστημα. Για να στηριχθεί η βιωσιμότητα των απειλούμενων τραπεζών θα γινόταν αναγκαία η δημοσιονομική τους χρηματοδότηση: εφόσον αυτές οι πρόσφατες δημόσιες δαπάνες χρηματοδοτούνταν με πληθωριστικό χρήμα με τελικό αποτέλεσμα την έξαρση του πληθωρισμού. Η διαμόρφωση τέτοιων προσδοκιών ήταν προφανώς συμβατή με την παραδοχή ότι τραπεζικό σύστημα και δημοσιονομικοί θεσμοί πάσχουν από κρυφές, πλην θεμελιακές αστάθειες.

γ) Δημοσιονομικό Έλλειμμα

Οι Corsetti et.al (1998α, σ.17) υποστήριξαν ότι η απουσία δημοσιονομικών ελλειμμάτων ήταν φαινομενική. Οι κρατικοί προϋπολογισμοί των υπό εξέταση

³⁶ Άλλοι οικονομολόγοι έχουν αντίθετη άποψη αναφορικά με τον ρόλο της πραγματικής υπερτίμησης στην εκδήλωση της κρίσης βλ. πιο κάτω εδάφιο που αφορά στην κριτική των εν λόγω θέσεων.

χωρών είχαν υψηλές μελλοντικές υποχρεώσεις. Σε περίπτωση κρίσης ο κρατικός προϋπολογισμός όφειλε να καλύψει τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια των δημόσιων αλλά και ιδιωτικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ο Fischer (1998α, σ.2) υπολόγισε ότι το συνολικό δημοσιονομικό κόστος για την εξυγίανση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων την περίοδο της κρίσης κυμαινόταν περί 15% του Α.Ε.Π. κάθε οικονομίας. Συνεπώς, οι οικονομίες της Ν.Α. Ασίας είχαν μία πολύ υψηλή, αλλά συγκαλυμμένη δημοσιονομική υποχρέωση, λόγω των άτυπων εγγυήσεων που «χορηγούσε» το κράτος στον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας.

δ) Συμπεράσματα

Ο Krugman (1998α, σ.2) και ο Arias (2003, σ.15). παρατηρούν ότι τα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη των οικονομιών της Ν.Α. Ασίας ήταν σε σχετικά καλή κατάσταση. Οι κρατικοί προϋπολογισμοί ήταν ισορροπημένοι, οι κυβερνήσεις δεν επιδίδονταν σε ανεύθυνη πιστωτική και νομισματική επέκταση και ο πληθωρισμός ήταν ελεγχόμενος. Στοιχεία που δεν δικαιολογούν κρίση, όπως τουλάχιστον περιγράφουν τα μοντέλα κρίσεων πρώτης γενιάς.

Αναφορικά με την πραγματική ανατίμηση των νομισμάτων των χωρών της Ν.Α. Ασίας, οι Radelet και Sachs (1998α, σ.14 και 1998β, σ.24) παρατήρησαν ότι στις περισσότερες χώρες (πλην της Κίνας και της Κορέας), πράγματι η ανατίμηση ξεπερνούσε το 25%. Στους υπολογισμούς τους όμως, έλαβαν τέσσερις οικονομίες της Λατινικής Αμερικής (Αργεντινή, Βραζιλία, Χιλή και Μεξικό). Η πραγματική ανατίμηση των νομισμάτων της Αργεντινής, της Βραζιλίας και της Χιλής, την αντίστοιχη περίοδο ξεπέρασε το 45%, ήταν κατά πολύ υψηλότερη σε σχέση με τα συμβαίνοντα στην Ν.Α. Ασία. Εντούτοις, οι χώρες αυτές έμειναν ουσιαστικά ανεπηρέαστες από την συγκεκριμένη κρίση.

Από τα στοιχεία που παραθέσαμε συνάγεται ότι όντως επικρατούσαν κάποιες μακροοικονομικές ανισορροπίες που δεν φαίνεται να δικαιολογούσαν μία κρίση σε τέτοια έκταση και βάθος, όπως αυτή του 1997-98. Η κρίση ξεκίνησε με την υποτίμηση του εθνικού νομίσματος της Ταϊλάνδης η οποία πράγματι είχε υψηλό έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Ωστόσο, επεκτάθηκε σε χώρες οι οποίες είχαν σαφώς καλύτερα μακροοικονομικά μεγέθη, όπως η Σιγκαπούρη η οποία σημείωνε μεγάλα εμπορικά και δημοσιονομικά πλεονάσματα, χαμηλό πληθωρισμό και αυξημένη αποδοτικότητα των επιχειρήσεών της. Η κρίση προσέβαλε χώρες στις οποίες δεν υπήρχαν βασικές μακροοικονομικές αδυναμίες. Η ανάλυση των

μακροοικονομικών μεγεθών των εν λόγω οικονομιών έγινε εκ των υστέρων (ex post)³⁷. Οι εκροές κεφαλαίων ασφαλώς δεν μπορούσαν να αιτιολογηθούν με μια εις βάθος μακροοικονομική ανάλυση την οποία υποτίθεται ότι είχαν στη διάθεσή τους οι ξένες εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες και οι διαχειριστές κεφαλαίων πριν την κρίση. Συνεπώς οι μακροοικονομικές ανισορροπίες δεν αποτέλεσαν την πρωταρχική γενεσιουργό αιτία της κρίσης.

6.3.2.2 Αυτοεκπληρούμενες προσδοκίες και ατελείς χρηματοπιστωτικές αγορές.

Μια εναλλακτική ερμηνεία στηρίζεται στη θέση ότι τον κρίσιμο ρόλο τον ανέλαβαν ο χρηματοοικονομικός πανικός και οι αυτοεκπληρούμενες προσδοκίες. Χαρακτηριστικά οι Radelet και Sachs (1998α, 1998β) απέδωσαν την κρίση σε τρεις παράγοντες: α) την έμφυτη τάση των αγορών προς τον πανικό, β) τις λανθασμένες πολιτικές των κυβερνήσεων, αφενός, και, γ) του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου αφετέρου, κατά τη διάρκεια της κρίσης. Η συγκεκριμένη προσέγγιση δέχεται ότι δεν μπορούν να εξηγήσουν τη μεγάλη ένταση και την εξάπλωση της. Το πιο χαρακτηριστικό στοιχείο αυτής της κρίσης ήταν αιφνιδιαστική και πλήρης αναστροφή των ροών κεφαλαίου, από εισροές σε εκροές. Η εξωτερική χρηματοδότηση πέντε χωρών της Ν.Α. Ασίας (Κορέα, Μαλαισία, Ινδονησία, Ταϊλάνδη και Φιλιππίνες) μειώθηκε κατά 84% από 92,8 δισ. δολάρια το 1996 σε 15,2 δισ. το 1997. Δεδομένου ότι, κατά το έτος αυτό, 23 δισ. δολάρια είχαν προέλθει από «βοήθεια» διεθνών οργανισμών (Δ.Ν.Τ.) και κυβερνήσεων αναπτυσσόμενων χωρών επρόκειτο για πλήρη αναστροφή της κίνησης κεφαλαίων. Στον τομέα των επενδύσεων χαρτοφυλακίου καθαρή εισροή ύψους 12,1 δισ. δολαρίων το 1996, αντιστράφηκε το 1997 σε καθαρές εκροές 11,6 δισ. δολαρίων. Οι σημαντικότερες εκροές οφείλονταν σε ξένες εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες.

Η έκταση του προβλήματος αναδεικνύεται καλύτερα από τα σχετικά μεγέθη ως % του Α.Ε.Π.³⁸. Κατά το 1996 οι καθαρές εισροές τραπεζικών δανείων έφθαναν σε αξία το 5,9% του Α.Ε.Π. Το πρώτο εξάμηνο του 1997 έπεσαν σε 2,8% του Α.Ε.Π., ενώ το δεύτερο εξάμηνο υπήρξαν καθαρές εκροές ύψους -3,6% του Α.Ε.Π. Συνεπώς η αναστροφή των ροών των τραπεζικών δανειακών κεφαλαίων άγγιξε το 9,5% του Α.Ε.Π.. Η έκταση της αναστροφής σε τόσο μικρό διάστημα δεν μπορεί να εξηγηθεί

³⁷ Στο βάθος στο οποίο προχωρούν οι Corsetti et.al (1998α, 1998β, 1998γ, 1999)

³⁸ Οι χώρες που εξετάζονται από τους Radelet και Sachs (1998α) είναι: η Κορέα, η Ινδονησία, η Μαλαισία, η Ταϊλάνδη και οι Φιλιππίνες.

από την επιδείνωση των θεμελιωδών μακροοικονομικών μεγεθών των εν λόγω χωρών. Παραπέμπει σε πράξεις πανικού εκ μέρους των διεθνών πιστωτών και επενδυτών (Radelet και Sachs 1998α, σ.6).

Βεβαίως οι εκροές αυτές επηρέασαν σημαντικά τα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη. Άμεση συνέπεια ήταν η κατάρρευση των εθνικών νομισμάτων και η αύξηση των επιτοκίων. Ο συνδυασμός αυτός είχε περιοριστικό αντίκτυπο στην οικονομία, λόγω της διόγκωσης των εξωτερικών χρεών του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας. Τα μακροοικονομικά μεγέθη, που, ενδεχομένως έπασχαν από κάποιες ανισορροπίες πριν ξεσπάσει η κρίση χειροτέρευαν αιφνίδια λόγω των εκροών και του χρηματοπιστωτικού πανικού.

Το ότι η κρίση δεν είχε προβλεφθεί επιβεβαιώνει τη σημασία μηχανισμού των αυτοεκπληρούμενων προσδοκιών. Οι διαχειριστές κεφαλαίων συνέχιζαν να τοποθετούσαν κεφάλαια μέχρι και τα τέλη του 1996. Το ασφάλιστρο κινδύνου (risk premium) στα δάνεια και στα ομόλογα όχι μόνο δεν είχε αυξηθεί, αλλά μειώθηκε μετά το 1995. Οι μεγάλοι οργανισμοί αξιολόγησης πιστωτικών κινδύνων (Moody's και S&P) διατηρούσαν την ίδια αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας μέχρι τα μέσα του 1997. Ακόμα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο δεν ανέφερε σε καμία έκθεσή του πριν το 1997 ότι τα μακροοικονομικά μεγέθη των χωρών της Ν.Α. Ασίας επιδεινώνονται. Η κρίση έλαβε διαστάσεις χρηματιστηριακού πανικού και έγινε αυτοεκπληρούμενη παίρνοντας τη μορφή χρηματιστηριακού πανικού (Radelet και Sachs 1998α, σ.18).

Αντίστοιχη είναι η ερμηνεία που προτείνουν οι Chang και Velasco (1998α, 1998β, 1998γ, 1999). Ο πανικός που κατέλαβε ξένους επενδυτές-πιστωτές-κερδοσκόπους και ντόπιους καταθέτες υπήρξε καίριος. Η ανάλυση εστιάζει στον υπερδανεισμό των οικονομιών της Ν.Α. Ασίας, τον οποίο διαμεσολαβούσαν οι εγχώριες εμπορικές τράπεζες, διοχετεύοντας δανειακά κεφάλαια από το εξωτερικό στην εγχώρια οικονομία. Η διαμεσολάβηση αυτή προκάλεσε δύο ειδών «αναντιστοιχίες» στους ισολογισμούς των τραπεζών. Εν πρώτοις, προκαλούσε χρονικές αναντιστοιχίες: βραχυχρόνια δάνεια προορίζονταν για χρηματοδότηση μακροχρόνιων επενδύσεων. Επιπρόσθετα προκαλούνταν συναλλαγματικές αναντιστοιχίες αφού τα δάνεια χορηγούνταν σε ξένο νόμισμα, που μετατρεπόταν σε εγχώριο για να τοποθετηθούν στην εγχώρια οικονομία. Το στοιχείο αυτό δεν αρκούσε από μόνο του βεβαίως για να προκαλέσει κρίση. Μπορούσε όμως να εισάγει την οικονομία σε μία «ζώνη κρίσης» (Crisis zone). Η συνέχεια καθίσταται θέμα

προσδοκιών. Αν οι προσδοκίες ήταν αρνητικές ετείαν να γίνουν αυτοεκπληρούμενες με αποτέλεσμα την κρίση. Αυτό μπορούσε να συμβεί με αφορμή μία πρόσθετη εξωτερική δόνηση, ικανή να αυξήσει την πιθανότητα της κρίσης. Η κρίση ξέσπασε λόγω του πανικού των ξένων πιστωτών οι οποίοι αρνούσαν να ανανεώσουν τα δάνεια και τα ανακάλεσαν, με αποτέλεσμα τη μεγάλη εκροή κεφαλαίων. Η κατάσταση επιδεινώθηκε διότι, λόγω του πανικού οι κάτοικοι έσπευσαν στις τράπεζες για να αποσύρουν τις αποταμιεύσεις τους, δημιουργώντας οξύ πρόβλημα ρευστότητας³⁹. Έτσι, τράπεζες, οι οποίες σε άλλη περίπτωση δεν θα είχαν πρόβλημα, τώρα οδηγούνταν στο κλείσιμο. Το αποτέλεσμα ήταν η εκδήλωση νομισματικής και τραπεζικής κρίσης, εξ αιτίας των αυτό-εκπληρούμενων προσδοκιών πιστωτών, επενδυτών και αποταμιευτών⁴⁰.

6.3.2.3 Προβληματικός χρηματοπιστωτικός τομέας και ο καπιταλισμός του «πιστού φίλου» (*Crony Capitalism*).

Οι χώρες της Ν.Α. Ασίας δεν ακολούθησαν στην αναπτυξιακή τους διαδρομή το αγγλοσαξονικό καπιταλιστικό πρότυπο. Ο τύπος της ανάπτυξης τους διέφερε κυρίως λόγω της έκτασης της κρατικής παρέμβασης. Το γεγονός αυτό είχε θετικές, αλλά, και, αρνητικές συνέπειες. Οι αγορές των χωρών της Ν.Α. Ασίας απελευθερώθηκαν σταδιακά, αλλά το κράτος παρενέβαινε με σκοπό να διορθώσει τις ατέλειες των ελεύθερων αγορών και να βοηθήσει στην ανάπτυξη των εξαγωγικών κλάδων. Οι παρεμβάσεις των κρατικών αξιωματούχων συχνά, όμως, προκαλούσαν αναποτελεσματικότητα και διαφθορά.

Το πρότυπο ανάπτυξης στο οποίο στηρίχθηκαν οι χώρες της Ν.Α. Ασίας έγινε γνωστό ως ο «καπιταλισμός του πιστού φίλου» (*crony capitalism*). Ο χαρακτηρισμός αυτός οποίος καυτηριάζει τον τρόπο με τον οποία ασκούνταν η επιχειρηματική δραστηριότητα⁴¹:

«Η φράση ο “καπιταλισμός του πιστού φίλου” έγινε ξαφνικά δημοφιλής το 1997 περιγράφοντας τη δομή των Ασιατικών χρηματοπιστωτικών συστημάτων. Αν και πολλά από αυτά τα χαρακτηριστικά, τα προηγούμενα χρόνια, εμφανίζονταν ως τα δυνατά σημεία των Ασιατικών οικονομιών, όταν ξέσπασε η κρίση θεωρήθηκαν

³⁹ Την έλλειψη ρευστότητας ως βασική αιτία εκδήλωσης οικονομικής κρίσης, η οποία βαθαίνει λόγω του πανικού των διεθνών πιστωτών και επενδυτών, τονίζουν επίσης οι Goldfajn και Valdes (1997).

⁴⁰ Ανάλογη θέση όσον αφορά στις ατέλειες των απελευθερωμένων αγορών διατυπώνουν μεταξύ άλλων και οι Calvo (1998) και Wyplosz (1998).

⁴¹ Σε δική μας απόδοση.

υπεύθυνα. Επιχειρηματικές συναλλαγές κυριαρχούνταν από προσωπικές σχέσεις (Κίνα), μεγάλες οικογένειες είχαν υπό τον έλεγχό τους επιχειρήσεις κολοσσούς (Κορέα)...εσωτερικοί σύνδεσμοι σε κυβερνήσεις που προκαλούσαν κατηγορίες για διαφθορά, συμπαιγνίες και νεποτισμό (στην Ινδονησία). Οι επιχειρήσεις χρηματοδοτούσαν επενδύσεις χάρη σε τραπεζίτες με τους οποίους διατηρούσαν προσωπικές ή πολιτικές σχέσεις. Δάνεια χορηγούνταν σε θυγατρικές επιχειρήσεις τραπεζών ή ακόμα και υπό την καθοδήγηση των κυβερνήσεων. Σε κάποιες χώρες η διαφθορά διαπότιζε ολόκληρο το σύστημα.» (Frankel και Wei 2004, σ.7)

Υπερδανεισμός, φούσκες και φτωχή απόδοση των τοποθετημένων κεφαλαίων-φαινόμενα που συνδέονταν με την κρίση του 1997-98- αποδόθηκαν σε αυτές τις ασιατικές ιδιομορφίες. Ένθερμοι οπαδοί της απελευθέρωσης των αγορών, όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο⁴² και αξιωματούχοι των Η.Π.Α.⁴³ αρνούμενοι την καθοριστική επίπτωση της κίνησης κεφαλαίων, βρήκαν στην ερμηνεία αυτή όλες τις απαντήσεις. Πιο αναλυτικά(Singh and Zammit, 2006):

1. Η λανθασμένη εταιρική διακυβέρνηση και ο ατελής ανταγωνισμός οδήγησε τις επιχειρήσεις στο να ανταγωνίζονται για απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς, παραμελώντας την κερδοφορία. Η επιδίωξη αύξησης του μεριδίου αγοράς στηρίχθηκε κυρίως μέσω υπερδανεισμού σε μεγάλο όγκο επενδύσεων των οποίων η μελλοντική απόδοση αποδείχτηκε χαμηλή.
2. Η αγορά περιουσιακών στοιχείων μέσω των υπερ-επενδύσεων οδήγησε σε υπερδιόγκωση των τιμών τους (φαινόμενο φούσκας).
3. Ο υπερ-δανεισμός προκάλεσε μεγάλη «μόχλευση» (υψηλό δείκτη χρέους προς μετοχικό κεφάλαιο) στις επιχειρήσεις, η οποία τις έκανε ευάλωτες σε εξωτερικές «δονήσεις». Οι επιχειρήσεις γίνονταν ακόμα πιο ευάλωτες διότι μεγάλο ποσοστό του χρέους τους αφορούσε υποχρεώσεις σε ξένο νόμισμα.

Το γεγονός ότι οι στρεβλώσεις αυτές έγιναν αντιληπτές από τους ξένους πιστωτές, επενδυτές αλλά και κερδοσκόπους, είχε αποτέλεσμα να άρουν την εμπιστοσύνη του προς τις χώρες τις Ν.Α. Ασίας και να προκαλέσουν έτσι τις μεγάλες εκροές κεφαλαίων και την κρίση.

Οι Radelet και Sachs (1998β, σ.20), ανέκρουσαν αυτά τα επιχειρήματα υπογραμμίζοντας ότι ο κρατικός παρεμβατισμός δεν ήταν ένα γενικευμένο φαινόμενο

⁴² Βλ. τους λόγους του Διευθύνοντος Συμβούλου του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου: Camdessus (1998α, 1998β).

⁴³ Βλ. Summers (1998), Greenspan (1998)

παρατηρούμενο σε όλες τις χώρες της Ν.Α. Ασίας. Έντονος παρεμβατισμός, μέσω κατευθυνόμενων πιστώσεων, επιδοτήσεων και δασμών υπήρξε μόνο στην Ιαπωνία, στην Κορέα και στην Ταϊβάν για την υποστήριξη συγκεκριμένων κλάδων, και αυτό για μία ορισμένη χρονική περίοδο. Το Χονγκ Κονγκ, για παράδειγμα, είχε μία από τις πιο ανοικτές και απελευθερωμένες από κάθε κρατική παρέμβαση οικονομίες. «Οι πέντε Ασιατικές χώρες [Κορέα, Ινδονησία, Μαλαισία, Ταϊλάνδη, Φιλιππίνες] κατάφεραν να αντλήσουν 211 δισ. δολαρίων την περίοδο 1994-96, παρά τις ευρέως γνωστές συνθήκες του Ασιατικού καπιταλισμού» (Radelet και Sachs, 1998α, σ. 30).

Επιπροσθέτως, αξίζει να αναφερθεί η παρατήρηση ότι αμέσως μετά την κρίση οι χώρες που επλήγησαν ανέκαμψαν θεαματικά (κυρίως η Κορέα). Οι θεσμοί νπου διέπουν τη λειτουργία των αγορών επιδεινώνονται όπως επίσης και βελτιώνονται σχετικά αργά. Δεν μπορεί κανείς να υποθέσει ότι η μέχρι την κρίση προβληματικοί θεσμοί με κάποιον (μαγικό) τρόπο αναμορφώθηκαν και εξυγιανθήκαν ώστε να επιτρέψουν μία τόσο γρήγορη ανάκαμψη. Συνεπώς, (δια την εις άτοπον απαγωγής) δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι οι ουσιαστικοί πρωταίτιοι της ασιατικής κρίσης ήσαν εκεί που θα ήθελε το Δ.Ν.Τ. (Frankel και Wei, 2004, σ.7).

6.3.2.4 «Moral Hazard», υπερ-δανεισμός και υπερ-επένδυση.

Μία διαφορετική θεώρηση για το πρωταρχικό αίτιο της κρίσης στη Ν.Α. Ασία εκφράστηκε αρχικά⁴⁴ από τον Krugman (1998α, 1998β). Αφού διαπιστώνει πρωτίστως ότι οι περισσότερες οικονομίες της Ν.Α. Ασίας δέχθηκαν μέσω του τραπεζικού συστήματος μεγάλο όγκο εισροών κεφαλαίων, κυρίως δανειακών, οποίων κατευθύνθηκε σε μη παραγωγικές επενδύσεις (ακίνητα, μετοχές) και σε επενδύσεις μειωμένης αποδοτικότητας. Το αποτέλεσμα ήταν η υπερχρέωση του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας, κυρίως με βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και σε ξένο νόμισμα. Ο υπερδανεισμός υποκινήθηκε από το φαινόμενο του “moral hazard”⁴⁵. Το γεγονός

⁴⁴ Σε μεταγενέστερα άρθρα του ο Krugman (1999, 2000) προσπαθώντας να δημιουργήσει ένα «νέο υπόδειγμα κρίσεων» δίνει έμφαση στα προβλήματα των ισολογισμών των τραπεζών και των επιχειρήσεων, θεωρώντας δευτερεύον θέμα αυτό του «moral hazard». Θεωρεί ότι όλες οι μορφές επενδύσεων είχαν «εκτιναχθεί» πριν την κρίση, συμπεριλαμβανομένης της απευθείας αγοράς ποσοστών στο μετοχικό κεφάλαιο εταιριών και των επενδύσεων σε ακίνητα. Οι επενδύσεις αυτές ξεκάθαρα δεν καλύπτονταν από καμίας μορφή άτυπης κρατικής ή άλλης εγγύησης. Είναι πιθανό τα επισφαλή δάνεια να μην ήταν τελικά αίτιο της κρίσης, αλλά συνέπεια, λόγω του συνδυασμού της ανόδου των επιτοκίων και της μεγάλης υποτίμησης που επιδείνωσαν αφηνidiaστικά τους ισολογισμούς των τραπεζών (Krugman 1999, σ.6)

⁴⁵ Ο «moral hazard» και ο υπερδανεισμός ως το κατεξοχήν αίτιο της κρίσης παρουσιάζεται επίσης στα άρθρα των McKinnon και Pill (1998), Corsetti et.al (1998α) και Corsetti et.al (1999).

δηλαδή ότι η διασφάλιση χάρη των άτυπων εγγυήσεων του κράτους για χορηγούμενα από το εξωτερικό δάνεια στον ιδιωτικό τομέα λειτουργούσε ως κίνητρο μειωμένης υπευθυνότητας. Οι ξένοι πιστωτές και επενδυτές θεωρούσαν την επιστροφή των κεφαλαίων τους εγγυημένη, με εγγυητές τα ίδια τα κράτη της Ν.Α. Ασίας. Ήταν δηλαδή πεπεισμένοι ότι στην περίπτωση που οι τράπεζες και οι επιχειρήσεις της χώρας αδυνατούσαν να αποπληρώσουν τα χρέη τους προς το εξωτερικό, η κυβέρνηση, ως άτυπος εγγυητής θα κάλυπτε τις υποχρεώσεις για να μην ξεσπάσει κρίση στην οικονομία.

Το επιχείρημα του “moral hazard” οδηγεί στη θέση ότι η κρίση δεν ήταν απλώς πανικός, αλλά ήρθε δικαιολογημένα να διορθώσει παθογένειες του συστήματος, οι οποίες αφορούσαν στην πραγματική οικονομία. Ο Krugman (1998β) αναφέρει ότι ο πανικός, οι αυτοεκπληρούμενες προσδοκίες και η θεωρία του «πιστού φίλου» δεν οδηγούν κατά ανάγκη σε κρίση:

Η σύγχρονη παγκοσμιοποίηση εντείνει το πρόβλημα του «moral hazard», γιατί οι τράπεζες, μέσω των διεθνών αγορών βρίσκουν πιο εύκολα «φθηνά» κεφάλαια τα οποία διακινούν κερδοσκοπικά⁴⁶. Εναλλακτική λύση για τις τράπεζες ήταν η αναζήτηση κεφαλαίων στις εγχώριες αποταμιεύσεις, όπου είναι πολύ υψηλότερο το κόστος λόγω υψηλότερων επιτοκίων.

6.3.2.5 Οι εκροές κεφαλαίων και τα προβλήματα στους ισολογισμούς τραπεζών και επιχειρήσεων: ένα νέο (τρίτο) υπόδειγμα κρίσεων?

Μετά την εκδήλωση της ασιατικής κρίσης ο Krugman (1999α, 2000) πρότεινε ένα νέο υπόδειγμα, για να εξηγήσει την κρίση⁴⁷. Ενώ αρχικά έβλεπε τον υπερδανεισμό και το «moral hazard» ως πρωταρχικά αίτια⁴⁸, στη συνέχεια υποστήριξε ότι η κρίση μπορούσε να εξηγηθεί βάσει ενός αναλυτικού πλαισίου που δίνει έμφαση στους ευάλωτους ισολογισμούς των τραπεζών και των επιχειρήσεων⁴⁹ και επικεντρώνεται σε τρία (νέα) χαρακτηριστικά κρίσεων:

⁴⁶ Με τον όρο «φθηνά» εννοούμε δανειακά κεφάλαια σε ξένο νόμισμα τα οποία επιβαρύνονται γενικά με χαμηλότερα επιτόκια, σε σχέση με τα επιτόκια που επικρατούν στις αναπτυσσόμενες αγορές. Στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, όπου για μεγάλα χρονικά διαστήματα επικρατεί καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών οι τράπεζες έχουν κίνητρο να δανείζονται σε ξένο νόμισμα λόγω των χαμηλότερων επιτοκίων και του περιορισμού του συναλλαγματικού κινδύνου που επιφέρει το καθεστώς των ισοτιμιών. Τα κεφάλαια αυτά όμως, όπως αποδείχθηκε και από την κρίση στη Ν.Α. Ασία φαινομενικά είναι πιο φθηνά. Μία μεγάλη υποτίμηση εκτινάσσει το κόστος τους.

⁴⁷ Το υπόδειγμα του Krugman (2000) παρουσιάστηκε πιο αναλυτικά στο κεφάλαιο 5 της έρευνας.

⁴⁸ Πρβλ. Krugman, 1998α, 1998β

⁴⁹ Βλέπε επίσης Cespedes, Chang, and Velasco (2004)

1. Στην μετάδοση των κρίσεων (contagion), που δεν εδράζεται σε ορθολογικά αίτια.
2. Στις μεγάλες εκροές κεφαλαίων (λόγω απώλειας εμπιστοσύνης). Η συνακόλουθη μεγάλη πραγματική υποτίμηση σε συνδυασμό με την κάμψη των εισαγωγών λόγω της ύφεσης που προκαλείται στην οικονομία τελικά οδηγούν σε πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.
3. Υπερχρέωση της οικονομίας σε ξένο νόμισμα.

Λόγω της υπερχρέωσης της οικονομίας σε ξένο συνάλλαγμα, η υποτίμηση αντί να είναι ευεργετική την οδηγεί σε ύφεση. Ο λόγος είναι τα ότι τα υπέρογκα χρέη σε ξένο νόμισμα γίνονται δυσβάσταχτα για τις επιχειρήσεις και οδηγούν σε συρρίκνωση των «Ιδίων Κεφαλαίων» τους και σε μεγάλο αριθμό πτωχεύσεων. Ο περιορισμός των πιστώσεων εκ μέρους των τραπεζών, περιορίζει τις επενδύσεις ακόμα και σε υγιείς επιχειρήσεις. Ο συνακόλουθος περιορισμός των επενδύσεων βαθαίνει περισσότερο την ύφεση στην οικονομία και επιβεβαιώνει την αρχική απώλεια εμπιστοσύνης.

6.3.3 Ο ρόλος του Δ.Ν.Τ.

Το Δ.Ν.Τ. αντέδρασε αμέσως στην ασιατική κρίση διοχετεύοντας πολλά δισεκατομμύρια δολάρια στις πληγείσες οικονομίες. Συγκεκριμένα, συνεισέφερε 4 δισ. δολάρια στην Ταϊλάνδη, 10 δισ. δολάρια στην Ινδονησία, 21 δισ. δολάρια στην Κορέα⁵⁰, ενώ παράλληλα στις Φιλιππίνες συνεχίστηκε παλαιότερο πρόγραμμα χρηματοδότησης. Η χρηματοδότηση είχε περίοδο αποπληρωμής περί τα τρία έτη. Αφορούσε πακέτο χρηματοδοτήσεων στο οποίο συνεισέφεραν και άλλοι διεθνείς οργανισμοί (Παγκόσμια Τράπεζα, Ασιατική Αναπτυξιακή Τράπεζα), καθώς και μεμονωμένα κράτη (Ιαπωνία, Η.Π.Α.). Η συνολική χρηματοδότηση, από όλους τους φορείς, έφθασε τα 17,2 δισ. δολάρια για την Ταϊλάνδη, 40 δισ. δολάρια για την Ινδονησία και 57 δισ. δολάρια για την Κορέα. Το Δ.Ν.Τ. επέβαλε βεβαίως, στις κυβερνήσεις των χωρών αυτών, συγκεκριμένα μέτρα οικονομικής πολιτικής, ως προϋπόθεση της χρηματοδότησης που, συνοψίζονται στα εξής:

1. Δημοσιονομική Πολιτική: Αρχικά απαίτησε από τις κυβερνήσεις δημοσιονομικά πλεονάσματα. Στη συνέχεια περιορίστηκε στην απαίτηση για περιορισμό των δημοσιονομικών ελλειμμάτων.
2. Νομισματική Πολιτική: Αύξηση επιτοκίων με σκοπό τον περιορισμό της υποτίμησης των εθνικών νομισμάτων.

⁵⁰ (Radelet και Sachs, 1998α, σ.24).

3. Χρηματοπιστωτικό Σύστημα: Ιδιωτικοποιήσεις, κλείσιμο προβληματικών τραπεζών, αύξηση κεφαλαιακής επάρκειας, περιορισμός χορηγήσεων από τις υγιείς τράπεζες.

6.3.3.1 Επιχειρήματα υπέρ της πολιτικής του Δ.Ν.Τ.

Πρωταρχικό μέλημα του Δ.Ν.Τ ήταν η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των διεθνών πιστωτών και κεφαλαιούχων ως προς τις χώρες της Ν.Α. Ασίας. Ο πιο ενδεδειγμένος τρόπος για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης κρίθηκε ότι ήταν η άνοδος των επιτοκίων. Τα υψηλά επιτόκια θα αποτελούσαν ισχυρό κίνητρο διακράτησης των νομισμάτων των χωρών της Ν.Α. Ασίας και θα αποτρεπόταν η περειαίρω πτώση τους. Όταν επανερχόταν η εμπιστοσύνη από πλευράς ξένων επενδυτών, τα επιτόκια θα επέστρεφαν στα φυσιολογικά τους επίπεδα.

Σε περίπτωση επιλογής μιας άλλης πολιτικής που θα απέφευγε την άνοδο των επιτοκίων, οι συνέπειες θα ήταν δυσμενείς τόσο για τη διεθνή οικονομία όσο και για τις μεμονωμένες οικονομίες σε κρίση. Πρώτον, οι μεμονωμένες οικονομίες θα πλήττονταν λόγω της μεγάλης υποτίμησης των νομισμάτων και της συνακόλουθης διόγκωσης του εξωτερικού χρέους του ιδιωτικού τομέα. Από την άλλη μεριά, τα μεγάλα πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των ασιατικών χωρών, τα οποία θα προκαλούσε η υποτίμηση, θα υπονόμευαν την ανταγωνιστική θέση άλλων χωρών και θα τις υποχρέωναν να καταστούν εκείνες ελλειμματικές στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών τους ή θα προκαλούσαν «ανταγωνιστικές υποτιμήσεις» και γενίκευση της αστάθειας (Fischer 1998α, 1998β, 1998γ).

Το κόστος της αναδιάρθρωσης και εξυγίανσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος των οικονομιών της Ν.Α. Ασίας, υπολογίστηκε σε 15% περίπου του Α.Ε.Π.. Το κόστος αυτό θα επιβάρυνε τον κρατικό προϋπολογισμό. Για το Δ.Ν.Τ. η επίτευξη πλεονασμάτων ή μικρών ελλειμμάτων κατά τη διάρκεια και μετά την κρίση θα επέτρεπε την ομαλή απορρόφηση του κόστους της εξυγίανσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, από τον κρατικό προϋπολογισμό.

Τέλος αναφορικά με τις διαρθρωτικές αλλαγές που ζήτησε το Δ.Ν.Τ. υποστηρίζεται ότι αποτελούσαν βασική προϋπόθεση διότι δεν είναι διανοητό ξένες πιστώσεις να χρηματοδοτούν τη διάσωση προβληματικών τραπεζών και χρηματοπιστωτικών οίκων. Η εξυγίανση θα έπρεπε να είναι γρήγορη ώστε να

αποφευχθούν μακροχρόνια προβλήματα στον τραπεζικό τομέα, όπως αυτά της Ιαπωνίας.

6.3.3.2 Ο αντίλογος.

Οι πολιτικές του Δ.Ν.Τ. επικρίθηκαν έντονα⁵¹ και υποστηρίχθηκε ότι αυτές εξυπηρέτησαν πρωτίστως τα συμφέροντα των διεθνών πιστωτών. Ο Hufschmid (2006, σ. 343) εκτιμά ότι:

*« πριν από την κρίση, το Δ.Ν.Τ. καθιστούσε τις χώρες ελκυστικές για τους επενδυτές από τα καπιταλιστικά κέντρα βλάπτοντας φυσικά τις ίδιες. Στη διάρκεια δε της κρίσης, η ακολουθούμενη πολιτική δεν έχει στόχο την εξυγίανση των χωρών που πλήττονται από αυτήν, αλλά την ασφαλή επιστροφή των χρημάτων προς τους επενδυτές του Βορρά».*⁵²

Βασικά σημεία της κριτικής είναι τα εξής:

Ως προς την δημοσιονομική πολιτική: Διαχρονικά, το αντίδοτο σε χρηματοπιστωτικές κρίσεις ήταν οι επεκτατικές οικονομικές πολιτικές, ώστε να ξεπερασθεί σύντομα και ήπια η επερχόμενη ύφεση στην οικονομία. Η δημιουργία ελλειμμάτων βοηθούσε προς την κατεύθυνση αυτή τονώνοντας την ενεργό ζήτηση στην οικονομία. Πριν ξεσπάσει η κρίση υπήρχε σχετική, δημοσιονομική πειθαρχία στη Ν.Α. Ασία. Η περιοριστική δημοσιονομική πολιτική που ζήτησε το Δ.Ν.Τ. να εφαρμοσθεί δεν θα είχε ουσιαστικό αποτέλεσμα στο να ξεπερασθεί η κρίση. Πιθανότερο είναι να δημιουργούσε υφεσιακά μόνο αποτελέσματα. Οι υπεύθυνοι του Δ.Ν.Τ. συνειδητοποίησαν εγκαίρως ότι η προτροπή για τη δημιουργία δημοσιονομικών πλεονασμάτων δεν είχε ουσιαστικό θετικό αποτέλεσμα και αντ' αυτού συνέστησαν, στη συνέχεια τη δημιουργία μικρών και ελεγχόμενων ελλειμμάτων.

Ως προς τη νομισματική πολιτική: Συνηθίζεται σε περιόδους κρίσεων η νομισματική πολιτική να είναι επεκτατική. Η περιοριστική νομισματική πολιτική που απαιτούσε το Δ.Ν.Τ. είχε πολλαπλές αρνητικές συνέπειες και ουδόλως επιβεβαίωσε τις προσδοκίες. Λόγω του περιορισμού της ρευστότητας και των υψηλών επιτοκίων πολλές επιχειρήσεις οδηγήθηκαν σε πτώχευση. Η ύφεση βάθυνε, αφού οι

⁵¹ Βλ. μεταξύ άλλων Radelet και Sachs (1998α, 1998β) και Stiglitz (1998, 2001, 2002b, 2004).

⁵² Τις απόψεις αυτές συμμερίζεται και ο Krugman. Πρβλ. "The Confidence Game", *The New Republic*, October 5, 1998 και "Crises: The Price of Globalization" *Proceedings*, Federal Reserve Bank of Kansas City, August Issue 2000 σ. 12-16.

πτώχευμένες επιχειρήσεις μετά το πέρας της κρίσης δεν επανήλθαν, βεβαίως, στην οικονομική διαδικασία. Οι πτωχεύσεις, με τη σειρά τους, αύξησαν τα επισφαλή δάνεια των τραπεζών, με αποτέλεσμα η ήδη αρνητική κατάσταση του τραπεζικού τομέα να επιδεινωθεί. *«Είναι εύκολο να καταστρέφεις επιχειρήσεις, είναι εύκολο να εξανεμίζεις τα ίδια κεφάλαια των επιχειρήσεων, είναι εύκολο να εξωθείς επιχειρήσεις στην πτώχευση. Αλλά στη συνέχεια όταν χαμηλώνεις τα επιτόκια οι επιχειρήσεις που έχεις καταστρέψει δεν ξαναδημιουργούνται. Μόνο στην Ινδονησία το 75% των επιχειρήσεων, πτώχευσαν [μετά την εφαρμογή τέτοιων πολιτικών]»* (Stiglitz, 2002b, σ.23)⁵³.

Τελικά η μεγάλη άνοδος των επιτοκίων δεν συνέβαλε όπως -αναμενόταν- στην ανάκαμψη των εθνικών νομισμάτων. Το δίλημμα των διεθνών πιστωτών δεν ήταν αν θα παρέμεναν στην οικονομία με υψηλότερα ή χαμηλότερα επιτόκια. Το δίλημμα ήταν αν θα ανανεώναν τα δάνεια ή όχι, λόγω του κινδύνου να μην επιστραφούν τα κεφάλαια τους. Το υψηλότερο επιτόκιο δεν ανατρέπει ένα τέτοιο δίλημμα. Η προσπάθεια αποφυγής των μεγάλων πλεονασμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, επίσης απέτυχε. Ήδη από τους πρώτους μήνες η πραγματική υποτίμηση και η ύφεση οδήγησαν σε μεγάλα πλεονάσματα. Όταν ανέβηκαν τα επιτόκια ήταν ήδη αργά για να εμποδιστεί η δημιουργία των μεγάλων πλεονασμάτων, όπως είχε σχεδιάσει το Δ.Ν.Τ.

Σε ότι αφορά τέλος το χρηματοπιστωτικό σύστημα: Η απαίτηση για άμεσο κλείσιμο των προβληματικών τραπεζών, αντί να βοηθήσει στο να ξεπεραστεί η κρίση, ενέτεινε τον πανικό. Οι πολίτες θορυβημένοι από το κλείσιμο των τραπεζών έσπευσαν να αποσύρουν τις καταθέσεις τους, με αποτέλεσμα υγιείς τράπεζες να κλονισθούν επίσης από την κρίση. Πανικός επικράτησε στους διεθνείς πιστωτές και επενδυτές οι οποίοι αρνήθηκαν να ανανεώσουν τα δάνεια και ανακάλεσαν τα επενδυμένα κεφάλαιά τους. Η απαίτηση για άμεση ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών προκάλεσε τα αντίθετα από τα επιθυμητά αποτελέσματα. Οι τράπεζες περιόρισαν τα δάνεια, οδηγώντας επιχειρήσεις σε πτώχευση. Τα προβληματικά δάνεια αυξήθηκαν και οι επενδύσεις συρρικνώθηκαν. Σε κάθε περίπτωση, αυτό που απαιτούνταν ήταν μία μακρόχρονη στρατηγική αναφορικά με το χρηματοπιστωτικό σύστημα και όχι βεβιασμένες ενέργειες οι οποίες δημιούργησαν

⁵³ Απόδοση δική μας.

πανικό στους αποταμιευτές, έλλειψη εμπιστοσύνης στους ξένους πιστωτές και ύφεση την οικονομία.

6.3.4 Οι συνέπειες.

Οι συνέπειες της κρίσης υπήρξαν επώδυνες για τις περισσότερες χώρες:

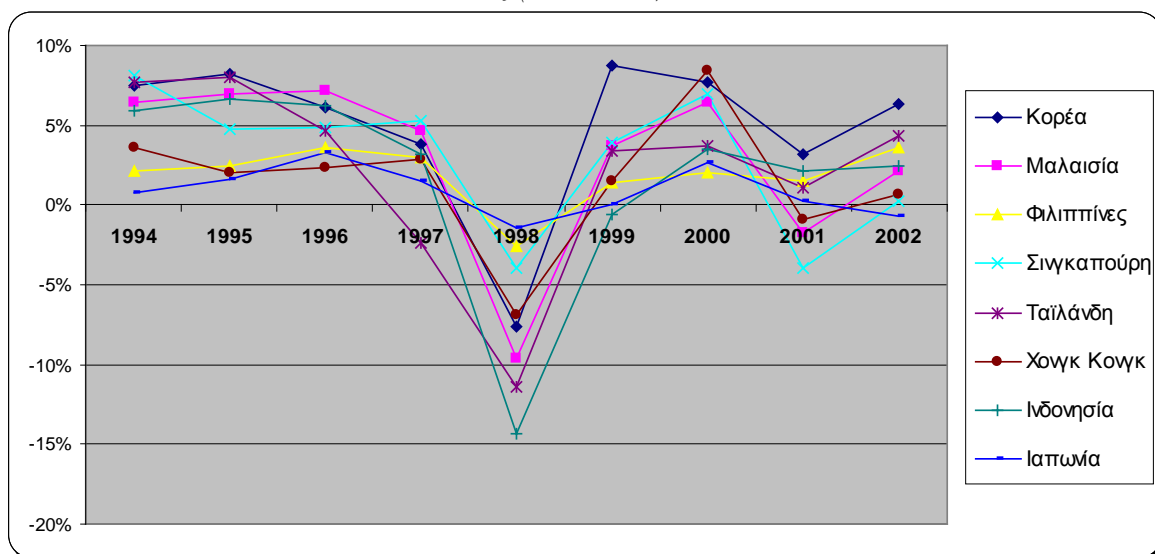
«Το κόστος υπολογισμένο σε όρους πτωχεύσεων τραπεζών και επιχειρήσεων είναι εξωπραγματικό. Υπολογισμένο σε απώλεια εγχώριου προϊόντος και ανεργίας, γίνεται τρομακτικό» (Wyplosz 1998, σ.4).

Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες και οι χρηματιστηριακοί δείκτες κατέρρευσαν. Οι υποτιμήσεις των εθνικών νομισμάτων κυμάνθηκαν από σχεδόν 90% (Ινδονησία) μέχρι 40% (Φιλιππίνες και Μαλαισία). Η Σιγκαπούρη είχε σχετικά συγκρατημένη υποτίμηση της τάξης του 20%, ενώ το Χονγκ-Κονγκ, μόνο, κατάφερε να διατηρήσει την ισοτιμία του εθνικού νομίσματός του σταθερή, γεγονός που αποδίδεται στην πώληση μεγάλου μέρους των συναλλαγματικών αποθεμάτων και στη σημαντική αύξηση των επιτοκίων. Στην περίπτωση των μετοχικών αξιών η κρίση έπληξε όλες ανεξαιρέτως τις χώρες, με τις μεγαλύτερες πιέσεις να δέχεται το χρηματιστήριο της Ταϊλάνδης (απώλειες της τάξης του 70%)⁵⁴.

Η κρίση όμως δεν περιορίστηκε στα νομισματικά μεγέθη. Πέρασε στην «πραγματική» οικονομία: στην παραγωγή και στην απασχόληση. Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζεται η επίπτωση της κρίσης στο κατακεφαλήν Α.Ε.Π. των χωρών της περιοχής. Σε όλες ανεξαιρέτως τις χώρες αυτές παρουσιάστηκε μεγάλη συρρίκνωση του Α.Ε.Π. το 1998. Η μεγαλύτερη παρουσιάστηκε στην Ινδονησία, με πτώση κατά 14,3%. Τη σχετικά μικρότερη επίπτωση στο Α.Ε.Π. υπέστη η Σιγκαπούρη όπου το κατακεφαλήν Α.Ε.Π. συρρικνώθηκε κατά 3,9%. Οι υπόλοιπες χώρες είχαν πτώση του κατακεφαλήν Α.Ε.Π. που προσέγγιζε ή και ξεπερνούσε το 10%, το 1998. Με δεδομένους τους υψηλούς ρυθμούς μεγέθυνσης της περιοχής καθόλη τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, η κρίση αποτέλεσε ένα σημαντικό ρήγμα στην μακροχρόνια τάση. Παρά την ανάκαμψη που σημειώθηκε μετά το 1998, η κρίση κράτησε της πληγείσες οικονομίες αρκετά χρόνια πίσω, όσον αφορά στην αναπτυξιακή τους διαδικασία.

⁵⁴ Τα στοιχεία για τις συναλλαγματικές ισοτιμίες και τους χρηματιστηριακούς δείκτες προέρχονται από το άρθρο του McKibbin (1998, σ.37).

Διάγραμμα 6 (5): Ρυθμός μεταβολή του κατακεφαλήν Α.Ε.Π. σε επιλεγμένες χώρες της Ασίας (1994-2002)



Πηγή: Υπολογισμοί δικό μας βάσει δεδομένων του International Financial Statistics του IMF

Ως προς την απασχόληση οι επιπτώσεις δεν ήταν ηπιότερες ενώ αποδείχτηκαν - ως συνήθως- διαρκέστερες. Μόνο μέσα σε ένα χρόνο η ανεργία αυξήθηκε κατά μία έως δύο ποσοστιαίες μονάδες, σε όλες τις υπό εξέταση χώρες. Το μεγαλύτερο πλήγμα δέχθηκε η Ταϊλάνδη, όπου η ανεργία τριπλασιάστηκε, ενώ στην Κορέα και στο Χονγκ Κονγκ, η ανεργία μέσα σε ένα χρόνο υπερδιπλασιάστηκε. Στις περισσότερες χώρες η αρνητική τάση στην απασχόληση συνεχίστηκε το 1999. Στη Μαλαισία, στις Φιλιππίνες, στο Χονγκ Κονγκ και στην Ινδονησία η ανεργία συνέχισε να αυξάνεται και μετά το έτος 1999. Ενώ πέντε χρόνια μετά την κρίση, το 2002, σε όλες τις χώρες της Ν.Α. Ασίας η ανεργία παρέμενε αρκετά ψηλότερα σε σχέση με τα επίπεδα προ της κρίσης.

Πίνακας 6(4): Ανεργία (%) 1994-2002.

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Κορέα	2,4	2,0	2,0	2,6	6,8	6,3	4,1	3,8	3,1
Μαλαισία	2,9	2,8	2,5	2,5	3,2	3,5	3,1	3,7	3,5
Φιλιππίνες	9,5	9,5	8,6	8,7	10,1	9,8	11,2	11,1	11,4
Σιγκαπούρη	2,6	2,7	3,0	2,4	3,2	4,6	4,4	3,4	5,2
Ταϊλάνδη	1,3	1,1	1,1	0,9	3,4	3,0	2,4	3,3	2,4
Χονγκ Κονγκ	1,9	3,2	2,8	2,2	4,7	6,3	5,0	5,1	7,3
Ινδονησία	4,5	Μ/Δ	4,1	4,6	5,5	6,4	6,1	8,1	Μ/Δ
Ιαπωνία	2,9	3,2	3,4	3,4	4,1	4,7	4,7	5,0	5,4

Πηγή: Υπολογισμοί δικό μας βάσει δεδομένων του International Financial Statistics του IMF

Οι δυσμενείς επιδράσεις της κρίσης αποτυπώθηκαν όπως αναμενόταν σε πολλούς οικονομικούς-κοινωνικούς δείκτες και ιδίως της φτώχειας, της κατανομής του εισοδήματος, των πραγματικών μισθών⁵⁵. Ενώ σε πολλές χώρες ξέσπασε έντονη κοινωνική αναταραχή, με πιο χαρακτηριστική την περίπτωση της Ινδονησίας.

6.3.5 Παγκοσμιοποίηση, κίνηση κεφαλαίων και οι ατελείς χρηματοπιστωτικές αγορές.

Ο Kindleberger γράφει για την κρίση στη Ν.Α. Ασία (Kindleberger, 2005, σ.136)⁵⁶:

«...οι φούσκες στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων ήταν διάχυτες σε αυτές τις χώρες. Παρά τις αξιολογούμενες διαφορές στη διάρθρωση της οικονομίας, στο κατά κεφαλήν εισόδημα, στο καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών, στο εάν οι χώρες ήταν διεθνείς πιστωτές -όπως η Σιγκαπούρη, η Ταϊβάν και το Χονγκ Κονγκ- ή διεθνείς πιστούχοι -όπως η Ταϊλάνδη και η Μαλαισία- υπήρχε ένα ισχυρό τεκμήριο ότι οι φούσκες είχαν κοινή αφετηρία η οποία ήταν εξωτερική».

Πέρα τις διάφορες θεωρητικές απόψεις για τα αίτια, η κρίση στη Ν.Α. Ασία διακρίνεται από ένα βασικό χαρακτηριστικό: τις μεγάλες εισροές κεφαλαίων, που σταδιακά δημιούργησαν πολλές ανισορροπίες (μεταξύ άλλων, φούσκες, πραγματική υπερτίμηση και ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, υπερχρέωση των επιχειρήσεων, τραπεζικές επισφάλειες). *«...Ο πυρήνας της Ασιατικής οικονομικής κρίσης ήταν οι ογκώδεις εισροές κεφαλαίων οι οποίες διοχετεύθηκαν στην περιοχή κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990»* (Radelet και Sachs 1998α, σ.8).

Οι μακροχρόνιες καθαρές εισροές αντιστράφηκαν απότομα σε καθαρές εκροές. Το γεγονός αυτό μερικώς οφειλόταν σε μακροοικονομικές και τραπεζικές αδυναμίες των χωρών. Σε μεγάλο βαθμό ήταν επίσης αποτέλεσμα των ατελειών και των εν γένει αδυναμιών των παγκοσμιοποιημένων χρηματοπιστωτικών αγορών, του πανικού και της συμπεριφοράς της αγέλης εκ μέρους των διεθνών επενδυτών και πιστωτών. Η «μετάδοση» (contagion) σε μακροοικονομικά υγιείς χώρες (όπως η Σιγκαπούρη) επιβεβαιώνει τον «ανορθολογικό» χαρακτήρα της κρίσης.

Κύρια χαρακτηριστικά των ροών κεφαλαίων προς τις χώρες της Ν.Α. Ασίας τη δεκαετία του '90 ήταν: α) ο μεγάλος όγκος τους, και β) η διάρθρωσή τους που έδινε

⁵⁵ Βλ. Knowles et. al (1999) και ILO (1998)

⁵⁶ Σε δική μας απόδοση.

προτεραιότητα στον τραπεζικό και μη δανεισμό⁵⁷. Ο εξωτερικός δανεισμός πέντε μόνο χωρών (Ινδονησία, Κορέα, Μαλαισία, Φιλιππίνες και Ταϊλάνδη) υπερέβαινε αυτόν ολόκληρης της ασιατικής ηπείρου επί πολλά έτη⁵⁸!

Η κρίση στην Ν.Α. Ασία φανέρωσε ότι ολοένα και περισσότερο η παγκόσμια οικονομία κυριαρχείται από το λεγόμενο «καυτό χρήμα»: βραχυχρόνια κερδοσκοπικά, δανειακά και μη παραγωγικά κεφάλαια που πηγάζουν από την αυξημένη ρευστότητα της παγκόσμιας οικονομίας. Ο Καστοριάδης (1997, σ.65-66), σχεδόν προφητικά, είχε περιγράψει γλαφυρά την κατάσταση⁵⁹:

«Το καθεστώς παραμέρισε μόνο του τα κάποια μέσα ελέγχου που εκατόν πενήντα χρόνια πολιτικών, κοινωνικών και ιδεολογικών αγώνων είχαν επιτύχει να του επιβάλουν. Η άνομη κυριαρχία των βαρόνων θηρευτών της βιομηχανίας και του χρηματικού κεφαλαίου στις Η.Π.Α. του τέλους του παρελθόντος αιώνας, ωχριά μπροστά στη σημερινή κατάσταση. Οι διεθνικές φίρμες, η χρηματιστηριακή κερδοσκοπία και επίσης οι μαφίες υπό τη στενή έννοια του όρου, κουρσεύουν τον πλανήτη, οδηγούμενες αποκλειστικά από τη βραχυπρόθεσμη θέα των κερδών τους...».

Η σύγχρονη παγκοσμιοποίηση διευκολύνει την κίνηση τέτοιων κεφαλαίων στις αναπτυσσόμενες και αναπτυγμένες οικονομίες ανά τον κόσμο. Πέραν πια από τα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη ένας «τυχαίος-αστάθμητος» παράγοντας φαίνεται ικανός να προκαλεί κρίσεις: δεν είναι άλλος από το «καυτό χρήμα» (Chari και Kehoe 2003)⁶⁰.

Στη φάση της κρίσης αυτής οι άλλοτε «τίγρεις» αποδείχθηκαν ευάλωτες, κυρίως επειδή επέλεξαν το απότομο και γρήγορο «άνοιγμα» των χρηματοπιστωτικών τους αγορών κατά τη δεκαετία του '90⁶¹. Χαρακτηριστικά είναι τα παραδείγματα εσπευσμένης απελευθέρωσης του τραπεζικού συστήματος της Ινδονησίας, της Ταϊλάνδης και της Κορέας στη διάρκεια της δεκαετίας του '90 (Radelet και Sachs 1998β, σ.22). Στην Ινδονησία οι εμπορικές τράπεζες σχεδόν τριπλασιάστηκαν: από

⁵⁷ Δανεισμός από άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, μη τραπεζικά. Μεγάλος όγκος δανείων διοχετεύονταν στην αγορά από χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς οι οποίοι δεν χαρακτηρίζονταν ως τράπεζες για να αποφεύγουν διάφορους πιστωτικούς περιορισμούς και ρυθμίσεις στη χορήγηση των δανείων.

⁵⁸ Πρβλ. Asia-Pacific Economic Cooperation Study Centre, Hong Kong Institute of Economics and Business Strategy, Οκτώβριος 2000

⁵⁹ Η έκδοση του 1998 περιλαμβάνει δοκίμια που έχουν συγγραφεί τις δεκαετίες του '70 και του '80.

⁶⁰ Αντίστοιχα συμπεράσματα προκύπτουν, μεταξύ άλλων, και από άλλες έρευνες όπως αυτές των Calvo και Mendoza (1996) και Kaminsky (2000).

⁶¹ Υπάρχει πληθώρα άρθρων που σχετίζουν το «άνοιγμα» των αγορών και την κίνηση των κεφαλαίων, με τις οικονομικές κρίσεις και την υψηλή μεταβλητότητα των αγορών. Ενδεικτικά αναφέρουμε τα εξής: Mishkin (1996), Demirguc-Kunt and Detragiache (1997), Baccheta and Wincoop (1998), Arteta and Barry Eichengreen (2000).

74 που λειτουργούσαν το 1988 μέσα έξι χρόνια αργότερα έγιναν 206. Η Ταϊλάνδη με σκοπό να ανταγωνισθεί τα διεθνή χρηματοοικονομικά κέντρα του Χονγκ Κονγκ και της Σιγκαπούρης, εισήγαγε το 1992 (απόρ)ρυθμιστικό πλαίσιο το οποίο επέτρεψε σε εγχώριους χρηματοπιστωτικούς οίκους (μη τραπεζικούς) να δανείζονται και να δανείζουν σε ξένο νόμισμα. Ανάλογο πλαίσιο εφαρμόστηκε στα μέσα της δεκαετίας του 1990 στην Κορέα, επιτρέποντας στις εγχώριες τράπεζες την πρόσβαση σε βραχυπρόθεσμες πιστώσεις από το εξωτερικό. Οι χώρες αυτές επλήγησαν σφόδρα από την κρίση του 1997. Χώρες όπως το Χονγκ Κονγκ και η Σιγκαπούρη οι οποίες είχαν απελευθερώσει παλαιότερα το χρηματοπιστωτικό τους σύστημα, τη δεκαετία του 1990 προέβησαν σε διορθώσεις και ρυθμίσεις, γεγονός που τις έκανε λιγότερο ευάλωτες στην κρίση. Άλλες χώρες, όπως η Κίνα και το Βιετνάμ, οι οποίες είχαν τις πιο ρυθμισμένες χρηματοπιστωτικές αγορές, προστατεύθηκαν από την κρίση επειδή απέφυγαν την πλημμύρα των βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων.

Ο Tobin (1999, σ.73) αναφερόμενος στην Κίνα γράφει ότι ουσιαστικά έμεινε ανεπηρέαστη από την «ασιατική γρίπη», γιατί δεν επέτρεπε την ελεύθερη μετατρεψιμότητα του νομίσματός της πέρα από τις εμπορικές συναλλαγές. Η Κίνα δεν επιτρέπει την πλήρη απελευθέρωση του λογαριασμού κίνησης κεφαλαίων, ο οποίος κατά τον Tobin αποτελεί την «κύρια συνιστώσα» της χρηματοπιστωτικής παγκοσμιοποίησης. Έτσι η Κίνα κατόρθωσε να διατηρήσει ανεξάρτητη νομισματική πολιτική, χωρίς να εμποδίζονται οι μαζικές επενδύσεις από το εξωτερικό (κυρίως άμεσες) και η πρόσβαση σε νέες τεχνολογίες. Ο Tobin (1999, σ.74) υπογραμμίζει ότι οι αναπτυσσόμενες χώρες θα πρέπει να ενθαρρυνθούν ώστε να δημιουργήσουν καλά χρηματοπιστωτικά συστήματα και όχι απλά να ανοίξουν τις πόρτες τους ακόμα περισσότερο. *«Εμείς οι οικονομολόγοι θα πρέπει να είμαστε προσεκτικοί όταν προτείνουμε την εφαρμογή του άορατου χεριού [στην οικονομία]»*. Αντίστοιχη είναι η άποψη του Stiglitz. Η Κίνα και η Ινδία έμειναν ανεπηρέαστες από την ασιατική κρίση, γιατί εφάρμοσαν σημαντικούς περιορισμούς στην κίνηση των κεφαλαίων. Οι περιορισμοί αυτοί δεν τις εμπόδισαν να γίνουν αποδέκτες σημαντικών άμεσων ξένων επενδύσεων: το 1997 η Κίνα συγκέντρωσε το 31% των ξένων άμεσων επενδύσεων που πραγματοποιήθηκαν παγκοσμίως (Stiglitz, 2003α, σ.508).

Σε ανάλογα συμπεράσματα καταλήγει ο Wyplosz (1998, σ.3). Η σημαντικότερη παράμετρος για την πρόβλεψη κρίσεων είναι αυτή της απελευθέρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών. Κανάλια της κρίσης γίνονται οι εισροές κεφαλαίων, οι

οποίες περιορίζουν τις οικονομικές πολιτικές, αυξάνουν τους συναλλαγματικούς κινδύνους και τη μεταβλητότητα των μακροοικονομικών μεγεθών.

«Ο συνδυασμός απορρύθμισης των χρηματοπιστωτικών αγορών, η μετάδοση των κρίσεων [contagion] και η αστάθεια των αγορών, οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι αγορές δεν αποτελούν την επιτομή της τελειότητας. Οι αγορές περιοδικά δυσλειτουργούν με δραματικές συνέπειες, όπως αυτές που υπέστησαν το Μεξικό, η Αργεντινή και η Ασία». (Wyplosz, 1998, σ.4).

Η κρίση στην Ασία έδειξε ότι πράγματι οι διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου είναι ατελείς. Στο πλαίσιο της παγκοσμιοποίησης οι κίνδυνοι αυξάνονται λόγω της ανεμπόδιστης κίνησης των κεφαλαίων. Το συμπέρασμα των ερευνών που συνδέουν παγκοσμιοποίηση και κρίσεις είναι ότι ενόσω μπορεί μια πλημμυρίδα ρευστότητας να τροφοδοτεί την υφήλιο με τεράστιους όγκους βραχυπρόθεσμων, κερδοσκοπικών κεφαλαίων που κινούνται χωρίς φραγμούς και ουσιαστικούς ελέγχους από χώρα σε χώρα για να υπηρετήσουν τις χρηματιστικές σκοπιμότητες, οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις θα πολλαπλασιάζονται σε ένταση, θα πλήττουν αδιακρίτως αναπτυσσόμενες ή/και αναπτυγμένες χώρες και θα απειλούν τις οικονομικές και κοινωνικές ισορροπίες σε διεθνή κλίμακα.

ΜΕΡΟΣ ΙΙΙ

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΚΙΝΗΣΗΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ

ΕΛΛΑΔΑΣ (1980-2000)

Η ελληνική οικονομία χαρακτηρίζεται από ιδιαιτερότητες. Βασικό τους στοιχείο είναι ότι η ανάπτυξη στηρίχθηκε στην εισροή άδηλων πόρων που πήγαζαν από: i) τα μεταναστευτικά και ναυτιλιακά εμβάσματα, ii) το τουριστικό συνάλλαγμα iii) εισροές κεφαλαίων προερχόμενες από την αμερικανική βοήθεια την περίοδο 1947-1953 -στο πλαίσιο του σχεδίου Marshall (Δρακάτος, 1997, σ.21)- και εισροές από την ΕΟΚ μετά το 1980 (Νίκας, 2006, σ.22). Οι ροές αυτές παρά τις επιμέρους διακυμάνσεις τους¹ αποτέλεσαν ζωτικής σημασίας παράγοντα για την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας και ειδικότερα για τη χρηματοδότηση του μόνιμου εμπορικού ελλείμματος² που βαραίνει την ελληνική οικονομία λόγω της διαχρονικά χαμηλής ανταγωνιστικότητας.

Κινητήριος μοχλός της ανάπτυξης υπήρξε παραδοσιακά η οικοδομική δραστηριότητα. Ελλείπει σοβαρής βιομηχανικής βάσης, η οικοδομή και οι συναφείς κλάδοι ήταν αυτοί που, παρά τις όποιες διακυμάνσεις, συνεισέφεραν μεταπολεμικά σε μεγάλο βαθμό στο ελληνικό Α.Ε.Π. (Δρακάτος 1997, σ.46, 61, 64, 100-102). Η συνεισφορά της ελληνική μεταποίησης στο Α.Ε.Π. μετά από την ανάπτυξη της περιόδου 1960-75, αρχίζει να φθίνει τη δεκαετία του '80, οπότε γίνονται πλέον έντονα τα σημάδια της ταχείας αποβιομηχάνισης. Αξίζει ωστόσο να σημειωθεί ότι παρά την ανάπτυξη της περιόδου 1960-1975 η συνεισφορά της μεταποίησης στο Α.Ε.Π. παραμένει σαφώς μικρότερη από αυτή άλλων ευρωπαϊκών χωρών αντίστοιχου μεγέθους (Πορτογαλία, Αυστρία, Φινλανδία)³.

Οι αρχές της δεκαετίας του '80 αποτελούν ένα σημείο καμπής για την ελληνική οικονομία. Καθόλη τη διάρκεια αυτής της δεκαετίας αλλά και μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του '90 η ελληνική οικονομία έχει να επιδείξει χαμηλές μακροοικονομικές επιδόσεις σε συνδυασμό με υψηλό πληθωρισμό και παρατεταμένα εσωτερικά και

¹ Για στοιχεία αναφορικά με τις ροές άδηλων πόρων στην ελληνική οικονομία βλ. Χαρλαύτη (1992, σ.135), Lyberaki (1993, σ.198), Psomiades and Thomadakis (1993, σ.14), Νίκας (2006)

² Πρβλ. Μπαμπανάσης (1985 σ.171), Lyberaki, (1993, σ.186-187), Δρακάτος (1997, σ.25, 43, 76), Πανταζίδης (2002, σ.17-18, σ.82)

³ Πρβλ. Νίκας (2006, σ.157-158)

εξωτερικά ελλείμματα. Ο ρυθμός μεγέθυνσης τη δεκαετία του '80 δεν ξεπέρασε το 1,7% ετησίως κατά μέσο όρο, παραμένοντας διαρκώς χαμηλότερα από τον μέσο ευρωπαϊκό (Papademos 1993, σ.144) (Lyberaki, 1993, σ.186-187). Η μεγέθυνση αυτή στηρίχτηκε σε μεγάλο βαθμό στην κατανάλωση (Πανταζίδης 2002, σ.19). Την ίδια περίοδο ο πληθωρισμός παρέμενε σταθερά διψήφιος (Πανταζίδης, 2002, σ.14). Ως ένα βαθμό ο υψηλός πληθωρισμός ήταν αποτέλεσμα των υψηλών δημοσιονομικών ελλειμμάτων της περιόδου, τα οποία προκλήθηκαν αφενός λόγω της αύξησης των δημοσίων δαπανών (Thomadakis, 1993 σ.361) και αφετέρου λόγω της αποτυχίας των φορολογικών μέτρων να αυξήσουν τα έσοδα του κράτους (Lyberaki, 1993, σ.186): αποτυχία η οποία, μεταξύ άλλων, οφείλεται στα χρόνια προβλήματα της ελληνικής οικονομίας που σχετίζονται με την εκτεταμένη φοροδιαφυγή, φοροαποφυγή και παραοικονομία (Alogoskoufis 1993, σ.166) (Lyberaki, 1993, σ.186). Απόρροια των εκτεταμένων δημοσιονομικών ελλειμμάτων της περιόδου ήταν η δραματική αύξηση του δημοσίου χρέους (Lyberaki, 1993, σ.199) (Thomadakis, 1993 σ.361). Τάση η οποία συνεχίστηκε και κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90. Αντίθετα ο πληθωρισμός παρουσίασε μία σταθερή πτωτική τάση από το 1991, ενώ η ανάκαμψη του πραγματικού προϊόντος άρχισε το 1994 (Πανταζίδης 2002, σ.15).

Καθόλη τη διάρκεια της δεκαετίας του '80 και του '90 το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παρέμενε σταθερά ελλειμματικό. Βασική πηγή χρηματοδότησής του ήταν οι ροές αδήλων πόρων, αλλά και ο εξωτερικός δανεισμός. Η ελληνική οικονομία παρά την ακολουθούμενη συναλλαγματική πολιτική της «έρπουσας ισοτιμίας» (crawling peg), ήδη από το 1972 (Alogoskoufis, 1993, σ.165) και παρά τις δύο υποτιμήσεις της δραχμής (Lyberaki, 1993, σ.187) το 1983 και το 1985 δεν κατάφερε να βελτιώσει σε μόνιμη βάση την ανταγωνιστικότητά της και κατ' επέκταση το εμπορικό της ισοζύγιο. Η εξάρτησή της από ξένα κεφάλαια ολοένα και αυξανόταν. Στο μεγαλύτερο μέρος τους τα κεφάλαια αυτά αφορούσαν σε δανειακά κεφάλαια, ενώ οι άμεσες ξένες επενδύσεις παρέμεναν σταθερά χαμηλά μετά την μεταπολίτευση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

Η «ΕΠΙΒΟΛΗ» ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΕΙΘΑΡΧΙΑΣ ΚΑΙ Η ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΗ ΚΙΝΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.

7.1 Οι προσδιοριστικοί παράγοντες της κίνησης των κεφαλαίων στην ελληνική οικονομία.

Οι οπαδοί των «ανοικτών» αγορών υποστηρίζουν ότι η ανεμπόδιστη κίνηση των κεφαλαίων επιβάλλει «αυτοπειθαρχία» στην άσκηση οικονομικής πολιτικής, λόγω του φόβου μεγάλων εκροών κεφαλαίου. Σε περίπτωση που ακολουθούνται μη συνετές πολιτικές -όπως αυτές που δημιουργούν ελλείμματα, πληθωρισμό και προκαλούν υπερβολικό δημόσιο δανεισμό- μπορεί να προκληθούν εκροές κεφαλαίων. Υπό αυτό το πρίσμα μπορεί να υποτεθεί ότι τα ξένα κεφάλαια έλκονται από καλές μακροοικονομικές επιδόσεις, ενώ εγκαταλείπουν την οικονομία όταν επιδεινώνονται σημαντικά οι μακροοικονομικοί δείκτες. Ο εντοπισμός των προσδιοριστικών παραγόντων των ροών κεφαλαίων θα μπορούσε να δείξει σε ποιο βαθμό αυτές επηρεάζονται από τα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη ή από άλλους παράγοντες που δεν σχετίζονται ευθέως με τις εγχώριες οικονομικές πολιτικές.

Στη διεθνή βιβλιογραφία η συνηθέστερη κατηγοριοποίηση των προσδιοριστικών παραγόντων των ροών κεφαλαίων αφορά¹: α) σε αυτούς που έλκουν τα κεφάλαια εντός των αναπτυσσόμενων και μικρών οικονομιών (pull factors), όπως οι καλές μακροοικονομικές επιδόσεις τους, οι καλές υποδομές, η χαμηλή γραφειοκρατία, β) σε παράγοντες που ωθούν τα κεφάλαια έξω από τις αναπτυσσόμενες οικονομίες (push factors), όπως η μείωση των επιτοκίων των αναπτυσσόμενων χωρών, η οποία ωθεί τα κεφάλαια εκτός των αναπτυσσόμενων οικονομιών αναζητώντας υψηλότερες επιδόσεις σε χώρες με υψηλότερα επιτόκια, γ) στην χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση (financial integration), η οποία περιλαμβάνει μεταβλητές που αναφέρονται στην ευκολία με την οποία τα κεφάλαια εισέρχονται και εξέρχονται στην εθνική οικονομία, όπως η άμβλυνση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων.

Μορφοποιήθηκε: Ελληνικά

Μορφοποιήθηκε: Ελληνικά

Μορφοποιήθηκε: Ελληνικά

Αναζητώντας τους προσδιοριστικούς παράγοντες των ροών κεφαλαίου κατά την περίοδο 1984-1998 θα ελέγξουμε αν ισχύει θα ελέγξουμε αν ισχύει το επιχείρημα της

¹ Πρβλ. Calvo, Leiderman και Reinhart (1994α, σ.55-56), Montiel (1998, σ.9-12), Montiel and Reinhart (1999, σ.3-6), Faisal, Arezki και Funke (2005, σ.8-10)

«μακροοικονομικής πειθαρχίας» στην ελληνική οικονομία. Στην περίπτωση που οι ροές κεφαλαίων σχετίζονται θετικά/αρνητικά με την βελτίωση/επιδείνωση των μακροοικονομικών μεγεθών τότε θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι η κίνηση των κεφαλαίων συμβάλει στην μακροοικονομική πειθαρχία διότι οι «καλές πολιτικές» επιβραβεύονται με εισροές κεφαλαίων, ενώ οι «κακές πολιτικές» που δημιουργούν ελλείμματα, χρέη, πληθωρισμό «τιμωρούνται» με εκροές.

7.1.1 Πιθανοί προσδιοριστικοί παράγοντες

~~Η ΟΙΕΣ ΚΙΝΗΣΕΙΣ FDI, PORTFOLIO, ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ???~~ Οι παράγοντες θα ενταχθούν σε τρεις ευρύτερες κατηγορίες, οι οποίες επηρεάζουν τις κινήσεις των κεφαλαίων στις διάφορες οικονομίες. (Μπορούμε εν γένει να ταξινομήσουμε τους πιθανούς προσδιοριστικούς παράγοντες αυτούς των ροών κεφαλαίων εντός και εκτός της ελληνικής οικονομίας σε πέντε κατηγορίες, ως εξής²:

Οι κατηγορίες είναι οι εξής:

- 1) Μακροοικονομικοί Μακροοικονομικές επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας.
 - ii) ΔΗ διεθνής οικονομική συγκυρία.
- 2) Ένταση των περιορισμών της κίνησης κεφαλαίων.
- 3) Πολιτική κατάσταση/σταθερότητα.
- 4) Σχετικές αποδόσεις/διεθνής κερδοσκοπία.
- 5) Διεθνής οικονομική συγκυρία.

7.1.1.1 Μακροοικονομικές επιδόσεις

Τα μακροοικονομικά μεγέθη συγκαταλέγονται στους παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη ~~από κάθε διεθνή επενδυτή/πιστωτή (δεν μου αρέσει ο όρος επενδυτής/πιστωτής. Πρέπει να μιλήσεις για την πράξη κι όχι για τον φορέα της. Οι φορείς λήψης των σχετικών αποφάσεων ποικίλουν, και τα διαβασματά σου πρέπει να αντλήσεις έναν πιο δόκιμο όρο) για την εισόδου ή εξόδου κεφαλαίων από μια οικονομία (ο πρωταρχικός παράγοντας που εξετάζεται από τους διεθνείς επενδυτές/πιστωτές πριν από την απόφασή τους να εισέλθουν ή να εξέλθουν από μία οικονομία)~~. Το διεθνές χρηματιστικό κεφάλαιο επιθυμεί οι μακροοικονομικές επιδόσεις της χώρας στην οποία θα δραστηριοποιηθεί να ευνοούν α) τη σταθερότητα της ~~ηξης~~ αποτίμησης-αξίας των τοποθετήσεων επενδύσεων του σε συνάλλαγμα και β)

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο, Ελληνικά

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Έντονα, Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Έντονα, Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο, Ελληνικά

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Έντονα, Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο, Ελληνικά

Μορφοποιήθηκε: Εσοχή: Πρώτη γραμμή: 0 εκ., Διάστιχο: 1,5 γραμμές

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Έντονα

Μορφοποιήθηκε: Ελληνικά

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο, Όχι Επίσημανση

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο, Όχι Επίσημανση

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Έντονα

² Για τις κατηγορίες των προσδιοριστικών παραγόντων αντλούμε συνεισφορά από τα άρθρα των Gibson and Tsakalotos (2001, 2003, 2005) και Gibson, Tsaveas and Vlassopoulos (2006).

χαρτοφυλακίου των ξένων τοποθετήσεων (σε εγχώριο νόμισμα) η οποία θα βλάψει την αξία των ήδη επενδυμένων ξένων κεφαλαίων. Συνεπώς θεωρούμε η πρόβλεψη για ότι ο υψηλός πληθωρισμός δημιουργεί γενικότερη αστάθεια στην οικονομία και αποτελεί αντικίνητρο για εισροές και ενισχύει τις εκροές κεφαλαίων προκειμένου να αποφευχθούν τυχόν απώλειες λόγω των προσδοκιών υποτίμησης ή διολίσθησης του νομίσματος, συνεπεία του πληθωρισμού. Σημαντικό προσδιοριστικό παράγοντα του τρέχοντα πληθωρισμού αποτελεί ο προσδοκώμενος ρυθμός πληθωρισμού βάσει του οποίου τα συνδικάτα διαπραγματεύονται τις μισθολογικές αυξήσεις.

Στην περίπτωση της ελληνικής οικονομίας, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980 και 1990, για πολλά χρόνια ο πληθωρισμός «έτρεχε» με διψήφιο ρυθμό (Δρακάτος, 1997, σ.88-93), γεγονός που, ενδεχομένως επιβάρυνε το επενδυτικό κλίμα στην οικονομία. Για πρακτικούς λόγους στην παρούσα έρευνα θα περιοριστούμε στη διερεύνηση του τρέχοντος πληθωρισμού. Στην περίπτωση που η υπό εξέταση οικονομία είναι ευρωπαϊκή ως ξένος πληθωρισμός λαμβάνεται υπόψη αυτός της Γερμανίας (Gibson and Tsakalotos, 2001, σ.15, 2005, σ.62).

β) (Αντιφάσκεις και συγγείεις τα πράγματα. Θέλει προσοχή. Μη ξεγνάς το ceteris paribus. Μίλας για διαφορετικό πληθωρισμό (θεωρώντας δηλαδή ότι σπουδαιότερο αλλού ο πληθωρισμός είναι μικρότερος και αμετάβλητος. Ξαναδές τι είναι η πραγματική ισοτιμία. Δεν επιτρέπεται τέτοια βιασύνη και αοριστία όταν επικαλείσαι).

Τα δημοσιονομικά ελλείμματα είναι πιθανό να επηρεάσουν αρνητικά τις εισροές κεφαλαίων ανεξάρτητα από τον τρόπο με τον οποίον τελικώς που αυτά χρηματοδοτούνται. Στην περίπτωση που τα ελλείμματα χρηματοδοτούνται μέσω της έκδοσης νέου χρήματος αποθαρρύνουν τις εισροές κεφαλαίων διότι αυτός ο τρόπος χρηματοδότησης του ελλείμματος έχει άμεσο αντίκτυπο στον πληθωρισμό, συνεπώς και στην αξία του εγχώριου νομίσματος, χρήματός με τα αρνητικά αποτελέσματα για τις κεφαλαιακές εισροές που προαναφέρθηκαν³. Αντίστοιχα αποτελέσματα αναμένονται όταν η χρηματοδότηση γίνεται με δανεισμό λόγω της αναμενόμενης διόγκωσης του χρέους. Ειδικά στο βαθμό που το χρέος είναι σε ξένο νόμισμα, οι αυξημένες δανειακές υποχρεώσεις περιορίζουν την πιστοληπτική ικανότητα της οικονομίας και αυξάνουν τον κίνδυνο ουσιαστικά κάνουν μίας τοποθέτησης επένδυση από το εξωτερικό πιο επικίνδυνη. Κάθε μείωση της δανειοληπτικής δυνατότητας

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Όχι Έντονα, Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Όχι Έντονα

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Όχι Έντονα, Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Όχι Έντονα

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Όχι Έντονα

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Όχι Έντονα

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Όχι Έντονα

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Όχι Έντονα

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Όχι Έντονα

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Όχι Έντονα

Μορφοποιήθηκε: Ελληνικά

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Έντονα

³ Για τη σχέση δημοσιονομικών ελλειμμάτων και πληθωρισμού και τον αρνητικό αντίκτυπό τους στις εισροές κεφαλαίων βλ. Reinhart and Rogoff –(2003, σ.19-21)

Μορφοποιήθηκε: Πλήρης

καθαρή απόδοση θα διαμορφωθεί βάσει των προβλεφθέντων. Συχνές και μεγάλες διακυμάνσεις ενός νομίσματος, αντιθέτως, αυξάνουν τον κίνδυνο της ξένης επένδυσης και συνιστούν αντικίνητρο για τις εισροές (Reinhart and Rogoff, 2003, σ.13-15).

δ) Η διαφορά μεταξύ εγχώριου και ξένων ονομαστικών επιτοκίων αποτελεί παράγοντα επίδρασης των ροών κεφαλαίων εντός και εκτός μίας οικονομίας (Calvo, Leiderman, Reinhart, 1994, σ.55), (Montiel and Reinhart, 1999, σ. 5), (Faisal, Arezki and Funke, 2005, σ.3). Σημειώνουμε ότι στις σχετικές έρευνες που προαναφέρθηκαν ως «ξένα επιτόκια» λογίζονται τα επιτόκια μεγάλων οικονομιών όπως των Η.Π.Α., Ιαπωνίας, Γερμανίας, είτε καλάθι ισχυρών νομισμάτων. Οι εν λόγω οικονομίες λογίζονται ως τα σίγουρα καταφύγια των κεφαλαίων, όπου η κίνδυνος της επένδυσης είναι ο μικρότερος δυνατός σε σχέση με τοποθέτηση σε ίδιο περιουσιακό στοιχείο οπουδήποτε αλλού στον κόσμο. Συνεπώς η έξοδος κεφαλαίων από αυτές τις οικονομίες και η τοποθέτηση σε άλλες πιο «ευάλωτες» οικονομίες απαιτεί αρχικά ένα κίνητρο το οποίο είναι η διαφορά των επιτοκίων αυτών των μεγάλων οικονομιών με τα επιτόκια που επικρατούν στις οικονομίες που θα υλοποιηθεί η επένδυση. Με σταθερές τις λοιπές μεταβλητές (π.χ. συναλλαγματική ισοτιμία) και με δεδομένο ότι αναφερόμαστε σε βραχυχρόνια ανάλυση, (βλ. υποσημ.1) το άνοιγμα της γαλίδας υπέρ των εγχώριων επιτοκίων αυξάνει την αναμενόμενη σχετική απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων, συνεπώς αποτελεί κίνητρο εισροών κεφαλαίου. Στην αντίθετη περίπτωση όπου το διαφορικό μεταξύ εγχώριων και ξένων επιτοκίων περιορίζεται αποτελεί αντικίνητρο τοποθέτησης κεφαλαίων στην εγχώρια οικονομία, αφού κάνει τις εγχώριες αποδόσεις λιγότερο ελκυστικές στα ξένα κεφάλαια. (γιατί; Πώς γίνεται αυτό;), συνεπώς επηρεάζει θετικά τις εισροές κεφαλαίων.

ε. Σε όλες τις επιμέρους σου μακροοικονομικές μεταβλητές μέχρι τώρα ο μηχανισμός που τις συνδέει με θετικές μεταβολές του ισοζυγίου συνίσταται στην επίπτωσή τους επί των συναλλαγματοποιημένων σχετικών αποδόσεων. Λογικά αναμένεται να έχεις προβλήματα συγγραμμικότητας: το ίδιο φαινόμενο πρέπει να επιμεριστεί σε επιμέρους γενεσιουργούς παράγοντες. Θέλει πολλή προσοχή όχι μόνο η ανάλυση (αιτιολόγηση των επιπτώσεων) όσο και η ποσοτική διερεύνηση.

—Ο ρυθμός μεγέθυνσης της οικονομίας δύναται να επηρεάσει τις εισροές κεφαλαίων, αφού δείχνει τη δυναμική μίας οικονομίας και τη δυνατότητα της να αντεπεξέλθει στις μελλοντικές υποχρεώσεις (πληρωμή μερισμάτων, τόκων,

Μορφοποιήθηκε: Διάστιχο: 1,5 γραμμές, Χωρίς ρύθμιση διαστήματος μεταξύ κειμένου δυτικής και ασιατικού κειμένου

Μορφοποιήθηκε: Ελληνικά

Μορφοποιήθηκε: Ελληνικά

Μορφοποιήθηκε: Ελληνικά

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Όχι Έντονα, Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

επαναπατρισμός αρχικού κεφαλαίου επένδυσης κλπ.) που δημιουργούν οι εισροές κεφαλαίων. «Μία οικονομία που μεγεθύνεται με ταχείς ρυθμούς είναι πιθανότερο να προσφέρει υψηλότερα μελλοντικά κέρδη, άρα και υψηλότερες αποδόσεις συνδυασμένες με μικρότερο κίνδυνο» (Faisal, Arezki and Funke, 2005, σ.8).

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Πλάγια

7.1.1.2 Ένταση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων

~~επηρεάστηκαν από διεθνείς χρηματοοικονομικές κρίσεις όπως αυτές της «κρίσης του Χρέους» το 1982, της «κρίσης της Τεκίλα» το 1994-95 και της «κρίσης της Ν.Α. Ασίας» το 1997-98.~~

Οι περιορισμοί που επιβάλλονται στην κίνηση κεφαλαίων είναι λογικό να την επηρεάζουν. Οι περιορισμοί εφαρμόζονται: α) στις εκροές κεφαλαίων β) στην μετατρεψιμότητα του συναλλάγματος γ) στις εισροές κεφαλαίων. Στοχεύουν αντίστοιχα α) στον «έλεγχο» των αδήλων πληρωμών (π.χ. ταξιδιωτικό συνάλλαγμα στο εξωτερικό), των κερδών των πολυεθνικών, των πληρωμών τόκων για δανεισμό σε ξένο συνάλλαγμα, β) στη συγκράτηση «εν μέρει» της αύξησης των εισαγωγών εμπορευμάτων, αλλά και των κερδοσκοπικών τοποθετήσεων και καταθέσεων στο εξωτερικό από τους πολίτες της χώρας, αφού η διαδικασία απαιτεί προέγκριση της συναλλαγματικής δαπάνης και γ) στην διάρθρωση των εισροών κεφαλαίου, αποθαρρύνοντας τις βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις και ενθαρρύνοντας τις μακροχρόνιες.

Τέτοια εμπόδια παίρνουν τη μορφή διοικητικών περιορισμών στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και στο ισοζύγιο κίνησης κεφαλαίων, οι οποίοι μειώνουν τις αναμενόμενες αποδόσεις των άμεσων ξένων επενδύσεων και των επενδύσεων χαρτοφυλακίου και συνεπώς δρουν ανασταλτικά για τις εισροές κεφαλαίων (Faisal, Arezki and Funke, 2005, σ.9). Οι περιορισμοί στην κίνηση των κεφαλαίων επιβαρύνουν ευθέως το κόστος κεφαλαίου των πολυεθνικών. Οι Desai, Foley και Hines (2005, σ.21) υποστηρίζουν ότι:

«οι χώρες που επιβάλλουν περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων έχουν σημαντικά υψηλότερα επιτόκια από άλλες παρόμοιες χώρες χωρίς περιορισμούς. Ως εκ τούτου, πολυεθνικές επιχειρήσεις που σκοπεύουν να επενδύσουν σε χώρες με περιορισμούς αντιμετωπίζουν υψηλό κόστος επιτόπιου δανεισμού και σημαντικές επιβαρύνσεις που προκύπτουν από τους χειρισμούς τους για την αποφυγή των επιπτώσεων των σχετικών περιορισμών, με αποτέλεσμα την αποδυνάμωση τελικά των κινήτρων τους για την πραγματοποίηση της επένδυσης».

Χαρακτηριστικό περιορισμό με αυξητική επίδραση στα εγχώρια επιτόκια αποτελεί η επιβολή υψηλών υποχρεωτικών διαθεσίμων στις καταθέσεις που γίνονται σε ξένο νόμισμα (Chinn and Dooley, 1997, σ.91).

Από την άλλη πλευρά λιγότερα εμπόδια στην κίνηση των κεφαλαίων, τείνουν να αυξήσουν τις εισροές [(Montiel and Reinhart, 1999, σ. 6) (Montiel, 1998 σ.12)].

Στην Ελλάδα καθόλη τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980 και μέχρι τον Μάιο του 1994 επιβάλλονταν περιορισμοί στην κίνηση των κεφαλαίων και συγκεκριμένα στις εκροές κεφαλαίων και στη μετατρεψιμότητα του συναλλάγματος. Με την εφαρμογή των περιορισμών, οι ελληνικές κυβερνήσεις, επιδίωκαν εν πρώτοις τη συγκράτηση του χρόνιου ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών που οφείλεται σε διαρθρωτικές αδυναμίες του εμπορικού ισοζυγίου. Επιπροσθέτως, ευελπιστούσαν ότι μέσω των περιορισμών μπορεί να συγκρατηθεί το ισοζύγιο της κίνησης κεφαλαίων σε επίπεδα που επιτρέπουν την πιο άνετη χρηματοδότηση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Βεβαίως, οι υφιστάμενοι περιορισμοί κατά την έξοδο των κεφαλαίων λειτουργούσαν ανασχετικά και για την προγενέστερη είσοδό τους. Ουδείς αμφέβαλε ότι το μέτρο των περιορισμών ήταν υπό αυτή την έννοια «δίκοπο» και για αυτό άλλωστε παρέχονταν μέσω ειδικών νομοθετικών ρυθμίσεων πάμπολες εξαιρέσεις και ειδικές ρυθμίσεις για συγκεκριμένες κατηγορίες κεφαλαίων που ενδιαφέρονταν να εισαχθούν και να εξαχθούν από την χώρα. Χαρακτηριστικότερο όλων το Νομοθετικό Διάταγμα για τις ξένες άμεσες επενδύσεις (Ν.Δ.2687/1953), το οποίο προέβλεπε ειδικό ευνοϊκό καθεστώς τόσο για τις εισροές όσο και τις εκροές κεφαλαίων από ξένους επενδυτές (Ρουμελιώτης, 1978 σ.83-91). Εκείνο στο οποίο κυρίως στόχευαν οι περιορισμοί από πλευράς ισοζυγίου κίνησης κεφαλαίων ήταν η παρεμπόδιση της εκροής κεφαλαίων εγχώριας προέλευσης προς το εξωτερικό. Εκροή που συστηματικά επιχειρείτο να πραγματοποιηθεί με παράνομα ή άλλα ανεπίσημα και μη ελεγχόμενα μέσα (π.χ. υπερτιμολογήσεις εισαγωγών-υποκοστολογήσεις εξαγωγών, τεχνητή υποτιμολόγηση των πωλούμενων σε ξένους τουριστικών υπηρεσιών προκειμένου ένα μέρος των εσόδων να κατατεθεί σε συνάλλαγμα κ.ο.κ.) για κερδοσκοπικούς λόγους, λόγω της παραδοσιακής ανασφάλειας έναντι της συναλλαγματικής σταθερότητας της δραχμής ή για επιχειρηματική δράση εκτός της χώρας.

Η μέτρηση της έντασης των περιορισμών ενέχει πολλές δυσκολίες⁴. Μία μέθοδος συνίσταται στην επεξεργασία ενός σύνθετου δείκτη, του οποίου η εξειδίκευση θα είναι κατ'ανάγκη σε μεγάλο βαθμό αυθαίρετη. Στη διεθνή βιβλιογραφία αναφέρονται διάφορες προσπάθειες προσδιορισμού ενός τέτοιου δείκτη. Οι πρώτες προσπάθειες βασίστηκαν στην έκδοση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου που αφορούσε έναν γενικό οδηγό με αναφορές στους ισχύοντες περιορισμούς στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών και κίνησης κεφαλαίων των χωρών μελών του⁵. Βάσει αυτών των στοιχείων προτείνεται η υιοθέτηση μιας ψευδομεταβλητής, που παίρνει την τιμή 1 στην περίπτωση που οι περιορισμοί είναι έντονοι και την τιμή 0 όταν σημαντικοί περιορισμοί εξαλείφονται⁶. Όπως παρατηρεί όμως ο Eichengreen (2001, σ.344) μία τέτοια προσέγγιση ουσιαστικά «*λύνει το πρόβλημα της μέτρησης της έντασης των περιορισμών, αγνοώντας το*».

Ο Quinn (1997) προχώρησε περισσότερο κάνοντας ουσιαστικά την πρώτη απόπειρα κατασκευής ενός σχετικού δείκτη ο οποίος θα περιείχε πιο αναλυτικές πληροφορίες όσον αφορά στην ένταση των περιορισμών. Κατασκευάζει τρεις ξεχωριστούς δείκτες του οποίους τελικά συνθέτει σε έναν. Ειδικότερα, κατασκευάζει έναν δείκτη με βάση τον λογαριασμό κίνησης κεφαλαίων που παίρνει τιμές από 0 έως 4, ανάλογα με το πόσο ανοικτή είναι η οικονομία στις ροές κεφαλαίων. Στη συνέχεια κατασκευάζει έναν δείκτη που αφορά στο άνοιγμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και παίρνει τιμές από 0 έως και 8. Τέλος δημιουργεί έναν δείκτη που αφορά σε διεθνείς συμφωνίες σχετικά με την απελευθέρωση των ροών κεφαλαίου και τη μετατρεψιμότητα των εθνικών νομισμάτων, στον οποίο δίνει τιμές από 0 έως 2. Η σύνθεση αυτών των τριών δεικτών οδηγεί σε έναν δείκτη με τιμές από 0 έως 14 όπου με 0 χαρακτηρίζονται οι πλήρως κλειστές αγορές και με 14 οι πλήρως ανοικτές⁷ (Quinn 1997, σ.535).

Το 1996 το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο βελτίωσε την έκδοσή του σχετικά με τους επιβαλλόμενους περιορισμούς στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών και κίνησης κεφαλαίων. Η βελτίωση έγκειτο στο γεγονός ότι καταγράφηκαν πέρα από τις μορφές τα είδη των περιορισμών και η έντασή τους. Ο Miniane (2004) με βάση αυτήν την

⁴ Ο Eichengreen (2001, σ.343-347) αναφέρει τις δυσκολίες που παρουσιάζει η μέτρηση της έντασης των περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων.

⁵ Πρβλ. www.imf.org έκδοση με τίτλο «Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions».

⁶ Αυτή τη μεθοδολογία υιοθετούν στην έρευνα τους οι Grilli and Milesi-Ferretti (1995)

⁷ Επηρεασμένοι από τη μεθοδολογία του Quinn, αλλά εξίσου αξιολογημένες απόπειρες συνιστούν οι δείκτες που πρότειναν οι Li and Smith (2002 σ.774), οι Chin and Ito (2002, σ.7-10) και (2008) και Gibson, Tsaveas and Vlassopoulos (2006, σ.31-34, 40).

βελτιωμένη έκδοση του Δ.Ν.Τ. επεξεργάστηκε έναν σχετικό δείκτη για 34 χώρες αναδρομικά από το 1983 και μέχρι το 2000. Στις χώρες που συμπεριλήφθηκαν στο δείγμα του συμπεριλαμβανόταν η Ελλάδα. Οι τιμές του συγκεκριμένου δείκτη ξεκινούν από τη μονάδα και φθίνουν έως το μηδέν, εν όσο η οικονομία «φιλελευθεροποιείται» σε σχέση με τις ροές κεφαλαίων⁸.

Στην περίπτωση της ελληνικής οικονομίας αντιμετωπίζουμε το ζήτημα με την κατασκευή ενός δείκτης περιορισμών της κίνησης κεφαλαίων ο οποίος προσομοιάζει προς τον δείκτη του Miniane (2004). Με αφετηρία το 1985 οπότε λαμβάνει την τιμή 0,999 φθίνει όσο αυξάνεται ο βαθμός ανοίγματος του ελληνικού ισοζυγίου κίνησης κεφαλαίων. Η εξέλιξη του δείκτη βασίζεται στις μεταβολές της ελληνικής νομοθεσίας αναφορικά με τους περιορισμούς στην κίνηση των κεφαλαίων. Η μείωση του δείκτη διενεργείται με πολλαπλάσια του 0,025 ανάλογα με την επίπτωση που αποδίδεται στα σταδιακά μέτρα απελευθέρωσης. Ο συγκεκριμένος δείκτης περιλαμβάνει περισσότερες πληροφορίες για την ελληνική οικονομία όσον αφορά στην πορεία προς την πλήρη απελευθέρωση στην κίνηση κεφαλαίων, σε σχέση με αυτόν του Miniane (2004). Συνεπώς είναι πιο ευαίσθητος διαχρονικά στις μεταβολές της σχετικής ελληνικής νομοθεσίας σχετικά με τους περιορισμούς στις κινήσεις κεφαλαίων⁹.

7.1.1.3 Πολιτική κατάσταση/σταθερότητα.

Η πολιτική σταθερότητα σε μία χώρα θεωρείται προαπαιτούμενο για ξένες επενδύσεις, ειδικά δε τις άμεσες εξ αυτών, δοθέντος ότι συνεπάγονται μακροχρόνια δέσμευση κεφαλαίων στην οικονομία αναφοράς (Reinhart and Rogoff 2003, σ.7). Πόλεμοι, πραξικοπήματα, δυναμικές πολιτικές κινητοποιήσεις αποτελούν εν γένει αντικίνητρο στην εισροή ξένων κεφαλαίων, αντιθέτως μάλιστα έχουν συχνά πυροδοτήσει μαζικές εκροές που οδήγησαν σε χρηματοπιστωτικές κρίσεις¹⁰ (Edwards, 1999, σ.16). Μία δεύτερη όψη της πολιτικής κατάστασης αφορά στο κυρίαρχο πολιτικό κλίμα καθώς και στην εκλογική διαδικασία η οποία ενδέχεται να προκαλεί πολιτική αβεβαιότητα για τις κινήσεις των κεφαλαίων¹¹. Έτσι προτείνεται ένα υπόδειγμα που εστιάζει στη σχέση των διεθνών κινήσεων κεφαλαίου με την εκλογική αβεβαιότητα. «Αυτή η αλληλεπίδραση μπορεί να οδηγήσει σε αναστολή

⁸ Βλ. Παράρτημα Κεφαλαίου 7

⁹ Αναλυτικές πληροφορίες για την κατασκευή του δείκτη αναφέρονται στο παράρτημα του κεφαλαίου

7

¹⁰ Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η κρίση της «Τεκίλα», η οποία πυροδοτήθηκε το Δεκέμβριο του 1994 με αφορμή το ξέσπασμα της εξέγερσης των αγροτικών πληθυσμών της χώρας.

¹¹ Σχετικό υπόδειγμα περιλαμβάνεται στη μελέτη του Chang (2006).

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο, Όχι Επισήμανση

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο, Όχι Επισήμανση

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο, Όχι Επισήμανση

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο, Όχι Επισήμανση

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο, Όχι Επισήμανση

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Όχι Έντονα, Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Όχι Έντονα, Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο, Ελληνικά

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Όχι Έντονα, Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Όχι Έντονα, Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο, Ελληνικά

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Όχι Έντονα, Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Γραμματοσειρά: Όχι Έντονα, Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο, Ελληνικά

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο, Ελληνικά

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο, Ελληνικά

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Ελληνικά

Μορφοποιήθηκε: Πλήρης

των εισροών κεφαλαίου (sudden stops) σε υπερβολική αντίδραση εξωγενών δονήσεων και σε κρίσεις οφειλόμενες σε αυτοεκπληρούμενες προσδοκίες που καλλιεργούνται σε περιόδους εκλογών» (Chang, 2006, σ.27).

Στην περίπτωση της ελληνικής οικονομίας, την υπό εξέταση περίοδο (1985-1998) δεν παρατηρήθηκαν φαινόμενα πολιτικής αστάθειας ή μεγάλες κοινωνικές αναταραχές. Ωστόσο το κυρίαρχο πολιτικό κλίμα δεν φαίνεται να ευνοούσε την εισροή ξένων κεφαλαίων και ειδικά άμεσων ξένων επενδύσεων. Οι διακηρύξεις της κυβέρνησης του ΠΑΣΟΚ και ορισμένα στοιχεία από τις πολιτικές της εξαγγελίες (έναντι της Ε.Ε., του ΝΑΤΟ, των Η.Π.Α. κλπ) προκαλούσαν ανησυχία σε επίπεδο διπλωματικών κύκλων και μέσων ενημέρωσης: εν μέρει από μόνες τους, εν μέρει λόγω του εμπρηστικού αντιπολιτευτικού θορύβου που προκαλούσε η μείζονα αντιπολίτευση. Το πολιτικό αυτό κλίμα είναι πιθανό να δημιουργούσε επιφυλακτικότητα στους ιθύνοντες των διεθνών χρηματαγορών και να λειτουργούσε ανασχετικά στην εισροή ξένων κεφαλαίων, επιφυλακτικότητα η οποία είναι λογικό να αυξανόταν προεκλογικά.

Η διερεύνηση άν και σε ποιο βαθμό η πολιτική κατάσταση στην Ελλάδα επηρέασε τις εισροές κεφαλαίων μπορεί εν μέρει να υπηρετηθεί με μία ψευδομεταβλητή που σχετίζεται με τον κύκλο των ελληνικών εκλογών και θα μπορούσε να θεωρηθεί, ως αντιπροσωπευτική μεταβλητή (proxy) της πολιτικής κατάστασης μεταβλητή (proxy). Συγκεκριμένα η ψευδομεταβλητή θα παίρνει την τιμή «1» τρεις μήνες πριν και τρεις μήνες μετά τη διενέργεια των βουλευτικών εκλογών. Για το υπόλοιπο χρονικό διάστημα θα παίρνει την τιμή «0».

7.1.1.4 Διεθνής ~~Στα προηγούμενα δύο μέρη της παρούσας διατριβής δείξαμε πως στις σύγχρονες συνθήκες της παγκοσμιοποίησης τα μακροοικονομικά δεδομένα δεν είναι τα μόνα που μπορούν να επηρεάσουν τις εισροές/εκροές κεφαλαίων~~ κερδοσκοπία και σχετικές αποδόσεις.

Σημαντικός παράγοντας που επενεργεί στις ξένες χρηματοπιστωτικές τοποθετήσεις είναι οι διακυμάνσεις των ξένων ονομαστικών επιτοκίων¹². Στις εμπειρικές έρευνες ως «ξένο επιτόκιο» επιλέγεται το επιτόκιο μεγάλων οικονομιών όπως των Η.Π.Α., της Γερμανίας, ή το σταθμισμένο επιτόκιο ενός καλάθιού ισχυρών νομισμάτων. Σε κάθε περίπτωση χρησιμοποιούνται τα επιτόκια νομισμάτων που

¹² Πρβλ. Calvo, Leiderman, Reinhart (1994a, σ.55), Montiel and Reinhart (1999, σ. 5), Faisal, Arezki and Funke (2005, σ.10)

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

θεωρούνται ως ασφαλή καταφύγια των κεφαλαίων: που αναφέρονται δηλαδή σε χώρες στις οποίες ο κίνδυνος μιας επένδυσης είναι ο μικρότερος δυνατός σε σχέση με μια τοποθέτηση στα αυτά περιουσιακά στοιχεία οπουδήποτε αλλού στον κόσμο. Η έξοδος κεφαλαίων από αυτές τις «ασφαλείς» οικονομίες και η τοποθέτηση σε άλλες πιο «ευάλωτες» οικονομίες απαιτεί αρχικά ένα κίνητρο που αντιστοιχεί προς την απόκλιση των επιτοκίων που ισχύουν στις ασφαλείς οικονομίες σε σύγκριση με τα επιτόκια που επικρατούν στις οικονομίες όπου σχεδιάζεται να υλοποιηθεί η επένδυση. Με σταθερές τις λοιπές μεταβλητές (π.χ. συναλλαγματική ισοτιμία) στο πλαίσιο μιας βραχυχρόνιας ανάλυσης, το άνοιγμα της ψαλίδας των επιτοκίων αυξάνει την αναμενόμενη σχετική απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων και δημιουργεί κίνητρο για τις εισροές κεφαλαίου. Όπου η απόκλιση των επιτοκίων περιορίζεται οι προσδοκώμενες αποδόσεις γίνονται λιγότερο ελκυστικές για τα ξένα κεφάλαια, με αποτέλεσμα την αύξηση της επιφυλακτικότητάς τους.

Σε αυτό το πλαίσιο υποθέτουμε ότι οι σχετικές αποδόσεις οι οποίες διαμορφώνονται, μεταξύ άλλων, και από την απόκλιση των ελληνικών από τα ξένα επιτόκια επηρεάζουν τις κερδοσκοπικές προτιμήσεις του διεθνούς χρηματιστικού κεφαλαίου και κατ' επέκταση τις ροές κεφαλαίων εντός και εκτός της ελληνικής οικονομίας. Έτσι -ceteris paribus- αναμένεται το άνοιγμα/κλείσιμο της ψαλίδας μεταξύ ελληνικών και ξένων επιτοκίων να αυξάνει/μειώνει τις ροές κεφαλαίων προς την ελληνική οικονομία.

7.1.1.5 Η μεταδοτικότητα των χρηματοπιστωτικών κρίσεων ~~στα προηγούμενα δύο μέρη της παρούσας διατριβής δείξαμε πως στις σύγχρονες συνθήκες της παγκοσμιοποίησης τα μακροοικονομικά δεδομένα δεν είναι τα μόνα που μπορούν να επηρεάσουν τις εισροές/εκροές κεφαλαίων.~~

Οι εισροές και οι εκροές κεφαλαίων επηρεάζονται προφανώς από παράγοντες, που βρίσκονται πέρα από τον έλεγχο των εθνικών οικονομιών και συνδέονται ~~μη~~ με τη διεθνή οικονομική συγκυρία. Οι ροές κεφαλαίων μπορεί να επηρεαστούν έντονα χωρίς να έχει προηγηθεί απαιτηθεί η συνδρομή σημαντικής μεταβολής των μακροοικονομικών ισορροπιών στην περίπτωση που εκδηλώνονται διεθνείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Στο πλαίσιο της σύγχρονης παγκοσμιοποίησης οι κρίσεις αυτές μπορούν να μεταδοθούν προκαλώντας εκροές κεφαλαίων. Το ζητούμενο εν προκειμένω είναι να προσμετρηθεί η έκταση στην οποία διεθνείς χρηματοπιστωτικές

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

Μορφοποιήθηκε: Χρώμα γραμματοσειράς: Αυτόματο

κρίσεις επηρεάζουν τις Συνεπώς θα πρέπει να διερευνηθεί σε ποιο βαθμό οι κινήσεις των κεφαλαίων

Οι κρίσεις που ενδεχομένως να επηρέασαν τις ροές κεφαλαίων προς την ελληνική οικονομία είναι η κρίση του «Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών» (Μ.Σ.Ι.) στην Ευρώπη το 1992, η «κρίσης της Τεκίλα» το 1994-95 και η «κρίση της Ν.Α. Ασίας/Ρωσίας» το 1997-98. Η Ελλάδα ως χώρα μέλος της Ε.Ο.Κ. είναι πιθανό να επηρεάστηκε από την κρίση του Μ.Σ.Ι. η οποία έπληξε τους ευρωπαίους εταίρους της με τους οποίους διατηρεί σημαντικές εμπορικές και χρηματιστικές συναλλαγές. Αντίστοιχα οι υπόλοιπες κρίσεις πήραν ευρείες διαστάσεις και μεταδόθηκαν σε διάφορες γεωγραφικές περιοχές ανά τον κόσμο. Έτσι είναι πιθανόν να επηρέασαν την κατεύθυνση των κεφαλαίων από και προς την ελληνική οικονομία.

Η επίδραση των κρίσεων αυτών θα ενταχθεί στο υπόδειγμα που θα διαμορφώσουμε με τη μέθοδο των ψευδομεταβλητών οι οποίες θα παίρνουν την τιμή 1 τα τρίμηνα που οι κρίσεις αυτές ξεσπάνε και την τιμή 0 την υπόλοιπη περίοδο.

7.1.2 Εξειδίκευση υποδείγματος.

Οι προσδιοριστικοί παράγοντες των ροών κεφαλαίων για την ελληνική οικονομία θα επιδιωχθεί να εντοπισθούν με δύο διαφορετικές μεθόδους. Τη μέθοδο αιτιότητας Granger και τη μέθοδο της πολλαπλής παλινδρόμησης.

Η μέθοδος Granger δείχνει αν δύο μεταβλητές συνδέονται αιτιακά. Ο έλεγχος πραγματοποιείται με παλινδρομήσεις μεταξύ των δύο μεταβλητών για διάφορες χρονικές υστερήσεις. Αν οι παλινδρομήσεις είναι στατιστικά σημαντικές τότε υποδηλώνεται ότι η εξέλιξη της μίας μεταβλητής είναι σημαντική στον να προβλέψει τις τιμές της δεύτερης¹³. Συνεπώς οι δύο μεταβλητές είναι πιθανό να συνδέονται μεταξύ τους με αιτιακή σχέση.

Ένα βασικό μειονέκτημα της μεθόδου Granger είναι ότι δεν λαμβάνει υπόψη τυχόν αλληλεπιδράσεις των υπό εξέταση δύο μεταβλητών με άλλες μεταβλητές. Για αυτό θα χρησιμοποιήσουμε επιπλέον τη μέθοδο της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης για την εκτίμηση ενός γραμμικού υποδείγματος, παρεμφερούς προς εκείνο των Gibson and Tsakalotos (2001, 2003, 2004, 2005) και Gibson, Tsaveas and Vlassopoulos (2006).

Μορφοποιήθηκε: Ελληνικά

Στις πολλαπλές παλινδρομήσεις θα χρησιμοποιηθούν οι εξής μεταβλητές:

¹³ Βλ. παράρτημα Μέρους III

<i>I. Εναλλακτικές Προσεγγίσεις Εξαρτημένης Μεταβλητής</i>	
CAPGDP_t	Οι συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων στην ελληνική οικονομία, ποσοστό ως προς το Α.Ε.Π.
EXFDI_t	Οι συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων εκτός των ροών που αφορούν σε επιχειρηματικά κεφάλαια-άμεσες ξένες επενδύσεις ποσοστό ως προς το Α.Ε.Π.
SPECGDP_t	Οι καθαρές ροές «Λοιπών Κεφαλαίων» (κερδοσκοπικά κεφάλαια) ποσοστό ως προς το Α.Ε.Π..
FDI_GLOBAL_t	Οι συνολικές καθαρές ροές επιχειρηματικών κεφαλαίων στην Ελλάδα (άμεσες ξένες επενδύσεις) ποσοστό ως προς τις παγκόσμιες ¹⁴ καθαρές συνολικές ροές κεφαλαίων.
EXFDI_GLOBAL_t	Οι συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων προς την Ελλάδα εκτός των ροών επιχειρηματικών κεφαλαίων (άμεσες ξένες επενδύσεις), ποσοστό ως προς τις αντίστοιχες παγκόσμιες καθαρές ροές.
<i>II. Ανεξάρτητες Μεταβλητές</i>	
π_t	Ο ρυθμός πληθωρισμού. Θα χρησιμοποιηθεί η μεταβολή του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του προηγούμενου έτους.
B_t	Το τριμηνιαίο δημοσιονομικό έλλειμμα/πλεόνασμα ως ποσοστό του Α.Ε.Π. ¹⁵
VFX_t	Η τριμηνιαία μεταβλητότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής έναντι καλαθιού νομισμάτων (περιλαμβάνει το γερμανικό μάρκο με στάθμιση 43,3%, το δολάριο Η.Π.Α. με στάθμιση 23,2%, τη λίρα Μεγάλης Βρετανίας με στάθμιση 14,1%, το γαλλικό φράνκο, με στάθμιση 15,1% και το ιαπωνικό γιεν με στάθμιση 4,3%. Οι συντελεστές στάθμισης προέκυψαν από τη βαρύτητα που έχουν οι εν λόγω ξένες οικονομίες στις εμπορικές συναλλαγές της Ελλάδας την υπό εξέταση περίοδο ¹⁶ .
g_t	Ο ρυθμός μεγέθυνσης του πραγματικού Α.Ε.Π., σε σχέση με το ίδιο τρίμηνο του προηγούμενου χρόνου.
$i_{(ger)t}$	Η απόκλιση μεταξύ ελληνικών και γερμανικών επιτοκίων στα τριμηνιαία έντοκα γραμμάτια.
$i_{(usa)t}$	Η απόκλιση μεταξύ των ελληνικών από τα επιτόκια των τριμηνιαίων εντόκων γραμματίων Η.Π.Α.
IMF_t	Δείκτης περιορισμών της κίνησης κεφαλαίων. Ο δείκτης παίρνει την τιμή 1 για την περίοδο 1980 μέχρι και το πρώτο τρίμηνο του 1994. Στη συνέχεια λόγω της πλήρους απελευθέρωσης στην κίνηση των κεφαλαίων στην Ελλάδα, ο δείκτης παίρνει την τιμή 0.
Miniane_t	Ο δείκτης περιορισμών της κίνησης κεφαλαίων ο οποίος έχει κατασκευασθεί από τον Miniane (2004). (βλ. Παράρτημα κεφαλαίου 7)

¹⁴ Στις καθαρές παγκόσμιες ροές συμπεριλαμβάνονται στοιχεία για τις εξής χώρες: Η.Π.Α., Ισπανία, Πορτογαλία, Ολλανδία, Λουξεμβούργο, Βέλγιο, Γερμανία, Γαλλία, Δανία, Μεγ. Βρετανία, Ιταλία, Ιρλανδία, Φινλανδία, Σουηδία, Αυστρία, Νορβηγία, Ισραήλ, Αργεντινή, Βραζιλία, Μεξικό, Ιαπωνία, Ν. Κορέα, Φιλιππίνες

¹⁵ Την περίοδο 1984-1998 το δημοσιονομικό έλλειμμα καταγραφόταν από την Τράπεζα της Ελλάδος ετησίως. Η χρονολογική σειρά την οποία χρησιμοποιούμε στο υπόδειγμά μας έχει κατασκευασθεί από την Τ.τ.Ε. με μετασχηματισμό των ετ από ετήσιες παρατηρήσεις σε τριμηνιαίες.

¹⁶ Η στάθμιση έχει προέλθει από στοιχεία που περιλαμβάνονται στο Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο της Τράπεζας της Ελλάδος, Μάρτιος - Απρίλιος 1999, σ.74α.

Open_t	Ο δείκτης περιορισμών της κίνησης κεφαλαίων. Με αφετηρία το 1985 οπότε λαμβάνει την τιμή 0,999 φθίνει όσον αυξάνεται ο βαθμός ανοίγματος του ελληνικού ισοζυγίου κίνησης κεφαλαίων. Η μείωση του δείκτη διενεργείται με πολλαπλάσια του 0,025 ανάλογα με την επίπτωση που αποδίδεται στα σταδιακά μέτρα απελευθέρωσης της κίνησης των κεφαλαίων. (Αναλυτικές πληροφορίες για την κατασκευή του δείκτη αναφέρονται δίνονται στο παράρτημα του κεφαλαίου 7).
Elect_t	Ψευδομεταβλητή εκλογικού κύκλου, η οποία θα παίρνει την τιμή «1» για το χρονικό διάστημα τρεις μήνες πριν και τρεις μήνες μετά από τη διενέργεια εθνικών εκλογών στην Ελλάδα. Για το υπόλοιπο χρονικό διάστημα θα παίρνει την τιμή «0».
ERS_t	Ψευδομεταβλητή που αφορά στην κρίση του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών στην Ευρώπη, παίρνει την τιμή 1 τα τρία τελευταία τρίμηνα του 1992.
Mex_t	Ψευδομεταβλητή που αφορά στην «κρίση της Τεκίλα» στη Λατινική Αμερική. Παίρνει την τιμή 1 τα δύο πρώτα τρίμηνα του 1995.
Asia_t	Ψευδομεταβλητή που αφορά στην κρίση της Ν.Α Ασίας. Παίρνει την τιμή 1 τα δύο τελευταία τρίμηνα του 1997.
Rus_t	Ψευδομεταβλητή που αφορά στην κρίση της Ρωσίας το 1998. Παίρνει την τιμή 1 τα δύο τελευταία τρίμηνα του 1998.

Θα χρησιμοποιηθούν πέντε εναλλακτικές προσεγγίσεις όσον αφορά στην εξαρτημένη μεταβλητή. Αρχικά θα χρησιμοποιηθούν οι συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων στην ελληνική οικονομία, ως ποσοστό προς το Α.Ε.Π. Η προσέγγιση αυτή έχει ένα βασικό μειονέκτημα. Είναι πιθανό οι διαφορετικοί τύποι ροών κεφαλαίων (βραχυχρόνιες, μακροχρόνιες, δανειακές, άμεσες ξένες επενδύσεις) να προσδιορίζονται από διαφορετικούς παράγοντες κάθε φορά. Συνεπώς με τη χρήση των συνολικών ροών είναι πιθανό να «χάνονται» σημαντικές πληροφορίες που αφορούν στη συμπεριφορά των ροών, διαφορετικού χαρακτήρα. Για αυτό το λόγο θα χρησιμοποιήσουμε επιπλέον ως εξαρτημένες μεταβλητές τις συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων εκτός των ροών που αφορούν σε επιχειρηματικά κεφάλαια-άμεσες ξένες επενδύσεις ως ποσοστό προς το Α.Ε.Π. καθώς και τα «λοιπά κεφάλαια» ως ποσοστό προς το Α.Ε.Π. ώστε να υπάρχει πιο ξεκάθαρη εικόνα αναφορικά με τις βραχυχρόνιες και πιο ευμετάβλητες ροές κεφαλαίων.

Ο υπολογισμός των ροών κεφαλαίου ως προς το Α.Ε.Π. έχει ένα ακόμα βασικό μειονέκτημα. Αγνοεί μεγάλες ανακατατάξεις που ενδεχομένως να πραγματοποιούνται σε παγκόσμιο επίπεδο αναφορικά με τις στρατηγικές των διαχειριστών κεφαλαίου. Έτσι μία μεγάλη αναδιάρθρωση των ροών κεφαλαίου όπως για παράδειγμα η έξοδος κεφαλαίων από την μητροπολιτική Ευρώπη προς τις ταχέως αναπτυσσόμενες χώρες

όπως Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία, Κίνα μπορεί να είναι αυτή που «ευθύνεται» για μια μεγάλη εκροή από την ελληνική οικονομία. Το πρόβλημα αυτό θα προσπαθήσουμε να το επιλύσουμε μερικώς με τη χρήση δύο επιπλέον εξαρτημένων μεταβλητών: τις ροές συνολικών αλλά και επιχειρηματικών κεφαλαίων στην Ελλάδα (άμεσες ξένες επενδύσεις) ως ποσοστό προς τις παγκόσμιες καθαρές συνολικές ροές κεφαλαίων. Έτσι αντί να παρακολουθήσουμε τις καθαρές ροές ως ποσοστό προς το ελληνικό Α.Ε.Π. τις καταγράφουμε σε σχέση με τις παγκόσμιες ροές κεφαλαίων.

Η ανάλυση εκτείνεται στην περίοδο 1984-1998 και τα στοιχεία αφορούν σε τριμηνιαίες παρατηρήσεις και προέρχονται από την Τράπεζα της Ελλάδος, πλην των γερμανικών και των αμερικανικών επιτοκίων τα οποία προέρχονται από τις κεντρικές τράπεζες της Γερμανίας (Bundesbank) και των Η.Π.Α.(FED). Τα στοιχεία για τις κινήσεις κεφαλαίων πλην της Ελλάδας προέρχονται από το Δ.Ν.Τ. Όλες οι μεταβλητές ελέγχθηκαν για στασιμότητα βάσει των ελέγχων Augmented Dicky-Fuller και Phillips-Perron¹⁷. Οι μη στάσιμες σειρές αντικαταστάθηκαν στις παλινδρομήσεις με παράγωγες σειρές που υπολογίστηκαν ως οι διαφορές μεταξύ των τιμών που λαμβάνει κάθε πρωτογενής μεταβλητή μεταξύ δύο διαδοχικών τριμηνιαίων παρατηρήσεων.

Για τη διασφάλιση της αξιοπιστίας των αποτελεσμάτων διενεργήθηκε έλεγχος αυτοσυσχέτισης των καταλοίπων (Breusch-Godfrey) και της διακύμανσης αυτών (ARCH), ενώ ελέγχονται επίσης οι συσχετίσεις μεταξύ των μεταβλητών ώστε να μην χρησιμοποιούνται στα ίδια υποδείγματα μεταβλητές με υψηλή συσχέτιση για την αποφυγή τυχόν πολυσυγγραμμικότητας (βλ. παράρτημα κεφαλαίου 7).

7.1.3 Αποτελέσματα οικονομετρικών εκτιμήσεων¹⁸.

7.1.3.1 Α' Εκδοχή υποδείματος

Εξαρτημένη μεταβλητή: συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων ως % του Α.Ε.Π. ($CAPDP_t$).

Στον πίνακα 7(1) παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του ελέγχου αιτιότητας Granger. Ο έλεγχος πραγματοποιείται μόνο προς τη μία κατεύθυνση ελέγχοντας ποιες

¹⁷ Για μία συνοπτική ανάλυση περί στάσιμων και μη σειρών βλ. Παράρτημα Μέρους III. Τα αποτελέσματα των οικονομετρικών ελέγχων παρουσιάζονται στο Παράρτημα του Κεφαλαίου 7.

¹⁸ Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων με εξαρτημένες μεταβλητές i) τις συνολικές καθαρές ροές επιχειρηματικών κεφαλαίων (άμεσες ξένες επενδύσεις), ως ποσοστό προς τις παγκόσμιες καθαρές συνολικές ροές κεφαλαίων και ii) τις συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων εκτός των ροών επιχειρηματικών κεφαλαίων (άμεσες ξένες επενδύσεις), ως ποσοστό των αντίστοιχων παγκόσμιων καθαρών ροών δεν εντόπισαν συγκεκριμένες σχέσεις αιτιότητας ή όπου εντοπίστηκε η εκτίμηση έπαυσε από οικονομετρικά σφάλματα και για αυτό δεν παρουσιάζονται.

μεταβλητές συνδέονται αιτιακά με τη μεταβλητή που σχετίζεται με τις ροές κεφαλαίων. Η μόνη μεταβλητή που συνδέεται αιτιακά με τις συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων ως % του Α.Ε.Π. (CAPGDP_t) είναι η μεταβλητή που αφορά στην απόκλιση των γερμανικών και αμερικανικών επιτοκίων από τα αντίστοιχα ελληνικά ($i_{(ger)t}$ και $i_{(usa)t}$). Οι μεταβλητές που αφορούν στα βασικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας δεν φαίνεται, σύμφωνα πάντα με την μέθοδο Granger, να συνδέονται αιτιακά με τις συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων.

Πίνακας 7(1): Έλεγχος αιτιότητας Granger μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής (συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων ως % του Α.Ε.Π. - CAPGDP_t) και των προτεινόμενων ανεξάρτητων μεταβλητών.

Χρονική Υστέρηση	1 τρίμηνο	2 τρίμηνα	3 τρίμηνα	4 τρίμηνα
$g_t \rightarrow$ CAPGDP	0.153	0.593	0.71	0.694
$\pi_t \rightarrow$ CAPGDP	0.239	0.579	0.898	0.538
$i_{(ger)t} \rightarrow$ CAPGDP	6.294**	1.7370	1.405	1.845
$i_{(usa)t} \rightarrow$ CAPGDP	5.584**	0.789	0.479	0.535
$B_t \rightarrow$ CAPGDP	2.2E-05	0.092	0.278	0.604
$VFX_t \rightarrow$ CAPGDP	0.59	0.548	0.993	0.821
Παρατηρήσεις	55	54	53	52

Σημ. 1. Στον πίνακα παρουσιάζονται οι τιμές της F-statistic

2. Τα (*), (**), (***) υποδηλώνουν την ύπαρξη αιτιότητας Granger σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, 5% και 1%, αντιστοίχως.

Η πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση διενεργείται σε επτά διαφορετικά υποδείγματα. Λόγω της υψηλής συσχέτισης που έχουν οι μεταβλητές που σχετίζονται με την απόκλιση των επιτοκίων, η κάθε μία εντάσσεται στο υπόδειγμα ξεχωριστά για να αποφευχθεί το σφάλμα της πολυσυγγραμικότητας. Έτσι στο βασικό υπόδειγμα 1 περιέχονται μόνο τα μακροοικονομικά μεγέθη, και η απόκλιση γερμανικών και ελληνικών επιτοκίων, ενώ στο βασικό υπόδειγμα 2 περιέχονται τα μακροοικονομικά μεγέθη με την απόκλιση των αμερικανικών από τα ελληνικά επιτόκια. Στα υπόλοιπα συμπεριλαμβάνονται μαζί με τις μεταβλητές του βασικού υποδείγματος 1, ξεχωριστά, οι ψευδο-μεταβλητές που σχετίζονται με τον εκλογικό κύκλο ($Elect_t$), τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις (ERS_t , Mex_t , $Asia_t$, Rus_t) και τους δείκτες έντασης κεφαλαίων (IMF_t , $Miniane_t$, $Open_t$). Για να εξαλειφθούν προβλήματα αυτοσυσχέτισης στα κατάλοιπα και αυτοσυσχέτισης στη διακύμανση των καταλοίπων

εισήχθησαν «αυτοπαλίνδρομοι όροι» βάσει της μεθόδου Cochrane-Orcutt¹⁹. Βάσει αυτής υποθέσαμε ότι το υπόδειγμα ακολουθεί αυτοπαλίνδρομη διαδικασία που σημαίνει ότι η συμπεριφορά της εξαρτημένης μεταβλητής προσδιορίζεται πρωτίστως από την τιμή της ίδιας, σε προγενέστερη περίοδο. Έτσι η τιμή της εξαρτημένης μεταβλητής σε χρόνο t εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από προγενέστερη τιμή της²⁰. Συγκεκριμένα, εισήχθησαν αυτοπαλίνδρομοι συντελεστές 2^{ns} (AR2) και 3^{ns} (AR3) τάξης²¹, οι οποίοι βρέθηκαν στατιστικά σημαντικοί. Αυτό σημαίνει ότι οι ροές κεφαλαίων επηρεάζονται από τις ροές των δύο και τριών τριμήνων που προηγούνται. Έτσι εξαλείφεται το πρόβλημα της αυτοσυσχέτισης και αυξάνεται η συνολική αξιοπιστία των υποδειγμάτων (όπως αυτά προσδιορίζονται από το R^2 , το προσαρμοσμένο R^2 και την τιμή της F-stat).

Όσον αφορά στις υπόλοιπες ερμηνευτικές μεταβλητές μόνο η απόκλιση των ελληνικών από τα γερμανικά [$i_{(ger)t}$] τριμηνιαία επιτόκια φαίνεται να είναι ένας ισχυρά σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας που αναδεικνύεται στατιστικά σημαντικός σε όλες τις παλινδρομήσεις. Το θετικό πρόσημο της παραμέτρου δείχνει ότι το άνοιγμα της ψαλίδας μεταξύ ελληνικών και γερμανικών επιτοκίων ελκύει τα ξένα κεφάλαια. Αντίθετα η απόκλιση των αμερικανικών από τα ελληνικά επιτόκια δεν παρουσιάζεται στατιστικά σημαντική. Στατιστικά σημαντική αναδεικνύεται επίσης η ψευδο-μεταβλητή για την κρίση στην Ν.Α. Ασία το 1997. Το αρνητικό πρόσημο φανερώνει ότι τα επίμαχα τρίμηνα προκλήθηκαν καθαρές εκροές κεφαλαίων από την ελληνική οικονομία.

Οι υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές, αλλά και οι δείκτες έντασης των περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων δεν φαίνεται να επιδρούν στις συνολικές ροές κεφαλαίων στην Ελλάδα.

¹⁹ Αρχικές παλινδρομήσεις έδειξαν ότι τα οικονομετρικά προβλήματα αυτά ήταν υπαρκτά στο υπόδειγμα. Η αυτοσυσχέτιση εξαλείφθηκε βάσει της μεθόδου Cochrane-Orcutt βλ. Asteriou and Hall (2007, σ.152-154).

²⁰ Για την ανάλυση των αυτοπαλίνδρομων διαδικασιών βλ. Dinardo and Johnston (2004, σ.253-298)

²¹ Ο προσδιορισμός της τάξης της αυτοπαλίνδρομης διαδικασίας έχει ως αφετηρία την τάξη της αυτοσυσχέτισης που έχει εντοπισθεί. Οι όροι που τελικά επιλέγονται να εισαχθούν είναι αυτοί που είναι στατιστικά σημαντικοί βάσει των t -statistics και οι οποίοι εξαλείφουν πλήρως το πρόβλημα της αυτοσυσχέτισης.

Πίνακας 7(2): Διορθωμένη πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση βάσει της μεθόδου Cochrane-Orcutt (1949) / Εξαρτημένη μεταβλητή: Συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων ως % του Α.Ε.Π. (CAPDPt). Περίοδος: 1985-1998

Εξαρτημένη Μεταβλητή: CAPGDP _t	Βασικό Υπόδειγμα	Βασικό Υπόδειγμα 2	Εκλογικός Κύκλος	Χρημ/κες Κρίσεις	Δείκτης περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων I	Δείκτης περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων II	Δείκτης περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων III
Σταθερά	0.035*** (0.006)	0.036*** (0.007)	0.031*** (0.007)	0.036*** (0.006)	0.047*** (0.009)	0.035*** (0.007)	0.033*** (0.008)
g _t	0.002 (0.002)	0.0015 (0.0016)	0.002 (0.002)	0.002 (0.002)	0.001 (0.002)	0.002 (0.002)	0.002 (0.002)
π _t	0.193 (0.314)	0.2 (0.346)	0.099 (0.317)	0.199 (0.287)	0.301 (0.304)	0.196 (0.325)	0.193 (0.315)
i _{(ger)t}	0.012** (0.005)		0.012** (0.005)	0.011** (0.004)	0.012** (0.005)	0.012** (0.005)	0.011* (0.005)
i _{(usa)t}		0.005 (0.005)					
B _t	0.675 (0.532)	0.665 (0.574)	0.798 (0.536)	0.768 (0.498)	0.188 (0.567)	0.675 (0.539)	0.702 (0.536)
VFX _t	0.265 (0.244)	0.264 (0.27)	0.346 (0.248)	0.251 (0.218)	0.327 (0.237)	0.126 (0.249)	0.303 (0.256)
AR(2)	-0.425*** (0.124)	-0.449*** (0.134)	-0.406*** (0.131)	-0.519*** (0.15)	-0.488*** (0.128)	-0.426*** (0.131)	-0.43*** (0.128)
AR(3)	-0.477*** (0.128)	-0.397*** (0.128)	-0.493*** (0.126)	-0.65*** (0.153)	-0.485*** (0.124)	-0.476*** (0.264)	-0.487*** (0.124)
Elect _t			0.018 (0.014)				
ERS _t				-0.012 (0.019)			
Mex _t				0.028 (0.025)			
Asiat _t				-0.043* (0.025)			
Rus _t				0.074 (0.048)			
IMF _t					-0.015 (0.09)		
Miniane _t						0.003 (0.095)	
Open _t							-0.085 (0.175)
Παρατηρήσεις	52	52	52	52	52	52	52
R ²	0.46	0.4	0.48	0.53	0.5	0.46	0.46
Adj-R ²	0.38	0.3	0.39	0.4	0.4	0.36	0.36
F-stat	5.36	4.15	4.97	4.14	5.3	4.59	4.64

Σημ: 1. Όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιούνται με χρονική υστέρηση ενός τριμήνου.
2. Τα τυπικά σφάλματα αναφέρονται εντός παρενθέσεων
3. ***, **, * υποδηλώνουν επίπεδο σημαντικότητας 1%, 5% και 10% αντίστοιχα.

7.1.3.2 Β' Εκδοχή υποδείγματος

- **Εξαρτημένη μεταβλητή:** συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων εξαιρουμένων των «επιχειρηματικών κεφαλαίων» ως % του Α.Ε.Π. ($EXFDI_t$).

Οι ροές των άμεσων ξένων επενδύσεων αναμένεται να χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη σταθερότητα σε σχέση με τις λοιπές καθαρές ροές κεφαλαίων (Stiglitz, 2000, σ.1076). Για αυτό κρίναμε χρήσιμο να επαναλάβουμε τον οικονομετρικό έλεγχο χρησιμοποιώντας αυτή τη φορά ως εξαρτημένη μεταβλητή τις συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων εξαιρουμένων των καθαρών ροών που αφορούν σε ξένες άμεσες επενδύσεις ως ποσοστό του Α.Ε.Π. ($EXFDI_t$), για να εξετάσουμε τη συμπεριφορά των πιο ευμετάβλητων ροών κεφαλαίου στην ελληνική οικονομία. Η Τράπεζα της Ελλάδος την υπό εξέταση περίοδο συμπεριλάμβανε τις ροές ξένων άμεσων επενδύσεων στο λογαριασμό «επιχειρηματικά κεφάλαια». Συνεπώς στην ανάλυση από τις συνολικές καθαρές ροές θα αφαιρεθούν οι ροές «επιχειρηματικών κεφαλαίων».

Σε σχέση με την α' εκδοχή του υποδείγματος ο έλεγχος αιτιότητας Granger δίνει πιο ξεκάθαρα συμπεράσματα όσον αφορά στην επίδραση της απόκλισης των επιτοκίων. Η επίδραση της απόκλισης είναι στατιστικά σημαντική για τρία τρίμηνα (πρώτο, δεύτερο και τέταρτο). Όσον αφορά στις λοιπές μεταβλητές ο έλεγχος δεν δείχνει ότι έχουν κάποια επίδραση στις συγκεκριμένες ροές κεφαλαίων.

Πίνακας 7(3): Έλεγχος αιτιότητας Granger μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής (συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων εξαιρουμένων των επιχειρηματικών ως % του Α.Ε.Π. - $EXFDI_t$) και των προτεινόμενων ανεξάρτητων μεταβλητών.

Χρονική Υστέρηση	1 τρίμηνο	2 τρίμηνα	3 τρίμηνα	4 τρίμηνα
$g_t \rightarrow EXFDI$	0.028	1.051	0.645	0.796
$\pi_t \rightarrow EXFDI$	0.439	0.432	0.494	0.296
$i_{(ger)t} \rightarrow EXFDI$	5.244**	2.418*	1.591	2.305*
$i_{(usa)t} \rightarrow EXFDI$	6.156**	2.450*	1.568	1.979
$B_t \rightarrow EXFDI$	0.720	0.766	0.681	0.501
$VFX_t \rightarrow EXFDI$	0.586	0.44	0.25	0.41
Παρατηρήσεις	55	54	53	52

Σημ. Στον πίνακα παρουσιάζονται οι τιμές της F-statistic. Τα (*), (**) και (***) υποδηλώνουν την ύπαρξη αιτιότητας Granger σε 10%, 5% και 1% επίπεδο σημαντικότητας.

Τα αποτελέσματα της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης φαίνονται στον πίνακα που ακολουθεί.

Πίνακας 7(4): Διορθωμένη πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση βάσει της μεθόδου Cochrane-Orcutt (1949) / Εξαρτημένη μεταβλητή: Συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων εξαιρουμένων των «επιχειρηματικών» ως % του Α.Ε.Π. (EXFDI_t). Περίοδος: 1985-1998

Εξαρτημένη Μεταβλητή: EXFDI _t	Βασικό Υπόδειγμα	Βασικό Υπόδειγμα 2	Εκλογικός Κύκλος	Χρημ/κες Κρίσεις	Δείκτης περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων I	Δείκτης περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων II	Δείκτης περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων III
Σταθερά	0.008 (0.015)	0.008 (0.015)	0.004 (0.016)	0.014 (0.016)	-0.009 (0.019)	0.008 (0.016)	0.008 (0.017)
g _t	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)	0.002 (0.002)	0.002 (0.002)	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)
π _t	0.055 (0.41)	0.072 (0.42)	0.082 (0.397)	0.119 (0.364)	0.031 (0.439)	0.06 (0.414)	0.058 (0.416)
i _{(ger)t}	0.015** (0.006)		0.014** (0.006)	0.015*** (0.005)	0.015** (0.006)	0.015** (0.006)	0.015** (0.007)
i _{(usa)t}		0.015** (0.006)					
B _t	-0.561 (0.837)	-0.637 (0.853)	-0.397 (0.818)	-0.119 (0.895)	-0.41 (0.892)	-0.551 (0.845)	-0.555 (0.85)
VFX _t	-0.079 (0.403)	-0.046 (0.411)	0.013 (0.396)	-0.196 (0.376)	-0.052 (0.416)	-0.087 (0.409)	-0.085 (0.414)
AR(4)	0.38** (0.161)	0.343** (0.164)	0.403** (0.169)	0.476*** (0.159)	0.262 (0.172)	0.383** (0.163)	0.38** (0.163)
Elect _t			0.035* (0.019)				
ERS _t				0.004 (0.03)			
Mex _t				0.042 (0.039)			
Asiat _t				-0.121*** (0.039)			
Rus _t				-0.065 (0.044)			
IMF _t					0.027 (0.022)		
Miniane _t						0.025 (0.125)	
Open _t							0.022 (0.262)
Παρατηρήσεις	52	52	52	52	52	52	52
R ²	0.21	0.2	0.27	0.38	0.23	0.21	0.21
Adj-R ²	0.11	0.1	0.15	0.23	0.11	0.09	0.08
F-stat	1.98	1.87	2.23	2.5	1.86	1.66	1.66

- Σημ:**
1. Όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιούνται με χρονική υστέρηση ενός τριμήνου.
 2. Τα τυπικά σφάλματα αναφέρονται εντός παρενθέσεων
 3. ***, **, * υποδηλώνουν επίπεδο σημαντικότητας 1%, 5% και 10% αντίστοιχα.

Προκειμένου να αυξηθεί η αξιοπιστία των αποτελεσμάτων επαναλαμβάνουμε την παλινδρόμηση του υποδείγματος εισάγοντας αυτοπαλίνδρομο όρο τέταρτης

τάξης, ο οποίος είναι στατιστικά σημαντικός. Ο όρος βελτιώνει τη συνολική ερμηνευτικότητα του υποδείγματος αφού αυξάνει το R^2 και την στατιστική τιμή F^{22} .

Σε ότι αφορά στο βασικό υπόδειγμα τα αποτελέσματα συγκλίνουν με αυτά του προηγούμενου εδαφίου. Η απόκλιση των επιτοκίων της Γερμανίας σε σχέση με τα αντίστοιχα ελληνικά, είναι στατιστικά σημαντικός παράγοντας του βασικού υποδείγματος που επηρεάζει τις ροές κεφαλαίων. Στη συγκεκριμένη εκδοχή του υποδείγματος και η απόκλιση ελληνικών και αμερικανικών επιτοκίων είναι εξίσου στατιστικά σημαντική.

Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση της Ν.Α. Ασίας φαίνεται επίσης ότι επέδρασε αρνητικά σε αυτές τις θεωρητικά πιο ευμετάβλητες ροές. Η παράμετρος της σχετικής ψευδομεταβλητής ($Asia_i$), όπως ήταν αναμενόμενο έχει αρνητικό πρόσημο: δείχνει την αρνητική επίδραση της συγκεκριμένης κρίσης που φαίνεται ότι πυροδότησε καθαρές εκροές βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων από την ελληνική οικονομία.

Στατιστικά σημαντική είναι και η ψευδομεταβλητή που αφορά στον ελληνικό εκλογικό κύκλο. Η σχέση με τις ροές κεφαλαίων είναι θετική κατά την περίοδο των εθνικών εκλογών. Το αποτέλεσμα αυτό προφανώς συνδέεται με την πολιτική προεκλογικών παροχών (αύξηση δημοσίων δαπανών και επενδύσεων) που υιοθετείται κατά κανόνα στην Ελλάδα στις περιόδους των εκλογών. Οι παροχές αυτές είναι επόμενο σε μια χώρα με συστηματικά ελλειμματικό προϋπολογισμό είναι επόμενο να χρηματοδοτούνται με δανειακά κεφάλαια (Θωμαδάκης και Σερεμέτης, 1993).

Οι μεταβλητές που σχετίζονται με τα μακροοικονομικά μεγέθη και οι δείκτες έντασης των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων δεν φαίνεται να είχαν κάποια σημαντική επίδραση στην μεταβολή των εισροών κεφαλαίων άλλων από τα επιχειρηματικά, όπως άλλωστε συνέβη και με το σύνολο των εισροών.

²² Όλα τα υποδείγματα «ικανοποιούν» τους ελέγχους για αυτοσυσχέτιση [Παράρτημα Κεφαλαίου 7, Πίνακες Π7(3) έως και (8)] και ετεροσκαδαστικότητα.

7.1.3.3 Γ' Εκδοχή υποδείγματος

- **Εξαρτημένη μεταβλητή:** λοιπά-κερδοσκοπικά κεφάλαια ως % του Α.Ε.Π. (SPECGDP_t).

Η ανάλυση της κίνησης κεφαλαίων ως ποσοστό του ελληνικού Α.Ε.Π. κλείνει με τη διερεύνηση των προσδιοριστικών παραγόντων των πιο ευμετάβλητων ροών κεφαλαίου- αυτών που αφορούν σε γενικότερες επενδύσεις χαρτοφυλακίου και καταγράφονται από την Τράπεζα Ελλάδος μέχρι το 1998 ως «Λοιπά Κεφάλαια». Ο έλεγχος αιτιότητας Granger για την κατηγορία των λοιπών κεφαλαίων καταλήγει σε αντίστοιχα συμπεράσματα με αντίστοιχους ελέγχους που προαναφέρθηκαν. Η μόνη μεταβλητή που φαίνεται να επηρεάζει τις ροές κερδοσκοπικών κεφαλαίων είναι η απόκλιση των επιτοκίων. Ειδικά στην περίπτωση της απόκλισης ελληνικών-αμερικανικών επιτοκίων η επίδρασή τους στις ροές κερδοσκοπικών κεφαλαίων φαίνεται πως ήταν στατιστικά σημαντική επί τέσσερα τρίμηνα. Οι υπόλοιπες μακροοικονομικές μεταβλητές δεν φαίνεται να έχουν επίδραση στις κερδοσκοπικές ροές κεφαλαίων.

Πίνακας 7(5): Έλεγχος αιτιότητας Granger μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής (καθαρές ροές κερδοσκοπικών κεφαλαίων ως % του Α.Ε.Π. - SPECGDP_t) και των προτεινόμενων ανεξάρτητων μεταβλητών

Χρονική Υστέρηση	1 τρίμηνο	2 τρίμηνα	3 τρίμηνα	4 τρίμηνα
$g_t \rightarrow$ SPECGDP	0.628	0.164	0.153	0.123
$\pi_t \rightarrow$ SPECGDP	0.134	0.268	0.241	0.340
$i_{(ger)t} \rightarrow$ SPECGDP	2.702	3.862**	2.967**	3.781**
$i_{(usa)t} \rightarrow$ SPECGDP	2.806*	3.778**	3.313**	3.054**
$B_t \rightarrow$ SPECGDP	1.024	0.284	0.344	0.351
$VFX_t \rightarrow$ SPECGDP	0.708	0.229	0.15	0.069
<i>Παρατηρήσεις</i>	55	54	53	52

Σημ. Στον πίνακα παρουσιάζονται οι τιμές της F-statistic

Τα (*), (**) και (***), υποδηλώνουν την ύπαρξη αιτιότητας Granger σε 10%, 5% και 1% επίπεδο σημαντικότητας.

Όσον αφορά στη μέθοδο της πολλαπλής παλινδρόμησης εισήχθησαν αυτοπαλινδρομοί όροι για την εξάλειψη της αυτοσυσχέτισης. Στατιστικά σημαντικοί αναδείχθησαν οι όροι δεύτερης (AR2) και τέταρτης (AR4) τάξης. Οι εκτιμήσεις με τη μέθοδο της γραμμικής πολλαπλής παλινδρόμησης συνοψίζονται στον πίνακα 7(6):

Τις εξαιρετικά ευμετάβλητες ροές κεφαλαίων επηρέασαν πάνω από όλα οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις και ειδικά η κρίση της Ν.Α. Ασίας του 1997 η

οποία επεκτάθηκε και στη Ρωσία το 1998. Σύμφωνα με τα αποτελέσματά μας οι κρίσεις αυτές είχαν ως αποτέλεσμα καθαρές εκροές κεφαλαίων.

Η απόκλιση των επιτοκίων αναδεικνύεται σταθερά ως ισχυρός παράγοντας που επιδρά στις ροές κερδοσκοπικών κεφαλαίων, ωστόσο η εκτιμηθείσα παράμετρος κινείται σε χαμηλότερο επίπεδο, σε σχέση με τα δύο προηγούμενα υποδείγματα, περί το 0.005.

Τα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη (ρυθμός μεγέθυνσης, πληθωρισμός, δημοσιονομικά ελλείμματα, μεταβλητότητα συναλλαγματικής ισοτιμίας) δεν φαίνεται να επηρεάζουν τις κινήσεις των «λοιπών κεφαλαίων» από και προς την ελληνική οικονομία.

Πίνακας 7(6): Διορθωμένη πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση βάσει της μεθόδου Cochrane-Orcutt (1949) / Εξαρτημένη μεταβλητή: «Λοιπές ροές» κεφαλαίων ως % του Α.Ε.Π. (SPECGDP_t). Περίοδος: 1985-1998

Εξαρτημένη Μεταβλητή: SPECGDP _t	Βασικό Υπόδειγμα	Βασικό Υπόδειγμα 2	Εκλογικός Κύκλος	Χρημ/κες Κρίσεις	Δείκτης περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων I	Δείκτης περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων II	Δείκτης περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων III
Σταθερά	-0.052 (0.131)	-0.05 (0.13)	-0.071 (0.236)	-0.004 (0.026)	-0.02 (0.022)	-0.021 (0.026)	-0.024 (0.027)
g _t	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.0004 (0.001)	0.001 (0.001)
π _t	0.07 (0.165)	0.07 (0.165)	0.087 (0.161)	0.104 (0.121)	0.102 (0.163)	0.096525 0.160789	0.091663 0.158425
i _{(ger)t}	0.006** (0.002)		0.006** (0.002)	0.005** (0.002)	0.005** (0.002)	0.005** (0.002)	0.003 (0.003)
i _{(usa)t}		0.006** (0.002)					
B _t	-0.158 (0.358)	-0.18 (0.375)	-0.105 (0.346)	-0.157 (0.313)	-0.151 (0.35)	-0.161 (0.344)	-0.184 (0.34)
VFX _t	0.177 (-0.068)	0.177 (-0.068)	-0.033 (0.174)	-0.103 (0.133)	-0.132 (0.179)	-0.121 (0.177)	-0.102 (0.175)
AR(2)	0.289* (0.161)	0.279* (0.155)	0.271 (0.166)	- -	- -	- -	- -
AR(4)	0.631*** (0.198)	0.619*** (0.191)	0.672*** (0.205)	0.872*** (0.191)	0.757*** (0.192)	0.782*** (0.192)	0.792*** (0.190)
Elect _t			0.013 (0.008)				
ERS _t				0.002 (0.01)			
Mex _t				0.006 (0.014)			
Asiat _t				-0.088*** (0.017)			
Rus _t				-0.093*** (0.023)			
IMF _t					0.003 (0.002)		
Míniane _t						-0.019 (0.053)	
Open _t							-0.106 (0.113)
Παρατηρήσεις	52	52	52	52	52	52	52
R ²	0.39	0.38	0.43	0.63	0.35	0.35	0.36
Adj-R ²	0.29	0.28	0.32	0.54	0.24	0.24	0.26
F-stat	3.96	3,87	3.89	6.83	3.28	3.3	3.46

- Σημ:**
1. Όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιούνται με χρονική υστέρηση ενός τριμήνου
 2. Τα τυπικά σφάλματα αναφέρονται εντός παρενθέσεων
 3. ***, **, * υποδηλώνουν επίπεδο σημαντικότητας 1%, 5% και 10% αντίστοιχα.
 4. Η επίδραση της απόκλισης των τριμηνιαίων επιτοκίων του δολαρίου σε σχέση με τα τριμηνιαία ελληνικά επιτόκια είναι στατιστικά σημαντική, στα περισσότερα από τα υποδείγματα.

7.1.4 Συμπεράσματα

Από την διερεύνηση των προσδιοριστικών παραγόντων της κίνησης των κεφαλαίων στην Ελλάδα την περίοδο 1985-1998 προέκυψαν τα εξής συμπεράσματα:

1) Η απόκλιση των ελληνικών από τα ξένα επιτόκια η χρηματοπιστωτική κρίση της Ν.Α. Ασίας κυρίως –και σε μία περίπτωση η χρηματοπιστωτική κρίση στη Ρωσία- είναι οι μόνιμοι παράγοντες των οποίων αποδεικνύεται ως στατιστικά σημαντική οικονομικά η επίδραση την περίοδο 1985-1998.

2) Οι επιδράσεις της χρηματοπιστωτικής κρίσης της Ασίας και της απόκλισης των επιτοκίων είναι αισθητά πιο σημαντικές σε ό,τι αφορά τις καθαρές ροές κεφαλαίων αφαιρουμένων των ροών που σχετίζονται με άμεσες επενδύσεις όπως υποδηλώνουν οι υψηλότερες παράμετροι των σχετικών μεταβλητών.

3) Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις στη Ν.Α. Ασία το 1997 και στη Ρωσία το 1998 έχουν στατιστικά σημαντική επίδραση, στις ροές που αφορούν στα «λοιπά κεφάλαια», σε αντίθεση με την κρίση του «Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών» στην Ευρώπη το 1992 και την κρίση της «Τεκίλα», στο Μεξικό το 1995.

Αυτό το γεγονός συνδέεται πιθανότατα με το ότι [το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα](#) σταδιακά [«απελευθερωνόταν»](#) κατά [τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990](#). Στα τέλη της ίδιας δεκαετίας η ελευθεριότητα στην κίνηση κεφαλαίων έγινε τόσο μεγάλη ώστε οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις να παίρνουν μεγάλες διαστάσεις και να επηρεάζουν σημαντικά τις ροές κεφαλαίων σχεδόν σε ολόκληρο τον κόσμο.

4) Το επιχείρημα των υπέρμαχων των ανοικτών αγορών ότι η κίνηση των κεφαλαίων συμβάλλει στην καθιέρωση μιας οικονομικής πειθαρχίας (discipline) των κυβερνήσεων δεν μπορεί να υποστηριχθεί από τα αποτελέσματά μας. Τα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη όπως ο ρυθμός μεγέθυνσης, τα δημοσιονομικά ελλείμματα, ο πληθωρισμός και η μεταβλητότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν φαίνεται να επηρεάζουν την κίνηση κεφαλαίων στην Ελλάδα. Κατ' επέκταση συνάγεται ότι δεν μπορεί βέβαια να υποστηριχθεί σχέση μεταξύ των ροών κεφαλαίων και της δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής, πόσο μάλλον κάποια «πειθάρχηση» της ασκούμενης πολιτικής.

5) Σε ό,τι αφορά τους περιορισμούς που προέβλεπε το ρυθμιστικό καθεστώς της κίνησης κεφαλαίων μέχρι το 1994 υπάρχουν ενδείξεις ότι αναχαίτισαν τις ευμετάβλητες ροές κεφαλαίων: η άρση των περιορισμών αύξησε τον όγκο και τη μεταβλητότητά τους. Εξάλλου και οι δύο διεθνείς κρίσεις των οποίων εντοπίστηκε επίπτωση αφορούσαν στην περίοδο μετά την πλήρη κατάργηση των περιορισμών.

Ωστόσο το αναλυτικό υπόδειγμα (δείκτες έντασης των περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων) απέτυχε να την αναδείξει.

6) Ο εκλογικός κύκλος φαίνεται ότι είχε θετική επίδραση στις καθαρές εισροές κεφαλαίων ως ποσοστό του ελληνικού Α.Ε.Π., μόνο όμως όταν σε αυτές δεν συμπεριλαμβάνονται οι εισροές άμεσων ξένων επενδύσεων. Αν και αναμενόταν ότι η πολιτική αβεβαιότητα ειδικά προ των εκλογών θα αποτελούσε αντικίνητρο εισροών ενώ ενδεχομένως θα επέτεινε τις εκροές κεφαλαίων τα αποτελέσματα δείχνουν το αντίθετο. Το αποτέλεσμα αυτό ενδεχομένως να συνδέεται με τη «διέγερση» της οικονομικής δραστηριότητας στην εκλογική συγκυρία. Το γεγονός ότι οι εισροές δανειακών κεφαλαίων έχουν μεγάλη βαρύτητα στην εξαρτημένη μεταβλητή μπορεί επίσης να ερμηνεύει μερικώς το αποτέλεσμα. Ο εκλογικός κύκλος στην ελληνική οικονομία (Θωμαδάκης και Σερεμέτης, 1993) είναι συνυφασμένος με υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα τα οποία σε ένα βαθμό χρηματοδοτούνταν από εισροές ξένων δανειακών κεφαλαίων.

7.2 Κερδοσκοπικές πιέσεις στη δραχμή και στο ελληνικό χρηματιστήριο.

Οι ομαλές εισροές και οι εκροές κεφαλαίων δεν δημιουργούν προβλήματα σε μία οικονομία. Όπως αναπτύχθηκε στα δύο πρώτα μέρη της παρούσας εργασίας, η κίνηση κεφαλαίων καθίσταται προβληματική όταν ο όγκος, η ταχύτητα και η χρονική στιγμή των μαζικών εκροών διαταράζουν τις θεμελιώδεις ισορροπίες και τις πολιτικές που επιστρατεύονται να τις στηρίζουν. Οι εκροές μπορεί ιδίως να οδηγήσουν σε μεγάλη υποτίμηση του εθνικού νομίσματος (συναλλαγματική κρίση) με αρνητικές επιδράσεις στον εγχώριο πληθωρισμό, αλλά και σε τραπεζικές κρίσεις ή/και κρίσεις χρέους.

Τα αίτια των κερδοσκοπικών επιθέσεων και των συναλλαγματικών κρίσεων που αυτές μπορεί να προκαλέσουν διερευνήθηκαν εκτενώς στα δύο προηγούμενα μέρη. Τα αίτια αυτά, παρά τις επιμέρους διαφοροποιήσεις, μπορεί να χωρισθούν εν γένει σε δύο ευρείες κατηγορίες, σύμφωνα με τα υποδείγματα κρίσεων²³. Η μία κατηγορία (υπόδειγμα κρίσεων «πρώτης γενιάς») «ενοχοποιεί» τα επιδεινούμενα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη και θεωρεί την κερδοσκοπική επίθεση ως ορθολογική και αναμενόμενη αντίδραση στην περίπτωση που μία οικονομία χαρακτηρίζεται από παρατεταμένα και μεγάλα ελλείμματα, ενώ προσπαθεί παράλληλα να διατηρήσει καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας (Krugman, 1979), (Flood and Garber, 1984).

Η δεύτερη κατηγορία (υπόδειγμα κρίσεων «δεύτερης γενιάς») πηγάζει από τη θεωρία των αυτοεκπληρούμενων προσδοκιών (self-fulfilling expectations) (Obstfeld, 1994) σύμφωνα με την οποία μία κερδοσκοπική επίθεση και στη συνέχεια μία κρίση μπορεί να εκδηλωθεί, ανεξάρτητα από την πορεία των μακροοικονομικών μεγεθών της οικονομίας. Μεγάλη σημασία εδώ έχει η «ψυχολογία» των αγορών και των επενδυτών οι οποίοι συχνά συμπεριφέρονται ανορθολογικά (DeLong et.al, 1990), σε σημείο μάλιστα να προσομοιάζεται η συμπεριφορά τους με αυτήν της αγέλης (Shiller, 1995). Αποτέλεσμα αυτής της συμπεριφοράς είναι να ξεσπούν κρίσεις, όχι λόγω επιδείνωσης μακροοικονομικών δεικτών, αλλά λόγω πανικού (Kindleberger, 2005). Η εκδήλωση κερδοσκοπικών επιθέσεων και το ξέσπασμα κρίσεων πραγματοποιείται στο πλαίσιο της ανεμπόδιστης κίνησης των κερδοσκοπικών κεφαλαίων -του «καυτού χρήματος»- [(Tobin 1978) (Chari and Kehoe, 2003)], την οποία χαρακτηρίζει ο

²³ Πρβλ. Κεφάλαιο 5.

Stiglitz (2003α, σ.512) ως την «περισσότερο αμφιλεγόμενη όψη της παγκοσμιοποίησης»²⁴.

Θα προσπαθήσουμε να προσδιορίσουμε τους παράγοντες που «ευθύνονται» για την πρόκληση κερδοσκοπικών πιέσεων στη δραχμή την περίοδο 1984-1998. Οι πιο έντονες εξ αυτών πραγματοποιήθηκαν: το 1992 όταν εκδηλώθηκε γενικευμένη κρίση του «Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών» στην Ευρώπη, το 1994 όταν πραγματοποιήθηκε η πλήρης απελευθέρωση των ροών κεφαλαίων στην Ελλάδα και το 1997 ως αποτέλεσμα της διεθνούς οικονομικής αστάθειας που είχε προκαλέσει η χρηματοπιστωτική κρίση στη Ν.Α. Ασία²⁵. Για να προσδιορισθούν οι κερδοσκοπικές επιθέσεις επικεντρώναστε αποκλειστικά στους παράγοντες προκαλούν εκροές κεφαλαίων με αποτέλεσμα να πιέζουν προς τα κάτω τα ελληνικά συναλλαγματικά αποθέματα.

Κατά την περίοδο 1984 έως το 1998 η συναλλαγματική πολιτική της Ελλάδας ήταν προσηλωμένη στην προσπάθεια διατήρησης σχετικά σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας με ένα καλάθι ισχυρών νομισμάτων, επιτρέποντας μία διαχρονικά περιορισμένη διολίσθηση της δραχμής: επρόκειτο δηλαδή για την πολιτική έρπουσας συναλλαγματικής ισοτιμίας (Lazaretou 2003, σ.28). Η ελεγχόμενη διολίσθηση είχε στόχο την σχετική υποστήριξη της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας, όπου υπήρχαν απώλειες λόγω του υψηλού πληθωρισμού (διαφορικό εγχώριου/διεθνούς πληθωρισμού) και της συνεχούς αύξησης της πραγματικής ισοτιμίας της δραχμής²⁶.

Οι κερδοσκοπικές επιθέσεις οι οποίες εντοπίζονται λόγω της πτώσης των συναλλαγματικών αποθεμάτων παρουσιάζει ένα βασικό μειονέκτημα. Επειδή η κίνηση των συναλλαγματικών αποθεμάτων παρακολουθείται από την Τράπεζα της Ελλάδος σε τριμηνιαία βάση είναι πιθανό μία μεγάλη αρνητική διακύμανση, οφειλόμενη σε κερδοσκοπική επίθεση, να έχει πραγματοποιηθεί κατά τη διάρκεια του τριμήνου και να μην είναι εμφανής στο τέλος του, σε περίπτωση που το ύψος των

²⁴ Όλα αυτά συνθέτουν την εικόνα περισσότερο ενός πλανητικού καζίνου [(Strange, 1986) (Καστοριάδης, 1997, σ.11)], παρά ενός σταθερού παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος.

²⁵ Πρβλ. Αναστασάτος (2008, σ.13, 16), Μίρκος (1997, σ.59), Lazaretou (2003, σ.30), Νίκας (2006, σ.152)

²⁶ Καθόλη τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980 και μέχρι σχεδόν τα μέσα της δεκαετίας του 1990 η ελληνική οικονομία χαρακτηριζόταν από καλπάζοντα πληθωρισμό (ανώτερο κατά κανόνα του 15% ετησίως). Η αύξηση των τιμών των εγχώριων προϊόντων προκαλούσε, με δεδομένη ονομαστική ισοτιμία, μία αύξηση των τιμών τους σε συνάλλαγμα. Με τη διολίσθηση της δραχμής σε ρυθμό ικανό να αντισταθμίζει το διαφορικό του ρυθμού πληθωρισμού επιδιώκετο οι σχετικές τιμές εγχώριων και ξένων προϊόντων να σταθεροποιηθούν στις αγορές του εξωτερικού. Επιδιώκετο δηλαδή η υποστήριξη της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας από την πληθωριστική διάβρωση.

συναλλαγματικών αποθεμάτων έχει ανακάμψει εν τω μεταξύ. Έτσι φαινομενικά τα συναλλαγματικά αποθέματα δεν θα έχουν μεταβληθεί σημαντικά στο τέλος του τριμήνου.

Προκειμένου να αποφευχθεί αυτή η αδυναμία αντί των συναλλαγματικών αποθεμάτων μπορεί να χρησιμοποιηθεί ο «Γενικός Δείκτης Τιμών» του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Οι μεταβολές του παρακολουθούνται σε ημερήσια βάση και έτσι μπορεί να εντοπιστεί κάθε μεγάλη διακύμανση οφειλόμενη, ενδεχομένως, σε σημαντικές εκροές βραχυχρόνιων κεφαλαίων. Το πρόβλημα δεν επιλύεται πλήρως δεδομένου ότι όλες οι λοιπές που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την εξήγηση αυτών των διακυμάνσεων είναι διαθέσιμες σε τριμηνιαία βάση.

Κατά τη διερεύνηση των κερδοσκοπικών επιθέσεων αναφύεται έν απρόβλημα ανάλογο με αυτό που αντιμετωπίζει η ερμηνεία των συνολικών ροών κεφαλαίων. Πράγματι μια τέτοια επίθεση μπορεί να υποκινηθεί από μακροοικονομικές αδυναμίες της συγκεκριμένης οικονομίας (ελλείμματα του κρατικού προϋπολογισμού ή/και των τρεχουσών συναλλαγών, πληθωρισμός, στασιμότητα ή ύφεση). Ομοίως μπορεί να οφείλεται σε άλλους παράγοντες όπως το αρνητικό κλίμα που επικρατεί στις αγορές ή ακόμη στις αποκλίσεις μεταξύ διεθνών και εγχώριων επιτοκίων, ή, τέλος, σε μετάδοση μιας διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης (contagion).

7.2.1 Εξειδίκευση του υποδείγματος

Η μεθοδολογική μας προσέγγιση ακολουθεί την κατεύθυνση των Gibson and Tsakalotos (2003), (2005). Στα άρθρα τους ορίζουν την κερδοσκοπική επίθεση ως μεγάλη πτώση των συναλλαγματικών αποθεμάτων την πληγεισών χωρών και επιδιώκουν να προσδιορίσουν, μεταξύ άλλων, τους παράγοντες που οδήγησαν σε κερδοσκοπικές επιθέσεις στα νομίσματα δύο διαφορετικών ομάδων ευρωπαϊκών χωρών χωρίζοντας τους πιθανούς προσδιοριστικούς παράγοντες σε αυτούς που σχετίζονται αφενός με εγχώριες μακροοικονομικές αδυναμίες και αφετέρου με αυτοεκπληρούμενες προσδοκίες.

Η διαφοροποίηση μας έγκειται κυρίως στο γεγονός ότι αναφερόμαστε σε μια εκτενέστερη χρονική περίοδο και εστιάζουμε στην ελληνική οικονομία μία οικονομία με υψηλό πληθωρισμό η οποία προσφέρεται, για την άσκηση τέτοιων πιέσεων. Στις ανωτέρω έρευνες έχει εξαιρεθεί η περίοδος πριν το 1994 οπότε οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων ήταν σημαντικοί. Η διεύρυνση της χρονικής περιόδου παρατήρησης μπορεί να επιτρέψει την εξαγωγή ασφαλέστερων συμπερασμάτων.

Για την παρούσα ανάλυση προτείνεται η χρήση ενός υποδείγματος probit²⁷. Πρακτικά η διαφορά σε σχέση με την πολλαπλή παλινδρόμηση έγκειται στο ότι η εξαρτημένη μεταβλητή παίρνει αποκλειστικά τις τιμές 0 ή 1. Σε περίπτωση που θεωρηθεί ότι έχει εκδηλωθεί μία κερδοσκοπική επίθεση η εξαρτημένη μεταβλητή παίρνει την τιμή 1 ενώ διαφορετικά μηδενίζεται. Η κερδοσκοπική πίεση προσδιορίζεται βάσει δύο εναλλακτικών μεθοδολογιών. Κατά πρώτον ως κερδοσκοπική πίεση ορίζεται η μεγάλη πτώση στα συναλλαγματικά αποθέματα και συγκεκριμένα, μία πτώση μεγαλύτερη της μέσης μεταβολής, αφαιρουμένης της τυπικής απόκλισης της μεταβολής των συναλλαγματικών αποθεμάτων²⁸. Εναλλακτικά ως κερδοσκοπική πίεση ορίζεται οποιαδήποτε ημερήσια πτώση του Γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών μεγαλύτερη του 4%. Πτώση άνω του 4% θεωρείται γενικά ασυνήθιστη κατά τη διάρκεια μίας μόνο μέρας για χρηματιστηριακές αγορές αναπτυγμένων χωρών. Όταν η πτώση είναι τέτοιου μεγέθους είναι πολύ πιθανό να έχουν εκδηλωθεί σημαντικές εκροές κεφαλαίων από ξένους επενδυτές οι οποίες πιέζουν τις τιμές των μετοχών. Ειδικά για την περίπτωση μίας μικρής οικονομίας, όπως η ελληνική, ημερήσια πτώση άνω του 4% σχεδόν κατά κανόνα συνοδεύεται με σημαντικές πωλήσεις μετοχών από ξένους «θεσμικούς επενδυτές» και μεγάλες εκροές κεφαλαίων. Στην περίπτωση που σε ένα τρίμηνο εντοπίζονται τουλάχιστον τρεις μεγάλες πτώσεις (άνω του 4%) κρίνεται ότι κατά το τρίμηνο αυτό ασκήθηκαν κερδοσκοπικές πιέσεις και για αυτό παίρνει την τιμή 1. Κάθε τρίμηνο στο οποίο δεν έχουν καταγραφεί τουλάχιστον τρεις ημερήσιες πτώσεις άνω του 4%, θεωρείται απαλλαγμένο από την άσκηση κερδοσκοπικών πιέσεων και παίρνει την τιμή 0.

Ως ανεξάρτητες μεταβλητές εισάγονται μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν για την παρακολούθηση των μακροοικονομικών επιδόσεων της οικονομίας κατά τη διερεύνηση των παραγόντων που προσδιορίζουν τις μεταβολές των συνολικών ροών κεφαλαίων²⁹. Σε αυτές προστίθεται μια μεταβλητή για την εξέλιξη του ελληνικού ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως προς το Α.Ε.Π. (CA_t). Το υψηλό και παρατεταμένο έλλειμμα συχνά θεωρείται, υπό προϋποθέσεις, υπόλογο των

²⁷ Τα υποδείγματα probit/logit ανήκουν στην κατηγορία υποδειγμάτων διακριτών και περιορισμένων μεταβλητών. Πρβλ. Johnston and Dinardo (2004, σ.491-507).

²⁸ Ο ορισμός αυτός είναι παρεμφερής με αυτόν που χρησιμοποιούν μεταξύ άλλων οι Gibson and Tsakalotos (2003, σ.12), (2005, σ.62)

²⁹ Πρβλ. ενότητα 7.1

σύγχρονων χρηματοπιστωτικών κρίσεων³⁰. Χαρακτηριστικό είναι εξάλλου ότι έλλειμμα διαρκείας στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, άνω του 5%, θεωρείται ως εμπειρικός κανόνας-«σημάδι» ότι πρόκειται να εκδηλωθεί κερδοσκοπική επίθεση (Rajan 1998, σ.11, Walker 1998, σ.8). Για να εντοπισθεί η επίδραση της αρνητικής διεθνούς οικονομικής συγκυρίας στην εκδήλωση κερδοσκοπικών πιέσεων χρησιμοποιούνται επίσης οι ψευδομεταβλητές που ήδη χρησιμοποιήθηκαν για την επισήμανση της εκδήλωσης των μεγάλων χρηματοπιστωτικών κρίσεων της περιόδου (κρίσεις Μηχανισμού Συναλλαγματικού Ισοτιμιών, Μεξικού, Ν.Α. Ασίας και Ρωσίας).

7.2.2 Αποτελέσματα οικονομετρικών εκτιμήσεων.

Στον πίνακα 7(7) παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των οικονομετρικών δοκιμών. Τα αποτελέσματα αυτά συγκλίνουν εν μέρει με αυτά που εντοπίστηκαν κατά τη διερεύνηση των προσδιοριστικών παραγόντων της κίνησης κεφαλαίων. Πράγματι η απόκλιση των ελληνικών από τα ξένα επιτόκια και η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση της Ν.Α. Ασίας, φαίνεται να είναι οι βασικοί παράγοντες που σχετίζονται με τις κερδοσκοπικές πιέσεις.

³⁰ Βλ. μεταξύ άλλων και το Corsetti, Pesenti and Roubini (1998, σ.11-24).

Πίνακας 7(7): Εκτίμηση υποδείγματος probit για τους προσδιοριστικούς παράγοντες των κερδοσκοπικών πιέσεων στην δραχμή (1984-1998)

<i>Εξαρτημένη Μεταβλητή:</i>	<i>ATTAVE (πτώση συναλλαγματικών αποθεμάτων)</i>		<i>ATTXAA (πτώση ΓΛ τιμών ΧΑΑ)</i>	
	<i>Βασικό Υπόδειγμα</i>	<i>Χρηματοπιστωτικές Κρίσεις</i>	<i>Βασικό Υπόδειγμα</i>	<i>Χρηματοπιστωτικές Κρίσεις</i>
Σταθερά	-1.25*** (0.362)	0.176** (0.076)	-0.751*** (0.281)	0.242*** (0.073)
g_t	-0.01 (0.08)	-0.003 (0.016)	-0.039 (0.069)	-0.028* (0.016)
π_t	21.83 (13.76)	4.019 2.969	15.81 (13.55)	4.197 (3.104)
$i_{(ger)t}$	-0.519* (0.267)	-0.08* (0.042)	0.046 (0.171)	0.009 (0.039)
B_t	4.5 (23.96)	-0.945 (5.936)	-13.06 28.29	-5.785 (6.153)
CA_t	-2.685 (6.394)	0.176 (1.36)	5.489 (6.379)	1.605 (1.45)
ERS_t	-	-0.172 (0.231)	-	-0.207 (0.218)
Mex_t	-	-0.242 (0.289)	-	-0.144 (0.272)
$Asiat_t$	-	0.325 (0.275)	-	0.507* (0.256)
Rus_t	-	0.28 (0.273)	-	0.437* (0.255)
<i>Παρατηρήσεις</i>	<i>55 46/0, 9/1</i>	<i>55 46/0, 9/1</i>	<i>48 23/0, 25/1</i>	<i>48 23/0, 25/1</i>

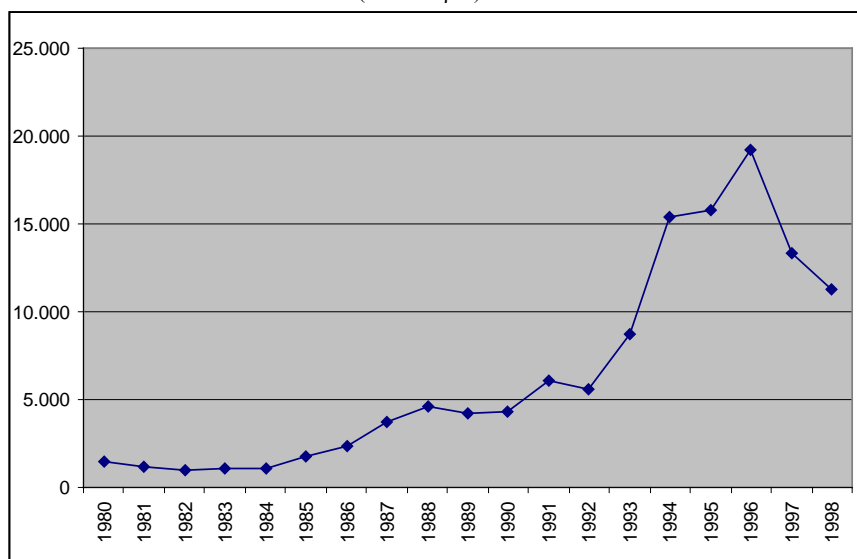
- Σημ:** 1. Όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιούνται με χρονική υστέρηση ενός τριμήνου
 2. Τα τυπικά σφάλματα αναφέρονται εντός παρενθέσεων
 3. ***, **, * υποδηλώνουν επίπεδο σημαντικότητας 1%, 5% και 10% αντίστοιχα.
 4. Στις παρατηρήσεις αναφέρεται ο συνολικός αριθμός, καθώς και ο αριθμός αυτών που παίρνουν την τιμή 0 και 1 αντίστοιχα, όσον αφορά στην εξαρτημένη μεταβλητή.
 5. Η επίδραση της απόκλισης των τριμηνιαίων επιτοκίων του δολαρίου σε σχέση με τα τριμηνιαία ελληνικά επιτόκια δεν βρέθηκε στατιστικά σημαντική.

Στο υπόδειγμα που παρακολουθεί την άσκηση κερδοσκοπικών πιέσεων μέσω της μεταβολής των συναλλαγματικών αποθεμάτων μοναδικός προσδιοριστικός παράγοντας που παραμένει στατιστικά σημαντικός είναι η απόκλιση των ελληνικών από τα γερμανικά και τα αμερικανικά επιτόκια. Το αρνητικό πρόσημο στον συντελεστή της μεταβλητής έχει οικονομική λογική και δείχνει ότι η άνοδος των ελληνικών επιτοκίων σε σχέση με τα γερμανικά μειώνουν την πιθανότητα εκδήλωσης κερδοσκοπικής πίεσης. Η άνοδος των επιτοκίων είναι η βασική αντίδραση ενάντια στους ξένους κερδοσκόπους στην περίπτωση που η υποτίμηση του νομίσματος δεν είναι επιθυμητή.

Οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις δεν φαίνεται να σχετίζονται με τις κερδοσκοπικές επιθέσεις στην ελληνική οικονομία. Σημειώνουμε πάντως ότι το τρίτο τρίμηνο του 1997 και του 1998 υπάρχει μεγάλη πτώση των συναλλαγματικών αποθεμάτων στην Ελλάδα –με την έννοια που υιοθετείται στο υπόδειγμα [βλ.

διάγραμμα 7(1)]. Τούτο είναι πιθανότατα επακόλουθο των αναταράξεων των διεθνών αγορών λόγω των κρίσεων στη Ν.Α. Ασία και Ρωσία. Με τροποποίηση των δύο εν λόγω ψευδομεταβλητών, ώστε να παίρνουν την τιμή 1 μόνο το τρίτο τρίμηνο του 1997 και 1998 τα αποτελέσματα του υποδείγματος δείχνουν ισχυρή σημαντικότητα των εν λόγω ψευδομεταβλητών σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Διάγραμμα 7(1): Συναλλαγματικά αποθέματα της ελληνικής οικονομίας την περίοδο 1980-1998 (εκ. δολάρια)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Εφόσον χρησιμοποιηθούν ως δείκτης των κερδοσκοπικών πιέσεων μεγάλες πτώσεις του δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών η εικόνα είναι λίγο διαφορετική. Ο ρυθμός μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας αναδεικνύεται σε παράγοντα αποτροπής κερδοσκοπικών πιέσεων. Το αρνητικό πρόσημο στο συντελεστή της μεταβλητής (-0.028) φανερώνει ότι όσο η οικονομία μεγεθύνεται μειώνεται η πιθανότητα για άσκηση κερδοσκοπικών πιέσεων στο Χρηματιστήριο.

Οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις στη Ν.Α. Ασία και στη Ρωσία παραμένουν στατιστικά σημαντικές. Το θετικό πρόσημο στις εκτιμώμενες παραμέτρους των ψευδομεταβλητών φανερώνει ότι σε περιόδους αστάθειας των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών ήταν αυξημένη η πιθανότητα κερδοσκοπικών ρευστοποιήσεων στην ελληνική χρηματαγορά.

7.2.3 Συμπεράσματα

1) Τα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών δεν φαίνεται να συνδέονται με την άσκηση κερδοσκοπικών πιέσεων στη δραχμή. Αντίστοιχα, δεν φάνηκε ότι τα υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα και ο υψηλός πληθωρισμός συνδέονται άμεσα με την άσκηση κερδοσκοπικών πιέσεων, τουλάχιστον όσον αφορά στην υπό εξέταση περίοδο.

2) Από τα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη μόνο η μεγέθυνση του Α.Ε.Π. φαίνεται να σχετίζεται αρνητικά με τις κερδοσκοπικές πιέσεις.

3) Παράγοντες όπως η ψαλίδα εγχώριων και ξένων επιτοκίων, καθώς και οι αναταράξεις της διεθνούς οικονομίας (κρίσεις 1997 και 1998) αυξάνουν την πιθανότητα κερδοσκοπικών ρευστοποιήσεων.

4) Οι κερδοσκοπικές πιέσεις στην δραχμή φαίνεται να εμπίπτουν περισσότερο στα υποδείγματα της δεύτερης γενιάς κρίσεων, παρά της πρώτης. Αυτό γιατί, σύμφωνα με τα αποτελέσματά μας, οι κερδοσκοπικές πιέσεις στην ελληνική οικονομία δεν φαίνεται να είναι απόρροια των επιδεινούμενων μακροοικονομικών μεγεθών (ελλείμματα και πληθωρισμός). Δεν μπορούν συνεπώς να ερμηνευθούν στο πλαίσιο της ορθολογικής συμπεριφοράς των χρηματιστηριακών αγορών. Είναι περισσότερο αποτέλεσμα της αρνητικής ψυχολογίας των αγορών και του «καυτού» χρήματος. Επίσης τα αποτελέσματά μας τείνουν να δείξουν ότι όσο τα ελληνικά επιτόκια είναι υψηλά σε σχέση με τα ξένα (στην περίπτωση μας τα γερμανικά και τα αμερικανικά) τότε ανταμείβονται οι ξένες τοποθετήσεις και σε ένα βαθμό παραβλέπονται οι άσχημες μακροοικονομικές επιδόσεις.

5) Το επιχείρημα της επιβολής μακροοικονομικής πειθαρχίας (discipline) δεν φαίνεται να επιβεβαιώνεται από τα αποτελέσματά μας, αφού οι κερδοσκοπικές πιέσεις φαίνεται να είναι περισσότερο αποτέλεσμα εξωτερικών παραγόντων, παρά εσωτερικών μακροοικονομικών αδυναμιών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΤΗΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΑΝΕΞΑΡΤΗΣΙΑ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Έχει ήδη γίνει εκτενής λόγος για το δίλημμα που αντιμετωπίζουν οι υπεύθυνοι για τη χάραξη εθνικής οικονομικής πολιτικής στις σημερινές συνθήκες. Με δεδομένο ότι η ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων αποτελεί ήδη το «απαραβίαστο» πλαίσιο που θεωρείται πέρα από κάθε συζήτηση, οφείλουν να επιλέγουν ένα από τα δύο: α) σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, β) ανεξάρτητη νομισματική πολιτική, διότι σε συνθήκες σταθερών ισοτιμιών η νομισματική πολιτική καθίσταται αναποτελεσματική.

Στην σύγχρονη παγκοσμιοποιημένη οικονομία όπου οι έλεγχοι και οι ρυθμιστικοί περιορισμοί της κίνησης των κεφαλαίων σταδιακά χαλαρώνουν σε όλες τις χώρες, αν δεν έχουν ήδη πλήρως εξαλειφθεί, το δίλημμα αυτό παρουσιάζεται πιο επιτακτικά ειδικά για τις μικρές οικονομίες. Με δεδομένο τον φόβο της ελεύθερης διακύμανσης³¹ που έχουν οι περισσότερες μικρές οικονομίες, η χάραξη ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής η οποία θα εξυπηρετεί τους εθνικούς στόχους οικονομικής πολιτικής καθίσταται πολύ δύσκολη ακόμα και αδύνατη. «Όλο και πιο πολύ, τα επιτόκια σε κάθε χώρα καθορίζονται από παγκόσμιες συνθήκες και όχι από τις συγκυρίες ή τις πολιτικές που αυτή θέλει να εφαρμόσει» (Γκρέν 1999, σ.128).

Το επιτόκιο αποτελεί κρίσιμο νομισματικό μέγεθος. Για να θεωρηθεί ότι μία οικονομία ασκεί ανεξάρτητη νομισματική πολιτική θα πρέπει η κεντρική τράπεζα να έχει τη δυνατότητα να διατηρεί το μέσο εγχώριο επιτόκιο σε ένα ορισμένο ύψος, ανεξάρτητο από το επίπεδο των επιτοκίων του εξωτερικού. Μία μικρή οικονομία μπορεί να θεωρηθεί ότι ασκεί ανεξάρτητη νομισματική πολιτική όταν υπάρχει μικρός βαθμός συσχέτισης και μεγάλη χρονική υστέρηση στη μεταβολή των ονομαστικών επιτοκίων της σε σχέση με τα διεθνή επιτόκια.

Σε αυτό το πλαίσιο έχει ενδιαφέρον να διερευνηθεί σε ποιο βαθμό μία μικρή οικονομία όπως η ελληνική μπόρεσε να διατηρήσει την ανεξαρτησία της

³¹ Ο όρος ο «φόβος της ελεύθερης διακύμανσης» (The fear of floating) χρησιμοποιείται σε άρθρα των Calvo και Reinhart (2000, 2002) τα οποία αναφέρονται στην προσπάθεια των χωρών να διατηρούν φανερά ή συγκαλυμμένα σταθερή τη συναλλαγματική τους ισοτιμία έναντι ισχυρών νομισμάτων, διστάζοντας να αφήσουν τα νομίσματά τους σε ελεύθερη διακύμανση.

νομισματικής της πολιτικής και να ρυθμίζει το επίπεδο του επιτοκίου ανεξάρτητα από τα επίπεδο των διεθνών επιτοκίων.

Η Ελλάδα καθόλη τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980 εφάρμοζε για την δραχμή μία πολιτική ελεγχόμενης διολίσθησης έναντι των ξένων ισχυρών νομισμάτων (Νίκας, 2006, σ.146). Το γεγονός αυτό σήμαινε ότι η κεντρική τράπεζα παρενέβαινε στην αγορά συναλλάγματος και δεν άφηνε το νόμισμα σε ελεύθερη διακύμανση. Συνεπώς ουδέποτε λειτούργησε στη διάρκεια της περιόδου αναφοράς (1984-1999) σύστημα πλήρως κυμαινόμενης ισοτιμίας της δραχμής έναντι των ξένων νομισμάτων.

Υπό αυτές τις συνθήκες η άσκηση σχετικώς ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής που θα υπηρετούσε τον στόχο της αύξησης του προϊόντος και της απασχόλησης ήταν εφικτή ενόσω υπήρχαν περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων: την περίοδο δηλαδή μέχρι το 1994. Μόνο υπό αυτή την προϋπόθεση μπορεί το καθεστώς των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών να επιτρέψει την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής. Σε αυτό το πλαίσιο έχει ενδιαφέρον να ερευνηθεί σε ποιο βαθμό περιορίστηκε αυτή η ανεξαρτησία στην χάραξη της μετά την πλήρη απελευθέρωση. Η πλήρης απελευθέρωση θεωρητικά πρέπει να περιορίσει σε μεγάλο βαθμό τη δυνατότητα της κυβέρνησης να παρεμβαίνει, μέσω της νομισματικής πολιτικής, για την υποστήριξη της παραγωγής και της απασχόλησης. Έτσι αναμένεται ότι μετά το 1994 οι μεταβολές των ξένων επιτοκίων θα επηρέαζαν πιο άμεσα και πιο έντονα το ελληνικό επιτόκιο.

Για να ελεγχθεί αυτή η υπόθεση θα εξετασθεί η σχέση των ονομαστικών επιτοκίων της Ελλάδας με αυτά των Η.Π.Α. και της Γερμανίας. Η επιλογή της οικονομίας των ΗΠΑ αιτιολογείται εκ του μεγέθους της: οι μεταβολές στη νομισματική πολιτική των Η.Π.Α. είναι καθοριστικές για μικρότερες οικονομίες. Ο Meyer (1997) μελετώντας την οικονομία των Η.Π.Α. αποδεικνύει ότι λόγω του μεγάλου σχετικού μεγέθους οι μεταβολές στη νομισματική πολιτική τους επηρέαζαν, μεταξύ άλλων τα επιτόκια των άλλων οικονομιών, την περίοδο 1980-1996. Ειδικά στην περίπτωση που ένα κράτος ακολουθεί σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία σε σχέση με το δολάριο, κάθε αύξηση των αμερικανικών επιτοκίων συμπαρασύρει προς τα πάνω το εθνικό επιτόκιο της προκειμένου να διατηρηθεί η ισοτιμία προς το δολάριο σταθερή. Ο πιο σημαντικός μηχανισμός μετάδοσης των νομισματικών εξελίξεων των Η.Π.Α. προς τον υπόλοιπο κόσμο είναι η πρόσδεση πολλών εθνικών νομισμάτων με το δολάριο. Ο μηχανισμός αυτός ενδυναμώθηκε από τη δεκαετία του

'70 και εντεύθεν, λόγω της μετάβασης σε κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες διεθνώς αφενός και, αφετέρου, λόγω της άρσης των περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων (Kalyvitis, 2003, σ.1). Πέραν αυτού ο κυριαρχικός ρόλος του δολαρίου μεταβιβάζει τέτοιες πιέσεις ακόμη και σε νομίσματα που δεν είναι προσδεδεμένα απευθείας με το δολάριο. Μάλιστα ο Frankel (1999α, σ.8) (1999β, σ.23-24) βρήκε ότι τα λατινοαμερικανικά επιτόκια τείνουν να είναι ακόμη πιο ευαίσθητα στις μεταβολές των επιτοκίων των Η.Π.Α., σε περιπτώσεις νομισμάτων χαλαρά συνδεδεμένων με το δολάριο. Ανάλογα είναι τα ευρήματα των Gavin et.al (1999, σ.3): *«Βρήκαμε ότι κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες έχουν ως αποτέλεσμα...μεγαλύτερη ευαισθησία των εγχώριων επιτοκίων στις κινήσεις των διεθνών επιτοκίων»*. Χρησιμοποιούν επίσης τις μεταβολές των αμερικανικών επιτοκίων ως δείκτη για τις μεταβολές επιτοκίων άλλων χωρών και καταλήγουν σε συμπεράσματα ανάλογα με εκείνα του Frankel: *«...τα επιτόκια των Η.Π.Α. επηρεάζουν τα εγχώρια επιτόκια κατά 25% λιγότερο σε χώρες οι οποίες συνδέουν το νόμισμά τους [με το δολάριο] σε σύγκριση με άλλες χώρες»*³² (Gavin et.al,1999, σ.12).

Βάσει των συμπερασμάτων αυτών επιτροπή του αμερικανικού κογκρέσου (Saxton, 2000) σε εισήγησή της τόνισε ότι η κεντρική τράπεζα των Η.Π.Α. θα πρέπει να λαμβάνει υπ' όψιν τις διεθνείς επιπτώσεις της εφαρμογής μιας συγκεκριμένης νομισματικής πολιτικής στις Η.Π.Α. *«Εν ολίγοις, τα στοιχεία αυτά δείχνουν ότι αλλαγές στη νομισματική πολιτική των Η.Π.Α. μπορούν να έχουν ισχυρές επιπτώσεις στα επιτόκια των αναπτυσσόμενων χωρών, ανεξάρτητα από το συναλλαγματικό καθεστώς που ακολουθούν. Τα στοιχεία δείχνουν ότι, όσο περισσότερο οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές ενοποιούνται, τα επιτόκια των αναπτυσσόμενων χωρών γίνονται ολοένα και περισσότερο ευαίσθητα στις αλλαγές των επιτοκίων των αναπτυγμένων χωρών»* (Saxton, 2000, σ.8).

Στην περίπτωση της ελληνικής οικονομίας που εξετάζουμε εδώ ανάλογο, υψηλό ειδικό βάρος για τη νομισματική πολιτική αναμένεται επίσης να έχει η Γερμανία. Η Γερμανία είναι μια μεγάλη οικονομία με ηγετική θέση στην Ευρώπη. Ανάλογη ήταν η οικονομική επιρροή της Γερμανίας επίσης στο παρελθόν και, οπωσδήποτε στη διάρκεια των δεκαετιών του '80 και '90³³. Χαρακτηριστικό του ειδικού βάρους που είχαν η οικονομία των Η.Π.Α. και της Γερμανίας για την ελληνική, είναι ότι τη

³² Απόδοση δική μας.

³³ Και ειδικότερα τις χώρες της λεγόμενης Ευρωζώνης (χώρες – μέλη της ΟΝΕ). Για τη μεγάλη επίδραση της Γερμανικής οικονομίας στις υπόλοιπες οικονομίες της Ευρώπης βλ. **Χούφσμιντ Γιοργκ** (2001) σελ. 222-228

δεκαετία του '90 περί το 30% και 40% αντίστοιχα της αξίας των ελληνικών εισαγωγών και εξαγωγών αντίστοιχα διακινείται από και προς αυτές τις δύο χώρες³⁴.

8.1 Εξειδίκευση Υποδείγματος

Για τον έλεγχο της θεωρητικής μας υπόθεσης θα χρησιμοποιηθούν δύο, κατά βάση, μέθοδοι:

- 1) Η απλή γραμμική συσχέτιση των επιτοκίων-ελληνικών και ξένων
- 2) Αυτοπαλίνδρομοι διανυσματικά υποδείγματα (VAR) με επιπλέον μεταβλητές³⁵. Ειδικότερα:

Σε ότι αφορά στην μέθοδο της απλής γραμμικής συσχέτισης (simple correlation), εν πρώτοις, η εφαρμογή θα αναζητήσει τη σχέση μεταξύ των ελληνικών επιτοκίων στα κρατικά έντοκα γραμμάτια τριμηνιαίας, εξαμηνιαίας και δωδεκάμηνης διάρκειας με τα αντίστοιχα των Η.Π.Α. και της Γερμανίας³⁶. Ο υπολογισμός θα επεκταθεί σε δύο διακριτές περιόδους: την περίοδο 1984-1994 και την περίοδο 1994-1999. Εάν η νομισματική πολιτική κατέστη λιγότερο ανεξάρτητη μετά το 1994, αναμένεται ότι ο συντελεστής συσχέτισης πριν το 1994 (περίοδος 1984-1994) θα είναι χαμηλότερος από αυτόν μετά το Μάιο του 1994 (περίοδος 1994-1999). Ο χρονικός διαχωρισμός στηρίζεται στο γεγονός ότι το 1994 η χώρα ευθυγραμμίστηκε με την υποχρέωση που είχε έναντι της συνθήκης του Μάαστριχτ να απελευθερώσει την κίνηση των κεφαλαίων.

Βασικό μειονέκτημα της απλής συσχέτισης είναι ότι η διαπίστωση της ύπαρξης της δεν συνεπάγεται κατ' ανάγκη αλληλεξάρτηση μεταξύ των μεταβλητών. Η συσχέτιση μπορεί να είναι τυχαία. Βάσει της περιγραφικής στατιστικής δεν μπορούμε να έχουμε αξιόπιστα αποτελέσματα παρά μόνο ενδείξεις. Επιπλέον, η συγκεκριμένη μεθοδολογική προσέγγιση παραγνωρίζει το ρόλο άλλων οικονομικών μεταβλητών οι οποίες αναμένεται να επιδρούν επίσης. Η σύγκριση των μεταβολών των επιτοκίων μεμονωμένα σημαίνει ότι υιοθετούμε την υπόθεση ότι οι εγχώριες και ξένες τιμές, η συναλλαγματική ισοτιμία και το εγχώριο και ξένο προϊόν, τουλάχιστον βραχυχρόνια, παραμένουν σταθερά. Οι υποθέσεις αυτές δεν μπορούν να θεωρηθούν ρεαλιστικές.

³⁴ Τράπεζα της Ελλάδος, Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο : Μάρτιος - Απρίλιος 1999, σ.74α

³⁵ Μία τρίτη μέθοδος αυτή της γραμμικής παλινδρόμησης με διάφορες χρονικές υστερήσεις, η οποία έχει χρησιμοποιηθεί μεταξύ άλλων και από τον Frankel (1999β σ.23-24), για να εντοπίσει την επίδραση των μεταβολών των επιτοκίων των Η.Π.Α. και της Γερμανίας στα ελληνικά δεν έδωσε στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα όσον αφορά την δική μας υπόθεση εργασίας.

³⁶ Επιτόκια ομολόγων μεγαλύτερης διάρκειας δεν ήταν διαθέσιμα για την ελληνική οικονομία προ του 1997. Συνεπώς η έρευνά μας περιορίζεται σε βραχυχρόνια επιτόκια.

Κατά συνέπεια, τα αποτελέσματα των συσχετίσεων μπορεί να είναι παραπλανητικά, στον βαθμό που οι δονήσεις που προκαλούνται από τις μεταβολές των ξένων επιτοκίων «απορροφώνται» από διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας, των τιμών και του προϊόντος. Ενδεχόμενη ασθενής συσχέτιση ελληνικών και ξένων επιτοκίων μπορεί διαχρονικά να προκύπτει όχι γιατί η ελληνική οικονομία καταφέρνει να διατηρήσει την ανεξαρτησία στη νομισματική πολιτική σε μία παγκοσμιοποιημένη αγορά, αλλά γιατί οι επιδράσεις αυτές διοχετεύονται πρωτογενώς στη συναλλαγματική ισοτιμία, στις τιμές και στο προϊόν και δευτερογενώς στη νομισματική πολιτική και τα επιτόκια.

Για να αντιμετωπίσουμε το εν λόγω πρόβλημα επιλέγουμε τη χρήση της μεθόδου των αυτοπαλινδρομων διανυσματικών υποδειγμάτων VAR³⁷ (Vector Autoregression model), η οποία αναπτύχθηκε από τον Sims (1980). Με την προσέγγιση VAR μπορούν να ενταχθούν στο αναλυτικό πλαίσιο μεταβλητές όπως η συναλλαγματική ισοτιμία, ο πληθωρισμός και το Α.Ε.Π., τα οποία επηρεάζουν σημαντικά τις μεταβολές των επιτοκίων. Το υπόδειγμα διανυσματικών αυτοπαλινδρομήσεων (VAR) είναι ένα σύστημα εξισώσεων στο οποίο καμία μεταβλητή δεν λογίζεται ως εξωγενής. Όλες οι μεταβλητές θεωρούνται ενδογενείς και καθεμιά απ' αυτές προσδιορίζεται ως συνάρτηση των προηγούμενων τιμών όλων των υπόλοιπων μεταβλητών του συστήματος. Ο κατάλληλος αριθμός των χρονικών υστερήσεων των μεταβλητών προσδιορίζεται από το ίδιο το σύστημα, βάσει διαφόρων κριτηρίων [Akaike (1974), Schwartz (1978)]. Στο σύστημά μας τα εν λόγω κριτήρια δεν συγκλίνουν ως προς τις χρονικές υστερήσεις που ενδείκνυται για τις δύο ερευνώμενες χρονικές περιόδους και για επιτόκια διαφορετικής διάρκειας. Σε πολλές περιπτώσεις όμως, η χρονική υστέρηση δύο περιόδων (δύο μηνών) αναδεικνύεται ως η βέλτιστη. Έτσι, επιλέξαμε να υιοθετήσουμε ως κανόνα τη χρονική υστέρηση δύο μηνών προκειμένου να αποφύγουμε τη σημαντική μείωση των βαθμών ελευθερίας, ειδικά σε ότι αφορά στη χρονική περίοδο 1994-1999.

Οι μεταβλητές του υποδείγματος είναι οι εξής:

³⁷ Οι επιδράσεις της νομισματικής πολιτικής των Η.Π.Α. σε τρίτες χώρες έχουν μελετηθεί με τη μέθοδο VAR και σε συνδυασμό με τη μέθοδο των κρουστικών αποκρίσεων (impulse responses) μεταξύ άλλων από τους Bernanke and Mihov (1995), Cushman and Zha (1995), Christiano et al. (1998), Kalyvitis and Skotida (2008)

$i_{(GRE)t}$	Το ονομαστικό επιτόκιο του ελληνικού εντόκου γραμματίου τρίμηνης, εξάμηνης και δωδεκάμηνης διάρκειας.
$i_{(GER)t}$	Το ονομαστικό επιτόκιο του γερμανικού εντόκου γραμματίου τρίμηνης, εξάμηνης και δωδεκάμηνης διάρκειας.
$i_{(USA)t}$	Το ονομαστικό επιτόκιο του αμερικανικού εντόκου γραμματίου τρίμηνης, εξάμηνης και δωδεκάμηνης διάρκειας.
$\pi_{(GRE)t}$	Ο ελληνικός δείκτης τιμών καταναλωτή με έτος βάσης το 2000, σε λογαριθμική μορφή.
$\pi_{(GER)t}$	Ο γερμανικός δείκτης τιμών καταναλωτή με έτος βάσης το 2000, σε λογαριθμική μορφή.
$\pi_{(USA)t}$	Ο αμερικανικός δείκτης τιμών καταναλωτή με έτος βάσης το 2000, σε λογαριθμική μορφή.
$IP_{(GRE)t}$	Σύνθετος δείκτης του ΟΟΣΑ ³⁸ ο οποίος μετρά τη μηνιαία μεταβολή της ελληνικής βιομηχανικής παραγωγής, εκπεφρασμένος σε λογαριθμική μορφή και με έτος βάσης το 2000.
$IP_{(GER)t}$	Σύνθετος δείκτης του ΟΟΣΑ ο οποίος μετρά τη μηνιαία μεταβολή της γερμανικής βιομηχανικής παραγωγής, εκπεφρασμένος σε λογαριθμική μορφή και με έτος βάσης το 2000.
$IP_{(USA)t}$	Σύνθετος δείκτης του ΟΟΣΑ ο οποίος μετρά τη μηνιαία μεταβολή της βιομηχανικής παραγωγής των Η.Π.Α., εκπεφρασμένος σε λογαριθμική μορφή και με έτος βάσης το 2000.
$FX_{(DM)}$	Η συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής έναντι του γερμανικού μάρκου σε λογαριθμική μορφή (δραχμή ανά ένα μάρκο).
$FX_{(USD)}$	Η συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής έναντι του δολαρίου Η.Π.Α. σε λογαριθμική μορφή (δραχμή ανά ένα δολάριο).

Όλες οι παρατηρήσεις είναι μηνιαίες και υπολογίστηκαν ως οι διαφορές μεταξύ των τιμών που λαμβάνει κάθε πρωτογενής μεταβλητή μεταξύ δύο διαδοχικών τριμηνιαίων παρατηρήσεων, λόγω της εμφάνισης μοναδιαίας ρίζας (μη στάσιμη σειρά) στα αρχικά επίπεδα των μεταβλητών³⁹.

Οι παλινδρομήσεις θα πραγματοποιηθούν για δύο διακριτές χρονικές περιόδους (1984-1994 και 1994-1999) και για κάθε σειρά εντόκων γραμματίων ορισμένης διάρκειας χωριστά⁴⁰. Επειδή οι τιμές των συντελεστών των μεταβλητών στα

³⁸ Η συγκεκριμένη μεταβλητή επιλέγεται αντί του ονομαστικού Α.Ε.Π. των εν λόγω χωρών. Για την επιλογή αυτή έπαιξε σημαντικό ρόλο η ενοποίηση της Γερμανίας το 1991, που είχε ως αποτέλεσμα να καταστούν τα μεγέθη για το Α.Ε.Π. πριν και μετά το 1991 μη συγκρίσιμα. Εξάλλου ο εν λόγω δείκτης του ΟΟΣΑ εκτιμάται και δημοσιεύεται σε μηνιαία βάση σε αντίθεση με το Α.Ε.Π. που υπολογίζεται σε τριμηνιαία βάση. Έτσι γίνεται δυνατή η αύξηση του αριθμού των παρατηρήσεων ειδικά για την περίοδο 1994-1999 (αντί για είκοσι παρατηρήσεις που θα είχαμε σε περίπτωση που χρησιμοποιούσαμε τριμηνιαίες παρατηρήσεις, με τη χρήση της εν λόγω μεταβλητής οι παρατηρήσεις προσεγγίζουν τις 60).

³⁹ Η επεξήγηση των μεταβλητών και η πηγή τους καθώς και το σύστημα εξισώσεων VAR που αφορά στη σχέση ελληνικών με γερμανικών επιτοκίων, με δύο χρονικές υστερήσεις παρουσιάζονται στο Παράρτημα του κεφαλαίου.

⁴⁰ Δηλαδή δημιουργούνται για κάθε χρονική περίοδο τρία συστήματα (ένα για κάθε σειρά εντόκων γραμματίων) για τη σχέση ελληνικών-γερμανικών επιτοκίων και το αντίστοιχο για τη σχέση ελληνικών-αμερικανικών.

υποδείγματα VAR είναι δύσκολο να ερμηνευτούν, για την εξαγωγή συμπερασμάτων χρησιμοποιείται η μέθοδος των «κρουστικών αποκρίσεων» (impulse responses) (Asteriou and Hall, 2007, σ.281). Με τις κρουστικές αποκρίσεις εξετάζεται η ανταπόκριση της μεταβλητής ενδιαφέροντος σε «διαταραχές» που υφίσταται το σύστημα VAR. Μία διαταραχή στα κατάλοιπα της εξίσωσης ενεργοποιεί μία αλυσιδωτή αντίδραση σε βάθος χρόνου σε όλες τις μεταβλητές ενός συστήματος εξισώσεων VAR. Οι συναρτήσεις απόκρισης (κρουστικές αποκρίσεις) σε αιφνίδιες διαταραχές υπολογίζουν αυτές τις αλυσιδωτές αντιδράσεις που προκαλούνται στις μεταβλητές⁴¹. Με την εν λόγω μέθοδο θα απομονώσουμε τις επιδράσεις των μεταβολών των γερμανικών και των αμερικανικών επιτοκίων στα ελληνικά, λαμβάνοντας υπόψη όμως όλες τις υπόλοιπες μεταβλητές του συστήματος (πληθωρισμό, βιομηχανική παραγωγή και συναλλαγματική ισοτιμία).

Μία από τις πιο συνηθισμένες μεθόδους δημιουργίας διαταραχών στα υποδείγματα VAR είναι η «πειραματική» μέθοδος Monte Carlo⁴². Η συγκεκριμένη μέθοδος χρησιμοποιεί ιστορικές τιμές των μεταβλητών του συστήματος για τον υπολογισμό των μελλοντικών τιμών⁴³.

Οι επιδράσεις των ξένων επιτοκίων στα ελληνικά επιτόκια παρουσιάζονται διαγραμματικά με τις «κρουστικές αποκρίσεις» για τις δύο διακριτές χρονικές περιόδους που προαναφέρθηκαν (1984/1994 και 1994/1999). Αναμένεται ότι όσο περισσότερο ενταγμένο στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση είναι το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα (με την έννοια της άρσης των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων), τόσο εντονότερες θα είναι οι επιδράσεις των διακυμάνσεων των ξένων επιτοκίων στα ελληνικά. Με άλλα λόγια τόσο μεγαλύτερη θα είναι η ευαισθησία των ελληνικών επιτοκίων στις μεταβολές των ξένων.

8.2 Αποτελέσματα οικονομετρικών εκτιμήσεων.

Τα ελληνικά επιτόκια ακολούθησαν μία σταδιακή αποκλιμάκωση, ως αποτέλεσμα της τιθάσευσης του πληθωρισμού στην Ελλάδα κατά την πορεία ένταξης της οικονομίας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ONE). Την

⁴¹ Πρβλ. Dinardo and Johnston (2004, σ.358-362)

⁴² Αναλυτικές πληροφορίες για τη μέθοδο Monte Carlo βλ. Dinardo and Johnston (2004, σ.417-433)

⁴³ Ειδικότερα η μέθοδος “Monte Carlo” λαμβάνει υπόψη χιλιάδες τυχαία σενάρια για την εξέλιξη των τιμών των μεταβλητών του συστήματος και πραγματοποιεί πολλαπλές δοκιμές βάσει αυτού του συστήματος. Στον συγκεκριμένο υπολογισμό παράγονται 10.000 τυχαίοι αριθμοί.

αποκλιμάκωση αυτή συνοδεύει η αύξηση της μεταβλητότητας τους μετά το 1994⁴⁴, γεγονός που ενδεχομένως να σχετίζεται με την ολοκλήρωση των αγορών.

Στον πίνακα 8(1) παρουσιάζονται οι συσχετίσεις των ελληνικών επιτοκίων με αυτά των Η.Π.Α. και της Γερμανίας. Οι συσχετίσεις των ελληνικών επιτοκίων σε σχέση με τα ξένα αυξάνονται από την μία υποπερίοδο στην άλλη. Στην περίπτωση των γερμανικών επιτοκίων η ήδη υψηλή συσχέτιση αυξάνεται, ενώ στην περίπτωση των επιτοκίων των Η.Π.Α., μια συσχέτιση που αρχικά εμφανιζόταν αρνητική καθίσταται θετική.

Πίνακας 8(1): Συσχετίσεις επιτοκίων προ και μετά το 1994

	<u>1984- 1994</u>		<u>1994-2000</u>	
Τρίμηνα ΕΓΔ		$i_{(GRE3)t}$		$i_{(GRE3)t}$
	$i_{(GER3)t}$	0.439	$i_{(GER3)t}$	0.832
	$i_{(USA3)t}$	-0.249	$i_{(USA3)t}$	0.022
Εξάμηνα ΕΓΔ		$i_{(GRE6)t}$		$i_{(GRE6)t}$
	$i_{(GER6)t}$	0.772	$i_{(GER6)t}$	0.901
	$i_{(USA6)t}$	-0.493	$i_{(USA6)t}$	0.435
12μηνα ΕΓΔ		$i_{(GRE12)t}$		$i_{(GRE12)t}$
	$i_{(GER12)t}$	0.755	$i_{(GER12)t}$	0.875
	$i_{(USA12)t}$	-0.443	$i_{(USA12)t}$	0.544

Η αύξηση της συσχέτισης μπορεί να οφείλεται στην άμβλυνση των περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων και στην ολοένα και μεγαλύτερη διασύνδεση της ελληνικής χρηματοπιστωτικής αγοράς με αυτές του εξωτερικού. Το ίδιο στοιχείο μπορεί εξάλλου να ερμηνευθεί ως ύπαρξη ενδείξεων ότι η ελληνική νομισματική πολιτική κατέστη λιγότερο ανεξάρτητη, αφού τα ελληνικά επιτόκια μετά το 1994 ακολουθούσαν πιο πιστά τις μεταβολές των ξένων επιτοκίων.

Τα αποτελέσματα των κρουστικών αποκρίσεων (impulse responses) του συστήματος των αυτοπαλινδρομων διανυσματικών υποδειγμάτων (VAR), αν και

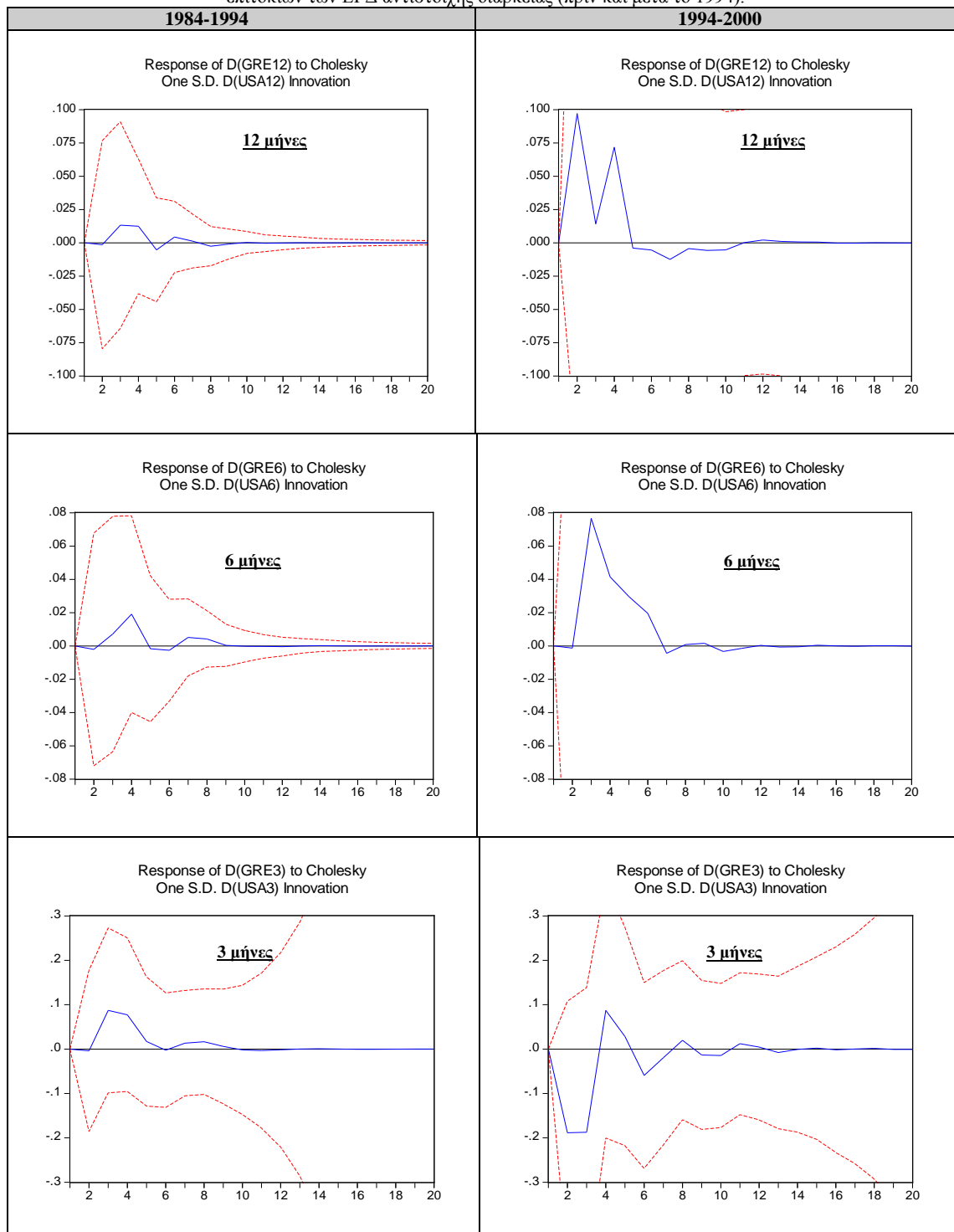
⁴⁴ Στον πίνακα Π.8(4) του Παραρτήματος παρουσιάζονται οι περιγραφικές στατιστικές για τα επιτόκια της Ελλάδας, των Η.Π.Α. και της Γερμανίας σε δύο υπο-περιόδους: πριν και μετά το 1994. Για να εκτιμήσουμε την αλλαγή της μεταβλητότητας παρατηρήσαμε την τυπική απόκλιση των μεταβλητών.

επιβεβαιώνουν διαγραμματικά τα προαναφερθέντα συμπεράσματα, μπορούν να ληφθούν υπόψη μόνο ενδεικτικά επειδή δεν είναι στατιστικά σημαντικά.

Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στα διαγράμματα που ακολουθούν. Όπως προαναφέραμε από τις κρουστικές αποκρίσεις παρουσιάζουμε μόνο τις επιδράσεις των ξένων επιτοκίων στα ελληνικά, όπου όμως έχουν ληφθεί υπόψη όλες οι σχετικές μεταβολές των λοιπών μεταβλητών. Πράγματι όπως φαίνεται στα διαγράμματα η «αντίδραση» των ελληνικών επιτοκίων σε μία μεταβολή της τυπικής απόκλισης των ξένων επιτοκίων κατά μία μονάδα (100%) είναι σε όλες τις περιπτώσεις μεγαλύτερη μετά το 1994.

Σε ότι αφορά εν πρώτοις στη σχέση αμερικανικών και ελληνικών επιτοκίων [βλ. Διάγραμμα 8(1)]: μία μεταβολή των αμερικανικών επιτοκίων των 12μηνων ΕΓΔ έχει μέχρι και πέντε φορές ισχυρότερη επίδραση στα ελληνικά μετά το 1994. Κατά την περίοδο 1984-1994 η μεγαλύτερη αντίδραση των ελληνικών επιτοκίων ελάμβανε χώρα ένα τρίμηνο μετά την μεταβολή των αμερικανικών επιτοκίων (οριζόντιος άξονας) και αυτή δεν φαίνεται να ξεπερνάει το 0.02 (κατακόρυφος άξονας). Την περίοδο 1994-2000 η αντίστοιχη αντίδραση των ελληνικών επιτοκίων άγγιζε το 0.1 δύο μήνες μετά την μεταβολή και το 0.075 τέσσερις μήνες μετά. Αντίστοιχη συμπεριφορά είχαν τα επιτόκια των 6μηνων ΕΓΔ. Μία μεταβολή των αμερικανικών επιτοκίων την περίοδο 1984-1994 οδηγούσε σε σχετικά αδύναμη αντίδραση (περί το 0.02) των ελληνικών επιτοκίων στους τέσσερις μήνες μετά, ενώ η αντίδρασή τους την περίοδο 1994-2000 ήταν πάνω από τέσσερις φορές ισχυρότερη, αφού η μεταβολή προσέγγισε το 0.08 τον τέταρτο μήνα.

Διάγραμμα 8(1): Η ανταπόκριση των ελληνικών επιτοκίων στις μεταβολές των αμερικανικών επιτοκίων των ΕΓΔ αντίστοιχης διάρκειας (πριν και μετά το 1994).

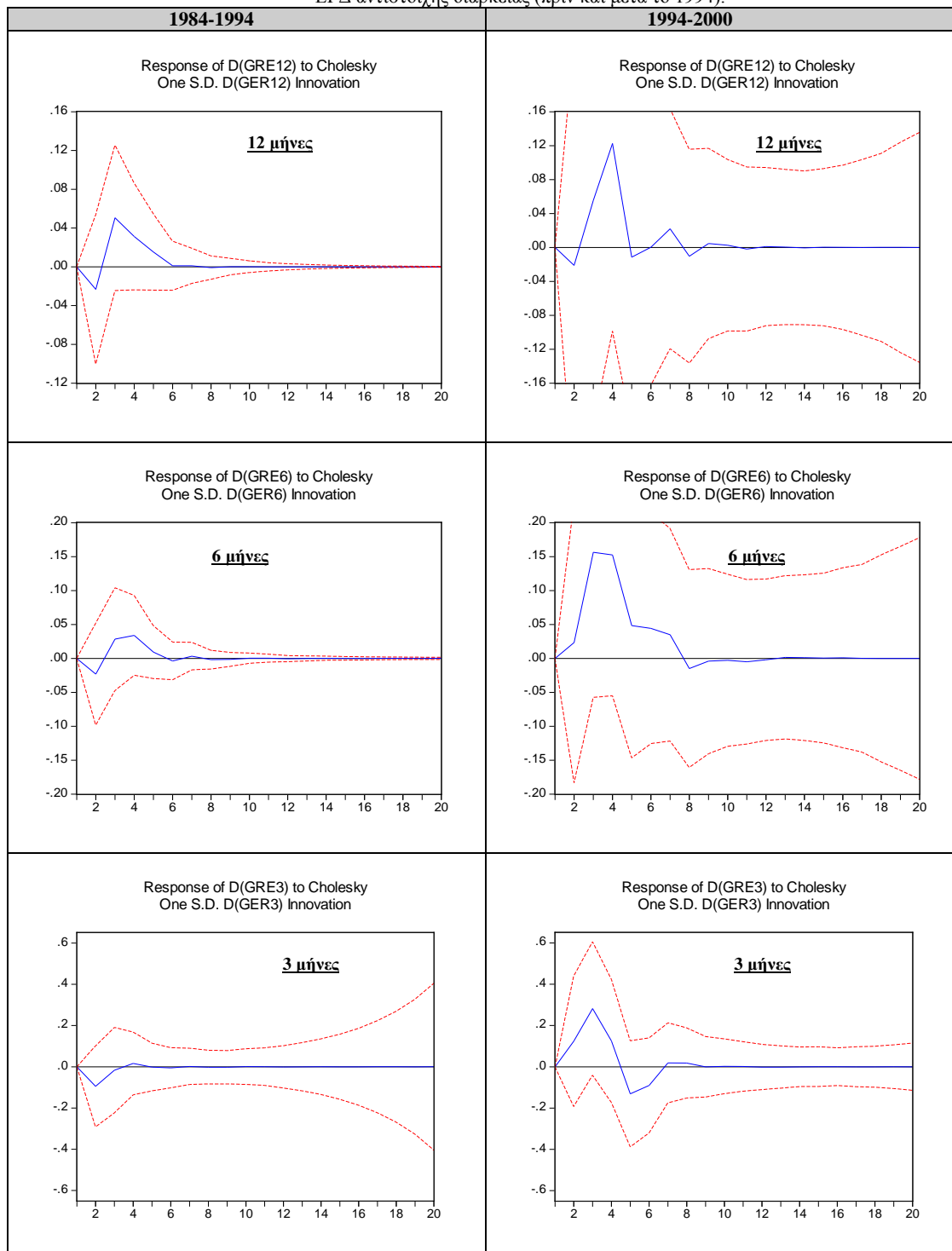


Σημ. 1) Το D(x) υποδηλώνει ότι οι εν λόγω μεταβλητές έχουν μετασχηματισθεί ως διαφορά δύο διαδοχικών μηνιαίων παρατηρήσεων για να γίνουν στάσιμες. 2) Το τυπικό σφάλμα απεικονίζεται με τις διακεκομμένες γραμμές. 3) Στον οριζόντιο άξονα αναφέρονται οι χρονικοί περίοδοι (σε μήνες) της ανάλυσης. 4) Η κλίμακα αλλάζει στα διαγράμματα για να απεικονίζονται οι μεταβολές πιο καθαρά.

Όσον αφορά στα επιτόκια των τρίμηνων ΕΓΔ η εικόνα δεν είναι ξεκάθαρη. Οι αντιδράσεις των ελληνικών επιτοκίων την περίοδο 1994-2000 δεν φαίνεται να διαφοροποιήθηκαν σημαντικά σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο.

Οι επιδράσεις των γερμανικών επιτοκίων στα ελληνικά ήσαν επίσης σημαντικά ισχυρότερες την περίοδο 1994-2000 για τα ΕΓΔ ανεξαρτήτως διάρκειας (3μηνα, 6μηνα, 12μηνα). Στα ετήσια ΕΓΔ τα ελληνικά επιτόκια την περίοδο 1994-2000 αντιδρούσαν σχεδόν τέσσερις φορές περισσότερο σε μεταβολές των αντίστοιχων γερμανικών, σε σχέση με την περίοδο 1984-1994. Ανάλογη είναι η εικόνα στα επιτόκια των 6μηνων ΕΓΔ. Η μεγαλύτερη αντίδραση των ελληνικών επιτοκίων σε μία μεταβολή των γερμανικών την περίοδο 1984-1994 έφθανε στο 0.025, ενώ την περίοδο 1994-2000 η αντίδραση είναι 6 φορές ισχυρότερη και η μεταβολή φθάνει στο 0.15. Η γενική εικόνα δεν μεταβάλλεται ούτε όταν αναλυθούν οι μεταβολές των επιτοκίων των τρίμηνων ΕΓΔ. Πριν το 1994 οι μεταβολές των ελληνικών επιτοκίων δεν ήσαν ισχυρές και κινούνταν κοντά στο μηδέν, ενώ μετά το 1994 και τρεις μήνες μετά την μεταβολή των γερμανικών επιτοκίων η απόκριση των ελληνικών προσέγγιζε το 0.3.

Διάγραμμα 8(2): Η ανταπόκριση των ελληνικών επιτοκίων στις μεταβολές των γερμανικών επιτοκίων των ΕΓΔ αντίστοιχης διάρκειας (πριν και μετά το 1994).



Σημ. 1) Το D(x) υποδηλώνει ότι οι εν λόγω μεταβλητές έχουν μετασχηματισθεί ως διαφορά δύο διαδοχικών μηνιαίων παρατηρήσεων για να γίνουν στάσιμες. 2) Το τυπικό σφάλμα απεικονίζεται με τις διακεκομμένες γραμμές. 3) Στον οριζόντιο άξονα αναφέρονται οι χρονικοί περίοδοι (σε μήνες) της ανάλυσης. 4) Η κλίμακα αλλάζει στα διαγράμματα για να απεικονίζονται οι μεταβολές πιο καθαρά.

8.3 Συμπεράσματα

Η παρούσα έρευνα δεν μπόρεσε να καταλήξει σε ασφαλή συμπεράσματα όσον αφορά στο αν και σε ποιο βαθμό η ελληνική νομισματική πολιτική αποδυναμώθηκε μετά την πλήρη απελευθέρωση της κίνησης των κεφαλαίων στην Ελλάδα τον Μάιο του 1994.

Τα αποτελέσματα της απλής συσχέτισης έδειξαν ότι η συσχέτιση ελληνικών και ξένων επιτοκίων (γερμανικών και αμερικανικών) αυξήθηκε μετά το 1994, που σημαίνει ότι υπάρχουν κάποιες ενδείξεις ότι η ελληνική νομισματική πολιτική ως προς τη διαμόρφωση των επιτοκίων επηρεαζόταν περισσότερο από την νομισματική πολιτική της Γερμανίας και των Η.Π.Α, λόγω, ενδεχομένως, της κατάργησης των ισχυόντων περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων.

Από την άλλη πλευρά οι «κρουστικές αποκρίσεις» που απεικόνισαν τα αποτελέσματα της μεθόδου των αυτοπαλίνδρομων διανυσματικών υποδειγμάτων (VAR), αν και έδειξαν μεγαλύτερη επίδραση των ξένων επιτοκίων στα ελληνικά την περίοδο 1994-2000 οδήγησαν σε ευρήματα μη στατιστικώς σημαντικά.

Συνεπώς η υπόθεσή μας, ότι όσο οι μικρές οικονομίες παγκοσμιοποιούνται τόσο πιο δύσκολη γίνεται η άσκηση ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής, δεν μπόρεσε να επιβεβαιωθεί με ασφάλεια βάσει των δύο οικονομετρικών μεθόδων που χρησιμοποιήθηκαν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

ΣΥΜΒΟΛΗ ΣΤΗ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗ

Όπως έχει αναφερθεί ένα από τα βασικά επιχειρήματα υπέρ της απελευθέρωσης της κίνησης των κεφαλαίων είναι ότι ενισχύουν το ρυθμό μεγέθυνσης της οικονομίας. Η ισχύς αυτού του επιχειρήματος μπορεί να ελεγχθεί για την ελληνική οικονομία. Εάν όντως οι καθαρές ροές κεφαλαίων συνεισέφεραν στη μεγέθυνση θα πρέπει να διαπιστώνεται αιτιακή σχέση μεταξύ ροών κεφαλαίων και μεγέθυνσης του ελληνικού Α.Ε.Π. Η υπόθεση μπορεί να ελεγχθεί βάσει ενός υποδείγματος το οποίο ως εξαρτημένη μεταβλητή θα έχει τον ρυθμό μεγέθυνσης του ελληνικού Α.Ε.Π. και ως ερμηνευτικές μεταβλητές παράγοντες που θεωρείται ότι συνεισφέρουν στην μεγέθυνση. Μεταξύ των ερμηνευτικών μεταβλητών θα συμπεριλαμβάνεται η μεταβλητή των καθαρών ροών κεφαλαίων προς την ελληνική οικονομία. Στην περίπτωση που η συγκεκριμένη μεταβλητή βρεθεί με θετικό πρόσημο και αναδειχθεί στατιστικά σημαντική τότε η υπόθεση ότι οι ροές κεφαλαίων συνεισφέρουν στην μεγέθυνση μπορεί να θεωρηθεί ότι επιβεβαιώνεται.

Σημειώνουμε ότι το εγχείρημα εντοπισμού αιτιότητας μεταξύ ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων και ρυθμού μεγέθυνσης παρουσιάζει πολλές δυσκολίες και ιδιαιτερότητες, όπως υψηλό βαθμό υποκειμενικότητας στην επιλογή ερμηνευτικών μεταβλητών, λάθη στις μετρήσεις, συγγραμμικότητα κ.α.⁴⁵. Τροχοπέδη επίσης για αυτού του είδους τις έρευνες αποτελεί ο προσδιορισμός της κατεύθυνσης που έχει η σχέση αιτιότητας (Arestis, 2005, σ.10). Εάν δηλαδή βρεθεί ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση, μένει το ερώτημα αν οι εισροές κεφαλαίων συνεισέφεραν στην μεγέθυνση του Α.Ε.Π., ή, συγκυριακά, λόγω της μεγέθυνσης της οικονομίας υπήρξε αύξηση των ροών κεφαλαίων.

Πρέπει επίσης να υπογραμμιστεί ότι σκοπός της παρούσης έρευνας δεν είναι ο προσδιορισμός των συνιστωσών του ρυθμού μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας. Μία τόσο σύνθετη έρευνα, όσο ο προσδιορισμός του «αναπτυξιακού υποδείγματος» της ελληνικής οικονομίας, υπερβαίνει τις δυνατότητες αυτής της έρευνας. Στόχος είναι να εντοπισθεί εάν υπάρχει και σε ποιο βαθμό σύνδεση της απελευθέρωσης της κίνησης των κεφαλαίων στην Ελλάδα με τον ρυθμό μεγέθυνσης του Α.Ε.Π. Μία σχέση η οποία έχει διερευνηθεί εκτενώς στη διεθνή βιβλιογραφία, με διάφορες βέβαια παραλλαγές, γεγονός που τονίζει την σκοπιμότητά της.

⁴⁵ βλ. Quinn και Toyoda (2003, σ.2-6)

Ενδείξεις για τη στατιστική σημαντικότητα των μεταβλητών που αναφέρονται στις κινήσεις κεφαλαίων, θα υποδήλωναν ότι υπήρξε κάποια ευεργετική επίδραση στους ελληνικούς ρυθμούς μεγέθυνσης, μέσω διαφόρων διαύλων. Από την άλλη πλευρά, η έλλειψη αιτιακής σχέσης στο υπόδειγμά μας, για τις σχέσεις ροών κεφαλαίου και ρυθμού μεγέθυνσης του Α.Ε.Π., θα υποδήλωνε ότι οι εισροές ξένων κεφαλαίων δεν επέδρασαν αυξητικά στην παραγωγή. Στην περίπτωση αυτή, το βασικότερο επιχείρημα περί «ανοιχτών αγορών», περί «αύξησης της αποτελεσματικότητας» των κεφαλαίων και θετικής τους επίδρασης στο Α.Ε.Π. θα ετίθετο για μια ακόμη φορά υπό αμφισβήτηση.

9.1 Εξειδίκευση του υποδείγματος

Η υπόθεση εργασίας θα ελεγχθεί με τη μέθοδο αιτιότητας Granger και με τη μέθοδο της πολλαπλής παλινδρόμησης.

Η εξαρτημένη μεταβλητή σε όλα τα υποδείγματα θα είναι ο πραγματικός ρυθμός μεγέθυνσης του Α.Ε.Π. Η βασική ανεξάρτητη ερμηνευτική μεταβλητή αφορά στις ροές κεφαλαίων. Άλλες ανεξάρτητες ερμηνευτικές μεταβλητές προέρχονται από ευρείες κατηγορίες (επένδυση σε φυσικό και ανθρώπινο κεφάλαιο, εμπορική εξωστρέφεια της οικονομίας, μεταβλητές που σχετίζονται με την κινητικότητα των κεφαλαίων εντός και εκτός της ελληνικής οικονομίας κ.α.).

Το βασικό υπόδειγμα έχει την εξής μορφή:

$$\mathbf{g}_t = \mathbf{c} + \alpha_1 \mathbf{I}_t + \alpha_2 \mathbf{XM}_t + \alpha_3 \mathbf{CAP}_{i,t} + \alpha_4 \mathbf{KK} + \alpha_v \mathbf{R}_{i,t-v} + \varepsilon_{i,t} + \theta_v \varepsilon_{i,t-v}$$

Όπου:

Η εξαρτημένη μεταβλητή \mathbf{g}_t , είναι ο πραγματικός ρυθμός μεγέθυνσης του Α.Ε.Π.

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι:

1. Ο ρυθμός αύξησης των επενδύσεων (ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου) (\mathbf{I}_t). Συνιστά έναν από τους κρίσιμους παράγοντες προσδιορισμού της μεγέθυνσης του Α.Ε.Π. και για αυτό δεν λείπει σχεδόν από κανένα σχετικό υπόδειγμα⁴⁶.

2. Η εμπορική εξωστρέφεια της οικονομίας, το άθροισμα δηλαδή της αξίας εισαγωγών και εξαγωγών ως ποσοστό του Α.Ε.Π. (\mathbf{XM}_t). Αποτελεί ευρέως

⁴⁶ Βλ. ενδεικτικά Arestis et. al (2008, σ.16), Petroulas (2007, σ.13), Quinn and Toyoda (2003, σ.11) Beck, Levine and Loayza (1999, σ.4-5), Mankiw, Romer and Weil (1992, σ.412-413).

διαδεδομένη ανεξάρτητη μεταβλητή σε αντίστοιχα υποδείγματα⁴⁷. Η εμπορική εξωστρέφεια μπορεί να έχει θετική επίδραση στο Α.Ε.Π. άμεσα μέσω των αυξημένων εξαγωγών, αλλά και έμμεσα στον βαθμό που οι εισαγωγές αφορούν σε ενδιάμεσα αγαθά απαραίτητα στην εγχώρια παραγωγή⁴⁸.

3. Ως μεταβλητές που αφορούν στις ροές κεφαλαίων θα χρησιμοποιηθούν:

i) Οι συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων ως προς το Α.Ε.Π. (**CAPGDP_t**). Ο λόγος των ροών κεφαλαίων ως προς το Α.Ε.Π. επιτρέπει να σταθμιστεί τρόπον τινά το ειδικό βάρος της κίνησης κεφαλαίων στην ελληνική οικονομία

ii) Οι καθαρές ροές επιχειρηματικών κεφαλαίων (άμεσες επενδύσεις) ως προς το Α.Ε.Π. (**FDIGDP_t**). Πρόκειται για την κατηγορία των κεφαλαίων που θεωρείται η σημαντικότερη για την ανάπτυξη των οικονομιών υποδοχής⁴⁹. Ειδικά στην περίπτωση της Ελλάδας έχει βρεθεί ότι οι ξένες άμεσες επενδύσεις αποτελούν βασικό προσδιοριστικό παράγοντα της μεγέθυνσης την περίοδο 1960-2002 (Dritsakis et. al, 2006).

iii) Οι συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων προς τη συνολική αξία των συναλλαγματικών διαθεσίμων (**CAPRES_t**). Η συγκεκριμένη μεταβλητή επιτρέπει να εκτιμηθεί ο βαθμός κάλυψης των υποχρεώσεων προς το εξωτερικό από τα ελληνικά συναλλαγματικά διαθέσιμα. (Petroulas, 2007, σ. 14)

5. Δύο δείκτες έντασης των περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων (**KK_t**):

i) Ο δείκτης του Miniane (2004, σ.285)

ii) Ο δείκτης OPEN που επεξεργαστήκαμε σε προηγούμενο στάδιο της έρευνας (βλ. κεφάλαιο 7).

6. Μεταβλητές που αφορούν σε αυτοπαλίνδρομους όρους της εξαρτημένης μεταβλητής ($\alpha_n \mathbf{R}_{i,t-v}$) -δηλαδή προγενέστερες τιμές της εξαρτημένης μεταβλητής- κινήτους μέσους ($\theta_v \mathbf{e}_{i,t-v}$) -δηλαδή προγενέστερες τιμές των καταλοίπων- διαφόρων τάξεων που προκύπτουν στατιστικά σημαντικοί και τα κατάλοιπα ($\mathbf{e}_{i,t}$). Σε ορισμένες έρευνες χρησιμοποιείται επίσης ως ανεξάρτητη μεταβλητή το ύψος του αρχικού

⁴⁷ Βλ. μεταξύ άλλων και King and Levine (1993, σ.9), Bailliu (2000, σ.22), Quinn and Toyoda (2003, σ.11), Bekaert, Harvey and Lundblad 2004b, σ.16), Chinn and Ito (2005, σ.4), Petroulas (2007, σ.13)

⁴⁸ Δύο πρόσφατα άρθρα αυτά των Dritsakis and Adamopoulos (2004) και των Dritsaki and Dritsakis (2008) εντοπίζουν σημαντική σχέση αιτιότητας μεταξύ εμπορικής εξωστρέφειας (άθροισμα εισαγωγών και εξαγωγών) και ρυθμού μεγέθυνσης του Α.Ε.Π. για την ελληνική οικονομία την περίοδο 1960-2000.

⁴⁹ Ο Stiglitz (2000) διαχωρίζει τις άμεσες ξένες επενδύσεις από τις βραχυχρόνιες, χαρακτηρίζοντας τις πρώτες ως «επιτακτικές» για τις οικονομίες-αποδέκτες. «Αυτές οι επενδύσεις μεταφέρουν εκτός από πλουτοπαραγωγικές πηγές, τεχνολογία, πρόσβαση στις αγορές και πολύτιμη εκπαίδευση και βελτίωση του ανθρώπινου κεφαλαίου» Stiglitz (2000, σ.1076).

προϊόντος⁵⁰. Γίνεται δηλαδή δεκτό ότι ο ρυθμός μεγέθυνσης επηρεάζεται επίσης από το επίπεδο του εισοδήματος που έχει ήδη δημιουργηθεί τις προηγούμενες χρονικές περιόδους. Καθώς στη δική μας ανάλυση χρησιμοποιούνται χρονολογικές σειρές πρέπει κατά ανάγκη, αντί για το αρχικό ύψος του προϊόντος, να εισαχθούν στο υπόδειγμα αυτοπαλίνδρομοι όροι (AR) και κινητοί μέσοι (MA) της εξαρτημένης μεταβλητής (τριμηνιαίος ρυθμός μεγέθυνσης του πραγματικού Α.Ε.Π.) Έτσι υποθέτουμε ότι ο ρυθμός μεγέθυνσης του ελληνικού Α.Ε.Π., πλην όλων των άλλων παραγόντων, επηρεάζεται: αφενός μεν από τις προγενέστερες τιμές του ίδιου του ρυθμού μεγέθυνσης του Α.Ε.Π. (AR) αφετέρου δε, από προγενέστερες τιμές των καταλοίπων (MA) τα οποία προκύπτουν από όλους τους άλλους παράγοντες που επηρεάζουν τη μεγέθυνση αλλά απουσιάζουν από το υπόδειγμα⁵¹.

9.1.1 Ανάλυση ευαισθησίας (Sensitivity Analysis) / έλεγχος ευρωστίας (Robustness test)

Για τον έλεγχο της αξιοπιστίας των αποτελεσμάτων της βασικής πολλαπλής παλινδρόμησης θα χρησιμοποιηθεί η μέθοδος της «ανάλυσης των άκρων» (EBA- Extreme Bounds Analysis)⁵². Η εν λόγω ανάλυση χρησιμοποιήθηκε σε ανάλογες έρευνες διότι τα αποτελέσματα των πολλαπλών παλινδρομήσεων δεν ήταν σταθερά, αλλά μεταβάλλονταν ανάλογα με τις ερμηνευτικές μεταβλητές που χρησιμοποιούνταν στα υποδείγματα. Η λογική της ανάλυσης των άκρων είναι ότι αν τα αποτελέσματα μίας παλινδρόμησης παραμένουν σχετικά σταθερά έστω και αν χρησιμοποιούνται εναλλακτικά πολλές και διαφορετικές ερμηνευτικές μεταβλητές τότε αυτά έχουν μεγαλύτερη αξιοπιστία.

Για το σκοπό αυτό στο αρχικό βασικό υπόδειγμά της πολλαπλής παλινδρόμησης θα εισαχθούν διαδοχικά ζεύγη επιπρόσθετων ανεξάρτητων ερμηνευτικών μεταβλητών. Αν οι συντελεστές της παλινδρόμησης των ερμηνευτικών

⁵⁰ Βλ. ενδεικτικά Quinn (1997, σ. 538), Quinn and Toyoda (2003, σ.12), Bekaert, Harvey and Lundblad (2004b, σ.16), Petroulas (2007, σ.13)

⁵¹ Σε μία ανάλυση παλινδρόμησης για τον προσδιορισμό των προσδιοριστικών παραγόντων του ρυθμού μεγέθυνσης του Α.Ε.Π. τα κατάλοιπα της συνάρτησης αφορούν λοιπές ανεξάρτητες μεταβλητές που αγνοήθηκαν από το υπόδειγμα, αλλά κυρίως την αύξηση της «γενικής» παραγωγικότητας (Total Factor Productivity). Με τον όρο αυτό εννοούμε κυρίως τις μεταβολές σε επίπεδο τεχνολογίας, οικονομίες κλίμακας, αλλά και τη γενικότερη αποτελεσματικότητα των «εισορών» (επενδύσεις, εμπόριο κ.ο.κ.). Δύο σχετικά, αλλά διαφορετικού πνεύματος άρθρα είναι τα Klenow and Rodríguez-Clare (1997) και Hall and Jones (1999).

⁵² Η «ανάλυση των άκρων» (EBA) πρωτοεφαρμόστηκε εμπειρικά από τους Levine and Renelt (1992). Έκτοτε έχει διαδοθεί ευρέως ειδικά για έρευνες που σχετίζονται με τους προσδιοριστικούς παράγοντες του ρυθμού μεγέθυνσης των οικονομιών. Έχει χρησιμοποιηθεί μεταξύ άλλων και στα άρθρα των King and Levine (1993), Quinn (1997), Petroulas (2007)

μεταβλητών του βασικού υποδείγματος που έχουν βρεθεί στατιστικά σημαντικοί εξακολουθήσουν να παραμένουν στατιστικά σημαντικοί και μετά την προσθήκη του ζεύγους των νέων μεταβλητών, τότε τα αρχικά αποτελέσματα θα μπορούν να θεωρηθούν αξιόπιστα.

Η ανάλυση των άκρων έχει την εξής γενική μορφή:

$$\gamma = \alpha_j + \beta_{\phi j} \Phi + \beta_{zj} Z + \beta_{xj} X_j + \varepsilon$$

όπου γ είναι η εξαρτημένη μεταβλητή (εδώ ο πραγματικός ρυθμός μεγέθυνσης του Α.Ε.Π.) Φ είναι οι βασικές μεταβλητές της συνάρτησης (εδώ ο ρυθμός μεταβολής της επένδυσης σε πραγματικούς όρους, η εμπορική εξωστρέφεια, ο δείκτης έντασης περιορισμού της κίνησης κεφαλαίων, οι αυτοπαλίνδρομοι όροι και οι κινητοί μέσοι της εξαρτημένης μεταβλητής), Z η μεταβλητή ενδιαφέροντος (εδώ μεταβλητές που αφορούν στις ροές κεφαλαίων) και X_j είναι δύο επιπλέον ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιούνται από μία μήτρα ανεξάρτητων μεταβλητών που ενδεχομένως να επηρεάζουν το ρυθμό μεγέθυνσης του Α.Ε.Π. (Οι επιπλέον ερμηνευτικές μεταβλητές παρουσιάζονται στο παράρτημα του κεφαλαίου).

9.1.2 Έλεγχοι οικονομετρικών σφαλμάτων

Για την αξιολόγηση της αξιοπιστίας των αποτελεσμάτων χρησιμοποιούνται οι παρακάτω οικονομετρικοί έλεγχοι (Παράρτημα κεφαλαίου 9):

- Έλεγχος για ύπαρξη στασιμότητας στις μεταβλητές των ελέγχων Augmented Dicky-Fuller και Phillips-Perron.
- Έλεγχος πολυσυγγραμικότητας,
- Έλεγχος RESET για τη «σταθερότητα» του υποδείγματος.
- Έλεγχος για ετεροσκεδαστικότητα στα κατάλοιπα με τη μέθοδο White. Στην περίπτωση εντοπισμού ετεροσκεδαστικότητας, πραγματοποιείται διόρθωση στο υπόδειγμα βάσει της μεθόδου Newey and West (1987)⁵³.
- Έλεγχος αυτοσυσχέτισης των καταλοίπων (Breusch-Godfrey) και της διακύμανσης αυτών (ARCH).
- Χρήση ψευδομεταβλητών για έλεγχο ύπαρξης δομικών αλλαγών (structural breaks) στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα που ενδεχομένως

⁵³ Η εν λόγω μέθοδος διορθώνει τα τυπικά σφάλματα των συντελεστών και συνεπώς, τη στατιστική τους σημαντικότητα, σε περίπτωση που το υπόδειγμα πάσχει από ετεροσκεδαστικότητα στα κατάλοιπα. Έτσι ενώ αναγνωρίζουμε πλέον ότι η μέθοδος των ελάχιστων τετραγώνων δεν αποτελεί την άριστη επιλογή, τα αποτελέσματά της -μετά τη διόρθωση Newey and West (1987)- παραμένουν αμερόληπτα και συνεπή.

επηρεάσαν τους ρυθμούς μεγέθυνσης της οικονομίας (βλ. Παράρτημα Κεφαλαίου 9).

9.2 Αποτελέσματα οικονομετρικών εκτιμήσεων.

Από τα αποτελέσματα του ελέγχου Granger (βλ. παρακάτω πίνακα) δεν φαίνεται να προκύπτει σχέση αιτιότητας μεταξύ των τριών μεταβλητών ενδιαφέροντος που αφορούν στις κινήσεις κεφαλαίων ($CAPGDP_t$, $CAPRES_t$, $FDIGDP_t$) με τον ρυθμό μεγέθυνσης. Η μόνη στατιστικά σημαντική σχέση που εντοπίζεται είναι αυτή που αφορά στις συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίου ως ποσοστό των συναλλαγματικών διαθεσίμων ($CAPRES_t$). Η σχέση αυτή όμως δεν φαίνεται να είναι ισχυρή γιατί εντοπίζεται μόνο με χρονική υστέρηση τριών τριμήνων και σε επίπεδο σημαντικότητας μόλις 10%.

Πίνακας 9(1): Έλεγχος αιτιότητας Granger μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής (πραγματικός ρυθμός μεγέθυνσης - g_t) και των ανεξάρτητων μεταβλητών που αφορούν στις ροές κεφαλαίων.

Χρονική Υστέρηση / Τρίμηνα	1	2	3	4
$CAPGDP_t \rightarrow g_t$	0.001	1.065	1.371	1.033
$CAPRES_t \rightarrow g_t$	0.499	1.026	2.632*	1.713
$D(FDIGDP_t) \rightarrow g_t$	0.005	0.045	0.086	0.118

Σημ. 1. Οι τιμές αφορούν στην F-statistic.

2. Με (*), (**) και (***) υποδηλώνεται το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%, 5% και 1%, της αιτιότητας κατά Granger.

Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων παρουσιάζονται στους τρεις πίνακες που ακολουθούν. Σε κάθε πίνακα περιλαμβάνονται τα αποτελέσματα των υποδειγμάτων που προκύπτουν για κάθε διαφορετική εξειδίκευση της μεταβλητής της κίνησης κεφαλαίων ($CAPGDP_t$, $CAPRES_t$, $FDIGDP_t$). Στην πρώτη στήλη παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης του βασικού υποδείγματος, ενώ στις υπόλοιπες (EBA1, EBA2 κ.ο.κ.) παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της ανάλυσης των άκρων. Κάθε στήλη EBA περιλαμβάνει τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων του βασικού υποδείγματος με την προσθήκη ενός ζεύγους επιπλέον ερμηνευτικών μεταβλητών. Έτσι, η παλινδρόμηση EBA1 περιλαμβάνει τις ερμηνευτικές μεταβλητές του βασικού υποδείγματος και επιπλέον τις μεταβλητές που αφορούν στη μεταβλητότητα του πληθωρισμού ($V\pi_t$) και στη μεταβλητότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας (VFX_t). Αντίστοιχα η στήλη EBA2 περιλαμβάνει πέρα από τις μεταβλητές του βασικού υποδείγματος, τη μεταβλητή που αφορά στην

αύξηση της απασχόλησης (Emp_t) και στο δημοσιονομικό έλλειμμα ως ποσοστό προς το Α.Ε.Π. (B_t), το EBA3 τις μεταβλητές που αφορούν στην μεταβλητότητα της αξίας του εμπορικού ισοζυγίου (VTB_t) και του μοναδιαίου εργατικού κόστους ($ULabCost_t$), το EBA4 το προσδόκιμο ζωής ($Life_t$) και τις μεταβολές στη συναλλαγματική ισοτιμία (FX_t) και το EBA5 το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ($Current_t$) και το δείκτη λιανικών πωλήσεων ($Retail_t$).

Στον πίνακα 9(2) παρουσιάζονται τα αποτελέσματα που προκύπτουν όταν για την κίνηση κεφαλαίων χρησιμοποιηθούν οι συνολικές ροές τους ως ποσοστό του Α.Ε.Π. Η συγκεκριμένη μεταβλητή δεν βρέθηκε σε κανένα από τα έξι υποδείγματα στατιστικά σημαντική. Συνεπώς δεν φαίνεται οι συνολικές ροές κεφαλαίων να έχουν συνεισφέρει στην μεγέθυνση της ελληνικής οικονομίας. Οι μεταβλητές που σχετίζονται με την άμβλυνση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων⁵⁴ ($Miniane_t$, $Open_t$) δεν βρέθηκαν επίσης στατιστικά σημαντικές.

⁵⁴ Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων της μεταβλητής $Open_t$ δεν παρουσιάζονται στους πίνακες, ωστόσο συγκλίνουν με αυτά των παλινδρομήσεων όπου χρησιμοποιείται η μεταβλητή $Miniane_t$.

Πίνακας 9(2): Ρυθμός μεγέθυνσης και συνολικές ροές κεφαλαίων ως % προς το Α.Ε.Π.(CAPGDP_t)

Εξαρτημένη Μεταβλητή: g _t	Βασικό Υπόδειγμα	(T)	EBA 1	(T)	EBA 2	(T)	EBA 3	(T)	EBA 4	(T)	EBA 5	(T)
Σταθερά	0.01*** (0.03)		0.012*** (0.003)		0.01*** (0.003)		0.012*** (0.004)		0.01*** (0.003)/(0.003)		0.008***/** (0.003)/(0.003)	
I _t	0.066* (0.034)	0.65	0.072** (0.033)	0.48	0.065* (0.035)	0.58	0.07** (0.034)	0.65	0.07**/X (0.034)/(0.045)	0.60	0.062* (0.035)/(0.031)	0.63
XM _t	-0.029 (0.065)	0.67	-0.052 (0.066)	0.50	-0.029 (0.067)	0.66	-0.025 (0.064)	0.68	-0.038 (0.066)/(0.086)	0.65	-0.018 (0.063)/(0.068)	0.65
Miniane _t	-0.006 (0.015)	0.98	-0.013 (0.012)	0.96	-0.006 (0.012)	0.93	-0.008 (0.012)	0.93	-0.005 (0.012)/(0.013)	0.95	0.004 (0.015)/(0.013)	0.97
CAPGDP _t	-0.01 (0.021)	0.98	-0.014 (0.021)	0.94	-0.009 (0.022)	0.95	-0.007 (0.023)	0.97	-0.01 (0.022)/(0.011)	0.92	-0.01 (0.021)/(0.012)	0.90
AR(1)	0.661*** (0.069)		0.675*** (0.075)		0.662*** (0.07)		0.67*** (0.071)		0.666*** (0.07)/(0.043)		0.711*** (0.065)/(0.051)	
AR(3)	-0.476*** (0.061)		-0.45*** (0.072)		-0.48*** (0.061)		-0.45*** (0.072)		-0.48*** (0.063)/(0.059)		-0.55*** (0.054)/(0.063)	
MA(1)	-0.198*** (0.032)		-0.17*** (0.04)		-0.19*** (0.032)		-0.18*** (0.041)		-0.19*** (0.068)/(0.053)		-0.24*** (0.072)/(0.067)	
MA(3)	0.561*** (0.048)		0.47*** (0.087)		0.558*** (0.046)		0.511*** (0.083)		0.549*** (0.032)/(0.025)		0.554*** (0.076)/(0.065)	
MA(5)	0.593*** (0.042)		0.652*** (0.074)		0.591*** (0.04)		0.639*** (0.065)		0.604*** (0.77)/(0.063)		0.562*** (0.078)/(0.076)	
VFX _t			0.002 (0.052)	0.92								
Vπt			-0.224* (0.126)	0.91								
Emp _t					-0.029 (0.101)	0.86						
B _t					-0.004 (0.178)	0.76						
ULabCost _t							-0.002 (0.002)	0.95				
VTB _t							-0.004 (0.008)	0.98				
Life _t									-2.2 (2.9)/(2.2)	0.89		
FX _t									-0.01 (0.08)/(0.08)	0.89		
Current _t											-0.036 (0.025)/(0.028)	0.88
Retail _t											0.196*** (0.068)/(0.072)	0.97
Dummy 1989	1.04		0.64		0.3		0.73		0.74		0.77	
Dummy 1990	1.21		0.84		1.25		1.22		1.12		1.08	
Dummy 1994	1.66		1.38		1.74*		1.53		1.53		0.96	
RESET	0.98		0.86		0.42		0.22		0.81		0.59	
White	1.87		1.79		1.4		1.4		2.7X		4.18X	
Παρατηρήσεις	77		76		77		77		77		77	
R ²	0.56		0.59		0.56		0.57		0.56		0.61	
Adj-R ²	0.50		0.52		0.49		0.49		0.49		0.54	

- Σημ: 1. Τα τυπικά σφάλματα αναφέρονται εντός παρενθέσεων
 2. Τα ***, **, * υποδηλώνουν επίπεδο σημαντικότητας των συντελεστών 1%, 5% και 10% αντίστοιχα.
 3. Οι στήλες (T) αναφέρονται στην «αντοχή» (tolerance) του υποδείγματος στο σφάλμα της συγγραμικότητας. Σε κανένα από τα υποδείγματα ο εν λόγω δείκτης δεν πέφτει κάτω από το 0.2 γεγονός που θα σήμαινε τον εντοπισμό συγγραμικότητας
 4. Τα Dummy 1989/90/94 είναι ψευδομεταβλητές για εντοπισμό δομικών αλλαγών τα αντίστοιχα έτη. Με το (*) υπάρχει δομική αλλαγή σε επίπεδο σημαντικότητας 10%. Ωστόσο σε κανένα από τα υποδείγματα δεν υπάρχει ένδειξη δομικής αλλαγής σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και κάτω. Οι τιμές αφορούν στο t-statistic των συντελεστών των ψευδομεταβλητών.
 5. Ο όρος RESET αναφέρεται στον έλεγχο Ramsey (βλ. Παράρτημα), ενώ εντός παρένθεσης αναφέρεται ο αριθμός των δυνάμεων των θεωρητικών τιμών της συνάρτησης. Ο όρος X αφορά στον εντοπισμό οικονομετρικού σφάλματος σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Οι τιμές αφορούν στην f-statistic με τη μηδενική υπόθεση (null hypothesis) να είναι ότι το υπόδειγμα δεν είναι σταθερό.
 6. Ο όρος White αναφέρεται στο αντίστοιχο έλεγχο για ετεροσκεδαστικότητα στα κατάλοιπα. Ο όρος X αφορά στον εντοπισμό οικονομετρικού σφάλματος σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Οι τιμές αφορούν στην f-statistic με τη μηδενική υπόθεση (null hypothesis) να είναι ότι το υπόδειγμα πάσχει από ετεροσκεδαστικότητα στα κατάλοιπα. Σε περίπτωση που εντοπισθεί σχετικό σφάλμα σε επίπεδο σημαντικότητας 5% πραγματοποιείται διόρθωση στο υπόδειγμα βάσει της μεθόδου Newey and West (1987). Οι «διορθωμένες» τιμές των τυπικών σφαλμάτων αναφέρονται δίπλα στις αρχικές εκτιμήσεις των τυπικών σφαλμάτων.

Οι μεταβλητές που βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές είναι αυτές της αύξησης των επενδύσεων και η μεταβλητή που χρησιμοποιήθηκε ως αντιπροσωπευτική (prox) της κατανάλωσης (λιανικές πωλήσεις). Η τελευταία έχει σαφώς μεγαλύτερη επίδραση από την αντίστοιχη των επενδύσεων, όπως φανερώνουν οι εκτιμηθείσες παράμετροι των αντίστοιχων μεταβλητών (περίπου 0.07 για τις επενδύσεις σε σχέση με 0.196 για την κατανάλωση-λιανικές πωλήσεις). Σημαντικοί προσδιοριστικοί παράγοντες του ρυθμού μεγέθυνσης φαίνεται να είναι επίσης οι αυτοπαλίνδρομοι όροι (AR) και οι κινητοί μέσοι (MA). Ο αυτοπαλίνδρομος όρος δείχνει ότι οι τρέχοντες ρυθμοί μεγέθυνσης προσδιορίζονται από τη μεγέθυνση της οικονομίας που έχει προηγηθεί. Ο κινητός μέσος των καταλοίπων δείχνει ότι η μεγέθυνση του προϊόντος επηρεάζεται από τη συνολική παραγωγικότητα της οικονομίας, ή με άλλα λόγια από όλους τους άλλους παράγοντες που δεν έχουν συμπεριληφθεί στο υπόδειγμα ή/και δεν είναι μετρήσιμοι. Σημαντική αρνητική επίδραση στη μεγέθυνση της οικονομίας φαίνεται πως είχαν οι μεταβολές του πληθωρισμού.

Τα αποτελέσματα δεν μεταβάλλονται σημαντικά όταν χρησιμοποιηθεί για την κίνηση κεφαλαίων ο λόγος του συνόλου τους προς τα συνολικά συναλλαγματικά αποθέματα [πίνακας 9(3)] και οι ροές επιχειρηματικών κεφαλαίων (άμεσες ξένες επενδύσεις) ως ποσοστό του Α.Ε.Π.⁵⁵ [πίνακας 9(4)]. Οι μεταβλητές της κίνησης κεφαλαίων δεν είναι στατιστικά σημαντικές σε καμιά περίπτωση. Αξίζει, νομίζουμε, να σημειωθεί ότι μόνο στην περίπτωση των ξένων άμεσων επενδύσεων («επιχειρηματικά κεφάλαια») το πρόσημο είναι το αναμενόμενο: δείχνει δηλαδή, μια θετική επίδραση- έστω μη στατιστικώς σημαντική- επί του ρυθμού μεγέθυνσης. Στις άλλες περιπτώσεις το αρνητικό πρόσημο δημιουργεί ένα επιπρόσθετο ερώτημα. Όσον αφορά στις υπόλοιπες μεταβλητές και στις δύο περιπτώσεις [πίνακας 9(3) και 9(4)] δεν είναι στατιστικά σημαντικές ούτε οι μεταβλητές έντασης των περιορισμών της κίνησης κεφαλαίων, ούτε η εξωστρέφεια της ελληνικής οικονομίας (XM_t). Στατιστικά σημαντικοί προσδιοριστικοί παράγοντες του ρυθμού μεγέθυνσης εξακολουθούν να παραμένουν σε όλες σχεδόν τις παλινδρομήσεις μόνον ο ρυθμός αύξησης των ακαθάριστων επενδύσεων παγίου κεφαλαίου και η κατανάλωση (λιανικές πωλήσεις).

Η «ανάλυση των άκρων» (extreme bound analysis), δεν τροποποιεί σημαντικά τη στατιστική σημαντικότητα και τις τιμές των παραμέτρων των ερμηνευτικών

⁵⁵ Η συγκεκριμένη ανεξάρτητη μεταβλητή ενδιαφέροντος έχει μετασχηματισθεί ως η διαφορά μεταξύ δύο διαδοχικών τριμήνων για να γίνει στάσιμη.

μεταβλητών. Οι μεταβλητές ενδιαφέροντος παραμένουν στατιστικά μη σημαντικές σε όλες τις παλινδρομήσεις, ενώ οι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές της επένδυσης και της κατανάλωσης είναι σε όλες τις περιπτώσεις σημαντικές με τις εκτιμώμενες παραμέτρους τους να κυμαίνονται περί το 0.07 και 0.19 αντίστοιχα.

Όπως φαίνεται και στο τέλος του κάθε πίνακα⁵⁶, τα υποδείγματα όταν υποστούν τους σχετικούς οικονομετρικούς ελέγχους δεν παρουσιάζουν σημαντικά οικονομετρικά σφάλματα σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Όπου εντοπίστηκε πρόβλημα ετεροσκεδαστικότητας, αυτό διορθώθηκε με τη μέθοδο Newey and West.

⁵⁶ Αναλυτικά στοιχεία στο παράρτημα του τρίτου μέρους και στο παράρτημα του παρόντος κεφαλαίου.

Πίνακας 9(3): Ρυθμός μεγέθυνσης και συνολικές ροές κεφαλαίων προς συνολικά συναλλαγματικά αποθέματα (CAPRES_t)

Εξαρτημένη Μεταβλητή: g_t	Βασικό Υπόδειγμα	(T)	EBA 1	(T)	EBA 2	(T)	EBA 3	(T)	EBA 4	(T)	EBA 5	(T)
Σταθερά	0.01*** (0.003)		0.012*** (0.003)		0.009*** (0.003)		0.01* (0.005)		0.01*** (0.003)/(0.003)		0.008***** (0.0029)/(0.003)	
I_t	0.067* (0.034)	<u>0.66</u>	0.069** (0.034)		0.07** (0.033)	<u>0.59</u>	0.075** (0.033)	<u>0.66</u>	0.072**/X (0.035)/(0.045)	<u>0.6</u>	0.061* (0.034)/(0.032)	<u>0.64</u>
XM_t	-0.03 (0.065)	<u>0.67</u>	-0.044 (0.067)		-0.014 (0.062)	<u>0.66</u>	-0.016 (0.06)	<u>0.67</u>	-0.038 (0.065)/(0.084)	<u>0.65</u>	-0.022 (0.063)/(0.065)	<u>0.64</u>
$Miniane_t$	-0.006 0.012	<u>0.98</u>	-0.013 (0.013)		-0.006 (0.012)	<u>0.94</u>	0.013 (-0.009)	<u>0.94</u>	-0.006 (0.012)/(0.014)	<u>0.95</u>	0.004 (0.015)/(0.014)	<u>0.98</u>
$CAPRES_t$	-0.001 (0.006)	<u>0.97</u>	-0.002 (0.006)		-0.001 (0.006)	<u>0.96</u>	-0.0002 (0.006)	<u>0.87</u>	-0.0003 (0.006)/(0.004)	<u>0.77</u>	-0.003 (0.006)/(0.004)	<u>0.73</u>
AR(1)	0.659*** (0.069)		0.66*** (0.071)		0.624*** (0.087)		0.624*** (0.087)		0.667*** (0.067)/(0.044)		0.695*** (0.067)/(0.051)	
AR(3)	-0.475*** (0.062)		-0.46*** (0.07)		-0.46*** (0.071)		-0.447*** (0.071)		-0.481 (0.076)/(0.082)		-0.56*** (0.056)/(0.062)	
MA(1)	-0.2*** (0.032)		-0.18*** (0.043)		-		-		-0.2*** (0.028)/(0.034)		-0.25*** (0.081)/(0.072)	
MA(3)	0.56*** (0.048)		0.496*** (0.093)		0.418*** (0.098)		0.402*** (0.096)		0.545*** (0.091)/(0.093)		0.566*** (0.1)/(0.073)	
MA(5)	0.594*** (0.043)		0.63*** (0.074)		0.536*** (0.099)		0.561*** (0.101)		0.605*** (0.028)/(0.034)		0.549*** (0.083)/(0.081)	
VFX_t			0.003 (0.055)									
$V_{\pi t}$			-0.208 (0.13)									
Emp_t					-0.04 (0.141)	<u>0.88</u>						
B_t					-0.03 (0.173)	<u>0.75</u>						
$ULabCost_t$							0.0005 (0.003)	<u>0.87</u>				
VTB_t							-0.005 (0.007)	<u>0.96</u>				
$Life_t$									-2.063 (3.061)/(2.41)	<u>0.88</u>		
FX_t									-0.014 (0.085)/(0.085)	<u>0.78</u>		
$Current_t$											-0.039 (0.027)/(0.026)	<u>0.71</u>
$Retail_t$											0.19*** (0.069)/(0.07)	<u>0.97</u>
Dummy 1989	<u>0.8</u>		<u>0.56</u>		<u>0.74</u>		<u>0.69</u>		<u>0.79</u>		<u>0.62</u>	
Dummy 1990	<u>1.34</u>		<u>0.71</u>		<u>1.21</u>		<u>1.32</u>		<u>1.13</u>		<u>0.93</u>	
Dummy 1994	<u>1.63</u>		<u>1.24</u>		<u>1.72*</u>		<u>1.58</u>		<u>1.49</u>		<u>0.85</u>	
RESET < 5%	<u>2.27</u>		<u>1.22</u>		<u>1.13</u>		<u>1.35</u>		<u>1.96</u>		<u>2.77X</u>	
White < 5%	<u>1.898</u>		<u>1.8</u>		<u>1.28</u>		<u>1.25</u>		<u>2.73X</u>		<u>4.21X</u>	
Παρατηρήσεις	<u>77</u>		<u>76</u>		<u>77</u>		<u>77</u>		<u>77</u>		<u>77</u>	
R^2	0.56		0.58		0.52		0.53		0.56		0.60	
Adj- R^2	0.50		0.51		0.45		0.45		0.49		0.54	

Σημ: Οπ. π.

Πίνακας 9(4): Ρυθμός μεγέθυνσης και Άμεσες Επενδύσεις προς το Α.Ε.Π. (FDIGDP_t)

Εξαρτημένη Μεταβλητή: g _t	Βασικό Υπόδειγμα	(T)	EBA 1	(T)	EBA 2	(T)	EBA 3	(T)	EBA 4	(T)	EBA 5	(T)
Σταθερά	0.009*** (0.003)		0.012*** (0.003)		0.01*** (0.003)		0.01*** (0.005)		0.01**/** (0.003)/(0.003)		0.007**/** (0.0027)/(0.0029)	
I _t	0.069* (0.035)	0.66	0.074** (0.035)	0.48	0.069* (0.036)	0.59	0.078** (0.034)	0.66	0.073**/X (0.035)/(0.048)	0.6	0.066* (0.034)/(0.034)	0.64
XM _t	-0.031 (0.066)	0.68	-0.05 (0.068)	0.5	-0.029 (0.068)	0.66	-0.017 (0.061)	0.67	-0.04 (0.066)/(0.088)	0.65	-0.011 (0.063)/(0.07)	0.65
Miniane _t	-0.007 (0.014)	0.98	-0.015 (0.014)	0.98	-0.007 (0.014)	0.94	-0.011 (0.014)	0.94	-0.007 (0.014)/(0.014)	0.95	0.003 (0.015)/(0.013)	0.98
FDIGDP _t	0.007 (0.068)	0.99	0.0002 (0.072)	0.91	0.008 (0.07)	0.98	0.014 (0.064)	0.98	0.01 (0.069)/(0.04)	0.98	0.016 (0.067)/(0.048)	0.97
AR(1)	0.662*** (0.069)		0.675*** (0.074)		0.663*** (0.07)		0.626*** (0.085)		0.666*** (0.067)/(0.043)		0.683*** (0.068)/(0.052)	
AR(3)	-0.472*** (0.062)		-0.45*** (0.072)		-0.48*** (0.062)		-0.44*** (0.071)		-0.479*** (0.078)/(0.082)		-0.538*** (0.054)/(0.064)	
MA(1)	-0.198*** (0.032)		-0.17*** (0.041)		-0.19*** (0.033)		-		-0.196*** (0.03)/(0.034)		-0.2*** (0.059)/(0.06)	
MA(3)	0.557*** (0.048)		0.471*** (0.088)		0.554*** (0.044)		0.397*** (0.094)		0.543*** (0.093)/(0.095)		0.562*** (0.067)/(0.066)	
MA(5)	0.596*** (0.045)		0.648*** (0.074)		0.59*** (0.041)		0.57*** (0.099)		0.607*** (0.03)/(0.034)		0.59*** (0.066)/(0.076)	
VFX _t			-0.002 (0.057)	0.87								
Vπt			-0.212* (0.126)	0.90								
Emp _t					-0.019 (0.176)	0.88						
B _t					-0.035 (0.101)	0.76						
ULabCost _t							-0.0006 (0.003)	0.95				
VTB _t							-0.005 (0.007)	0.98				
Life _t									-2.103 (3.016)/(2.24)	0.9		
FX _t									-0.015 (0.083)/(0.084)	0.94		
Current _t											-0.032 (0.024)/(0.029)	0.95
Retail _t											0.197*** (0.066)/(0.071)	0.95
Dummy 1989	0.79		0.66		0.89		0.67		0.62		0.98	
Dummy 1990	1.17		0.82		1.19		1.32		1.03		1.13	
Dummy 1994	1.63		1.33		1.75*		1.61		1.46		1.06	
RESET < 5%	0.78		2.23		0.24		0.4		1.99		0.12	
White < 5%	1.86		1.73		1.4		1.26		2.61X		4.42X	
Παρατηρήσεις	77		76		77		77		77		77	
R ²	0.56		0.58		0.56		0.53		0.56		0.62	
Adj-R ²	0.50		0.51		0.49		0.45		0.48		0.55	

Σημ: Οπ. π.

9.3 Συμπεράσματα

Σκοπός της ανάλυσής μας ήταν να εντοπιστεί εάν υπάρχει και σε ποιο βαθμό σύνδεση των ροών κεφαλαίου με την μεγέθυνση του ελληνικού Α.Ε.Π. κατά τις δύο δεκαετίες πριν την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ (1980-2000). Και οι δύο μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν, η μέθοδος της αιτιότητας κατά Granger όπως και αυτή της πολλαπλής παλινδρόμησης, δεν εντόπισαν στατιστικά σημαντική αιτιακή σχέση μεταξύ οικονομικής μεγέθυνσης και ροών κεφαλαίου. Οι ροές κεφαλαίων στην Ελλάδα ενσωματώθηκαν στα υποδείγματα μέσω τριών εναλλακτικών μεταβλητών: των καθαρών συνολικών ροών κεφαλαίου ως ποσοστό του Α.Ε.Π. ($CAPGDP_t$), των καθαρών συνολικών ροών κεφαλαίου ως ποσοστό των συνολικών συναλλαγματικών διαθεσίμων ($CAPRES_t$) και των επιχειρηματικών κεφαλαίων (Άμεσες Ξένες Επενδύσεις) ως ποσοστό του Α.Ε.Π. ($FDIGDP_t$). Καμία δεν διακρίθηκε, ενώ οι δύο εξ αυτών χαρακτηρίζονται, εξάλλου από πρόσημο αρνητικό. Το πρόσημο στην εκτίμηση της παραμέτρου των άμεσων ξένων επενδύσεων διαφοροποιείται εμφανιζόμενο θετικό. Το αποτέλεσμα αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι άμεσες ξένες επενδύσεις μπορεί να έχουν θετική επίδραση στην οικονομία, η οποία ίσως δεν ήταν επαρκής κατά την εξεταζόμενη την περίοδο 1980-2000. Από την άλλη πλευρά το αρνητικό πρόσημο των συντελεστών των δύο άλλων ερμηνευτικών μεταβλητών φανερώνει ότι είναι πιθανό οι ροές κεφαλαίων να αποτελούν ανασταλτικό παράγοντα της οικονομικής μεγέθυνσης. Αυτό μπορεί να οφείλεται στην πρόκληση αβεβαιότητας και αστάθειας στην οικονομία λόγω υψηλών και απότομων εκροών.

Στις παλινδρομήσεις που κάναμε δεν επιβεβαιώθηκε ότι η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων –όπως επιχειρήσαμε να την μετρήσουμε, βάσει των δεικτών *Miniane* και *Open*- είχε κάποια συνεισφορά στην οικονομική μεγέθυνση. Και οι δύο εναλλακτικές μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στην ανάλυση βρέθηκαν μη στατιστικά σημαντικές. Το αποτέλεσμα αυτό υποδηλώνει ότι οι επιβαλλόμενοι περιορισμοί στην κίνηση των κεφαλαίων πιθανότητα δεν είχαν συγκεκριμένη ανασταλτική επίδραση στην μεγέθυνση της οικονομίας, αφού η άμβλυνσή τους δεν φαίνεται να σχετίζεται αιτιακά με την αύξηση του ρυθμού μεγέθυνσης (g_t).

Ο ρυθμός μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας φαίνεται να προσδιορίζεται από την επίδοση σε προγενέστερες περιόδους (αυτοπαλίνδρομοι όροι) και από τη συνολική παραγωγικότητα της οικονομίας (κινητοί μέσοι). Η οικονομική μεγέθυνση στην Ελλάδα σύμφωνα με τα αποτελέσματά μας φαίνεται να εξαρτάται κατά βάση από την κατανάλωση ($Retail_t$) και από τις πραγματικές επενδύσεις (ακαθάριστες

επενδύσεις παγίου κεφαλαίου), με την κατανάλωση να έχει σαφώς μεγαλύτερη επίδραση στο Α.Ε.Π. σε σχέση με τις επενδύσεις (I_t). Αρνητικά στο ελληνικό Α.Ε.Π. φαίνεται ότι επέδρασαν μόνο οι διακυμάνσεις (μεταβλητότητα) του πληθωρισμού ($V\pi_t$), που σε δύο περιπτώσεις καταγράφουν επίδραση στατιστικώς σημαντική⁵⁷.

Συμπερασματικά θα λέγαμε ότι το βασικό επιχείρημα των οπαδών της απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων στην περίπτωση της ελληνικής οικονομίας την περίοδο 1980-2000 δεν επιβεβαιώνεται. Σε μία μικρή ανοικτή οικονομία, όπως η ελληνική, για τις δύο δεκαετίες που προηγήθηκαν της ένταξης στην ΟΝΕ (1980-2000) οι ροές ξένων κεφαλαίων δεν φαίνεται να σχετίζονται αιτιακά με τους ρυθμούς μεγέθυνσης του Α.Ε.Π.

⁵⁷ Πρβλ. Πίνακας 9(1) και 9(3)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10

ΚΙΝΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ

Ένα από τα βασικά επιχειρήματα υπέρ της ανεμπόδιστης κίνησης των κεφαλαίων, είναι όπως ήδη αναλύθηκε ότι χάρις σ' αυτήν εξομαλύνονται οι διακυμάνσεις της ζήτησης σε μία οικονομία, με αποτέλεσμα να περιορίζεται η μεταβλητότητα της κατανάλωσης και του προϊόντος. Θα ελέγξουμε το επιχείρημα αυτό για την ελληνική οικονομία διερευνώντας σε ποιο βαθμό η κίνηση των κεφαλαίων είχε ευεργετική επίδραση προς την κατεύθυνση του περιορισμού των διακυμάνσεων του προϊόντος και της κατανάλωσης.

10.1 Εξειδίκευση υποδείγματος

Αρχικά η μακροοικονομική μεταβλητότητα θα μετρηθεί με την τυπική απόκλιση του ρυθμού μεγέθυνσης του Α.Ε.Π., αλλά και της τελικής συνολικής κατανάλωσης. Ακολουθώντας τη μεθοδολογία των Kose, Prasad, Rogoff and Wei (2003a, 2003β) και Kose, Prasad Terrones (2005) θα χωρίσουμε την υπό εξέταση περίοδο σε δύο υπο-περιόδους: η πρώτη εκτείνεται από το 1984 έως το 1994 και η δεύτερη από το 1994 έως το 1998. Ο διαχωρισμός αυτός στηρίζεται στο γεγονός ότι το 1994 η χώρα εισήλθε σε ένα καθεστώς πλήρους απελευθέρωσης της κίνησης των κεφαλαίων. Σύμφωνα με τα θεωρητικά επιχειρήματα υπέρ της απελευθέρωσης της κίνησης των κεφαλαίων η μεταβλητότητα τόσο του ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, όσο και του ρυθμού αύξησης της συνολικής κατανάλωσης θα έπρεπε να μειωθεί από τη μία περίοδο στην άλλη ως αποτέλεσμα της ανεμπόδιστης πλέον κίνησης των κεφαλαίων.

Μία ανάλυση αυτής της μορφής είναι στατική και δεν αναδεικνύει τις σχέσεις αιτιότητας. Ως εναλλακτική λύση θα χρησιμοποιηθεί ένας κυλιόμενος τριμηνιαίος μέσος της τυπικής απόκλισης προκειμένου να διερευνηθεί η εξέλιξη της μακροοικονομικής μεταβλητότητας καθόλη τη διάρκεια της περιόδου που εξετάζουμε.

Τέλος θα χρησιμοποιήσουμε τις μεθόδους αιτιότητας Granger και πολλαπλής παλινδρόμησης. Εξαρτημένες μεταβλητές σε όλες τις περιπτώσεις είναι η

μεταβλητότητα του ρυθμού μεγέθυνσης του Α.Ε.Π. και η μεταβολή της τελικής συνολικής κατανάλωσης.

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που θα χρησιμοποιηθούν στον έλεγχο αιτιότητας Granger είναι οι εξής:

- $CAPGDP_t$: οι συνολικές καθαρές ροές ξένων κεφαλαίων ως ποσοστό του ελληνικού Α.Ε.Π. (Buch, Dörke and Pierdzioch, 2002)
- $CAPRES_t$: οι συνολικές ροές ξένων κεφαλαίων ως ποσοστό των ελληνικών συναλλαγματικών διαθεσίμων (Petroulas, 2007)
- $CAPSTD_t$: η μεταβλητότητα των καθαρών συνολικών ροών ξένων κεφαλαίων, υπολογιζόμενη ως ο κυλιόμενος μέσος της τυπικής απόκλισης του ρυθμού μεταβολής του τελευταίου τριμήνου.

Το υπόδειγμα της γραμμικής πολλαπλής παλινδρόμησης θα έχει την εξής γενική μορφή:

$$Vg_t = \alpha_0 + \alpha_1 VCAPITAL + \alpha_2 VPOLICY + \alpha_3 EXOGENOUS + U_t,$$

$$VC_t = \alpha_0 + \alpha_1 VCAPITAL + \alpha_2 VPOLICY + \alpha_3 EXOGENOUS + U_t,$$

όπου Vg_t και VC_t είναι αντίστοιχα οι εξαρτημένες μεταβλητές και, συγκεκριμένα, η μεταβλητότητα του ρυθμού μεγέθυνσης του Α.Ε.Π. [(Ramey and Ramey 1995), (Martin and Rogers 2000)] και η μεταβλητότητα της τελικής συνολικής κατανάλωσης (Kose, Prasad, Rogoff and Wie, 2003α, 2003β) σε σταθερές τιμές. Και στις δύο περιπτώσεις βάση για τη δημιουργία των μεταβλητών είναι ο κυλιόμενος μέσος της τυπικής απόκλισης των τριών τελευταίων μηνών. Η μεταβλητή $VCAPITAL$ αναφέρεται στο βαθμό ανοίγματος της ελληνικής αγοράς στα ξένα κεφάλαια. Αντλώντας από τη μεθοδολογία των Buch, Dörke and Pierdzioch (2002) προκύπτει η μεταβλητή $VPOLICY$, που αναφέρεται στη μεταβλητότητα των ακολουθούμενων νομισματικών, δημοσιονομικών και συναλλαγματικών πολιτικών. Η μεταβλητή $EXOGENOUS$ τέλος περιλαμβάνει ψευδομεταβλητές που σχετίζονται με ενδεχόμενες δονήσεις από το εξωτερικό οφειλόμενες σε διεθνείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις.

Για την ενσωμάτωση της μεταβλητότητας των ακολουθούμενων πολιτικών (μεταβλητή $VPOLICY$) χρησιμοποιούνται, συγκεκριμένα οι εξής εναλλακτικές εξειδικεύσεις:

- $Vi_{\delta t}$: προοριζόμενη να εκτιμήσει τις επιπτώσεις των αλλαγών της νομισματικής πολιτικής, προκύπτει ως η μεταβλητότητα του ελληνικού

εντόκου γραμματίου εξάμηνης διάρκειας, μετρημένη με τον κυλιόμενο μέσο της τυπικής τριμηνιαίας απόκλισης.

- VB_t : προορίζεται να εκτιμήσει τις επιπτώσεις των αλλαγών της δημοσιονομικής πολιτικής και ορίζεται ως η τυπική τριμηνιαία απόκλιση του ρυθμού μεταβολής του δημοσιονομικού πλεονάσματος/ελλείμματος.
- VFX_{ECU_t} : επιφορτίζεται με την εκτίμηση των επιπτώσεων της συναλλαγματικής πολιτικής και ορίζεται ως η τυπική τριμηνιαία απόκλιση του ρυθμού μεταβολής της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής έναντι της Ευρωπαϊκής Συναλλαγματικής Μονάδας (ECU)⁵⁸.
- Οι εξωγενείς «δονήσεις» που οφείλονται σε διεθνείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις προσεγγίζονται με τη χρήση τριών ψευδομεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν και στα προηγούμενα κεφάλαια. Η ψευδομεταβλητή ERM_t που αφορά στην κρίση του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών που έπληξε τις ευρωπαϊκές οικονομίες κατά τη διάρκεια του έτους 1992. Παίρνει την τιμή 1 τα τρία τελευταία τρίμηνα του 1992 και την τιμή 0 στις υπόλοιπες παρατηρήσεις. Η ψευδομεταβλητή MEX_t που αφορά στην κρίση του Μεξικού το 1994-95. Παίρνει την τιμή 1 τα δύο πρώτα τρίμηνα του 1995 και την τιμή 0 στις υπόλοιπες παρατηρήσεις. Η ψευδομεταβλητή $ASIA_t$ που αφορά στην κρίση της Ν.Α. Ασίας το 1997-98. Παίρνει την τιμή 1 τα δύο τελευταία τρίμηνα του 1997 και την τιμή 0 στις λοιπές παρατηρήσεις⁵⁹.

Όλες οι μεταβλητές θα ελεγχθούν για στασιμότητα (Augmented Dicky-Fuller και Phillips-Perron), αυτοσυσχέτιση (Breusch-Godfrey), ετεροσκεδαστικότητα (White και ARCH) και σταθερότητα (RESET και CUSUM)⁶⁰.

Τα στατιστικά στοιχεία είναι τριμηνιαία, καλύπτουν την περίοδο 1984-1998 και προέρχονται από την «Τράπεζα της Ελλάδος».

⁵⁸ Πρόκειται για την νομισματική μονάδα της ΕΟΚ η οποία υιοθετήθηκε το 1979. Η αξία του προέκυψε από την σταθμισμένη αξία των νομισμάτων των χωρών μελών της ΕΟΚ. Την μεγαλύτερη συμμετοχή στο «καλάθι» είχαν το γερμανικό μάρκο (περί το 32%) και το γαλλικό φράγκο (περί το 20%). Την 1/1/1999 αντικαταστάθηκε από το ευρώ. Πρβλ. Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, <http://www.ecb.int/home/glossary/html/glosse.en.html#192>

⁵⁹ Η ψευδομεταβλητή που αφορά στην κρίση της Ρωσίας το 1998 δεν χρησιμοποιήθηκε στο υπόδειγμα διότι δημιουργούσε προβλήματα αυτοσυσχέτισης των καταλοίπων.

⁶⁰ Βλ. Παράρτημα Κεφαλαίου 10

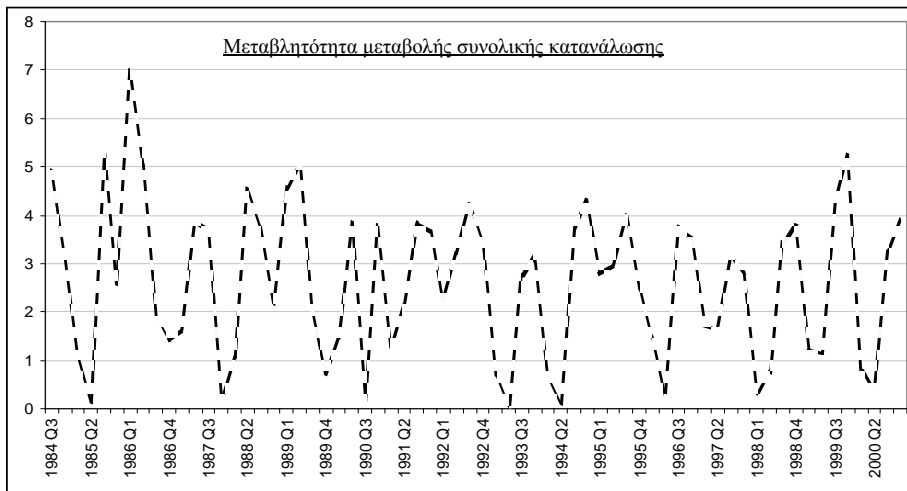
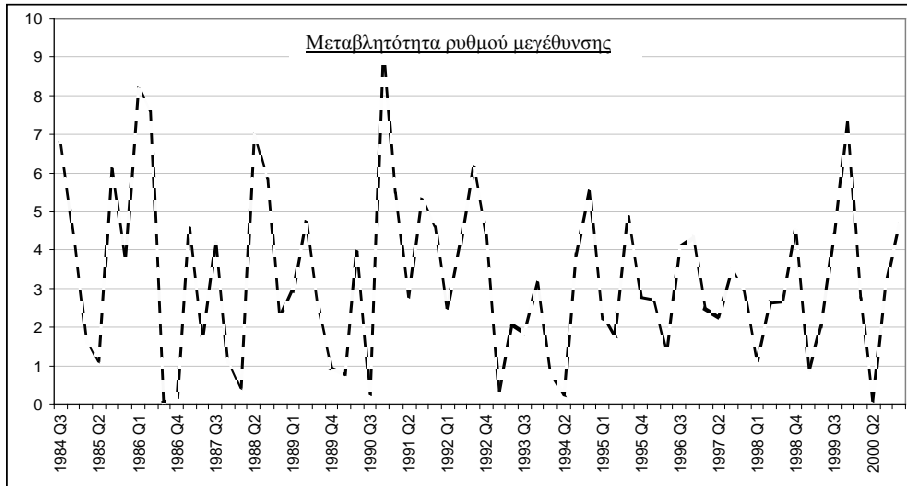
10.2 Αποτελέσματα οικονομετρικών εκτιμήσεων.

Μία πρώτη ένδειξη για τη μεταβλητότητα του ρυθμού μεγέθυνσης και της κατανάλωσης προέρχεται από την μέτρηση της τυπικής τους απόκλισης τις δύο διακριτές περιόδους. Την περίοδο 1984-1994 η μεταβλητότητα του ρυθμού μεγέθυνσης ήταν 3,84 και της κατανάλωσης 2,8, ενώ την περίοδο 1994-2000 έπεσε σε 2,97 και 2,47 αντίστοιχα.⁶¹.

Οι ενδείξεις αυτές δεν αρκούν για να υποστηριχθεί ότι η μείωση αυτή οφείλεται στην πλήρη απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων. Το γράφημα 10(1) όπου αποτυπώνεται ο τριμηνιαίος κυλιόμενος μέσος της τυπικής απόκλισης των ρυθμών μεταβολής του πραγματικού Α.Ε.Π. και της πραγματικής συνολικής κατανάλωσης δεν δείχνει να υπήρξε συστηματική μείωση της μεταβλητότητας μετά το 1994. Η μεταβλητότητα της μεγέθυνσης παρά τις δύο εξάρσεις τα έτη 1986 και 1990, διατηρείται σχετικά χαμηλά τα υπόλοιπα χρόνια της περιόδου 1984-1994 και είναι αντίστοιχη με αυτή της περιόδου 1994-2000. Η μεταβλητότητα της συνολικής κατανάλωσης, με εξαίρεση το υψηλό του πρώτου τριμήνου του 1986, ακολουθεί ένα πρότυπο παραπλήσιο καθόλη την διάρκεια της περιόδου 1984-2000

⁶¹ Ο πίνακας Π.10(1) του παραρτήματος του κεφαλαίου 10 περιλαμβάνει βασικές περιγραφικές στατιστικές για τον ρυθμό μεταβολής του Α.Ε.Π. και την συνολική κατανάλωση, μεταξύ αυτών και την τυπική απόκλιση των περιόδων 1984-1994 και 1994-2000.

Γράφημα 10(1): Τριμηνιαίος κυλιόμενος μέσος της τυπικής απόκλισης των ρυθμών μεταβολής του πραγματικού Α.Ε.Π. και της πραγματικής Συνολικής Κατανάλωσης (1984-2000)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος. Δική μας επεξεργασία.

Τα αποτελέσματα του ελέγχου αιτιότητας Granger παρουσιάζονται στον πίνακα 10(1). Οι συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων ως % του Α.Ε.Π. ($CAPGDP_t$) δεν συνδέονται με σχέση αιτιότητας με τη μεταβλητότητα του ρυθμού μεγέθυνσης, ή με τη μεταβλητότητα της τελικής κατανάλωσης. Ούτε οι συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων ως προς τα συναλλαγματικά διαθέσιμα ($CAPRES_t$) φαίνεται να έχουν στατιστικά σημαντική αιτιακή σχέση με την μακροοικονομική μεταβλητότητα. Εξάιρεση αποτελεί ο έλεγχος με χρονική υστέρηση τεσσάρων τριμήνων οπότε

εμφανίζεται μια αιτιακή σχέση στατιστικά σημαντική με πιθανότητα 10%. Η μεταβλητότητα των καθαρών συνολικών ροών κεφαλαίων ($CAPSTD_t$) φαίνεται να έχει σχετική ερμηνευτική αξία, κυρίως ως προς την μεταβλητότητα της κατανάλωσης, αφού φαίνεται να έχει αιτιακή σχέση είτε χρησιμοποιηθεί ένα, είτε τέσσερα τρίμηνα χρονικής υστέρησης.

Πίνακας 10(1): Έλεγχος αιτιότητας Granger

Χρονική Υστέρηση	1 τρίμηνο	2 τρίμηνα	3 τρίμηνα	4 τρίμηνα
$CAPGDP_t \rightarrow Vg_t$	0.034	0.111	0.49	1.223
$CAPGDP_t \rightarrow VC_t$	0.301	0.168	0.716	1.07
$CAPRES_t \rightarrow Vg_t$	0.733	0.552	1.59	2.822*
$CAPRES_t \rightarrow VC_t$	0.171	0.183	1.987	2.139*
$CAPSTD_t \rightarrow Vg_t$	1.362	0.514	0.415	2.203*
$CAPSTD_t \rightarrow VC_t$	3.003*	1.169	1.075	3.743**
Παρατηρήσεις	57	56	55	54

Σημ. Στον πίνακα παρουσιάζονται οι τιμές της F-statistic.

Τα (*), (**) και (***) υποδηλώνουν την ύπαρξη αιτιότητας Granger σε 10%, 5% και 1% επίπεδο σημαντικότητας.

Τα αποτελέσματα της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης φαίνονται στους δύο πίνακες που ακολουθούν⁶²:

⁶² Τα αποτελέσματα ελέγχθηκαν επιτυχώς για σταθερότητα (έλεγχοι RESET και CUSUM), για αυτοσυσχέτιση στα κατάλοιπα (έλεγχος Brausch Godfrey) και στη διακύμανση (έλεγχος για ARCH αποτέλεσμα) και τέλος για ετεροσκεδαστικότητα (έλεγχος White). Οι μεταβλητές ελέγχθηκαν για στασιμότητα και για υψηλή συσχέτιση μεταξύ τους. Τα αποτελέσματα αναφέρονται στο τέλος των πινάκων 10(2) και 10(3), καθώς και στο παράρτημα του κεφαλαίου.

Πίνακας 10(2): Πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση – Εξαρτημένη μεταβλητή: Μεταβλητότητα του Α.Ε.Π. (Vg_t)

	Αρχικό Υπόδειγμα	KK1	KK2	KK3	ΕΞ1	ΕΞ2	ΕΞ3
σταθερά	2.707*** (0.438)	2.713*** (0.457)	2.799*** (0.492)	2.921*** (0.453)	2.473*** (0.465)	2.545*** (0.501)	2.703*** (0.46)
VB_t	0.024 (0.056)	0.024 (0.057)	0.021 (0.057)	0.011 (0.056)	0.034 (0.058)	0.035 (0.057)	0.023 (0.057)
Vi_{6t}	-0.454 (0.532)	-0.449 (0.546)	-0.467 (0.537)	-0.551 (0.529)	-0.408 (0.613)	-0.372 (1.262)	-0.474 (0.572)
VFX_{ECU_t}	0.436*** (0.114)	0.437*** (0.116)	0.452*** (0.121)	0.435*** (0.112)	0.459*** (0.115)	0.47*** (0.12)	0.46*** (0.112)
$CAPGDP_t$		-0.002 (0.046)			0.008 (0.051)		
$CAPRES_t$			-0.005 (0.013)			-0.003 (0.013)	
$CAPSTD_t$				-0.0002 (0.0002)			-0.0002 (0.0002)
ERM_t					2.358** (1.137)	2.303** (1.136)	2.283** (1.103)
Mex_t					-0.509 (1.341)	-0.512 (1.428)	-0.504 (1.397)
$Asia_t$					0.015 (1.429)	-0.15 (0.581)	-0.058 (1.195)
<i>Παρατηρήσεις</i>	57	57	57	57	57	57	57
R^2	0.26	0.26	0.26	0.29	0.32	0.32	0.35
Adj- R^2	0.21	0.20	0.20	0.23	0.22	0.22	0.26
F-stat	6.01	4.46	4.52	5.27	3.28	3.28	3.75
RESET	0.191	0.189	0.305	0.607	0.41	0.469	0.932
B-G	0.749	0.73	0.716	0.687	0.593	0.552	0.539
ARCH	2.394	2.399	2.457	3.212	2.619	2.718	3.443
White	0.54	0.842	0.897	0.587	0.725	0.72	0.539

Σημ: 1. Όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιούνται με χρονική υστέρηση ενός τριμήνου
 2. Τα τυπικά σφάλματα αναφέρονται εντός παρενθέσεων
 3. ***, **, * υποδηλώνουν επίπεδο σημαντικότητας 1%, 5% και 10% αντίστοιχα.
 4. Ο πίνακας αναφέρει τα αποτελέσματα των ελέγχων για σταθερότητα (RESET), αυτοσυσχέτιση στα κατάλοιπα (B-G) και στη διακύμανση αυτών (ARCH) και για ετεροσκεδαστικότητα (White). Οι τιμές αναφέρονται στην F-statistic. Σε καμία περίπτωση δεν βρέθηκαν οικονομετρικά σφάλματα σε επίπεδο σημαντικότητας του 5%.

Πίνακας 10(3): Πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση – Εξαρτημένη μεταβλητή: Μεταβλητότητα της συνολικής τελικής κατανάλωσης (VC_t)

	Αρχικό Υπόδειγμα	KK1	KK2	KK3	ΕΞ1	ΕΞ2	ΕΞ3
σταθερά	2.251*** (.323)	2.331*** (0.334)	2.412*** (0.36)	2.477*** (0.326)	2.206*** (0.341)	2.267*** (0.367)	2.363*** (0.331)
VB_t	0.044 (.041)	0.048 0.042	0.04 (0.042)	0.03 (0.04)	0.046 (0.042)	0.038 (0.042)	0.027 (0.041)
Vi_{6t}	-0.605 (0.392)	-0.54 (0.399)	-0.629 (0.393)	-0.708* (0.38)	-0.596 (0.45)	-0.695 (0.427)	-0.811* (0.411)
VFX_{ECU_t}	0.302*** (0.084)	0.312*** (0.085)	0.33*** (0.01)	0.301*** (0.081)	0.334*** (0.085)	0.347*** (0.088)	0.323*** (0.08)
$CAPGDP_t$		-0.031 (0.034)			-0.029 (0.037)		
$CAPRES_t$			-0.01 (0.088)			-0.008 (0.01)	
$CAPSTD_t$				-0.0003** (0.0001)			-0.0003** (0.0001)
ERM_t					1.484* (0.835)	1.488* (0.834)	1.51* (0.793)
Mex_t					1.052 (1.049)	1.026 (1.049)	1.044 (0.859)
$Asia_t$					-0.008 (0.984)	0.119 (0.926)	0.323 (1.004)
<i>Παρατηρήσεις</i>	57	57	57	57	57	57	57
R^2	0.27	0.28	0.29	0.34	0.34	0.34	0.4
Adj- R^2	0.23	0.23	0.23	0.29	0.25	0.25	0.31
f-stat	6.62	5.17	5.22	6.67	3.6	3.61	4.57
RESET	0.002	0.0002	0.099	0.318	0.322	0.594	1.238
B-G	0.695	0.787	0.478	0.446	0.187	0.068	0.043
ARCH	0.092	0.282	0.006	0.019	0.691	0.251	0.27
White	0.739	1.341	1.637	1.355	1.303	1.645	1.538

Σημ: Οπ. π.

Οι παλινδρομήσεις πραγματοποιήθηκαν με επτά εναλλακτικά υποδείγματα για κάθε εξαρτημένη μεταβλητή (μεταβλητότητα ρυθμού μεγέθυνσης και τελικής κατανάλωσης). Το αρχικό υπόδειγμα περιλαμβάνει μόνο την μεταβλητότητα των «μακροοικονομικών πολιτικών», στα υποδείγματα KK1, KK2 και KK3 προσθέτουμε κάθε φορά μία μεταβλητή που αφορά στις κινήσεις κεφαλαίων⁶³ και στα υποδείγματα ΕΞ1 ΕΞ2 και ΕΞ3 συμπεριλαμβάνουμε τις εξωτερικές «δονήσεις» που προκαλούνται πιθανώς από διεθνείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις.

Τα αποτελέσματα ουσιαστικά επιβεβαιώνουν την απουσία ισχυρής και διαχρονικής σχέσης μεταξύ της κίνησης των κεφαλαίων και της μακροοικονομικής

⁶³ Οι μεταβλητές που αφορούν στις κινήσεις κεφαλαίων εισαγόνται στο υπόδειγμα ξεχωριστά λόγω της σχετικά υψηλής συσχέτισης που έχουν μεταξύ τους.

μεταβλητότητας, κατά την περίοδο 1984-1998. Οι μεταβλητές μέτρησης του «ανοίγματος» των αγορών στα ξένα κεφάλαια ($CAPGDP_t$, $CAPRES_t$), που χρησιμοποιούνται κατά κανόνα στις σχετικές έρευνες δεν φαίνεται να σχετίζονται με τη μείωση της μακροοικονομικής μεταβλητότητας. Η μεταβλητή $CAPSTD_t$ (μεταβλητότητα συνολικών ροών) είναι στατιστικά σημαντική ως προς τη μείωση της μεταβλητότητας της συνολικής κατανάλωσης, αλλά έχει επίδραση που μπορεί να θεωρηθεί πρακτικά αμελητέα όπως υποδηλώνει η παράμετρος που εκτιμήθηκε ως ίση με -0.0003 .

Τουναντίον σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει τη μακροοικονομική μεταβλητότητα στην Ελλάδα αναδεικνύεται η διακύμανση της ονομαστικής ισοτιμίας της δραχμής σε σχέση με το ECU ($VFX_{ECU,t}$). Οι διακυμάνσεις αυτές φαίνεται ότι επέδρασαν αρνητικά, αυξάνοντας την μεταβλητότητα του Α.Ε.Π. και της κατανάλωσης. Πέραν τούτου σημαντική αποδεικνύεται ότι ήταν η επίπτωση της κρίσης του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών το 1992 τόσο στη μεταβλητότητα του Α.Ε.Π. όσο και της κατανάλωσης. Πρόκειται για μία συναλλαγματική κρίση που, μεταξύ άλλων, προκάλεσε μεγάλες διακυμάνσεις στα εθνικά νομίσματα των ευρωπαϊκών χωρών. Κρίνοντας από το θετικό πρόσημο της εκτιμηθείσας παραμέτρου φαίνεται ότι η αστάθεια αυτή μεταδόθηκε στους μακροοικονομικούς δείκτες της Ελλάδας.

10.3 Συμπεράσματα.

Από τα παραπάνω αποτελέσματα οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι οι ροές κεφαλαίων δεν φαίνεται να σχετίζονται στενά με την μακροοικονομική μεταβλητότητα κατά την περίοδο 1984-1998. Σύμφωνα με τα αποτελέσματά μας αρνητικός παράγοντας που αύξησε σημαντικά την μεταβλητότητα του ρυθμού μεγέθυνσης και της τελικής κατανάλωσης είναι η μεταβλητότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας μεταξύ ECU και δραχμής. Το αποτέλεσμα αυτό ενδεχομένως να σχετίζεται με τις διαχρονικές ανισορροπίες του εξωτερικού ισοζυγίου της ελληνικής οικονομίας οι οποίες σε ένα βαθμό αντανακλώνται στην ισοτιμία της δραχμής με τα νομίσματα των ευρωπαϊκών εταίρων της. Οι ανισορροπίες αυτές φαίνεται ότι αύξαναν τη μεταβλητότητα του ρυθμού μεγέθυνσης και της κατανάλωσης.

Η ευρωπαϊκή κρίση του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών το 1992 φαίνεται επίσης ότι επέδρασε αρνητικά στην μακροοικονομική μεταβλητότητα. Το αποτέλεσμα αυτό συμπλέει με αποτελέσματα άλλων ερευνών⁶⁴ σύμφωνα με τα οποία χρηματοπιστωτικές κρίσεις, λόγω της ανεμπόδιστης κίνησης των κεφαλαίων, μπορούν να μεταδοθούν σε τρίτες χώρες αυξάνοντας την μακροοικονομική μεταβλητότητα και την αστάθεια της οικονομίας εν γένει.

Συνεπώς με βάση τα ευρήματά μας το επιχείρημα ότι η κίνηση των κεφαλαίων ευνοεί την μείωση της μακροοικονομικής μεταβλητότητας δεν φαίνεται να ισχύει στην περίπτωση της ελληνικής οικονομίας κατά την περίοδο 1984-1998.

⁶⁴ Πρβλ. Κεφάλαιο 3.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Δέκα και πλέον χρόνια μετά την διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση με επίκεντρο τη Ν.Α. Ασία, η κατάσταση στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα παραμένει εύθραυστη. Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση του 2008 καταδεικνύει ότι οι οικονομίες είναι ακόμα περισσότερο επιρρεπείς σε αστάθεια και κρίσεις. Η ανεμπόδιστη κίνηση του κερδοσκοπικού-χρηματιστικού κεφαλαίου, το οποίο έχει πλήρως σχεδόν αποσπαστεί και ανεξαρτητοποιηθεί από τη σφαίρα της παραγωγής, αποτελεί τον συστηματικό αυτουργό των σύγχρονων χρηματοπιστωτικών κρίσεων.

Ο όρος «χρηματιστικό κεφάλαιο» δεν συνηθίζεται να χρησιμοποιείται ευρέως. Αντ' αυτού χρησιμοποιείται κατά κόρον ο όρος «αγορές». Οι «αγορές» προσωποποιούνται και είναι αυτές που επιβάλλουν τους κανόνες της λειτουργίας των εθνικών οικονομιών στο πλαίσιο της παγκοσμιοποίησης. Οι χρηματοπιστωτικές και χρηματιστηριακές «αγορές» καθίστανται το «σκιάχτρο» για τους ιθύνοντες της εθνικής οικονομικής πολιτικής ενώ, υπό ορισμένες συνθήκες, οι αποφάσεις τους μπορεί να υποχρεωθούν σε μία άτυπη έγκριση εκ μέρους των «αγορών». Η απόρριψη των εθνικών οικονομικών αποφάσεων από τις «αγορές» μπορεί να προκαλέσει σοβαρά προβλήματα στη λειτουργία των εθνικών οικονομιών. Ο ασαφής –με την έννοια που χρησιμοποιείται- και γενικός όρος «αγορές» εξυπνοεί το χρηματιστικό-κερδοσκοπικό κεφάλαιο και συγκεκριμένα τους κεφαλαιούχους και διαχειριστές του χρηματιστικού κεφαλαίου: μεταξύ άλλων, τις εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες, τα αμοιβαία κεφάλαια και τα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά ταμεία, τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών (private equity funds), τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων (hedge funds).

Την έκρηξη του χρηματιστικού κεφαλαίου και την ηγεμονία του έναντι του παραγωγικού κεφαλαίου την παρουσιάσαμε στην αρχή της παρούσας έρευνας. Σύμφωνα με τα στοιχεία της έρευνάς μας από τη δεκαετία του 1980 και εντεύθεν οι τοποθετήσεις στην χρηματοπιστωτική σφαίρα της παγκόσμιας οικονομίας έχουν υπερκεράσει τις επενδύσεις στην σφαίρα της παραγωγής, σε βαθμό που σήμερα οι επενδύσεις στην παραγωγή να είναι ένα μικρό κλάσμα σε σχέση με το σύνολο των βραχυπρόθεσμων χρηματοπιστωτικών τοποθετήσεων. Σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα όπως τα παράγωγα τα οποία ήταν σχεδόν άγνωστα πριν τη δεκαετία του '80, σήμερα αφορούν σε συναλλαγές τρισεκατομμυρίων δολαρίων ετησίως. Άλλες,

πιο παραδοσιακές χρηματιστηριακές συναλλαγές όπως η αγοροπωλησία μετοχών, συναλλάγματος, κρατικών ομολόγων, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές, χρόνο με το χρόνο καταρρίπτουν νέα ρεκόρ ύψους συναλλαγών παγκοσμίως. Συνέπεια της εκρηκτικής ανόδου των χρηματιστηριακών συναλλαγών είναι και η γιγάντωση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των εταιριών που δραστηριοποιούνται στον χρηματοοικονομικό τομέα (επενδυτικές τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, αμοιβαία κεφάλαια, κεφάλαια «αντιστάθμισης κινδύνων», κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών κλπ.) σε βαθμό τέτοιο ώστε ενδεχόμενα προβλήματα μεγάλων εταιριών του κλάδου να μπορούν να κλονίσουν το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Το μέγεθός τους είναι τόσο μεγάλο που στην περίπτωση που κινδυνεύσουν να χρεοκοπήσουν οι κυβερνήσεις των κρατών «αναγκάζονται» να τα στηρίξουν για να μην καταρρεύσουν και παρασύρουν σε δίνη ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα (too big to fail). Όλη αυτή η δραστηριότητα λαμβάνει χώρα παγκοσμίως σε ένα απορρυθμισμένο καθεστώς, με απουσία ουσιαστικής εποπτείας και με απεριόριστη ελευθεριότητα στην κίνηση των κεφαλαίων.

Η παγκόσμια «ηγεμονία» του χρηματιστικού κεφαλαίου δεν προέκυψε ξαφνικά, ούτε νομοτελειακά. Προηγήθηκαν μία μακρόχρονη πορεία με σημαντικό σταθμό την κατάρρευση του συστήματος του Bretton-Woods στις αρχές της δεκαετίας του '70.

Στην εξέλιξη του φαινομένου της παγκοσμιοποίησης διακρίνονται τέσσερις μεγάλες περιόδους: i) 1870-1914 («πρώτη παγκοσμιοποίηση»), ii) 1914-1945, iii) 1945-1973 και iv) 1973 και εντεύθεν («δεύτερη παγκοσμιοποίηση»). Από αυτές η πρώτη (1870-1914) και η τελευταία χαρακτηρίζονται, μεταξύ άλλων, από έξαρση στην κίνηση των κεφαλαίων παγκοσμίως. Αντίθετα, οι ενδιάμεσες περιόδους χαρακτηρίζονται από περιορισμένη κίνηση κεφαλαίων, για διαφορετικούς όμως λόγους. Η περίοδος 1914-1945 υπήρξε η πιο άστατη περίοδος λόγω των δύο παγκόσμιων πολέμων και της μεγάλης ύφεσης του '30 που εκ των πραγμάτων περιόρισαν την κίνηση των κεφαλαίων. Την περίοδο όμως 1945-1973 ο περιορισμός στην κίνηση των κεφαλαίων αποτέλεσε συνειδητή πολιτική επιλογή για τα περισσότερα κράτη και μάλιστα επισφραγίσθηκε με διεθνείς συμφωνίες. Ο περιορισμός στην κίνηση των κεφαλαίων βοήθησε να δημιουργηθεί ένα σχετικά σταθερό παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Από την ανάλυσή μας προκύπτουν τέσσερα επιπλέον βασικά συμπεράσματα:

α) Η πρώτη παγκοσμιοποίηση είχε αποικιοκρατικό χαρακτήρα. Η κίνηση των κεφαλαίων αλλά και εμπορευμάτων ευνοήθηκε λόγω της αποικιοκρατίας και σε μεγάλο βαθμό διεξήχθη μεταξύ μητροπόλεων και αποικιών.

β) Η προσήλωση στον «χρυσό κανόνα» και στην ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων εξ αιτίας των οποίων τα εθνικά κράτη θυσίασαν την ανεξαρτησία της οικονομικής πολιτικής στηρίχθηκε στην έλλειψη δημοκρατίας. Αντίθετα η εφαρμογή περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων πορεύθηκε για πολλά χρόνια -από το 1945 έως το 1973- παράλληλα, με την ενδυνάμωση των δημοκρατικών θεσμών και την ενδυνάμωση των εργατικών κινημάτων και κομμάτων.

γ) Η σημερινή δεύτερη παγκοσμιοποίηση χαρακτηρίζεται κυρίως από αύξηση των χρηματιστηριακών συναλλαγών -ως ακαθάριστο όγκο- παρά από αύξηση του διεθνούς εμπορίου, των παραγωγικών επενδύσεων, τη μεταφορά τεχνογνωσίας κλπ.

δ) Η περίοδος 1945-1973 χαρακτηρίστηκε ως χρυσή περίοδος για δύο αλληλένδετους λόγους: Κατά πρώτον, κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου σημειώθηκαν παγκοσμίως οι λιγότερες αριθμητικά και οι «ηπιότερες» σε ένταση διεθνείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Κατά δεύτερον, επετεύχθησαν σταθεροί ρυθμοί συνεχούς μεγέθυνσης οι υψηλότεροι των τελευταίων 200 ετών σε παγκόσμια κλίμακα.

Η απελευθέρωση της κίνησης των κεφαλαίων επιβλήθηκε πρωτίστως για να εξυπηρετήσει τα οικονομικά συμφέροντα της (χρηματο)οικονομικής ελίτ των αναπτυγμένων, κυρίως, χωρών και ειδικά των Η.Π.Α. και της Μεγάλης Βρετανίας, με παγκόσμιο επιτηρητή το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Το θεωρητικό υπόβαθρο για τα πλεονεκτήματα της απελευθέρωσης της κίνησης των κεφαλαίων βρέθηκε, μεταξύ άλλων, στην νεοκλασική οικονομική θεωρία η οποία θεωρεί τις αγορές τέλειες, παραβλέποντας την εγγενή αστάθεια του συστήματος, την αβεβαιότητα που επικρατεί στη λήψη αποφάσεων, το ρόλο της ανθρώπινης ψυχολογίας κ.α. Η κριτική προς την νεοκλασική θεωρία εστιάζεται στην «αυθαίρετη» ταύτιση που κάνει μεταξύ της ελεύθερης κίνησης των κεφαλαίων και της ελεύθερης κίνησης εμπορευμάτων και υπηρεσιών. Η αγορά χρήματος και κεφαλαίων έχει ως πυρήνα την πληροφορία. Η «τοποθέτηση» σε περιουσιακά στοιχεία δεν σχετίζεται με την ικανοποίηση αναγκών, όπως η κατανάλωση αγαθών και υπηρεσιών. Σχετίζεται με την πληροφόρηση και την παρακολούθηση για το κατά πόσο η τοποθέτηση-επένδυση σε κάποιο περιουσιακό στοιχείο θα αποφέρει την υψηλότερη δυνατή απόδοση, αναλογικά με τον κίνδυνο που

εμπεριέχει η διακράτησή του. Συνεπώς ο παραλληλισμός των αγορών εμπορευμάτων και υπηρεσιών με τις αγορές χρήματος και κεφαλαίου είναι θεμελιωδώς άτοπος

Πέραν της κριτικής στην νεοκλασική θεωρία και στα επιχειρήματα των οπαδών της «απελευθέρωσης των αγορών» αναδείχθηκαν οι αρνητικές πτυχές της παγκοσμιοποίησης των οικονομιών οι οποίες συνδέονται κυρίως με την αυξημένη μακροοικονομική μεταβλητότητα και τη συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας που προκαλούνται από χρηματοπιστωτικές κρίσεις.

Στο δεύτερο μέρος της έρευνας παρουσιάσαμε τις δύο πιο σημαντικές αρνητικές συνέπειες της σύγχρονης παγκοσμιοποίησης: την αποδυνάμωση των εθνικών οικονομικών πολιτικών και την δημιουργία σφοδρών χρηματοπιστωτικών κρίσεων.

Η ανάλυση του υποδείγματος Mundell-Fleming έδειξε πως η ανεμπόδιστη κίνηση των κεφαλαίων επηρεάζει δυσμενώς την επίτευξη των στόχων για την αύξηση της μεγέθυνσης και της απασχόλησης αφού αναιρεί μερικώς τις εθνικές οικονομικές πολιτικές. Σύμφωνα με το υπόδειγμα η κίνηση των κεφαλαίων χωρίς περιορισμούς αίρει την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής εφόσον ισχύουν σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες. Ανάλογα η δημοσιονομική πολιτική δεν είναι αποτελεσματική όταν οι ισοτιμίες είναι πλήρως κυμαινόμενες και η κίνηση των κεφαλαίων είναι απολύτως ελεύθερη.

Ειδικά όσον αφορά στην νομισματική πολιτική διερευνήθηκε στην πράξη τα τελευταία 130 χρόνια, περίπου, η ύπαρξη ή μη ασυμβατότητας μεταξύ ανεμπόδιστης κίνησης κεφαλαίων, σταθερών συναλλαγματικών πολιτικών και αποτελεσματικής νομισματικής πολιτικής. Η μελέτη των 130 αυτών χρόνων έδειξε ότι, η νομισματική πολιτική δεν μπορούσε να είναι ανεξάρτητη αν ταυτόχρονα η συναλλαγματική ισοτιμία ήταν σταθερή και η κίνηση των κεφαλαίων ανεμπόδιστη.

Αναφορικά με την δημοσιονομική πολιτική διαπιστώθηκε ότι στις συνθήκες της σύγχρονης παγκοσμιοποίησης η μερική αποτελεσματικότητα που αποδέχεται το υπόδειγμα Mundell-Fleming μπορεί να αρθεί από την πίεση που ασκεί το χρηματιστικό κεφάλαιο προς τις εθνικές οικονομίες. Με δεδομένο το υψηλό δημόσιο και ιδιωτικό χρέος πολλών εθνικών οικονομιών, μία απότομη και μεγάλη εκροή χρηματιστικού κεφαλαίου μπορεί να ωθήσει μία οικονομία στα πρόθυρα κατάρρευσης, λόγω του ενδεχόμενου άρνησης ανανέωσης των υπαρχουσών πιστώσεων. Η αδυναμία τροφοδότησης της οικονομίας με νέα κεφάλαια, έστω και για

λίγες μόνο μέρες, μπορεί να οδηγήσει την οικονομία σε χρεοκοπία με οδυνηρές κοινωνικές συνέπειες. Η δημοσιονομική πολιτική των κρατών τίθεται υπό αυστηρή επιτήρηση από το χρηματιστικό κεφάλαιο.

Στο πλαίσιο της σύγχρονης παγκοσμιοποίησης η συναλλαγματική πολιτική αδυνατεί, επίσης ως ένα βαθμό, να εξυπηρετήσει τους στόχους της οικονομικής πολιτικής και, ειδικά, να διαφυλάξει ταυτόχρονα την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας και τη σταθερότητα των τιμών. Οι μεγάλες και παρατεταμένες εισροές κεφαλαίων ασκούν ανατιμητικές πιέσεις στο νόμισμα με αποτέλεσμα την επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας. Με δεδομένη την ανεμπόδιστη κίνηση των κεφαλαίων, οι παρεμβάσεις της κεντρικής τράπεζας μπορεί να οδηγήσουν σε διολίσθηση του νομίσματος με τίμημα όμως την αύξηση του πληθωρισμού. Στη συνέχεια κάθε προσπάθεια μείωσης του πληθωρισμού θα οδηγήσει σε αύξηση των εγχώριων επιτοκίων και σε νέες εισροές κεφαλαίων με αποτέλεσμα την αναίρεση του αρχικού στόχου: τη διαφύλαξη της ανταγωνιστικότητας. Η οικονομία δεν μπορεί να ισορροπήσει διατηρώντας ταυτόχρονα χαμηλό πληθωρισμό και «αδύναμο νόμισμα», συνδυασμός που ενδεχομένως θα ήταν εφικτός αν επιβαλλόταν κάποιου είδους περιορισμοί στις εισροές των κεφαλαίων.

Η δεύτερη αρνητική συνέπεια της παγκοσμιοποίησης των οικονομιών είναι η πρόκληση, η μετάδοση και η εμβάθυνση των χρηματοπιστωτικών κρίσεων. Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις κατηγοριοποιήθηκαν και παρουσιάστηκε η διαφοροποίηση των σύγχρονων κρίσεων σε σχέση με τις κρίσεις στην εποχή του συστήματος του Bretton-Woods. Οι σύγχρονες κρίσεις εντάχθηκαν σε δύο βασικά υποδείγματα: πρώτη και δεύτερης γενιάς. Τα υποδείγματα της πρώτης γενιάς θεωρούν τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις ως ένα αναμενόμενο και ορθολογικό αποτέλεσμα όταν μία οικονομία προσπαθεί τεχνητά να κρατήσει την ισοτιμία του νομίσματός της σταθερή, ενώ πάσχει διαχρονικά από υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα. Αντίθετα, τα υποδείγματα δεύτερης γενιάς θεωρούν τις σύγχρονες χρηματοπιστωτικές κρίσεις σε μεγάλο βαθμό αρνητικό επακόλουθο της παγκοσμιοποίησης. Εδώ, δεν είναι τα ελλείμματα που διαδραματίζουν τον πρωτεύοντα ρόλο για την εκδήλωση των κρίσεων, αλλά: i) η δυναμική των αυτοεκπληρούμενων προσδοκιών (self-fulfilling expectations), ii) η συμπεριφορά «αγέλης» των πιστωτών και κερδοσκόπων και iii) η μετάδοση των κρίσεων (contagion). Σύμφωνα με τα υποδείγματα κρίσεων δεύτερης γενιάς έστω και αν μία

χώρα ακολουθεί σχετικά συνετές οικονομικές πολιτικές (δημοσιονομικά πλεονάσματα ή συγκρατημένα ελλείμματα, ελεγχόμενο πληθωρισμό, ικανοποιητικούς ρυθμούς μεγέθυνσης) είναι δυνατόν να πληγεί από χρηματοπιστωτική κρίση μέσω των ανωτέρω τριών μηχανισμών. Είτε μία κρίση μπορεί να προκύψει ως αυτοεκπληρούμενη διαδικασία, είτε ως αποτέλεσμα πανικού, είτε μπορεί να μεταδοθεί από μία άλλη οικονομία χωρίς να συνυπάρχουν σοβαρές εγγενείς ανισορροπίες.

Χάρη στη διερεύνηση της σχετικής βιβλιογραφίας εντοπίστηκαν οι τρεις από τις σημαντικότερες χρηματοπιστωτικές κρίσεις δεύτερης γενιάς. Πρόκειται για κρίσεις οι οποίες αποτελούν απότοκο της αχαλίνωτης κίνησης του χρηματιστικού κεφαλαίου και είναι οι εξής: α) η κρίση του «χρέους» των αναπτυσσόμενων χωρών στις αρχές της δεκαετίας του '80, β) η κρίση της «Τεκίλα» το 1994-95, η οποία έπληξε κυρίως το Μεξικό και χώρες της κεντρικής και νότιας Αμερικής, γ) η κρίση της Ν.Α. Ασίας το 1997-98. Η κρίση του «χρέους» υπήρξε η πιο σφοδρή χρηματοπιστωτική κρίση σε παγκόσμιο επίπεδο μετά από την κατάργηση του καθεστώτος του Bretton-Woods. Η απορρύθμιση των χρηματοπιστωτικών αγορών των αναπτυσσόμενων χωρών παράλληλα με τις ανεξέλεγκτες εισροές πιστωτικών κεφαλαίων στα τέλη της δεκαετίας του 70', υποδαύλισαν την κρίση. Η άνοδος των επιτοκίων (σε διεθνές επίπεδο) και των τιμών του πετρελαίου αποτέλεσε την θρυαλλίδα για το ξέσπασμα της κρίσης, γιατί πολλές αναπτυσσόμενες χώρες αδυνατούσαν υπό αυτές τις συνθήκες να «εξυπηρετήσουν» τις υπέρογκες δανειακές τους υποχρεώσεις.

Οι αρνητικές συνέπειες της απορρύθμισης του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και της ανεξέλεγκτης κίνησης των κεφαλαίων άρχισαν να διαφαίνονται από την «κρίση του χρέους». Την απαρχή όμως των σύγχρονων χρηματοπιστωτικών κρίσεων συνιστά η «κρίση της τεκίλα». Η κρίση εκδηλώθηκε αρχικά στο Μεξικό σε μια οικονομία που τα προηγούμενα χρόνια διατηρούσε υγιή δύο βασικά μακροοικονομικά μεγέθη: σχετικά χαμηλό δημόσιο χρέος (37% του Α.Ε.Π.) και πλεονασματικό δημοσιονομικό ισοζύγιο. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ήταν υψηλό (περί το 7% του Α.Ε.Π.) χρηματοδοτείτο όμως έως τότε απρόσκοπτα, με εισροή άφθονων βραχυχρόνιων κεφαλαίων. Το μέγεθος και η ταχύτητα με την οποία κινήθηκαν τα κερδοσκοπικά κεφάλαια στάθηκε πρωτόγνωρο. Η κρίση αυτή χαρακτηρίστηκε ως «η πρώτη χρηματοπιστωτική κρίση του 21ου

αιώνα». Η όποια εμπιστοσύνη προς την μεξικανική οικονομία εξανεμίστηκε από την μία μέρα στην άλλη. Οι πιστώσεις πάγωσαν αιφνιδίως και οι πιστωτές απαίτησαν την άμεση αποπληρωμή των χρεών του Μεξικού. Η κρίση σύντομα «μεταδόθηκε» σε οικονομίες της Λατινικής Αμερικής, ενώ επηρέασε αρνητικά τις Η.Π.Α. αλλά και οικονομίες εκτός της αμερικανικής ηπείρου.

Η σχετικά γρήγορη παροχή ρευστότητας εκ μέρους των Η.Π.Α. και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου απέτρεψε την εμφάνιση της κρίσης. Δεν έγινε το ίδιο στην κρίση της Ν.Α. Ασίας το 1997-98: η κρίση αυτή ήταν τελείως αναπάντεχη, με αποτέλεσμα οι όποιες αντιδράσεις να καθυστερήσουν και να κινηθούν προς λάθος κατεύθυνση. Τα περισσότερα κράτη της Ν.Α. Ασίας δεν είχαν προβληματικά μακροοικονομικά μεγέθη. Κάποια προβλήματα που υπήρχαν δεν αρκούσαν για να δικαιολογήσουν τη σφοδρότητα της κρίσης. Όπως προέκυψε από την εξέταση βασικών μακροοικονομικών μεγεθών οι περισσότερες οικονομίες της Ν.Α. Ασίας ήταν σχετικά υγιείς. Τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών όταν δεν ήταν πλεονασματικά παρουσίαζαν μικρά ελλείμματα. Η πραγματική ισοτιμία των εθνικών νομισμάτων είχε αυξηθεί αλλά όχι σε τέτοιο βαθμό ώστε να πλήττει την ανταγωνιστικότητα των εν λόγω οικονομιών. Την ίδια περίοδο άλλες χώρες, ιδίως στην Λατινική Αμερική, είχαν πολύ μεγαλύτερες πραγματικές ανατιμήσεις χωρίς ωστόσο να επηρεαστούν από την κρίση. Οι κρατικοί προϋπολογισμοί βρίσκονταν σε ισορροπία και οι περισσότερες χώρες της Ν.Α. Ασίας είχαν επιτύχει σημαντικούς πραγματικούς ρυθμούς μεγέθυνσης τα αμέσως προηγούμενα χρόνια. Σε καμία περίπτωση η ένταση και η έκταση της κρίσης δεν μπορούσε να δικαιολογηθεί από μακροοικονομικές αδυναμίες. Η κρίση αυτή μπορεί να ερμηνευθεί κυρίως ως απότοκο της σύγχρονης παγκοσμιοποίησης.

Η κρίση εξαπλώθηκε σε όλο τον κόσμο με ραγδαίο ρυθμό. Απειλήσε με κατάρρευση το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Τα γεγονότα στην Ν.Α. Ασία έδειξαν ότι χαράζει μία νέα εποχή για τις χώρες λόγω των επαναλαμβανόμενων χρηματοπιστωτικών κρίσεων και του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος, το οποίο γίνεται πολύ ευάλωτο στην παγκόσμια χρηματιστική ρευστότητα και στις κινήσεις του χρηματιστικού κεφαλαίου.

Τα σημαντικότερα πορίσματα της έρευνας των δύο πρώτων μερών, αλλά και συγκεκριμένα επιχειρήματα που αφορούν στην ανεμπόδιστη κίνηση των κεφαλαίων επιδιώχθηκε να διερευνηθούν ποσοτικά. Για τον σκοπό από επιλέχθηκε η ελληνική

οικονομία, όπως εξελίχθηκε κατά τις δύο τελευταίες δεκαετίες του 20^{ου} αιώνα. Βέβαια η επιλογή μίας μόνο οικονομίας θέτει περιορισμούς στην έρευνα, με την έννοια ότι, τα όποια συμπεράσματα μπορεί να προκύπτουν λόγω ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της μεμονωμένης οικονομίας χωρίς να μπορούν να γενικευθούν. Ωστόσο, οι πρακτικές δυνατότητες και ο απαιτούμενος χρόνος πρόσβασης σε μεγάλο μέγεθος στατιστικών στοιχείων οδήγησαν στην επιλογή της συγκεκριμένης οικονομίας. Η ανάλυση δεδομένων χρονολογικών σειρών όπως και η φύση ορισμένων ερμηνευτικών μεταβλητών –όπως για παράδειγμα η μεταβολή των επιτοκίων, η μεταβλητότητα του Α.Ε.Π., η ένταση των περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων- απαιτούσε τη χρήση τριμηνιαίων ή ακόμα και μηνιαίων δεδομένων στα οποία η πρόσβαση ήταν εφικτή και σχετικώς ευχερής στην ελληνική περίπτωση.

Στο πρώτο κεφάλαιο του τρίτου μέρους διερευνήθηκαν οι προσδιοριστικοί παράγοντες της κίνησης των κεφαλαίων στην ελληνική οικονομία τους οποίους κατηγοριοποιήσαμε ως εξής: α) μακροοικονομικά θεμελιώδη μεγέθη (economic fundamentals), β) ένταση των περιορισμών της κίνησης κεφαλαίων, γ) πολιτική κατάσταση – εκλογικός κύκλος δ) σχετικές αποδόσεις- διεθνής κερδοσκοπία και ε) διεθνής οικονομική συγκυρία.

Οι μεταβλητές που βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές ήταν η απόκλιση των ελληνικών από τα ξένα επιτόκια και η χρηματοπιστωτική κρίση της Ν.Α. Ασίας κυρίως –και σε μία περίπτωση η χρηματοπιστωτική κρίση στη Ρωσία. Σημειώνεται ότι η επίδραση της χρηματοπιστωτικής κρίσης της Ασίας και της απόκλισης των επιτοκίων είναι αισθητά πιο σημαντική σε ότι αφορά τις καθαρές ροές κεφαλαίων αφαιρουμένων των ροών που σχετίζονται με άμεσες επενδύσεις: ροές κεφαλαίων δηλαδή που είναι ευμετάβλητες και βραχυχρόνιες. Το επιχείρημα των υπέρμαχων των ανοικτών αγορών ότι η κίνηση των κεφαλαίων συμβάλλει στην καθιέρωση μιας οικονομικής πειθαρχίας (discipline) των κυβερνήσεων δεν μπορεί να υποστηριχθεί από τα αποτελέσματά μας. Τα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη όπως ο ρυθμός μεγέθυνσης, τα δημοσιονομικά ελλείμματα, ο πληθωρισμός και η μεταβλητότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν φαίνεται να επηρέασαν την κίνηση κεφαλαίων στην Ελλάδα την περίοδο 1985-1998.

Εκτός από τους προσδιοριστικούς παράγοντες των εισροών και εκροών διερευνήθηκαν οι παράγοντες που επιδρούν ειδικά στις μεγάλες εκροές κεφαλαίων. Η μαζική και μεγάλη φυγή κεφαλαίων είναι πιθανό να ασκούν κερδοσκοπικές πιέσεις

στο ελληνικό νόμισμα και στις τιμές των τίτλων στο ελληνικό χρηματιστήριο. Οι πιθανοί προσδιοριστικοί παράγοντες χωρίστηκαν σε δύο βασικές κατηγορίες ακολουθώντας τα υποδείγματα 1^{ης} και 2^{ης} γενιάς κρίσεων. Στην πρώτη κατηγορία (1^η γενιά κρίσεων) εντάχθηκαν μεταβλητές που αφορούν στα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη (δημοσιονομικό έλλειμμα και έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, ρυθμός μεγέθυνσης του Α.Ε.Π., πληθωρισμός). Στην δεύτερη κατηγορία εντάχθηκαν μεταβλητές που σχετίζονται με την απόκλιση εγχώριων-ξένων επιτοκίων και τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις.

Τα ευρήματα έδειξαν ότι οι κερδοσκοπικές επιθέσεις στη δραχμή και στο ελληνικό χρηματιστήριο δεν φαίνεται να δικαιολογούνται από την επιδείνωση των μακροοικονομικών μεγεθών. Αντιθέτως οι κερδοσκοπικές επιθέσεις φαίνεται να είναι αποτέλεσμα μετάδοσης κραδασμών από τις διεθνείς κρίσεις στην ελληνική οικονομία. Τα ελληνικά υψηλά επιτόκια βοήθουσαν στην αντιμετώπιση των επιθέσεων αυτών, αφού η άνοδός τους συγκρατούσε τις εκροές κεφαλαίων και έκανε τις κερδοσκοπικές επιθέσεις πιο «δαπανηρές» για τους κερδοσκόπους.

Στο όγδοο κεφάλαιο μελετήθηκε αν περιορίστηκε η ανεξαρτησία της νομισματικής πολιτικής στην Ελλάδα μετά την πλήρη απελευθέρωση στην κίνηση των κεφαλαίων τον Μάιο του 1994. Το συγκεκριμένο ερώτημα ήταν αν οι μεταβολές των ξένων επιτοκίων (Γερμανίας και Η.Π.Α.) επηρέασαν και σε ποιο βαθμό τα ελληνικά επιτόκια.

Τα αποτελέσματά της έρευνας έδειξαν:

α) ότι η συσχέτιση μεταξύ ελληνικών και ξένων επιτοκίων την περίοδο 1994-2000 ήταν σαφώς μεγαλύτερη σε σχέση με την περίοδο 1985-1994. Το αποτέλεσμα αυτό παρέχει ενδείξεις ότι η ελληνική νομισματική πολιτική μετά το 1994 επηρεαζόταν περισσότερο από μεταβολές στη νομισματική πολιτική της Γερμανίας και των Η.Π.Α., αφού οι μεταβολές των ξένων επιτοκίων ακολουθούνταν πιο στενά από τα ελληνικά επιτόκια.

β) Η εικόνα ήταν αντίστοιχη όταν στην έρευνα λάβαμε υπόψη όχι μόνο τα επιτόκια αλλά και άλλους σημαντικούς παράγοντες που επιδρούν στην νομισματική πολιτική, όπως το ελληνικό και ξένο Α.Ε.Π., τον εγχώριο και ξένο πληθωρισμό και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Με αυτόν τον τρόπο διερευνήσαμε την επίδραση των ξένων στα ελληνικά επιτόκια με τη βοήθεια μιας σειράς μεταβολών μακροοικονομικών μεταβλητών που συμπεριλήφθησαν στην ανάλυση. Τα ελληνικά

επιτόκια φαίνεται να επηρεάζονται πολύ περισσότερο από τις μεταβολές των ξένων επιτοκίων μετά το 1994, ενώ πριν οι επιδράσεις φαίνεται να είναι μηδαμινές. Ωστόσο, τα αποτελέσματα αυτά πρέπει να θεωρηθούν μόνο ενδεικτικά γιατί δεν είναι στατιστικά σημαντικά.

Στο ένατο κεφάλαιο αναζητήθηκε η ύπαρξη αιτιακής σχέσης μεταξύ του ρυθμού μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας και των ροών κεφαλαίου, με βάση τη μέθοδο της πολλαπλής παλινδρόμησης. Σε μία εξίσωση όπου ως εξαρτημένη μεταβλητή ορίστηκε ο πραγματικός ρυθμός αύξησης του Α.Ε.Π. εισήχθησαν διάφορες ανεξάρτητες ερμηνευτικές μεταβλητές, μεταξύ άλλων και αυτές που σχετίζονται με την κίνηση των κεφαλαίων.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι καμία μεταβλητή που σχετίζεται με τις ροές κεφαλαίων –ακόμα και αυτή που αφορά μόνο σε άμεσες ξένες επενδύσεις- δεν ήταν στατιστικά σημαντική. Συνεπώς δεν αποδείχθηκε στην περίπτωση της ελληνικής οικονομίας και κατά τη συγκεκριμένη περίοδο κάποια στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ εισροών κεφαλαίων και οικονομικής μεγέθυνσης.

Η ποσοτική έρευνα κλείνει με τον οικονομετρικό έλεγχο για τον εντοπισμό αιτιακής σχέσης μεταξύ των ροών κεφαλαίων και της μακροοικονομικής μεταβλητότητας και ειδικά του Α.Ε.Π. και της κατανάλωσης. Επιδιώχθηκε με αυτό τον τρόπο να ελεγχθεί το επιχείρημα των οπαδών της ανεμπόδιστης κίνησης των κεφαλαίων, ότι οι ροές κεφαλαίων εξομαλύνουν την μακροοικονομική μεταβλητότητα. Ως εξαρτημένες μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν η μεταβλητότητα του προϊόντος και της κατανάλωσης και ως ανεξάρτητες ερμηνευτικές, μεταξύ άλλων, μεταβλητές που αφορούν στις ροές κεφαλαίων.

Τα αποτελέσματα δεν έδειξαν κάποια σημαντική αιτιακή σχέση μεταξύ ροών κεφαλαίου και μακροοικονομικής μεταβλητότητας. Σημειώνεται ότι η ψευδομεταβλητή που σχετίζεται με την κρίση του «Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών» στην Ευρώπη το 1992 βρέθηκε στατιστικά σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας τόσο της αύξησης της μεταβλητότητας του Α.Ε.Π. όσο και της μεταβλητότητας της κατανάλωσης. Το εύρημα ευθυγραμμίζεται με την θέση που υποστηρίζει ότι η ανεμπόδιστη κίνηση των κεφαλαίων συνδέεται με χρηματοπιστωτικές κρίσεις, οι οποίες προκαλούν αύξηση της μεταβλητότητας και της εν γένει αστάθειας. «Θύμα» μίας σύγχρονης χρηματοπιστωτικής κρίσης φαίνεται ότι υπήρξε και η Ελλάδα, αφού η κρίση που έπληξε τους ευρωπαίους εταίρους της

διαχύθηκε στην ελληνική οικονομία, αυξάνοντας τη μακροοικονομική μεταβλητότητα.



Σκοπός της έρευνας ήταν να διερευνηθούν οι αρνητικές συνέπειες της κίνησης του υπερδιογκωμένου χρηματιστικού κεφαλαίου τόσο για τις εθνικές οικονομίες όσο και για το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα. Σύμφωνα με την έρευνα η σύγχρονη παγκοσμιοποίηση συνδέεται, μεταξύ άλλων, με δύο αρνητικές συνέπειες: την αποδυνάμωση των εθνικών οικονομικών πολιτικών και την πρόκληση επώδυνων χρηματοπιστωτικών κρίσεων.

Οι αρνητικές συνέπειες της κίνησης κεφαλαίων θα μπορούσαν να αμβλυνθούν, αν σε διεθνές επίπεδο λαμβάνονταν μέτρα για να σταθεροποιήσουν το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αυτά τα μέτρα μεταξύ άλλων θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν:

- Έναν φόρο τύπου «Tobin» επιβαλλόμενο επί των διεθνών χρηματιστηριακών συναλλαγών. Ο φόρος θα μπορούσε να αποκλιμακώνεται ανάλογα με τον χρονικό ορίζοντα της τοποθέτησης. Όσο μεγαλύτερη θα είναι η διακράτηση των χρηματοοικονομικών τίτλων ή του συναλλάγματος τόσο μικρότερος θα μπορούσε να είναι ο φόρος σε σημείο να γίνεται μηδενικός εφόσον η δακράτηση παρατείνεται, λόγου χάρη, σε περίοδο μεγαλύτερη του ενός έτους. Τα έσοδα από αυτή τη φορολόγηση θα μπορούσαν να συγκεντρώνονται σε ένα παγκόσμιο αλλά και εθνικό αποθεματικό, χρησιμοποιούμενο ειδικά προς την κατεύθυνση της αντιμετώπισης των αρνητικών συνεπειών των χρηματοπιστωτικών κρίσεων.

- Αλλαγή πλεύσης του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, με την έννοια ότι θα πρέπει να «απαλλαγεί» από το δόγμα «μία συνταγή για όλους» (μείωση ελλειμμάτων, περιοριστική νομισματική πολιτική, «ελαστικότητα» στην απασχόληση, κ.ο.κ) η οποία δημιουργεί ύφεση και πλήττει δυσανάλογα τα χαμηλά και μεσαία εισοδήματα. Θα πρέπει να έχει πιο γρήγορη δράση, αλλά και να παρεμβαίνει προληπτικά, όταν αυτό κρίνεται αναγκαίο (για παράδειγμα με παροχή ρευστότητας όταν μία χώρα πλήττεται συντονισμένα από κερδοσκόπους ή για να προληφθεί η δημιουργία «αυτοεκπληρούμενων προφητειών»)

- Διεθνή συνεργασία και καθιέρωση ενιαίου θεσμικού πλαισίου που θα διέπει τις διεθνείς συναλλαγές. Αυστηρότερη εποπτεία της λειτουργίας των

χρηματιστηριακών αγορών και της κίνησης του χρηματιστικού κεφαλαίου. Σε αυτό το πλαίσιο θα πρέπει να ελέγχεται αυστηρότερα η λειτουργία των εξωχώριων χρηματοπιστωτικών κέντρων (Offshore centres). Θα πρέπει κατά τη γνώμη μας να περιοριστούν οι συναλλαγές παραγώγων που διαταράσσουν ευθέως την παραγωγή και την κατανάλωση (πετρέλαιο, τρόφιμα κλπ) και οι σχετικές συναλλαγές να πραγματοποιούνται μόνο από εταιρίες συναφείς με τους κλάδους προς κάλυψη κινδύνων και όχι από διαχειριστές κεφαλαίων για καθαρή κερδοσκοπία.

Αυτές και άλλες προτάσεις θα μπορούσαν να διερευνηθούν στο πλαίσιο μίας αυτοτελούς μελέτης η οποία θα συνέχιζε την παρούσα έρευνα, έχοντας ως βασικό σκοπό να παρουσιάσει προτάσεις για την άμβλυνση των αρνητικών συνεπειών της παγκοσμιοποίησης (όπως την έχουμε ορίσει) για τα κράτη και την παγκόσμια οικονομία.

Εν κατακλείδι, θα επαναλάβουμε ότι σκοπός της έρευνάς μας ήταν να αναδειχθεί ο ρόλος του υπερδιογκωμένου χρηματιστικού κεφαλαίου στην παγκόσμια οικονομία και, ειδικά, οι αρνητικές πτυχές που αφορούν στην πρόκληση χρηματοπιστωτικών κρίσεων και στον περιορισμό της αποτελεσματικότητας των εθνικών οικονομικών πολιτικών. Το θέμα της παγκοσμιοποίησης των οικονομιών, των μακροοικονομικών ισορροπιών και ανισορροπιών και κρίσεων είναι ένα θέμα το οποίο απασχολεί χρόνια την ακαδημαϊκή κοινότητα. Αυτό που χρειάζεται για να πραγματοποιηθούν οι σημαντικές αλλαγές στον τρόπο λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών και χρηματιστηριακών αγορών σε διεθνές επίπεδο είναι να υπάρξει καταρχάς πολιτική βούληση για αλλαγή και διακυβερνητική συνεργασία σε περιφερειακή, τουλάχιστον, αν όχι σε πλανητική κλίμακα. Θα πρέπει να υπάρξει ριζική αλλαγή προσανατολισμού και μετατόπιση του κέντρου βάρους από την προάσπιση της υψηλής κερδοφορίας των χρηματοπιστωτικών κέντρων, στην άμβλυνση των αρνητικών συνεπειών για τους πληθυσμούς που πλήττονται από τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις.

ΕΠΙΜΕΤΡΟ

**«Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΑΙ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008».**

1. Από τις τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008.

Υποστηρίχθηκε στην παρούσα διατριβή, ότι στο βωμό των βραχυπρόθεσμων κερδών η ανεξέλεγκτη κίνηση κεφαλαίων καθίσταται κύριο αίτιο πρόκλησης χρηματοπιστωτικών κρίσεων και σοβαρών μακροοικονομικών ανισορροπιών. Οι εθνικές οικονομικές πολιτικές αδυνατούν να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικά αυτές τις κρίσεις. Η προκαλούμενη αστάθεια δεν περιορίζεται στα στενά γεωγραφικά όρια της χώρας όπου εκδηλώνεται η κρίση, αλλά επεκτείνεται διαχεόμενη σε διεθνή κλίμακα. Αυτό είναι το κατ' εξοχήν χαρακτηριστικό της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008, που ξεκίνησε από τις Η.Π.Α. και κατέστη παγκόσμια.

Αμέσως μετά την ασιατική κρίση του 1997-1998, εκδηλώθηκαν αρκετές χρηματοπιστωτικές κρίσεις μεγαλύτερης ή μικρότερης έντασης και διάρκειας: Το 1998 ήταν η σειρά της Βραζιλίας και το 2001 εκ νέου της Αργεντινής. Ο Stiglitz (2007, σ.1) συνδέει τις κρίσεις αυτές με την ασιατική κρίση του 1997:

«Τελικά [η κρίση στη Ν.Α. Ασία] μετατράπηκε σε παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση εμπλέκοντας τη Ρωσία και χώρες της Λατινικής Αμερικής, όπως τη Βραζιλία... Η Αργεντινή το 2001 μπορεί να συνυπολογισθεί ανάμεσα στα θύματά της»¹.

Η οικονομία των Η.Π.Α., επλήγη επίσης από σοβαρή χρηματιστηριακή κρίση το 2001: μέσα σε λίγες μόνο μέρες οι εταιρείες «νέας τεχνολογίας» απώλεσαν σημαντικό μέρος της συνολικής χρηματιστηριακής τους αξίας, ενώ αρκετές πτώχευσαν. Οι πτωχεύσεις επεκτάθηκαν και σε άλλους κλάδους της οικονομίας².

Ακολούθησε η κρίση του 2008, που ξεκίνησε ως «κρίση των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης» στις Η.Π.Α. και επεκτάθηκε σε πολλές χώρες μέσω διάφορων μηχανισμών μετάδοσης. Η κρίση αυτή έλαβε τέτοιες διαστάσεις γεωγραφικές και κλαδικές ώστε να χαρακτηριστεί από αρκετούς μελετητές ως η μεγαλύτερη κρίση μετά το 1929 (Stiglitz, 2008b) (Fernandez, Kaboub and Todorova, 2008) (Eichengreen and O'Rourke, 2009) (Krugman, 2009). Ο συνδυασμός της με την ενεργειακή κρίση, την κλιματική-περιβαλλοντική κρίση (φαινόμενο θερμοκηπίου) και την επισιτιστική κρίση στις χώρες του «τρίτου κόσμου» δημιούργησε μία

¹ Σε δική μας απόδοση.

² Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η πτώχευση της εταιρίας Enron το Δεκέμβριο του 2001 του κλάδου παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου. Μερικούς μήνες πριν την πτώχευση η χρηματιστηριακή αξία της Enron είχε φθάσει στα 80 δισ δολάρια, χαρακτηριστικό της ευφορίας που επικρατούσε στο χρηματιστήριο.

εκτεταμένη βάση φαύλων αλληλεξαρτήσεων που απειλεί σε μέσο-μακροπρόθεσμη βάση την απασχόληση και το βιοτικό επίπεδο εκατομμυρίων ανθρώπων σε όλο τον πλανήτη.

Κρίσιμο ρόλο στην συγκρότηση του μηχανισμού διάχυσης της κρίσης αυτής στον υπόλοιπο κόσμο διαδραμάτισαν οι περίπλοκες τεχνικές τιτλοποίησης των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης³. Οι τιτλοποιήσεις αυτού του τύπου αυξήθηκαν από 160 δισεκατομμύρια δολάρια το 2001, σε 600 δισ. δολάρια το 2006. Αντίστοιχη άνοδο σημείωσε η αναλογία των τιτλοποιημένων στεγαστικών σε σχέση με το σύνολο των νέων στεγαστικών δανείων, φθάνοντας από 7,2% το 2001, σε 20,6% το 2006 (Crouhy, 2008). Δηλαδή ένα στα πέντε νέα στεγαστικά δάνεια εντασσόταν στον μηχανισμό τιτλοποίησης. Με αυτό τον τρόπο το πιστωτικό ίδρυμα αποκτούσε πρόσθετη ρευστότητα, ενώ το δάνειο έπαυε να καταγράφεται στον ισολογισμό του. Οι τίτλοι αυτοί μεταπωλήθηκαν σε ολόκληρο σχεδόν τον κόσμο, παίρνοντας θέση στα χαρτοφυλάκια εμπορικών τραπεζών, συνταξιοδοτικών και ασφαλιστικών ταμείων κλπ.⁴

Ο μηχανισμός τιτλοποίησης των στεγαστικών δανείων-μεταπώλησης των τίτλων και εμπορευματοποίησης του συναφούς χρηματοπιστωτικού κινδύνου επέτρεπε στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα των Η.Π.Α. να διατηρούν αυξημένη ρευστότητα και να αυξάνουν διαρκώς τον όγκο των χορηγούμενων δανείων. Έτσι αναπτύχθηκε μια συνεχής και σχεδόν φρενήρης πιστωτική επέκταση από το 1996 και επί οκτώ σχεδόν χρόνια. Το αποτέλεσμα ήταν η διαρκής αύξηση των τιμών των ακινήτων που είχε ως αποτέλεσμα οι αξίες στην κτηματαγορά να χαρακτηρισθούν ως

³ Η διαδικασία περιελάμβανε σχηματικά τα εξής: οι τράπεζες δημιουργούσαν εταιρίες ειδικού σκοπού (structured investment vehicles) οι οποίες συγκέντρωναν και κατηγοριοποιούσαν ανάλογα με την φερεγγυότητα των δανειοληπτών τα στεγαστικά δάνεια προς τιτλοποίηση. Στη συνέχεια δημιουργούσαν πιστωτικούς τίτλους (CDOs-Collateralized Debt Obligations) τους οποίους πωλούσαν. Οι τίτλοι αυτοί είχαν ως εξασφάλιση (collateral) το ακίνητο για το οποίο είχε ληφθεί το αρχικό δάνειο και αξιολογούνταν βάσει του πιστωτικού κινδύνου που έφεραν. Όσο μεγαλύτερο ήταν το ποσοστό των επισφαλών ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων (subprime mortgages) που περιλάμβαναν σε σχέση με τα υψηλής φερεγγυότητας στεγαστικά δάνεια (prime lending) τόσο χαμηλότερη ήταν η πιστωτική αξιολόγηση των τίτλων. Το εισόδημα προς τους κατόχους των τίτλων προερχόταν από τις πληρωμές των τοκοχρεολυσίων των δανειοληπτών προς τις τράπεζες, και από την αναχρηματοδότηση των υφιστάμενων δανείων. Έτσι οι πληρωμές ήταν συνάρτηση της αύξησης της αξίας των ακινήτων (Gorton 2008, σ.12).

⁴ Πιο επικίνδυνη από την τιτλοποίηση καθευατή ήταν η εφαρμογή του συστήματος παραγώγων επί πιστώσεων (Credit Default Swaps) (Aglietta, 2009, σ.23). Ο διαφοροποιημένος πιστωτικός κίνδυνος κάθε τίτλου μπορούσε να διαπραγματεύεται ξεχωριστά μέσω πιστωτικών χρηματοοικονομικών παραγώγων (Gorton, 2008, σ.17-18). Τα πιστωτικά ιδρύματα πουλούσαν –έναντι περιοδικά καταβαλλόμενου ασφαλιστρου- τον κίνδυνο μιας ορισμένης πίστωσης, της οποίας όμως διατηρούσαν την κυριότητα της στον ισολογισμό. Ο Aglietta (2009, σ.24) υπολογίζει το συνολικό ύψος των πιστωτικών παραγώγων σε 62 τρισεκατομμύρια δολάρια, 100 φορές υψηλότερα από ότι μία δεκαετία πριν.

«φούσκα» (Kotz 2009, σ.10)⁵. Βάσει των νέων αυξημένων τιμών των ακινήτων οι ιδιοκτήτες τους έσπευδαν στην τράπεζα για να αναχρηματοδοτήσουν το υφιστάμενο στεγαστικό δάνειο⁶. Η κατάσταση αυτή αναπόφευκτα οδήγησε σε υπερδανεισμό των νοικοκυριών. Το χρέος των νοικοκυριών μετά το 2000 ξεπέρασε στις Η.Π.Α. το 100% του διαθέσιμου εισοδήματος (Fernandez, Kaboub and Todorova, 2008, σ.13), ενώ το 2005 έφθασε στο 125% του συνολικού διαθέσιμου εισοδήματός τους. Σε πολλές περιπτώσεις οι μηνιαίες δόσεις για την αποπληρωμή στεγαστικών δανείων προσέγγιζαν το μηνιαίο εισόδημα του νοικοκυριού.

Αρκούσε μία αρνητική συγκυρία για να προκληθεί σοβαρό πρόβλημα ρευστότητας στα νοικοκυριά. Πράγματι το πάγωμα των τιμών των ακινήτων αρχικά και η πτώση που επακολούθησε αποτέλεσε την αφορμή. Οι εσπευσμένες πωλήσεις από κατόχους ακινήτων συμπίεσαν περαιτέρω τις τιμές, οι τράπεζες έκλεισαν τους κρουνούς των πιστώσεων και η όλη διαδικασία της «φούσκας» διακόπηκε βάνουσα το καλοκαίρι του 2007 με τις επιπτώσεις πλέον να διαχέονται σε παγκόσμια κλίμακα.

2. Χαρακτηριστικά γνωρίσματα της τρέχουσας κρίσης.

Η τρέχουσα κρίση αναπτύχθηκε στο πλαίσιο της εγγενούς αστάθειας των χρηματοπιστωτικών αγορών, σε συνθήκες έλλειψης ικανών μηχανισμών ρύθμισης και εποπτείας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Σε αυτόν τον καμβά η μανιώδης αναζήτηση βραχυχρόνιων χρηματοπιστωτικών επιδόσεων με φορέα την ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων άνοιξε διάπλατα τους ορίζοντες στη μετάδοση της κρίσης και διέστρεψε αιφνιδιαστικά τις παραμέτρους της νομισματικής χαλαρότητας σε αλυσιδωτά επεισόδια πανικού ρευστότητας.

Στη συνέχεια παραθέτουμε καίρια βιβλιογραφικά σχόλια που έχουν ήδη κατατεθεί για καθένα από τα παραπάνω γνωρίσματα⁷:

⁵ Ο Gorton (2008, σ.20) εκτιμά ότι οι τιμές αυτές αυξήθηκαν κατά μέσο όρο 54,4% το διάστημα 2001-2005. Η εκτίμηση αυτή του Gorton είναι όμως αρκετά συντηρητική. Άλλοι συγγραφείς ισχυρίζονται ότι η αύξηση ήταν μεγαλύτερη. Για παράδειγμα Οι Fernandez, Kaboub and Todorova (2008, σ.11), υπολογίζουν ότι η μέση τιμή των ακινήτων, σε πραγματικούς όρους, υπερδιπλασιάστηκε την εν λόγω περίοδο.

⁶ Ο Kotz (2008, σ.11) εκτιμά ότι την περίοδο μετά το 2005 τα περισσότερα στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης αφορούσαν αναχρηματοδοτήσεις παρά χρηματοδότηση για την αγορά νέας κατοικίας. Μέρος της αναχρηματοδότησης χρησιμοποιούνταν για την πληρωμή μετρητών στους κατόχους των αρχικών τίτλων. Έτσι οι αποδόσεις αυξάνονταν και οι τίτλοι καθίσταντο ιδιαίτερα ελκυστικοί για τοποθετήσεις. Η κατάσταση φάνταζε ειδυλλιακή και όλοι οι συμμετέχοντες στον «τζόγο των ακινήτων» έμεναν ικανοποιημένοι

⁷ Η αναζήτηση των αιτιών της κρίσης υπερβαίνει τις δυνατότητες αυτού του επίμετρου πόσο μάλλον που η κρίση βρίσκεται ακόμα σε εξέλιξη και η επιστημονική συζήτηση είναι ακόμα ανοικτή.

α) Η εγγενής αστάθεια των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Κατά τον Mah-Hui Lim (2008, σ.17) η τρέχουσα κρίση δεν διαφοροποιείται από τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις που εκδηλώθηκαν τη δεκαετία του 1980 και την ασιατική κρίση του 1997. Πρόκειται για «παλιό κρασί σε νέο μπουκάλι» για αυτό και τονίζει χαρακτηριστικά:

«Παρακολουθώντας από συστηματική και ιστορική διάσταση την παρούσα κρίση των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης φαίνεται να είναι απλά μία παραλλαγή προηγούμενων κρίσεων με νέα χαρακτηριστικά τα οποία πολλαπλασίασαν του κινδύνους».

Κατά συνέπεια η παρούσα κρίση μπορεί κάλλιστα να αναλυθεί με βάση τις απόψεις των Minsky (1986, 1991, 1992, 1993), Kindleberger (2005) και Aglietta (2009) που δέχονται ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι εγγενώς ασταθές. Άρα η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς πρέπει να αντικατασταθεί από την κενυσιανή υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας⁸. Οι Kindleberger (2005) και Aglietta (2009, σ.11) θεωρούν ότι ο καπιταλισμός χαρακτηρίζεται από χρηματοπιστωτικούς κύκλους οι οποίοι ακολουθούν τις εξής διαδοχικές φάσεις: άνοδος, ξέφρενος ενθουσιασμός, φόβος και αταξία, ανασυγκρότηση και νέα φάση ανόδου. Οι κρίσεις προκαλούνται μετά την φάση του ξέφρενου ενθουσιασμού, όταν κυριαρχούν ο φόβος και η αταξία. Χαρακτηριστική ως προς αυτό παραμένει η περίφημη κρίση της Ολλανδικής τουλίπας το 1636 (Kindleberger, 2005, σ. 99-100).

Η κρίση των στεγαστικών εκτυλίχθηκε ως εάν να επρόκειτο για κερδοσκοπικό παίγνιο της μορφής “Ponzi”⁹, όπως το ανέλυσαν οι Kindleberger (2005, σ.11-12) και Minsky (1991, σ.14, 1992, σ.7). Διακρίνονται εν γένει τρεις τρόποι χρηματοδότησης:

α) Η αντισταθμιστική χρηματοδότηση (Hedge financing), β) η κερδοσκοπική (Speculative Financing). Στην πρώτη ο πιστούχος έχει τη δυνατότητα να αποπληρώνει κεφάλαιο και τόκους. Στην δεύτερη ο πιστούχος μπορεί να ανταποκρίνεται στην πληρωμή τόκων, αλλά όχι στην αποπληρωμή των χρεολυσίων.

γ) η χρηματοδότηση τύπου Ponzi στην οποία η απόδοση της επένδυσης δεν επαρκεί για να καλυφθούν ούτε οι τόκοι, ούτε το κεφάλαιο. Ο πιστούχος προσφεύγει στη

⁸ Πρβλ. Aglietta (2009, σ.14)

⁹ Ο όρος πήρε το όνομα του από τον Charles Ponzi ο οποίος πρωτοεφάρμοσε τη μέθοδο της «πυραμίδας» το 1920. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή ο Ponzi εισέπραττε χρήματα με την υπόσχεση ότι θα αποδώσει υψηλό τόκο για τις τοποθετήσεις αυτές. Τους υψηλούς τόκους όμως τους πλήρωνε μέσω των νέων χρηματικών εισροών στο σύστημα που είχε κατασκευάσει. Όταν οι νέες χρηματικές εισροές σταματάνε το σχήμα αναπόφευκτα καταρρέει.

διαδικασία αναχρηματοδότησης. Με τα νέα κεφάλαια αποπληρώνει τοκοχρεολύσια αλλά, το νέο χρέος συσσωρεύεται και διογκώνει τις συνολικές του υποχρεώσεις. Η διαδικασία συνεχίζεται μέχρις ότου αποκαλυφθεί ότι ο πιστούχος δεν μπορεί να ανταποκριθεί στις δανειακές του υποχρεώσεις και σταματήσουν οι αναχρηματοδοτήσεις. Ένα βασικό χαρακτηριστικό της διαδικασίας Ponzi είναι ότι η αρχική αξία των εξασφαλίσεων-εγγυήσεων (collaterals) του πιστούχου προς την τράπεζα δεν επαρκεί για την κάλυψη των συσσωρευμένων ανεξόφλητων τοκοχρεολυσίων.

Πράγματι στην περίπτωση της κρίσης των δανείων μειωμένης εξασφάλισης οι πιστώσεις αύξαναν τις τιμές των ακινήτων. Οι νέες αυξημένες τιμές έστρεφαν τους ιδιοκτήτες που δεν μπορούσαν να ανταποκριθούν στις δανειακές τους υποχρεώσεις ξανά προς την τράπεζα για αναχρηματοδότηση βάσει των νέων αυξημένων τιμών των ακινήτων τους. Οι τράπεζες τιτλοποιούσαν τα υφιστάμενα στεγαστικά δάνεια και αντλούσαν ρευστότητα με την οποία χρηματοδοτούσαν εκ νέου την κτηματαγορά. Συντηρούνταν έτσι διαρκώς μια τεχνητή ζήτηση που αύξανε τις τιμές των ακινήτων. Όταν οι αναχρηματοδοτήσεις περιορίστηκαν, η αποπληρωμή των δανείων άρχισε να γίνεται πολύ δυσχερής και οι δανειολήπτες αναγκάστηκαν να προβούν σε εσπευσμένες πωλήσεις των ακινήτων τους για να αποπληρώσουν τα δάνεια τους. Οι εσπευσμένες πωλήσεις συντέλεσαν στην περαιτέρω μείωση της αξίας των ακινήτων.

Η κυριαρχία των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών σε σχέση με τις εμπορικές συναλλαγές για αγαθά και υπηρεσίες εντείνει την αστάθεια. Ο Mah-Hui Lim (2008, σ.13) τονίζει ότι τα τελευταία χρόνια οι επενδύσεις στην παραγωγή φαίνονται σε διεθνή κλίμακα ασήμαντες μπροστά στο εύρος των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών: ο λόγος της αξίας των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών προς την αξία του παγκόσμιου προϊόντος από 109% που ήταν στη δεκαετία του '80, το 2005 είχε σχεδόν τριπλασιαστεί, αγγίζοντας το 316%¹⁰.

β) Η απουσία ρύθμισης και εποπτείας και η δημιουργία του «σκιάδους χρηματοπιστωτικού συστήματος» (shadow financial system).

Σε αυτήν τη γενικευμένη χαλαρότητα αναπτύχθηκαν σε ευρεία κλίμακα χρηματοπιστωτικές δομές σχετικώς αθέατες από τους επόπτες και πέραν κάθε

¹⁰ Η τάση είναι συνεχής. Στην ενότητα 1.1 δείξαμε πως μια αντίστοιχη δυσαναλογία μεταξύ χρηματοπιστωτικής επέκτασης και αρχικής υποκειμενικής αξίας χαρακτηρίζει συνολικότερα τις πρόσφατες εξελίξεις στην παγκόσμια οικονομία.

επίβλεψης παρεμβατικής δικαιοδοσίας. Προφανώς το αθέατο αυτό σύστημα είχε τα όρια του και δεν μπορούσε να διευρύνεται επ'άοριστο (Lo, 2008, σ.9).

Νομοθετικές μεταρρυθμίσεις χαλάρωναν τους εποπτικούς κανόνες του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αρχές του 2000 ψηφίστηκε ο νόμος περί «εκσυγχρονισμού των προθεσμιακών συμβολαίων επί εμπορευμάτων» (Commodity Futures Modernization Act) ο οποίος χαλάρωνε τους υφιστάμενους περιορισμούς στις συναλλαγές σε παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα (Reavis, 2009 σ.7). Το 2004 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. χαλάρωσε ρυθμίσεις που αφορούσαν στη δυνατότητα μόχλευσης (leverage) των επενδυτικών τραπεζών. Έτσι λίγα χρόνια αργότερα το επίπεδο της μόχλευσης των αμερικανικών επενδυτικών τραπεζών έφτανε σε 30 με 40 φορές πάνω από την αξία των συνολικών τους τοποθετήσεων, εν συγκρίσει προς δεκαπλάσια ή δεκαπενταπλάσια μόχλευση που ίσχυε μέχρι το 2004 (Reavis, 2009 σ.10).

Άλλοι μελετητές [(Kregel, 2008, σ.10-11) (Mah-Hui Lim, 2008, σ.14), Whalen (2008, σ.5), (Pollin, 2009), (Reavis, 2009 σ.7)] συγκαταλέγουν και την τροποποίηση του Νόμου Glass Steagal (αυστηρή διάκριση εμπορικών και επενδυτικών εργασιών στο τραπεζικό σύστημα) στις ρυθμίσεις που χαλάωσαν τους περιορισμούς στο τραπεζικό σύστημα και επέτρεψαν και στις εμπορικές τράπεζες να αναμιχθούν ενεργά και πολύ δραστήρια στην αγορά των παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων¹¹.

Από τα μέσα της δεκαετίας του 2000 και μετέπειτα είχε δημιουργηθεί ένα «σκιώδες τραπεζικό σύστημα» (Roubini, 2008, Brunnermeier, 2009, σ.79, Reavis, 2009 σ.11, Hannoun, 2010) το οποίο περιελάμβανε επενδυτικές τράπεζες, κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων, αμοιβαία κεφάλαια, ασφαλιστικές εταιρίες, «επενδυτικά οχήματα ειδικού σκοπού» (special investment vehicles) και λοιπές θυγατρικές εμπορικών τραπεζών -των οποίων οι δραστηριότητες δεν καταγράφονταν στις ενοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Όλοι αυτοί οι οργανισμοί λειτουργούσαν παράλληλα με το τραπεζικό σύστημα, διεκπεραιώνοντας χρηματοπιστωτικές εργασίες χωρίς ωστόσο να υφίστανται εποπτεία εξίσου αυστηρή

¹¹Ωστόσο σε αυτό τον ισχυρισμό υπάρχει και ο αντίλογος ότι στην Ευρώπη όπου παραδοσιακά δεν υπήρξε τέτοια διάκριση μεταξύ εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών (υπάρχει το λεγόμενο universal banking) οι εμπορικές τράπεζες ουδέποτε είχαν βρεθεί σε αντίστοιχη κατάσταση προ της κρίσης του 2008. Στο ίδιο πνεύμα οι Diamond και Rajan (2010, σ.27) σημειώνουν ότι αμερικανικές εμπορικές τράπεζες όπως η Citi δεν είχαν ιδιαίτερα προβλήματα να δραστηριοποιούνται και στην επενδυτική τραπεζική ενόσω ο νόμος Glass-Steagal ήταν σε ισχύ. Χαρακτηριστικά αναφέρουν ότι οι εμπορικές τράπεζες στις Η.Π.Α. μπορούσαν να κατέχουν νόμιμα στο χαρτοφυλάκιό τους δομημένα ομόλογα χαμηλής φερεγγυότητας χωρίς να έχει καταργηθεί ο εν λόγω νόμος.

προς αυτήν που ίσχυε για τις εμπορικές τράπεζες. Ωστόσο ενώ οι δομές «του σκιάδους τραπεζικού συστήματος» απολάμβαναν χαλαρό ρυθμιστικό καθεστώς, η δραστηριότητά τους ήταν άρρηκτα συνδεδεμένη με το κλασικό τραπεζικό σύστημα, μέσω γραμμών πίστωσης, εγγυήσεων, και λοιπών δεσμεύσεων τους οποίους τους παρείχαν οι εμπορικές τράπεζες (D'Arista and Griffith-Jones, 2009, σ.12).

Η κατάσταση αυτή δεν χαρακτήριζε αποκλειστικά το χρηματοπιστωτικό σύστημα των Η.Π.Α. Τουλάχιστον από την δεκαετία του '90 μέχρι την εκδήλωση της κρίσης οι μεγαλύτερες κεντρικές τράπεζες στον κόσμο ανέχονταν ή και ενθάρρυναν τις δομικές «καινοτομίες» των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και την γενικότερη απορρύθμιση τους. Η ιδέα της αυτορρύθμισης των χρηματοπιστωτικών αγορών (π.χ. συμφωνία της «Βασιλείας») κυριαρχούσε έναντι συγκεκριμένων ποσοτικών περιορισμών (απαιτήσεις ελάχιστων αποθεματικών και ρευστότητας, όρια δανεισμού, περιορισμοί στην κίνηση των κεφαλαίων). Άλλωστε τέτοιες περιοριστικές ρυθμίσεις είχαν ήδη «στοχοποιηθεί» εδώ και καιρό από τους οπαδούς των «ανοικτών» αγορών (D'Arista and Griffith-Jones, 2009, σ.10-11), ως αντικείμενες στις αρχές του «ελεύθερου» ανταγωνισμού.

γ) Σύστημα αμοιβών συνδεδεμένο με βραχυχρόνιες επιδόσεις.

Το κέρδος αποτελεί τον βασικό πόλο οργάνωσης των χρηματιστηριακών και χρηματοπιστωτικών αγορών. Το κέρδος που αναμένεται από τοποθετήσεις σε χρεώγραφα και χρηματοπιστωτικούς τίτλους διαφέρει σημαντικά από το κέρδος που αντλείται από την παραγωγή προϊόντων και υπηρεσιών. Η «λογική» της τοποθέτησης των κεφαλαίων είναι σε κάθε περίπτωση διαφορετική. Η επένδυση στην παραγωγή προϋποθέτει πιο μακροχρόνια δέσμευση κεφαλαίων και αρχίζει να αποδίδει μεσομακροχρόνια. Αντίθετα η τοποθέτηση σε χρηματοπιστωτικούς τίτλους αποσκοπεί στην άντληση κερδών σε βραχύ χρονικό ορίζοντα. Όσο αυξάνει το ειδικό βάρος των αγορών τόσο η δυναμική του βραχυχρόνιου κέρδους θα αποσταθεροποιεί την παγκόσμια οικονομία. Η σύνδεση των αμοιβών με την επίτευξη βραχυπρόθεσμων κερδών στον χρηματοπιστωτικό τομέα εξώθησε τις εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες σε χρηματοδοτήσεις και κερδοσκοπικές τοποθετήσεις υψηλού κινδύνου που

ως συνέπεια είχαν την περαιτέρω αποσταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος¹².

Χαρακτηριστική είναι από την άποψη αυτή η εικόνα που παρουσιάζει η εξέλιξη του δανεισμού για την αγορά πρώτης κατοικίας στις Η.Π.Α. Μετά το 2000 ο χρηματοπιστωτικός τομέας των Η.Π.Α. βρήκε εκεί την ευκαιρία να απολαύσει μεγάλα κέρδη εξωθώντας τα νοικοκυριά -κυρίως αυτά των μεσαίων και χαμηλών εισοδημάτων- στο δανεισμό για αγορά κατοικίας (Kotz, 2000, σ.10). Τα δάνεια χορηγούνταν χωρίς να γίνεται σοβαρή αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειοληπτών χαλαρώνοντας υπερβολικά τα σχετικά τραπεζικά κριτήρια για χορήγηση δανείων (Ellis, 2008, σ.21, 24). Τα στελέχη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αρκούσαν στην επίτευξη των προσωπικών βραχυπρόθεσμων στόχων τους δίχως να δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα στους μεγάλους κινδύνους που κυοφορούσαν αυτές οι δανειοδοτήσεις¹³. Εξάλλου όσο πιο μεγάλα ήταν τα βραχυχρόνια κέρδη του χρηματοπιστωτικού τομέα τόσο υψηλότερες ήταν και οι αμοιβές των στελεχών.

Η σύνδεση των υπέρογκων αμοιβών των στελεχών των επενδυτικών τραπεζών και των οίκων διαχείρισης κεφαλαίων¹⁴ με την επίτευξη υψηλών κερδών σε σύντομο

¹² Αυτό το γνώρισμα των κρίσεων τονίζουν σημαντικοί οικονομολόγοι. Μία καλή επισκόπηση πραγματοποιούν οι D'Arista και Griffith-Jones, (2009, σ.20). Σύμφωνα με τους συγγραφείς ο Stiglitz (2008b) υπογραμμίζει ότι το κίνητρο των κερδών και των υψηλών αμοιβών βρίσκεται στην καρδιά του προβλήματος των χρηματοοικονομικών κύκλων. Ισχυρίζεται ότι μεγάλο μέρος των ειδικών έκτακτων αμοιβών (bonus) των ανώτατων στελεχών είναι μονόπλευρα συνδεδεμένα με τα βραχυπρόθεσμα κέρδη. Μονόπλευρα γιατί ενώ τις καλές περιόδους αυξάνονται, δεν γίνονται ποτέ «αρνητικά» όταν δημιουργούνται μεγάλες ζημιές. Αυτή η ασυμμετρία γίνεται εντονότερη σε περιπτώσεις χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων όπως των «κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνων» όπου οι αμοιβές αυξάνονται κατακόρυφα όταν τα κέρδη είναι υψηλά ενώ μένουν σχεδόν ανεπηρέαστες όταν οι αποδόσεις είναι «φτωχές». Έτσι ενθαρρύνονται οι κερδοσκοπικές τοποθετήσεις υψηλού κινδύνου και η δημιουργία υψηλής μόχλευσης.

¹³ Αξίζει μια ειδικότερη σημείωση για τα στεγαστικά δάνεια τύπου 2/28, 3/27, 5/25 κ.ο.κ. επονομαζόμενα και ως «υβριδικά». Τα δάνεια αυτά χαρακτηρίζονταν από μια αρχική περίοδο με χαμηλό σταθερό επιτόκιο, το οποίο μετατρέποταν σε κυμαινόμενο μετά από 2,3 ή 5 χρόνια. Το νέο επιτόκιο ήταν αυξημένο με σημαντικό περιθώριο προσαύξησης πάνω σε ένα επιτόκιο βάσης, όπως π.χ. το ετήσιο Libor. Οι δανειολήπτες δελεάζονταν από ένα δάνειο που έμοιαζε να μπορεί εύκολα να εξυπηρετηθεί αφού την αρχική περίοδο πλήρωναν μόνο τόκους. Οι ποσοτικοί στόχοι των τραπεζικών στελεχών, συνδέονταν μόνο με το συνολικό ύψος των χορηγήσεων και ήταν εύκολο να επιτευχθούν. Μετά το πέρας της αρχικής περιόδου πολλά νοικοκυριά αδυνατούσαν να καταβάλουν τις δόσεις τους. Προσέφευγαν εκ νέου στην τράπεζα για αναχρηματοδότηση βάσει της αυξημένης αξίας του ακινήτου τους. Με την αναχρηματοδότηση κατάφεραν να πληρώσουν τις νέες μεγαλύτερες δόσεις του αρχικού δανείου, αλλά το συνολικό τους χρέος προς την τράπεζα αυξανόταν σε απόλυτο μέγεθος.

¹⁴ Ο Mah-Hui Lim (2008, σ.9) υπολογίζει ότι οι επενδυτικές τράπεζες πληρώνουν κατά μέσο όρο δέκα φορές μεγαλύτερο μισθό σε σχέση με άλλες εταιρίες του ιδιωτικού τομέα στις Η.Π.Α. Ο ετήσιος μισθός φθάνει κατά μέσο όρο στα 435.084 δολάρια το χρόνο σε σχέση με τα 40.368 δολάρια του μέσου μισθωτού στον ιδιωτικό τομέα. Μόνο για το 2006 οι διευθύνοντες σύμβουλοι των τραπεζών Morgan Stanley και Goldman Sachs έλαβαν 40 εκ. και 53 εκ. δολάρια αντίστοιχα. Τα ποσά γίνονται αστρονομικά στην περίπτωση των αμοιβών στελεχών σε «κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων» (hedge funds). Τα εικοσιπέντε πιο υψηλόβαθμα στελέχη αμείφθηκαν το 2006 κατά μέσο όρο με 570 εκ. δολάρια το 2006 ο καθένας. Οι τρεις πρώτοι έλαβαν ετήσια αμοιβή από ένα δισεκατομμύριο δολάρια.

χρονικό διάστημα οδήγησε επίσης στην ανάληψη ολοένα και μεγαλύτερων κινδύνων. Τα στελέχη αυτά συμμετείχαν στο κερδοσκοπικό παίγνιο με τις τιτλοποιήσεις των στεγαστικών δανείων και τη δημιουργία πιστωτικών παραγώγων: μεταπώλουν τους τίτλους στις διεθνείς αγορές αλλά αγοράζαν και οι ίδιοι τα «επικίνδυνα» χρηματοοικονομικά προϊόντα, αφού υπόσχονταν τις υψηλότερες αποδόσεις στο μικρότερο δυνατό χρονικό διάστημα. Το σύστημα αμοιβών στις επενδυτικές τράπεζες βασιζόταν κατεξοχήν στις βραχυχρόνιες επιδόσεις των στελεχών. (Mah-Hui Lim, 2008, σ.9). Οι ετήσιοι στόχοι είναι αυτοί που έχουν σημασία και παρακολουθούνται ανά τρίμηνο, ανά μήνα ίσως και ανά βδομάδα. Όλες οι πράξεις της διοίκησης επικεντρώνονται στην βελτίωση βραχυχρόνιων δεικτών, έστω και αν με αυτό τον τρόπο υποθηκεύουν το μέλλον του «οργανισμού». Και όλα αυτά σε συνθήκες πλήρους ανυπαρξίας ελέγχων από τις κατά τόπους εποπτικές αρχές.

δ) Κίνηση κεφαλαίων και μετάδοση των κρίσεων (Contagion).

Οι ροές κεφαλαίων όξυναν περαιτέρω την κατάσταση. Τα τιτλοποιημένα δάνεια χαμηλής φερεγγυότητας, τα παράγωγα επί πιστώσεων και άλλα πολύπλοκα χρηματοοικονομικά-κερδοσκοπικά «προϊόντα» διοχετεύτηκαν σε πολλές χώρες βρίσκοντας αγοραστές ανάμεσα σε εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες, ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά ταμεία, «κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων» κλπ. Στα μέσα της δεκαετίας του 2000 αυτής της μορφής χρεόγραφα ονομαστικής αξίας τρισεκατομμυρίων δολαρίων είχαν διασπαρεί στο αμερικανικό και στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Μια σημαντική υποχώρηση των τιμών των ακινήτων πάνω στα οποία είχαν δομηθεί αυτά τα παράγωγα προϊόντα καθιστούσε εν δυνάμει ευάλωτο οποιονδήποτε φορέα είχε εκτεθεί ιδιαίτερα σε τέτοιες τοποθετήσεις. (Kotz, 2008, σ.12). Η αξία των χρεογράφων αυτών μειώθηκε σημαντικά ενώ σε πολλές περιπτώσεις μηδενίστηκε. Έτσι από την Αμερική η κρίση, διεσπάρη σε τρίτες χώρες επηρεάζοντας αρνητικά τα τραπεζικά τους συστήματα. Σε πρόσφατη μελέτη οι Reinhart και Rogoff (2008, σ.7) μελετώντας χρηματοπιστωτικές κρίσεις τα τελευταία διακόσια χρόνια συμπεραίνουν ότι οι περίοδοι με υψηλή κινητικότητα των

Αυτό το φαινόμενο δεν παρατηρείται μόνο στις Η.Π.Α. Τηρουμένων των αναλογιών τέτοιου είδους παροχές έχουν υψηλόβαθμα στελέχη του χρηματοπιστωτικού τομέα σε ολόκληρο τον κόσμο. Οι σημερινοί ακριβοπληρωμένοι διαχειριστές κεφαλαίων δεν είναι άλλοι από αυτούς που ο Wachtel (1990) χαρακτήριζε, πριν δύο δεκαετίες ως τους «μανδαρίνους του χρήματος». Αυτό που έχει αλλάξει από τότε είναι ότι οι αμοιβές αυτών των στελεχών σήμερα είναι πολύ υψηλότερες από ότι τις προηγούμενες δεκαετίες.

κεφαλαίων είναι συνυφασμένες με διεθνείς τραπεζικές κρίσεις: όχι μόνο τις τελευταίες δεκαετίες αλλά διαχρονικά.

Το πρώτο θύμα της κρίσης ήταν η Ισλανδία, η οποία επλήγη σφόδρα αν και ακολουθούσε «συνετές» μακροοικονομικές πολιτικές. Το πρόβλημα προέκυψε από την υπερχρέωση των νοικοκυριών και των τραπεζών της χώρας κατά κύριο λόγο σε ξένα νομίσματα¹⁵. Η κατάσταση τέθηκε εκτός ελέγχου διότι μεγάλο μέρος των τοποθετήσεων των κεφαλαίων των τραπεζών αφορούσε σε υψηλού κινδύνου δομημένα ομόλογα. Έτσι η αξία των τοποθετήσεων τους πρακτικά εκμηδενίστηκε. Το πρόβλημα ρευστότητας, των ισλανδικών τραπεζών και η αδυναμία της κεντρικής τράπεζας της Ισλανδίας να δράσει ως «δανειστής έσχατης καταφυγής» (lender of last resort), λόγω της υπερχρέωσης της οικονομίας σε ξένο νόμισμα, προκάλεσε την πτώχευση της οικονομίας.

Η κρίση μεταδόθηκε σε ολόκληρο τον κόσμο αναδεικνύοντας για μία ακόμη φορά μία από τις σημαντικότερες πτυχές της παγκοσμιοποίησης (Gallegati et.al, 2008, σ.1). Οι Horta, Mendes και Vieira (2008) υπολογίζουν ότι η κρίση μεταδόθηκε πολύ γρήγορα στον Καναδά, στην Ιαπωνία, στην Ιταλία, στη Γαλλία και στη Μεγάλη Βρετανία, ενώ η Γερμανία, αρχικά έμεινε ανεπηρέαστη. Αντίστοιχα ανεπηρέαστη, στα πρώτα στάδια της κρίσης, παρέμεινε η Ισπανία λόγω των ισχυρότερων περιορισμών που επιβάλλονταν στις τράπεζες και ειδικά λόγω του κανονισμού που προέβλεπε τη διακράτηση ενός μικρού έστω αποθεματικού ακόμη και στην περίπτωση που η τράπεζα μεταβίβαζε τον πιστωτικό κίνδυνο ενός δανείου (Aglietta, 2009, σ.25). Οι περιορισμοί που διατηρούσε η Ισπανία αποτέλεσαν αντικίνητρο στην ανάπτυξη «εταιριών ειδικού σκοπού» (Special Investment Vehicles) οι οποίοι τιτλοποιούσαν στεγαστικά δάνεια και προστάτεψαν σχετικά τις τράπεζές της (D'Arista και Griffith-Jones, 2009, σ.12).

Η κρίση επεκτάθηκε επίσης στις μικρότερες και στις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Άμεσα προβλήματα δημιουργήθηκαν στις χώρες της Λατινικής Αμερικής λόγω της εξάρτησης του τραπεζικού τους συστήματος από αμερικανικές τράπεζες (Aglietta, 2009, σ.46) με πρώτες ανάμεσά τους την Αργεντινή και το Μεξικό, που για μία ακόμα φορά βρέθηκαν υπερχρεωμένες σε ξένα νομίσματα.

¹⁵ Σύμφωνα με τους Buitier και Sibert (2008, σ.4) μόλις το 21% του ενεργητικού και το 15% του παθητικού των τριών μεγαλύτερων τραπεζών στην Ισλανδία ήταν εκπεφρασμένα σε εγχώριο νόμισμα. Το υπόλοιπο ποσοστό αφορούσε ξένα νομίσματα. Όταν το νόμισμα υποτιμήθηκε τα χρέη των τραπεζών και των νοικοκυριών έγιναν δυσβάσταχτα.

Η κρίση εξαπλώθηκε επίσης σε χώρες της Αν. Ευρώπης και των Βαλκανίων: οι χώρες της Βαλτικής, η Ουκρανία, η Βουλγαρία, η Ρουμανία, η Σερβία και η Ουγγαρία βρέθηκαν αντιμέτωπες με δίδυμες κρίσεις: συναλλαγματικές και πιστωτικές (Aglietta, 2009, σ.47). Το πρόβλημα εδώ ήταν επίσης ότι η μεγάλη πιστωτική επέκταση που είχε πραγματοποιηθεί στις χώρες αυτές είχε στηριχθεί σε δάνεια σε ξένο νόμισμα. Ο Münchau (2009) φέρνει το παράδειγμα της Ουγγαρίας όπου σχεδόν όλα τα στεγαστικά δάνεια ήταν εκπεφρασμένα σε ελβετικό φράγκο. Στην Τουρκία και τη Ρωσία η κρίση συνέβαλε στην αποσταθεροποίηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και σε μεγάλη διολίσθηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών των νομισμάτων τους (Alphabank, σ.10). Μέσω της Αν. Ευρώπης απείλησε την ευρωζώνη. Τράπεζες της Αυστρίας, της Γερμανίας, της Ιταλίας, της Σουηδίας, της Ελλάδας έχουν εξαγοράσει τράπεζες στις χώρες της Αν. Ευρώπης¹⁶. Τα οικονομικά προβλήματα των εκεί θυγατρικών εύκολα μπορούσαν να περάσουν στους ισολογισμούς των μητρικών τραπεζών, μεταδίδοντας τις κατά τόπους κρίσεις ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα της ευρωζώνης, όπως και πράγματι έγινε.

Από την άλλη μεριά πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα χωρών της ευρωζώνης είχαν δραστηριοποιηθεί έντονα στις αγοροπωλησίες των τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων και κατείχαν και τα ίδια τέτοια χρεόγραφα. Σε συνδυασμό με αυτές τις επικίνδυνες κερδοσκοπικές τοποθετήσεις των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων η μεγάλη πιστωτική επέκταση των χωρών της ευρωζώνης παρείχε πρόσφορο έδαφος για την εγκατάσταση της κρίσης στην Ευρώπη. Σε αυτό συνέβαλε η μεγάλη απορρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα που συντελέστηκε στην Ευρώπη μετά το 2000. Η πιστωτική επέκταση κατευθύνθηκε κυρίως στην αγορά ακινήτων και δημιούργησε σε πολλές περιπτώσεις -με σημαντική εξαίρεση την Γερμανία- ανατιμητικές τάσεις στις τιμές των ακινήτων, ανάλογες με αυτές των Η.Π.Α. Έτσι σε χώρες όπως η Γαλλία, η Ιταλία, η Ισπανία, η Πορτογαλία, η Ιρλανδία, η Ελλάδα και άλλες δημιουργήθηκαν οι προϋποθέσεις ώστε μια υποχώρηση των τιμών των ακινήτων να προκαλέσει αδυναμία αναχρηματοδότησης των στεγαστικών δανείων και εσπευσμένες πωλήσεις (fire-sales) τροφοδοτώντας έτσι αλυσιδωτές μειώσεις των τιμών στα ακίνητα. Η συνεπακόλουθη μείωση της αξίας των

¹⁶ Ειδικά για την περίπτωση της Αυστρίας της οποίας οι τράπεζες είναι οι πιο δραστήριες στην Α. Ευρώπη ο Münchau (2009) υπολογίζει ότι η συνολική «έκθεση» τους στην Αν. Ευρώπη φθάνει το 80% του αυστριακού Α.Ε.Π.

εγγυήσεων-εξασφαλίσεων (collaterals) των στεγαστικών δανείων οδηγούσε στην αύξηση των επισφαλειών στους ισολογισμούς των τραπεζών.

ε) Από την νομισματική χαλαρότητα στην κρίση ρευστότητας.

Ο πανικός βραχυχρόνιας ρευστότητας είναι το πιο σταθερό χαρακτηριστικό σε κάθε χρηματοπιστωτική κρίση. Ο περιορισμός της ρευστότητας προς τις επιχειρήσεις και την οικονομία συνιστά άλλωστε έναν κλασικό μηχανισμό μετάδοσης της κρίσης σε όλη την οικονομία. Μετά το 2000 οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές ειδικά όμως στις Η.Π.Α. παρουσίασαν πολύ αυξημένη ρευστότητα. Η χαλαρή νομισματική πολιτική της κεντρικής τράπεζας¹⁷ (χαμηλά παρεμβατικά επιτόκια), αλλά και οι αθρόες εισροές κεφαλαίων στις Η.Π.Α. κυρίως από την Ασία, οδήγησαν σε μία μεγάλη πιστωτική επέκταση τόσο στις Η.Π.Α. όσο και στον υπόλοιπο αναπτυγμένο κόσμο. Όταν ξέσπασε η κρίση η υψηλή ρευστότητα «εξατμίστηκε» μέσα σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα προκαλώντας πανικό στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Οι πτωχεύσεις επενδυτικών τραπεζών και «κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνων» και η διαγραφή πολλών επισφαλών δανείων από τους ισολογισμούς των εμπορικών τραπεζών δημιούργησαν σχεδόν αιφνιδιαστικά ένα πολύ αρνητικό κλίμα. Οι εμπορικές τράπεζες αντιμετώπισαν αύξηση του κόστους δανεισμού τους με αποτέλεσμα η ρευστότητά τους να περιοριστεί. Η αύξηση του κόστους δανεισμού εκδηλώθηκε και στις τρεις βασικές χρηματοδοτικές πηγές: i) Τις καταθέσεις: λόγω της προσπάθειας των τραπεζών να προσελκύσουν νέες καταθέσεις αλλά και να διασφαλίσουν τις υπάρχουσες, οξύνθηκε ο ανταγωνισμός με αποτέλεσμα την αύξηση των επιτοκίων καταθέσεων. ii) Διατραπεζική αγορά: στο διατραπεζικό δανεισμό – ο οποίος πραγματοποιείται χωρίς εγγυήσεις (collaterals)- τη θέση της ευφορίας κατέλαβε η επιφυλακτικότητα με αποτέλεσμα την μεγάλη αύξηση των επιτοκίων της διατραπεζικής αγοράς (LIBOR, EURIBOR). iii) Δανεισμός μέσω βραχυπρόθεσμων

¹⁷ Η χαλαρή νομισματική πολιτική της κεντρικής τράπεζας των Η.Π.Α. την περίοδο 2001-2007 συγκαταλέγεται στα βασικά αίτια της κρίσης. Πράγματι το καθεστώς χαμηλών επιτοκίων ευνόησε την υπερχρέωση των νοικοκυριών και εν συνεχεία την υπερβολική ανατίμηση των περιουσιακών στοιχείων. Ωστόσο μία περιοριστική νομισματική πολιτική να μεν είναι πιθανό ότι θα απέτρεπε την «φούσκα», είναι όμως εξίσου πιθανό να εγκλώβιζε την οικονομία των Η.Π.Α. σε παράταση της ύφεσης που προκλήθηκε μετά το τρομοκρατικό επεισόδιο των «δύο πύργων» της Νέας Υόρκης και την κρίση των επιχειρήσεων της νέας οικονομίας το 2001. Κατά την προσωπική μας άποψη η υπερβολική ανατίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων είναι προτιμότερο να ελέγχεται με συγκεκριμένους διοικητικούς περιορισμούς και αυστηρότερη εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων, παρά με περιοριστική νομισματική πολιτική υψηλών επιτοκίων τα οποία πλήττουν την παραγωγή.

τίτλων (commercial papers) αλλά και συμφωνιών επαναγοράς (repos): το αρνητικό οικονομικό κλίμα ανέβασε και εδώ το κόστος των συναλλαγών.

Η κρίση ρευστότητας των τραπεζών ήταν πια γεγονός. Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων με κεφάλαια κίνησης και των νοικοκυριών με καταναλωτικά και στεγαστικά δάνεια επιβραδύνθηκε θεαματικά πλήττοντας την κατανάλωση όπως και την παραγωγή. Η κρίση ρευστότητας έπληττε πλέον ευθέως την οικονομική δραστηριότητα και η χρηματοπιστωτική κρίση μετεξελισσόταν σε γενική οικονομική κρίση.

3. Οι Επιπτώσεις στην παραγωγή και την απασχόληση.

Για αρκετό διάστημα μετά την εκδήλωση της κρίσης, οι περισσότερες αναφορές στο κόστος που θα προκαλούσε περιορίζονταν σε εκτιμήσεις των επιπτώσεων της, στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Έτσι τον Απρίλιο του 2009 έκθεση του Δ.Ν.Τ. (IMF, 2009, σ.69-70) εκτιμούσε το κόστος αυτό σε 4,1 τρισεκατομμύρια δολάρια, λόγω διαγραφής απαιτήσεων και απομείωσης της κεφαλαιακής αξίας των τραπεζών. Πιο πρόσφατη εκτίμηση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου ανέβασε το εν λόγω κόστος σε παγκόσμιο επίπεδο στα 11,9 τρισεκατομμύρια δολάρια. Από αυτό 10,2 τρισεκατομμύρια δολάρια επωμίζονται αναπτυγμένες χώρες και το υπόλοιπο 1,7 τρισεκατομμύρια δολάρια οι αναπτυσσόμενες.

Σε αυτά θα πρέπει να προστεθεί το κόστος που συνεπάγονται οι επιπτώσεις στην παγκόσμια παραγωγή και απασχόληση. Σύμφωνα με τον Aglietta (2009, σ.55) ο αρνητικός αντίκτυπος στην «πραγματική» λεγόμενη οικονομία προκύπτει κατά βάση από τα εξής στοιχεία της κρίσης:

α. Πάγωμα των πιστώσεων από τις τράπεζες (credit crunch).

β. Αδυναμία αποπληρωμής των δανείων κυρίως από νοικοκυριά και επιχειρήσεις.

Το πάγωμα των πιστώσεων αυξάνει το κόστος δανεισμού και τελικά ανακόπτει τα επενδυτικά σχέδια και τις επενδύσεις. Επιδρά αρνητικά στην κατανάλωση, τουλάχιστον στο βαθμό που αυτή χρηματοδοτείται με πιστώσεις. Τα προβλήματα αποπληρωμής των δανείων έχουν με τη σειρά τους αρνητική επίπτωση στο Α.Ε.Π. αφού δημιουργούν πρόβλημα ρευστότητας σε επιχειρήσεις και σωρεύουν τις ληξιπρόθεσμες οφειλές των νοικοκυριών. Τα προβλήματα στην εξεύρεση κεφαλαίων οδήγησαν σε περιορισμό του κύκλου των εργασιών τους, σε υπερημερία ως προς την

καταβολή των μισθών και την εξόφληση των υποχρεώσεων τους έναντι προμηθευτών.

Η ανάλυση του Aglietta περιγράφει τον τρόπο με τον οποίο διαχέεται η κρίση από το χρηματοπιστωτικό σύστημα στην παραγωγή. Προσεγγίζει όμως το θέμα κυρίως από την πλευρά πίστης-χρήματος, χωρίς να επεκταθεί στις πολιτικές που επιλέγουν οι επιχειρήσεις εν μέσω κρίσης και τις αρνητικές παρενέργειες αυτών των επιλογών στη ζήτηση, το Α.Ε.Π. και την απασχόληση: εκτός από τις μαζικές απολύσεις, η καθιέρωση «ελαστικών» ωραρίων, η επέκταση μορφών ημιαπασχόλησης, οι υποχρεωτικές άδειες στο εργατικό δυναμικό, η επιβολή της τετραήμερης εργασίας κ.ο.κ. επελέγησαν και συνεχίζουν να επιλέγονται με στόχο τον περιορισμό του λειτουργικού κόστους μέσω της μείωσης των δαπανών για μισθούς. Είναι προφανής ο αρνητικός αντίκτυπος τέτοιων μέτρων: οδηγούν σε περαιτέρω άμεση περικοπή της κατανάλωσης, στην εμπέδωση κλίματος αρνητικών προσδοκιών, βάζοντας τις επιχειρήσεις στον φαύλο κύκλο της ύφεσης: μείωση ζήτησης → επέκταση απολύσεων/ημιαπασχόλησης → μείωση εισοδήματος των νοικοκυριών → αρνητικές προσδοκίες → νέα κάμψη της ζήτησης.

Η κρίση επεκτάθηκε στο βαθμό που ο δημόσιος τομέας εξαναγκάστηκε να παρέμβει για να χρηματοδοτήσει προβληματικές τράπεζες και ασφαλιστικά ταμεία: χρηματοδοτήσεις εγγυήσεις και κάθε είδους «σωστικές» παρεμβάσεις είχαν άμεσο δημοσιονομικό κόστος. Ουσιαστικά μεταβίβασαν την κρίση ρευστότητας από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στον κρατικό προϋπολογισμό, με αποτέλεσμα την αύξηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και την επιβάρυνση του δημοσίου χρέους και του κόστους του δημόσιου δανεισμού. Οι χώρες της Ευρωζώνης που αντιμετώπισαν σημαντική αύξηση του κόστους δανεισμού τους ήταν η Ελλάδα και σε λιγότερο βαθμό η Πορτογαλία, η Ισπανία, η Ιρλανδία και η Ιταλία: χώρες που καταγράφουν διαχρονικά υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα και επιβαρύνονται με υψηλό δημόσιο χρέος.

Σε αρκετές χώρες, όπου η κρίση επεκτάθηκε στα δημόσια οικονομικά οι κυβερνήσεις προχώρησαν σε περικοπές επιδομάτων, παροχών ακόμα και μισθών ή συντάξεων. Στην Λετονία τον Ιούνιο του 2009 αποφασίστηκε η μείωση των μισθών των δημοσίων υπαλλήλων κατά 20% και των συντάξεων κατά 10%¹⁸ στο πλαίσιο παρεμβάσεων του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Το παράδειγμα της Λετονίας

¹⁸ Πρβλ. εφ. Ναυτεμπορική, 19 Ιουνίου 2009.

ακολούθησαν και άλλες χώρες όπως η Ουγγαρία όπου καταργήθηκε ο 13^{ος} μισθός και η Ιρλανδία όπου οι μισθοί των δημοσίων υπαλλήλων μειώθηκαν κατά 7%.¹⁹ Αυστηρά μέτρα λιτότητας θεσπίστηκαν και στον ελληνικό δημόσιο τομέα. Για την Ευρώπη η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 έχει μετατραπεί σήμερα (2010) σε γενικευμένη κρίση «χρέους», με αποτέλεσμα να επιβληθεί αυστηρή δημοσιονομική πειθαρχία και να γενικευθούν πανευρωπαϊκά οι πολιτικές λιτότητας.

Η οικονομία χωρών με έντονο εξαγωγικό προσανατολισμό επηρεάστηκε αρνητικά, αφού η παγκόσμια ύφεση επέδρασε δυσμενώς στις εισαγωγές. Αντίστοιχα αρνητικός ήταν ο αντίκτυπος σε χώρες των οποίων η οικονομία στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό σε εισροές συναλλάγματος από το εξωτερικό μέσω του τουρισμού και της ναυτιλίας, καθώς η παγκόσμια μείωση της ζήτησης περιόρισε τον όγκο των μεταφορών.

Οι αρνητικές συνέπειες στην παραγωγή, το εμπόριο και την απασχόληση άρχισαν να συσσωρεύονται ήδη από τις αρχές του 2009: η παγκόσμια βιομηχανική παραγωγή και το παγκόσμιο εμπόριο υπέστησαν μία κάμψη της τάξης περίπου 12% και 15% μέσα σε 12 περίπου μήνες (Eichengreen και O'Rourke, 2009).

Τα στοιχεία για επιμέρους χώρες είναι ενδεικτικά ως προς την αρνητική επίπτωση της κρίσης στο Α.Ε.Π. των αναπτυγμένων και των ταχέως αναπτυσσόμενων χωρών. Οι εκτιμήσεις για το 2009 είναι ότι οι μεγάλες οικονομίες θα βρεθούν σε ύφεση και οι καλπάζοντες ρυθμοί μεγέθυνσης που σημειώθηκαν στην Ινδία, στην Κίνα και στην Βραζιλία κατά τα προηγούμενα χρόνια προβλέπεται να μειωθούν σημαντικά. Στις χώρες της Ευρώπης, εκτιμάται μεγάλη συρρίκνωση του Α.Ε.Π. γύρω στο 2%. Οι μεγάλες οικονομίες της Ν.Α. Ασίας η Ιαπωνία και η Κορέα αναμένεται επίσης να υποστούν σημαντική μείωση του Α.Ε.Π. κατά -2,6% και -4%

¹⁹ Αντιπαρατιθέμενοι στις πολιτικές απολύσεων και περικοπής των μισθών οι Fernandez, Kaboub and Todorova (2008, σ.25) παρουσιάζουν την πρόταση του Minsky για ένα πρόγραμμα εγγυημένης σταθερής εργασίας, το οποίο θα προωθήσει τον στόχο για πλήρη απασχόληση, θα ενισχύσει τη σταθερότητα των τιμών και του χρηματοπιστωτικού συστήματος, θα βελτιώσει το επίπεδο διαβίωσης και θα εξασφαλίσει σε περισσότερα νοικοκυριά ιδιόκτητο σπίτι. Πολύ πριν τον Minsky, στα τέλη του 19^{ου} αιώνα, οι Sidney και Beatrice Webb, ιδρυτές του London School of Economics, είχαν γράψει στο ίδιο πνεύμα για την «οικονομία των υψηλών μισθών». Στην περίπτωση που επικρατεί γενικευμένα το φαινόμενο των υψηλών μισθών στην οικονομία, εκτός από το όφελος του μεμονωμένου εργαζόμενου, υπάρχει θετική επίδραση συνολικά στην οικονομία. Καταρχάς οι γενικευμένα υψηλοί μισθοί βελτιώνουν την συνολική αποτελεσματικότητα της οικονομίας, αφού επιβιώνουν μόνο οι αποτελεσματικές επιχειρήσεις, εκείνες δηλαδή που έχουν τη δυνατότητα να παρέχουν τους υψηλότερους μισθούς. Κατά δεύτερον ενισχύουν την αγοραστική δύναμη, συνεπώς και την κατανάλωση και τη συνολική οικονομική δραστηριότητα (Wachtel 1990, σ.186-190).

αντίστοιχα. Η μείωση του προϊόντος στις Η.Π.Α. εκτιμάται σε -1,6% και στον Καναδά σε -1,2%²⁰.

Αντίστοιχα αρνητική ήταν κατά τη διάρκεια του 2009 η εξέλιξη στην απασχόληση αφού στις περισσότερες χώρες η ανεργία αυξήθηκε σημαντικά. Ειδικά στις Η.Π.Α. η ανεργία στα μέσα του 2009 ανήλθε στο 8,5%, καταγράφοντας επίπεδα ρεκόρ για τα τελευταία 25 χρόνια. Η μακροχρόνια ανεργία ανήλθε στο 15,6%²¹. Φαίνεται πως η απασχόληση θα είναι το μέγεθος που θα πληγεί σοβαρά από την τρέχουσα κρίση. Εκτός από τις Η.Π.Α. η ανεργία αυξήθηκε με έντονους ρυθμούς στην Ευρώπη, αλλά και στον υπόλοιπο κόσμο. Για αυτό εξάλλου η τρέχουσα κρίση μπορεί να μετατραπεί και σε κρίση απασχόλησης, μιας και η απασχόληση δεν ανακάμπτει με ρυθμούς αντίστοιχους της μεγέθυνσης του προϊόντος

4. Μέτρα και πολιτικές εξόδου από την κρίση

Αρχικό μέλημα των υπευθύνων για την χάραξη οικονομικής πολιτικής για την επιτυχή έξοδο από την κρίση ήταν η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης προς τα χρηματοπιστωτικά συστήματα η οποία είχε κλονιστεί. Στη συνέχεια επιδιώχθηκε η τρέχουσα κρίση να αντιμετωπιστεί με τις παραδοσιακές παρεμβατικές νομισματικές και δημοσιονομικές πολιτικές. Η αδυναμία όμως συντονισμού της νομισματικής πολιτικής και η ασυμφωνία στον ακριβή τρόπο άσκησης της δημοσιονομικής πολιτικής σε διεθνές επίπεδο καθυστέρησε την έξοδο από την κρίση και κυρίως απέτυχε να βάλει την παγκόσμια οικονομία σε σταθερή τροχιά μεγέθυνσης.

Στη συνέχεια παραθέτουμε τα βασικά μέτρα που ελήφθησαν για να οδηγήσουν την παγκόσμια οικονομία σε έξοδο από την κρίση.

α) Η επέκταση της εγγύησης των καταθέσεων και η διάσωση των προβληματικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών.

Για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και καταθετών προς το τραπεζικό σύστημα επεκτάθηκε το μέτρο της εγγύησης των καταθέσεων και της διάσωσης προβληματικών τραπεζών. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, το θεσπισμένο

²⁰ Τα στοιχεία προέρχονται από την κατάθεση του Fred Bergsten διευθυντή του ιδρύματος Peterson Institute for International Economics προς την επιτροπή της Βουλής των Αντιπροσώπων των Η.Π.Α. στις αρχές του 2010 και έχουν αντληθεί από την ιστοσελίδα Roubini Global Economics (RGE) Monitor: www.rgemonitor.com/

²¹ Πρβλ. RGE Monitor, www.rgemonitor.com/

ανώτατο ύψος εγγύησης καταθέσεων που ανερχόταν πριν την κρίση στα 20.000 Ευρώ ανά καταθέτη και τράπεζα, αυξήθηκε στις 50.000 Ευρώ.

Παράλληλα σε όλο τον κόσμο οι κυβερνήσεις είτε παρείχαν ρευστότητα, είτε εξαγόρασαν προβληματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για να αποφευχθεί η αποσταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στη Μεγάλη Βρετανία η κυβέρνηση στις 14 Σεπτεμβρίου του 2007 παρείχε ρευστότητα για να διασώσει την τράπεζα Northern Rock, μία από τις μεγαλύτερες στον τομέα της στεγαστικής πίστης. Οι παρεμβάσεις συνεχίστηκαν στην Μ. Βρετανία και κατά το επόμενο έτος. Κατά τη διάρκεια του 2008 καταγράφηκαν ανάλογες ενέργειες και στην ηπειρωτική Ευρώπη (ΤτΕ, 2009, σ.24).

Στις Η.Π.Α. τον Μάρτιο του 2008 η επενδυτική τράπεζα Bear Sterns με μεσολάβηση της κυβέρνησης εξαγοράστηκε από την J.P. Morgan ώστε να αποφευχθεί η κατάρρευσή της. Τον Σεπτέμβριο του ίδιου χρόνου η αμερικανική κυβέρνηση ουσιαστικά εθνικοποίησε τις Freddie Mac και Fannie May, τα δύο μεγαλύτερα ιδρύματα στεγαστικής πίστης της χώρας. Τα πιστωτικά ιδρύματα αυτά είχαν χορηγήσει το 45% του συνόλου των στεγαστικών δανείων στις Η.Π.Α. περίπου 5,3 τρισεκατομμύρια δολάρια ως απόλυτο μέγεθος (Aglietta, 2009, σ.64). Οι παρεμβάσεις δεν περιορίστηκαν στον τραπεζικό τομέα: η αμερικανική κυβέρνηση παρείχε ρευστότητα στον όμιλο AIG, έναν από τους μεγαλύτερους ασφαλιστικούς ομίλους στον κόσμο, με αντάλλαγμα το 80% του μετοχικού της κεφαλαίου (Calomiris, 2008, σ.62).

Ο Aglietta (2009, σ.74) υπολογίζει ότι το ύψος των μέτρων στήριξης στην Ευρώπη εντός του 2008 -συμπεριλαμβανομένων των εγγυήσεων των διατραπεζικών πιστώσεων και των κρατικών ενισχύσεων για επανακεφαλαιοποίηση των τραπεζικών ιδρυμάτων- ανήλθε σε 1,7 τρισεκατομμύρια Ευρώ. Το αντίστοιχο ποσό για τις Η.Π.Α. ξεπέρασε, το ίδιο έτος, τα 700 δισ. δολάρια (σχέδιο Πώλσον).

β) Μείωση των επιτοκίων παρέμβασης των κεντρικών τραπεζών.

Η παρατεταμένη αστάθεια στις χρηματιστηριακές αγορές ήδη από τα τέλη του 2005 είχε ως αποτέλεσμα, μεταξύ άλλων, και την μεγάλη και συνεχή άνοδο των διατραπεζικών επιτοκίων. Οι τράπεζες ήταν διστακτικές να δανείσουν άλλες τράπεζες: δεν μπορούσαν να γνωρίζουν σε ποια κατάσταση ήταν η τράπεζα που δανείζεται και αν θα μπορέσει να αποπληρώσει το δάνειο. Τα διατραπεζικά επιτόκια σημείωσαν μεγάλη άνοδο και ο δανεισμός μεταξύ τραπεζών περιοριζόταν μόνο σε

βραχυχρόνιες πράξεις (μικρότερες του τριμήνου). Από τα τέλη του 2005, όταν πλέον αρχίζει η αναταραχή στις διεθνείς αγορές, το Euribor παίρνει την ανιούσα για να φθάσει στο 6% τον Σεπτέμβριο του 2008. Στη συνέχεια και λόγω των παρεμβάσεων των κεντρικών τραπεζών, ακολουθεί η αποκλιμάκωση του Euribor και των υπόλοιπων διατραπεζικών επιτοκίων.

Στις Η.Π.Α., όπου ξεκίνησε η κρίση, η κεντρική τράπεζα ξεκίνησε να μειώνει τα επιτόκια από τα μέσα του 2006: από το υψηλό 6,25% τον Ιούνιο του 2006 το βασικό προεξοφλητικό επιτόκιο (primary credit) έφθασε στο 0,5% τον Δεκέμβριο του 2008 και έκτοτε παραμένει σε αυτό το επίπεδο. Γενναία ήταν και η μείωση του παρεμβατικού επιτοκίου της Μεγάλης Βρετανίας: από 5,75% τον Ιούλιο του 2007 έπεσε στο 0,5% τον Μάρτιο του 2009.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα άρχισε να μειώνει σταδιακά το σταθερό επιτόκιο βασικής αναχρηματοδότησης των εμπορικών τραπεζών μόλις μετά τον Οκτώβριο του 2008: από 4,25%, σε 1% μέχρι τον Μάιο του 2009. Ωστόσο εντός του 2007 και 2008 είχε αυξήσει τα επιτόκια παρέμβασης για να διαφυλάξει τη σταθερότητα των τιμών της ευρωζώνης, αντί να τα μειώσει όπως ήδη είχαν ξεκινήσει να κάνουν οι κεντρικές τράπεζες των Η.Π.Α. και της Αγγλίας²².

Το αποτέλεσμα των μειώσεων των αμερικανικών, ευρωπαϊκών και αγγλικών επιτοκίων μετά τον Οκτώβριο του 2008 φαίνεται ότι ήταν θετικό αφού ο αρχικός πανικός ξεπεράστηκε και τα επιτόκια της αγοράς έχουν πλέον σημαντικά αποκλιμακωθεί.

γ) Δημοσιονομική πολιτική: Η ασυμφωνία περί επέκτασης ή πειθαρχίας.

Το γενικευμένο καθεστώς της ελεύθερης κίνησης των κεφαλαίων δεν επιτρέπει στα κράτη να δράσουν μεμονωμένα και αυτοβούλως ώστε να δώσουν την επιθυμητή κατεύθυνση στη νομισματική και δημοσιονομική πολιτική²³. Μια αποτελεσματική αντιμετώπιση της κρίσης θα απαιτούσε συντονισμό της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής σε διεθνές επίπεδο.

²² Η ΕΚΤ διά του αντιπροέδρου της Λ. Παπαδήμου (Papademos, 2009, σ.4-5) υπεραμύνθηκε της τακτικής της να αυξήσει τα επιτόκια εν μέσω κρίσης (Ιούλιος 2008) υποστηρίζοντας ότι η σταθερότητα των τιμών είχε την απόλυτη προτεραιότητα. Όταν αντιλήφθηκε την έκταση του προβλήματος της χρηματοπιστωτικής κρίσης προχώρησε σε διορθωτικές κινήσεις αυξάνοντας την ρευστότητα στην αγορά με άλλα μέσα. Η στάση αυτή της ΕΚΤ επικρίθηκε έντονα (Alphabank, 2009, σ.14) διότι συνέβαλε στην αδυναμία εξόδου από την κρίση και στη σημαντική επιδείνωσή της από τον Σεπτέμβριο του 2008.

²³ Για την αναποτελεσματικότητα της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής στο πλαίσιο της σύγχρονης παγκοσμιοποίησης βλέπε ενότητες 1.4 και 2.1.

Ο Stiglitz (2008b, σ.21) υποστηρίζει ότι η νομισματική πολιτική μπορεί να μην είναι τόσο αποτελεσματική στην παρούσα κρίση και η έμφαση θα έπρεπε να δοθεί στην επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Η ενίσχυση της δημόσιας κατανάλωσης και των δημοσίων επενδύσεων μπορεί να τονώσει τα εισοδήματα και να αποκαταστήσει μερικώς την εμπιστοσύνη των καταναλωτών και επενδυτών, ώστε να δοθεί ώθηση στην οικονομία. Σε αντίθεση όμως με την γενική ομοφωνία περί επεκτατικής νομισματικής πολιτικής δεν υπήρξε συναίνεση μεταξύ των αναπτυγμένων χωρών όσον αφορά στην άσκηση επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής. Οι Η.Π.Α. και η Αγγλία άσκησαν επεκτατική δημοσιονομική πολιτική με στόχο την τόνωση της ζήτησης, ενώ η Γερμανία και η Γαλλία υποστήριξαν ότι δεν πρέπει να διευρυνθούν τα δημοσιονομικά ελλείμματα²⁴. Τα κράτη μέλη της ευρωζώνης αυτοεγκλείστηκαν στην τυπική πανοπλία του Συμφώνου Σταθερότητας, ενώ θα έπρεπε να εφαρμόσουν μία συλλογική επιθετική δημοσιονομική πολιτική προσαρμοσμένη στην τρέχουσα συγκυρία (Aglietta 2009, σ.88). Την ανάγκη για επεκτατική δημοσιονομική πολιτική στην Ευρώπη, ώστε να περιορισθεί η παγκόσμια ύφεση τόνισε επίσης ο Sachs (2008). Αντίθετα στις Η.Π.Α. εφαρμόστηκε «επιθετικά» επεκτατική δημοσιονομική πολιτική με αποτέλεσμα το δημοσιονομικό έλλειμμα για το 2009 να αγγίξει το 13% του Α.Ε.Π.²⁵ Βέβαια τα υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα θα χρηματοδοτηθούν μελλοντικά ως ένα βαθμό από την αύξηση των φόρων. Με άλλα λόγια οι φορολογούμενοι θα κληθούν να «πληρώσουν» για την κρίση, με αποτέλεσμα διευρυμένες κοινωνικές επιβαρύνσεις.

Ως ένα βαθμό η διστακτικότητα ορισμένων ευρωπαϊκών χωρών έναντι των δημοσιονομικών ελλειμμάτων θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως δικαιολογημένη.

²⁴ Παρά τις υποδείξεις της Γερμανίας κυρίως αλλά και της Γαλλίας πολλές χώρες της Ευρώπης δεν μπόρεσαν να συγκρατήσουν την αύξηση των ελλειμμάτων τους.

²⁵ Ο Φωτόπουλος (2009) ερμηνεύει την επιλογή αυτή της Γερμανίας και της Γαλλίας, σε αντιδιαστολή προς την πολιτική των Η.Π.Α. ως εξής:

i) Οι εξαγωγές συνεισφέρουν στο ευρωπαϊκό Α.Ε.Π. κατά 40% περίπου, σε αντίθεση με τις Η.Π.Α., όπου οι εξαγωγές συνεισφέρουν στο Α.Ε.Π. κατά μόλις 11%. Συνεπώς το αμερικανικό Α.Ε.Π. στηρίζεται σε πολλαπλάσιο βαθμό στην εγχώρια ζήτηση σε σχέση με το ευρωπαϊκό. Έτσι η δημιουργία ελλειμμάτων στις Η.Π.Α. θα αποδώσει περισσότερο αφού θα τονώσει άμεσα την εγχώρια ζήτηση και για αυτό το λόγο είναι πιο επιθυμητή στις Η.Π.Α.

ii) Ο δεύτερος λόγος για τον οποίο η Ευρωπαϊκή Ένωση είναι διστακτική όσον αφορά στην δημιουργία ελλειμμάτων είναι η υποβάθμιση της πιστοληπτικής της ικανότητας. Η Ευρωπαϊκή Ένωση είναι περισσότερο εξαρτημένη από τις Η.Π.Α. όσον αφορά στις εισροές κεφαλαίων. Οι καθαρές εισροές ξένου κεφαλαίου αντιστοιχούν σε 1,8% του Αμερικανικού ΑΕΠ έναντι 3,8% της Ευρωζώνης. Όσο οι διεθνείς πιστωτές των Η.Π.Α. (κυρίως η Κίνα) είναι διατεθειμένοι να στηρίζουν το δολάριο, τόσο οι Η.Π.Α. θα μπορούν να δημιουργούν ελλείμματα και να συνεχίζουν να χρεώνονται. Αντίθετα η μεγαλύτερη εξάρτηση της Ευρώπης από το ξένο κεφάλαιο σε σχέση με τις Η.Π.Α. δεν της επιτρέπει την αύξηση των ελλειμμάτων και του χρέους η οποία ενδέχεται να υπονομεύσει τη σταθερότητα της αξίας του Ευρώ και να προκαλέσει φυγή ξένων κεφαλαίων.

Σύμφωνα με έκθεση της τράπεζας Alphabank (2009, σ.22) η μεγέθυνση της Γερμανίας ειδικά κατά τα τελευταία έτη στηρίζεται κατά κύριο λόγο στην αύξηση της εγχώριας ζήτησης όχι της δικής της οικονομίας, αλλά των οικονομικών της εταιρών. Η συμβολή της αυξήσεως των καθαρών εξαγωγών της στην αύξηση του ΑΕΠ της ήταν 0,8% το 2005, 1% το 2006, 1,4% το 2007 και 0,5% το 2008. Ανάλογη πολιτική με τη Γερμανία και για τους ίδιους λόγους ακολουθεί και η Ολλανδία. Με δεδομένη την απουσία ισχυρού κινήτρου υπέρ μιας πολιτικής επέκτασης της εγχώριας ζήτησης, ο κίνδυνος ενός νέο-πληθωριστικού κύκλου τροφοδοτούμενου από τα δημοσιονομικά ελλείμματα λειτουργούσε αποτρεπτικά.

Από την άλλη πλευρά η Γαλλία είναι μια εξαιρετικά ανοικτή αγορά. Κάθε ενίσχυση της ζήτησης θα ευνοούσε την ανάκαμψη της γερμανικής πρωτίστως οικονομίας αλλά και της οικονομίας των ΗΠΑ, της Κίνας κ.ο.κ περισσότερο από την εγχώρια ζήτηση. Θα απέμεναν ως αποτέλεσμα ένα αυξημένο δημοσιονομικό έλλειμμα και ένα έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών που λόγω της απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων είναι δύσκολα διαχειρίσιμο.

Η διαφωνία ως προς την χάραξη συντονισμένης επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής επιβεβαιώθηκε στις συνόδους των G8 και G20 που πραγματοποιήθηκαν για να παρθούν αποφάσεις για την αντιμετώπιση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Στις συνόδους τα κράτη χωρίστηκαν σε δύο στρατόπεδα: σε αυτά που υποστήριζαν τη δημοσιονομική επέκταση ως αντίδοτο στην κρίση (Η.Π.Α., Μεγάλη Βρετανία) και σε εκείνα που εξέφρασαν σοβαρές επιφυλάξεις όσον αφορά στη δημιουργία δημοσιονομικών ελλειμμάτων (Γερμανία και Γαλλία).

5. Η σύγχρονη κρίση: σκηνές σε επανάληψη αλλά και νέα γνωρίσματα.

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 έχει κρίσιμες ομοιότητες με τις κρίσεις που παρουσιάσαμε προηγουμένως: την κρίση του Χρέους, την κρίση της Τεκίλα, και την κρίση στη Ν.Α. Ασία. Κοινό πυρήνα συνιστούν οι αθρόες εισροές χρηματιστικού κεφαλαίου στις χώρες από τις οποίες εκδηλώνεται αρχικά η κρίση. Αυτές διοχετεύονται μέσω των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στην εγχώρια οικονομία. Δημιουργείται μεγάλη πιστωτική επέκταση η οποία κατευθύνεται σε μεγάλο βαθμό σε κατανάλωση και σε ακίνητα οδηγώντας σε σημαντική αύξηση των τιμών τους, σε βαθμό μάλιστα η υπερτίμηση αυτή να χαρακτηρίζεται και ως «φούσκα». Η

υπέρμετρη αύξηση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων δεν μπορεί να είναι διατηρήσιμη επι μακρόν και ακολουθεί η «βίαιη» αποκλιμάκωση των τιμών. Το ξέσπασμα της κρίσης σε όλα τα επεισόδια των κρίσεων ακολουθείται από το πάγωμα των πιστώσεων (credit crunch) το οποίο προσβάλλει την παραγωγή και την απασχόληση.

Σε όλες τις περιπτώσεις των κρίσεων που μελετήσαμε έχει προηγηθεί μεγάλη «ευφορία» στις αγορές με αποτέλεσμα η κρίσεις να μην προβλεφθούν έγκαιρα. Οι κύριοι παράγοντες που δραστηριοποιούνται στις χρηματοπιστωτικές αγορές και οι οίκοι αξιολόγησης (Moody's, S&P, Fitch) αποτυγχάνουν να εκτιμήσουν εγκαίρως την επερχόμενη εκδήλωση των κρίσεων. Μόνο ύστερα από το ξέσπασμα τους αντιδρούν σπασμωδικά με υποβαθμίσεις οι οποίες, καθώς έρχονται καθυστερημένα μετά την εκδήλωση της κρίσης, απλώς εντείνουν την ανασφάλεια και την αναταραχή.

Κοινό στοιχείο επίσης αποτελεί ο πανικός και η συμπεριφορά της αγέλης που επικρατούν στις αγορές όταν πλέον είναι φανερό ότι η κατάσταση έχει φθάσει στο απροχώρητο. Η κρίση και ο πανικός που επακολουθεί εκδηλώνονται με αφορμή ένα μείζον πιστωτικό γεγονός (κήρυξη στάσης πληρωμών του Μεξικού το 1982 και το 1994, η υποτίμηση του ταϊλανδέζικου νομίσματος το 1997, η πτώχευση της Lehman Brothers το 2008). Το χρηματιστικό κεφάλαιο αντιδρά «ενστικτωδώς» με μαζικές πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων στις διάφορες αγορές. Έτσι σε όλες τις περιπτώσεις παρατηρείται μεγάλη πτώση των χρηματιστηριακών αξιών και των τιμών των ακινήτων.

Η κρίση του 2008 χαρακτηρίζεται από κάποιες ιδιομορφίες σε σχέση με τις τρεις κρίσεις που μας απασχόλησαν στο πλαίσιο της εργασίας. Αναφερόμαστε καταρχάς στη μεσο-μακροχρόνια αστάθεια που δημιουργούσαν για το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα τα δίδυμα ελλείμματα των Η.Π.Α. και η αθρόα χρηματοδότησή τους από ξένα –κυρίως ασιατικά- κεφάλαια. Έτσι ενώ στις κρίσεις που εξετάσαμε το χρηματιστικό κεφάλαιο εξέρχεται από τις μητροπόλεις αναζητώντας βραχυχρόνιες κερδοσκοπικές ευκαιρίες στις αναπτυσσόμενες χώρες υποδοχής, στην κρίση του 2008 οι αθρόες εισροές κεφαλαίων στις Η.Π.Α., την μεγαλύτερη οικονομία του πλανήτη, δημιουργούν την «φούσκα» των ακινήτων, το σκάσιμο της οποίας αποτελεί και την αρχή τις κρίσης.

Το δεύτερο στοιχείο που διαφοροποιεί την παρούσα κρίση αφορά στην ανάπτυξη του μηχανισμού μετάδοσης της κρίσης: η μετάδοση της κρίσης προκαλείται σε όλες τις περιπτώσεις στη βάση της απελευθέρωσης της κίνησης των

κεφαλαίων. Στις κρίσεις του τέλους του 20^{ου} αιώνα η κρίση εκδηλώνεται με την αιφνίδια μετατροπή των εισροών σε μαζικές εκροές. Εδώ όμως έχει οικοδομηθεί προηγουμένως «αθόρυβα» ένα πλήρες δίκτυο μετάδοσης. Μέσω των χρηματιστηριακών αγορών παραγώγων τα αμερικανικά τιτλοποιημένα στεγαστικά δάνεια έχουν «ναρκοθετήσει» τα χαρτοφυλάκια των πιστωτικών ιδρυμάτων σε ολόκληρο τον κόσμο. Η μεγάλη μείωση της αξίας τους όταν η κρίση ξεσπά προκαλεί μεγάλες ζημιές σε αυτά, εκ των οποίων σημαντικός αριθμός οδηγείται σε πτώχευση, με αποτέλεσμα την αποσταθεροποίηση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος.

6. Τίτλοι τέλους: η ανάγκη για αλλαγή πλεύσης.

Οι διεθνείς κρίσεις στην μετά Bretton-Woods εποχή έχουν ένα κοινό καταλύτη. Την επιδίωξη του χρηματιστικού κεφαλαίου για την επίτευξη όσο δυνατόν υψηλότερης απόδοσης σε βραχύ χρονικό διάστημα. Η ανεξέλεγκτη κίνηση των κεφαλαίων αφήνει το πεδίο ελεύθερο στη διεθνή κερδοσκοπία για την εκπλήρωση αυτής της επιδίωξης.

Η κατάσταση αυτή βαίνει συνεχώς επιδεινούμενη. Τα προβλήματα της παγκόσμιας αστάθειας που δημιουργεί η διεθνής κερδοσκοπία και η ανεξέλεγκτη κίνηση κεφαλαίων έχουν επισημανθεί εμφατικά από τη δεκαετία του '80. Αν και σήμερα βρίσκονται σε εξέλιξη διαπραγματεύσεις για αυστηρότερη ρύθμιση και εποπτεία των χρηματοπιστωτικών και χρηματιστηριακών αγορών αυτές δεν φαίνεται να αποδίδουν σύντομα. Παράλληλα η αβεβαιότητα παρατείνεται λόγω της βαθείας κρίσης της απασχόλησης που διευρύνεται παρά την ελαφρά ανάκαμψη της παραγωγής, ενώ δεν λείπουν νέες αναταράξεις που προκαλούν η τρέχουσα κρίση του χρέους και η κρίση του Ευρώ.

Προτάσεις και δραστικά μέτρα για τη σταθεροποίηση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος υπάρχουν. Αυτά τα μέτρα προϋποθέτουν όμως ένα παγκόσμιο συντονισμό, μία παγκόσμια εποπτική αρχή στο πλαίσιο μίας πλανητικής διακυβερνητικής συνεργασίας. Ο σκοπός της θα είναι να περιορίζει τα επικίνδυνα κερδοσκοπικά παιχνίδια και επιπλέον να μπορεί να δρα άμεσα σε διεθνές επίπεδο όχι μόνο για να αποκαταστήσει τις μακροοικονομικές ισορροπίες, αλλά για να τονώσει την ζήτηση και την απασχόληση. Έναν τέτοιο ρόλο νομίζουμε ότι δεν μπορεί να επωμιστεί το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, με τον τρόπο που λειτουργεί σήμερα. Η τόνωση της ζήτησης, της κατανάλωσης και της επένδυσης θα πρέπει να στραφεί σε

τομείς οι οποίοι θα ενισχύσουν μία βιώσιμη παγκόσμια ανάπτυξη, όπως για παράδειγμα η λεγόμενη «πράσινη οικονομία», έτσι ώστε η έξοδος από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση να μην προκαλέσει εμβάθυνση της παγκόσμιας ενεργειακής και περιβαλλοντικής κρίσης.

Για αυτό δεν αρκεί πλέον η διόρθωση των ροών χρηματιστικού κεφαλαίου ή η αυστηρότερη ρύθμιση των αγορών και η αποκατάσταση της «ευημερίας των αριθμών». Η υφήλιος χρειάζεται μία νέου τύπου ανάκαμψη, η οποία δεν θα εξαντλεί τις φυσικές πλουτοπαραγωγικές πηγές και θα έχει τελικό στόχο την πλήρη απασχόληση στον αναπτυσσόμενο κόσμο και την πραγματική ανάπτυξη των υποανάπτυκτων και αναπτυσσόμενων χωρών. Δεν θα πρέπει να αγνοείται ότι συντριπτικό ποσοστό του πληθυσμού της γης διαβιοί υπό συνθήκες απόλυτης ένδειας και εξαθλίωσης. Το ενδιαφέρον των οικονομολόγων και των υπευθύνων χάραξης πολιτικής επιβάλλεται να στραφεί και προς αυτή την κατεύθυνση.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

I. Παράρτημα στο Κεφάλαιο 4: κριτική του υποδείγματος Mundell-Fleming

Σε άρθρο του ο V. Argy (1994) συνοψίζει τις βασικές δυνατότητες και αδυναμίες του υποδείγματος Mundell-Fleming.

Από τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα του υποδείγματος είναι η ευκολία στην κατανόηση, οι σχετικά απλές συναρτήσεις που χρησιμοποιούνται και το γεγονός ότι αποτυπώνει σε μεγάλο βαθμό τη λειτουργία της πραγματικής οικονομίας (για ένα χρονικό ορίζοντα περίπου ενός έτους), λαμβανομένων υπόψη των υποθέσεων που θέτει.

Ωστόσο το υπόδειγμα, όπως κάθε υπόδειγμα άλλωστε, παρουσιάζει κάποιες αδυναμίες. Ο Argy (1994) παρουσιάζει τις σοβαρότερες αδυναμίες του υποδείγματος:

1. Δεν αποτυπώνονται τα μεσοπρόθεσμα αποτελέσματα στην οικονομία, διότι υποθέτει σταθερούς μισθούς και τιμές, τα οποία όμως μετά από τη διάρκεια ενός βραχέως χρονικού διαστήματος (περίπου ένα χρόνο) δεν είναι δυνατό να παραμένουν σταθερά.

2. Δεν περιλαμβάνονται τυχόν μελλοντικές προσδοκίες για τη διαμόρφωση των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Προϋποθέτει ότι η αναμενόμενη ισοτιμία είναι ίση με την τρέχουσα. Μεταγενέστερα, άλλα μοντέλα ενσωμάτωσαν τις προσδοκίες για τη διαμόρφωση της μελλοντικής συναλλαγματικής ισοτιμίας.

3. Η περίπτωση της χώρας που αναφέρεται στο υπόδειγμα αφορά μικρού μεγέθους οικονομία, η λειτουργία της οποίας δεν επηρεάζει τις υπόλοιπες οικονομίες. Πράγματι οι περισσότερες οικονομίες παγκοσμίως δεν μπορούν να επηρεάσουν την παγκόσμια οικονομία. Ωστόσο υπάρχουν οικονομίες (Η.Π.Α., Ευρώπη, Ιαπωνία, Κίνα κ.α.) των οποίων μεταβολές οικονομικών μεγεθών μπορεί να έχουν μεγάλο αντίκτυπο στην παγκόσμια οικονομία. Αυτή η περίπτωση δεν περιγράφεται από το μοντέλο. Παρά ταύτα έχουν προταθεί διάφορες επεκτάσεις του μοντέλου¹, οι οποίες περιγράφουν εναλλακτικές καταστάσεις για διαφορετικά μεγέθη χωρών.

4. Το υπόδειγμα Mundell-Fleming παρουσιάζει ένα μόνο περιουσιακό στοιχείο, το χρηματικό απόθεμα, ενώ σιωπηρά υποθέτει τη διακράτηση και άλλων περιουσιακών στοιχείων. Για παράδειγμα στο υπόδειγμα υποτίθεται σιωπηρώς η ύπαρξη ομολόγων, αφού γίνεται αναφορά στο επιτόκιο. Επίσης σιωπηρά υποθέτει την ύπαρξη ξένων περιουσιακών στοιχείων, αφού η Κεντρική Τράπεζα παρεμβαίνει στην αγορά ξένου συναλλάγματος. Αυτά τα περιουσιακά στοιχεία όμως δεν παρουσιάζονται στο μοντέλο. Ο Argy (1994, σ. 81)

¹ Βλ. Mundell (1964) και Argy (1990)

επεκτείνει τον προβληματισμό του ισχυριζόμενος πως αφού το μοντέλο υποθέτει ζήτηση μόνο για χρηματικό απόθεμα, θα έπρεπε επίσης να υποθέτει ζήτηση για απόθεμα ξένου συναλλάγματος και όχι για ροή. Το μοντέλο όμως αναφέρεται σε ροές ξένου συναλλάγματος και όχι σε απόθεμα, το οποίο στα οικονομικά, είναι ασυνεπές.

5. Απουσιάζει οποιαδήποτε ανάλυση για τη δημιουργία του χρηματικού αποθέματος. Επίσης δεν παρουσιάζεται ο ρόλος του πλούτου (wealth), της ζήτησης χρήματος και της πραγματικής ζήτησης αγαθών. Ακόμη δεν γίνεται αναφορά στους τόκους που λαμβάνονται από τα ομόλογα ούτε αναφορά στα καθαρά ξένα περιουσιακά στοιχεία. Σύμφωνα με το Argy (1994) οι ατέλειες αυτές αφορούν πιο μακροπρόθεσμη ανάλυση. Σε βραχυχρόνια περίοδο, περίπου ενός έτους, οι ατέλειες αυτές δεν πρέπει να θεωρούνται τόσο σημαντικές.

6. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται στο μοντέλο είναι συγκριτική στατική. Ερευνάται το σύστημα μετά από κάποια διαταραχή σε αντιδιαστολή με το αρχικό, χωρίς να δίνεται προσοχή στη δυναμική που δημιουργήσε τη νέα κατάσταση-ισορροπία. Μεταγενέστερα, προτάθηκαν νέα μοντέλα τα οποία ενσωματώνουν μια δυναμική ανάλυση. Για παράδειγμα οι Dornbusch (1976b) και Branson (1977) παρουσιάζουν τροποποιημένο το μοντέλο και την προσαρμογή, μετά από νομισματική επέκταση (σε καθεστώς κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών), σε δύο φάσεις: στην πρώτη φάση προσαρμόζονται τα νομισματικά μεγέθη (επιτόκια, ισοτιμίες) και στη δεύτερη φάση τα πραγματικά οικονομικά μεγέθη (τιμές, ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών).

Άλλα μοντέλα διατηρούν την υπόθεση για σταθερότητα των τιμών και η προσαρμογή αφορά μόνο στο προϊόν (Frenkel και Razin, 1987). Σημαντική τροποποίηση του μοντέλου είναι αυτή που επιτρέπει και τη μεταβολή των τιμών. Σε αυτά παρουσιάζονται δύο επίσης φάσεις: η πρώτη βραχυχρόνια-«κεϋνσιανή», όπου οι οικονομικές πολιτικές έχουν θετική επίδραση στο προϊόν και στην απασχόληση και η δεύτερη μεσοχρόνια-«κλασική», όπου λόγω της μεταβολής των τιμών το προϊόν που αρχικά αυξάνεται επιστρέφει τελικά πίσω στο προϊόν πλήρους απασχόλησης. Στη δεύτερη δηλαδή περίπτωση οι οικονομικές πολιτικές δεν έχουν επίπτωση στα πραγματικά μεγέθη.

7. Το μοντέλο αποκλείει τυχόν δυσμενείς συνέπειες της υποτίμησης στο εμπορικό ισοζύγιο έστω και βραχυχρόνια², υποθέτοντας πάντα πως η υποτίμηση (ανατίμηση) βελτιώνει (χειροτερεύει) το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Ωστόσο στην πραγματικότητα αυτό δεν είναι δεδομένο. Είναι πιθανό η υποτίμηση να έχει δυσμενείς επιπτώσεις στο εμπορικό ισοζύγιο, οι οποίες θα πρέπει να αντισταθμιστούν από εισροές κεφαλαίου για να αποκατασταθεί η εξωτερική ισορροπία. Συνήθως όμως αυτό το διάστημα είναι βραχύ και στη συνέχεια το εμπορικό ισοζύγιο βελτιώνεται. Παρά το σύντομο χρονικό διάστημα που διαρκεί

² Στα διεθνή οικονομικά το αποτέλεσμα αυτό περιγράφεται βάσει της καμπύλης αποκαλούμενη και τύπου “J”. Βλ. Miles (1979) & Bahmani-Oskooee and Ratha (2004).

το εν λόγω φαινόμενο τα άμεσα αποτελέσματα της υποτίμησης ενδέχεται να μην ανταποκρίνονται σε αυτά που περιγράφει το υπόδειγμα Mundell-Fleming.

8. Τα αποτελέσματα του υποδείγματος αμφισβητούνται από τη νεοκλασική οικονομική θεωρία διότι αγνοεί τις προσδοκίες για τη μελλοντική διαμόρφωση των τιμών και της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Για του νέο-κλασικούς η επιβεβαίωση των προσδοκιών για τη μελλοντική διαμόρφωση των τιμών καθιστούν την οικονομική πολιτική αναποτελεσματική. Συνεπώς κατά τους νέο-κλασικούς, σε αντίθεση με τα συμπεράσματα του υποδείγματος, είναι προτιμότερο η ακολουθία απλών νομισματικών κανόνων και όχι ενεργητικών δημοσιονομικών και νομισματικών πολιτικών οι οποίες μακροχρόνια δεν θα έχουν ούτως ή άλλως αποτέλεσμα.

9. Ένας ακόμα περιορισμός του μοντέλου είναι ότι προβλέπει ένα μόνο αγαθό να παράγεται στην μικρή ανοικτή οικονομία, το οποίο δεν είναι πλήρως ανταγωνιστικό με τα προϊόντα του εξωτερικού. Τροποποιήσεις του μοντέλου συμπεριλαμβάνουν δύο τύπους προϊόντων, ένα εμπορεύσιμο (το οποίο είναι τελείως ανταγωνιστικό με αυτά του εξωτερικού) και ένα μη-εμπορεύσιμο (π.χ. υπηρεσίες) το οποίο «προστατεύεται απόλυτα» από τον εξωτερικό ανταγωνισμό. Άλλες επεκτάσεις του μοντέλου υποθέτουν τρία αγαθά: ένα εξαγωγικού χαρακτήρα, ένα εισαγωγικού και ένα μη-εμπορεύσιμο.

10. Τέλος σύμφωνα με τον Argy (1994, σ. 84) ένας ακόμα περιορισμός του μοντέλου Mundell-Fleming είναι ότι υποθέτει πως όλες οι εισαγωγές αφορούν τελικά προϊόντα και όχι πρώτες ύλες, ενδιάμεσα ή κεφαλαιουχικά αγαθά. Οι εισαγωγές αυτών των αγαθών θα μπορούσαν να μεταβάλουν τα αποτελέσματα του μοντέλου.

II. Παράρτημα στο Γ' Μέρος : μεθοδολογικά εργαλεία και οικονομετρικοί έλεγχοι

A) Έλεγχος αιτιότητας κατά Granger:

Η μέθοδος Granger εντοπίζει την αιτιακή σχέση μεταξύ δύο μεταβλητών. Η λογική της μεθόδου είναι ότι αν μία χρονική σειρά έχει την δυνατότητα να προβλέψει την εξέλιξη μίας άλλης χρονικής σειράς βάσει των δικών της ιστορικών τιμών, τότε η δύο χρονολογικές σειρές έχουν αιτιακή σχέση. Όταν δηλαδή η μεταβλητή x σε χρόνο $t-1$ βοηθάει στην πρόβλεψη της μεταβλητής y σε χρόνο t , έχουμε σχέση αιτιότητας κατά Granger. Η σχέση περιγράφεται ως εξής:

$$Y_t = \varphi_0 + \sum_{i=1}^{lags} \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^{lags} \beta_i X_{t-i} + u_t$$
$$X_t = \psi_0 + \sum_{i=1}^{lags} \gamma_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^{lags} \delta_i X_{t-i} + e_t$$

B) Στάσιμες και μη στάσιμες σειρές

Μια χρονολογική σειρά θεωρείται ότι είναι στάσιμη όταν οι τιμές της κυμαίνονται γύρω από τον μέσο χωρίς να ακολουθούν μία σαφή ανοδική ή καθοδική τάση ή κάποιας μορφής εποχικότητα ή κυκλικές διακυμάνσεις. Στην περίπτωση που στις παλινδρομήσεις χρησιμοποιούνται μη στάσιμες σειρές είναι πολύ πιθανό τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων αλλά και του ελέγχου αιτιότητας Granger να μην είναι αξιόπιστα και να οδηγούν σε κίβδηλες παλινδρομήσεις³ οι οποίες χαρακτηρίζονται από υπερβολικά υψηλές τιμές στον συντελεστή προσδιορισμού R^2 . Αυτό γιατί είναι πιθανό οι αιτιακές σχέσεις που εντοπίζονται να αφορούν σε τάσεις οφειλόμενες σε τρίτους παράγοντες που επιδρούν ταυτόχρονα, την εποχικότητα των μεταβλητών κλπ. και όχι πραγματική σχέση μεταξύ τους.

³ Για την ερμηνεία των κίβδηλων παλινδρομήσεων πρβλ. i) Geweke John, Richard A. Meese and Warren Dent (1983) "Comparing alternative tests of causality in temporal systems: Analytic results and experimental evidence" *Journal of Econometrics*, vol. 21, issue 2, pages 161-194, ii) Phillips, P.C.B., (1986) "Understanding Spurious Regressions in Econometrics" *Journal of Econometrics*, 33, pp. 311-340 και iii) Granger, C. W. J. and Newbold, P.(1974) "Spurious regressions in econometrics" *Journal of Econometrics Issue 2, Volume 2*, pp.111-120

Σε περίπτωση που μία σειρά είναι μη-στάσιμη αυτή μπορεί να γίνει στάσιμη αν μετασχηματιστεί σε μία σειρά χρησιμοποιώντας ως νέες τιμές τις διαφορές μεταξύ δύο διαδοχικών χρονολογικών παρατηρήσεων (πρώτες διαφορές) της σειράς. Στην περίπτωση που η σειρά μετά από τον μετασχηματισμό «πρώτης διαφοράς» γίνει στάσιμη χαρακτηρίζεται ως σειρά $I(1)$ οπότε λέγεται ότι διαθέτει «μοναδιαία ρίζα». Σε περίπτωση που η σειρά εξακολουθεί να μην είναι στάσιμη δημιουργούμε μία νέα σειρά από τις διαφορές διαδοχικών παρατηρήσεων της σειράς που έχει συναχθεί από τις πρώτες διαφορές μέχρι να καταστεί η σειρά στάσιμη. Οι συνηθέστεροι έλεγχοι στασιμότητας είναι οι Augmented Dicky-Fuller και Phillips-Perron (Asteriou and Hall, 2007 σ.297-299).

Γ. Έλεγχος Ramsey-RESET για τη «σταθερότητα» του υποδείγματος

Με τον εν λόγω γενικό έλεγχο εξετάζεται η περίπτωση της ύπαρξης οικονομετρικών σφαλμάτων όπως η απουσία σημαντικών ανεξάρτητων μεταβλητών από το υπόδειγμα, η συσχέτιση μεταξύ του διαταρακτικού όρου (κατάλοιπα) και των ανεξάρτητων μεταβλητών, η λανθασμένη μορφή με την οποία εισάγονται οι μεταβλητές. (Dinardo and Johnston, 2004, σ.158-159).

Δ. Έλεγχος CUSUM για τη σταθερότητα των παραμέτρων του υποδείγματος

Ο έλεγχος βασίζεται στην διαγραμματική απεικόνιση των «ακολουθιακών» κατάλοιπων (recursive residuals) της παλινδρόμησης. Η σταθερότητα του υποδείγματος αποφασίζεται με το κατά πόσον οι έλεγχοι είναι μέσα στα στατιστικά όρια του 5% που φαίνονται στα σχετικά διαγράμματα. Όταν τα κατάλοιπα είναι εντός των γραμμών το υπόδειγμα θεωρείται σταθερό. (Dinardo and Johnston, 2004, σ.156-157).

Ε. Έλεγχος για δομικές αλλαγές (structural breaks) βάσει ψευδομεταβλητών για τη «σταθερότητα» του υποδείγματος

Έλεγχος για την ύπαρξη τυχόν δομικών αλλαγών (structural breaks) στην υπό εξέταση χρονική περίοδο, οι οποίες αφορούν στις σημαντικές μεταρρυθμίσεις του ελληνικού

χρηματοπιστωτικού συστήματος και τις οποίες εντοπίζουμε αρχές 1989 ή/και 1990 και το δεύτερο τρίμηνο του 1994. Κατά τα έτη 1989 και 1990 πραγματοποιήθηκαν σημαντικές μεταρρυθμίσεις στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα (Αλεξιάκης και Πετράκης, 1990) οι οποίες έδωσαν στις ελληνικές τράπεζες μεγαλύτερη αυτονομία και αύξησαν τον μεταξύ τους ανταγωνισμό (απελευθέρωση επιτοκίων, χορηγήσεων κεφαλαίου κίνησης και στεγαστικών δανείων κ.α.). Κατά το έτος 1994 απελευθερώθηκε πλήρως η κίνηση των κεφαλαίων. Οι σημαντικές αυτές αλλαγές είναι πιθανό να δημιουργούν αστάθεια στο υπόδειγμα της οποίας η ύπαρξη πρέπει να διερευνηθεί. Για αυτό το λόγο χρησιμοποιούνται τρεις ψευδο-μεταβλητές (dummy variables) οι οποίες παίρνουν την τιμή 0 μέχρι την ημερομηνία της υποτιθέμενης δομικής αλλαγής και πέραν αυτής της ημερομηνίας την τιμή 1. Σε περίπτωση που ο συντελεστής της ψευδομεταβλητής είναι στατιστικά σημαντικός θεωρούμε ότι έχει συντελεστεί σημαντική δομική αλλαγή και συνεπώς το υπόδειγμα δεν είναι σταθερό (Asteriou and Hall, 2007 σ.201).

Z. Έλεγχος για πολυσυγγραμμικότητα

Έλεγχος για πολυσυγγραμμικότητα διενεργείται με τον υπολογισμό της απλής συσχέτισης των μεταβλητών. Υψηλή συσχέτιση μεταξύ μεταβλητών (άνω του 0.7) είναι πιθανό να δημιουργεί πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας αν οι εν λόγω μεταβλητές συμπεριλαμβάνονται μαζί στην παλινδρόμηση. Συνεπώς πρέπει να αποκλειστεί η εισαγωγή στο ίδιο υπόδειγμα μεταβλητών με υψηλή μεταξύ τους συσχέτιση.

Στο κεφάλαιο 9 ακολουθούμε τη μεθοδολογία της «ανοχής» (tolerance) έναντι της πολυσυγγραμμικότητας σύμφωνα με την οποία παλινδρομείται κάθε μία ανεξάρτητη μεταβλητή με το σύνολο των υπολοίπων ανεξάρτητων μεταβλητών που συμμετέχουν στο υπόδειγμα. Στη συνέχεια υπολογίζεται ο συντελεστής προσδιορισμού R^2 της συνάρτησης, ο οποίος αφαιρείται από τη μονάδα ($T = 1 - R^2$). Αν ο συντελεστής συσχέτισης των μεταβλητών είναι κάτω από 0.7 οπότε και η «ανοχή» πάνω από 0.3 θεωρείται ότι το υπόδειγμα δεν πάσχει από σοβαρό πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας (Asteriou and Hall, 2007 σ.86-96).

III. Παράρτημα στο Κεφάλαιο 7

ι. Βασικές στατιστικές και αποτελέσματα οικονομετρικών ελέγχων

Πίνακας Π7(1): Έλεγχοι για στασιμότητα

Μεταβλητή	ADF ¹			PP ²		
	Σταθερός Όρος	Σταθερός Όρος & Τάση	«Τυχαίος Περίπατος»	Σταθερός Όρος	Σταθερός Όρος & Τάση	«Τυχαίος Περίπατος»
CAPGDP _t	-6.802***	-6.806***	-0.475X	-8.362***	-8.314***	-4.707***
EXFDI _t	-5.705***	-6.805***	-5.586***	-5.749***	-10.07***	-5.628***
SPECGDP _t	-2.495X	-2.795X	-0.542X	-7.058***	-7.669***	-6.783***
g _t	-4.352***	4.528***	-3.642***	-4.471***	-4.649***	-3.714***
π _t	-0.621X	2.199X	-1.231X	-0.779X	-2.472X	-1.205X
D(π _t)	-6.299***	-6.299***	-6.240***	-6.304***	-6.302***	-6.228***
i _{(ger)t}	-8.219***	-8.147***	-8.282***	-8.267***	-8.192***	-8.33***
i _{(usa)t}	-7.329***	-7.333***	-7.394***	-7.329***	-7.333***	-7.394***
B _t	-0.823X	-1.454X	-1.216X	-0.266X	-1.146X	-1.038X
D(B _t)	-4.504***	-4.538***	-4.411***	-4.504***	-4.567***	-4.411***
VFX _t	-4.292***	-4.394***	-2.673***	-5.242***	-5.315***	-3.638***
Miniane _t	0,7X	2,19X	1,93X	0,647X	2,189X	2,020*
D(Miniane _t)	7,691***	7,617***	7,28***	7,724***	7,646***	7,28***
Open _t	0,675X	1,679X	3,044***	0,669X	1,794X	2,959***
D(Open _t)	7,559***	7,509***	6,452***	7,561***	7,509***	6,662***
CA _t	3,15**	2,845X	2,33**	7,112***	7,112***	5,019***

1. ADF είναι ο έλεγχος augmented Dickey and Fuller.

2. PP είναι ο έλεγχος Phillips και Perron.

3. ***, **, * υποδηλώνουν ότι η υπόθεση για μη-στασιμότητα απορρίπτεται σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, 5% και 10% αντίστοιχα, βάσει των διαστημάτων εμπιστοσύνης που αναφέρονται στο MacKinnon (1991).

4. Οι τιμές αναφέρονται σε t-statistics με το X να υποδηλώνει μη στάσιμη σειρά

Πίνακας Π7(2): Συσχετίσεις μεταβλητών

	CAPGDP	EXFDI	SPECGDP	g _t	π _t	i _{(ger)t}	i _{(usa)t}	B _t	VFX _t	MINIANE	Open _t
CAPGDP	1.000										
EXFDI	0.868	1.000									
SPECGDP	0.515	0.573	1.000								
g _t	-0.148	-0.259	-0.231	1.000							
π _t	0.012	0.050	0.014	0.183	1.000						
i _{(ger)t}	0.056	0.101	-0.247	-0.185	0.077	1.000					
i _{(usa)t}	0.017	0.094	-0.286	-0.154	0.075	0.895	1.000				
B _t	0.016	-0.123	0.04	0.068	-0.077	0.031	0.004	1.000			
VFX _t	0.151	0.196	0.005	0.028	0.198	0.142	0.135	0.122	1.000		
MINIANE	-0.011	0.385	0.237	-0.219	0.091	0.019	0.172	-0.343	0.141	1.000	
Open _t	-0.051	-0.140	-0.218	0.081	-0.019	0.299	0.376	-0.131	0.123	0.007	1.000

Πίνακας Π7(3): Διορθωμένος Έλεγχος αυτοσυσχέτισης για την Α' εκδοχή του υποδείγματος: Συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων ως % του Α.Ε.Π. (CAPGDpT) (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test)

Βαθμός/Υστέρηση	1 ^{ος}	2 ^{ος}	3 ^{ος}	4 ^{ος}
Βασικό Υπόδειγμα	1.998	1.008	1.136	0.877
Βασικό Υπόδειγμα 2	1.963	0.981	1.105	0.898
Εκλογικός Κύκλος	1.827	0.928	1.153	0.927
Χρημ/κες Κρίσεις	0.921	0.578	1.115	0.827
ΔΠΚΚ I	3.51	1.836	1.701	1.252
ΔΠΚΚ II	2.441	1.234	1.253	0.929
ΔΠΚΚ III	2.23	1.124	1.189	0.891

Σημ. Οι τιμές αναφέρονται στην F-Statistic
Το (~) υποδηλώνει αυτοσυσχέτιση σε επίπεδο σημαντικότητας 5%

Πίνακας Π7(4): Διορθωμένος Έλεγχος για ARCH αποτέλεσμα για την Α' εκδοχή του υποδείγματος: Συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων ως % του Α.Ε.Π. (CAPGDpT) (ARCH LM TEST)

Βαθμός/Υστέρηση	1ος	2ος	3ος	4ος
Βασικό Υπόδειγμα	0.837	0.651	1.136	0.429
Βασικό Υπόδειγμα 2	0.795	0.63	1.141	0.404
Εκλογικός Κύκλος	0.726	0.7	0.474	0.505
Χρημ/κες Κρίσεις	0.6	0.554	0.421	0.289
ΔΠΚΚ I	1.268	0.731	0.458	0.348
ΔΠΚΚ II	1.047	0.699	0.456	0.387
ΔΠΚΚ III	0.956	0.677	0.451	0.4

Σημ. Οι τιμές αναφέρονται στην F-Statistic
Το (~) υποδηλώνει αυτοσυσχέτιση της διακύμανσης των καταλοίπων (ARCH αποτέλεσμα) σε επίπεδο σημαντικότητας 5%

Πίνακας Π7(5): Διορθωμένος Έλεγχος αυτοσυσχέτισης για την Β' εκδοχή του υποδείγματος: Συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων εξαιρουμένων των «επιχειρηματικών» ως % του Α.Ε.Π. (EXFDIt) - (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test)

Βαθμός/Υστέρηση	1 ^{ος}	2 ^{ος}	3 ^{ος}	4 ^{ος}
Βασικό Υπόδειγμα	0.775	0.912	0.657	1.852
Βασικό Υπόδειγμα 2	0.78	0.815	0.797	0.666
Εκλογικός Κύκλος	0.796	0.555	0.427	1.922
Χρημ/κες Κρίσεις	0.266	0.146	1.271	0.927
ΔΠΚΚ I	0.114	0.973	1.507	1.623
ΔΠΚΚ II	0.147	1.122	1.542	1.753
ΔΠΚΚ III	0.057	1.431	2.198	2.094

Σημ: Οι τιμές αναφέρονται στην F-Statistic
Το (~) υποδηλώνει αυτοσυσχέτιση σε επίπεδο σημαντικότητας 5%

Πίνακας Π7(6): Διορθωμένος Έλεγχος για ARCH αποτέλεσμα για την Β' εκδοχή του υποδείγματος: Συνολικές καθαρές ροές κεφαλαίων εξαιρουμένων των «επιχειρηματικών» ως % του Α.Ε.Π. (EXFDIt) - (ARCH LM TEST)

Βαθμός/Υστέρηση	1 ^{ος}	2 ^{ος}	3 ^{ος}	4 ^{ος}
Βασικό Υπόδειγμα	1.358	2.265	2.067	1.610
Βασικό Υπόδειγμα 2	1.214	2.169	2.075	1.621
Εκλογικός Κύκλος	1.063	2.287	2.002	1.519
Χρημ/κες Κρίσεις	1.514	1.853	1.404	1.002
ΔΠΚΚ I	0.075	1.683	1.625	1.227
ΔΠΚΚ II	0.158	1.727	1.609	1.199
ΔΠΚΚ III	0.081	1.405	1.309	0.981

Σημ.: Οι τιμές αναφέρονται στην F-Statistic
Το (~) υποδηλώνει αυτοσυσχέτιση της διακύμανσης των καταλοίπων (ARCH αποτέλεσμα) σε επίπεδο σημαντικότητας 5%

Πίνακας Π7(7): Διορθωμένος Έλεγχος αυτοσυσχέτισης για την Γ' εκδοχή του υποδείγματος:
 «Λοιπές ροές» κεφαλαίων ως % του Α.Ε.Π. (SPECGDPT)
 (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test)

Βαθμός/Υστέρηση	1^{ος}	2^{ος}	3^{ος}	4^{ος}
Βασικό Υπόδειγμα	1.113	0.672	0.684	1.5
Βασικό Υπόδειγμα 2	1.105	0.651	0.694	1.402
Εκλογικός Κύκλος	1.023	0.992	0.868	1.392
Χρημ/κες Κρίσεις	3.106 ~	1.513	1.693	2.509 ~
ΔΠΚΚ Ι	1.167	0.752	0.692	1.362
ΔΠΚΚ ΙΙ	1.166	0.59	0.575	1.811
ΔΠΚΚ ΙΙΙ	1.174	0.574	0.522	1.926

Σημ. Οι τιμές αναφέρονται στην F-Statistic

Το (~) υποδηλώνει αυτοσυσχέτιση σε επίπεδο σημαντικότητας 5%

Πίνακας Π7(8): Διορθωμένος Έλεγχος για ARCH αποτέλεσμα για την Γ' εκδοχή του υποδείγματος: «Λοιπές ροές» κεφαλαίων ως % του Α.Ε.Π. (SPECGDPT)-(ARCH LM TEST)

Βαθμός/Υστέρηση	1ος	2ος	3ος	4ος
Βασικό Υπόδειγμα	2.999	1.87	1.807	1.271
Βασικό Υπόδειγμα 2	2.891	1.856	1.732	1.131
Εκλογικός Κύκλος	1.375	1.328	1.394	1.007
Χρημ/κες Κρίσεις	0.083	1.136	0.99	1.936
ΔΠΚΚ Ι	3.045	1.938	1.868	1.313
ΔΠΚΚ ΙΙ	2.723	1.676	1.642	1.164
ΔΠΚΚ ΙΙΙ	2.996	1.496	2.006	1.504

Σημ. Οι τιμές αναφέρονται στην F-Statistic

Το (~) υποδηλώνει αυτοσυσχέτιση της διακύμανσης των καταλοίπων (ARCH αποτέλεσμα) σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

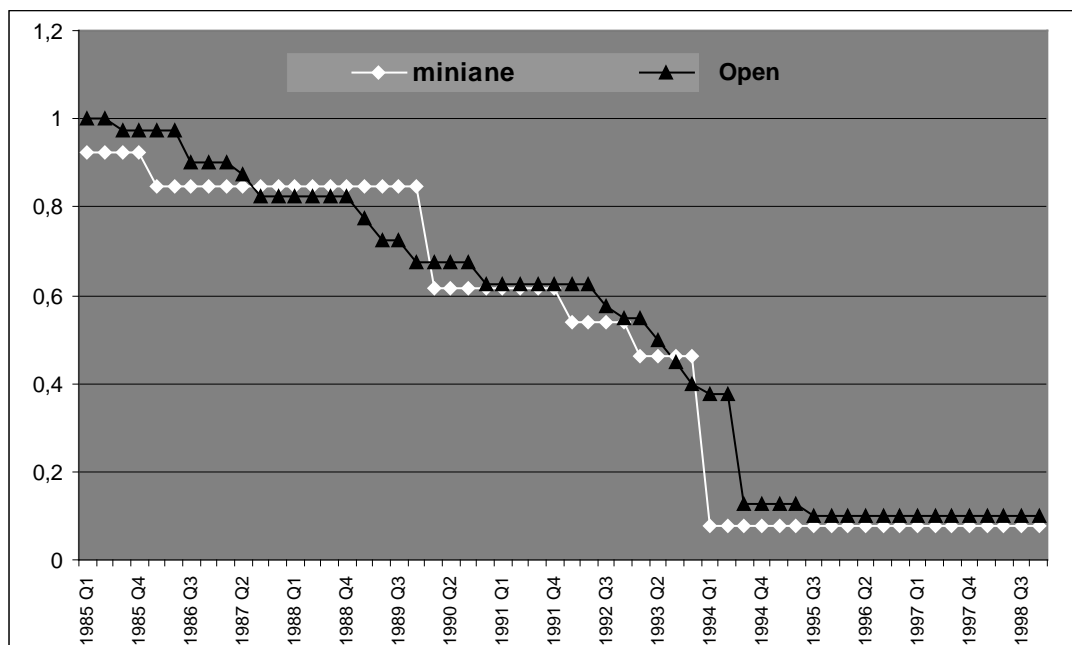
ii. Πίνακας θεσμικών εξελίξεων στον τομέα της ρύθμισης της κίνησης των κεφαλαίων & δείκτες έντασης των περιορισμών

	MINIANE	OPEN	Μεταβολή στο ρυθμιστικό καθεστώς της κίνησης κεφαλαίων
1984 Q3	0,923	0,999	
1984 Q4	0,923	0,999	
1985 Q1	0,923	0,999	
1985 Q2	0,923	0,999	3 Απριλίου 1985: Επιτράπηκε στους μόνιμους κατοίκους εσωτερικού το άνοιγμα λογαριασμών σε συνάλλαγμα ταμειυτηρίου και προθεσμίας.
1985 Q3	0,923	0,975	
1985 Q4	0,923	0,975	
1986 Q1	0,846	0,975	
1986 Q2	0,846	0,975	31 Μαρτίου 1986: Απελευθερώνεται η τιμολογιακή πολιτική των τραπεζών σε ό,τι αφορά στις προμήθειες για αγοραπωλησία συναλλάγματος. 1 Απριλίου 1986: Επιτράπηκε στους ομογενείς, μόνιμους κατοίκους εξωτερικού που εισάγουν κεφάλαια και που το χρησιμοποιούν για ανέγερση ή αγορά οικοδομών στην Ελλάδα, να εξάγουν το προϊόν της εκποίησης του ακινήτου με ανώτατο όριο το ποσό του συναλλάγματος που εισήλθε. * 19 Μαΐου 1986: Όλοι οι περιορισμοί που σχετίζονται με ρευστοποίηση επενδύσεων εντός της ελληνικής οικονομίας και επαναπατρισμό των κεφαλαίων και κερδών και αφορούν σε πολίτες της ΕΕ καταργούνται.
1986 Q3	0,846	0,9	
1986 Q4	0,846	0,9	
1987 Q1	0,846	0,9	10 Μαρτίου 1987: Επιτρέπεται στις τράπεζες να εγκρίνουν τη χορήγηση συναλλάγματος στους Έλληνες που μεταβαίνουν στο εξωτερικό για λόγους υγείας ή σπουδών
1987 Q2	0,846	0,875	22 Απριλίου 1987: Επιτρέπεται σε μεταποιητικές, μεταλλευτικές και ξενοδοχειακές επιχειρήσεις να συνάπτουν δάνεια σε συνάλλαγμα υπό προϋποθέσεις, χωρίς να απαιτείται προηγούμενη άδεια από την Τράπεζα της Ελλάδος.
1987 Q3	0,846	0,825	
1987 Q4	0,846	0,825	
1988 Q1	0,846	0,825	
1988 Q2	0,846	0,825	
1988 Q3	0,846	0,825	
1988 Q4	0,846	0,825	* 23 Νοεμβρίου, 1988: Περιορίζονται οι ρυθμίσεις που αφορούν σε Άμεσες Ξένες Επενδύσεις πολιτών της Ε.Ε.. Απελευθερώνονται πλήρως οι μεταφορές κεφαλαίων σε πολίτες εντός της Ε.Ε..
1989 Q1	0,846	0,775	* 9 Μαρτίου, 1989: Επιτρέπεται σε εξαγωγικές εταιρίες να συνάπτουν δάνεια σε ξένο συνάλλαγμα με διάρκεια έως έξι μήνες.
1989 Q2	0,846	0,725	
1989 Q3	0,846	0,725	* 1 Ιουλίου, 1989: Απαλείφονται πλήρως οι εναπομείναντες περιορισμοί όσον αφορά σε άμεσες ξένες επενδύσεις για κατοίκους της Ε.Ε..
1989 Q4	0,846	0,675	
1990 Q1	0,615	0,675	
1990 Q2	0,615	0,675	
1990 Q3	0,615	0,675	* 20 Αυγούστου, 1990: Απαλείφονται πλήρως οι περιορισμοί που σχετίζονται με επαναπατρισμό κερδών, μερισμάτων, τόκων και κεφαλαίων και με τις ρευστοποιήσεις επενδύσεων και από μη κατοίκους της Ε.Ε.
1990 Q4	0,615	0,625	
1991 Q1	0,615	0,625	
1991 Q2	0,615	0,625	
1991 Q3	0,615	0,625	
1991 Q4	0,615	0,625	
1992 Q1	0,538	0,625	
1992 Q2	0,538	0,625	* 11 Ιουνίου, 1992: Επιτρέπεται σε έλληνες κατοίκους η απόκτηση μετοχών και ομολόγων εκτός Ε.Ε. με τους ίδιους όρους και περιορισμούς όπως αυτές εντός Ε.Ε. * 17 Ιουνίου, 1992: Επιτράπηκε στα πιστωτικά ιδρύματα να δανείζουν πολίτες που κατοικούν μόνιμα στο εξωτερικό.
1992 Q3	0,538	0,575	7 Αυγούστου: Επιτρέπεται η κατάθεση ξένων τραπεζογραμματίων σε λογαριασμούς καταθέσεων σε συνάλλαγμα. Απαγορεύεται η μεταφορά τους στο εξωτερικό
1992 Q4	0,538	0,55	
1993 Q1	0,462	0,55	* 23 Μαρτίου, 1993: Όλες οι συναλλαγές με χώρες μέλη της Ε.Ε. απελευθερώνονται πλήρως εκτός αυτών που έχουν χρονικό ορίζοντα μικρότερο του ενός έτους.
1993 Q2	0,462	0,5	* 30 Ιουνίου, 1993: Όλες οι συναλλαγές με χώρες μη μέλη της Ε.Ε. απελευθερώνονται με κάποιες μεμονωμένες εξαιρέσεις.
1993 Q3	0,462	0,45	16 Σεπτεμβρίου: Επιτρέπεται ο δανεισμός σε συνάλλαγμα ημεδαπών φυσικών και νομικών προσώπων για την αγορά μετοχών αλλοδαπών επιχειρήσεων.
1993 Q4	0,462	0,4	20 Δεκεμβρίου: Επιτρέπεται ο δανεισμός σε συνάλλαγμα για την αγορά, κατασκευή και επισκευή ακινήτων στην Ελλάδα
1994 Q1	0,077	0,375	
1994 Q2	0,077	0,375	* 10 Μαΐου: Απελευθέρωση της κίνησης των βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων. / Καταργούνται και οι τελευταίοι εναπομείναντες περιορισμοί.
1994 Q3	0,077	0,125	

1994 Q4	0,077	0,125	
1995 Q1	0,077	0,125	
1995 Q2	0,077	0,125	28 Απριλίου: Ξεκινά η σταδιακή αυτονομία των τραπεζών στη διαχείριση των καταθέσεων σε συνάλλαγμα.
1995 Q3	0,077	0,1	
1995 Q4	0,077	0,1	
1996 Q1	0,077	0,1	
1996 Q2	0,077	0,1	
1996 Q3	0,077	0,1	
1996 Q4	0,077	0,1	
1997 Q1	0,077	0,1	
1997 Q2	0,077	0,1	
1997 Q3	0,077	0,1	
1997 Q4	0,077	0,1	
1998 Q1	0,077	0,1	
1998 Q2	0,077	0,1	
1998 Q3	0,077	0,1	
1998 Q4	0,077	0,1	

Πηγή: Οι ημερομηνίες με * προέρχονται από τον Miniane (2004, σ.285). Τα υπόλοιπα στοιχεία προέρχονται από το αρχείο της εφημερίδας «Καθημερινή»: http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/w/articles/mc2_100141_21/02/2006_146252

Διάγραμμα Π7(1): Δείκτες έντασης των περιορισμών της κίνησης κεφαλαίων Miniane και OPEN στην ελληνική οικονομία 1985-1998



Πηγή: Δική μας επεξεργασία.

IV. Παράρτημα στο Κεφάλαιο 8: μεταβλητές, βασικές στατιστικές και αποτελέσματα οικονομετρικών ελέγχων

Πίνακας Π8(1): Επεξήγηση μεταβλητών

ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ	ΕΠΕΞΗΓΗΣΗ	ΠΗΓΗ
$i_{(GRE)v}t$	Το επιτόκιο του ελληνικού, εντόκου γραμματίου του δημοσίου (ετησιοποιημένο) διάρκειας t (όπου $t = 3$ μηνο, 6μηνο, 12μηνο). Αρχική δημοπρασία.	Τράπεζα της Ελλάδος
$i_{(USA)v}t$	Το επιτόκιο του εντόκου γραμματίου (t-bill rate) του δημοσίου των Η.Π.Α. (ετησιοποιημένο) διάρκειας t . Αρχική δημοπρασία.	FED, www.federalreserve.gov
$i_{(GER)v}t$	Το γερμανικό επιτόκιο χρηματαγοράς (money market rate) εμπορικών τραπεζών (ετησιοποιημένο) διάρκειας t . Μηνιαίος μέσος.	Deutsche Bundesbank, http://www.bundesbank.de/
$\pi_{(GRE)t}$ $\pi_{(GER)t}$ $\pi_{(USA)t}$	Δείκτης τιμών καταναλωτή Ελλάδας, Η.Π.Α., Γερμανίας αντίστοιχα. Έτος βάσης 2000. (2000=100). Σε λογαριθμική μορφή.	ΟΟΣΑ, http://webnet.oecd.org/wbos
$FX_{(DM)}$ $FX_{(USD)}$	Συναλλαγματική Ισοτιμία δραχμής/δολαρίου και δραχμής/μάρκου. (δολάριο Η.Π.Α. και μάρκο Γερμανίας εκφρασμένο σε ελληνικές δραχμές).	Τράπεζα της Ελλάδος
$IP_{(GRE)t}$ $IP_{(GER)t}$ $IP_{(USA)t}$	Ο δείκτης μετρά τη μηνιαία μεταβολή του φυσικού προϊόντος της παραγωγής για την Ελλάδα, τις Η.Π.Α και τη Γερμανία αντίστοιχα, με έτος βάσης το 2000 (2000=100). Περιλαμβάνει δείγμα όλων των κλάδων της βιομηχανίας, συμπεριλαμβανομένων ορυχείων και παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας. Σε λογαριθμική μορφή.	ΟΟΣΑ, http://webnet.oecd.org/wbos

Πίνακας Π8(2): Έλεγχοι για στασιμότητα (Επίπεδα)

Μεταβλητή	ADF ¹			PP ²		
	Σταθερός Όρος	Σταθερός Όρος & Τάση	«Τυχαίος Περίπατος»	Σταθερός Όρος	Σταθερός Όρος & Τάση	«Τυχαίος Περίπατος»
$\dot{I}_{(GRE12)t}$	0.35X	-0.86X	-0.78X	0.09X	-0.91X	-0.74X
$\dot{I}_{(GRE6)t}$	0.045X	-0.887X	-1.207X	-0.105X	-1.476X	-0.761X
$\dot{I}_{(GRE3)t}$	-0.894X	-1.978X	-0.905X	-1.26X	-2.823X	-0.739X
$\dot{I}_{(USA12)t}$	-1.736X	-2.271X	-1.082X	-1.463X	-2.081X	-1.024X
$\dot{I}_{(USA6)t}$	-2.045X	-2.183X	-1.372X	-1.805X	-1.871X	-1.428X
$\dot{I}_{(USA3)t}$	-1.996X	-2.039X	-1.423X	-1.807X	-1.832X	-1.425X
$\dot{I}_{(GER12)t}$	-0.996X	-1.275X	-0.851X	-0.771X	-1.065X	-0.828X
$\dot{I}_{(GER6)t}$	-0.755X	-1.023X	-0.843X	-0.691X	-0.901X	-0.943X
$\dot{I}_{(GER3)t}$	-0.586X	-0.849X	-0.849X	-0.712X	-0.929X	-0.891X
$\pi_{(GRE)t}$	-1.882X	0.138X	-0.065X	-4.57***	0.919X	9.52***
$\pi_{(USA)t}$	-2.489X	-0.522X	8.19***	-2.702*	-0.33X	14.56***
$\pi_{(GER)t}$	-0.379X	-2.97X	1.41X	-0.338X	-1.027X	6.81***
$IP_{(GRE)t}$	-0.368X	-1.121X	1.723X	-2.95**	-5.47***	1.924*
$IP_{(USA)t}$	0.645X	-0.359X	8.62***	0.267X	-1.008X	5.924X
$IP_{(GER)t}$	-1.898X	-2.197X	2.026**	-1.832X	-2.474X	1.985**
$FX_{(USD)t}$	-1.242X	-3.594**	2.78***	-1.183X	-3.056X	3.475X
$FX_{(DM)t}$	-2.869*	-0.897X	3.521***	-3.259**	-0.525X	4.163***

Πίνακας Π8(3): Έλεγχοι για στασιμότητα (Διαφορά μεταξύ δύο διαδοχικών τριμήνων)

Μεταβλητή	ADF ¹			PP ²		
	Σταθερός Όρος	Σταθερός Όρος & Τάση	«Τυχαίος Περίπατος»	Σταθερός Όρος	Σταθερός Όρος & Τάση	«Τυχαίος Περίπατος»
$\dot{I}_{(GRE12)t}$	-13.81***	-14.32***	-13.78***	-13.93***	-14.33***	-13.92***
$\dot{I}_{(GRE6)t}$	-11.69***	-11.81***	-11.62***	-11.72***	-11.81***	-11.65***
$\dot{I}_{(GRE3)t}$	-13.71***	-8.87***	-13.71***	-14.43***	-14.73***	-14.26***
$\dot{I}_{(USA12)t}$	-10.09***	-10.06***	-10.09***	-9.989***	-9.962***	-9.997***
$\dot{I}_{(USA6)t}$	-8.253***	-8.261***	-8.219***	-8.103***	-8.094***	-8.099***
$\dot{I}_{(USA3)t}$	-8.301***	-8.316***	-8.259***	-8.182***	-8.19***	-8.152***
$\dot{I}_{(GER12)t}$	-9.08***	-9.108***	-9.079***	-8.944***	-8.959***	-8.981***
$\dot{I}_{(GER6)t}$	-9.158***	-9.197***	-9.153***	-9.195***	-9.196***	-9.188***
$\dot{I}_{(GER3)t}$	-10.08***	-10.13***	-10.068***	-10.27***	-10.19***	-10.27***
$\pi_{(GRE)t}$	-0.881673X	-2.89***	-1.522***	-13.91***	-14.58***	-9.142***
$\pi_{(USA)t}$	-10.792***	-11.18***	-1.571*	-10.75***	-11.19***	-5.558***
$\pi_{(GER)t}$	-1.786X	-1.771X	-1.069X	-10.98***	-10.95***	-9.469***
$IP_{(GRE)t}$	-11.65***	-11.654***	-11.46***	-35.31***	-37.421***	-31.75***
$IP_{(USA)t}$	-5.429***	-12.79***	-3.923***	-13.78***	-13.76***	-11.97***
$IP_{(GER)t}$	-23.27***	-23.27***	-22.99***	-24.49***	-23.71***	-23.66***
$FX_{(USD)t}$	-10.48***	-10.47***	-9.907***	-10.08***	-10.06***	-9.879***
$FX_{(DM)t}$	-8.741***	-9.279***	-7.575***	-8.731***	-8.801***	-7.453***

1. ADF είναι ο έλεγχος augmented Dickey and Fuller.

2. PP είναι ο έλεγχος Phillips και Perron.

3. ***, **, * υποδηλώνουν ότι η υπόθεση για μη-στασιμότητα απορρίπτεται σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, 5% και 10% αντίστοιχα, βάσει των διαστημάτων εμπιστοσύνης που αναφέρονται στο MacKinnon (1991).

4. Το X υποδηλώνει μη στάσιμη σειρά

5. Οι τιμές αναφέρονται σε t-statistics.

Πίνακας Π8(4):: Βασικές περιγραφικές στατιστικές των επιτοκίων προ και μετά το 1994.

1984-1994	$i_{(GRE3)t}$	$i_{(GRE6)t}$	$i_{(GRE12)t}$	$i_{(USA3)t}$	$i_{(USA6)t}$	$i_{(USA12)t}$	$i_{(GER3)t}$	$i_{(GER6)t}$	$i_{(GER12)t}$
Μέσος	17.50	18.72	20.11	6.17	6.29	6.40	6.53	6.58	6.61
Διάμεσος	17.50	17.75	19.25	6.17	6.33	6.59	6.12	6.26	6.33
Μέγιστο	25.50	22.00	24.00	10.49	10.65	10.99	9.83	9.83	9.82
Ελάχιστο	15.50	16.50	18.00	2.84	2.98	3.02	3.32	3.41	3.60
Τυπ. Απόκλιση	1.179	1.651	1.981	2.02	2.019	2.002	1.966	1.95	1.919
Στρέβλωση	2.564	0.753	0.759	-0.058	-0.009	0.087	0.149	0.169	0.220
Κύρτωση	18.29	2.15	2.111	2.196	2.32	2.498	1.704	1.69	1.698
Παρατηρήσεις	124	124	124	124	124	124	124	124	124
1994-2000	$i_{(GRE3)t}$	$i_{(GRE6)t}$	$i_{(GRE12)t}$	$i_{(USA3)t}$	$i_{(USA6)t}$	$i_{(USA12)t}$	$i_{(GER3)t}$	$i_{(GER6)t}$	$i_{(GER12)t}$
Μέσος	12.61	12.43	12.66	5.03	5.11	5.229	3.79	3.73	3.87
Διάμεσος	12.40	12.10	11.65	5.03	5.11	5.19	3.53	3.54	3.62
Μέγιστο	25.50	19.00	21.50	5.81	6.31	6.86	5.35	5.43	5.79
Ελάχιστο	8.40	8.59	8.68	4.08	4.15	4.06	3.03	2.57	2.66
Τυπ. Απόκλιση	3.037	2.937	3.302	0.384	0.427	0.529	0.713	0.765	0.829
Στρέβλωση	1.396	0.655	0.867	-0.247	0.435	0.745	0.911	0.881	1.031
Κύρτωση	6.983	2.619	2.965	3.218	3.887	4.626	2.348	2.633	3.017
Παρατηρήσεις	58	64	66	58	64	66	58	64	66

Πίνακας Π8(5): Το σύστημα εξισώσεων VAR που αφορά στη σχέση ελληνικών με γερμανικών επιτοκίων, με δύο χρονικές υστερήσεις.

$$\left. \begin{aligned}
 i_{(GREv)t} &= a_{11}i_{(GREv)t-1} + a_{12}i_{(GERv)t-1} + a_{13}IP_{(GRE)t-1} + a_{14}IP_{(GER)t-1} + a_{15}\pi_{(GRE)t-1} + \\
 & a_{16}\pi_{(GER)t-1} + a_{17}FX_{(DM)t-1} + b_{11}i_{(GREv)t-2} + b_{12}i_{(GERv)t-2} + b_{13}IP_{(GRE)t-2} + b_{14}IP_{(GER)t-2} + \\
 & b_{15}\pi_{(GRE)t-2} + b_{16}\pi_{(GER)t-2} + b_{17}FX_{(DM)t-2} + c_1 + e_{1t} \\
 i_{(GERv)t} &= a_{21}i_{(GREv)t-1} + a_{22}i_{(GERv)t-1} + a_{23}IP_{(GRE)t-1} + a_{24}IP_{(GER)t-1} + a_{25}\pi_{(GRE)t-1} + a_{26}\pi_{(GER)t-1} + \\
 & a_{27}FX_{(DM)t-1} + b_{21}i_{(GREv)t-2} + b_{22}i_{(GERv)t-2} + b_{23}IP_{(GRE)t-2} + b_{24}IP_{(GER)t-2} + \\
 & b_{25}\pi_{(GRE)t-2} + b_{26}\pi_{(GER)t-2} + b_{27}FX_{(DM)t-2} + c_2 + e_{2t} \\
 IP_{(GRE)t} &= a_{31}i_{(GREv)t-1} + a_{32}i_{(GERv)t-1} + a_{33}IP_{(GRE)t-1} + a_{34}IP_{(GER)t-1} + a_{35}\pi_{(GRE)t-1} + \\
 & a_{36}\pi_{(GER)t-1} + a_{37}FX_{(DM)t-1} + b_{31}i_{(GREv)t-2} + b_{32}i_{(GERv)t-2} + b_{33}IP_{(GRE)t-2} + b_{34}IP_{(GER)t-2} + \\
 & b_{35}\pi_{(GRE)t-2} + b_{36}\pi_{(GER)t-2} + b_{37}FX_{(DM)t-2} + c_3 + e_{3t} \\
 IP_{(GER)t} &= a_{31}i_{(GREv)t-1} + a_{32}i_{(GERv)t-1} + a_{33}IP_{(GRE)t-1} + a_{34}IP_{(GER)t-1} + a_{35}\pi_{(GRE)t-1} + \\
 & a_{36}\pi_{(GER)t-1} + a_{37}FX_{(DM)t-1} + b_{31}i_{(GREv)t-2} + b_{32}i_{(GERv)t-2} + b_{33}IP_{(GRE)t-2} + b_{34}IP_{(GER)t-2} + \\
 & b_{35}\pi_{(GRE)t-2} + b_{36}\pi_{(GER)t-2} + b_{37}FX_{(DM)t-2} + c_3 + e_{3t} \\
 \pi_{(GRE)t} &= a_{41}i_{(GREv)t-1} + a_{42}i_{(GERv)t-1} + a_{43}IP_{(GRE)t-1} + a_{44}IP_{(GER)t-1} + a_{45}\pi_{(GRE)t-1} + a_{46}\pi_{(GER)t-1} + \\
 & a_{47}FX_{(DM)t-1} + b_{41}i_{(GREv)t-2} + b_{42}i_{(GERv)t-2} + b_{43}IP_{(GRE)t-2} + b_{44}IP_{(GER)t-2} + \\
 & b_{45}\pi_{(GRE)t-2} + b_{46}\pi_{(GER)t-2} + b_{47}FX_{(DM)t-2} + c_4 + e_{4t} \\
 \pi_{(GER)t} &= a_{41}i_{(GREv)t-1} + a_{42}i_{(GERv)t-1} + a_{43}IP_{(GRE)t-1} + a_{44}IP_{(GER)t-1} + a_{45}\pi_{(GRE)t-1} + \\
 & a_{46}\pi_{(GER)t-1} + a_{47}FX_{(DM)t-1} + b_{41}i_{(GREv)t-2} + b_{42}i_{(GERv)t-2} + b_{43}IP_{(GRE)t-2} + b_{44}IP_{(GER)t-2} + \\
 & b_{45}\pi_{(GRE)t-2} + b_{46}\pi_{(GER)t-2} + b_{47}FX_{(DM)t-2} + c_4 + e_{4t} \\
 FX_{(DM)t} &= a_{51}i_{(GREv)t-1} + a_{52}i_{(GERv)t-1} + a_{53}IP_{(GRE)t-1} + a_{54}IP_{(GER)t-1} + a_{55}\pi_{(GRE)t-1} + \\
 & a_{56}\pi_{(GER)t-1} + a_{57}FX_{(DM)t-1} + b_{51}i_{(GREv)t-2} + b_{52}i_{(GERv)t-2} + b_{53}IP_{(GRE)t-2} + b_{54}IP_{(GER)t-2} + \\
 & b_{55}\pi_{(GRE)t-2} + b_{56}\pi_{(GER)t-2} + b_{57}FX_{(DM)t-2} + c_5 + e_{5t}
 \end{aligned} \right\}$$

V. Παράρτημα στο Κεφάλαιο 9: μεταβλητές, βασικές στατιστικές και αποτελέσματα οικονομετρικών ελέγχων

Πίνακας Π9(1): Επεξήγηση μεταβλητών βασικού υποδείγματος

ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ	ΕΠΕΞΗΓΗΣΗ	ΠΗΓΗ
g_t:	Μεταβολή του πραγματικού Α.Ε.Π.. Υπολογιζόμενη ως η πρώτη διαφορά του λογάριθμου του πραγματικού Α.Ε.Π. σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του προηγούμενου χρόνου. Ο αποπληθωρισμός πραγματοποιείται βάσει του δείκτη τιμών καταναλωτή, με έτος βάσης το 2000.	Τράπεζα της Ελλάδος
I_t:	Ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου. Θα υπολογισθεί στο υπόδειγμά μας, βάσει της πρώτης διαφοράς του λογάριθμου του σχηματισμού της ακαθάριστης αξίας παγίου κεφαλαίου ως προς το Α.Ε.Π., ανά τρίμηνο σε σταθερές τιμές έτους 2000.	Τράπεζα της Ελλάδος
ΧΜ_t:	Η εμπορική εξωστρέφεια της ελληνικής οικονομίας ορίζεται ως ίση με το άθροισμα της ακαθάριστης αξίας των εισαγωγών και εξαγωγών προϊόντων και υπηρεσιών σε τρέχουσες τιμές προς το ονομαστικό Α.Ε.Π.	Τράπεζα της Ελλάδος
<p>Η χρονική περίοδος της ανάλυσης αφορά στην περίοδο από το 1980 έως και το 2000 και όλα τα δεδομένα είναι σε τριμηνιαία βάση.</p>		

Πίνακας Π9(2): Επεξήγηση μεταβλητών που χρησιμοποιούνται στην «ανάλυση των άκρων» (EBA)⁴

ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ	ΕΠΕΞΗΓΗΣΗ	ΠΗΓΗ	ΕΡΕΥΝΕΣ ΣΤΙΣ ΟΠΟΙΕΣ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΘΗΣΑΝ ΟΙ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ
B_t:	Το δημοσιονομικό έλλειμμα / πλεόνασμα ως ποσοστό του Α.Ε.Π.	Τράπεζα της Ελλάδος	[(Chinn and Ito, 2005) (Petroulas, 2007)].
VFX_t	Η μεταβλητότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής έναντι καλαθιού ισχυρών νομισμάτων/εμπορικών εταίρων (Πρβλ. Κεφάλαιο 7)	Τράπεζα της Ελλάδος	(Sala-i-Martin, 1997b)
Vπ_t	Η μεταβλητότητα του πληθωρισμού, υπολογιζόμενη με τον κινητό μέσο της τριμηνιαίας τυπικής απόκλισης της μεταβολής του ελληνικού δείκτη τιμών καταναλωτή με έτος βάσης το 2000	Τράπεζα της Ελλάδος	[(King and Levine, 1993) (Petroulas, 2007)]
VTB_t	Η μεταβλητότητα στο ελληνικό εμπορικό ισοζύγιο προϊόντων και υπηρεσιών, υπολογιζόμενη ως η τυπική απόκλιση της μεταβολής του εμπορικού ελλείμματος	Τράπεζα της Ελλάδος	
ULabCost_t	Το μοναδιαίο κόστος εργασίας. Τριμηνιαία λογαριθμική μεταβολή του σχετικού δείκτη του ΟΟΣΑ, με έτος βάσης το 2000.	ΟΟΣΑ	(Levine and Zervos ,1996) (Beck, Levine and Loyala, 2003)
Emp_t:	Αύξηση της απασχόλησης. Τριμηνιαία λογαριθμική μεταβολή	ΟΟΣΑ	(Demetriades and Law, 2004) (Petroulas, 2007)

⁴ Η συσχόητας των παρατηρήσεων των μεταβλητών που αφορούν στο προσδόκιμο ζωής (Life_t) και στην αύξηση της απασχόλησης (Emp_t) έχει μετατραπεί από ετήσια σε τριμηνιαία βάσει μίας πολυωνυμικής δευτεροβάθμιας εξίσωσης που υποθέσαμε ότι ακολουθεί η σειρά (μέθοδος extrapolation).

	της απασχόλησης στην Ελλάδα.		
Life_t:	Η λογαριθμική μεταβολή του προσδόκιμου ζωής του συνόλου του πληθυσμού (άνδρες και γυναίκες).	ΟΟΣΑ	[(Sala-i-Martin, 1997a) (Bekaert, Harvey and Lundblad 2004b)]
Current_t:	Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του Α.Ε.Π. σε τρέχουσες τιμές.	Τράπεζα της Ελλάδος	(Chinn and Ito, 2005)
Retail_t	Η τριμηνιαία λογαριθμική μεταβολή της αξίας του λιανικού εμπορίου στην Ελλάδα, βάσει του σχετικού δείκτη υπολογισμού του ΟΟΣΑ, ως «αντιπροσωπευτική μεταβλητή» (proxy variable) της κατανάλωσης στην Ελλάδα την υπό εξέταση περίοδο	ΟΟΣΑ	
FX_t	Η τριμηνιαία λογαριθμική μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής έναντι καλαθιού νομισμάτων (Βλ. Κεφάλαιο 7)	Τράπεζα της Ελλάδος	

Πίνακας Π.9(3): Έλεγχοι για στασιμότητα (Επίπεδα)

Μεταβλητή	ADF ¹			PP ²		
	Σταθερός Όρος	Σταθερός Όρος & Τάση	«Τυχαίος Περίπατος»	Σταθερός Όρος	Σταθερός Όρος & Τάση	«Τυχαίος Περίπατος»
ξ_t	-5.308***	-5.398***	-4.368***	-5.228***	-5.398***	-4.446***
CAPGDP _t	-9.633***	-9.572***	-0.354X	-9.158***	-9.111***	-5.014***
CAPRES _t	-1.337X	-2.283X	-1.283X	-4.835***	-6.365***	-4.205***
FDIGDP _t	-2.245X	-4.461***	-0.759X	-1.86X	-2.457X	-1.21X
I _t	-7.922***	-7.989***	-3.399***	-19.085***	-34.863***	-9.949***
CA _t	-2.698*	-2.502X	-0.396X	-7.834***	-7.847***	-4.713***
VTB _t	-6.79***	-6.959***	-1.782*	-6.734***	-6.843***	-3.97***
TB _t	-1.313X	-6.178***	0.504X	-5.502***	-6.176***	0.687X
XM _t	-1.512X	-1.018X	0.067X	-4.086***	-3.866**	-0.599X
Miniane _t	-0.545X	-1.906X	-1.677X	-0.512X	-1.904X	-1.709*
Open _t	0.119X	-1.978X	-2.593***	0.069X	-2.083X	-2.233**
B _t	-2.223X	-2.705X	-0.769X	-1.937X	-2.302X	-0.605X
Vπ _t	-7.489***	-9.901***	-1.513X	-7.692***	-10.612***	-4.111***
FX _t	-8.132***	-8.945***	-1.866*	-8.132***	-8.958***	-5.326185***
VFX _t	-6.289***	-6.516***	-4.338***	-6.275***	-6.458***	-4.338***
Retail _t	-10.234***	-10.26***	-10.253***	-10.212***	-10.251***	-10.245***
ULabCost _t	-0.691X	-2.761X	-1.617*	-1.518X	-3.39*	-1.226X
Emp _t	-4.146***	-4.221***	-2.887***	-4.232***	-4.226***	-3.401***
Life _t	-3.54***	-1.211 X	1.627*	-1.61 X	-1.125 X	2.977***

1. ADF είναι ο έλεγχος augmented Dickey and Fuller.
2. PP είναι ο έλεγχος Phillips και Perron.
3. ***, **, * υποδηλώνουν ότι η υπόθεση για μη-στασιμότητα απορρίπτεται σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, 5% και 10% αντίστοιχα, βάσει των διαστημάτων εμπιστοσύνης που αναφέρονται στο MacKinnon (1991).
4. Οι τιμές αναφέρονται σε t-statistics με το X να υποδηλώνει μη στάσιμη σειρά

Πίνακας Π.9(4): Έλεγχοι για στασιμότητα (Διαφορά μεταξύ δύο διαδοχικών τριμήνων)

Μεταβλητή	ADF ¹			PP ²		
	Σταθερός Όρος	Σταθερός Όρος & Τάση	«Τυχαίος Περίπατος»	Σταθερός Όρος	Σταθερός Όρος & Τάση	«Τυχαίος Περίπατος»
D(FDIGDP _t)	-9.662***	-9.615***	-9.718***	-11.265***	-11.208***	-11.335***
D(TB _t)	-10.277***	-10.4***	-10.301***	-26.664***	-33.082***	-24.946***
D(XM _t)	-12.904***	-13.036***	-12.993***	-12.475***	-24.208***	-12.571***
D(Miniane _t)	-9.245***	-9.189***	-9.00***	-9.254***	-9.197***	-9.00***
D(Open _t)	-8.855***	-8.844***	-7.982***	-8.874***	-8.863***	-8.236***
D(B _t)	-5.022***	-5.263***	-5.052***	-5.078***	-5.346***	-5.106***
D(ULabCost _t)	-3.112***	-3.112X	-2.735***	-4.877***	-4.744***	-4.865***
D(Life _t)	-2.137 X	-3.931**	-1.368 X	-5.144***	-5.499***	-4.513***

1. ADF είναι ο έλεγχος augmented Dickey and Fuller.
2. PP είναι ο έλεγχος Phillips και Perron.
3. ***, **, * υποδηλώνουν ότι η υπόθεση για μη-στασιμότητα απορρίπτεται σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, 5% και 10% αντίστοιχα, βάσει των διαστημάτων εμπιστοσύνης που αναφέρονται στο MacKinnon (1991).
4. Οι τιμές αναφέρονται σε t-statistics με το X να υποδηλώνει μη στάσιμη σειρά

Πίνακας Π.10(5): Συσχετίσεις μεταξύ μεταβλητών

	g_t	I_t	D(XMt)	D(Minianet)	CAPGDpt	CAPRESt	D(FDIGDpt)	VFXt	$V\pi_t$	Empt	D(Bt)	D(ULabCostt)	VTBt	D(Lifet)	FXt	CAt	Retailt
g_t	1.000																
I_t	0.272	1.00															
D(XMt)	0.109	0.684	1.00														
D(Minianet)	0.063	0.147	0.059	1.00													
CAPGDpt	-0.129	-0.173	-0.102	0.065	1.000												
CAPRESt	-0.189	-0.161	-0.174	0.036	0.549	1.000											
D(FDIGDpt)	-0.083	-0.132	-0.094	-0.009	0.347	0.109	1.00										
VFXt	-0.138	-0.124	-0.003	0.0008	0.135	0.319	-0.225	1.00									
$V\pi_t$	-0.202	0.001	-0.139	-0.062	-0.063	0.223	0.079	0.166	1.00								
Empt	-0.161	0.089	0.063	-0.078	0.123	-0.034	-0.072	0.05	0.035	1.00							
D(Bt)	0.127	0.323	0.299	-0.107	-0.04	-0.169	-0.039	0.085	0.0006	-0.148	1.00						
D(ULabCostt)	0.081	-0.026	0.032	-0.186	-0.067	-0.303	0.08	-0.275	-0.167	-0.079	-0.018	1.00					
VTBt	-0.109	0.101	0.031	-0.064	0.009	0.139	0.031	0.04	0.035	-0.151	0.066	-0.051	1.00				
D(Life _t)	0.045	0.128	-0.085	-0.1	-0.126	0.207	0.03	0.33	0.181	-0.147	0.098	0.001	0.118	1.00			
FXt	-0.02	-0.078	-0.015	0.053	0.221	0.447	0.061	0.294	0.367	-0.184	-0.004	-0.227	0.015	0.187	1.00		
CAt	0.058	0.102	-0.011	-0.013	-0.276	-0.489	-0.03	-0.15	0.138	-0.048	0.12	0.240	-0.027	-0.108	-0.303	1.00	
Retail _t	0.337	0.116	0.035	0.073	-0.02	-0.066	-0.147	-0.16	0.113	0.019	-0.051	-0.12	-0.042	-0.068	-0.055	0.096	1.00

Πίνακας Π.9(6): Έλεγχος αυτοσυσχέτισης για τα υποδείγματα με μεταβλητή ενδιαφέροντος την CAPGDpT (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test)

Βαθμός/Υστέρηση	1^{ος}	2^{ος}	3^{ος}	4^{ος}
Βασικό Υπόδειγμα	0.18	0.11	0.08	0.096
EBA 1	0.001	0.028	0.027	0.147
EBA 2	0.138	0.091	0.06	0.068
EBA 3	1.08	0.737	0.489	0.378
EBA 4	1.498	0.863	0.589	0.437
EBA 5	2.337	1.368	0.917	0.796

Σημ. Οι τιμές αναφέρονται στην F-Statistic με τη μηδενική υπόθεση (null hypothesis) να είναι ότι τα κατάλοιπα δεν πάσχουν από αυτοσυσχέτιση. Σε κανένα από τα υποδείγματα η εν λόγω υπόθεση δεν απορρίφθηκε σε επίπεδο κάτω από 5%.

Πίνακας Π.9(7):: Έλεγχος για ARCH αποτέλεσμα για τα υποδείγματα με μεταβλητή ενδιαφέροντος την CAPGDpTt (ARCH LM TEST)

Βαθμός/Υστέρηση	1^{ος}	2^{ος}	3^{ος}	4^{ος}
Βασικό Υπόδειγμα	0.172	0.17	0.719	0.539
EBA 1	0.025	0.012	0.748	0.536
EBA 2	0.134	0.144	0.612	0.46
EBA 3	0.015	0.065	0.635	0.483
EBA 4	0.063	0.863	0.598	0.774
EBA 5	1.383	1.415	1.096	0.88

Σημ. Οπ.π

Πίνακας Π.9(8): Έλεγχος αυτοσυσχέτισης για τα υποδείγματα με μεταβλητή ενδιαφέροντος την FDIGDpT (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test)

Βαθμός/Υστέρηση	1^{ος}	2^{ος}	3^{ος}	4^{ος}
Βασικό Υπόδειγμα	0.183	0.113	0.086	0.114
EBA 1	0.0002	0.023	0.027	0.182
EBA 2	0.126	0.087	0.059	0.075
EBA 3	0.33	0.29	0.26	0.19
EBA 4	1.59	0.963	0.646	0.477
EBA 5	1.59	0.8	0.53	0.485

Σημ. Οπ.π

Πίνακας Π.9(9): Έλεγχος για ARCH αποτέλεσμα για τα υποδείγματα με μεταβλητή ενδιαφέροντος την FDIGDP (ARCH LM TEST)

Βαθμός/Υστέρηση	1^{ος}	2^{ος}	3^{ος}	4^{ος}
Βασικό Υπόδειγμα	0.157	0.143	0.715	0.537
EBA 1	0.019	0.017	0.72	0.517
EBA 2	0.123	0.122	0.61	0.46
EBA 3	0.01	0.032	1.575	1.17
EBA 4	0.055	0.044	0.601	0.451
EBA 5	1.12	1.089	0.824	0.63

Σημ. Οπ.π

Πίνακας Π.9(10): Έλεγχος αυτοσυσχέτισης για τα υποδείγματα με μεταβλητή ενδιαφέροντος την CAPRESt (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test)

Βαθμός/Υστέρηση	1^{ος}	2^{ος}	3^{ος}	4^{ος}
Βασικό Υπόδειγμα	2.952	1.465	0.967	0.715
EBA 1	0.024	0.013	0.025	0.179
EBA 2	0.244	0.267	0.338	0.252
EBA 3	0.328	0.275	0.252	0.187
EBA 4	1.381	0.782	0.521	0.385
EBA 5	2.415	1.409	0.941	0.859

Σημ. Οπ.π

Πίνακας Π.9(11) Έλεγχος για ARCH αποτέλεσμα για τα υποδείγματα με μεταβλητή ενδιαφέροντος την CAPRESt (ARCH LM TEST)

Βαθμός/Υστέρηση	1^{ος}	2^{ος}	3^{ος}	4^{ος}
Βασικό Υπόδειγμα	0.165	0.161	0.713	0.534
EBA 1	0.047	0.018	0.593	0.422
EBA 2	0.001	0.048	1.183	0.875
EBA 3	0.009	0.036	1.497	1.119
EBA 4	0.058	0.047	0.591	0.442
EBA 5	1.367	1.343	1.079	0.892

Σημ. Οπ.π

VI. Παράρτημα στο Κεφάλαιο 10: μεταβλητές, βασικές στατιστικές και αποτελέσματα οικονομετρικών ελέγχων

Πίνακας Π.10(1): Μεταβλητότητα (τυπική απόκλιση) και περιγραφικές στατιστικές των εξαρτημένων μεταβλητών ενδιαφέροντος.

		Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν	Συνολική Κατανάλωση
Πλήρες Δείγμα 1984 Q2 - 2000 Q4	Μέσος	0.542	0.604
	Διάμεσος	0.462	-0.254
	Μέγιστο	8.676	6.094
	Ελάχιστο	-9.300	-7.605
	<u>Τυπική Απόκλιση</u>	<u>3.502</u>	<u>2.659</u>
	Στρέβλωση (Skewness)	0.032	0.055
	Κύρτωση (Kurtosis)	2.840	3.030
Παρατηρήσεις		67	67
Υποπερίοδος 1 1984 Q2 -1994 Q1	Μέσος	0.298	0.468
	Διάμεσος	0.683	-0.088
	Μέγιστο	8.676	6.095
	Ελάχιστο	-9.300	-7.606
	<u>Τυπική Απόκλιση</u>	<u>3.839</u>	<u>2.806</u>
	Στρέβλωση (Skewness)	-0.051	-0.234
	Κύρτωση (Kurtosis)	2.749	3.203
Παρατηρήσεις		40	40
Υποπερίοδος 2 1994 Q2 - 2000 Q4	Μέσος	0.903	0.806
	Διάμεσος	0.462	-0.362
	Μέγιστο	6.989	5.764
	Ελάχιστο	-3.337	-1.986
	<u>Τυπική Απόκλιση</u>	<u>2.966</u>	<u>2.467</u>
	Στρέβλωση (Skewness)	0.561	0.773
	Κύρτωση (Kurtosis)	2.083	2.048
Παρατηρήσεις		27	27

Πίνακας Π.101(2): Έλεγχοι για μοναδιαία ρίζα

Μεταβλητή	ADF ¹	PP ²
Vg _t	-6.922***	-6.914***
VC _t	-6.886***	-7.213***
CAPGDP _t	-6.845***	-7.659***
CAPRES _t	-4.188***	-4.211***
CAPSTD _t	-4.511***	-4.382***
VFX _{eurot}	-4.482***	-4.482***
VB _t	-6.036***	-5.972***
Vi _{6t}	-5.987***	-6.23***

1. ADF είναι το augmented Dickey and Fuller τεστ.

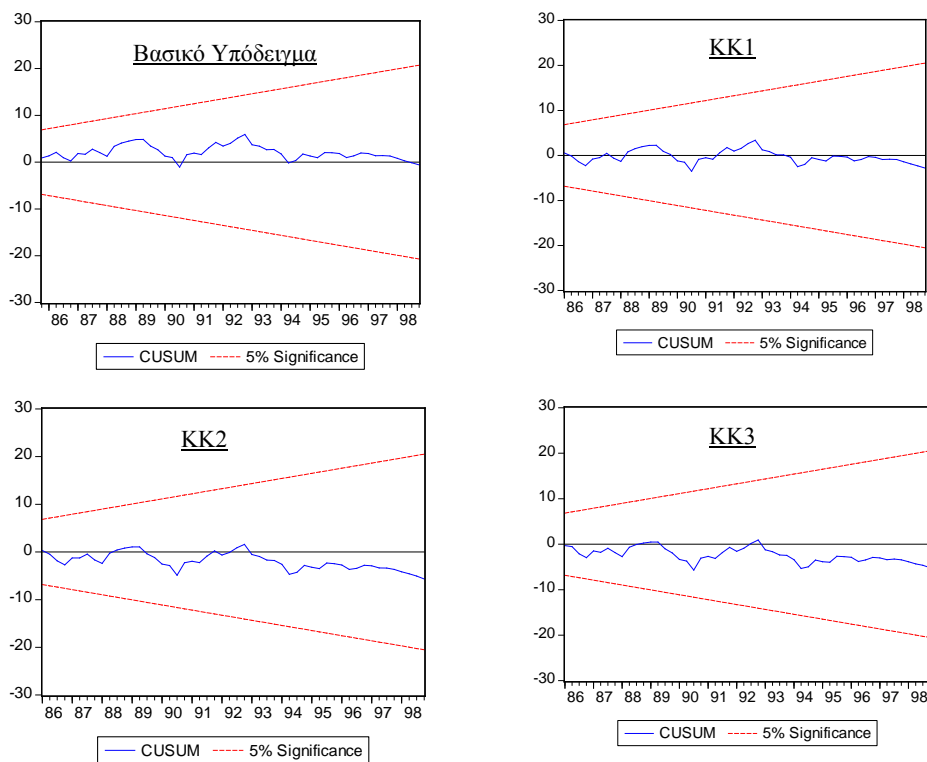
2. PP είναι το Phillips και Perron τεστ.

3. *** υποδηλώνουν ότι η υπόθεση για μη-στασιμότητα απορρίπτεται σε επίπεδο σημαντικότητας 1%.

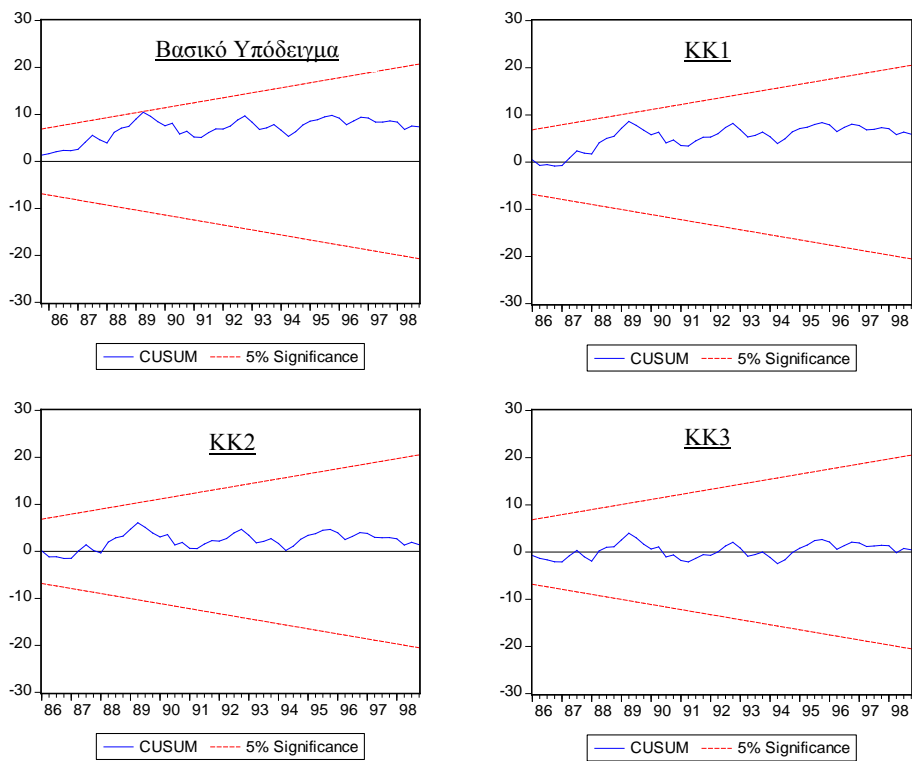
Πίνακας Π.10(3): Συσχετίσεις μεταβλητών

	VG _t	VC _t	VB _t	Vi _{6t}	VFX _{eurot}	CAPGDP _t	CAPRES _t	CAPSTD _t
Vg _t	1.000							
VC _t	0.79	1.000						
VB _t	-0.086	-0.095	1.000					
Vi _{6t}	-0.0307	-0.064	0.113	1.000				
VFX _{eurot}	0.191	0.183	-0.03	-0.247	1.000			
CAPGDP _t	-0.019	-0.07	0.136	0.164	0.086	1.000		
CAPRES _t	0.032	-0.064	-0.101	-0.1421	0.332	0.652	1.000	
CAPSTD _t	-0.04	-0.067	-0.159	-0.135	0.027	0.152	0.539	1.000

Διάγραμμα Π.10(1): Έλεγχος CUSUM για τη σταθερότητα των παραμέτρων του υποδείγματος (Μεταβλητότητα του Α.Ε.Π.)



Διάγραμμα Π.6(2): Έλεγχος CUSUM για τη σταθερότητα των παραμέτρων του υποδείγματος (Μεταβλητότητα της Συνολικής Κατανάλωσης)



ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνόγλωσση

- Αλεξάκης, Π. και Π. Πετράκης** (1990), *Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα κάτω από τις εσωτερικές τις κοινοτικές και τις άλλες διεθνείς εξελίξεις*, Αθήνα, εκδ.Παπαζήσης
- Αναστασάτος Τάσος** (2008) “Η Ελληνική Νομισματική Πολιτική και τα Διδάγματα για τις Χώρες της Νέας Ευρώπης” *μελέτη της τράπεζας EFG-Eurobank*, 29 Δεκεμβρίου
- Βεργόπουλος Κώστας** (1999) *Παγκοσμιοποίηση: Η μεγάλη χίμαιρα*, Αθήνα: Εκδόσεις Α.Α. Λιβάνη
- Γκρέν Τζων** (1999) *Απατηλή Αυγή: Οι αυταπάτες του παγκόσμιου καπιταλισμού*, Αθήνα: Εκδόσεις Πόλις
- Δρακάτος Κωνσταντίνος** (1997) *Ο μεγάλος κύκλος της ελληνικής οικονομίας (1945-1995)*, εκδ. Παπαζήση
- Θωμαδάκης Στ. και Δ. Σερεμέτης** (1993) “Η αποσταθεροποιητική δυναμική του ελληνικού εκλογικού-δημοσιονομικού κύκλου” *Ελληνική Επιθεώρηση Πολιτικής Επιστήμης*, Τεύχος 2, Οκτώβριος, σ.48-82
- Θωμαδάκης Σ. και Ξανθάκης Μ.** (2006) *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου*, εκδ. Σταμούλη Α.Ε., Αθήνα
- Ττο Μακότο και Κώστας Λαπαβίτσας** (2004) *Πολιτική Οικονομία του Χρήματος και του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος*, Αθήνα: Εκδόσεις Πολύτροπον
- Καστοριάδης Κορνήλιος** (1979) «Το Επαναστατικό Κίνημα στο Σύγχρονο Καπιταλισμό», στο *Σύγχρονος Καπιταλισμός και Επανάσταση* (συλλογή άρθρων), 1987, Αθήνα: Εκδόσεις Ύψιλον
- (1997) *Η ορθολογικότητα του καπιταλισμού*, εκδόσεις: Ύψιλον
- Μίρκος Γεώργιος** (1997) *Η πολιτική της αναδιάρταξης. Εθνική τράπεζα 1993-1996: Επιτεύξεις και προοπτικές* Αθήνα: Εκδόσεις Α.Α. Λιβάνη
- Μπαμπανάσης Στέργιος** (1985) *Ιδιομορφίες της ανάπτυξης στη Ν. Ευρώπη*, εκδ. Ίδρυμα Μεσογειακών Μελετών, Αθήνα
- Νίκας Χρήστος** (2006) *Αδηλοι Πόροι και Οικονομική Ανάπτυξη: Η περίπτωση της Ελλάδας στη μεταπολεμική περίοδο*, Εκδ. Επίκεντρο
- Πανταζίδης Στέλιος** (2002) *Μακροοικονομικές Εξελίξεις και Οικονομική Πολιτική στην Ελλάδα: Από την μεταπολίτευση μέχρι την ένταξη στην ΟΝΕ (1975-2000)*, εκδ. Κριτική

- Ρουμελιώτης Π. Β.** (1978) *Πολυεθνικές Επιχειρήσεις και Υπερκοστολογήσεις-Υποκοστολογήσεις στην Ελλάδα*, Αθήνα, εκδ. Παπαζήση
- Τράπεζα της Ελλάδος** (2009) *Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα*, Ιούνιος
- Φωτόπουλος Τάκης** (2009) «Η διαμάχη στην υπερεθνική ελίτ για την κρίση» εφ. *Ελευθεροτυπία*, 28 Μαρτίου
- Χαρλαύτη Τζελίνα** (1992) «Κράτος και εφοπλιστές στην Ελλάδα (1945-1975). Μια άρρηκτη σχέση» στο *Οικονομία και πολιτική στην Ελλάδα* Σακελλαρόπουλος Θεόδωρος (επιμ.), εκδ. Πληροφόρηση
- Aglietta, Michel** (2009) *Η οικονομική κρίση*, εκδόσεις: Πόλις
- Alphabank** (2009) *Οικονομικό Δελτίο*, Τριμηνιαία Έκδοση, Φεβρουάριος 2009, Τεύχος 108
- Dinardo John and Johnston Jack** (2004) *Οικονομετρικές Μέθοδοι*, 4^η Αμερικάνικη Έκδοση, εκδ. Κλειδάριθμος
- Huffschmid Jorg** (2006) *Πολιτική Οικονομία των χρηματιστηριακών αγορών: και εναλλακτικές στρατηγικές*, Αθήνα εκδ. Καστανιώτη
- Krugman Paul** (2000a) *Διεθνισμός για ευρεία κατανάλωση*, Αθήνα: εκδ. Πόλις
- Krugman Paul and Maurice Obstfeld** (2002) *Διεθνής Οικονομική: Θεωρία και Πολιτική*, Αθήνα: εκδόσεις Κριτική

Ξενόγλωσση

- Aglietta M.** (2001) "Financial Instability and Monetary Regulation: Is Europe Well Protected from Systemic Risk?" For the 3rd Conference with Topic *The transformations of finance in Europe* organised by The Saint-Gobain Centre for Economic Research, Paris, 8-9 November
- Akaike H.** (1974) "A New Look at Statistical Model Identification", *IEEE Transactions on Automatic Control*, 19, pp.203-217
- Akerlof, George A.**, (2001) "Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behavior," Nobel Prize in Economics documents 2001-4, Nobel Prize Committee, pp.365-394
- Allen Franklin and Douglas Gale** (2007) "An Introduction to Financial Crises" in *Financial Crises*, Edited by Franklin Allen, Douglas Gale, The International

Library of Critical Writings in Economics – Series Editor: Mark Blaug
published by Edward Elgar.

Alfaro Laura, Sebnem Kalemli-Ozcan και Vadym Volosovych (2005) “ Why
doesn’t Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation”
University of Houston, Department of Economics *Working Papers series* No.
2003-01, November.

Alogoskoufis George (1993) "Greece and European Monetary Unification", στο Η. J.
Psomiades και S. B. Thomadakis (επιμ.), *Greece, the New Europe and the
Changing International Order*, Νέα Υόρκη: Pella Publishing Company, 1993,
σ.163-178.

Arestis Philip (2005) “Financial Liberalization and The Relationship Between
Finance and Growth” University Of Cambridge, Centre for Economic and
Public Policy, *CEPP Working Paper* No 05/05, June

Arestis Philip, Kul B Luintel, Mosahid Khan, and Konstantinos Theodoridis
(2008) “Financial Structure and Economic Growth” *Cardiff Business School
Working Paper Series*, E2008/3

Arias Guillaume (2003) "Currency Crises: What we know and what we still need to
know" *C.E.F.I. Working Paper No. 2003/13*, November

Argy V. (1990) “Choice of exchange rate regime for a smaller economy: a survey of
some key issues”, in V. Argy and P. de Grauwe (eds), *Choosing an Exchange
Rate Regime: The challenge for Smaller Industrial Countries*, Washington DC:
IMF

Arteta Carlos and Bary Eichengreen (2000) "Banking Crises in Emerging Markets:
Presumptions and Evidence" Institute of Business and Economic Research,
*Centre for International and Development Economics Research, Paper C00-
115*, (University of California, Berkeley)

Asea, Patrick K. (1994) “The Balassa-Samuelson Model: A General Equilibrium
Appraisal”, *UCLA Economics Working Papers* n.709

----- (1994) *International Macroeconomics Theory and Policy*, Routledge, pp.73-84

Asteriou D and St. Hall (2007) *Applied Econometrics*, Palgrave-Macmillan eds.

Babic Ante and Ante Zigman (2001) "Currency Crises: Theoretical and Empirical
Overview of the 1990s" Croatian National Bank, *Surveys* S-5, October

- Baccheta Philippe and Eric van Wincoop** (1998) “Capital Flows to Emerging Markets: Linearization, Overshooting, and Volatility” *NBER Working Paper Series*, No. 6530, April
- Badinger Harald** (2008) “Cyclical Fiscal Policy, Output Volatility, and Economic Growth” Center for Economic Studies (CES), University of Munich, *CESifo Working Paper* No. 2268, April
- Bahmani-Oskooee Mohsen and Artatrana Ratha** (2004) “The J-Curve: a literature review” *Applied Economics*, vol. 36, issue 13, pages 1377-1398
- Bailliu Jeannine** (2000) “Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries” *Bank of Canada Working Paper* 2000-15
- Bairoch Paul και Richard Kozul-Wright** (1996) "Globalization Myths: Some Historical Reflections on Integration, Industrialization and Growth in the World Economy" *UNCTAD Discussion Papers*, No. 113, March
- Balassa, Bela** (1964) “The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal”, *Journal of Political Economy* 72, pp. 584-96
- Baquerizo Roberto** (2006) “Financial Reform and Banking Crisis in Emerging Economies” University of Columbia, *Initiative for Policy Dialogue II*, July
- Basu Kaushik** (1991) "The international debt problem, credit rationing and loan pushing: Theory and experience" *Princeton Studies in International Finance* No.70, October
- (2003) "Globalization and the Politics of International Finance: The Stiglitz Verdict" *CAE Working Paper* #03-04, May
- Batiz, Rivera FL και Rivera Batiz LA,** (1994) *International Finance and Open Economy Macroeconomics*, 2 nd. ed. MacMillan
- Beck T., Levine R. and Loayza N.** (1999) “Finance and the Sources of Growth”, *The World Bank Development Research Group, Policy Research Working Paper* 2057, February
- Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, and Christian Lundblad** (2004α) “Growth Volatility and Financial Liberalization” *NBER Working Paper* No. 10560, June
- (2004β) “Does financial liberalization spur growth?” *NBER Working Paper*, *AFA 2002 Atlanta Meetings*, September

- Bercoff Jose, di Giovanni Julian and Grimard Franque**, (2002) “Argentinean Banks, Credit Growth and the Tequila Crisis: A duration Analysis”, *Journal of Development Economics*, Preliminary Draft, March
- Bernanke B. and I. Mihov** (1995) ‘Measuring monetary policy’, Institute for Advanced Studies, Vienna, *Economics Series* No.10, June
- Bhaduri Amit** (1998) “Implications of globalization for macroeconomic theory and policy in developing countries” in D. Baker, G. Epstein and R. Pollin (eds.) *Globalization and Progressive Economic Policy*, New York, Cambridge University Press, pp.149-159
- Bhagwati Jagdish** (1998) "The capital myth: The difference between trade in widgets and dollars" *Foreign Affairs*, v. 77, May/June, New York
- BIS** (1997) “International banking and financial market developments” *BIS Quarterly Review*, August
- BIS** (2001) “International banking and financial market developments” *BIS Quarterly Review*, September
- BIS** (2005) “Foreign exchange and derivatives market activity in 2004”, *Triennial Central Bank Survey*, March (<http://www.bis.org/triennial.htm>)
- BIS** (2007α) *OTC derivatives market activity in the second half of 2006*, May
- BIS** (2007β) *77th Annual Report*, Basel, June
- BIS** (2007γ) “International banking and financial market developments” *BIS Quarterly Review*, September
- Bordo, Michael and Anna Schwartz** (2000) "Measuring real economic effects of bailouts: historical perspectives on how countries in financial distress have fared with and without bailouts" *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 53, p. 81-167
- Boughton James** (1998) "Harry Dexter White and the International Monetary Fund" *Finance & Development*, September
- (2000) “From Suez to Tequila: The IMF as crisis manager”, *The Economic Journal*, 110 (January), 273-291
- (2002) “On the Origins of the Fleming-Mundell Model”, *IMF Working Paper*, WP/02/107, June
- Bowe Michael and Dean James** (1997) “Has the market solved the sovereign-debt crisis” *Princeton Studies in International Finance*, No. 83, August

- Boyer Robert and Daniel Drache** (1996) *States Against Markets: The limits of globalization* Routledge: New York
- Branson W.H.** (1977) "Asset Markets and relative prices in exchange rate determination" *Sozialwissenschaftliche Annalen des Instituts für Höhere Studien, Reihe A, 1*, pp.69-89 (reprinted in Princeton University *International Finance* 20, 1980)
- Brunnermeier Markus** (2009) "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008" *Journal of Economic Perspectives*, Vol.23, No.1, Winter, pp. 77–100
- Bruno Michael and William Easterly** (1996) "Inflation and Growth: In Search of a Stable Relationship" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, May/June.
- Buch, Claudia M., Jörg Döpke, and Christian Pierdzioch** (2002), "Financial Openness and Business Cycle Volatility," *Kiel Institute of World Economics*, Working Paper No.1121
- Buiter Willem H. and Anne Sibert** (2008) "The Icelandic banking crisis and what to do about it: The lender of last resort theory of optimal currency areas" *CEPR Policy Insight* No. 26, October
- Bustillo Ines and Velloso Helvia**, (2000) "Bond markets for Latin American debt in the 1990s", United Nations Publications, Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC) *Series : Temas de coyuntura*, no.12
- Calderón César, Norman Loayza and Klaus Schmidt-Hebbel** (2004) "Openness, Vulnerability, and Growth", *World Bank Research Paper*, First Draft.
- Calomiris Charles W.** (1999) "Lessons from the Tequila Crisis for successful financial liberalization", *Journal of Banking & Finance* 23, pp. 1457-1461
- (2008) "The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next" paper prepared for presentation at the *Federal Reserve Bank of Kansas City's Symposium*, "Maintaining Stability in a Changing Financial System," August 21-22, in Jackson Hole, Wyoming
- Calvo Guillermo** (1998α) "Balance of Payments Crises in Emerging Markets: Large Capital Inflows and Sovereign Governments", *NBER Conference on Currency Crises*, Cambridge, Mass., February 6 and 7
- (1998β) "Understanding the Russian Virus with Special Reference to Latin America" *Mimeo* (College Park, Maryland, University of Maryland), October 13.

- (1999) “Contagion In Emerging Markets: when Wall Street is a carrier”
Mimeo (College Park, Maryland, University of Maryland), May 2
- Calvo, Guillermo and Alejandro Izquierdo** (2005) “De-dollarization Strategies and Domestic Currency Debt Markets in Emerging Economies” InterAmerican Development Bank, *Seminar Papers S-446*, April, pp.29-65
- Calvo G., Leiderman L. and Reinhart C.** (1994α) “The capital inflows problem : Concepts and issues”, *Contemporary Economic Policy*, July, 12 ,3, pp.54-66
- (1994β) “Capital Inflows to Latin America: The 1970s and 1990s” in Edmar Bacha, ed. *Economics in a Changing World*, Vol. 4 Development, Trade and the Environment, (London: Macmillan Press, 1994), pp.123-148.
- Calvo Guilermo and Enrique Mendoza** (1996) “Mexico’s balance-of-payments crisis: a chronicle of a death foretold” *Journal of International Economics* 41, pp. 235-264, December
- (1997) "Rational Herd Behavior and the Globalization of securities markets", Federal Reserve Bank of Mineapolis, *Discussion Paper* 120, August
- Calvo Guilermo και Carmen Reinhart** (2000) "Fixing for Your Life" *Brookings Trade Forum 2000*, Policy Challenges in the Next Millenium, April 27-28, Washington DC
- (2002) "Fear of Floating" *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. CXVII, Issue 2, May
- Camdessus Michel** (1998α) “The IMF’s Role in Today’s Globalized World” *IMF–Bundesbank Symposium* Frankfurt, Germany, July 2
- (1998β) “Bolstering Market Access of Developing Countries in a Globalized World” *High-Level Meeting of the UN Economic and Social Council*, New York, July 6
- Campos Nauro and Yuko Kinoshita** (2003) “Why does FDI Go Where it Goes? New Evidence from the Transition Economies” *IMF Working Paper WP/03/228*, November
- Caramazza Francesco, Luca Ricci and Ranil Salgado** (2000) "Trade and Financial Contagion in Currency Crises" *IMF Working Paper WP/00/55*, March
- Carrizosa Mauricio, Danny Leipziger και Hemant Shah** (1996) “The Tequila Effect and Argentina's Banking Reform”, *Finance & Development*, Vol.33, No. 1, pp.22-25, March

- Cass David** (1965) "Optimum growth in an Aggregative Model of Capital Accumulation" *Review of Economics Studies* 32, July, pp.233-240
- Cavallo Eduardo** (2007) "Output Volatility and Openness to Trade: A Reassessment" Inter-American Development Bank, *Research Department Working Paper 604*, Washington, DC, United States, April
- Céspedes Luis Felipe, Roberto Chang & Andrés Velasco**, (2004) "Balance Sheets and Exchange Rate Policy," *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 94(4), pp. 1183-1193, September.
- Chang Ha-Joon** (1998) "Globalization, transnational corporations, and economic development: can the developing countries pursue strategic industrial policy in a globalisn economy" in D. Baker, G. Epstein and R. Pollin (eds.) *Globalization and Progressive Economic Policy*, New York, Cambridge University Press, pp.97-114
- Chang Roberto** (2006) "Electoral Uncertainty and the Volatility of International Capital Flows", *NBER Working Paper No. W12448*, August
- Chang Roberto and Andrés Velasco** (1998α) "Financial Fragility and the Exchange Rate Regime" *C.V. Starr Center for Applied Economics, Economic Research Reports RR 98-05*, February
- (1998β) "Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model", *NBER Working Paper 6606*, June
- (1998γ) "The Asian Liquidity Crisis" Federal Reserve Bank of Atlanta *Working Paper 98-11*, July
- (1999) "Liquidity Crises in Emerging: Theory and Policy", Paper prepared for the *1999 NBER Macroeconomics Annual*
- Chari V. V. and Patrick J. Kehoe** (2003) "Hot Money" *Journal of Political Economy*, vol.111, no.6, pp.1262-1292
- Chinn D.Menzie and Michael P. Dooley** (1997) "Financial Repression and Capital Mobility: Why Capital Flows and Covered Interest Rate Differentials Fail to Measure Capital Market Integration", *Monetary and Economic Studies/December*, pp. 81-103
- Chinn Menzie David and Hiro Ito** (2002) "Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross Country Evidence" *NBER Working Paper No. W8967*, May

- (2005) “What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions” *Santa Cruz Center for International Economics*, Paper 05’03
- (2008) “A New Measure of Financial Openness” *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*, Volume 10, Issue 3 September, pages 309 – 322
- Christiano L. J., Eichenbaum M. and Evans Ch. L.** (1998) “Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End?” *NBER Working Paper No. W6400*, February
- Cole, Harold and Timothy Kehoe** (1996) “A self-fulfilling model of Mexico's 1994-1995 debt crisis” *Journal of International Economics* 41, pp. 309-330
- Corsetti Giancarlo, Paolo Pesenti and Nouriel Roubini** (1998α) “What caused the Asian currency and Financial Crisis?: *Part I: A macroeconomic overview*” *NBER Working Paper No. 6833*, December
- (1998β) “What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part II: *The Policy Debate*” *NBER Working Paper No. 6834*, December
- (1998γ) “Fundamental determinants of the Asian crisis: a preliminary empirical assessment” *JIMF-Fordham University Conference on "Perspectives on the Financial Crisis in Asia"*, November
- (1999) "Paper tigers? A model of the Asian crisis" *European Economic Review*, vol. 43, issue 7, p.p. 1211-1236
- Crouhy Michel** (2008) “Banks and Insurers: Separate paths but a Common Destination” *Enterprise Risk Management Symposium: The Subprime Credit Crisis of 2007* Chicago, April 29 – May 1
- Curry Timothy** (1997) “The LDC Debt Crisis” in Federal Deposit Insurance Corporation *An Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s*” *History of the Eighties - Lessons for the Future* vol. I, pp. 191-210
- Cushman D.O. and T. Zha**, (1995) “Identifying monetary policy in a small open economy under flexible exchange rates”, Federal Reserve Bank of Atlanta, *Working Paper 95-7*, October
- D’Arista Jane and Stephany Griffith-Jones** (2009) “Agenda and Criteria for Financial Regulatory Reform” *draft of a chapter in a forthcoming book on the Financial Turmoil*, edited by Joseph Stiglitz, Stephany Griffith-Jones and José Antonio Ocampo

- De Gregorio Jose and Rodrigo Valdes** (2000) "Crisis Transmission: Evidence from the Debt, Tequila and Asian Flu Crises", World Bank Research Project: *Contagion: How it Spreads and How it can be stopped?*
- De Long Bradford, Andrei Shleifer, Lawrence Summers and Robert Waldmann** (1990) "Noise Trader Risk in Financial Markets," *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 98(4), pages 703-38, August.
- Demetriades Panicos and Siong Hook Law** (2004) "Finance, Institutions and Economic Growth" Department of Economics, University of Leicester, *Discussion Paper Series in Economics* No. 04/5, February.
- Demirguc-Kunt, Asli and Enrica Detragiache** (1997), "The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developing and Developed Countries," *IMF Working Papers*, WP/97/106, September.
- Desai M., Foley F. and Hines J.** (2005) "Capital Controls, Liberalizations, and Foreign Direct Investment", *Harvard NOM Working Paper No. 04-24*, July
- Diaz-Alejandro Carlos** (1985) "Good-Bye financial Repression, Hello Financial Crash" *Journal of Development Economics*, No. 19, p. 1-24
- Diaz Francisco** (1998) "The origins of Mexico's 1994 Financial Crisis" *Cato Journal*, Vol. 17, No.3 (Winter), pp.303-313.
- (2000) "The China syndrome or the Tequila Crisis", Centre for Research on Economic Development and Policy Reform, *Working Paper No. 77*, December
- Dooley Michael**, (1994) "A Retrospective on the Debt Crisis", *NBER Working Paper Series n.4963*, National Bureau of Economic Research, December
- (1995) "A Retrospective on the Debt Crisis", In Kenen: P. (Ed.) *Understanding Interdependence: The Economics of the Open Economy*, Princeton University Press
- (1997) "A Model of Crises in Emerging Markets", *NBER Working Paper*, No. 6300, December
- (1998) "The IMF and the 1982 and 1994 Debt Crises: Who is in charge?" Conference *Political Economy, Sovereign Debt and the IMF*, July 7/8
- (2000) "A Model of Crises in Emerging Markets" *The Economic Journal*, No. 110, January, pp. 256-272
- Dornbusch R.** (1976) "Exchange Rate Expectations and Monetary Policy" *Journal of International Economics*, Vol.6 (August), p.231-244

- Dornbusch Rudiger and Stanley Fiscer** (2003) "International Financial Crises"
CESIFO Working Paper n. 926, March
- Dornbusch, Rudiger & Giovannini, Alberto** (1990) "Monetary policy in the open economy" *Handbook of Monetary Economics*, in: B. M. Friedman & F. H. Hahn (ed.), *Handbook of Monetary Economics, edition 1, volume 2, chapter 23*, pages 1231-1303 Elsevier.
- Dornbusch Rudiger and Alejandro Werner** (1994) "Mexico: Stabilization, Reform, and No Growth" *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.1994, No.1, pp. 253-315
- Douglas W Diamond and Raghuram G Rajan** (2010) "Fear of fire sales and the credit freeze" *BIS Working Papers* No 305
- Drazen Alan** (1998) "Political Contagion in Currency Crises" *mimeo*, University of Maryland, March
- Dritsaki, M and Dritsakis, N.** (2008) "On the Nexus Between Openness and Growth in Greece", *Applied Economics and Policy Analysis*, Vol 2, No. 1-2, pp.303-316
- Dritsakis, N. and A. Adamopoulos** (2004) "Financial development and economic growth in Greece: An empirical investigation with Granger causality analysis", *International Economic Journal*, Vol. 18 (4) pp. 547-559
- Dritsakis, N., Varelas E. and A. Adamopoulos** (2006) "The Main Determinants of Economic Growth: An Empirical Investigation with Granger Causality Analysis for Greece", *European Research Studies Journal*, Vol. X, No. 3-4, pp.1-11
- Dunning John** (1984) "Changes in the level and structure of international production: The last one hundred years" in M. Casson (ed.), *The Growth of International Business* (London: Allen and Unwin)
- Dymski Gary and Dorene Isenberg** (1998) "Housing finance in the age of globalization: from social housing to life-cycle risk" in D. Baker, G. Epstein and R. Pollin (eds.) *Globalization and Progressive Economic Policy*, New York, Cambridge University Press, pp.219-240
- Easterly, William, R. Islam, and Joseph E. Stiglitz** (2000) "Explaining Growth Volatility" *World Bank Working Papers*, 04/13/00, January
- Edwards Sebastian** (1998α) "Capital Inflows into Latin America: A Stop-Go Story" *NBER Working Paper Series No.6441*, March
- (1998β) "Interest Rate Volatility, Capital Controls and Contagion" *NBER Working Paper Series No.6441*, October

- Eichengreen B.** (1996) *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*, Princeton
- (2001) "Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?" *The World Bank Economic Review*, Vol.15, No.3, pp.341-365
- (2008) "And Now, the Great Depression." *RGE Monitor*, <http://www.rgemonitor.com>, September 23
- Eichengreen, B. and K.H. O'Rourke** (2009) "A Tale of Two Depressions." 4th of June, in progress
- Eichengreen B. and P. Kenen** (1994) Managing the World Economy under the Bretton Woods System: An overview, in Peter B. Kenen (Ed.), *Managing the World Economy Fifty years after Bretton Woods*, Washington (Institute for International Economics), S. 3-74
- Eichengreen B. and D. Mathieson** (1999) "Hedge Funds: What Do We Really Know?" *Economic Issues*, No. 19, September, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues19/index.htm>
- Eichengreen Barry, Andrew K. Rose and Charles Wyplosz** (1997) "Contagious currency crises" *NBER Working Paper* 5681, July 1996. Revised March 1997.
- Ellis Luci** (2008) "The housing meltdown: Why did it happen in the United States?" *BIS Working Papers*, No 259, September
- Esquivel Gerardo and Larrain Felipe** (1999) "Latin America Confronting the Asian Crisis", Harvard University, *Harvard Institute for International Development, Discussion Paper No. 681*, February
- EVCA** (2005) "Employment Contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe", European Private Equity & Venture Capital Association *Executive Summary*, November (www.evca.com)
- Faisal Ahmed, Arezki Rabah and Funke Norbert** (2005) "The Composition of Capital Flows: Is South Africa Different?", *IMF Working Paper WP/05/40*, March
- Fama Eugene** (1970) "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work" *The Journal of Finance* 25, pp. 383-417
- Fatás, Antonio & Mihov, Ilian** (2003) "The Case for Restricting Fiscal Policy Discretion", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 4, November, pp.1419-1447

- Fatemah Enayati and Maazouz Mokhtar** (2007) "Financial Liberalization in the Developing Countries: Failures of the Experiment and Theoretical Answers" *European Journal of Social Sciences*, Volume 4, Number 2, pp.31-45
- Feinberg Richard** (1987) "Subcommittee on International Debt of the Committee on Finance", *United States Senate, Washington, DC, 9 March 1987*, mimeo, pp.6-7
- Fernandez-Arias Eduardo** (1994) "The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull?" The World Bank, International Economics Department, Debt and International Finance Division, *Policy Research Working Paper 1312*, June
- Fernandez Luisa, Fadhel Kaboub and Zdravka Todorova** (2008) "On Democratizing Financial Turmoil: A Minskian Analysis of the Subprime Crisis" The Levy Economics Institute, *Working Paper No.548*, November
- Ferraro Vincent and Melissa Rosser** (1994) "Global Debt and Third World Development" in *World Security: Challenges for a New Century*, edited by Michael Klare and Daniel Thomas (New York: St. Martin's Press, 1994), pp. 332-355
- Fischer Bernhard and Helmut Reisen** (1992) "Towards Capital Account Convertibility" *OECD Development Centre, Policy Brief No.4*
- Fisher, I.** (1933), 'The debt deflation theory of great depressions', *Econometrica*, 1, pp. 337-57.
- Fischer Stanley** (1998 α) "The Asian Crisis, the IMF, and the Japanese Economy" Speech on The Asahi Shimbun Symposium, "*The Asian Economic Crisis and the role of Japan*", Tokyo April 8
- (1998 β) "The Asian Crisis and the Changing Role of the IMF" *Finance & Development*, Vol.35, No.2, June
- (1998 γ) "The Asian Crisis and Implications for Other Economies" Speech on the seminar "*The Brazilian and the World Economic Outlook*" organised by *Internews*, Sao Paulo, Brazil, June 19
- Fleming J.M.** (1962) "Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates", *IMF Staff Papers*, Vol.9, No.3, pp.369-379
- Flood R. and Garber P.** (1984) "Collapsing exchange rate regime: some linear examples" *Journal of International Economics* 17 pp 1-13
- Forbes K. and R. Rigobon** (1999) "Measuring Contagion: Conceptual and Empirical Issues" Preliminary Draft for the November 19-20, 1999 UNU-WIDER *Conference on Financial Contagion held in Helsinki, Finland*

- Frankel Jeffrey** (1992) "Measuring International Capital Mobility: A Review" *The American Economic Review* Vol.82, No.2, pp.197-202
- (1999α) "No Single Currency Regime is Right for All Countries" *Testimony before the Committee on Banking and Financial Services U.S. House of Representatives*, May 21
- (1999β) "No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times" *NBER Working Paper 7338*, September
- (2000) "Globalization of the Economy" *Governance in a Globalizing World*, *Brookings Institution Press*, August
- (2009) "A New Depression? The Lessons of the 1930s" *RGE Monitor*, <http://www.rgemonitor.com>, February 23
- Frankel Jeffrey and Shang-Jin Wei** (2004) "Managing Macroeconomic Crises" *NBER Working Paper Series no. 10907*, November
- Freeman G. Donald** (2000) "Regional tests of Okun's law" *International Advances in Economic Research*, Volume 6, Number 3 / August
- Frenkel J.A. and A. Razin** (1987) "The Mundell-Fleming model: a quarter century later: a unified exposition" *IMF Staff Papers*, 29 (1) pp1-30.
- Galati G. and M Melvin** (2004) "Why has global FX turnover surged? Explaining the 2004 triennial survey", *BIS Quarterly Review*, December, pp.67-74
- Gallegati, Mauro, Greenwald, Bruce, Richiardi Matteo G., and Stiglitz, Joseph E.** (2008) "The Asymmetric Effect of Diffusion Processes: Risk Sharing and Contagion," *Global Economy Journal*: Vol. 8 : Iss. 3, Article 2.
- Garibaldi Pietro, Nada Mora, Ratna Sahay, and Jeromin Zettelmeyer** (1999) "What moves capital to Transition Economies", *unpublished*, International Monetary Fund
- Gavin, Michael, and Ricardo Hausmann** (1996) "Securing Stability and Growth in a Shock Prone Region: The Policy Challenge for Latin America." Inter-American Development Bank, *Research Department Working Paper 315*, Washington, DC, United States, January
- (1999) "Preventing Crisis and Contagion. The Domestic Policy Agenda", *Conference on Social Protection and Poverty, Inter-American Development Bank*, February 4, Washington D.C.

- Gavin Michael, Ricardo Hausmann, Carmen Pages-Serra & Ernesto Stein** (1999) “Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime” *IADB Working Paper 400* (Washington: Inter-American Development Bank)
- Geithner T., Gianviti F., Haeusler G. and Ter-Minassian T.** (2003) "Assessing Public Sector Borrowing Collateralised on Future Flow Receivables" *IMF*, June
- Gelos Gaston**, (2003) “Foreign currency debt in emerging markets: firm level evidence from Mexico”, *Economic Letters* 78, pp.323-327
- Gelos, Gaston and Ratna Sahay** (2000) “Financial Market Spillovers in Transition Economies”, *IMF Working Paper*, WP/00/71
- Gibson and Tsakalotos** (2001) “The Euro, EU enlargement and ERM II”, CESifo-Delphi Conferences 2001, *Managing EU Enlargement*, Munich, 14-15 December
- (2003) “Capital Flows and Speculative Attacks in Prospective EU Member States” *Bank of Greece Working Paper* n.6, October
- (2004) “Capital flows and speculative attacks in EU member states”, *Economics of Transition*, 12, 3.
- (2005) “EU Enlargement, ERM II and Lessons from the Southern European Countries” *South Eastern Europe Journal of Economics* 1, pp.41-78
- Gibson H. D., Tsaveas N.T. and Vlassopoulos T.** (2006) “Capital Flows, Capital Account Liberalisation and Mediterranean Countries” *Bank of Greece Working Paper* n.33, February
- Glick Reuven and Andrew K. Rose** (1998) "Contagion and Trade: Why Are Currency Crises Regional?" *CEPR/World Bank Conference “Financial Crises: Contagion and Market Volatility”*, August 12
- Glyn Andrew, Alan Hughes, Alain Lipietz and Ajit Singh** (1990) “The Rise and Fall of the Golden Age” in S. Marglin and J. Schor eds., in *The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience*, New York, N.Y.:Oxford University Press, pp.39-125
- Gorton Gary** (2008) “The subprime panic” *NBER* working paper no. 14398, October
- Granville Brigitte** (2002) “Sovereign Debt Crisis Resolution: The Benefits of the Uncertainty Principle” *The Business Economist*, Vol. 33 No1, pp.23-35
- Greenspan Alan** (1998) “The Globalization of Finance” *Cato Journal*, Vol. 17, No.3 (Winter)

- Grilli Vittorio & Gian Maria Milesi-Ferretti** (1995) “Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls” *IMF Working Papers* 95/31, International Monetary Fund
- Goldfajn and Valdes** (1997) “Capital Flows and the Twin Crises: The Role of Liquidity” *IMF Working Paper* WP/97/87, July
- Guaresma Jesús Crespo και Maria Antoinette Silgoner** (2004) “Growth effects of inflation in Europe: How low is too low, how high is too high?” University of Vienna, Department of Economics, *Working Paper No: 0411*, December
- Hall, Robert E., and Jones, C. I.**, (1999) “Why Do Some Countries Produce So Much More Output Per Worker Than Others?,” *Quarterly Journal of Economics*, vol. 114(1), pp. 83-116.
- Hanc George** (1998) “The Banking Crisis of the 1980s and Early 1990s,” *FDIC Banking Review* Vol. 11, No. 1
- Hannoun Hervé** (2010) “Information gaps: what has the crisis taught us?” Opening remarks of thw Deputy General Manager of the Bank for International Settlements, at the *Conference: "The financial crisis and information gaps"*, prepared for the G20 Finance Ministers and central bank Governors, Basel, 8-9 April
- Hart David and Gary Woller**, (1995) “Latin America Debt, the IMF, and Adam Smith: A proposal for Ethical reform”, *The Journal of Socio-Economics* vol.24/no. 1, pp.1-20
- Herrera Santiago and Bruno Vincent** (2008) “Public Expenditure and Consumption Volatility” World Bank, *Policy Research Working Papers, WPS 4633*, May
- Hnatkovska Viktoria and Norman Loayza** (2003) “Volatility and Growth” *World Bank, Policy Research Working Papers, WPS 3184*, August
- Hoff Karla and Joseph Stiglitz** (2001) “Modern Economic Theory and Development.” p. 389-460 in *Frontiers of Development Economics*, edited by G. Meier and J. Stiglitz. New York: Oxford University Press.
- Horta Paulo, Carlos Mendes and Isabel Vieira** (2008) “Contagion effects of the US Subprime Crisis on Developed Countries” *CEFAGE-UE Working Paper* no.08.
- Inter-American Development Bank** (1985), *Annual Report 1984*, Washington DC
- IMF** (2004) *Revision of the Balance of Payments Manual fifth edition*, International Monetary Fund, Statistics Department, April

- (2009) “Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk”
Global Financial Stability Report, April
- International Monetary Fund, Independent Evaluation Office (IEO)** (2004) "The IMF's Approach to Capital Account Liberalization" *Issues Paper/Terms of Reference for an Evaluation by the IEO*, September 15
- (2005) “The IMF's Approach to Capital Account Liberalization” Evaluation Report, International Monetary Fund, Publication Services, Washington
- International Labour Office (ILO) Regional Office for Asia and the Pacific** (1998) “The Social impact of the Asian Financial Crisis”, *Technical report for discussion at the High-Level Tripartite Meeting on Social Responses to the Financial Crisis in East and South-East Asian Countries*, Bangkok, Thailand 22-24 April
- Kalotychou, E. and Staikouras, S.** (2005) “An Empirical Investigation of the Loan Concentration Risk in Latin America”, *Cass Business School Working Paper* (WP-FF-09-2005), pp.1-29
- Kalyvitis Sarantis** (2003) “Some Evidence On The Effects Of Us Monetary Policy on Foreign Interest Rates and Cross Exchange Rates”, mimeo, December
- Kalyvitis Sarantis and Ifigenia Skotida** (2008) “Some Empirical Evidence on the Effects of U.S. Monetary Policy Shocks on Cross Exchange Rates”, *working paper*, Presented at Athens University of Economics and Business and the 5th Annual European Economics and Finance Society conference
- Kaminsky Graciela** (2000) “Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress” *IMF Working Paper* 99/178, December
- (2005) “International Capital Flows, Financial Stability and Growth” United Nations, Department of Economic and Social Affairs, *DESA Working Paper No. 10*, December
- Kaminsky Graciela and Alfredo Pereira** (1996) “The debt crisis: lessons of the 1980s for the 1990s” *Journal of Development Economics* vol.50, pp.1-24
- Kaminsky Graciela, Saul Lizondo and Carmen Reinhart** (1998) "Leading Indicators of Currency Crises" *IMF, Staff Papers Vol.45, No. 1*, March
- Kaminsky Graciela and Carmen Reinhart** (1999α) “The Twin Crises: Causes of Banking and Balance of Payments Problems” Munich Personal RePEc Archive *MPRA Paper* No. 14081, June

- (1999β) “On Crises, Contagion, and Confusion”, Forthcoming in *Journal of International Economics*, June 8
- Karras Georgios and Frank Song** (1996) “Sources of business-cycle volatility: An exploratory study on a sample of OECD countries” *Journal of Macroeconomics* Volume 18, Issue 4, Autumn, pp. 621-637
- Kindleberger Charles P.** (2005) *Manias, Panics and Crashes : A History of Financial Crises*, Palgrave MacMillan, 5th edition
- King Robert G. and Ross Levine** (1993) “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right” *World Bank, Policy Research Working Papers*, WPS 1083
- Klenow, P. and A. Rodriguez-Clare** (1997) “The Neoclassical Revival in Growth Economics: Has it gone too far?” *NBER Macroeconomics Annual*, B. Bernanke and J. Rotemberg eds., Cambridge, MA: MIT Press, pp. 73-102.
- Knotek, Edward S.** (2007) "How Useful Is Okun's Law." *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Fourth Quarter, pages 73-103.
- Knowles James, Ernesto Pernia and Mary Racelis** (1999) “Social Consequences of the Financial Crisis in Asia”, Asian Development Bank, *Economic Staff Paper*, No. 60, November
- Kodres Laura and Matthew Pritsker** (2001) “A Rational Expectations Model of Financial Contagion” *Forthcoming article in the Journal of Finance*, April 19.
- Komulainen Tuomas** (2001) "Currency Crises in Emerging Markets: Capital Flows and Herding Behavior" Bank of Finland Institute for Economies in Transition, *BOFIT Discussion Papers*, No.10
- Kose, Ayhan, Eswar Prasad and Marco Terrones** (2003α) “Volatility and Comovement in a Globalised World Economy: An empirical Exploration” *IMF Working Paper*, WP/03/246, December
- (2005) “Growth and Volatility in an Era of Globalization” *IMF Staff Papers*, Vol. 52, Special Issue
- (2006) “How Do Trade and Financial Integration Affect the Relationship between Growth and Volatility?” *IZA (Institute for the Study of Labor)*, *Discussion Paper No. 2252*, August
- Kose, Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff and Shang-Jin Wie** (2003β) “Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence”, *IMF forthcoming*, March 17

- Kotz David** (2009) "The Financial and Economic Crisis of 2008: A Systemic Crisis of Neoliberal Capitalism" The Union for Radical Political Economics at the Allied Social Science Associations annual convention, *"The Global Financial Crisis: Heterodox Perspectives,"* San Francisco, January 4
- Kregel J.A.** (1994) "Capital flows: Globalization of production and financing development" *UNCTAD Review*, pp. 23-38.
- Kregel Jan** (2008) "Minsky's Cushions of Safety: Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market" *The Levy Economics Institute, Public Policy Brief*, no.93
- Krugman Paul** (1979) "A model of Balance of Payments Crises" *Journal of Money Credit and Banking* 11, pp. 311-325
- (1994) "The myth of Asia's miracle" *Foreign Affairs Magazine*, November-December, pp. 62-78
- (1995) "Dutch Tulips and Emerging Markets: Another Bubble Bursts" *Foreign Affairs* 74, no. 4: 28-44, July/August
- (1997α) "Bahtulism: Who poisoned Asia's currency markets?" Mimeo, August 14
- (1997β) "Currency Crises", *Unpublished Paper*, MIT, October
<http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>
- (1998α) "What Happened To Asia?"
<http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>, January
- (1998β) "Will Asia Bounce Back?" *Speech for Credit Suisse First Boston*, Hong Kong, March
- (1999α) "Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crises"
<http://web.mit/krugman/www>
- (1999β) "O' Canada", *unpublished*, <http://www.slate.com/Dismal/99-10-18/Dismal.asp>,
- (2000) "Crises: The Price of Globalization" *Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, issue Aug.*, pages 75-106
- (2009) "The Great Recession versus the Great Depression," *Conscience of a Liberal*, *The New York Times*, March 20.
- Labendz Joanna** (1995) "Que Pasa? Que Peso?" Laird Norton Trust, *The Investment Outlook, Vol. 4 - Issue 2*, February

- Lazaretou Sophia** (2003) "Greek Monetary Economics in Retrospect: The Adventures Of The Drachma" *Bank of Greece Working Paper* n.2, April
- Laursen S. and L. Metzler** (1950) "Flexible Exchange Rates and the Theory of Employment" *Review of Economics and Statistics*, Vol. 32 (November), pp.281-299
- Lekachman, Robert** (1982) *Greed is not enough: Reaganomics*, New York : Pantheon Books
- Levine Ross and David Renelt** (1992) "A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions" *American Economics Review* Vol. 82, No. 4, pp.942-963
- Levine Ross and Sara Zervos** (1996) "Stock Markets, Banks and Economic Growth" World Bank, *Policy Research Working Paper* 1690, December
- Li Quan and Dale L. Smith** (2002) "The Dilemma of Financial Liberalization: State Autonomy and Societal Demands" *The Journal of Politics*, Vol. 64, No. 3, August, pp.764-790
- Lissakers K.** (1991) *Banks, Borrowers and the Establishment: A revisionist account of the International Debt Crisis*, New York Basic Books
- Lo Andrew** (2008) "Hedge Funds, Systemic Risk, and the Financial Crisis of 2007-2009," written testimony for the House Oversight Committee Hearing on Hedge Funds, November 13
- Luangaram Pongsak and Marcus Miller** (1998) "Financial Crisis in East Asia: Bank Runs, Asset Bubbles and Antidotes" *CSGR Working Paper* No. 11/98, July
- Lustig Nora** (2000) "Crises and the Poor: Socially Responsible Macroeconomics", Inter-American Development Bank, *Sustainable Development Department Technical Paper Series*
- Lyberaki Antigone** (1993) "Greece-EC Comparative Economic Performance: Convergence or Divergence", στο Η. J. Psomiades και S. B. Thomadakis (επιμ.), *Greece, the New Europe and the Changing International Order*, Νέα Υόρκη: Pella Publishing Company, 1993, σ.179-216.
- Mankiw Gregory, David Romer and David N. Weil** (1992) "A Contribution to the Empirics of Economic Growth" *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107, No. 2. (May, 1992), pp. 407-437.
- Mansoor Dailami** (1999) "Managing risks of Capital Mobility" *Policy Research Working Paper Series* 2199, The World Bank

- Martin, P., Rogers, C.A.** (2000) "Long-term growth and short-term economic instability" *European Economic Review* 44, pp. 359-381.
- Masson Paul** (1998) "Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria" *IMF Working Paper WP/98/142*, September
- McKibbin, Warwick J.** (1998) "The Crisis in Asia: An Empirical Assessment" *Brookings Discussion Papers In International Economics*, No. 136
- McKinnon J. G.** (1991) "Critical Values for Cointegration Tests, R.F. Engle and C.W.J. Granger (eds) in *Long-run Economic Relationships: Readings in Cointegration*. Oxford: Oxford University Press
- McKinnon J. and Pill C.** (1995) "Credible Liberalizations & International Capital Flows: The Over borrowing Syndrome" *Stanford Institute for Economic Policy Research (SIEPR) - Discussion Paper Series*, June
- (1997). "Credible economic liberalizations and overborrowing", *American Economic Review* 87, no. 2, May, pp. 189-193.
- (1998) "International Overborrowing: A Decomposition of Credit and Currency Risks", *Stanford University, Economics Department Working Paper Series* no. 4, pp.1-42
- Meade J.** (1951a) *The Balance of Payments, The Theory of International Economic Policy*, Vol.1 (London: Oxford University Press)
- (1951b) *The Balance of Payments: Mathematical Supplement. The Theory of International Economic Policy*, Vol.1 (London: Oxford University Press)
- Meyer H. Laurence** (1997) "Globalization and U.S. monetary policy" The Federal Reserve Board, *Before the Institute for Global Management and Research, School of Business and Public Management, The George Washington University, Washington, D.C., October 14,*
<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1997/199710143.htm>
- Michl Thomas** (1995) "Assessing the Costs of Inflation and Unemployment". In P. Arestis and M. Marshall eds. *The Political Economy of Full Employment*. Brookfield Vt.: Edward Elgar, pp.54-78
- Miniane Jacques** (2004) "A New Set of Measures on Capital Account Restrictions" *IMF Staff Papers*, Vol. 51, No. 2, International Monetary Fund, pp.276-308
- Minsky, Hyman P.** (1986) *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, CT: Yale University Press.

- (1991) “Financial Crises: Systemic or Idiosyncratic” *The Levy Economics Institute Working Paper* No. 51, April
- (1992) “The Financial Instability Hypothesis” *The Levy Economics Institute Working Paper* No. 74, May
- (1993) “Finance and Stability: The Limits of Capitalism” *The Levy Economics Institute Working Paper* No. 93, May
- Mishkin S. Frederic** (1996) “Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective” *NBER Working Paper Series*, No. 5600, May
- (1999) "Lessons from the Tequila Crisis" *Journal of Banking and Finance* 23, 1521-1533
- Mobarak Ahmed Mushfiq** (2004) “Determinants of Volatility and Implications for Economic Development” Forthcoming, *The Review of Economics and Statistics*, January
- Montiel, Peter J.** (1998) “The Capital Inflow Problem”, *Working Paper*, Economic Development Institute, World Bank, 1998.
- Montiel P. and Reinhart C.** (1999) “The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the 1990s” in Griffith-Jones, Montes (eds.), *Short-term Capital Movements and Balance of Payments Crises*, (Oxford: Oxford University Press, forthcoming)
- Münchau Wolfgang** (2009) “Eastern crisis that could wreck the eurozone” *Financial Times*, 22th of February
- Mundell R. A.** (1960) “The Monetary Dynamics of International Adjustments under Fixed and Flexible Exchange Rates” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84 (May), pp. 27-57
- (1961a) “The International Disequilibrium System” *Kyklos*, Vol.14 (No.2), pp 154-72
- (1961b) “Flexible Exchange Rates and Employment Policy” *Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol.27 (November), pp.509-517
- (1963) “Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates”, *Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 29, No. 4 (Nov), pp. 475-485
- Newey W. and K. West** (1987) “A Simple Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix”, *Econometrica* 54, pp.703-708

- Nissanke Machiko and Stein, Howard** (2003) "Financial Globalization and Economic Development: Toward an Institutional Foundation" *Eastern Economic Journal*, 29 (2), pp. 287-308
- Novo Alvaro** (2003) "Contagious Currency Crises: A Spatial Probit Approach" *Banco de Portugal, Economic Research Department*, WP 5-03, February
- Obstfeld Maurice** (1994) "The logic of currency crises" *Cashiers Economiques et Monetaires* 43, pp. 189-213
- (1998) "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?" *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12, No. 4 (Fall) pp. 9–30
- Obstfeld Maurice και Alan Taylor** (1997) "The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run" *NBER Working Paper Series*, WP 5960, March
- (2002) "Globalization and Capital Markets" *NBER Working Paper* 8846, March
- Obstfeld Maurice, Jay C. Shambaugh και Alan M. Taylor** (2002) "The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policy and Capital Mobility" *NBER Conference "The Political Economy of Globalization: Can the past inform the present"*, IIS Trinity College, Dublin, October
- (2004) "Monetary Sovereignty, Exchange Rates, and Capital Controls: The Trilemma in the Interwar Period" *NBER Working Paper Series*, WP 10393 March
- Oks Daniel and Sweder van Wijnbergen** (1995) "Mexico after the debt crisis: Is growth sustainable?", *Journal of Development Economics*, Vol. 47, pp.155-178
- Okun, Arthur M.** (1962) "Potential GNP: Its Measurement and Significance," *Proceedings of the Business and Economics Section of the American Statistical Association*, pp. 98-104.
- Onis Ziya και Ahmet Faruk Aysan** (2000) "Neoliberal globalisation, the nation state and financial crises in the semi-periphery: a comparative analysis" *Third World Quarterly*, Vol.21, No.1
- Ortiz Martinez Guillermo** (1998) "What Lessons Does the Mexican Crisis Hold for Recovery in Asia?" *IMF Finance & Development*, V.35, No. 2, pp.6-9
- Papademos Lucas** (1993) "European Monetary Union and Greek Economic Policy", στο Η. J. Psomiades και S. B. Thomadakis (επιμ.), *Greece, the New Europe and the*

- Changing International Order*, Νέα Υόρκη: Pella Publishing Company, 1993, σ.125-161.
- (2009) “The role of the ECB in financial crisis management” Speech at the Conference on “*The cost of the financial crisis: Planning an exit strategy*” organised by the Bank of Greece and the Hellenic Observatory at the London School of Economics and Political Science, May
- Paredes Troy** (2006) “Hedge Funds and the SEC: Observations on the How and Why of Securities Regulation” Paper of International Monetary Fund’s 2006 *Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law*, October 23-27
- Pericoli M. and Sbracia M.** (2001) "A Primer on Financial Contagion" Bank of Italy, *Temidi discussione del Servizio Studi, Number 407* – June
- Petrella Riccardo** (1996) “Globalization and Internationalization: The dynamics of the emerging world order” in Boyer Robert and Daniel Drache ed. *States Against Markets: The limits of globalization*, Routledge: New York, pp.62-83
- Petroulas P.** (2007) “Short-Term Capital Flows and Growth in Developed and Emerging Markets”, *Bank of Greece Working Paper n.60*, May
- Phillips, A. W.** (1958). "The Relationship between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom 1861-1957". *Economica* 25 (100), pp.283–299.
- Pieper Ute and lance Taylor** (1998) “The revival of the liberal creed: the IMF, the World Bank, and inequality in a globalised economy” in D. Baker, G. Epstein and R. Pollin (eds.) *Globalization and Progressive Economic Policy*, New York, Cambridge University Press, pp.37-64
- Polanyi Karl** (1957) *The Great Transformation*, Boston: Beacon Hill
- Pollin Robert** (1998) “Can domestic expansionary policy succeed in a globally integrated environment? An examination of alternatives” in D. Baker, G. Epstein and R. Pollin (eds.) *Globalization and Progressive Economic Policy*, New York, Cambridge University Press, pp.433-461
- (2009) “Tools for a New Economy: Proposals for a financial regulatory system” *Boston Review*, January/February, <http://bostonreview.net/BR34.1/pollin.php>
- Pollin Robert και Andong Zhu** (2005) “Inflation and Economic Growth: A Cross-Country Non-linear Analysis” Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, *Working Paper Series N. 109*, October

- Psomiades Harry and Stavros Thomadakis** (1993) "Greece at the Crossroads", στο H. J. Psomiades και S. B. Thomadakis (επιμ.), *Greece, the New Europe and the Changing International Order*, Νέα Υόρκη: Pella Publishing Company, 1993, σ.11-22.
- Quinn Dennis** (1997) "The Correlates of Change in International Financial Regulation" *American Political Science Review*, Vol.91, No.3, September, pp.531-551
- Quinn D. and M. Toyoda** (2003) "Does Capital Account Liberalization Lead to Economic Growth?: An Empirical Investigation", *Georgetown University McDonough School of Business*, unpublished
- Radelet Steven and Jeffrey Sachs** (1998α) "The Onset of the East Asian Financial Crisis" *HIID's Development discussion paper*, March
- (1998β) "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects" *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1998, No. 1, pp. 1-90
- Rajan Ramkishan** (1998) "The Currency and Financial Crisis in Southeast Asia: A case of sudden death or a death foretold?" *The Institute of Policy Studies, IPS Working Papers* No.1, August
- Ramey, Gary, and Valerie A. Ramey** (1995) "Cross-Country Evidence on the Link between Volatility and Growth," *The American Economic Review*, Vo. 85, No. 5, pp. 1138–1151
- Razin Assaf and Efraim Sadka** (2004) "Lumpy Setup Costs of Investment: The Lucas Paradox Revisited," working paper, *unpublished*, November
- Reavis Cate** (2009) "The Global Financial Crisis of 2008 – 2009: The Role of Greed, Fear and Oligarchs" *MIT Sloan Management* 09-093, July 22
- Reinhart Carmen M.** (2000) "Mirage of Floating Exchange Rates" *American Economic Review, American Economic Association*, vol. 90(2), p. 65-70
- Reinhart C. and Rogoff K.** (2003) "FDI to Africa: The Role of Price Stability and Currency Instability", *IMF Working Paper, WP/03/10*, January
- (2008) "This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises" *NBER Working Paper* No. W13882, February
- Reisen Helmut** (1999) "After the Great Asian Slump: Towards a Coherent Approach to Global Capital Flows", *OECD Development Centre, Policy Brief* No.16

- Reisen Helmut and Marcelo Soto** (2001) "Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth?" *Journal of International Finance* Vol.4, Issue 1 (Spring), pp.1-14
- Rincón Hernán** (2007) "Financial Globalization, Economic Growth, and Macroeconomic Volatility" Banco de la Republica de Colombia, *series Borradores de Economia* No.430
- Rodrik, Dani** (1998α) "Who Needs Capital-Account Convertibility?" Peter Kenen (ed.), "Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?" *Essays in International Finance, No. 207*, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, pp. 55-65.
- (1998β) "The Debate over Globalization: How to Move Forward by looking Backward," in Jeffrey J. Schott, ed., *Launching New Global Trade Talks: An Action Agenda*, Institute for International Economics, Special Report 12, Washington, DC, 1998, pp.25-38.
- Rogoff, K.** (1993) "Third World Debt", In D. Henderson (ed.) *Fortune Encyclopedia of Economics: 751-754*, New York: Time Warner
- Roubini, N., and P. Wachtel** (1997), "Current Account Sustainability in Transition Economies", *Working Papers 97-03*, New York University, Leonard N. Stern School of Business, Department of Economics.
- Roubini, Nouriel** (2008). "The Shadow Banking System is Unravelling" *Financial Times*, September 20, p. 18.
- Rousseau Peter και Richard Sylla** (2001) "Financial Systems, Economic Growth and Globalization", *NBER Working Paper No. W8323*, June
- Sachs Jeffrey D.** (1989α) "Will the Banks Block Debt Relief?", *New York Times*, 21 March
- (1989β) "Making the Brady Plan Work", *Foreign Affairs, Vol. 68, no. 3* (Summer 1989), p. 87-104
- (1999) "Twentieth-Century Political Economy: A Brief History of Global Capitalism" *Oxford Review of Economic Policy*, Vol.15, No.4, pp.90-101
- (2002) "Resolving the Debt Crisis of Low-Income Countries", *Brookings Papers on Economic Activity, 1*, pp.1-27
- (2008) "The best recipe for avoiding a global recession" *RGE Monitor*, <http://www.rgemonitor.com>, October 29

- Sachs Jeffrey D., Aaron Tornell and Andres Velasco** (1996α) “The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?” *Economic Policy*, Vol.11, No.22 (April), pp. 13-63
- (1996β) "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995" *National Bureau of Economic Research, Working Paper 5576*, May
- Sala-i-Martin, X.** (1997a) “I Just Run Four Million Regressions” *NBER Working Paper Series No. 6252*, January.
- Sala-i-Martin X.** (1997b) “I Just Ran Two Million Regressions” *American Economic Review*, vol. 87, No.2 pp. 178-183.
- Samuelson, Paul,** (1964) “Theoretical notes on Trade Problems”. *Review of Economics and Statistics* 23, pp.1-60
- Saxton Jim** (2000) “International Dimensions to U.S. Monetary Policy” *Joint Economic Committee United States Congress*, August, <http://www.house.gov/jec/fed/intern.htm>
- Schinasi G. and Smith R.** (1999) "Portfolio Diversification, Leverage and Financial Contagion", *IMF Working Paper* 136
- Schwartz G.** (1978) “Estimating the dimension of a model” *Annals of Statistics* 6
- Shambaugh Jay** (2003) "The effect of fixed exchange rates on monetary policy" *Quarterly Journal of Economics* – forthcoming
- Shiller, Robert J** (1995) "Conversation, Information, and Herd Behavior," *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 85(2), p.181-85, May
- SEIU** (2007) “Behind the buy-outs. Inside the world of private equity”, *Service Employees International Union Report*, April (<http://www.behindthebuyouts.org>)
- Sims C.** (1980) “Macroeconomics and Reality”, *Econometrica* 48, pp.1-48
- Sims C. and T. Zha,** (1995) “Error bands for impulse responses”, Federal Reserve Bank of Atlanta, *Working Paper* 95-6, September.
- Singh Ajit and Ann Zammit** (2006) “Corporate Governance, Crony Capitalism and Economic Crises: Should the US Business Model Replace the Asian Way Of ‘Doing Business’?” *Centre for Business Research, University Of Cambridge Working Paper* No. 329
- Solow Robert** (1956) “A Contribution to the Theory of Economic Growth”, *Quarterly Journal of Economics* 70, pp.163-202
- Stallings Barbara and Studart Rogerio** (2001) “Financial Regulation and Supervision in Emerging Markets: The experience of Latin America since the

- Tequila Crisis” *Series: Macroeconomia del desarrollo* n.9, United Nations Publications, pp.1-39
- Stambuli, Kalonga** (2002) "Causes and consequences of the 1982 Third World Debt Crisis" *EconWPA series of International Finance*, No. 0211005
- Stiglitz Joseph** (1998) “The Role of International Financial Institutions in the Current Global Economy," *Chapter 5* in *The Rebel Within*, Ha-Joon Chang (ed.), London: Wimbledon Publishing Company, 2001, pp. 172-193. (Originally Address to the Chicago Council on Foreign Relations, Chicago, February 27, 1998.)
- (2000) "Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability” *World Development Vol.28, No.6*, pp.1075-1086
- (2001) “Failure of the Fund: Rethinking the IMF Response,” *Harvard International Review*, 23(2), Summer, pp. 14-18.
- (2002a) "Globalism's discontents" *The American Prospect Winter*
- (2002b) "Financial Market Stability and Monetary Policy" *Pacific Economic Review*, 7:1 pp.13-30
- (2003a) "Globalization and growth in emerging markets and the New Economy" *Journal of Policy Modelling* 25, pp.504-524
- (2003β) “Democratizing the International Monetary Fund and the World Bank: Governance and Accountability” *Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*, Vol.16, No.1, January, pp.111-139
- (2004) "Capital Market Liberalization, Globalization and the IMF" *Oxford Review of Economic Policy*, Vol.20, No.1, March, pp.57-71
- (2007) “Financial Hypocrisy”, *Economist Voice*, Vol. 4, Issue 6, The Berkley Electronic Press, <http://www.bepress.com/ev>
- (2008) “The fruit of hypocrisy” *The Guardian*, Tuesday 16 September, <http://www.guardian.co.uk>
- (2008b) “The Financial Crisis of 2007/2008 and Its Macroeconomic Consequences” presented at the June 2008 meeting of the *Initiative for Policy Dialogue Task Force* on Financial Markets Reform.
- Stolper, Wolfgang and Paul A. Samuelson** (1941), “Protection and Real Wages” *The Review of Economic Studies*, 9, pp. 56-73.
- Strange, Susan** (1986) *Casino Capitalism* (Oxford: Basil Blackwell).
- Summers, L.H.** (1998) “International Financial Crisis: Causes, Prevention and Cures”, *American Economics Review Papers and Proceedings*, Volume 90, No.2, pp. 1-16.

- Sylla R. and J. Wallis** (1998) "The anatomy of sovereign debt crises: Lessons from the American state defaults of the 1840s", *Japan and the World Economy* 10, pp.267-293
- Thomadakis Stavros** (1993) "European Economic Integration, the Greek State, and the Challenges of the 1990's", στο Η. J. Psomiades και S. B. Thomadakis (επιμ.), *Greece, the New Europe and the Changing International Order*, Νέα Υόρκη: Pella Publishing Company, 1993, σ.351-378.
- Tobin, James** (1978) "A Proposal for International Monetary Reform." *Eastern Economic Journal* 4, pp. 153-159
- (1996) "A currency transactions tax, why and how" *Open Economies Review* vol. 7, issue 1, pp. 493-499
- (1999) "Financial Globalization: Can National Currencies Survive?" *Cowles Foundation paper NO. 985*, pp.63-75
- Tomita Toshiki** (2000) "The Mechanisms of 21st Century Type International Financial Crises", Nomura Research Institute, *NRI Papers, No. 10*, August 1
- Tyson Laura D'Andrea** (1986) "The Debt Crisis and Adjustment Responses in Eastern Europe: A Comparative Perspective" *International Organization*, Vol. 40, No. 2, Power, Purpose, and Collective Choice: Economic Strategy in Socialist States (Spring, 1986), pp. 239-285
- Ubide Angel** (2006) "Back to Basics: Demystifying Hedge Funds" *IMF Finance & Development*, Vol. 43, No. 2, June,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2006/06/basics.htm>
- Ugur M.** (2002) "Extensions on the Mundell-Fleming Model" in Ugur M.: *An Open Economy Macroeconomics Reader*, ed. by Mehmet Ugur, Routledge, New York 2002
- Uribe Martin** (1996) "The Tequila Effect: Theory and Evidence from Argentina" Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers No. 552*, June
- Vásquez Ian** (1996) "The Brady Plan and Market-Based Solutions To Debt Crises" *Cato Journal*, Vol.16 No.2, Fall, pp.233-243
- Wachtel Howard** (1990) *The Money Mandarins: The Making of a Supranational Economic Order*, revised edition by M.E. Sharpe Inc.
- Walker Christopher** (1998) "Contagion: How the Asian Crisis Spread" *Asian Development Bank, EDRC Briefing Notes No.3*, October

- Weller Christian** (1999) "Financial Crises after Financial Liberalization: Exceptional Circumstances or Structural Weakness?" *ZEI Working Paper Series B15*, Zentrum für Europäische Integrationsforschung, Center for European Integration Studies
- Wertman Patricia** (1984) "Finance and Adjustment: The International Debt Crisis, 1982-84" *Congressional Research Service Report No. 84-162*, September, 17
- Whalen Christopher** (2008) "The Subprime Crisis -- Cause, Effect and Consequences" Networks Financial Institute at Indiana University, *Policy Brief 2008-PB-04*, March
- Wijnbergen Van, Sweder** (1990) "Mexico's External Debt Restructuring in 1989/90", World Bank, *PRE Working Papers 424*, June, pp.1-21
- Wyplosz Charles** (1998) "Globalized Financial Markets and Financial Crises" *Conference on "Coping with Financial Crises in Developing and Transition Countries: Regulatory and Supervisory Challenges in a New Era of Global Finance"*, Amsterdam, March 16-17
- Young Alwyn** (1993) "Lessons from the East Asian NICs: A Contrarian View", *NBER Working Paper No. 4482*, October
- (1995) "The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Realities of the East Asian Growth Experience", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.110, No.3, pp. 641-680
- Zarazaga Carlos** (1995) "The Tequila Effect" Federal Reserve Bank of Dallas *Southwest Economy, Issue 2*, March/April

Τίτλο Διατριβής: ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ ΚΑΙ ΚΙΝΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΙΣ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΤΗΣ ΣΥΓΧΡΟΝΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗΣ

Όνοματεπώνυμο: ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΣ ΠΑΠΠΑΣ

Λέξεις κλειδιά: παγκοσμιοποίηση, κίνηση κεφαλαίων, χρηματοπιστωτικές κρίσεις, μακροοικονομικές ισορροπίες, οικονομική πολιτική, νομισματική πολιτική, δημοσιονομική πολιτική, χρηματοπιστωτικές αγορές, υποδείγματα κρίσεων, ελληνική οικονομία

Περίληψη: Η εποχή που αναδύθηκε μετά την κατάρρευση του συστήματος του Bretton-Woods, στις αρχές της δεκαετίας του '70, χαρακτηρίστηκε ως η εποχή της παγκοσμιοποίησης (the global era). Η νέα αυτή εποχή κυριαρχείται από τη διόγκωση και την ανεξέλεγκτη λειτουργία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου η οποία συνδέεται με σοβαρές χρηματοπιστωτικές κρίσεις τόσο σε εθνικό όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο. Η ανεμπόδιστη κίνηση του χρηματιστικού κεφαλαίου αδυνατίζει την προσπάθεια των εθνικών οικονομικών πολιτικών να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικά τις κρίσεις. Η αλληλοσύνδεση αυτών των τριών φαινομένων, της γιγάντωσης δηλαδή του χρηματιστικού κεφαλαίου, της συχνής εκδήλωσης χρηματοπιστωτικών κρίσεων και της αδυναμίας των εθνικών οικονομικών πολιτικών να δώσουν ώθηση στην οικονομία, αλλά και να αντιμετωπίσουν τις σύγχρονες κρίσεις, βρίσκεται στο επίκεντρο του ερευνητικού ενδιαφέροντος μας.

Στην παρούσα μελέτη παρουσιάζεται η ηγεμονία του χρηματιστικού κεφαλαίου και η διαχρονική πορεία κατά τη διάρκεια της οποίας διαμορφώθηκε η υπάρχουσα κατάσταση. Αναλύονται τα κυριότερα επιχειρήματα υπέρ του «ανοίγματος» των αγορών στο χρηματιστικό κεφάλαιο αλλά και η κριτική που έχει ασκηθεί στην σχετική επιχειρηματολογία. Όσον αφορά στις εθνικές οικονομικές πολιτικές διερευνάμε και πως αυτές επηρεάζονται από την σύγχρονη παγκοσμιοποίηση. Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις (κατηγορίες και υποδείγματα) αποτελούν σημαντικό ερευνητικό μας πεδίο. Παρουσιάζονται τα σημαντικότερα επεισόδια σύγχρονων χρηματοπιστωτικών κρίσεων («κρίση του χρέους» 1982, «κρίση της τεκίλα» 1994-95, κρίση στη Ν.Α. Ασία 1997-1998) τα οποία σε μεγάλο βαθμό οφείλονται στην κίνηση του χρηματιστικού κεφαλαίου και στις εγγενείς αδυναμίες των χρηματοπιστωτικών και χρηματιστηριακών αγορών. Η ελληνική οικονομία επιλέγεται ως μελέτη περίπτωσης βάσει της οποίας διερευνώνται διάφορες παράμετροι της κίνησης των κεφαλαίων, όπως η σύνδεση τους με τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις και με την μακροοικονομική μεταβλητότητα, ο ρόλος και η αποτελεσματικότητα των περιορισμών της κίνησης των κεφαλαίων, η συνεισφορά των εισροών κεφαλαίων στη μεγέθυνση της οικονομίας, η επιβολή μακροοικονομικής πειθαρχίας στα εθνικά κράτη.

Η έγκριση της διδακτορικής διατριβής από το Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων δεν υποδηλώνει απαραίτητα και αποδοχή της. (Ν.5343/1932 άρθρο 20, παρ. 2).

SUMMARY

The era emerged after the collapse of the Bretton Woods system, in the beginnings of the 70s, is characterized as the “global era”. One of the most important features of the “global era” is the opening of national financial markets and the liberalization of international capital flows. The absolute freedom of speculative short term capital (the so-called “hot money”) movements, are related to severe financial crises which hit national economies and destabilizing the global financial system. Globalization limits the ability of national governments to intervene efficiently to the economy in order the crisis to be overcome and the economy to be recovered. These three phenomena, the domination of financial capital onto the world economy, the outburst of financial crises and the dismantling of the state’s role, are placed in the core of our research.

The thesis is divided into three parts. The first part sets the theoretical background of the research presenting fundamental characteristics of globalization and capital mobility. The second part presents two of the main “side-effects” of globalization: i) The loss of some degree of the effectiveness of national economic policies (monetary, fiscal and exchange rate policy) and ii) The outburst of international financial crises. The third part is a case study which explores the pros and cons of capital flows within a small economy, such as Greece.

Keywords: globalization, capital mobility, financial crises, macroeconomic imbalances, economic policy, monetary policy, fiscal policy, financial markets, crises models, Greek economy

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η εποχή που αναδύθηκε μετά την κατάρρευση του συστήματος του Bretton-Woods, στις αρχές της δεκαετίας του '70, χαρακτηρίστηκε ως η εποχή της παγκοσμιοποίησης (the global era). Η νέα αυτή εποχή κυριαρχείται από τη διόγκωση και την ανεξέλεγκτη λειτουργία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου η οποία συνδέεται με σοβαρές χρηματοπιστωτικές κρίσεις τόσο σε εθνικό όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο. Η ανεμπόδιστη κίνηση του χρηματιστικού κεφαλαίου αδυνατίζει την προσπάθεια των εθνικών οικονομικών πολιτικών να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικά τις κρίσεις. Η αλληλοσύνδεση αυτών των τριών φαινομένων, της γιγάντωσης δηλαδή του χρηματιστικού κεφαλαίου, της συχνής εκδήλωσης χρηματοπιστωτικών κρίσεων και της αδυναμίας των εθνικών οικονομικών πολιτικών να δώσουν ώθηση στην οικονομία, αλλά και να αντιμετωπίσουν τις σύγχρονες κρίσεις, βρίσκεται στο επίκεντρο του ερευνητικού ενδιαφέροντος μας.

Στην παρούσα μελέτη παρουσιάζεται η ηγεμονία του χρηματιστικού κεφαλαίου και η διαχρονική πορεία κατά τη διάρκεια της οποίας διαμορφώθηκε η υπάρχουσα κατάσταση. Αναλύονται τα κυριότερα επιχειρήματα υπέρ του «ανοίγματος» των αγορών στο χρηματιστικό κεφάλαιο αλλά και η κριτική που έχει ασκηθεί στην σχετική επιχειρηματολογία. Όσον αφορά στις εθνικές οικονομικές πολιτικές διερευνάμε πως αυτές επηρεάζονται από την σύγχρονη παγκοσμιοποίηση. Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις (κατηγορίες και υποδείγματα) αποτελούν σημαντικό ερευνητικό μας πεδίο. Παρουσιάζονται τα σημαντικότερα επεισόδια σύγχρονων χρηματοπιστωτικών κρίσεων («κρίση του χρέους» 1982, «κρίση της τεκίλα» 1994-95, κρίση στη Ν.Α. Ασία 1997-1998) τα οποία σε μεγάλο βαθμό οφείλονται στην κίνηση του χρηματιστικού κεφαλαίου και στις εγγενείς αδυναμίες των χρηματοπιστωτικών και χρηματιστηριακών αγορών. Η ελληνική οικονομία επιλέγεται ως μελέτη περίπτωσης βάσει της οποίας διερευνώνται διάφορες παράμετροι της κίνησης των κεφαλαίων, όπως η σύνδεση τους με τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις και με την μακροοικονομική μεταβλητότητα, ο ρόλος και η αποτελεσματικότητα των περιορισμών της κίνησης των κεφαλαίων, η συνεισφορά των εισροών κεφαλαίων στη μεγέθυνση της οικονομίας, η επιβολή μακροοικονομικής πειθαρχίας στα εθνικά κράτη.

Λέξεις κλειδιά: παγκοσμιοποίηση, κίνηση κεφαλαίων, χρηματοπιστωτικές κρίσεις, μακροοικονομικές ισορροπίες, οικονομική πολιτική, νομισματική πολιτική, δημοσιονομική πολιτική, χρηματοπιστωτικές αγορές, υποδείγματα κρίσεων, ελληνική οικονομία

SUMMARY

The era emerged after the collapse of the Bretton Woods system, in the beginnings of the 70s, is characterized as the “global era”. One of the most important features of the “global era” is the opening of national financial markets and the liberalization of international capital flows. The absolute freedom of speculative short term capital (the so-called “hot money”) movements, are related to severe financial crises which hit national economies and destabilizing the global financial system. Globalization limits the ability of national governments to intervene efficiently to the economy in order the crisis to be overcome and the economy to be recovered. These three phenomena, the domination of financial capital onto the world economy, the outburst of financial crises and the dismantling of the state’s role, are placed in the core of our research.

The thesis is divided into three parts. The first part sets the theoretical background of the research presenting fundamental characteristics of globalization and capital mobility. The second part presents two of the main “side-effects” of globalization: i) The loss of some degree of the effectiveness of national economic policies (monetary, fiscal and exchange rate policy) and ii) The outburst of international financial crises. The third part is a case study which explores the pros and cons of capital flows within a small economy, such as Greece.

Keywords: globalization, capital mobility, financial crises, macroeconomic imbalances, economic policy, monetary policy, fiscal policy, financial markets, crises models, Greek economy