

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

**Διατμηματικό Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στη
Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη Επιχειρήσεων
Executive MBA**

Διπλωματική Εργασία του Γλαρούδη Παναγιώτη

Θέμα: «Διεθνείς Συναλλαγματικές Κρίσεις»

**Θεωρία, Εμπειρία και Διδάγματα – Η Περίπτωση
του Βουλγαρικού Lev**

Επιβλέπων Καθηγητής: Μουρμούρας Ιωάννης

Θεσσαλονίκη, Ιανουάριος 2005

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
1. ΚΑΤΑΡΡΕΥΣΗ ΤΩΝ ΣΤΑΘΕΡΩΝ ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ	4
1.1 Αποτελέσματα των λειτουργιών ανοιχτής αγοράς με καθεστώτα κυμαινόμενων και σταθερών ισοτιμιών	4
1.2 Συνδυασμένος καθορισμός επιτοκίου και ισοτιμίας στις αγορές χρήματος και συναλλάγματος με κυμαινόμενες ισοτιμίες	6
1.3 Αποτέλεσμα του οικονομικού σοκ στην ισοτιμία με καθεστώς σταθερών ισοτιμιών	11
1.4 Αποστειρωμένη και μη αποστειρωμένη παρέμβαση στη συναλλαγματική ισοτιμία	14
1.5 Λόγοι επιλογής και αιτίες κατάρρευσης της σταθερής ισοτιμίας	15
1.6 Επιλογή καθεστώτος συναλλαγματικής ισοτιμίας και άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν τις ισοτιμίες	20
1.7 Εισαγωγή στη μεταδοτικότητα των νομισματικών κρίσεων	23
2. ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΛΕΤΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ	25
2.1 Η κατάρρευση της σταθερής ισοτιμίας στο Μεξικό το 1982	25
2.2 Η κρίση του Μεξικάνικου peso του 1994-95	27
2.3 Η νομισματική κρίση της Σιγκαπούρης του 1997-98	36
2.4 Η Ασιατική νομισματική κρίση του 1997-98	51
2.5 Η Ρωσική νομισματική κρίση του 1998	62
2.6 Η νομισματική κρίση της Αργεντινής του 2001	72
3. ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ – ΑΙΤΙΕΣ, ΛΟΓΟΙ ΜΕΤΑΔΟΣΗΣ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ	81
3.1 Εισαγωγή	81
3.2 Μοντέλα νομισματικών κρίσεων πρώτης γενιάς (first generation models) - Μοντέλα κερδοσκοπικών επιθέσεων (speculative attack models)	83
3.3 Μοντέλα νομισματικών κρίσεων δεύτερης γενιάς (second generation models) – Μοντέλα με ρήτρα εξόδου (exit clause models)	88
3.4 Μοντέλα νομισματικών κρίσεων τρίτης γενιάς (third generation models)	93
3.5 Άλλες ερμηνείες για τις αιτίες των νομισματικών κρίσεων	94

3.6	Εμπειρικά μοντέλα νομισματικών κρίσεων	97
3.7	Το μοντέλο των Sachs, Tornell και Velasco για τη μεταδοτικότητα των νομισματικών κρίσεων	100
3.8	Άλλα μοντέλα και εμπειρικές μελέτες για τις αιτίες και τη μετάδοση των νομισματικών κρίσεων	104
4.	CASE STUDY: ΕΙΝΑΙ ΠΙΘΑΝΗ ΜΙΑ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ LEM ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΕΙΣΟΔΟ ΤΗΣ ΒΟΥΛΓΑΡΙΑΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΤΟ 2009;	110
4.1	Εισαγωγή στην πορεία σύγκλισης των χωρών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης και τις οικονομικές επιδόσεις και προοπτικές της Βουλγαρίας	110
4.2	Η οικονομική κρίση του 1996-97, το Συναλλαγματικό Συμβούλιο και η σταθερή ισοτιμία	116
4.3	Πρόβλεψη υποτίμησης του Lem κατά την ενταξιακή πορεία της χώρας προς τη Ζώνη του ευρώ	124
4.4	Εναλλακτική προσέγγιση πρόβλεψης των συναλλαγματικών κρίσεων	131
	REFERENCES	141

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι μεγάλες μεταστροφές (κάμψεις) στο εισόδημα μιας χώρας αποτελούν το κύριο χαρακτηριστικό των οικονομικών κρίσεων. Οι W. Easterly, R. Islam και J. Stiglitz (2000) παρατήρησαν εύγλωττα ότι "... Crises have been a constant of market capitalism – from the bursting of the British South Sea bubble and the French Mississippi bubble in 1720 (which at least one economic historian claims delayed the industrial revolution by 50 years), to the depressions of the 1870s and 1930s in the industrial economies, to the debt crises of the middle-income Latin American countries and low-income African countries in the 1980s, the collapse of output in the formerly socialist economies in the 1990s, and the East Asian financial crisis in 1997-98 ..." (Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility, Annual World Bank Conference on Development Economics 2000, Washington D.C.).

Το βασικό κίνητρο για την εκπόνηση αυτής της εργασίας ήταν ο εκπληκτικά μεγάλος αριθμός των συναλλαγματικών κρίσεων διεθνώς (υποτίμηση του νομίσματος μιας χώρας σε ασυνήθιστα μεγάλο βαθμό και σε πολύ μικρό χρονικό διάστημα). Μόνο κατά την περίοδο 1970-96, υπολογίζεται ότι σημειώθηκαν περισσότερες από 160 συναλλαγματικές κρίσεις στην παγκόσμια οικονομία, με τεράστιες οικονομικές και πολιτικές επιπτώσεις. Παρά το γεγονός ότι κάθε μέρα που περνάει κατανοούμε καλύτερα τις αιτίες που τις προκαλούν, νέα και πρωτοεμφανιζόμενα επεισόδια κρίσεων επιδεικνύουν διαφορετικά χαρακτηριστικά και αναγκάζουν έτσι τα θεωρητικά και εμπειρικά μοντέλα νομισματικών κρίσεων να βελτιώνονται σε συνεχή βάση. Ενώ τα θεωρητικά μοντέλα αναλύουν τις αιτίες που προκαλούν τις συναλλαγματικές κρίσεις και τους μηχανισμούς που αναπτύσσονται στις οικονομίες των χωρών πριν και κατά τη διάρκεια της κρίσης, κάποια από τα εμπειρικά μοντέλα εισάγουν την έννοια του χρόνου προσβολής (όπως η προσέγγιση της έγκαιρης ανίχνευσης κρίσης των Kaminsky, Lizondo και Reinhart), ενώ άλλα εστιάζουν στην ανάγκη καλύτερης κατανόησης των γενικών χαρακτηριστικών αυτών των κρίσεων (όπως οι προσπάθειες των Frankel και Rose, των Sachs, Tornell και Velasco και του Weber). Η Ασιατική κρίση του 1997-98 αποτέλεσε ένα μελανό σημείο στη διεθνή βιβλιογραφία και έρευνα, όχι μόνο λόγω της έλλειψης επαρκών θεωρητικών μοντέλων ικανών να εξηγήσουν την αιτία που την προκάλεσε, αλλά και εξαιτίας της αποτυχίας των εμπειρικών μοντέλων να την προβλέψουν.

Μία μεθοδολογία που ασχολείται με την πρόβλεψη των συναλλαγματικών κρίσεων, θα πρέπει να είναι ικανή να προβλέπει μελλοντικές τιμές εκτός της βάσης των δεδομένων της (την οποία επεξεργάζεται στατιστικά και με βάση τα οικονομετρικά μοντέλα). Διαφορετικά ο ερευνητής ματαιοπονεί, γιατί εμπίπτει στο γνωστό μαθηματικό παράδοξο του Russell: Υπάρχει το σύνολο A που ορίζεται ως $A = \{x \in A: x \notin A\}$; Η απάντηση βέβαια είναι απλή και για τις δύο περιπτώσεις: στα διακριτά μαθηματικά ο παραπάνω ορισμός του συνόλου δεν είναι αποδεκτός, ενώ ο ερευνητής μας στην καλύτερη περίπτωση θα αποκτήσει μια πιο καθαρή αντίληψη για την υπό εξέταση συναλλαγματική κρίση, ωστόσο η πρόβλεψή του για την επόμενη κρίση θα είναι επισφαλής. Φυσικά αυτή η παρατήρηση καθόλου δε στερεί την αξία (ή υπαινίσσεται αρνητικά για τη συνεισφορά) σπουδαίων θεωρητικών και εμπειρικών μοντέλων στην κατανόηση των κρίσεων. Υπογραμμίζουμε απλώς ότι οι περισσότερες μέθοδοι πρόβλεψης δεν είναι ακόμη επιστημονικά ισχυρές ή διαθέτουν περιορισμένη εμβέλεια.

Η παρούσα εργασία ξεδιπλώνεται σε δύο βασικούς άξονες:

1^{ος} Άξονας: Αρχικά αναπτύσσεται το απαραίτητο θεωρητικό υπόβαθρο για την κατανόηση του τρόπου λειτουργίας μιας συναλλαγματικής κρίσης, των αλληλεπιδράσεων που λαμβάνουν χώρα στο οικονομικό σύστημα της χώρας όπου αυτή εμφανίζεται και ερμηνεύεται η κατάρρευση των σταθερών ισοτιμιών. Με βάση τα παραπάνω, επιχειρείται μια αναλυτική και κριτική προσέγγιση, τόσο σε συγκεκριμένα επεισόδια κρίσεων της τελευταίας εικοσαετίας (από την κρίση του Μεξικού του 1982 έως τη νομισματική κρίση της Αργεντινής του 2001), όσα και στα θεωρητικά και εμπειρικά διαθέσιμα εργαλεία. Η αντιπαραβολή με τα ευρήματα της σύγχρονης έρευνας θεωρήθηκε συμβολή ουσιαστικής σημασίας για την κατανόηση των κρίσεων και τον πλουραλισμό των απόψεων.

2^{ος} Άξονας: Εξετάζεται η οικονομική κατάσταση στις χώρες της Βαλκανικής χερσονήσου και ειδικότερα στη Βουλγαρία. Στη συνέχεια και με αφετηρία τον προηγούμενο άξονα, προβαίνουμε στην κατάρτιση πρόβλεψης για την πιθανότητα υποτίμησης του Βουλγαρικού lev , κατά τη μετάβαση της χώρας στη Ζώνη του ευρώ.

Οι εκτιμήσεις μας είναι ότι η προστιθέμενη αξία της διπλωματικής εργασίας έγκειται στο παρακάτω τετράπτυχο:

- Παρέχει μία συγκεντρωτική και κριτική παρουσίαση της κλασικής και πρόσφατης βιβλιογραφίας και έρευνας για τις αιτίες των νομισματικών κρίσεων, τους μηχανισμούς με τους οποίους αυτές μεταδίδονται από χώρα σε χώρα και των μοντέλων που τις περιγράφουν εμπειρικά
- Τα εξαγόμενα θεωρητικά και εμπειρικά συμπεράσματα και διδάγματα οικονομικής πολιτικής (από τα μοντέλα που περιγράφονται και τα ιστορικά επεισόδια κρίσεων σε συγκεκριμένες χώρες ή ευρύτερες περιοχές), εκτός από την ειδικότερη έχουν και γενικότερη ισχύ
- Με βάση το θεωρητικό και εμπειρικό υπόβαθρο, καταρτίζουμε μια πρόβλεψη για τη δυνατότητα και την πιθανότητα μελλοντικής υποτίμησης του Βουλγαρικού lev
- Απέναντι στη σχετική αποτυχία των υφιστάμενων εμπειρικών μελετών και των μοντέλων έγκαιρης προειδοποίησης που έχουν χρησιμοποιηθεί διεθνώς για την πρόβλεψη μελλοντικών κρίσεων, υποδεικνύει μια νέα εναλλακτική προσέγγιση για περαιτέρω έρευνα που εκτιμούμε ότι μπορεί να δώσει καλύτερα αποτελέσματα

Αισθάνομαι επιτακτική την ανάγκη να ευχαριστήσω θερμά τον καθηγητή του Οικονομικού Τμήματος του Πανεπιστημίου Μακεδονίας, κ^ο Ιωάννη Μουρμούρα, για τα εποικοδομητικά σχόλια, τη δημιουργική κριτική, την αμέριστη συμπαράσταση και όλη την επισταμένη καθοδήγηση, κατά τη διάρκεια της εκπόνησης της εργασίας αυτής.

Παναγιώτης Γλαρούδης
Ιανουάριος 2005, Θεσσαλονίκη

1. ΚΑΤΑΡΡΕΥΣΗ ΤΩΝ ΣΤΑΘΕΡΩΝ ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ

1.1 Αποτελέσματα των λειτουργιών ανοιχτής αγοράς με καθεστώς κυμαινόμενων και σταθερών ισοτιμιών

Η υπόθεση της ανοιχτής αγοράς σε μια κλειστή οικονομία (όπου η Κεντρική τράπεζα ελέγχει την προσφορά χρήματος και τα επιτόκια) έχει πολύ διαφορετικά αποτελέσματα στην περίπτωση μιας **ανοιχτής οικονομίας** με καθεστώς κυμαινόμενων (flexible) ή σταθερών (fixed) ισοτιμιών. Υποθέτουμε ότι η Κεντρική Τράπεζα αγοράζει εγχώρια κρατικά ομόλογα σε συναλλαγματικό καθεστώς κυμαινόμενης ισοτιμίας. Καθώς η Κεντρική Τράπεζα δεν παρεμβαίνει στις πιέσεις για ένα πιο αδύναμο νόμισμα, η αύξηση στην προσφορά χρήματος (money demand ή MD) θα προκαλέσει μείωση του εγχώριου επιτοκίου (domestic interest rate). Οι επενδυτές θα θελήσουν να μειώσουν τις θέσεις τους σε εγχώρια ομόλογα και να τις αυξήσουν σε ομόλογα της αλλοδαπής, που έχουν καλύτερες αποδόσεις. Αυτό θα το καταφέρουν πουλώντας εγχώριο νόμισμα έναντι συναλλάγματος, γεγονός που θα οδηγήσει το εγχώριο νόμισμα σε διολίσθηση (devaluation). Κατά συνέπεια, με κυμαινόμενες ισοτιμίες το αποτέλεσμα της αγοράς ομολόγων από την Κεντρική Τράπεζα είναι το ίδιο σε κλειστή και ανοιχτή οικονομία: η προσφορά χρήματος αυξάνεται και τα επιτόκια μειώνονται. Στην περίπτωση των κυμαινόμενων ισοτιμιών λέμε ότι η νομισματική πολιτική είναι αποτελεσματική (effective). Με σταθερές ισοτιμίες αντίθετα, η προσπάθεια της Κεντρικής Τράπεζας να αυξήσει την προσφορά χρήματος αγοράζοντας ομόλογα θα είναι μη αποτελεσματική (ineffective). Κι αυτό διότι η προσφορά χρήματος (money supply ή MS) είναι καθορισμένη μονοσήμαντα και δεν υπόκειται σε εξωγενείς παρεμβάσεις της Κεντρικής Τράπεζας. Σε συνθήκες ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων (perfect capital mobility) ισχύει η **Συνθήκη του Ακάλυπτου Αρμπιτράζ Επιτοκίων** (Uncovered Interest Rate Parity Condition ή UIPC), σύμφωνα με την οποία το εγχώριο επιτόκιο ισούται με το επιτόκιο της αλλοδαπής, συν την αναμενόμενη υποτίμηση (expected depreciation) του εγχώριου νομίσματος, δηλαδή:

$$i = i^* + dS / S \quad (1)$$

Η ισοτιμία όμως δεν επιτρέπεται να αλλάξει (εξ' ορισμού $dS/S=0$), επομένως το ονομαστικό επιτόκιο μιας μικρής ανοιχτής οικονομίας πρέπει να είναι πάντα ίσο με

αυτό της αλλοδαπής ($i=i^*$), διαφορετικά κανείς δεν θα ήθελε να έχει στην κατοχή του εγχώρια ομόλογα. Αυτή η ισότητα των επιτοκίων επηρεάζει την ισορροπία της εγχώριας αγοράς χρήματος. Με την υπόθεση ότι σε βραχυπρόθεσμους όρους το εγχώριο προϊόν και το εγχώριο επίπεδο των τιμών είναι σταθερά, η ισορροπία στην αγορά χρήματος υπαγορεύει την ισότητα ανάμεσα στην πραγματική ζήτηση και την πραγματική προσφορά, δηλαδή:

$$MD / P = L(Y, i) = L(Y, i^*) = MS / P, \text{ ή αλλιώς } M = P L(Y, i^*) \quad (2)$$

Εφόσον τα P , Y και i^* καθορίζονται εξωγενώς στις σταθερές ισοτιμίες, η τιμή ισορροπίας στην προσφορά χρήματος MS καθορίζεται από τις υπόλοιπες μεταβλητές και δεν ελέγχεται από την Κεντρική Τράπεζα, η οποία σε τυχόν προσπάθειά της να αυξήσει την προσφορά χρήματος αγοράζοντας εγχώρια ομόλογα θα προκαλέσει μείωση στα συναλλαγματικά της αποθέματα (foreign reserves) που θα επαναφέρουν την προσφορά χρήματος στο αρχικό της επίπεδο. Πράγματι, η αύξηση στην προσφορά χρήματος θα προκαλέσει μείωση στα εγχώρια επιτόκια, με συνέπεια οι επενδυτές να θέλουν να πουλήσουν τα χαμηλότερης απόδοσης εγχώρια ομόλογα έναντι των ξένων ομολόγων υψηλότερης απόδοσης και αυτό θα το κάνουν αγοράζοντας ξένο νόμισμα. Οι κεφαλαιακές εκροές θα πιέσουν την εγχώρια ισοτιμία την οποία θα υπερασπιστεί η Κεντρική Τράπεζα (πουλώντας συνάλλαγμα έναντι εγχώριου νομίσματος για να καλύψει τη ζήτηση), μειώνοντας τα συναλλαγματικά της αποθέματα κατά ποσό ίσο με εκείνο της αρχικής αγοράς ομολόγων από μέρους της που προκάλεσε την υπερβάλλουσα προσφορά χρήματος και την πίεση στα εγχώρια επιτόκια. Με τον τρόπο αυτό η προσφορά χρήματος θα μειωθεί στο αρχικό της επίπεδο, τα επιτόκια θα ανέβουν στο επίπεδο της αλλοδαπής και η πίεση στα συναλλαγματικά αποθέματα θα εξαλειφθεί. Το μοναδικό αποτέλεσμα θα είναι στο Ενεργητικό της Κεντρικής Τράπεζας, που τώρα θα έχει περισσότερα εγχώρια ομόλογα και λιγότερα συναλλαγματικά διαθέσιμα. Συνεπώς η Κεντρική Τράπεζα δεν διαθέτει νομισματική αυτονομία στον καθορισμό της προσφοράς χρήματος και των εγχώριων επιτοκίων (monetary policy is ineffective).

Δύο φαίνεται να είναι οι βασικοί λόγοι που κάποιες χώρες επιλέγουν καθεστώς σταθερών ισοτιμιών: α) Στην περίπτωση που η υποτίμηση της ισοτιμίας αποτελεί εξωγενή λόγο αύξησης του εγχώριου πληθωρισμού (οι τιμές των ξένων προϊόντων ανεβαίνουν), με σταθερές ισοτιμίες η χώρα μπορεί να επιτύχει εγχώριο πληθωρισμό κοντά σε εκείνον της αλλοδαπής όπως υποδεικνύει και η **Θεωρία Ισοδυναμίας της Αγοραστικής Δύναμης** (Purchasing Power Parity ή PPP) στη σχετική μορφή της,

σύμφωνα με την οποία ο εγχώριος πληθωρισμός ισούται με εκείνον στην αλλοδαπή συν το ποσοστό υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος (μηδέν για την περίπτωση μας) και β) Πολλές χώρες θα ήθελαν να χρηματοδοτήσουν τα μεγάλα ελλείμματα του προϋπολογισμού τους τυπώνοντας νέο χρήμα και όχι εκδίδοντας ομόλογα, προκαλώντας έτσι πληθωριστικές πιέσεις και τάση για υποτίμηση. Αυτά όμως πρέπει να αποφευχθούν στις σταθερές ισοτιμίες, επομένως δεν εκτυπώνεται νέο χρήμα ως μέσο χρηματοδότησης των ελλειμμάτων (αφού θα προκαλέσει συνεχή μείωση των συναλλαγματικών αποθεμάτων) και προτιμάται η έκδοση ομολόγων. Επιπλέον τα «χαμένα» έσοδα από φόρους (στην περίπτωση που θα αυξάνονταν ο πληθωρισμός), θα αναγκάσουν την κυβέρνηση να μειώσει το έλλειμμα μέσω αύξησης της φορολογίας και μείωσης των κυβερνητικών δαπανών. Συνεπώς η νομισματική πειθαρχία που συναρτάται με τις σταθερές ισοτιμίες μπορεί να οδηγήσει και σε δημοσιονομική πειθαρχία. Γενικότερα η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική δημιουργεί πλεόνασμα στο ισοζύγιο πληρωμών (επομένως πίεση για ανατίμηση) και αναγκάζει την Κεντρική τράπεζα να παρέμβει αγοράζοντας συνάλλαγμα και αυξάνοντας έτσι την ποσότητα χρήματος σε κυκλοφορία. Στο νέο σημείο ισορροπίας αντιστοιχεί μεγαλύτερο εισόδημα, δηλαδή η δημοσιονομική πολιτική είναι αποτελεσματική στις σταθερές ισοτιμίες. Αντίθετα, στις κυμαινόμενες ισοτιμίες η δημοσιονομική πολιτική είναι αναποτελεσματική, αφού μια επεκτατική πολιτική δημιουργεί πλεόνασμα του ισοζυγίου πληρωμών, άρα ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος και επιστροφή στο προηγούμενο σημείο ισορροπίας.

1.2 Συνδυασμένος καθορισμός επιτοκίου και ισοτιμίας στις αγορές χρήματος και συναλλάγματος με κυμαινόμενες ισοτιμίες

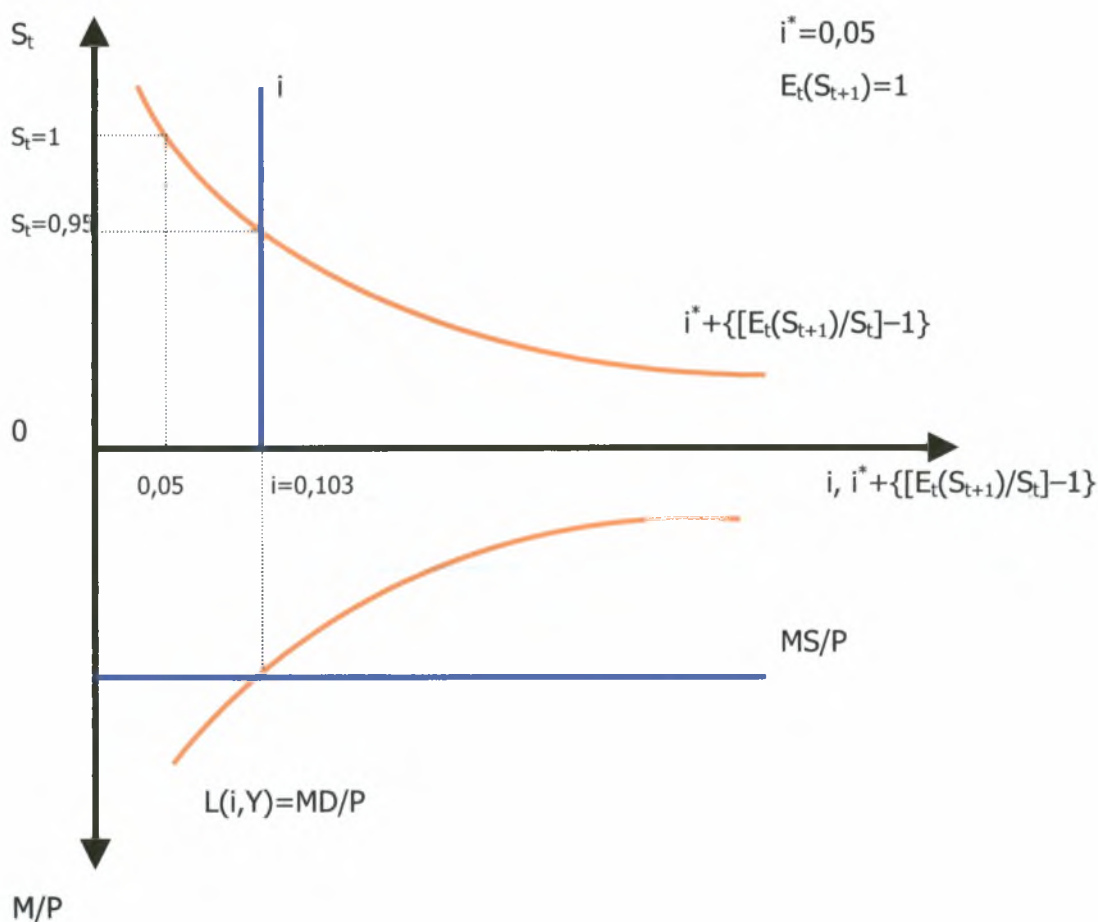
Είδαμε ότι στην αγορά χρήματος η συνθήκη ισορροπίας προκύπτει από την ισότητα ανάμεσα στην πραγματική προσφορά και ζήτηση χρήματος. Το σημείο ισορροπίας (equilibrium) στην αγορά συναλλάγματος δίνεται από τη συνθήκη του Ακάλυπτου Αρμπιτράζ Επιτοκίων:

$$i = i^* + \{[E_t(S_{t+1}) / S_t] - 1\} \quad (3)$$

Η παραπάνω εξίσωση υπονοεί ότι η απόδοση των εγχώριων ομολόγων πρέπει να είναι ίση με τη συνολική απόδοση των ομολόγων της αλλοδαπής, δηλαδή με το άθροισμα της απόδοσης των ομολόγων της αλλοδαπής συν το προσδοκώμενο ποσοστό υποτίμησης (ανατίμησης) του εγχώριου νομίσματος. Για παράδειγμα αν το επιτόκιο

της αλλοδαπής είναι 5% και οι επενδυτές προσδοκούν υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος κατά 2%, η συνολική απόδοση των ομολόγων της αλλοδαπής θα είναι 7% (το επιτόκιο 5% συν την υπεραξία του 2% που παράγεται επειδή κρατούν ένα πιο ανατιμημένο νόμισμα). Μπορούμε να τοποθετήσουμε το δεξί μέλος της παραπάνω εξίσωσης σε διάγραμμα, με τον οριζόντιο άξονα να απεικονίζει τη συνολική απόδοση αλλοδαπών περιουσιακών στοιχείων (assets) και τον κάθετο άξονα το τρέχον επίπεδο της ισοτιμίας (S_t). Έστω ότι η σημερινή προσδοκία για τη μελλοντική ισοτιμία $E_t(S_{t+1})$ είναι ίση με τη σημερινή ισοτιμία, δηλαδή $E_t(S_{t+1})=S_t$. Τότε αν η σημερινή ισοτιμία ισούται επίσης με 1, η συνολική απόδοση αλλοδαπών assets είναι ίση με i^* , ας πούμε 5%. Υποθέτουμε τώρα ότι η προσδοκώμενη μελλοντική ισοτιμία παραμένει ίση με 1, ενώ η σημερινή spot ισοτιμία ανατιμάται σε σχέση με πριν, ας πούμε ότι γίνεται ίση με 0,95. Τότε η προσδοκώμενη υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος $[E_t(S_{t+1}) - S_t]/S_t$ ισούται με 5,3% ($[1-0,95]/0,95$) και η συνολική απόδοση ξένων assets είναι τώρα μεγαλύτερη, ίση με 10,3% ($5\%+5.3\%$). Γενικά η σχέση ανάμεσα στη συνολική απόδοση των αλλοδαπών assets και την τρέχουσα ισοτιμία είναι αρνητική, επειδή για δεδομένη προσδοκώμενη μελλοντική ισοτιμία μια πιο ανατιμημένη τρέχουσα spot ισοτιμία (μικρότερο S) συνεπάγεται μεγαλύτερη αναμενόμενη υποτίμηση και συνεπώς μεγαλύτερη απόδοση των ξένων assets. Η εξίσωση (3) μας λέει επίσης ότι αν γνωρίζουμε την τιμή του εγχώριου και ξένου επιτοκίου και την τιμή της προσδοκώμενης μελλοντικής ισοτιμίας, μπορούμε να προσδιορίσουμε τη βραχυχρόνια spot ισοτιμία ισορροπίας. Αυτό το πετυχαίνουμε τοποθετώντας στο ίδιο σύστημα αξόνων την εξίσωση της πραγματικής προσφοράς χρήματος $MS/P = L(Y, I)$ που καθορίζει το εγχώριο επιτόκιο, με την παραπάνω εξίσωση ισορροπίας στην αγορά συναλλάγματος (3). Ο συνδυασμός των δύο σημείων ισορροπίας παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 1. Το κάτω μέρος του διαγράμματος παριστάνει τον καθορισμό του ονομαστικού επιτοκίου στην αγορά χρήματος (οι καμπύλες της πραγματικής προσφοράς και ζήτησης χρήματος με περιστροφή κατά 90°). Δεδομένης της εξωγενούς πραγματικής προσφοράς χρήματος, η καμπύλη της πραγματικής ζήτησης χρήματος καθορίζει το εγχώριο επιτόκιο στο οποίο η αγορά χρήματος ισορροπεί. Έχοντας βρει το εγχώριο επιτόκιο ισορροπίας, χρησιμοποιούμε την εξίσωση (3) που παρέχει το ακάλυπτο αρμπιτράζ επιτοκίων και παριστάνεται στο άνω μέρος του Διαγράμματος 1 για να βρούμε τη spot ισοτιμία ισορροπίας S^* , που είναι η τιμή της σημερινής ισοτιμίας στην οποία η απόδοση των εγχώριων assets εξισώνεται με τη συνολική απόδοση των αλλοδαπών. Δεδομένων των i , i^* και $E_t(S_{t+1})$ η τιμή αυτή για την S_t καθορίζεται μοναδικά. Υποθέτουμε λοιπόν ότι για δεδομένη προσφορά και

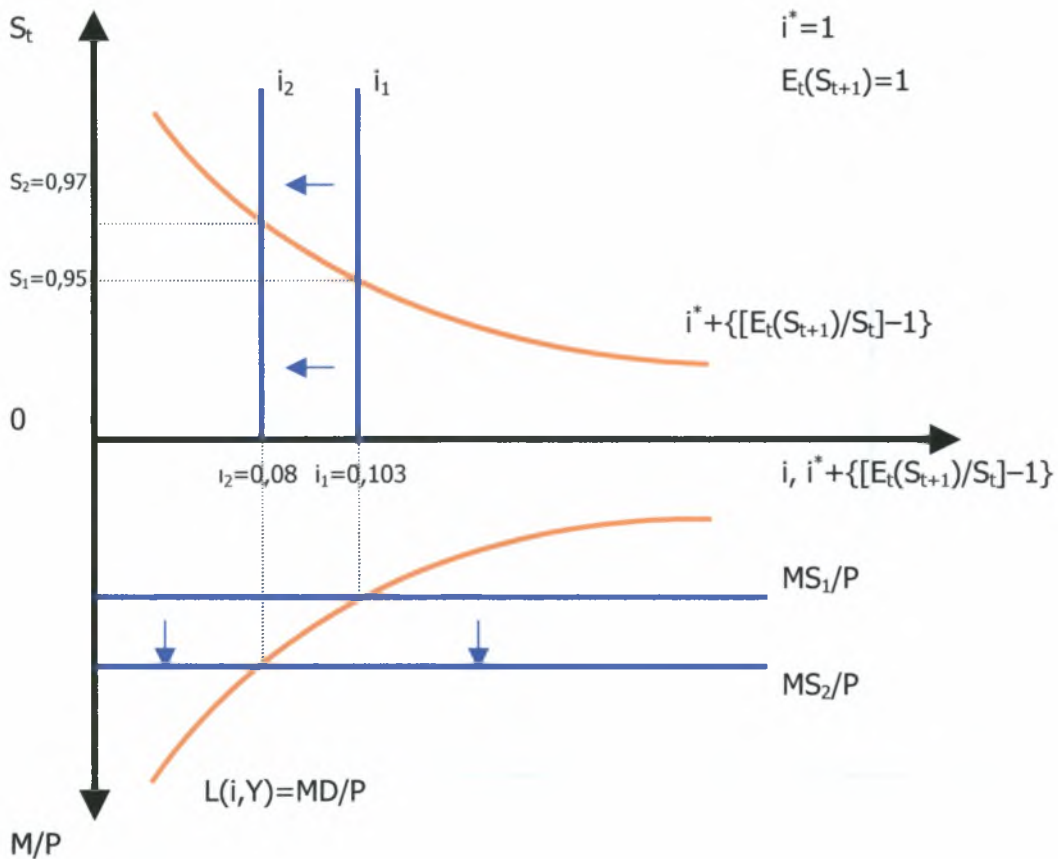
ζήτηση χρήματος το εγχώριο επιτόκιο ισορροπίας είναι 10,3%. Τότε, η τιμή της S_t που εξισώνει την απόδοση των εγχώριων assets (10,3%) με τη συνολική απόδοση των αλλοδαπών ισούται με 0,95 και παρέχεται βρίσκοντας την τιμή της S στην οποία η καμπύλη $i^* + \{[E_t(S_{t+1})/S_t] - 1\}$ συναντά την κάθετη γραμμή που παριστάνει το εγχώριο επιτόκιο ισορροπίας, όπως φαίνεται στο επόμενο διάγραμμα:



Διάγραμμα 1

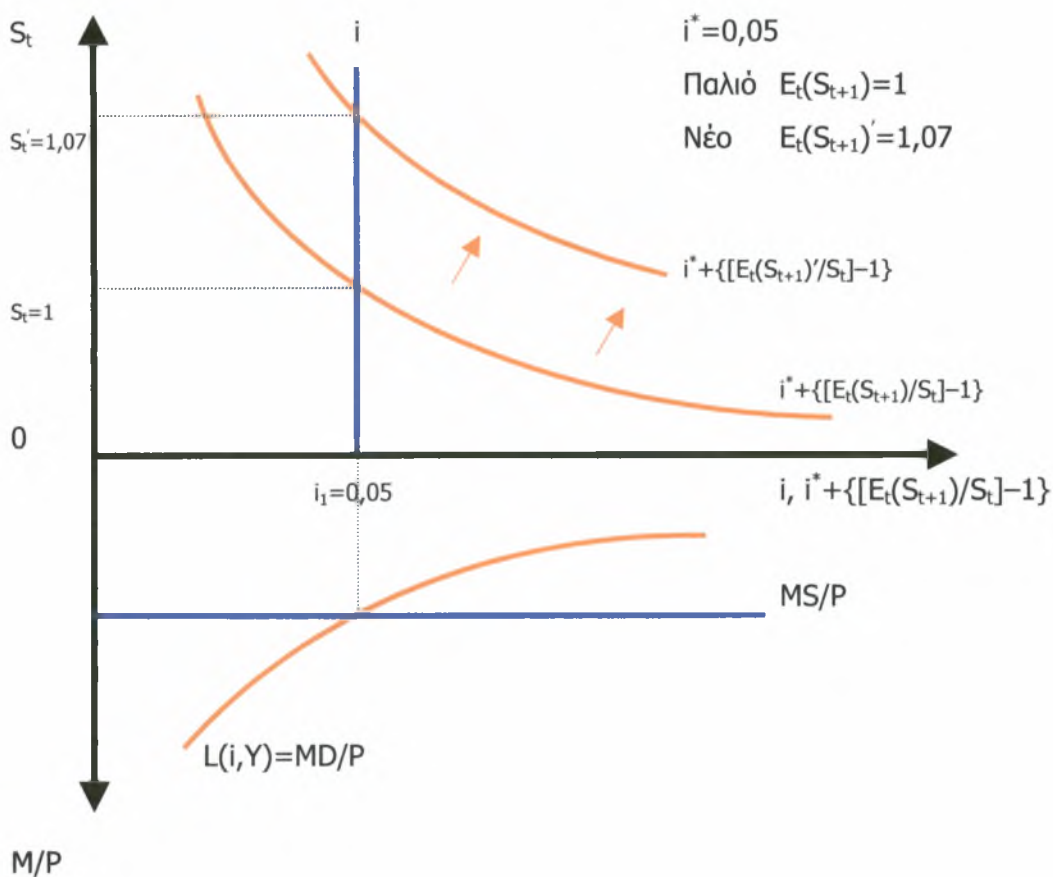
Θα δούμε τώρα τα αποτελέσματα που επιφέρει στην ισοτιμία μία αλλαγή στην εγχώρια νομισματική πολιτική. Υποθέτουμε ότι η εγχώρια προσφορά χρήματος αυξάνεται (πάντοτε με την υπόθεση ανοιχτής αγοράς) από το MS_1 στο MS_2 . Η ισορροπία στην αγορά χρήματος απαιτεί πτώση του εγχώριου επιτοκίου ισορροπίας από την αρχική τιμή του, ας πούμε $i_1 = 10,3\%$, στην τιμή $i_2 = 8\%$. Στο Διάγραμμα 2 φαίνεται ότι αυτό το νομισματικό σοκ θα προκαλέσει διολίσθηση του εγχώριου νομίσματος από την αρχική τιμή ισοτιμίας $S_1 = 0,95$, στην τιμή $S_2 = 0,97$. Πράγματι, στην προηγούμενη (του σοκ) τιμή της ισοτιμίας, η πτώση του εγχώριου επιτοκίου οδήγησε αρχικά σε χαμηλότερη απόδοση των εγχώριων assets σε σχέση με τα ξένα.

Οι εκροές κεφαλαίων που ακολούθησαν προκάλεσαν τη διολίσθηση του εγχώριου νομίσματος. Συνεπώς η νομισματική επέκταση που οδηγεί σε πτώση τα εγχώρια επιτόκια προκαλεί διολίσθηση του νομίσματος:



Διάγραμμα 2

Θα δούμε στη συνέχεια τα αποτελέσματα που προκαλούν άλλα οικονομικά σοκ στην ισοτιμία. Ας υποθέσουμε ότι για κάποιο λόγο (σοκ) οι επενδυτές αναμένουν διολίσθηση του εγχώριου νομίσματος στο μέλλον, ότι πριν το σοκ οι παραγγελιοδόχοι (agents) δεν προσδοκούσαν καμία μελλοντική αλλαγή (δηλαδή πριν $E_t(S_{t+1}) = S_t$) και ότι η σημερινή και προσδοκώμενη ισοτιμία ήταν ίσες με 1. Μετά το σοκ ας πούμε ότι $E_t(S_{t+1}) = 1,07 > 1$, επομένως τώρα οι επενδυτές αναμένουν διολίσθηση κατά 7%. Στο Διάγραμμα 3 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα αυτής της αλλαγής των προσδοκιών. Το σοκ στις προσδοκίες προκαλεί μετακίνηση της καμπύλης που παριστάνει τη συναγωγική απόδοση των αλλοδαπών assets προς τα δεξιά. Πριν είχαμε ισότητα επιτοκίων ($i = i^* = 5\%$ έστω). Η αλλαγή στις προσδοκίες για τη μελλοντική ισοτιμία (από το 1 στο 1,07) οδηγεί σε άμεση αύξηση της τιμής της ισοτιμίας σε χρόνο t , δηλαδή σε διολίσθηση του εγχώριου νομίσματος.



Διάγραμμα 3

Ο μηχανισμός είναι ο εξής: τη στιγμή του σοκ η αρχική ισοτιμία εξακολουθεί να είναι ίση με 1, ωστόσο η προσδοκώμενη συνολική απόδοση των ξένων assets αυξάνεται τώρα από 5% σε 12% (συν την αναμενόμενη υποτίμηση). Οι επενδυτές πουλούν εγχώρια assets και νόμισμα, για να αγοράσουν τα υψηλότερης απόδοσης ξένα assets. Η εκροή κεφαλαίων οδηγεί σε ακαριαία διολίσθηση του εγχώριου νομίσματος κατά 7%. Όταν η ισοτιμία αυξάνεται στο 1,07, η ισορροπία στην αγορά συναλλάγματος αποκαθίσταται και στη νέα ισορροπία έχουμε: $E_t(S_{t+1})=S_t=1,07$ και $i=i^*=5\%$.

Οι προσδοκίες επομένως διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στον καθορισμό των συναλλαγματικών ισοτιμιών και έχουν άμεσο αποτέλεσμα. Στο σημείο αυτό είναι σημαντικό να μνημονεύσουμε ότι οι αλλαγές στις προσδοκίες δεν είναι μόνο το αποτέλεσμα νέας πληροφόρησης για τη θεμελιώδη μελλοντική τιμή της ισοτιμίας (αλλαγές στις τρέχουσες και μελλοντικές οικονομικές συνθήκες και τα επιτόκια), αλλά μπορεί να οφείλονται και σε καθαρά υποθετικούς ή κερδοσκοπικούς παράγοντες: μια αλλαγή στη διάθεση των επενδυτών, που όμως δεν υποστηρίζεται από αλλαγές σε

θεμελιώδη στοιχεία. Αν η αγορά για οποιοδήποτε λόγο -λογικό ή όχι- αρχίζει να περιμένει μελλοντική διολίσθηση του εγχώριου νόμισματος, αυτή η αλλαγή στις προσδοκίες θα οδηγήσει άμεσα σε «αυτό-εκπληρούμενη» διολίσθηση.

Υπάρχουν και άλλες μεταβλητές που μπορούν να επηρεάσουν την ισοτιμία. Μια αύξηση του επιτοκίου της αλλοδαπής για παράδειγμα, έχει ταυτόσημο αποτέλεσμα στην ισοτιμία με εκείνο της αλλαγής προσδοκίας για τη μελλοντική ισοτιμία. Πράγματι, τα ξένα assets θα έχουν τώρα μεγαλύτερη απόδοση (μετακίνηση της καμπύλης που παριστάνει τη συνολική τους απόδοση προς τα δεξιά). Αυτό με τη σειρά του οδηγεί τους εγχώριους επενδυτές να προσπαθήσουν να ξεφορτωθούν εγχώρια assets και νόμισμα, ενώ η εκροή κεφαλαίων προκαλεί άμεση διολίσθηση. Στο νέο σημείο ισορροπίας το εγχώριο νόμισμα διολισθαίνει, σε ποσοστό ίσο με την αύξηση του επιτοκίου της αλλοδαπής. Το αποτέλεσμα που προκαλείται στην ισοτιμία από τις διαφορές στα επιτόκια πηγάζει από τη **Συνθήκη του Καλυμμένου Αρμπιτράζ Επιτοκίων** (Covered Interest Parity Condition ή CIPC):

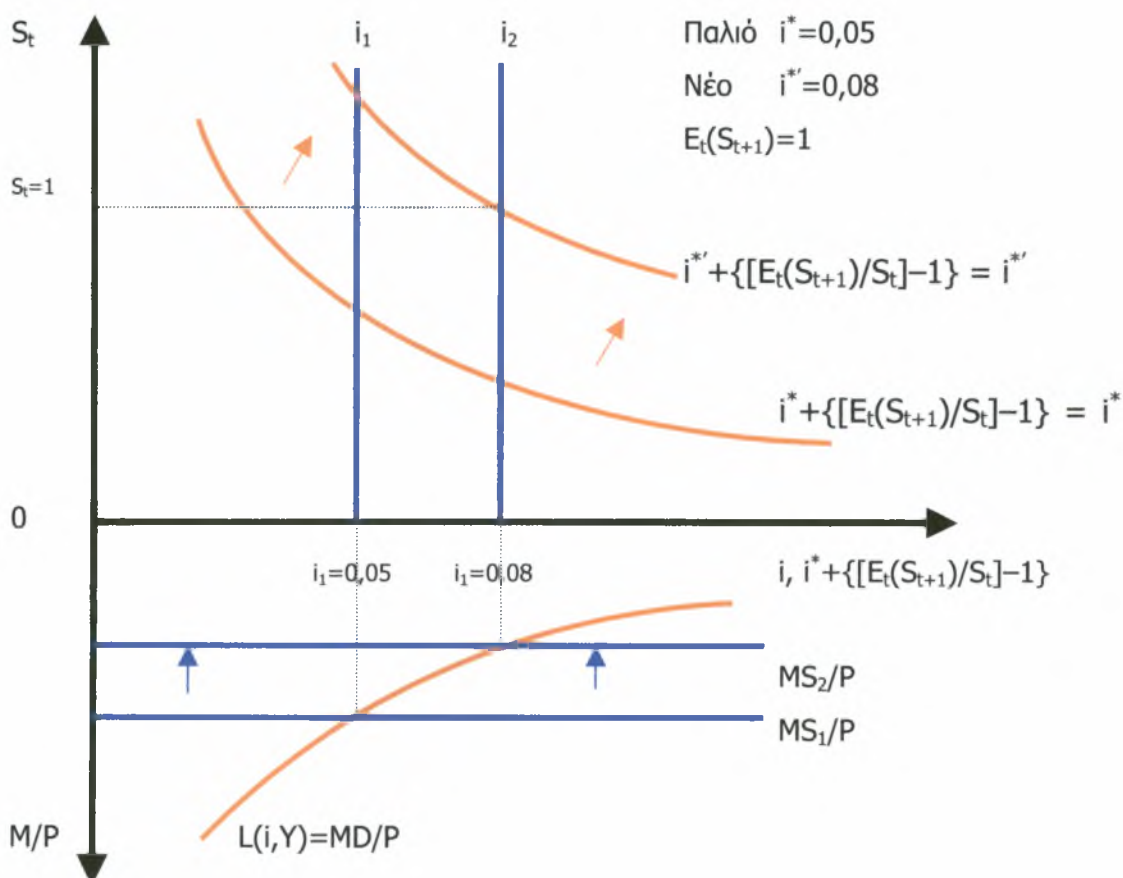
$(1+i) = (1+i^f) F/S = (1+i^f) [1+(F-S)/S] = (1+i^f) [1+f_p] = 1 + i^f + f_p + i^f f_p$, όπου με f_p συμβολίζουμε την ποσοστιαία μεταβολή της μελλοντικής ισοτιμίας από τη spot τιμή της (forward premium). Το γινόμενο $i^f f_p$ είναι κοντά στο μηδέν, οπότε η CIPC μας λέει τελικά ότι το εγχώριο επιτόκιο ισούται με εκείνο της αλλοδαπής συν το f_p :

$$i = i^f + f_p \quad (4)$$

1.3 Αποτέλεσμα του οικονομικού σοκ στην ισοτιμία με καθεστώς σταθερών ισοτιμιών

Στις σταθερές ισοτιμίες είδαμε ότι η Κεντρική Τράπεζα δεν έχει αυτόνομη δύναμη να μεταβάλλει αυθαίρετα το επίπεδο της προσφοράς χρήματος. Ωστόσο η εγχώρια προσφορά χρήματος δεν είναι πάντοτε σταθερή. Αλλαγές στις μεταβλητές που καθορίζουν τη ζήτηση χρήματος (σοκ στο εγχώριο επίπεδο τιμών, το εγχώριο προϊόν και το επιτόκιο της αλλοδαπής), θα επιφέρουν μεταβολές στην προσφορά χρήματος. Έτσι αν αυξηθεί το επιτόκιο στην αλλοδαπή, το εγχώριο επιτόκιο θα αυξηθεί επίσης και θα μειωθεί η ζήτηση χρήματος. Για την αποκατάσταση της ισορροπίας πρέπει η προσφορά χρήματος να μειωθεί. Αρχικά το εγχώριο επιτόκιο παραμένει αμετάβλητο και σημειώνονται πωλήσεις εγχώριων ομολόγων και αγορά συναλλάγματος, με σκοπό την αγορά ομολόγων της αλλοδαπής. Η Κεντρική Τράπεζα παρεμβαίνει (πουλώντας ξένο νόμισμα) και προσπαθεί να εμποδίσει την πίεση για υποτίμηση λόγω εκροών

κεφαλαίων. Με αυτή της την επέμβαση η Κεντρική Τράπεζα μειώνει την προσφορά χρήματος και οδηγεί σε αύξηση του εγχώριου επιτοκίου στο νέο υψηλότερο επίπεδο της αλλοδαπής. Στο σημείο αυτό σταματάει η απώλεια συναλλαγματικών αποθεμάτων και η προσφορά χρήματος γίνεται μικρότερη από πριν, αφού η παρέμβαση της Τράπεζας έθεσε μέρος της ρευστότητας εκτός κυκλοφορίας. Είδαμε ότι η άνοδος του επιτοκίου στην αλλοδαπή ανάγκασε την Κεντρική Τράπεζα να μειώσει την προσφορά χρήματος με τον τρόπο που περιγράψαμε. Εναλλακτικό, η Κεντρική Τράπεζα θα μπορούσε να πουλήσει εγχώρια ομόλογα (αντί για συναλλαγματικά αποθέματα) και να επέλθει το ίδιο αποτέλεσμα στην προσφορά χρήματος και τα επιτόκια. Στο Διάγραμμα 4 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της αύξησης του επιτοκίου της αλλοδαπής σε σταθερές ισοτιμίες. Η αρχική αύξηση (από 5% σε 8%) οδηγεί σε αύξηση της προσδοκώμενης απόδοσης ξένων assets (μετακίνηση της καμπύλης τους προς τα δεξιά). Για να αποφευχθεί η υποτίμηση πρέπει το εγχώριο επιτόκιο να αυξηθεί από 5% σε 8%, πράγμα που επιτυγχάνεται με ενδογενή μείωση της εγχώριας προσφοράς χρήματος (μετακίνηση της καμπύλης MS προς τα επάνω):



Διάγραμμα 4

Επομένως η Κεντρική Τράπεζα, προκειμένου να μειώσει την προσφορά χρήματος, έχει να επιλέξει μεταξύ υπεράσπισης του νομίσματος και πώλησης ομολόγων που θα μειώσουν τη ρευστότητα στην οικονομία. Μια μεταβολή στις προσδοκίες μπορεί να αποτελέσει επίσης ένα οικονομικό σοκ που να οδηγήσει σε προσδοκώμενη μελλοντική υποτίμηση της ισοτιμίας. Στη συνέχεια θα εξετάσουμε την αντίδραση των νομισματικών Αρχών σε τυχόν μεταβολή της άποψης των επενδυτών για τη δέσμευση της χώρας στην υπεράσπιση της ισοτιμίας. Υπογραμμίζουμε ότι η ισοδυναμία της ισοτιμίας παραμένει σταθερή. Με την προϋπόθεση ότι η κρατική δέσμευση είναι αξιόπιστη, σε φυσιολογικές συνθήκες οι επενδυτές αναμένουν να διατηρηθεί η ισοτιμία. Καθεστώς σταθερών ισοτιμιών ωστόσο δεν σημαίνει ότι η σταθερή ισοδυναμία δεν θα αλλάξει ποτέ! Αν π.χ. εξαντληθούν τα συναλλαγματικά αποθέματα της Κεντρικής Τράπεζας, αυτό συνεπάγεται αυτόματα υποτίμηση. Συνεπώς όταν η σταθερή ισοτιμία δεν είναι αξιόπιστη, αλλαγές στις προσδοκίες της μελλοντικής ισοτιμίας μπορούν να εμφανιστούν και σε καθεστώς σταθερών ισοτιμιών. Αλλαγές στις προσδοκίες μπορούν να εμφανιστούν κατά τις μεταβολές θεμελιωδών μεταβλητών (υψηλός πληθωρισμός, ελλείμματα προϋπολογισμού, πολιτικοί κίνδυνοι, κ.τ.λ.), ή και «αυτο-εκπληρούμενες» αλλαγές, χωρίς προφανή αιτία. Το αποτέλεσμα είναι το ίδιο: αν οι επενδυτές πιστέψουν ότι η ισοτιμία θα καταρρεύσει, θα επιτεθούν στο νόμισμα. Πιθανά λοιπόν γεγονότα, ακόμη και αν δεν συμβούν, μπορούν να επηρεάσουν τις προσδοκίες της ισοτιμίας. Στη διεθνή βιβλιογραφία αναφέρεται συχνά το πρόβλημα του peso στο Μεξικό (χώρα που παράγει και εξαγει πετρέλαιο). Η προσδοκία για αύξηση της διεθνούς τιμής του πετρελαίου οδήγησε σε ανατίμηση του peso. Όταν αυτό το «πιθανό» γεγονός δεν έλαβε χώρα, η ισοτιμία του νομίσματος του Μεξικού ήταν εσφαλμένη και το εμπορικό ισοζύγιο βρισκόταν σε έλλειμμα. Οι επενδυτές προσδοκούσαν τώρα υποτίμηση του νομίσματος. Για να αποτρέψει την πίεση για υποτίμηση η Κεντρική Τράπεζα έπρεπε να ανεβάσει το εγχώριο επιτόκιο πάνω από αυτό της αλλοδαπής (κατά το ποσοστό της αναμενόμενης υποτίμησης), ώστε να είναι βέβαιη ότι δεν θα σημειωθούν μεγάλες εκροές κεφαλαίων, αφού αυτή η ενέργεια θα εξ σώσει τις αποδόσεις εγχώριων και ξένων assets. Όπως θα δούμε στο Κεφάλαιο 2 η προσπάθεια δεν απέδωσε, ενώ η αποσύνδεση της ισοτιμίας από τα πραγματικά οικονομικά δεδομένα αποτελεί μία ένδειξη της αναποτελεσματικότητας της αγοράς.

1.4 Αποστειρωμένη και μη αποστειρωμένη παρέμβαση στη συναλλαγματική ισοτιμία

Ας υποθέσουμε (όπως συνήθως γίνεται στην πράξη) ότι η Κεντρική Τράπεζα παρεμβαίνει επιλέγοντας την πώληση συναλλαγματικών αποθεμάτων στο κοινό. Αυτή η παρέμβαση ονομάζεται μη αποστειρωμένη, εφόσον επηρεάζει το σημείο ισορροπίας της προσφοράς χρήματος στην εγχώρια οικονομία και οδηγεί, όπως είδαμε παραπάνω, σε αύξηση του εγχώριου επιτοκίου. Ας υποθέσουμε τώρα ότι θέλουμε μετά την παρέμβαση να «αποστειρώσουμε» την αγορά, δηλαδή να εξαλείψουμε τα αποτελέσματα της παρέμβασής μας στην αγορά χρήματος και επιτοκίων, επειδή για παράδειγμα πιστεύουμε ότι τα υψηλά επιτόκια θα οδηγήσουν την οικονομία σε ύφεση. Αυτό επιτυγχάνεται με την επαναφορά (μετά την παρέμβαση) της προσφοράς χρήματος στην αρχική της κατάσταση, αγοράζοντας εγχώρια ομόλογα. Ωστόσο τέτοιες αποστειρωμένες πολιτικές έχουν αρνητικές συνέπειες, εφόσον δεν επιτρέπουν άνοδο στα εγχώρια επιτόκια και συνεπώς δεν εξαλείφουν την πρωταρχική αιτία που πίεσε την ισοτιμία. Συνεπώς τα ξένα assets εξακολουθούν να έχουν μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση και τα συναλλαγματικά αποθέματα της Κεντρικής Τράπεζας θα συνεχίσουν να μειώνονται μέχρι να εξαντληθούν, αν η αποστειρωμένη πολιτική συνεχιστεί. Με την εξάντληση των αποθεμάτων καταρρέει και η σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία. Οι σταθερές ισοτιμίες επομένως είναι συχνά ασταθείς και υποκείμενες σε κατάρρευση. Στην περίπτωση που η ισοτιμία δεν συνάδει με τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη, η δέσμευση για την υπεράσπισή της δεν είναι αξιόπιστη και οι επενδυτές αρχίζουν να πιστεύουν ότι η ισοτιμία δεν θα είναι εφικτή στο μέλλον. Η πίεση στην αγορά συναλλάγματος αναγκάζει την Κεντρική Τράπεζα να ξοδέψει από τα συναλλαγματικά της αποθέματα για να αποφύγει την υποτίμηση. Η ζήτηση όμως για ξένο νόμισμα θα είναι πάντα μεγαλύτερη από την προσφορά επομένως, στην περίπτωση εφαρμογής αποστειρωμένων πολιτικών, τα αποθέματα θα μειώνονται μέχρι να εξαντληθούν τελείως. Στο σημείο εκείνο το νόμισμα υπόκειται σε μεγάλη υποτίμηση που αναγκάζει την Κεντρική Τράπεζα να μετακινηθεί σε καθεστώς κυμαινόμενων ισοτιμιών.

Μία περίπτωση που η ισοτιμία μπορεί να βρίσκεται σε δυσαρμονία με τα θεμελιώδη μεγέθη και η σταθερή ισοτιμία να καθίσταται μη αξιόπιστη συμβαίνει όταν οι εγχώριες τιμές (P) είναι υψηλότερες από εκείνες της αλλοδαπής (P^*). Τότε η σταθερή ισοτιμία

οδηγεί σε ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος. Πράγματι, για το ποσοστό μεταβολής της ισοτιμίας, δηλαδή την πραγματική ισοτιμία (real exchange rate ή RER) ισχύει:

$$\mathbf{RER = SP^* / P} \quad \mathbf{(5)}$$

Με σταθερή την ονομαστική ισοτιμία S , η σχετική τιμή των εισαγόμενων αγαθών πέφτει (η πραγματική ισοτιμία ανατιμάται, $RER < S$). Οι εξαγωγές μειώνονται και αυξάνονται οι εισαγωγές από την αλλοδαπή. Η μείωση επομένως της προσφοράς ξένου συναλλάγματος (μειωμένες εξαγωγές) και η αύξηση της ζήτησης ξένου νομίσματος (αυξημένη ζήτηση εισαγωγών), οδηγεί σε πίεση για υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος και σε συνεχή απώλεια συναλλαγματικών αποθεμάτων της Κεντρικής Τράπεζας, μέχρι αυτά να εξαντληθούν και το νόμισμα να καταρρεύσει. Μία άλλη περίπτωση όπου ισοτιμία και θεμελιώδη μεγέθη δε συμβαδίζουν μπορεί να οφείλεται στο έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού, όταν αυτό χρηματοδοτείται από την Κεντρική Τράπεζα. Αν η τελευταία αγοράσει ομόλογα που εκδίδει η κυβέρνηση τυπώνοντας νέο χρήμα, η στιγμιαία αύξηση της προσφοράς χρήματος δεν μπορεί να αυξήσει τη συνολική προσφορά, αφού αυτή καθορίζεται ενδογενώς από το ύψος του επιτοκίου της αλλοδαπής. Η αύξηση επομένως της εγχώριας πίστωσης του κυβερνητικού χρέους τείνει να μειώσει τα εγχώρια επιτόκια, συνεπώς οδηγεί σε εκροή κεφαλαίων και τελικά σε λιγότερα συναλλαγματικά διαθέσιμα. Αν το έλλειμμα επιμένει στο χρόνο και συνεχίσει να χρηματοδοτείται από την Κεντρική Τράπεζα, τα αποθέματα θα εξαντληθούν και το νόμισμα πάλι θα καταρρεύσει.

1.5 Λόγοι επιλογής και αιτίες κατάρρευσης της σταθερής ισοτιμίας

Υπάρχουν πολλοί λόγοι για τους οποίους αρκετές χώρες σταθεροποιούν την ισοτιμία:

1. Στις κυμαινόμενες ισοτιμίες η ισοδυναμία μετατροπής του νομίσματος μπορεί να επηρεαστεί από κερδοσκοπικούς ή υποθετικούς παράγοντες που δεν συναρτώνται με τα θεμελιώδη μεγέθη. Οι παράγοντες αυτοί επιφέρουν δυναμικά αυξημένη μεταβλητότητα (volatility) στην αγορά συναλλάγματος, αποκλίσεις της ονομαστικής και πραγματικής ισοτιμίας από τα σημεία ισορροπίας τους και αρνητικά αποτελέσματα στην παραγωγή, το εμπόριο και τις επενδύσεις. Ο κίνδυνος κατοχής περιουσιακών στοιχείων και επενδύσεων σε χώρες με υψηλή μεταβλητότητα στη συναλλαγματική τους ισοτιμία είναι αυξημένος και περιορίζει το εμπόριο.

2. Η κυμαινόμενη ισοτιμία οδηγεί σε ανταγωνιστικές πολιτικές τις γειτονικές χώρες, αφού αυτές προσπαθούν να επιτύχουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα για τις εξαγωγές τους, μέσω πολιτικών διολίσθησης του εγχώριου νομίσματος. Οι πολιτικές διολίσθησης αποτελούν πηγή εμπλοκής των χωρών, αφού λογίζονται ως υποκατάστατα των εμπορικών πολιτικών προστατευτισμού. Οι σταθερές ισοτιμίες μπορεί να απαιτούν στενή συνεργασία μεταξύ των χωρών, αλλά παρέχουν μεγαλύτερη αξιοπιστία στην οικονομική πολιτική και σταθερότητα στο διεθνές νομισματικό σύστημα.
3. Οι κυμαινόμενες ισοτιμίες μπορεί να προκαλέσουν υψηλό πληθωρισμό, ενώ οι σταθερές επιτρέπουν γρήγορη σύγκλιση στα χαμηλά επίπεδα πληθωρισμού της αλλοδαπής. Υποθέτουμε ότι η PPP ισχύει βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα. Αν με S παραστήσουμε την ισοτιμία, με P την τιμή (σε εγχώριο νόμισμα) μιας μονάδας ενός εγχώριου αγαθού και με P^f την τιμή (σε μονάδες νομίσματος της αλλοδαπής) του ίδιου αγαθού στην αλλοδαπή, τότε ισχύει ο νόμος της μιας τιμής (law of one price), δηλαδή η απόλυτη εκδοχή της PPP:

$$P = S P^f \quad (6)$$

Σε ποσοστά αύξησης, ο εγχώριος ρυθμός πληθωρισμού (p) ισούται με εκείνον της αλλοδαπής (p^f), συν το ποσοστό διολίσθησης της ισοτιμίας ($dS/S = dP/P - dP^f/P^f$), δηλαδή:

$$p = p^f + dS/S \quad 100\% \quad (7)$$

Αν ο πληθωρισμός της αλλοδαπής είναι χαμηλός (έστω 3%) ενώ η μικρή εγχώρια οικονομία έχει «κολλήσει» σε ιστορικά υψηλό επίπεδο ισορροπίας πληθωρισμού (ας πούμε 100%), το ποσοστό διολίσθησης θα είναι 97% το χρόνο. Οι τιμές, οι μισθοί και οι υπόλοιπες ονομαστικές μεταβλητές διπλασιάζονται λοιπόν κάθε χρόνο. Έστω ότι οι μισθοί απεικονίζονται αποτελεσματικά στον πληθωρισμό και το ηθικό κόστος/τιμή αυξάνεται με ονομαστικό ποσοστό 100%. Υποθέτουμε τώρα ότι αποφασίζουμε να σταθεροποιήσουμε την ισοτιμία στο τρέχον επίπεδο. Αυτόματα το ποσοστό υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος πέφτει στο 0 και ο πληθωρισμός πέφτει στο επίπεδο της αλλοδαπής (λόγο ισχύος της PPP). Τότε $P = S P^f$ και $p = p^f + dS/S \quad 100\% = 3\% + 0\% = 3\%$. Δεδομένης της σταθερής ισοτιμίας S , η τιμή των εισαγόμενων αγαθών αυξάνεται κατά 3% το χρόνο, όπως και το κόστος των εισαγόμενων αγαθών και των πρώτων υλών για την παραγωγική διαδικασία (άμεσα). Οι εγχώριες επιχειρήσεις δεν μπορούν τώρα να αυξάνουν

τις τιμές κατά 100% το χρόνο, αφού τότε όλοι θα προτιμούσαν τα φθηνότερα ξένα προϊόντα. Ομοίως οι εργαζόμενοι δεν έχουν λόγο να ζητούν αυξήσεις 100% στους ονομαστικούς μισθούς τους. Μια αύξηση 3% θα διατηρήσει τους πραγματικούς μισθούς σταθερούς στο χρόνο. Στον ιδεατό κόσμο λοιπόν η σταθεροποίηση της ισοτιμίας εξαλείφει άμεσα τις πληθωριστικές πιέσεις και μάλιστα με μηδενικό κόστος, αφού τίποτε δεν μεταβλήθηκε στην πραγματική οικονομία. Η πραγματική ισοτιμία παρέμεινε αμετάβλητη εφόσον στο παλιό σημείο ισορροπίας μια διολίσθηση της τάξης του 97% ήταν απαραίτητη για να καλύψει την πληθωριστική διαφορά, ενώ τώρα η διαφορά στις τιμές μηδενίστηκε και δεν απαιτείται υποτίμηση για τη διατήρηση μιας ανταγωνιστικής ονομαστικής και πραγματικής ισοτιμίας: $RER = SP^f/P = 1$ και $[Ρυθμός ποσοστιαίας μεταβολής RER] = d(RER)/RER = dP^f/dP^f + dS/S - dP/P = p^f + (dS/S) - p = 3 + 97 - 100 = 0$. Συνεπώς ένα μεγάλο πλεονέκτημα που προκύπτει από τη σταθεροποίηση της ισοτιμίας, σχετίζεται με την προσπάθεια μείωσης μακροχρόνιων υψηλών επιπέδων πληθωρισμού σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

Το πρόβλημα εφαρμογής της τελευταίας στρατηγικής είναι ότι παρά το γεγονός ότι η σταθεροποίηση της ισοτιμίας αποτελεί ένα γρήγορο τρόπο αποπληθωρισμού μιας οικονομίας με υψηλό πληθωρισμό, ο πληθωρισμός πέφτει βέβαια απότομα και γρήγορα, αλλά δεν προσγειώνεται απευθείας στα επίπεδα της αλλοδαπής. Συνήθως σταθεροποιείται για ένα διάστημα σε υψηλότερο επίπεδο. Αυτό συμβαίνει για διάφορους λόγους: Η PPP κατ' αρχήν δεν ισχύει ακριβώς βραχυπρόθεσμα, αφού ξένα και εγχώρια αγαθά δεν είναι τέλεια υποκατάστατα. Έτσι οι εγχώριες επιχειρήσεις θα μειώσουν τον πληθωρισμό των τιμών τους δραματικά, αλλά στα εγχώρια προϊόντα οι τιμές θα ανεβαίνουν πιο γρήγορα από ότι σε εκείνα της αλλοδαπής. Επίσης οι κρατικές συμφωνίες για μισθολογικές αυξήσεις (που γίνονται σε χρονικά διαστήματα που απέχουν συχνά αρκετά μεταξύ τους), βασίζονται στον αναμενόμενο πληθωρισμό (που προηγουμένως ήταν 100%) και χρειάζονται νέες ρυθμίσεις που θα καθυστερήσουν. Αυτή η αδράνεια (inertia) στους μισθούς θα διατηρήσει τον πληθωρισμό στα εγχώρια εισοδήματα πάνω από το επίπεδο της αλλοδαπής και επομένως τα κόστη παραγωγής (και οι τιμές των εγχώριων προϊόντων) θα αυξάνονται με πιο γρήγορους ρυθμούς. Αν υποθέσουμε λοιπόν ότι ο πληθωρισμός πέφτει από το 100% στο 8% (και όχι στο 3%), η πραγματική ισοτιμία ανατιμάται κατά 5% (8%-3%). Η ανατίμηση συνεπάγεται πτώση ανταγωνιστικότητας του εγχώριου νομίσματος: οι εγχώριες εξαγωγές γίνονται

ακριβότερες από τις εισαγωγές. Η μείωση των εξαγωγών και η αύξηση των εισαγωγών επιδεινώνει το εμπορικό ισοζύγιο και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Ακόμη και ένα μικρό ποσοστό πραγματικής ανατίμησης (λόγω μικρής διαφοράς πληθωρισμών) αυξάνεται στο χρόνο (σε τρία χρόνια το ετήσιο 5% γίνεται 15%) και μακροπρόθεσμα δημιουργεί μεγάλα εμπορικά ελλείμματα. Στο Μεξικό για παράδειγμα, η διαφορά πληθωρισμού κατά 5% σχετικά με τις ΗΠΑ σε μία πενταετία, προκάλεσε πραγματική ανατίμηση του peso κατά 25% και επιδείνωσε το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών από περίπου ισορροπημένο το 1990, σε έλλειμμα \$28b στο τέλος του 1994. Το πρόβλημα κατά συνέπεια των αντι-πληθωριστικών σταθεροποιητικών πολιτικών που χρησιμοποιούν ως εργαλείο τη σταθερή ισοτιμία, είναι ότι οδηγούν σε πραγματική ανατίμηση της ισοτιμίας και σε επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Υπογραμμίζουμε τέλος ότι όπως είδαμε οι σταθερές ισοτιμίες δεν έχουν την ιδιότητα να διατηρούν την εγχώρια οικονομία ανεπηρέαστη από ξένες οικονομικές διαταραχές (insulation property), σε αντίθεση με τις κυμαινόμενες.

Για να αποφύγει την ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος (στο παράδειγμά μας σταθεροποίηση του πληθωρισμού στο 8%, με διαφορά 5% από εκείνον της αλλοδαπής), η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να επιτρέψει την υποτίμηση του νομίσματος κατά 5%. Στη θέση μιας αυστηρής σταθερής ισοτιμίας σε χρόνο t , μπορεί επίσης να ακολουθήσει πολιτική σταθεροποίησης με βήματα (policy of crawling peg), με το ποσοστό του βήματος (εύρος διακύμανσης) ανά έτος να περιορίζεται στη διαφορά των πληθωρισμών και το νόμισμα να διολισθαίνει ελεγχόμενα. Αρκετές χώρες θεωρούν ωστόσο ότι μια τέτοια πολιτική υποθάλλει τις διαφορές στον πληθωρισμό και δεν επιτρέπει πλήρη σύγκλιση. Προτιμούν αντίθετα να μείνουν με σταθερές ισοτιμίες από την αρχή και να προσπαθήσουν να μειώσουν τον εναπομείναντα πληθωρισμό στο επίπεδο της αλλοδαπής. Όπως είδαμε όμως αν στην οικονομία υπάρχουν δομικοί παράγοντες που οδηγούν σε επίμονη αδράνεια μισθούς και τιμές, οι εναπομένουσες διαφορές θα προκαλέσουν προοδευτική αύξηση της πραγματικής ανατίμησης και επιδείνωση του ισοζυγίου. Η πολιτική των βημάτων αποτρέπει τη σύγκλιση των πληθωρισμών, αλλά ταυτόχρονα και την ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας. Μια παραλλαγή της τελευταίας στρατηγικής είναι η επιλογή μικρότερου ποσοστού από τη διαφορά των πληθωρισμών για το εύρος διακύμανσης (π.χ. 3% αντί για 5% στο παράδειγμά μας). Το πλεονέκτημα είναι ότι αφού το ποσοστό της διολίσθησης δεν καλύπτει πλήρως τη διαφορά, επιχειρήσεις και εργαζόμενοι θα αναγκαστούν μακροχρόνια να μειώσουν τις τιμές και τον πληθωρισμό των μισθών.

Ωστόσο, αυτή η επιλογή θα προκαλέσει πραγματική ανατίμηση της ισοτιμίας (μικρότερη όμως από την περίπτωση της σταθερής ισοτιμίας) και επιδείνωση του ισοζυγίου.

Σε κάθε περίπτωση, μια σταθερή ισοτιμία οδηγεί σε ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας και σε επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, ενώ η σταθερότητα της ισοτιμίας γίνεται ολοένα πιο δύσκολα διατηρήσιμη και λιγότερο αξιόπιστη. Στα πρώιμα στάδια σταθεροποίησης της ισοτιμίας το έλλειμμα χρηματοδοτείται εύκολα με εξωτερικό δανεισμό: στη χώρα σημειώνονται μεγάλες εισροές κεφαλαίων, εφόσον τα εγχώρια επιτόκια είναι μεγαλύτερα και δεν υπάρχει κίνδυνος υποτίμησης. Οι εισροές κρατούν το νόμισμα δυνατό. Μακροχρόνια όμως, καθώς η πραγματική ανατίμηση μεγαλώνει και το έλλειμμα συνεχίζει να επιδεινώνεται, οι ανάγκες εισροής κεφαλαίων για χρηματοδότηση του ελλείμματος πολλαπλασιάζονται. Στα τελικά στάδια του «δράματος», οι επενδυτές αντιλαμβάνονται ότι η ισοτιμία δεν μπορεί να διατηρηθεί και η πιθανότητα υποτίμησης αυξάνεται. Η αναμενόμενη υποτίμηση οδηγεί σε αύξηση της αναμενόμενης απόδοσης των ξένων assets και επομένως σε εκροές κεφαλαίων. Τα εγχώρια συναλλαγματικά αποθέματα της Κεντρικής Τράπεζας μειώνονται, καθώς παρεμβαίνει στην αγορά συναλλάγματος προς υπεράσπιση του εγχώριου νομίσματος. Στην περίπτωση μη αποστειρωμένης επέμβασης τα υψηλότερα εγχώρια επιτόκια βοηθούν στη σταθεροποίηση της ισοτιμίας βραχυπρόθεσμα, ενώ κατά την εφαρμογή αποστειρωμένης πολιτικής η πίεση στα αποθέματα παραμένει. Οι πιθανότητες υποτίμησης αυξάνονται με γρήγορο ρυθμό, όπως με γρήγορο ρυθμό μειώνονται τα συναλλαγματικά αποθέματα και αυξάνεται η ταχύτητα της εκροής κεφαλαίων από τη χώρα, ενώ το έλλειμμα στο ισοζύγιο βγαίνει διαρκώς επιδεινούμενο. Όταν η Κεντρική Τράπεζα έχει χάσει το μεγαλύτερο μέρος των διαθεσίμων της η ισοτιμία καταρρέει και το συναλλαγματικό καθεστώς μεταβάλλεται σε κυμαινόμενη ισοτιμία. Η κερδοσκοπική επίθεση έχει τότε οδηγήσει το εγχώριο νόμισμα σε απότομη και μεγάλη υποτίμηση. Το γεγονός κατά το οποίο μία κυβέρνηση ή μία Κεντρική Τράπεζα αναγκάζεται να επιτρέψει την ελεύθερη διακύμανση στο νόμισμά της ή το υποτιμά με επίσημη θεσμική ρύθμιση ονομάζεται νομισματική κρίση.

1.6 Επιλογή καθεστώτος συναλλαγματικής ισοτιμίας και άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν τις ισοτιμίες

Στα μέσα της δεκαετίας του 70, το 86% των αναπτυσσόμενων χωρών είχαν προσδέσει το εγχώριο νόμισμα σε κάποιο άλλο μεμονωμένο νόμισμα (όπως το US\$) ή σε ένα καλάθι νομισμάτων. Στα τέλη του 1996 το ποσοστό αυτό έπεσε κάτω από το 50%. Ιδιαίτερα μετά την Ασιατική κρίση, αρκετές χώρες τάχθηκαν υπέρ της ανεξάρτητης διακύμανσης της ισοτιμίας τους. Ο όρος «ανεξάρτητη» δεν είναι πάντοτε βέβαια και ο πλέον δόκιμος, αφού ελλοχεύει ο κίνδυνος μιας «βρώμικης» διακύμανσης η οποία μπορεί να επιτευχθεί στην περίπτωση μυστικής κρατικής παρέμβασης που θα υποστηρίξει την πορεία της ισοτιμίας προς την επιθυμητή κατεύθυνση. Το βασικό επιχείρημα υπέρ των κυμαινόμενων ισοτιμιών είναι ότι βοηθούν την οικονομία στην αντιμετώπιση εξωτερικών σοκ -όπως μια άνοδο στην τιμή του πετρελαίου που διευρύνει το εμπορικό έλλειμμα- και ότι αποτελούν πολύτιμο αρωγό στην προσπάθεια των νομισματικών Αρχών να πετύχουν εθνικούς στόχους -όπως η σταθερότητα των τιμών- χωρίς να απαιτείται να χρησιμοποιήσουν τα επιτόκια για να υπερασπιστούν την ισοτιμία (όπως συμβαίνει στις σταθερές ισοτιμίες). Από την άλλη πλευρά, στα βασικά μειονεκτήματα των κυμαινόμενων ισοτιμιών καταλογίζονται η αύξηση της μεταβλητότητας και οι μεγάλες αποκλίσεις τιμών που παρατηρούνται περιστασιακά, στη διάρκεια του χρόνου¹. Το κατάλληλο καθεστώς ισοτιμίας έχει να κάνει με τα ιδιαίτερα οικονομικά χαρακτηριστικά της κάθε χώρας. Στην έκδοση του "World Economic Outlook" από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο² παρουσιάζονται κάποιοι από τους παράγοντες που βαρύνουν στην επιλογή του καθεστώτος της ισοτιμίας μιας χώρας:

Μέγεθος οικονομίας και πόσο ανοιχτή/κλειστή αυτή είναι: Αν το εμπόριο αποτελεί σημαντικό ποσοστό του GDP, τα κόστη της νομισματικής αστάθειας μπορεί να είναι μεγάλα. Σε μικρές ανοιχτές οικονομίες ταιριάζει η σταθερή ισοτιμία.

Πληθωρισμός: Μια χώρα με πολύ υψηλότερο πληθωρισμό από τους εμπορικούς της εταίρους, χρειάζεται ευέλικτη ισοτιμία για την ανταγωνιστική προστασία των προϊόντων της. Αν οι πληθωριστικές διαφορές είναι μικρές, η σταθερή ισοτιμία είναι λιγότερο προβληματική.

¹ Economist (1997): "Getting out of a fix"

² World Economic Outlook (1997): "Exchange Rate Arrangements and Economic Performance in Developing Countries", IMF

Ευελξία της αγοράς εργασίας: Όσο πιο άκαμπτοι είναι οι μισθοί τόσο μεγαλύτερη ανάγκη υπάρχει για ευελξία ισοτιμίας, που θα βοηθήσει την οικονομία σε περίπτωση εξωτερικού σοκ.

Βαθμός χρηματοοικονομικής ανάπτυξης: Σε αναδυόμενες οικονομίες που δεν διαθέτουν ώριμες χρηματοοικονομικές αγορές μια κυμαινόμενη ισοτιμία δεν μοιάζει λογική, αφού λίγοι μόνο traders με μεγάλες θέσεις μπορούν να προκαλέσουν τεράστιες μεταβολές.

Αξιοπιστία αυτών που διαμορφώνουν την πολιτική: Η φήμη για μια αδύναμη Κεντρική Τράπεζα στις αγορές δημιουργεί προϋποθέσεις πρόσδεσης της ισοτιμίας, προς ενίσχυση της εμπιστοσύνης των αγορών ότι ο πληθωρισμός θα τεθεί υπό έλεγχο. Οι σταθερές ισοτιμίες βοήθησαν στο παρελθόν πολλές χώρες της Λατινικής Αμερικής στη μείωση του επιπέδου των τιμών.

Βαθμός ελευθερίας στις κινήσεις κεφαλαίων: Όσο πιο ανοιχτή είναι μια οικονομία στο διεθνές κεφάλαιο τόσο πιο δύσκολα θα διατηρήσει μια σταθερή ισοτιμία.

Σε σχέση με τους παραπάνω παράγοντες οι Ασιατικές χώρες αποτελούσαν το 1997 σχετικά μικρές και ιδιαίτερα ανοιχτές οικονομίες, με μέτριο πληθωρισμό και με ευέλικτη αγορά εργασίας σε σχέση με άλλες αναπτυσσόμενες χώρες. Οι ελεύθερα κυμαινόμενες ισοτιμίες σίγουρα δεν θα αποτελούσαν την καλύτερη επιλογή. Αρκετοί οικονομολόγοι την εποχή εκείνη (προ της κρίσης) υποστήριζαν ότι στην περίπτωση που οι κυβερνήσεις δεν πρόσδεσαν τα νομίσματα σε κάποιο αγκυροβόλιο (anchor), οι χώρες θα έμπαιναν σε κύκλο υποτιμήσεων και μεγαλύτερου πληθωρισμού, αφού οι (όχι ιδιαίτερα αξιόπιστες) Κεντρικές Τράπεζες δεν θα λάμβαναν μέτρα σκληρής νομισματικής πολιτικής χωρίς κάποιο εξωτερικό περιορισμό. Ωστόσο σε ένα κόσμο όπου οι διεθνείς ροές κεφαλαίων αυξάνονταν (και μάλιστα όχι γραμμικά), θα ήταν ανόητη μια επιλογή επιστροφής στο παρελθόν, σε σταθερές δηλαδή ισοτιμίες που παραδοσιακά αποτελούν σταθερό στόχο των κερδοσκόπων. Επιπλέον υπήρχε και το παράδειγμα της Ταϊλάνδης: η σταθερή ισοτιμία ενθαρρύνει επιχειρήσεις και τράπεζες να δανειστούν υπερβολικά σε ξένο νόμισμα, με φθηνότερο επιτόκιο από το εγχώριο. Αυτό το χρήμα τροφοδοτεί κερδοσκοπικές φούσκες, ιδιαίτερα στην ιδιοκτησία. Η οικονομία υπερθερμαίνεται και ο χρηματοοικονομικός τομέας βρίσκεται σοβαρά εκτεθειμένος. Η λύση για τις Ασιατικές χώρες θα έπρεπε να βρίσκεται κάπου ενδιάμεσα: η σύνδεση του εθνικού νομίσματος με ένα καλάθι νομισμάτων, είναι βέβαιο ότι θα παρείχε μεγαλύτερη ευελξία από τη σταθερή πρόσδεση στο US\$ (και οι χώρες θα ήταν λιγότερο ευάλωτες από την υπερτίμηση του US\$ έναντι του yen). Ακόμη καλύτερα, η διακύμανση σε κάποιο εύρος (10% ή 15% γύρω από μία κεντρική

τιμή για παράδειγμα) θα δημιουργούσε σχετική αβεβαιότητα για την ισοτιμία, αποτρέποντας τον υπερβολικό δανεισμό σε ξένο νόμισμα. Μια ζώνη διακύμανσης θα βοηθούσε επιπλέον στη νομισματική πειθαρχία, παρέχοντας παράλληλα και σχετική ευελιξία στην περίπτωση μεγάλων εισροών ή εκροών. Όπως θα δούμε στο επόμενο κεφάλαιο, η Ασιατική κρίση ήταν πολυσύνθετη και η πρόληψη ή η αντιμετώπισή της δεν απαιτούσε απλώς μια μαγική συνταγή συναλλαγματικού καθεστώτος. Τα ιστορικά στοιχεία εξάλλου συνηγορούν ότι δεν υπάρχει απαραίτητα σχέση ανάμεσα στην οικονομική επίδοση και το καθεστώς της ισοτιμίας. Η ανάπτυξη μπορεί να είναι υψηλή ή χαμηλή σε οποιοδήποτε καθεστώς. Αυτό που φαίνεται να κάνει τη διαφορά είναι η ποιότητα όλων συνολικά των οικονομικών πολιτικών που εφαρμόζονται.

Μέχρι τώρα έχουμε ασχοληθεί με διάφορους παράγοντες που επηρεάζουν τις ισοτιμίες: τις διαφορές στα επιτόκια (Καλυμμένο Αρμπιτράζ), τον πληθωρισμό (PPP) και τα ποσοστά αύξησης του GDP (οι αυξημένες εισαγωγές αυξάνουν τη ζήτηση για ξένο νόμισμα και αδυνατίζουν το εγχώριο), την εμπιστοσύνη στο οικονομικό σύστημα και τις προσδοκίες. Για την εμπιστοσύνη στο πολιτικό σύστημα θα μιλήσουμε στο τρίτο κεφάλαιο, ενώ στη συνέχεια θα αναφερθούμε στον υπερακοντισμό (overshooting) που ερμηνεύει τη μεγάλη ανατίμηση του δολαρίου των ΗΠΑ κατά την περίοδο 1980-85.

Όπως είδαμε στην παράγραφο 5 αυτού του κεφαλαίου, η δυσκαμψία στις τιμές και τους μισθούς αδυνατίζουν τη σχέση μεταξύ πληθωρισμού και ισοτιμιών και έτσι οι ισοτιμίες μπορεί να έχουν υψηλό βαθμό διακύμανσης γύρω από τη μακροχρόνια τιμή τους. Η θεωρία του υπερακοντισμού υποθέτει ότι η PPP ισχύει μακροπρόθεσμα, υπάρχει δυσκαμψία στις τιμές και πλήρης κινητικότητα κεφαλαίου, ενώ οι επενδυτές είναι ορθολογικοί ως προς τις προσδοκίες τους. Μια επεκτατική πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας θα οδηγήσει βραχυπρόθεσμα σε αύξηση της προσφοράς χρήματος σε πραγματικούς όρους και σε πτώση των επιτοκίων (λόγω δυσκαμψίας των τιμών). Μακροπρόθεσμα φυσικά οι τιμές θα αυξηθούν. Οι ορθολογικοί επενδυτές γνωρίζουν ότι η μελλοντική αύξηση των τιμών θα οδηγήσει σε υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος και συνεπώς για να μην υποστούν ζημία είναι διατεθειμένοι να διακρατήσουν το εγχώριο νόμισμα, μόνο αν αυτό τους εξασφαλίζει υψηλότερη απόδοση από το νόμισμα της αλλοδαπής. Τα επιτόκια όμως έχουν ήδη μειωθεί και έτσι βραχυπρόθεσμα το εγχώριο νόμισμα θα υποτιμηθεί σε μεγαλύτερο βαθμό από τη μακροχρόνια τιμή ισοτιμίας που προβλέπει η PPP. Στην περίπτωση του δολαρίου, η ανατίμηση έναντι των Ιαπωνικού γεν και των Ευρωπαϊκών νομισμάτων έλαβε χώρα

με πληθωρισμό στις ΗΠΑ μεγαλύτερο από τις άλλες χώρες, αντίθετα με αυτό που θα περιμέναμε από την ισχύ της PPP. Σύμφωνα με τους Cavallo, Kisselev, Perri και Roubini³, συχνά η κατάρρευση καθεστώτων σταθερών ισοτιμιών έχει συνδεθεί με ξαφνικό πάγωμα των εισροών κεφαλαίων στη χώρα και με απότομο υπερακοντισμό (σε βραχυπρόθεσμους όρους) της ονομαστικής και πραγματικής ισοτιμίας, πολύ πιο κάτω από τις μακροχρόνιες θεμελιώδεις τιμές ισορροπίας τους. Μόνο σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα οι πραγματικές ισοτιμίες δείχνουν τάση επιστροφής στα μακροχρόνια επίπεδα ισορροπίας τους. Η εμπειρική έρευνα των συγγραφέων έδειξε ότι χώρες που εισέρχονται σε συναλλαγματική κρίση με υψηλά επίπεδα εξωτερικού χρέους, τείνουν να βιώνουν μεγάλο υπερακοντισμό στην πραγματική τους ισοτιμία (υποτίμηση μεγαλύτερη από τα μακροχρόνια επίπεδα ισορροπίας) και μεγάλη μείωση στο εισόδημα. Η πραγματική υποτίμηση μειώνει την αξία των εγχώριων assets σε σχέση με τις διεθνείς υποχρεώσεις και καθιστά τις χώρες με μεγάλο εξωτερικό χρέος πιο πιθανές να «χτυπήσουν» τον περιορισμό εγχώριων/ξένα assets. Τότε οι χώρες αναγκάζονται να πουλήσουν γρήγορα εγχώρια assets -με σκοπό τη μείωση των υποχρεώσεων σε ξένο νόμισμα- και αυτό προκαλεί επιπλέον υποτίμηση του νομίσματος (υπερακοντισμός) και μείωση στις τιμές. Ένα καθεστώς σταθερής ισοτιμίας μπορεί (αποφεύγοντας τον υπερακοντισμό της ισοτιμίας) να μετριάσει το αρνητικό αποτέλεσμα στη μακροχρόνια κατανάλωση και ευημερία, αναλαμβάνοντας όμως το κόστος της επιπλέον μείωσης στο εισόδημα βραχυπρόθεσμα.

1.7 Εισαγωγή στη μεταδοτικότητα των νομισματικών κρίσεων

Είναι εμπειρικά γνωστό ότι οι νομισματικές κρίσεις μεταδίδονται εύκολα έξω από τα στενά εθνικά σύνορα. Η κατάρρευση του Μεξικάνικου peso χτύπησε και άλλες αναδυόμενες αγορές, από τη Βραζιλία μέχρι την Ταϊλάνδη. Το 1992 σημειώθηκαν κερδοσκοπικές επιθέσεις στο Ιρλανδέζικο punt και το Γαλλικό franc, ακολουθώντας την υποτίμηση της Βρετανικής sterling. Γιατί όμως αυτή η νομισματική αναταραχή (turbulence) είναι μεταδοτική και ποιοι παράγοντες καθορίζουν αν ένα νόμισμα θα υποκύψει στην πίεση; Οι υποστηρικτές του πακέτου οικονομικής ενίσχυσης στο Μεξικό (ύψους \$40b) θεωρούν ότι χωρίς αυτό η κρίση του peso θα είχε εξαπλωθεί αδιακρίτως στις αναδυόμενες οικονομίες, εξαιτίας του φαινομένου μετάδοσης

³ Cavallo, M., K. Kisselev, F. Perri and N. Roubini (2004): "Exchange Rate Overshooting and the Costs of Floating"

(contagion effect). Κάποιοι άλλοι αντιτάχθηκαν ως προς την αναγκαιότητα του πακέτου, υποστηρίζοντας ότι οι νομισματικές κρίσεις δεν εξαπλώνονται τυχαία: μόνο χώρες με αδύναμες οικονομίες και κακές πολιτικές θα μπορούσαν να μολυνθούν.

Σε γενικές γραμμές μια νομισματική κρίση εξαπλώνεται με διάφορους τρόπους⁴. Ένας από αυτούς είναι το εμπόριο: όταν μια χώρα αναγκαστεί να υποτιμήσει το νόμισμά της, οι εξαγωγείς αποκτούν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα έναντι των αντιπάλων τους (εξαγωγείς άλλων χωρών) και το γεγονός αυτό εικάζεται ότι μπορεί να ωθήσει σε επίθεση στα νομίσματα των χωρών αυτών.

Υπεύθυνες για τη νομισματική επίθεση ίσως να είναι και οι τυχόν ομοιότητες στο μακροοικονομικό περιβάλλον των οικονομιών: μια αναταραχή σε κάποιο εθνικό νόμισμα εντείνει τις ανησυχίες των επενδυτών για τα νομίσματα άλλων χωρών, εκείνων που βρίσκονται σε παρόμοιες οικονομικές συνθήκες με τη θιγόμενη χώρα. Μετά την κατάρρευση του νομίσματος του Μεξικού, κάποιες άλλες αναδυόμενες οικονομίες με μεγάλα εξωτερικά ελλείμματα -όπως η Ουγγαρία και η Ταϊλάνδη- έμοιαζαν ξαφνικά ευάλωτες. Το μόνο που μεταβλήθηκε στις χώρες αυτές ήταν οι προσδοκίες των επενδυτών, αυτό όμως ήταν αρκετό. Έχει μάλιστα παρατηρηθεί ότι όταν τα οικονομικά στατιστικά μεγέθη είναι φτωχά και οι επενδυτές δεν διαθέτουν μεγάλη εμπειρία, το σοκ που προκαλείται από τη μετάδοση της κρίσης είναι ιδιαίτερα δυνατό.

Μια άλλη πιθανότητα μετάδοσης προέρχεται από τις πρακτικές που εφαρμόζονται στις χρηματοοικονομικές αγορές: πολλοί θεσμικοί επενδυτές με μεγάλες θέσεις στις αναδυόμενες αγορές αποφασίζουν να κρατήσουν σημαντικό μέρος των υπό διαχείριση χαρτοφυλακίων τους σε μετρητά ή άλλα εύκολα ρευστοποιήσιμα χρεόγραφα, για την περίπτωση που οι αποταμιευτές θα θελήσουν να αποσύρουν τις επενδύσεις τους. Όταν κατά συνέπεια οι θεσμικοί υποστούν βαριές απώλειες στη χώρα που εκδηλώθηκε νομισματική κρίση, πιθανόν να αναγκαστούν να ρευστοποιήσουν θέσεις σε άλλες χώρες για να διατηρήσουν την απαιτούμενη ρευστότητα.

Περισσότερα για τη μετάδοση των κρίσεων θα δούμε στο τρίτο κεφάλαιο.

⁴ Economist (1996): "Are crashes catching?"

2. ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΛΕΤΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ

2.1 Η κατάρρευση της σταθερής ισοτιμίας στο Μεξικό το 1982

Η περίπτωση αυτή αναδεικνύει τα αποτελέσματα που μπορεί να έχει η επιλογή μιας χώρας να κρατήσει το νόμισμά της προσδεμένο σε μια ισοτιμία που αντίκειται μακροχρόνια στα θεμελιώδη μεγέθη, την PPP και τα ελλείμματα του προϋπολογισμού. Σύμφωνα με τη θεωρία της PPP, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες οδηγούν τελικά σε συγκρίσιμες τιμές αγαθών σε διαφορετικές χώρες. Αν τα προϊόντα είναι πιο ακριβά στη Γερμανία από ότι στις ΗΠΑ, πτώση στην αξία του mark θα επιφέρει ομοιομορφία. Στην πράξη βλέπουμε ότι αυτή η τάση μακροχρόνια ισχύει. Ο παραπάνω μηχανισμός τροποποιείται ελαφρώς όπως θα δούμε στη συνέχεια, στην περίπτωση που η ισοτιμία σταθεροποιείται με κυβερνητική ρύθμιση. Στο διάστημα ανάμεσα στην αρχή του 1977 και την αρχή του 1980, το peso εμπορεύονταν γύρω από την τιμή των 23 pesos ανά US\$, ένα επίπεδο που υποστηρίχτηκε από την Κεντρική τράπεζα του Μεξικού (Banco de Mexico ή BdM). Η ισοτιμία ανέβηκε σταδιακά μέχρι τον Ιανουάριο του 1982, φτάνοντας το 26,6. Στις 5 Φεβρουαρίου ο Πρόεδρος Lopez Portillo ανακοίνωσε ότι η BdM θα υπερασπιστεί το peso «σα σκυλί», πιθανώς για να στείλει μήνυμα στις αγορές ότι η κυβέρνηση δεν θα αφήσει το peso να καταρρεύσει. Η προσπάθεια σταμάτησε στις 29 Φεβρουαρίου, οπότε το peso υποτιμήθηκε κατά 29% έναντι του US\$, φτάνοντας τα 45 pesos/US\$. Η πτώση του peso συνεχίστηκε στη δεκαετία του 80 και στις αρχές του της δεκαετίας του 90 εμπορεύονταν στα 3000 pesos/US\$. Τι συνέβη όμως πραγματικά; Ενώ το Μεξικό προσπαθούσε να σταθεροποιήσει το peso, η νομισματική πολιτική στη χώρα οδήγησε το απόθεμα χρημάτων σε πολύ μεγαλύτερη αύξηση από εκείνη που σημειώθηκε στις ΗΠΑ. Ο λόγος για την υπερβολική συγκριτικά αύξηση στην προσφορά χρήματος στο Μεξικό ήταν η ύπαρξη μεγάλων ελλειμμάτων που χρηματοδοτήθηκαν από την BdM (αγορά κυβερνητικού χρέους). Οι τιμές επομένως αυξήθηκαν πιο γρήγορα στο Μεξικό και ο πληθωρισμός έτρεχε με ποσοστά 20%-30% (1979-81). Η άνοδος στις τιμές ανάγκασε πολλούς Μεξκάνους να μετακινήσουν ρευστά διαθέσιμα και επενδύσεις έξω από τη χώρα. Το Φεβρουάριο του 1982 η απόκλιση από την PPP σχετικά με τις τιμές ανάμεσα στις δύο χώρες ήταν τόσο μεγάλη, που το peso κατέρρευσε.

Μια άλλη διάσταση του προβλήματος υπαγορεύεται από το γεγονός ότι η Κεντρική Τράπεζα δεν αρκεί να ανακοινώσει απλώς μια σταθερή ισοτιμία, αλλά και να υποστηρίξει έμπρακτα την αξίωση για την τιμή της. Στην απλούστερη περίπτωση, να προμηθεύει όσα US\$ και pesos ζητούνται στη αγορά. Το Φεβρουάριο του 1982, η BdM έχασε περίπου τα μισά της συναλλαγματικά αποθέματα υπερασπιζόμενη τη συναλλαγματική της πολιτική και συμβιβάστηκε με την υποτίμηση του peso. Τον Αύγουστο του ίδιου έτους η πίεση επανήλθε και η Τράπεζα κήρυξε παράνομες πολλές συναλλαγές σε συνάλλαγμα. Το peso μπορούσε να μετατραπεί σε συνάλλαγμα μόνο κατόπιν ειδικής άδειας από την BdM. Η ισοτιμία επομένως δεν είχε νόημα, αφού κανείς δεν μπορούσε να αγοράσει ή να πουλήσει ελεύθερα στην τιμή αυτή. Εκείνοι που μπορούσαν να εξασφαλίσουν άδειες αγόραζαν δολάρια φθηνά, οι υπόλοιποι πολύ ακριβότερα στην παράλληλη μαύρη αγορά. Οι συναλλαγματικοί έλεγχοι προκάλεσαν προβλήματα σε επιχειρήσεις τόσο στο Μεξικό όσο και στο εξωτερικό, αφού χωρίς ξένο νόμισμα δεν μπορούσαν να γίνουν εισαγωγές. Επίσης οι ξένοι επενδυτές απέφευγαν να επενδύσουν στο Μεξικό, αφού δεν ήταν βέβαιοι ότι θα μπορούσαν να επαναπατρίσουν τα κέρδη τους. Επιπλέον οι περιορισμοί στις συναλλαγές με συνάλλαγμα μεγάλωσαν το φόβο των Μεξικάνων ότι δεν θα μπορούσαν να μεταφέρουν τα περιουσιακά τους στοιχεία στο εξωτερικό στο μέλλον και αυτό οδήγησε σε πρόωρες εκροές κεφαλαίων από τη χώρα. Η κατάρρευση της ισοτιμίας του Μεξικού αποτελεί ένα καλό παράδειγμα για τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε ξένες χώρες, αφού διδάσκει ότι θα πρέπει να λάβουν υπόψη τους παρακάτω παράγοντες:

1. Οι σταθερές ισοτιμίες δεν διατηρούνται για πάντα. Απλώς υποκαθιστούν συχνές μικρές αλλαγές με πιο σπάνιες, μεγαλύτερες. Κάποιος που διέθετε pesos στις 19 Φεβρουαρίου του 1982, έχασε σε αξία 29% στο δολαριακό τους ισοδύναμο σε μια μέρα. Οι απώλειες μεγάλωσαν στη συνέχεια.
2. Μια στρατηγική που μειώνει το συναλλαγματικό κίνδυνο είναι η χρησιμοποίηση «σκληρών» νομισμάτων. Οι αμερικάνικες τράπεζες μετέτρεψαν τα δάνειά τους σε δολάρια και η κατάρρευση του peso δεν τις επηρέασε αυτή καθ' εαυτή. Η παράλληλη βέβαια οικονομική κατάρρευση στο Μεξικό τις επηρέασε, αφού πολλά δάνεια αποπληρώθηκαν μόνο εν' μέρει.
3. Ο καλύτερος χρόνος εισόδου σε μια αγορά είναι μετά από την πτώση. Η είσοδος στη μεξικάνικη αγορά στα τέλη του 1982 είχε αν μη τι άλλο το πλεονέκτημα της παροχής δυνατοτήτων για φθηνές αγορές.

2.2 Η κρίση του Μεξικάνικου peso του 1994-95

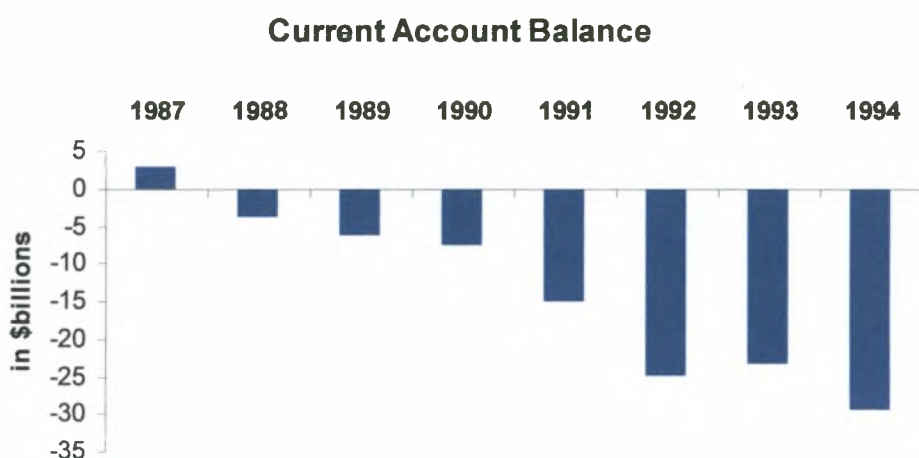
Στην περίοδο 1988-1993 το οικονομικό περιβάλλον στο Μεξικό ήταν θετικό, ως αποτέλεσμα οικονομικών μεταρρυθμίσεων και αλλαγών που ακολούθησαν την κρίση του 1982. Οι αλλαγές που εισήχθησαν περιελάμβαναν τη μείωση του πληθωρισμού, τη σύσφιξη της δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής, την απελευθέρωση του εμπορίου και μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία, με το τελευταίο να αποτελεί τη βασική πυξίδα (anchor) για την περίοδο αυτή. Το peso προσδέθηκε στο δολάριο το 1988 και στη συνέχεια αφέθηκε να διολισθησει σε ποσοστό που προ-ανακοινώθηκε. Αυτό συνεχίστηκε μέχρι το 1991, οπότε το peso επιτρέπονταν να κυμανθεί σε μία συναλλαγματική ζώνη, όπως αρκετά νομίσματα άλλων αναδυόμενων αγορών (π.χ. το Κολομβιανό peso) την εποχή εκείνη. Τα μέτρα που υιοθετήθηκαν αποδείχτηκαν αποτελεσματικά μέχρι το 1992 και το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (Gross Domestic Product ή GDP) αυξήθηκε κατά μέσο όρο με ετήσιους ρυθμούς από 0,5% έως 3,5%. Ο πληθωρισμός μειώθηκε από 160% σε μονοψήφιο αριθμό το 1993 και το εξωτερικό χρέος από το 50% του GDP στο 22% αυτού. Οι εισροές κεφαλαίων που αυξάνονταν με ένα μέσο όρο 6% του GDP την περίοδο 1990-93 ενδυνάμωσαν τα διεθνή συναλλαγματικά αποθέματα του Μεξικού, από \$6,5b σε \$25,5b. Το 1993 η οικονομία του Μεξικού αντιμετώπισε προβλήματα, κατάφερε όμως πάλι να αντεπεξέλθει. Συγκεκριμένα η αύξηση στο GDP κατέβηκε πάλι στο 0,5% και οι εξαγωγές αυξάνονταν μεν, αλλά με φθίνοντα ρυθμό. Εξαιτίας της υπερκάλυψης των εξαγωγών από τις εισαγωγές, το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μεγάλωσε από το 2,5% του GDP το 1988 στο 6,75%. Αυτό το έλλειμμα σε συνδυασμό με τη σταθερή ισοτιμία, οδήγησε σε πραγματική ανατίμηση του peso κατά περισσότερο από 60% από τα τέλη του 1987 έως τα τέλη του 1992. Στην αρχή του 1994 το peso διακυμαίνονταν σε στενό εύρος (ζώνη) που είχε προ-ανακοινωθεί και επεκτάθηκε σε 14% στο τέλος Δεκεμβρίου του ίδιου έτους. Ο πληθωρισμός αναμένονταν να διατηρηθεί κάτω από το 10%. Λαμβάνοντας υπόψη τα γεγονότα του 1993 και τις επερχόμενες προεδρικές εκλογές στα μέσα της επόμενης χρονιάς, οι Μεξικάνικες Αρχές σχεδίασαν χαλάρωση της δημοσιονομικής πολιτικής. Επίσης περίμεναν ότι με την έγκριση του North American Free Trade Association (NAFTA) το Νοέμβριο του 1993 οι ξένες επενδύσεις θα αυξάνονταν με ταχύτερο ρυθμό, ενώ αύξηση προσδοκούσαν και στις εξαγωγές και το GDP. Ωστόσο στις 22 Δεκεμβρίου του 1994 οι αρχές αναγκάστηκαν να επιτρέψουν την ελεύθερη διακύμανση του peso και τις επόμενες ημέρες ακολούθησε μια απότομη υποτίμηση. Στις 31 Ιανουαρίου του 1995

το peso άξιζε 40% λιγότερο από ότι στα μέσα Δεκεμβρίου. Σχετικά με τις αιτίες που προκάλεσαν την κρίση του peso στη διεθνή βιβλιογραφία αναφέρονται τρία βασικά σενάρια, όχι απαραίτητα αλληλοαναιρούμενα, που θα εξετάσουμε στη συνέχεια.

Σύμφωνα με το σενάριο της μη διατηρήσιμης εξωτερικής θέσης ("unsustainable external position" view), η εφαρμογή ενός σταθεροποιητικού προγράμματος σε ένα σταθερό καθεστώς σταθερής ισοτιμίας οδηγεί σε ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας και σε επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών που δεν μπορεί να διατηρηθεί μακροχρόνια. Η «πραγματική» ανατίμηση δημιουργείται για διάφορους λόγους: κατ' αρχήν οι τιμές και ο πληθωρισμός μισθών είναι βραδυκίνητοι λόγω αδράνειας (όπως εξηγήσαμε στην παράγραφο 1.5), με συνέπεια ο πληθωρισμός να πέφτει βραδύτερα από το ελεγχόμενο ποσοστό διολίσθησης του νομίσματος. Επίσης η σταθεροποίηση που βασίζεται στη ισοτιμία οδηγεί σε πτώση του πραγματικού επιτοκίου (αφού τα ονομαστικά επιτόκια πέφτουν πιο γρήγορα από τον πληθωρισμό εφόσον το νόμισμα είναι προσδεμένο), επομένως οδηγεί και σε επέκταση της συνολικής ζήτησης η οποία με τη σειρά της προκαλεί παρατεταμένα ελλείμματα ισοζυγίου και ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας. Παρότι καθοδηγούνται κυρίως από την πτώση στην αποταμίευση του ιδιωτικού τομέα παρά από ανεπάρκεια στη δημοσιονομική κατάσταση, τα ελλείμματα και η ανατίμηση καθίστανται τελικά μη διατηρήσιμα. Επομένως μια συνακόλουθη πραγματική υποτίμηση είναι επιβεβλημένη, για να αποκατασταθεί το αρχικό επίπεδο ανταγωνιστικότητας και η ισορροπία στο ισοζύγιο.

Στις αρχές της δεκαετίας του 90 η πιστοληπτική ικανότητα (σε όρους risk rating) του Μεξικού βελτιώθηκε και η χώρα προσέλκυε τεράστια ποσά ξένων κεφαλαίων. Το νόμισμα άρχισε να ανατιμάται. Την περίοδο εκείνη ο πληθωρισμός σε Μεξικό και ΗΠΑ κινήθηκε προς την ίδια κατεύθυνση, το επίπεδο τιμών καταναλωτή στο Μεξικό όμως συνέχισε να ανεβαίνει πιο γρήγορα σχετικά με το επίπεδο στις ΗΠΑ. Μέχρι το Νοέμβριο του 1994 ο δείκτης τιμών καταναλωτή (Consumer Price Index ή CPI) στο Μεξικό ανέβηκε κατά 187% ακλουθώντας την υιοθέτηση της πρόσδεσης στο δολάριο, ενώ στις ΗΠΑ μόλις κατά 29%. Η σταθερή ή σχεδόν σταθερή ισοτιμία ήταν ισοδύναμη με τη διατήρηση τιμών οροφής στα εισαγόμενα προϊόντα που περιλαμβάνονταν στον μεξικάνικο CPI. Στα σχέδια των νομισματικών αρχών περιλαμβάνονταν η πτώση του πληθωρισμού και η σταθεροποίηση της αξίας του peso. Επιπλέον η κυβέρνηση απελευθέρωσε την οικονομία και μείωσε τους δασμούς στα εισαγόμενα προϊόντα, διαπραγματευόμενη συμφωνίες ελεύθερου εμπορίου.

Αυτές οι πολιτικές, σε συνδυασμό με την αυξανόμενη πρόσβαση σε εγχώρια και ξένη πίστωση (η κυβέρνηση επέκτεινε την εγχώρια πίστωση για να αποτρέψει αύξηση στα επιτόκια κατά τη διάρκεια πρόσδεσης της ισοτιμίας), οδήγησαν σε απότομη πτώση του πληθωρισμού. Επιπλέον, οι προωθούμενες δομικές μεταρρυθμίσεις είχαν συνεισφορά στην αύξηση των δαπανών του ιδιωτικού τομέα. Η ιδιωτική κατανάλωση και επένδυση αυξήθηκε, ενώ η ιδιωτική αποταμίευση μειώθηκε κατά 10% του GDP. Ο συνδυασμός των παραπάνω δυνάμεων την περίοδο 1988-94 οδήγησε στην επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών που αναφέραμε στην αρχή του κεφαλαίου. Στο παρακάτω γράφημα σχεδιάσαμε τα προοδευτικά ελλείμματα ισοζυγίου για την περίοδο 1987-94:

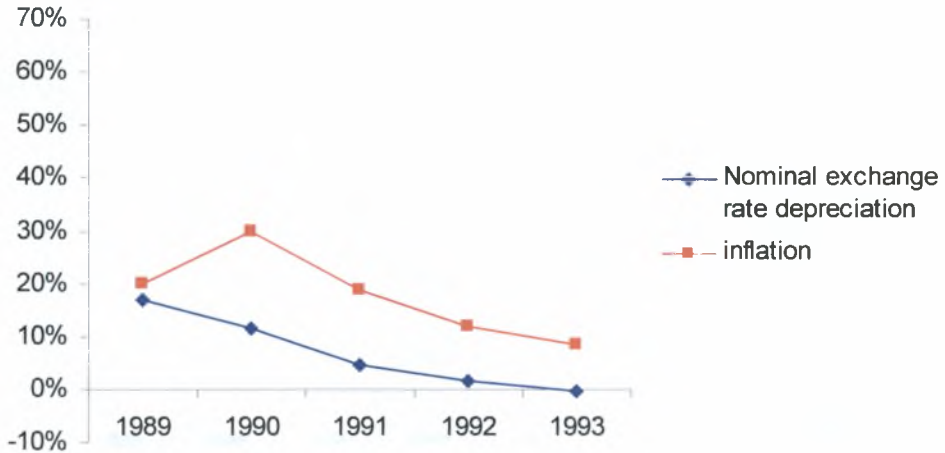


Πηγή: "Factors Behind the Financial Crisis in Mexico": Annex I, IMF

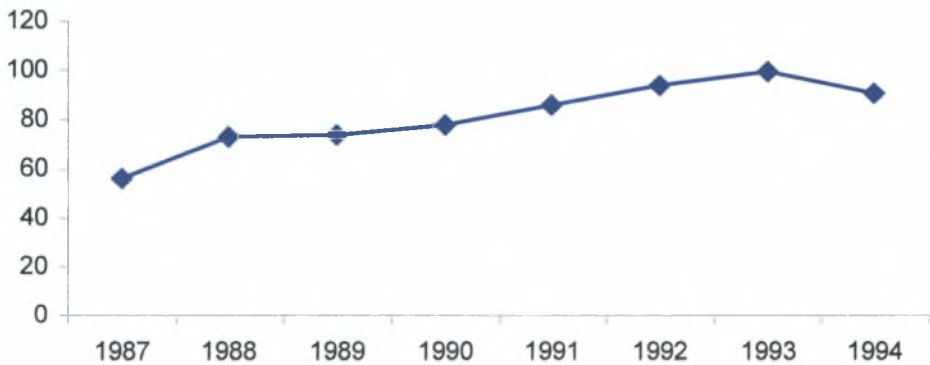
Σύμφωνα με σχετική έκδοση του IMF⁵, οι συνολικές εισαγωγές αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 24% την περίοδο 1989-92. Η αύξηση του εξωτερικού ελλείμματος του Μεξικού αντικατοπτρίστηκε με αύξηση κατά 20% της αξίας των εισαγωγών, σε σύγκριση με την αύξηση κατά 14% της αξίας των εξαγωγών. Ο συνδυασμός των παραπάνω παραγόντων με το καθεστώς σταθερής ισοτιμίας, οδήγησε σε ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας του peso πάνω από 60% από τα τέλη του 1987 έως το 1992. Μεγάλος μέρος της ανατίμησης έγινε σε καθεστώς σταθερής ισοτιμίας, το μεγαλύτερο όμως ποσοστό ανατίμησης ακολούθησε και έγινε σε καθεστώς συναλλαγματικής ζώνης (crawling peg) και μετά την εισαγωγή του συστήματος εύρους διακύμανσης, το Νοέμβριο του 1991.

⁵ World Economic Outlook (1995): "Factors Behind the Financial Crisis in Mexico": Annex I, IMF

Όπως φαίνεται στα παρακάτω γραφήματα, το πρόγραμμα σταθεροποίησης με βασικό άξονα την ισοτιμία προκάλεσε πτώση στα πραγματικά επιτόκια (εφόσον με προσδεδμεμένο νόμισμα τα ονομαστικά επιτόκια πέφτουν πιο γρήγορα από τον πληθωρισμό). Αυτό οδήγησε σε αύξηση της συνολικής ζήτησης και τελικά σε έλλειμμα του ισοζυγίου και σε ανατίμηση της ισοτιμίας:



Real exchange rate



Πηγή: "Factors Behind the Financial Crisis in Mexico": Annex I, IMF

Η συναλλαγματική πολιτική του Μεξικού αναμένονταν να μειώσει το βαθμό αδράνειας του πληθωρισμού και να θέσει ένα άνω φράγμα στις τιμές των εμπορευσιμων αγαθών. Το σταθεροποιητικό σχέδιο πράγματι κατάφερε να μειώσει την αδράνεια, αλλά δεν την εξάλειψε. Όπως είδαμε στα παραπάνω γραφήματα, ο πληθωρισμός έπεφτε πιο αργά από το ελεγχόμενο ποσοστό υποτίμησης του νομίσματος. Στην πραγματικότητα η πτώση στον πληθωρισμό ήταν βασανιστικά αργή και -όπως συνέβη στη Χιλή προηγουμένως-, η προσπάθεια μείωσης του πληθωρισμού με βασικό άξονα

τη σταθερή ισοτιμία συνοδεύτηκε από ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας. Επιπλέον ενώ κατά την περίοδο της ορμητικής αναζήτησης εισροών η πραγματική ισοτιμία ανατιμήθηκε χωρίς δυσκολία, όταν μειώθηκε στη συνέχεια η διαθεσιμότητα των ξένων κεφαλαίων, οι ονομαστικοί μισθοί και η ακαμψία των τιμών κατέστησαν δύσκολη την πραγματική υποτίμηση σε όρους προσδεδεμένου νομίσματος. Η προσκόλληση σε άκαμπτο σύστημα ισοτιμιών και τα αρνητικά οικονομικά σοκ απομάκρυναν με αυξανόμενο προοδευτικά ρυθμό την πιθανότητα ομαλής προσγείωσης, εφόσον οι κινήσεις κεφαλαίων μειώθηκαν το 1994. Μόνη λύση που απέμενε ήταν μια ξαφνική υποτίμηση του νομίσματος. Στις 20 Δεκεμβρίου του 1994 οι Αρχές, ύστερα από βαριές απώλειες συναλλαγματικών διαθεσίμων, αποφάσισαν να επεκτείνουν το όριο διακύμανσης της συναλλαγματικής ζώνης. Δύο μόλις μέρες αργότερα επέτρεψαν την ελεύθερη διακύμανση της ισοτιμίας και το peso υποτιμήθηκε σε μεγάλο ποσοστό. Η υποτίμηση επέτρεψε στη χώρα να εξαγει φθηνότερα και να εισάγει λιγότερο, επανακτώντας τη χαμένη ανταγωνιστικότητα και μειώνοντας το έλλειμμα του ισοζυγίου.

Σύμφωνα με τον Jeffrey Sachs⁶, η ξαφνική υποτίμηση δεν ήταν απαραίτητη για την επανάκτηση της ανταγωνιστικότητας. Στο τέλος του 1993, η πραγματική ισοτιμία είχε ανατιμηθεί σχετικά με τη μακροχρόνια τιμή της κατά 20,5%. Το 1994 ο πληθωρισμός μειώθηκε στο επίπεδο του 5%-8% ετησίως, σε σημείο που η υπερτίμηση τέθηκε υπό έλεγχο. Επιπλέον το Μάρτιο του 1994, η ονομαστική ισοτιμία υποτιμήθηκε κατά 10% και την ίδια στιγμή το US\$ υποτιμούνταν σε πραγματικούς όρους σε σχέση με τα Ευρωπαϊκά νομίσματα και το yen, με συνέπεια η μονομερής (unilateral) ισοτιμία του Μεξικού να είχε ανατιμηθεί περισσότερο από τη διμερή (bilateral) ισοτιμία του με το US\$. Μια νέα προσαρμογή ήταν απαραίτητη, δεν ήταν απαραίτητο όμως να γίνει τόσο ξαφνικά. Στην περίπτωση που το Μεξικό είχε επιλέξει μια πορεία σταδιακής προσαρμογής τα ονομαστικά επιτόκια του peso θα έπρεπε να παραμείνουν ικανοποιητικά υψηλά, για να συντηρήσουν μια ικανοποιητική δολαριακή (dollar-based) απόδοση σε peso assets.

Το δεύτερο σενάριο του δυσμενούς σοκ ("adverse shock" view) υποστηρίζει ότι η κρίση του peso οφείλονταν σε μια σειρά εξωγενών σοκ (από το εγχώριο πολιτικό και το διεθνές οικονομικό περιβάλλον) κατά το 1994 που δεν μπορούσαν να προβλεφτούν αλλά και δεν κατανοήθηκαν στις πραγματικές τους διαστάσεις από τις

⁶ Sachs, J. (1995): "The Collapse of the Mexican Peso: What have we learned?"

Αρχές του Μεξικού, οι οποίες είχαν χαλαρώσει με την ιδέα ότι η πολιτική αποστειρωμένης παρέμβασης που φαινόταν επιτυχημένη το Μάρτιο θα μπορούσε να συνεχιστεί και το Νοέμβριο. Στις 1 Ιανουαρίου 1994, οι αντάρτες του Chiapas έκαναν κατάληψη σε έξι πόλεις. Ανεξάρτητα από αυτό το γεγονός, εξαπίας της καλής οικονομικής συγκυρίας τα τελευταία χρόνια και των υψηλών προσδοκιών για το μέλλον, η Κεντρική Τράπεζα ανέβασε δύο φορές τα επιτόκια (το Φεβρουάριο και στις 22 Μαρτίου) κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά, που έφτασαν στο 3,25%. Την επόμενη ημέρα από την τελευταία αύξηση ο υποψήφιος Πρόεδρος Donald Colossio δολοφονήθηκε και η μεγάλη εκροή κεφαλαίων που ακολούθησε έθεσε το νόμισμα σε μεγάλη πίεση. Η εκροή τροφοδοτήθηκε επίσης από το ισχυρό αναπτυξιακό momentum των βιομηχανικών οικονομιών και ειδικότερα των ΗΠΑ, ενώ η συνακόλουθη αύξηση των επιτοκίων οδήγησε τους επενδυτές να αποσύρουν χρήματα από τις αναδυόμενες οικονομίες. Η πίεση στον κρατικό τομέα της οικονομίας του Μεξικού ανάγκασε την κυβέρνηση να αλλάξει τη στρατηγική χρηματοδότησης εκδίδοντας τα Tesobonos, βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα που πληρώνονταν σε pesos αλλά συνδέονταν με το US\$, αντί των παραδοσιακών Cetes.

Αφού το peso δεν αφήνονταν σε ελεύθερη διακύμανση η BdM έπρεπε να παρεμβαίνει για να διατηρείται η τιμή του peso εντός της συναλλαγματικής ζώνης, δεδομένων των μεγάλων χρηματικών εκροών. Οι παρεμβάσεις ήταν αποστειρωμένες (με σκοπό να διατηρήσουν τα τρέχοντα επίπεδα στην προσφορά χρήματος και τα επιτόκια) και πίεσαν τα συναλλαγματικά αποθέματα κατά \$3,4b το Μάρτιο και κατά \$8,2b τον Απρίλιο.

Η BdM ανέβασε τα επιτόκια κατά 25 μονάδες βάσης στις 18 Απριλίου και επιπλέον κατά 50 μονάδες βάσης στις 17 Μαΐου. Μια βραχυπρόθεσμη γραμμή πίστωσης ποσού \$6,75b εγκρίθηκε από το NAFTA προς βοήθεια στο Μεξικό στην υπεράσπιση του peso. Αυτοί οι δύο παράγοντες βοήθησαν στην προσωρινή εκτόνωση των άμεσων πιέσεων στις χρηματοοικονομικές αγορές και τα συναλλαγματικά αποθέματα παρέμειναν σταθερά για τους επόμενους μήνες.

Τις πρώτες δύο εβδομάδες του Δεκεμβρίου το Μεξικό αντιμετώπισε εκ' νέου αυξανόμενη νομισματική και οικονομική πίεση, αφού αναδύθηκαν στην επιφάνεια πιέσεις στις αγορές μετοχών και ομολόγων. Η πίεση προήλθε από το γεγονός ότι ο Jose Ruiz Massieu (Γενικός Γραμματέας του κόμματος PRI) εκτελέστηκε το Σεπτέμβριο και ο αδελφός του (Γενικός Αναπληρωτής Εισαγγελέας του Μεξικού) παραιτήθηκε, ισχυριζόμενος συγκάλυψη της δολοφονίας. Επιπλέον στις 19 Δεκεμβρίου σημειώθηκε έκρηξη ηφαιστείου στις νότιες περιοχές των Chiapas. Τα

διεθνή συναλλαγματικά αποθέματα έπεσαν στα \$10,5b. Οι Αρχές προσπάθησαν να ανεβάσουν το όριο διακύμανσης του peso στο 15%, αλλά το μέτρο δεν απέδωσε. Η ασφυκτική πίεση προκάλεσε υποτίμηση του peso στις 20 Δεκεμβρίου, ενώ δύο μέρες μετά τα αποθέματα συρρικνώθηκαν κατά \$4b και το peso αφέθηκε σε ελεύθερη διακύμανση.

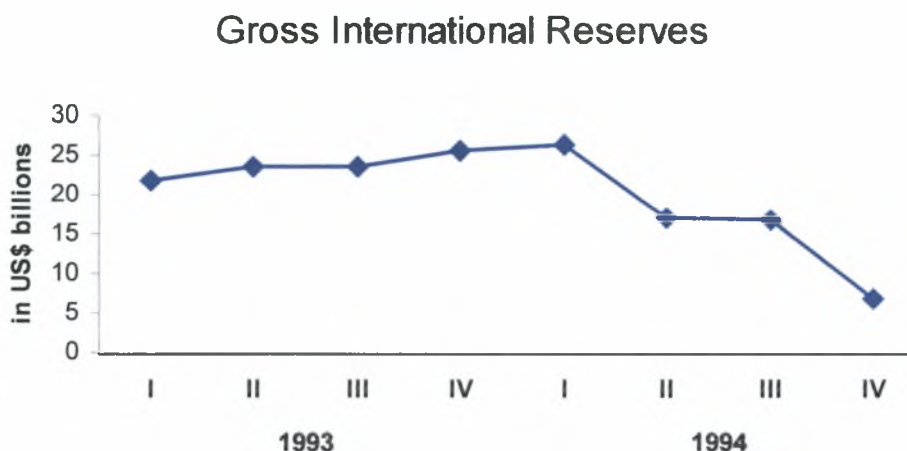
Συμπερασματικά, τα παραπάνω γεγονότα δείχνουν ότι τα πολιτικά σοκ και ο εξωγενής παράγοντας της ανόδου των ξένων επιτοκίων διαδραμάτισαν σημαντικό ρόλο στην οικονομική κρίση του Μεξικού το 1994. Η δολοφονία του Massieu ήταν αδύνατο να προβλεφτεί και μια δεύτερη επανάσταση των Chiapas έμοιαζε πιθανή, κανείς όμως δεν μπορούσε να την τοποθετήσει χρονικά με ακρίβεια. Παρόλα αυτά μια αύξηση στα ξένα επιτόκια έγινε μετά από λίγο ιδιαίτερα πιθανή. Για τους λόγους αυτούς, οι Αρχές του Μεξικού θα έπρεπε να έχουν αυξήσει νωρίτερα τα όρια διακύμανσης της συναλλαγματικής ζώνης και να σταματήσουν τις αποστειρωμένες παρεμβάσεις.

Σύμφωνα με το τρίτο σενάριο της χαλάρωσης της κυβερνητικής πολιτικής ("policy slippages" view), τα δυσμενή σοκ που χτύπησαν το Μεξικό το 1994 επιδείνωσαν την ήδη αποδυναμωμένη οικονομία -λόγω ελλειμμάτων στα εξωτερικά ισοζύγια- και απαιτούνταν μια σφιχτότερη νομισματική πολιτική από αυτήν που ακολουθήθηκε, με πιθανή αύξηση του εύρους διακύμανσης της ισοτιμίας. Τα παραπάνω θα αποτελούσαν μήνυμα προς τις αγορές ότι οι Αρχές θα διατηρούσαν πάση θυσία το συναλλαγματικό καθεστώς. Η αποτυχία εφαρμογής μιας περιοριστικής νομισματικής πολιτικής και η ανεπαρκής άνοδος στα επιτόκια το 1994, έπληξαν την αξιοπιστία ως προς την υπεράσπιση της ισοτιμίας.

Η δολοφονία του υποψηφίου Προέδρου Luis Donaldo Colossio του PRI δημιούργησε μεγάλο προβληματισμό για το πολιτικό και οικονομικό μέλλον της χώρας, ενώ αυξάνονταν οι φήμες για αλλαγή της ισοτιμίας. Η ζήτηση για μεξικάνικα χρεόγραφα μειώθηκε από εγχώριους και ξένους επενδυτές, ενώ σημειώνονταν εκροές κεφαλαίων που δεν αποτράπηκαν ούτε μετά την κατά 10% υποτίμηση και την κατά 7% αύξηση των επιτοκίων. Οι απώλειες στα συναλλαγματικά διαθέσιμα έφτασαν τα \$3,5b. Η κυβέρνηση αντί να χρηματοδοτήσει το έλλειμμα με ιδιωτικά κεφάλαια ξόδευε τεράστια αποθέματα για την υπεράσπιση του νομίσματος μέχρι εξαντλήσεως και βρέθηκε στο δίλημμα της περαιτέρω αύξησης των επιτοκίων (ρискάροντας μια ύφεση σε έτος εκλογών) ή στην αντικατάσταση των βραχυπρόθεσμων Cetes που έληγαν, με χρεόγραφα συνδεδεμένα με το δολάριο που έφεραν πολύ μικρότερο τοκομερίδιο (Tesobonos). Η απόφαση που πάρθηκε αφορούσε στη διατήρηση της σταθερής

ισοτιμίας και την αποφυγή μεγαλύτερων αυξήσεων στα επιτόκια. Η αποτροπή της ανόδου στα επιτόκια έγινε με την επέκταση της εγχώριας πίστωσης και τη μετατροπή των Cetes σε Tesobonos. Όπως είδαμε παραπάνω, οι Αρχές προσπάθησαν να επεκτείνουν το εύρος διακύμανσης της ζώνης στο 15%, ενώ δύο μέρες αργότερα έχοντας χάσει αποθέματα αξίας \$4b, αναγκάστηκαν να αφήσουν το peso σε ελεύθερη διακύμανση.

Όταν εξαντλήθηκαν τα αποθέματα, ο ιδιωτικός τομέας άρχισε να πουλάει χρεόγραφα στην BdM με επιτόκια μικρότερα από εκείνα που ζητούσαν οι ξένοι επενδυτές. Η πώληση χρεογράφων εμφανίστηκε στον ισολογισμό της Κεντρικής Τράπεζας ως εγχώρια πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα και την κυβέρνηση, αφού οι απαιτήσεις της Κεντρικής Τράπεζας (από τον ιδιωτικό τομέα και την κυβέρνηση) μεγάλωσαν. Οι Μεξικάνοι χρησιμοποίησαν τα pesos που δημιουργήθηκαν από την πιστωτική επέκταση στη συνέχιση της χρηματοδότησης του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, του οποίου η αξία σε pesos μετατράπηκε σε US\$ για να καλύψει τη διαφορά μεταξύ εισαγωγών και εξαγωγών. Η BdM πουλούσε τότε στους εισαγωγείς τα δολάρια που χρειαζόνταν για την κάλυψη του ελλείμματος, ενέργεια που οδήγησε σε εξάντληση των αποθεμάτων της. Στο παρακάτω γράφημα παριστάνουμε την φθίνουσα πορεία των αποθεμάτων την περίοδο 1993-94:



Πηγή: "Factors Behind the Financial Crisis in Mexico": Annex I, IMF

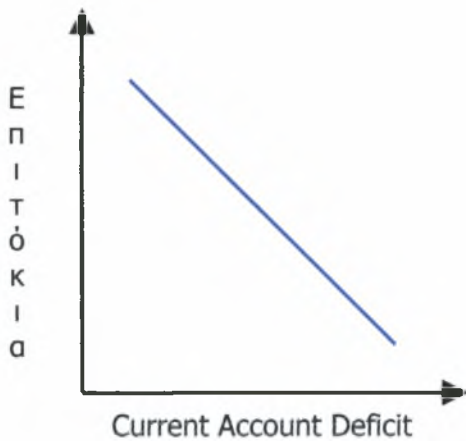
Λόγω της εύθραυστης κατάστασης στο τραπεζικό σύστημα, οι νομισματικές Αρχές δεν άφησαν τα επιτόκια να ανέβουν. Μια απότομη άνοδο στα επιτόκια θα μεγάλωνε τον αριθμό των μη εξυπηρετούμενων δανείων, εν' μέρει επειδή τα περισσότερα

δάνεια στο Μεξικό συνάπτονταν με κυμαινόμενο επιτόκιο που ανταποκρίνονταν γρήγορα στα επιτόκια της αγοράς.

Το νόμισμα δεν αφέθηκε να υποτιμηθεί, επειδή αυτό θα είχε αντίκτυπο στην αξιοπιστία και το δημόσιο αίσθημα σε χρονιά εκλογών. Η αξιοπιστία αποτελούσε σημαντικό παράγοντα που έδειχνε τη συνέπεια και τη σοβαρότητα της ακολουθούμενης πολιτικής που είχε στόχο τη μείωση των προσδοκιών για υποτίμηση και την οριστική πτώση των επιτοκίων. Η αξιοπιστία μιας σταθερής ισοτιμίας και ο χρόνος που μια ακολουθούμενη πολιτική συνεχίζει να υφίσταται, βρίσκονται σε συνάρτηση. Το νόμισμα έπρεπε λοιπόν να παραμείνει με κάθε κόστος στη ζώνη που είχε προ-ανακοινωθεί, ακόμη και μετά την έλευση ενός μεγάλου εξωγενούς σοκ. Οι Αρχές κατάφεραν σταδιακά να πείσουν το κοινό για την ουσιαστική τους δέσμευση, κατεβάζοντας τα ονομαστικά επιτόκια του peso. Η μετέπειτα απόφασή τους να εγκαταλείψουν τη δέσμευση για ένα καθεστώς ελεγχόμενης ισοτιμίας (παρά τις επαναλαμβανόμενες ανακοινώσεις περί του αντιθέτου), είχε μεγάλο αρνητικό αντίκτυπο στις προσδοκίες της αγοράς.

Η μείωση των διεθνών συναλλαγματικών αποθεμάτων και η αύξηση στο βραχυπρόθεσμο χρέος σε δολάρια, άφησε την κυβέρνηση χωρίς ρευστότητα και χρηματοοικονομικά ευάλωτη. Αρκετοί οικονομολόγοι πιστεύουν ότι το πρόβλημα ρευστότητας δεν οφείλονταν στα οικονομικά σοκ, αλλά στην απροθυμία των νομισματικών Αρχών να επιτρέψουν άνοδο των επιτοκίων ή διακύμανση της ισοτιμίας. Η απώλεια συναλλαγματικών διαθεσίμων ήταν αποτέλεσμα κυρίως της πιστωτικής επέκτασης (για να εμποδιστεί η άνοδος στα επιτόκια), παρά της απώλειας εμπιστοσύνης. Η απώλεια εμπιστοσύνης από μόνη της θα είχε οδηγήσει σε υψηλότερα επιτόκια και μικρότερο έλλειμμα. Χωρίς την πιστωτική επέκταση η χώρα θα είχε μικρότερες εισροές κεφαλαίων, δεν θα είχε όμως απολέσει (στο βαθμό που αυτό έγινε) τα συναλλαγματικά της διαθέσιμα. Το Μεξικό θα μπορούσε να επεκτείνει την εγχώρια πίστωση ελεγχόμενα, αφήνοντας την ισοτιμία να υποτιμηθεί. Ο συνδυασμός πιστωτικής επέκτασης και προσδεδεμένης ισοτιμίας οδήγησε απλά σε εξάντληση των αποθεμάτων.

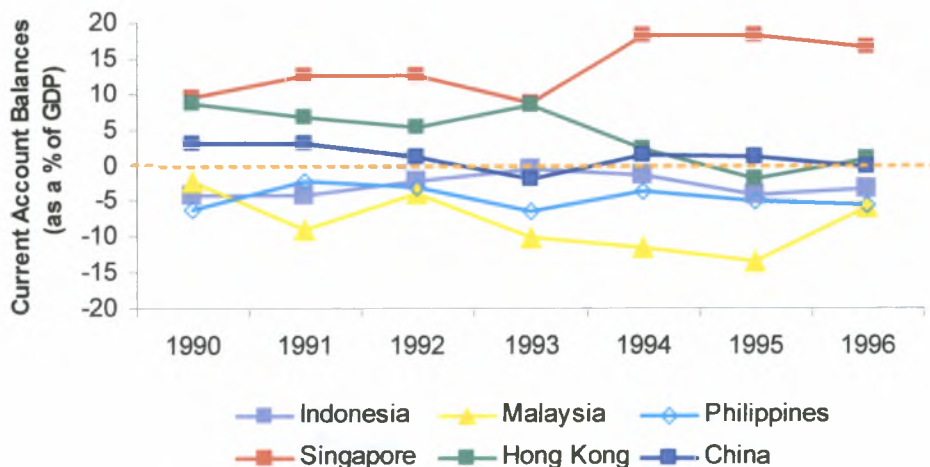
Με τα επιτόκια να μην ανεβαίνουν οι ξένοι επενδυτές επένδυσαν αλλού, εφόσον η απόδοση των χρεογράφων του Μεξικού δεν βρίσκονταν σε ευθυγράμμιση με τον αυξανόμενο κίνδυνο. Η άνοδος των επιτοκίων θα είχε βοηθήσει στη χρηματοδότηση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, όπως φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα:



Το έλλειμμα θα ελαττώνονταν, καθώς θα μειώνονταν οι επενδύσεις και θα αυξάνονταν οι αποταμιεύσεις. Αυτός ο μηχανισμός θα δούλευε με ή χωρίς υποτίμηση, μόνο ως αποτέλεσμα των υψηλότερων επιτοκίων. Το έλλειμμα θα μειώνονταν αλλά θα συνέχιζε να χρηματοδοτείται από ιδιωτικά κεφάλαια, σε χαμηλότερο ποσοστό και με υψηλότερα επιτόκια βέβαια. Ωστόσο, δεν θα υπήρχε λόγος μείωσης των συναλλαγματικών αποθεμάτων.

2.3 Η νομισματική κρίση της Σιγκαπούρης του 1997-98

Στην παράγραφο αυτή θα εξετάσουμε την Ασιατική νομισματική και οικονομική κρίση του 1997-98, υπό την έννοια της επιρροής που αυτή είχε στα μακροοικονομικά μεγέθη μιας αναδυόμενης αγοράς (Σιγκαπούρη) που επηρεάστηκε από την κρίση. Η Ασιατική κρίση έπληξε και τη Σιγκαπούρη, αν σε μικρότερο βαθμό από άλλες χώρες της περιοχής. Ενώ η ισοτιμία στα νομίσματα πολλών Ασιατικών χωρών υπέστη υποτίμηση κατά τη δεκαετία του 90, η Σιγκαπούρη είδε αντίθετα το νόμισμά της να ανατιμάται από το 1,7 το 1990 στο 1,4 στο τέλος του 1996. Θα δούμε στη συνέχεια ότι η Σιγκαπούρη είχε καλές επιδόσεις σε πολλούς οικονομικούς δείκτες τόσο πριν, όσο και μετά την κρίση. Σχεδιάσαμε το παρακάτω γράφημα για να δείξουμε ότι η χώρα είχε ιδιαίτερα θετικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ενώ τα νομίσματα πολλών άλλων Ασιατικών χωρών βρίσκονταν σε έλλειμμα:



Πηγή: "An Introduction to Open Economy Macroeconomics, Currency Crises and the Asian Crisis"

Επιπρόσθετα, σύμφωνα με εκθέσεις που δημοσιεύτηκαν από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (International Monetary Fund ή IMF), ένας λόγος που η Σιγκαπούρη (όπως άλλωστε και η Μαλαισία) δεν επλήγησαν σοβαρά από την κρίση, ήταν ότι βασίστηκε σε άμεσες επενδύσεις και σε επενδύσεις χαρτοφυλακίου για τη χρηματοδότηση των εγχώριων επενδύσεων, ενώ άλλες χώρες (όπως η Κορέα και η Ταϊλάνδη) ήταν εξαρτώμενες σε υπερβολικό βαθμό από εξωτερικό δανεισμό. Έτσι, ενώ η δυνατότητα αποπληρωμής ξένου δανεισμού χειροτέρευσε με την υποτίμηση των νομισμάτων στις Ασιατικές οικονομίες, η Σιγκαπούρη δεν επηρεάστηκε δραματικά.

Ωστόσο η χώρα ένοιωσε τα αποτελέσματα μετάδοσης της κρίσης. Επιγραμματικά σημειώνουμε: Στην αρχή της κρίσης (τον Ιούλιο-Αύγουστο του 1997) η πτώση του baht εξαπλώθηκε στο ringitt, τη rupiah και το peso και μέχρι το Σεπτέμβριο η κρίση μεταδόθηκε στην Ταϊβάν και τη Σιγκαπούρη. Στο τέλος του 1997 το δολάριο της Σιγκαπούρης (Singapore dollar ή S\$) είχε αποδυναμωθεί αισθητά και στο εννιάμηνο που έληξε τον Μάρτιο του 1998 είχε πέσει κατά 12,14% σχετικά με το Αμερικάνικο δολάριο. Η κερδοσκοπική επίθεση στο S\$ ήταν μάλλον το αποτέλεσμα του φόβου των επενδυτών για έκθεση σε Ασιατικές οικονομίες, παρά μια αντίδραση στα θεμελιώδη μεγέθη της Σιγκαπούρης. Στις 17 Ιουλίου οι νομισματικές Αρχές υιοθέτησαν την υποτίμηση του S\$ στο χαμηλότερο επίπεδο από το Φεβρουάριο του 1995. Η χώρα προστατεύτηκε εν' μέρει από την κρίση αφήνοντας το S\$ να υποτιμηθεί έναντι του US\$, ενώ παράλληλα κατέβασε τα εγχώρια επιτόκια σε χαμηλότερα επίπεδα. Θα παρακολουθήσουμε στη συνέχεια τις μεταβολές που σημειώθηκαν στα μεγέθη της οικονομίας:

GDP: Πριν από την κρίση το GDP της Σιγκαπούρης αυξάνονταν με ετήσιο ρυθμό της τάξης του 6,29%-10,44%, από το 1990 έως το 1996. Το 1998 τα αποτελέσματα της κρίσης εμφανίστηκαν στη χώρα, αφού ο ρυθμός αύξησης του GDP έφτασε μόνο το 0,1% τη χρονιά εκείνη:



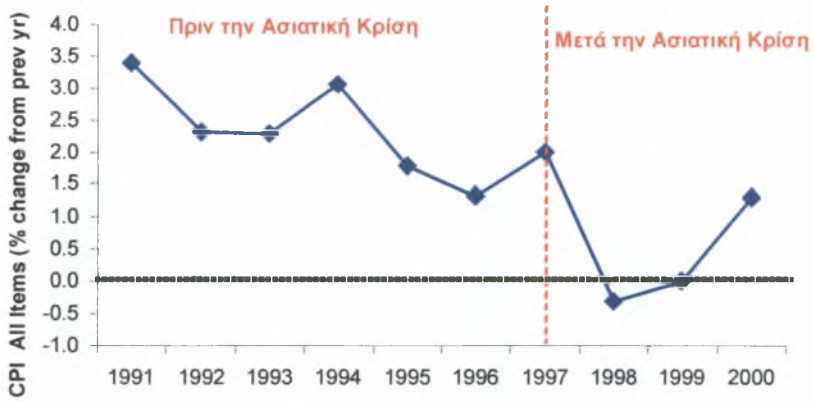
Πηγές: "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?" & εκδόσεις του IMF

Αποταμίευση: Αντίθετα το ποσοστό της αποταμίευσης παρέμεινε υψηλό την περίοδο 1990-2000 και δεν έδειξε να επηρεάζεται από τις κρίσεις στις Ασιατικές οικονομίες:



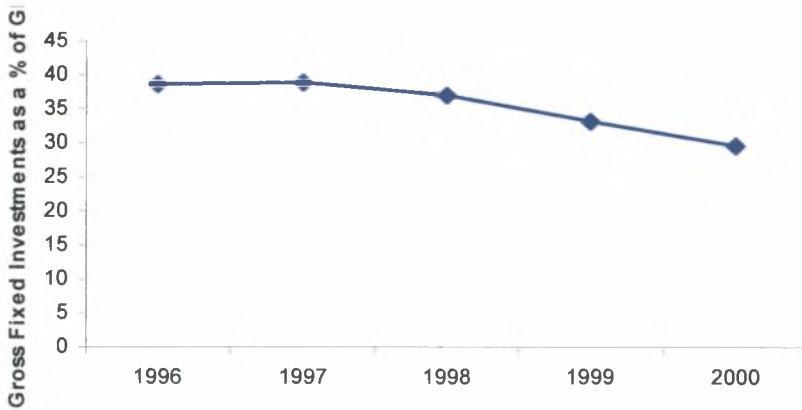
Πηγές: "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?" & εκδόσεις του IMF

Πληθωρισμός: Ο πληθωρισμός της Σιγκαπούρης μειώθηκε αισθητά μετά την κρίση και έφτασε ακόμη και σε αποπληθωρισμό της τάξης του -0,3% το 1998. Η μείωση του ποσοστού του πληθωρισμού ήταν αποτέλεσμα της κυβερνητικής προσπάθειας να κρατήσει χαμηλά τα επιτόκια. Όταν αργότερα οι συνθήκες στην οικονομία βελτιώθηκαν ο πληθωρισμός άρχισε πάλι να ανεβαίνει, αλλά δεν έφτασε στα προ της κρίσης επίπεδα:



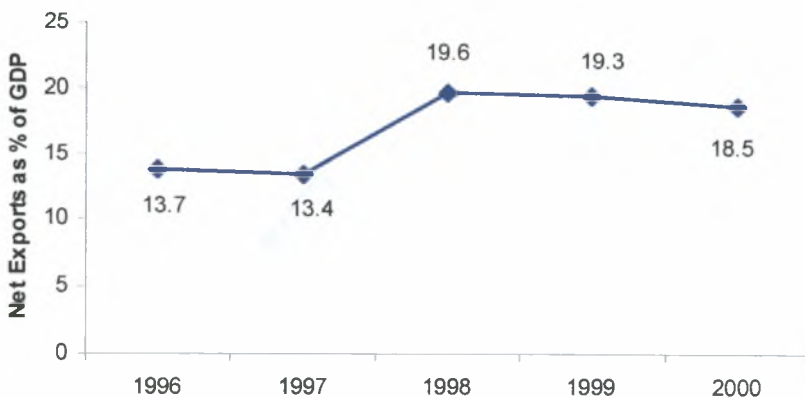
Πηγή: International Monetary Fund, Singapore: Selected Issues

Επενδύσεις: Οι επενδύσεις παρέμειναν υψηλές μετά την κρίση (παρά την υποτίμηση του S\$), ωστόσο υπήρξε μια καθαρή τάση μείωσης όπως υποδεικνύεται παρακάτω:



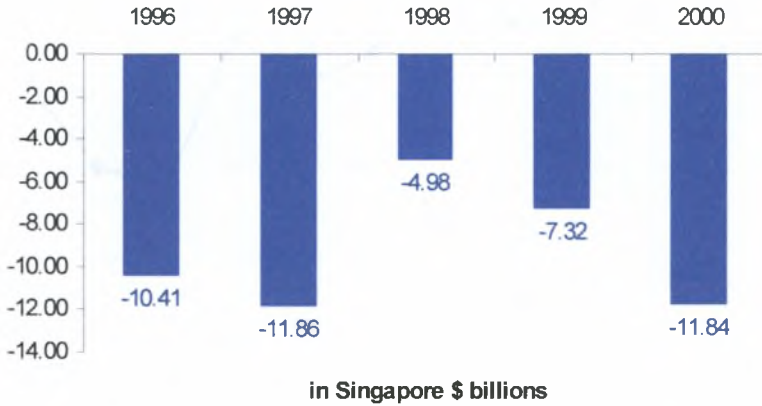
Πηγή: International Monetary Fund, Singapore: Selected Issues

Εξαγωγές: Οι καθαρές εξαγωγές σημείωσαν κορυφή το 1998, μετά την υποτίμηση του S\$. Στη συνέχεια ακολούθησαν πτωτική πορεία επειδή η διολίσθηση σταμάτησε, ωστόσο δεν έφτασαν ποτέ στα προ-κρίσης επίπεδα:



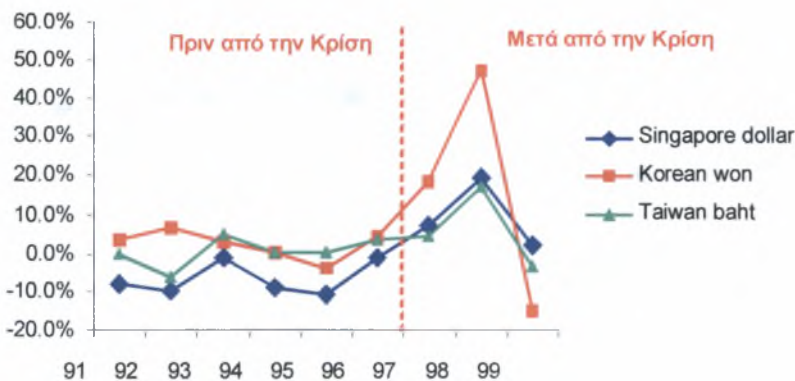
Πηγή: International Monetary Fund, Singapore: Selected Issues

Συναλλαγματικά αποθέματα: Τα συναλλαγματικά αποθέματα μειώθηκαν απότομα το 1998 εξαιτίας της κρίσης, αλλά ανέκαμψαν από το 1999:



Πηγή: International Monetary Fund, Singapore: Selected Issues

Ισοτιμία: Το S\$ βρίσκονταν σε ελεγχόμενη διακύμανση και κυμαίνονταν ενάντια σε ένα καλάθι νομισμάτων (κυρίως Αμερικάνικο \$, Βρετανική pound, Γερμανικό mark και Ιαπωνικό yen). Η στάθμιση αυτών των νομισμάτων στο καλάθι άλλαζε σταθερά και η Κεντρική Τράπεζα δεν αποκάλυπτε τα αντικειμενικά ποσοστά. Το S\$ στην πραγματικότητα ανατιμήθηκε σε ονομαστικούς όρους κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 90, από την ισοτιμία των 1,7 S\$ ανά US\$ στα 1,4 στο τέλος του 1996. Την άνοιξη του 1997, η ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας συγκρινόμενη με το 1990 ανήλθε σε 18%. Η ονομαστική υποτίμηση στη Σιγκαπούρη δεν ήταν τόσο μεγάλη όσο σε άλλες χώρες όπως η Ινδονησία και η Μαλαισία. Οι κινήσεις στο νόμισμα ήταν παρόμοιες με αυτές του νομίσματος της Ταϊβάν και λιγότερο της Κορέας. Τη μεγαλύτερη μεταβολή του το S\$ την υπέστη την περίοδο 1997-98, όταν υποτιμήθηκε από το 1,48 στο 1,67. Οι διακυμάνσεις στις ισοτιμίες των τριών νομισμάτων φαίνονται στο παρακάτω γράφημα:



Πηγές: "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?" & εκδόσεις του IMF

Ο επόμενος πίνακας απεικονίζει την ονομαστική ισοτιμία σε σχέση με το US\$:

Ονομαστική Συναλλαγματική Ισοτιμία (μέσος όρος περιόδου)

1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1997 ^{31/12}	2001
1,81	1,73	1,63	1,62	1,53	1,42	1,41	1,48	1,68	1,79

Πηγή: "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?"

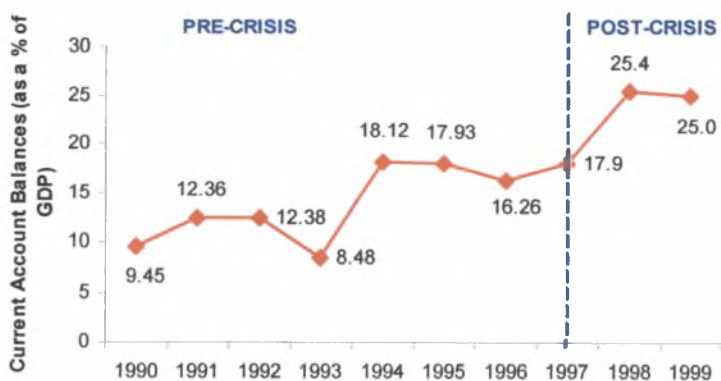
Τον Αύγουστο του 1997 το S\$ εμπορεύονταν στο 1,76. Αυτή η ανατίμηση αποτέλεσε πλήγμα για την ανταγωνιστικότητα της Σιγκαπούρης και θα έπρεπε να προκαλέσει επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών όπως και σε άλλες Ασιατικές χώρες, κάτι που όπως είδαμε δεν συνέβη. Μετά την πτώση άλλων Ασιατικών νομισμάτων (το Σεπτέμβριο του 1997), η κρίση μεταδόθηκε και στη Σιγκαπούρη. Όπως φαίνεται στον προηγούμενο πίνακα, στο τέλος του 1997 η ισοτιμία έπεσε στο 1,68. Στη συνέχεια παρουσιάζεται η ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας του S\$. Ως τιμή βάσης 100 θεωρούμε το μέσο όρο της ισοτιμίας για το 1990:

Πραγματική Συναλλαγματική Ισοτιμία (μέσος όρος έτους – 31/12)

1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
101,20	105,70	106,00	108,60	111,90	112,70	118,20	114,40

Πηγή: "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?"

Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και εξωτερικό χρέος: Όπως αναφέραμε προηγουμένως, η Σιγκαπούρη δεν είχε έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών για να το χρηματοδοτήσει. Το ισοζύγιο παριστάνεται στο παρακάτω γράφημα:



Πηγές: "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?" & εκδόσεις του IMF

Επιπρόσθετα παρά τα πλεονάσματα ισοζυγίου που διέθετε, τα οικονομικά προβλήματα στην ευρύτερη περιοχή οδήγησαν σε απότομη μείωση στα συμβόλαια που προσφέρονταν για την ανάπτυξη των υποδομών και η κυβέρνηση άρχισε να συνηγορεί υπέρ μιας διαφορετικής προσέγγισης: οι επιχειρήσεις της Σιγκαπούρης, ιδιαίτερα στον τομέα των υπηρεσιών, πιέστηκαν να εξαγοράσουν σημαντικά μερίδια άλλων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνταν στην περιοχή. Ως αποτέλεσμα αυτής της πολιτικής για παράδειγμα, τον Απρίλιο του 2001 η Singapore Telecom εξαγόρασε τον Αυστραλιανό μεταφορέα Optus, μετά από αποτυχημένη προσπάθεια εξαγοράς της Hong Kong Telecom.

Το ισοζύγιο πληρωμών της Σιγκαπούρης εμφανίζεται στον παρακάτω πίνακα:

BALANCE OF PAYMENTS ACCOUNTS (\$SM)					
	1997	1998	1999	2000	2001
Current Account Balance	26,618	32,980	28,012	27,447	32,044
Capital & Financial Account Balance	-16,298	-35,160	-19,253	-18,681	-33,627
Direct investment	5,356	9,362	12,757	759	-2,879
Portfolio investment	-19,310	-16,620	-17,070	-9,537	-8,127
Other investment	-2,344	-27,903	-22,474	-2,371	-22,620
Capital account	-257	-378	-324	-281	-289

Πηγή: "Country Profile - Singapore", The Economist Intelligence Unit. 2002

Η καθαρή εκροή στις άμεσες επενδύσεις το 2001 είναι ασυνήθιστη, αφού όπως φαίνεται στη Σιγκαπούρη υπήρχαν καθαρές εισροές επί σειρά ετών. Αιτία για την αντιστροφή της τάσης αποτέλεσαν οι μεγάλες και συνεχείς καθαρές εκροές επενδύσεων χαρτοφυλακίου, εφόσον οι επενδυτές της Σιγκαπούρης έβρισκαν καλύτερες αποδόσεις στο εξωτερικό. Ως συνέπεια των πλεονασμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών επί σειρά ετών, το εξωτερικό χρέος πρακτικά δεν υπήρχε. Στον παρακάτω πίνακα συγκρίνεται το εξωτερικό χρέος της Σιγκαπούρης με άλλες Ασιατικές χώρες, για την περίοδο 1990-96:

Table 23. Foreign Debt, World Bank Data (as a % of GDP)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Korea	13.79	13.51	14.34	14.18	14.32	23.80	28.40
Indonesia	65.89	68.21	68.74	56.44	60.96	61.54	56.74
Malaysia	35.80	35.48	34.51	40.74	40.40	39.31	40.06
Philippines	69.02	71.45	62.29	66.09	62.42	53.21	49.75
Singapore	11.23	11.07	9.47	9.45	10.79	9.84	10.74
Thailand	32.80	38.38	37.51	34.10	33.31	33.78	50.05
Hong Kong	16.80	14.84	14.99	14.35	18.38	16.60	15.44
China	14.26	14.84	14.99	14.35	18.38	16.60	15.44
Taiwan	11.04	10.73	9.37	10.44	10.87	10.40	10.07

Note: The source for Tables 23-27 is the Global Development Finance (GDF) report of the World Bank and IMF-IFS. The data for Hong Kong, Singapore, Taiwan in tables 23-24 and 26-27 are from the Asian Development Bank. The data for Korea in 1995 and 1996 (in italics) are from OECD, External Debt Statistics.

Από το εξωτερικό χρέος, το βραχυπρόθεσμο χρέος είναι μόνο ένα μικρό ποσοστό, όπως φαίνεται στον επόμενο πίνακα:

Table 24. Short-Term Debt, World Bank Data (% of Total)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Korea	30.87	28.19	26.99	25.85	25.47	51.60	50.20
Indonesia	15.92	18.00	20.52	20.17	18.05	20.87	24.98
Malaysia	12.43	12.14	18.18	26.58	21.13	21.19	27.83
Philippines	14.48	15.24	15.93	14.01	14.29	13.38	19.34
Singapore	17.51	18.92	19.91	17.87	13.28	14.56	19.81
Thailand	29.63	33.13	35.22	53.01	60.67	72.36	41.41
Hong Kong	45.97	46.63	45.89	41.19	30.04	28.36	43.57
China	16.85	17.89	19.01	17.80	17.40	18.91	19.72
Taiwan	88.31	86.49	86.93	84.99	76.75	72.18	68.44

Το χρέος αποτελείται κυρίως από δανεισμό του ιδιωτικού τομέα. Τα συνεχόμενα πλεονάσματα του Δημόσιου τομέα απέτρεψαν τον κυβερνητικό δανεισμό. Το συνολικό καθαρό παθητικό έρχεται από τον τομέα των τραπεζών, αφού οι μη-τράπεζες έχουν καθαρό ενεργητικό, όπως υποδεικνύει ο παρακάτω πίνακας:

Foreign Liabilities (towards BIS reporting banks)

	1993	1994	1995	1996	1997
Non-bank	-7%	-7%	-6%	-6%	-8%
Bank	107%	107%	106%	106%	108*

Δημοσιονομική πολιτική: Η Σιγκαπούρη διέθετε αξιοσημείωτα πλεονάσματα προϋπολογισμού τη δεκαετία του 90 και μόνο μετά την οικονομική κρίση του 1997-98 αυτά τα πλεονάσματα συρρικνώθηκαν:

Government Fiscal balance (% GDP)	
1990	10.53%
1991	8.58%
1992	12.35%
1993	15.67%
1994	11.93%
1995	13.07%
1996	14.10%
1997	9.52%
1998	1.60%
1999	5.60%
2000	2.10%
2001	-0.90%

Πηγές: "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?" & Singapore Department of Statistics

Το 2001, υπήρξε ένα μικρό έλλειμμα στον προϋπολογισμό (S\$1,4b) αντί για ένα αρχικά εκτιμώμενο πλεόνασμα (S\$4,4b), το πρώτο έλλειμμα στα τελευταία 15 χρόνια. Η κυβέρνηση λίγες μόνο ημέρες μετά την ανακοίνωση του νέου, ανακοίνωσε ένα πακέτο οικονομικής ενίσχυσης ύψους S\$1,2b (1,4% του GDP): τα χρήματα θα διαθέτονταν σε υποδομές, ενώ η κυβέρνηση θα μείωνε συγκεκριμένους φόρους και θα επέτρεπε στους πολίτες να μειώσουν τις πληρωμές προς το Δημόσιο ασφαλιστικό φορέα περιστασιακά (Business Week, Aus. 13, 2001). Το 2002 ο υπήρχαν εκτιμήσεις ότι ο προϋπολογισμός θα εμφάνιζε συνολικά μικρό έλλειμμα της τάξης των S\$190m και αυτό θα αποτελούσε το δεύτερο μικρό έλλειμμα στον προϋπολογισμό για την τελευταία εικοσαετία. Η Σιγκαπούρη βασίζεται κυρίως στα έσοδα από φόρους των επιχειρήσεων, της ιδιοκτησίας και του μεγαλύτερου μέρους των προσωπικών εισοδημάτων. Ωστόσο εκφράζονται σοβαρές υποψίες περαιτέρω επιδείνωσης του ελλείμματος στο μέλλον, καθώς η κυβέρνηση προσανατολίζεται να εστιάσει τα έσοδα στην έμμεση φορολογία, σε μια προσπάθεια υποστήριξης των υφιστάμενων επενδύσεων και προσέλκυσης νέων ξένων επενδύσεων (Manila Times, Dec. 7, 2002). Στην ουσία πάντως η Σιγκαπούρη δεν έχει εξωτερικό χρέος και τα ελλείμματα στον προϋπολογισμό φαίνονται αναστρέψιμα.

Νομισματική πολιτική: Τα επιτόκια ακολούθησαν από κοντά την κατεύθυνση των αντίστοιχων στις ΗΠΑ τα τελευταία 12 χρόνια. Τα τελευταία δύο χρόνια περικόπηκαν:

Έτος	3-Month US\$ SIBOR
1990	7,75
1991	4,30
1992	3,50
1993	3,38
1994	6,50
1995	5,63
1996	5,63
1997	5,81
1998	5,13
1999	6,06
2000	6,39
2001	1,88

Πηγή: Singapore Department of Statistics

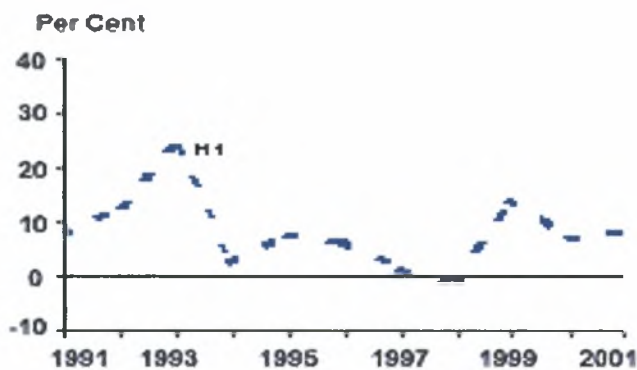
Επιπρόσθετα, μπορούμε να δούμε ότι τα επιτόκια US\$ SIBOR έχουν ένα μικρό spread πάνω από τα επιτόκια στις ΗΠΑ:

Year	M2	Yearly % change	M1	Yearly % change	M1 to Foreign Reserves ratio	M2 to Foreign Reserves ratio
1990	61,845.10		15,260.90		0.30	1.23
1991	69,542.30	12.4%	16,430.00	7.7%	0.28	1.18
1992	75,728.50	8.9%	18,515.60	12.7%	0.28	1.17
1993	82,130.30	8.5%	22,882.20	23.6%	0.29	1.05
1994	93,980.60	14.4%	23,411.50	2.3%	0.26	1.06
1995	101,967.30	8.5%	25,349.20	8.3%	0.26	1.05
1996	111,950.80	9.8%	27,040.00	6.7%	0.25	1.03
1997	123,443.40	10.3%	27,510.90	1.7%	0.26	1.17
1998	160,783.90	30.2%	27,239.10	-1.0%	0.22	1.29
1999	174,474.40	8.5%	31,109.10	14.2%	0.24	1.36
2000	170,897.80	-2.0%	33,261.90	6.9%	0.24	1.23
2001	180,908.50	5.9%	36,082.90	8.5%	0.26	1.29

Πηγές: "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?" & Singapore Department of Statistics

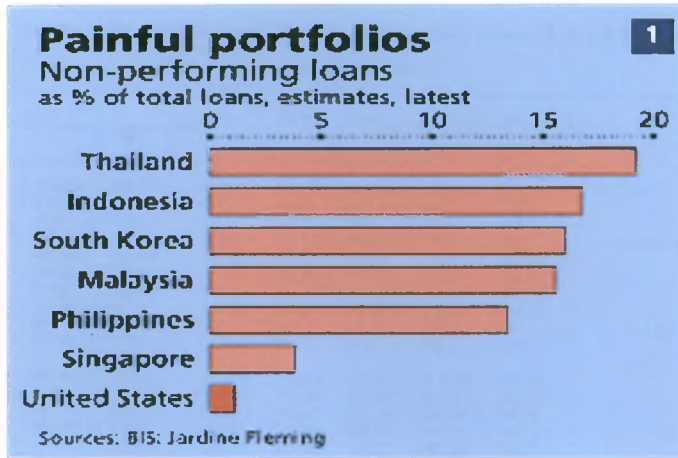
Προσφορά χρήματος (M1): Η προσφορά χρήματος όπως φαίνεται στο παρακάτω γράφημα αυξάνεται με μέσο όρο γύρω από το 10%, με περιορισμένες αξιοσημείωτες διακυμάνσεις. Πρέπει ωστόσο να παρατηρήσουμε ότι τα επίπεδα του πληθωρισμού βρίσκονται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και επιπλέον τα τελευταία χρόνια αναδύονται αποπληθωριστικές πιέσεις. Κατά τη γνώμη μας η πιο αξιόλογη παρατήρηση, σε όρους νομισματικής πολιτικής, είναι οι ιστορικά χαμηλές τιμές στα μεγέθη M1 και M2 ως ποσοστά των ξένων συναλλαγματικών αποθεμάτων. Αυτή πρέπει να είναι και μία από τις κύριες αιτίες που παρότι η ισοτιμία στη Σιγκαπούρη επηρεάστηκε από την κρίση στην ευρύτερη περιοχή, το ποσοστό της υποτίμησης (πάνω από 18% στη διάρκεια του έτους), ήταν μικρότερο σχετικά με εκείνο σε άλλες χώρες.

Μεταβολές στην προσφορά χρήματος (M1)



Πηγή: Singapore Ministry of Finance

Τραπεζικό σύστημα: Η δύναμη του τραπεζικού συστήματος και των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών στη Σιγκαπούρη (συγκρινόμενα με εκείνα των άλλων Ασιατικών οικονομιών της περιοχής) εξηγεί γιατί η χώρα δεν επηρεάστηκε όσο άλλες από την κρίση, παρά το γεγονός ότι η κρίση μεταδόθηκε τελικά και σε αυτήν όπως είδαμε παραπάνω για τους ίδιους λόγους που εξαπλώθηκε και στις υπόλοιπες χώρες. Οι τράπεζες δανείζονταν σε νομίσματα όπως το US\$ και το yen και δάνειζαν στο τοπικό νόμισμα. Η συνακόλουθη ασυμφωνία νομισμάτων δεν ήταν ωστόσο σοβαρό πρόβλημα. Το μεγάλο πρόβλημα ήταν ο κίνδυνος ρευστότητας στον οποίο πολλές Ασιατικές χώρες (και η Σιγκαπούρη) είχαν εκτεθεί. Τα περισσότερα τραπεζικά δάνεια ήταν βραχυπρόθεσμα. Απόδειξη της δύναμης του οικονομικού συστήματος παρέχει το παρακάτω γράφημα που δείχνει τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια των ΗΠΑ και κάποιων Ασιατικών χωρών, συμπεριλαμβανόμενης της Σιγκαπούρης, για το 1997:



Πηγή: *The Economist* (1995): "How far is Down?"

Περίπου το 4% των δανείων στη Σιγκαπούρη δεν εξυπηρετούνταν κανονικά, μέγεθος όχι πολύ μακριά από την επίδοση των ΗΠΑ στο 1%. Η εικόνα της χώρας δείχνει σχετικά καλή αν συγκριθεί με αυτήν της Ταϊλάνδης για παράδειγμα, που το ύψος των «κακών» δανείων ανακοινώθηκε στο 20% περίπου. Οι επόμενοι δύο πίνακες δείχνουν τη χρηματοοικονομική κατάσταση των εμπορικών τραπεζών και άλλων χρηματοοικονομικών οργανισμών κατά τη διάρκεια των τελευταίων 5 ετών, μέχρι το πρώτο τρίμηνο του 2001:

Table 23. Singapore: Assets and Liabilities of Nonbank Financial Institutions, 1996-2001

(In millions of Singapore dollars, at end of period)

	1996	1997	1998	1999	2000	2000				2001 Mar.
						Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	
Finance companies										
Total assets	21,189	22,211	21,942	20,742	19,801	21,301	20,050	20,071	19,801	16,366
Cash and balances with MAS	827	885	414	391	382	376	363	376	342	306
Deposits	2,166	1,904	2,722	2,730	1,665	3,063	2,321	1,731	1,665	1,974
Investments	1,139	1,202	1,705	1,692	1,680	1,622	1,707	1,634	1,640	1,332
Loans and advances	16,763	17,900	16,779	15,636	15,791	15,939	15,381	16,053	15,791	12,488
Other	294	320	321	294	283	302	278	277	283	266
Total liabilities	21,189	22,211	21,942	20,742	19,801	21,301	20,050	20,071	19,801	16,366
Capital and reserves	3,015	3,269	3,371	3,408	3,165	3,458	3,398	3,485	3,165	2,713
Deposits	15,072	15,612	15,345	14,322	13,646	14,822	13,838	13,510	13,646	11,592
Borrowings from individuals and instans	1,382	1,398	1,180	899	999	838	875	1,047	999	430
Other	1,721	1,932	2,046	2,113	1,992	2,184	1,939	2,030	1,942	1,631
Merchant banks I/										
Total assets	7,497	8,712	8,593	7,900	7,539	7,663	7,321	7,677	7,539	7,972
Due from banks	5,339	6,554	6,754	6,455	5,958	6,104	5,785	6,095	5,958	6,310
Loans and advances	1,247	1,090	834	676	792	698	775	763	792	804
Investments in securities and equities	494	513	430	450	485	536	435	494	485	553
Other	416	556	575	320	304	326	326	326	304	306
Total liabilities	7,497	8,712	8,593	7,900	7,539	7,663	7,321	7,677	7,539	7,972
Capital and reserves	4,105	4,890	5,255	4,874	4,803	4,702	4,778	4,958	4,803	5,034
Due to banks	1,720	2,047	1,856	2,054	1,680	2,013	1,566	1,746	1,680	1,812
Borrowings from non-bank customers	1,194	1,082	786	516	563	498	548	549	563	615
Other	477	694	697	456	494	450	429	425	493	512

Sources: CFIC database; and data provided by the Singapore authorities.

Table 20. Singapore: Assets and Liabilities of Commercial Banks, 1996-2001

(In millions of Singapore dollars)

	1996	1997	1998	1999	2000	2000				2001 Mar.
						Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	
Assets	252,723	289,572	309,975	326,295	344,006	342,182	344,589	342,266	344,006	363,662
Reserves	7,907	8,504	6,429	10,081	7,180	6,870	6,805	6,493	7,180	7,583
Cash	811	802	998	2,557	1,489	970	928	967	1,489	1,038
Balances with the Monetary Authority	7,095	7,702	5,431	7,524	5,691	5,901	5,877	5,526	5,691	6,545
Foreign assets 1/	60,302	78,687	74,975	93,033	90,525	106,863	100,409	94,935	90,525	97,762
Claims on government	17,538	18,883	26,477	30,949	33,719	30,671	32,547	32,458	33,719	36,355
Claims on private sector 2/	127,272	143,409	154,844	150,199	159,110	149,382	153,290	154,641	159,110	162,846
Balances with local banks	31,555	30,221	38,216	29,459	42,536	37,525	40,705	41,666	42,536	42,880
Singapore dollars negotiated CDs held	199	213	175	163	150	163	126	123	150	123
Other assets 3/	5,951	9,655	8,858	12,393	10,787	10,707	10,708	11,952	10,786	16,115
Liabilities	252,723	289,572	309,975	326,295	344,006	342,182	344,589	342,266	344,006	363,662
Deposits of nonbanks	100,813	112,106	150,638	163,159	159,609	161,695	160,839	155,632	159,609	165,058
Demand deposits	16,747	16,807	17,093	19,794	21,973	21,104	22,189	20,794	21,973	23,295
Time and savings deposits 4/	84,066	95,299	133,545	143,365	137,636	140,591	138,650	134,838	137,636	141,763
Foreign liabilities 5/	77,447	105,194	83,799	89,240	102,026	101,405	101,196	103,211	102,026	108,977
Government deposits	6,896	1,529	1,766	1,632	1,465	2,335	1,692	1,434	1,465	1,965
Capital and reserves	20,977	23,710	23,324	25,319	24,492	25,806	26,125	26,184	24,492	26,431
Balances due to local banks	34,329	31,134	29,770	23,124	34,334	29,299	33,063	35,043	34,334	37,725
Singapore dollars negotiated CDs issued	1,043	846	752	712	465	707	555	470	465	123
Other liabilities 6/	11,218	15,054	19,927	23,110	21,615	20,936	21,120	20,293	21,615	24,283
<i>Memorandum Item: Annual percentage change in total assets/liabilities</i>	12.5	14.6	7.0	5.3	5.4	5.0	5.9	4.3	5.4	11.5

Sources: IMF, Economic Information System; and data provided by the Singapore authorities.

Παρατηρούμε ότι σημειώνεται αύξηση στο Ενεργητικό των εμπορικών τραπεζών και άλλων χρηματοοικονομικών οργανισμών από το 1996 ως το 1997, υπάρχει όμως μείωση του Ενεργητικού στο 1998. Το 1999 οι εμπορικές τράπεζες είδαν το Ενεργητικό τους να αυξάνεται κατά 5,3%, ενώ οι υπόλοιποι οργανισμοί κατέγραψαν ελλείμματα για τα έτη 1999 και 2000. Είναι ενδιαφέρον να σημειώσουμε την έκρηξη στις ξένες υποχρεώσεις (εξωτερικό Παθητικό) των εμπορικών τραπεζών: το 1997 αυξήθηκαν κατά 35% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά (φτάνοντας τα S\$105b), ενώ το ίδιο μέγεθος μειώθηκε κατά 21% το 1998 (στα S\$83b). Από εκεί και πέρα συνέχισε να αυξάνεται με ετήσιους ρυθμούς γύρω στο 10%. Παρότι το ξένο Παθητικό σε σχέση με το συνολικά Παθητικό είναι χαμηλό, το 1997 σημειώθηκε το μεγαλύτερο ποσοστό αναλογίας των δύο μεγεθών (38%). Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τα ποσά των τραπεζικών δανείων που συναθροίζονταν στο βιομηχανικό κλάδο. Βλέπουμε ότι υπάρχει μία θετική αλλά φθίνουσα αύξηση στα συνολικά δάνεια μέχρι το 1998. Το 1999 σημειώθηκε μείωση κατά 2,9% και το 2000 αύξηση πάλι κατά 4,7%. Προφανώς οι τράπεζες δάνειζαν μεγάλα ποσά στον κατασκευαστικό τομέα:

Table 22. Singapore: Banks' Loans and Advances to Nonbank Customers by Industry, 1996–2001

	1996	1997	1998	1999	2000	2000				2001
						Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	
(In millions of Singapore dollars; at end of period)										
Total	126,988	143,244	151,641	147,186	154,042	146,528	150,250	150,758	154,042	156,955
Agriculture, mining, and quarrying	133	188	224	191	179	213	191	172	179	188
Manufacturing	12,248	12,472	12,249	11,575	11,629	11,523	12,260	11,751	11,621	12,068
Building and construction: 1/	41,804	49,170	57,369	58,598	64,207	58,281	60,461	62,445	64,207	65,247
General commerce	23,932	26,350	21,549	19,949	18,968	19,414	19,086	18,835	18,968	18,476
Transport, storage, and communication	2,619	3,576	4,460	3,743	4,124	3,727	3,882	3,849	4,124	4,351
Financial institutions	19,448	20,997	22,724	21,063	20,865	21,599	22,233	20,965	20,865	21,195
Professional and private individuals	20,256	22,775	21,766	21,594	24,727	22,371	22,855	23,806	24,722	26,311
Others	6,548	7,717	11,301	10,472	9,349	9,400	9,280	8,915	9,357	9,120
(Twelve-month change, in percent)										
Total	16.5	12.8	5.9	-2.9	4.7	-1.2	0.9	3.4	4.7	7.1
Agriculture, mining, and quarrying	-16.6	41.3	19.2	-14.4	-6.6	8.4	-12.3	-17.3	-6.6	-11.4
Manufacturing	11.3	1.8	-1.8	-5.5	0.5	-5.3	4.4	7.3	0.4	4.7
Building and construction: 1/	22.2	17.6	16.7	2.1	9.6	1.4	5.9	7.4	9.6	12.0
General commerce	10.6	10.1	-18.2	-7.4	-4.9	-6.9	-5.1	-5.1	-4.9	-4.8
Transport, storage, and communication	20.2	36.5	24.7	-16.1	10.2	-16.4	-12.0	-1.4	10.2	16.7
Financial institutions	15.2	8.0	8.2	-7.3	-0.9	0.9	-0.4	2.4	-0.9	-1.9
Professional and private individuals	19.9	12.4	-4.4	-0.8	14.5	4.9	6.2	10.9	14.5	17.6
Others	8.9	17.8	46.4	-7.3	-10.7	-10.0	-19.4	-16.9	-10.6	-3.0

Sources: CEIC database; and data provided by the Singapore authorities.

1/ Includes building and building cooperative societies, building developers, real estate agents, and housing loans.

Επιχειρήσεις: Το 1996 τα συνολικά δάνεια αυξήθηκαν σε σημαντικό ποσοστό (16,5%). Οι κατασκευές αποτελούσαν τον πιο ραγδαία αναπτυσσόμενο κλάδο (με ρυθμό ανάπτυξης 22,2%) και βέβαια είχαν τον υψηλότερο δανεισμό, φαινόμενο που ήταν συνηθισμένο και σε άλλες Ασιατικές χώρες. Στην επενδυτική έκρηξη της κατασκευαστικής δραστηριότητας ενεπλάκησαν εγχώριες αλλά και ξένες εταιρείες. Αυτές οι επενδύσεις ωστόσο δεν ήταν όλες κερδοφόρες, όπως φαίνεται από τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Τα δάνεια προς τον κατασκευαστικό κλάδο, που παλιότερα αυξάνονταν με ρυθμούς κοντά στο 20%, το 1999 μειώθηκαν δραματικά κατά 2,1% σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Αλλά και ο επιχειρηματικός τομέας ως σύνολο παρουσιάζει μια τάση αυξανόμενου δανεισμού μέχρι το 1999, οπότε οι απαιτήσεις των τραπεζών από τον ιδιωτικό τομέα μειώθηκαν κατά 3,06%, από τα S\$154,8b το 1998 στα S\$150,6b το 1999. Το πολύ μικρό ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανειών του κατασκευαστικού κλάδου που ήταν υπερδανεισμένος, δείχνει ότι γενικά οι επενδύσεις του ήταν κερδοφόρες. Η Σιγκαπούρη σε γενικές γραμμές κατά τη διάρκεια της κρίσης αντιμετώπισε παρόμοια προβλήματα με άλλες χώρες, που εκδηλώθηκαν ωστόσο σε μικρότερο βαθμό και για το λόγο αυτό η «επιδημία» της κρίσης δεν τη χτύπησε τόσο αποφασιστικά.

Μελλοντικές επενδύσεις: Δεδομένων των υγιέστερων θεμελιωδών μεγεθών και του δυνατότερου και περισσότερο ευέλικτου τραπεζικού συστήματος συγκριτικά με άλλες χώρες, η Σιγκαπούρη μπόρεσε να αντεπεξέλθει στα αποτελέσματα μετάδοσης της κρίσης. Μετά την κρίση, το πραγματικό GDP αυξήθηκε με ταχύτερους ρυθμούς από ότι συνέβη σε άλλες Ασιατικές (αλλά και πολλές αναπτυγμένες) οικονομίες. Το 2000 για παράδειγμα η αύξηση ανήλθε σε 10,3%, ενώ στην Ευρωπαϊκή Ένωση το GDP αυξήθηκε μόλις κατά 3,5% και στις ΗΠΑ κατά 3,8%. Όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα, το 2002 και το 2003 η αύξηση στο GDP αναμένεται να ξεπεράσει εκείνη πολλών αναπτυγμένων χωρών:

Table 1.2. Advanced Economies: Real GDP, Consumer Prices, and Unemployment
(Annual percent change and percent of labor force)

	Real GDP				Consumer Prices				Unemployment			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
Advanced economies	3.8	0.8	1.7	2.5	2.3	2.2	1.4	1.7	5.9	5.9	6.4	6.5
Major advanced economies	3.4	0.6	1.4	2.3	2.3	2.1	1.2	1.6	5.7	6.0	6.6	6.7
United States	3.8	0.3	2.2	2.6	3.4	2.8	1.5	2.3	4.0	4.8	5.9	6.3
Japan	2.4	-0.3	-0.5	1.1	-0.8	-0.7	-1.0	-0.6	4.7	5.0	5.5	5.6
Germany	2.9	0.6	0.5	2.0	2.1	2.4	1.4	1.1	7.8	7.8	8.3	8.3
France	4.2	1.8	1.2	2.3	1.8	1.8	1.8	1.4	9.5	8.6	9.0	8.9
Italy	2.9	1.8	0.7	2.3	2.6	2.7	2.4	1.8	10.6	9.5	9.3	8.9
United Kingdom ¹	3.1	1.9	1.7	2.4	2.1	2.1	1.9	2.1	5.5	5.1	5.2	5.3
Canada	4.5	1.5	3.4	3.4	2.7	2.5	1.8	2.1	6.8	7.2	7.6	6.7
Other advanced economies	5.3	1.6	2.6	3.3	2.4	2.9	2.3	2.2	6.2	5.7	5.8	5.7
Spain	4.2	2.7	2.0	2.7	3.5	3.2	2.8	2.4	13.9	10.5	10.7	9.9
Netherlands	3.4	1.2	0.4	2.0	2.3	5.1	3.8	2.4	2.6	2.0	2.9	3.2
Belgium	4.0	1.0	0.6	2.2	2.7	2.4	1.6	1.2	6.9	6.6	6.9	7.1
Sweden	3.6	1.2	1.6	2.5	1.0	2.6	2.3	2.2	4.7	4.0	4.2	4.2
Austria	3.0	1.0	0.9	2.3	2.0	2.3	1.8	1.6	3.7	3.6	4.3	3.8
Denmark	3.0	1.0	1.5	2.2	2.9	2.2	2.2	2.1	5.2	5.0	5.1	5.1
Finland	5.6	0.7	1.1	3.0	3.0	2.7	2.2	1.9	9.8	9.1	9.4	9.3
Greece	4.1	4.1	3.7	3.2	2.9	3.7	3.8	3.3	11.2	10.4	10.2	10.3
Portugal	3.2	1.7	0.4	1.5	2.8	4.4	3.7	2.7	4.0	4.1	4.7	5.1
Ireland	11.5	5.9	3.8	5.3	5.3	4.0	4.4	3.0	4.3	3.9	4.5	4.7
Luxembourg	7.5	3.5	2.7	5.1	3.2	2.7	2.0	1.8	2.6	2.6	2.9	2.8
Switzerland	3.0	0.9	—	1.9	1.6	1.0	0.7	1.0	2.0	1.9	2.7	2.7
Norway	2.4	1.4	1.7	1.9	3.1	3.0	1.5	2.5	3.4	3.6	3.6	3.6
Israel	7.4	-0.9	-1.5	1.8	1.1	1.1	6.2	3.0	8.8	9.3	10.7	10.9
Iceland	5.5	3.1	-0.5	1.7	5.0	6.7	5.2	2.2	1.3	1.7	2.3	2.6
Cyprus	5.1	4.0	2.5	4.0	4.1	2.0	2.5	2.2	3.4	3.6	3.8	4.0
Korea	9.3	3.0	6.3	5.9	2.3	4.1	2.7	3.3	4.1	3.7	3.0	3.0
Australia	3.1	2.6	4.0	3.8	4.5	4.4	2.8	2.5	6.3	6.7	6.3	6.0
Taiwan Province of China	5.9	-1.9	3.3	4.0	1.3	—	0.4	1.6	3.0	4.6	5.0	4.9
Hong Kong SAR	10.4	0.2	1.5	3.4	-3.7	-1.6	-3.0	-0.5	4.9	5.0	7.5	7.1
Singapore	10.3	-2.0	3.6	4.2	1.1	1.0	—	1.0	3.1	3.3	3.0	2.3
New Zealand ²	3.8	2.5	3.0	2.9	2.7	2.7	2.6	1.9	6.0	5.3	5.4	5.6
<i>Memorandum</i>												
European Union	3.5	1.6	1.1	2.3	2.3	2.6	2.1	1.8	8.2	7.4	7.7	7.6
Euro area	3.5	1.5	0.9	2.3	2.4	2.6	2.1	1.6	8.8	8.0	8.4	8.2

¹ Consumer prices are based on the retail price index excluding mortgage interest.

² Consumer prices excluding interest rate components.

Επιπλέον οι επενδύσεις στη Σιγκαπούρη παρέμειναν θετικές μετά την κρίση, ενώ στη χώρα δεν εμφανίστηκαν πολιτικοί παράγοντες που θα μπορούσαν να τις επηρεάσουν, όπως έγινε για παράδειγμα στο Μεξικό που εξετάσουμε στην προηγούμενη παράγραφο.

2.4 Η Ασιατική νομισματική κρίση του 1997-98

Θα ασχοληθούμε με την οικονομική και συναλλαγματική κρίση στην Ασία την περίοδο 1997-98, προσπαθώντας να καταλάβουμε τις αιτίες που την προκάλεσαν. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται δεδομένα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών για ένα δείγμα χωρών στη δεκαετία του 90. Όπως φαίνεται μεγάλα και διαρκώς αυξανόμενα ελλείμματα του ισοζυγίου εμφανίζονταν σε πολλές ασιατικές χώρες, ιδιαίτερα στην Ταϊλάνδη, Μαλαισία, Φιλιππίνες και Κορέα. Η ερώτηση που θέτουμε είναι αν οι τρέχουσες αυτές ανισορροπίες οφείλονταν εν' μέρη στις κινήσεις της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας και αν η επιλογή του καθεστώτος συναλλαγματικών ισοτιμιών ήταν η αιτία της υπερτίμησής της.

Έλλειμμα/Πλεόνασμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ως % του GDP

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Κορέα	-1,24	-3,16	-1,7	-0,16	-1,45	-1,91	-4,89
Ινδονησία	-4,4	-4,4	-2,46	-0,82	-1,54	-4,25	-3,41
Μαλαισία	-2,27	-9,08	-4,06	-10,11	-11,51	-13,45	-5,99
Φιλιππίνες	-6,3	-2,46	-3,17	-6,69	-3,74	-5,06	-5,86
Σιγκαπούρη	9,45	12,36	12,38	8,48	18,12	17,93	16,26
Ταϊλάνδη	-8,74	-8,61	-6,28	-6,5	-7,16	-9	-9,18
Χονγκ-Κονγκ	8,4	6,58	5,26	8,14	1,98	-2,21	0,58
Κίνα	3,02	3,07	1,09	-2,17	1,17	1,02	-0,34

Σύμφωνα με το Roubini⁷, η επίσημη συναλλαγματική πολιτική αρκετών χωρών ήταν η σύνδεση του τοπικού νομίσματος με το αμερικάνικο δολάριο. Στο Χονγκ-Κονγκ το Συναλλαγματικό Συμβούλιο είχε προσδέσει το νόμισμα στο δολάριο (ισότητα), ενώ άλλες χώρες συνέδεσαν επίσημα τη συναλλαγματική τους ισοτιμία με ένα «καλάθι» νομισμάτων, με τη σταθμισμένη βαρύτητα του δολαρίου στο καλάθι ωστόσο φανερά ενισχυμένη. Στη Μαλαισία το εύρος διακύμανσης της ισοτιμίας για την περίοδο ανάμεσα στα έτη 1990 μέχρι την αρχή του 1997 ήταν περίπου 10% (2,7-2,5 ringitt για ένα US\$), ενώ το Ταϊλανδέζικο baht κινήθηκε στο στενό εύρος 25,2-25,6. Στις Φιλιππίνες η ισοτιμία του peso έναντι του αμερικάνικου νομίσματος διακυμάνθηκε σε εύρος 15% (28-24) μέχρι την άνοιξη του 1995 και στη συνέχεια σταθεροποιήθηκε

⁷ Corsetti, G., P. Pesenti and N. Roubini (1998): "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?", Part I: A macroeconomic overview & Part II: The policy debate

πρακτικά μέχρι την αρχή του 1997 στα 26,2 peso για ένα US\$. Άλλες χώρες ακολούθησαν περισσότερο ευέλικτη συναλλαγματική πολιτική. Το Κορεάτικο won που ήταν προσδεμένο στο Αμερικάνικο δολάριο, αλλά με ένα πιο ευέλικτο καθεστώς, υποτιμήθηκε σε ονομαστικούς όρους από τις αρχές του 1990 έως την αρχή του 1993 (από 700 σε σχεδόν 800 won ανά δολάριο). Στη συνέχεια, από την αρχή του 1993 μέχρι τα μέσα του 1996, εμπορεύτηκε στο στενό εύρος 800-770 won/\$ και κατόπιν άρχισε να υποτιμάται, φτάνοντας την ισοτιμία των 884 won/\$ στα τέλη του 1996 (υποτίμηση κατά 10%). Η συναλλαγματική πολιτική της Ινδονησίας ήταν σαφώς κατευθυνόμενη με άξονα την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, με την ονομαστική ισοτιμία να πέφτει από 1900 rupiah/\$ το 1990 στο 2400 μέχρι την αρχή του 1997. Στην πραγματική ισοτιμία στόχευε και η Ταϊβάν, αφήνοντας το νόμισμά της να διολισθήσει από την ισοτιμία των 24 New Taiwan dollars ανά US\$ το 1990 στο 27,8 στο τέλος του 1996. Στη Σιγκαπούρη το νόμισμα ανατιμήθηκε σε ονομαστικούς όρους από την ισοτιμία των 1,7 S\$ το 1990 στα 1,4 στο τέλος του 1996. Τέλος στην Κίνα, η οποία είχε διψήφια ποσοστό πληθωρισμού στις αρχές της δεκαετίας του 90, το νόμισμα αφέθηκε να διολισθήσει ομαλά μέχρι το 1993, αλλά υποτιμήθηκε δραστικά κατά περίπου 50% το 1994 και από τότε έμεινε σταθερό με μικρές κινήσεις γύρω από μια ονομαστική υπερτίμηση. Η πολιτική πρόσδεσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας που εφαρμόστηκε σε πολλές Ασιατικές χώρες, εξασφάλισε τη σταθερότητα της ονομαστικής ισοτιμίας έναντι του Αμερικάνικου νομίσματος. Ως αποτέλεσμα, αλλαγές στην ονομαστική και πραγματική αξία του δολαρίου σχετικά με το Ιαπωνικό yen και τα Ευρωπαϊκά νομίσματα επηρέαζαν και την πραγματική ισοτιμία των Ασιατικών νομισμάτων. Συγκεκριμένα το δολάριο βρισκόνταν σε ονομαστική καθοδική πορεία σχετικά με το Ιαπωνικό yen και το Γερμανικό mark από το 1991 έως το 1995, φθάνοντας το χαμηλό των 80 yen/\$ την άνοιξη του 95. Στη συνέχεια το δολάριο άρχισε να ανατιμάται ραγδαία έναντι των περισσότερων νομισμάτων (η ισοτιμία yen/\$ πήγε από το 80 στο 125 το καλοκαίρι του 1997, ανατίμηση του US\$ κατά 56%). Ραγδαία υπερτίμηση συνέβη και στα ασιατικά νομίσματα που ήταν συνδεδεμένα σε ονομαστικούς όρους με το δολάριο.

Η ανατίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας (π.χ. λόγω μεγάλης εισροής κεφαλαίων) μπορεί να προκαλέσει πτώση ανταγωνιστικότητας και δομική επιδείνωση του εμπορικού ισοζυγίου, που καθιστά το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών δύσκολο να συντηρηθεί (μη ευθυγραμμισμένη αξία του νομίσματος). Στην Ασία η επιλογή του καθεστώτος συναλλαγματικών ισοτιμιών και ειδικότερα η

σταθερή πρόσδεση στο δολάριο ήταν η αιτία της ανατίμησης της πραγματικής ισοτιμίας. Διότι συνέπεια της πρόσδεσης των νομισμάτων αποτέλεσαν οι μεγάλες εισροές κεφαλαίων που σημειώθηκαν λόγω των διαφορών στα επιτόκια και της προσδοκίας χαμηλού συναλλαγματικού κινδύνου, δεδομένης της συναλλαγματικής πολιτικής σταθερής αξίας των τοπικών νομισμάτων. Οι εισροές απέτρεψαν τις υποτιμήσεις (ακόμη και όταν ο εγχώριος πληθωρισμός ήταν μεγάλος) και κατά καιρούς οδήγησαν σε ονομαστική ανατίμηση. Σημειώνουμε εδώ ότι ο εγχώριος πληθωρισμός αρχικά ήταν υψηλός και δεν διέθετε τάσεις γρήγορης σύγκλισης με τον υπόλοιπο κόσμο. Η ονομαστική ανατίμηση οδήγησε σε πραγματική ανατίμηση, που οφείλονταν εν' μέρη στις διαρκώς αυξανόμενες ανισορροπίες του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Είδαμε στο Κεφάλαιο 1 ότι το πρόβλημα της εφαρμογής σταθεροποιητικών αντιπληθωριστικών πολιτικών που χρησιμοποιούν τις σταθερές ισοτιμίες ως εργαλείο μείωσης του πληθωρισμού, είναι ότι οδηγούν σε ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας και σε επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Λαμβάνοντας το 1990 ως έτος βάσης και κοιτώντας τις μεταβολές της πραγματικής ισοτιμίας στις Ασιατικές χώρες παρατηρούμε ότι έως την άνοιξη του 1997 η πραγματική ισοτιμία ανατιμήθηκε κατά 19% στη Μαλαισία, 23% στις Φιλιππίνες, 12% στην Ταϊλάνδη, 8% στην Ινδονησία, 18% στη Σιγκαπούρη και 30% στο Χονγκ-Κονγκ. Στην Κορέα το νόμισμα υποτιμήθηκε σε πραγματικούς όρους κατά 14% και στην Ταϊβάν κατά 10%. Για τις περισσότερες χώρες το μεγαλύτερο μέρος της ανατίμησης εμφανίστηκε μετά το 1995, στην περίοδο ισχυροποίησης του δολαρίου, ενώ -με εξαίρεση την Κορέα- αξιοσημείωτα ποσοστά πραγματικών ανατιμήσεων είχαν προηγουμένως εμφανιστεί σε όλα τα νομίσματα που κατέρρευσαν το 1997. Μάλιστα φαίνεται ότι υπάρχει συσχέτιση του βαθμού ανατίμησης με την επιλογή καθεστώτος συναλλαγματικών ισοτιμιών: σε χώρες με σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες σημειώθηκαν μεγάλες ανατιμήσεις. Αντίθετα, χώρες όπως η Κορέα, η Ταϊβάν και η Κίνα που ακολούθησαν μια περισσότερο ευέλικτη συναλλαγματική πολιτική, βίωσαν πραγματική υποτίμηση. Στην Ινδονησία που ακολούθησε καθεστώς πιο κοντά στη στόχευση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, ο βαθμός της πραγματικής ανατίμησης ήταν μικρότερος από χώρες όπως η Ταϊλάνδη, η Μαλαισία, το Χονγκ-Κονγκ και οι Φιλιππίνες, που ακολούθησαν καθεστώτα πιο κοντά στις σταθερές ισοτιμίες. Επιπλέον τα δεδομένα προϋποθέτουν ότι υπάρχει συσχέτιση ανάμεσα στο βαθμό υπερτίμησης και την επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών: σε χώρες με υπερτιμημένα νομίσματα σημειώθηκε μεγαλύτερη επιδείνωση του

ισοζυγίου, ενώ χώρες όπως η Κίνα και η Ταϊβάν -στις οποίες σημειώθηκε πραγματική υποτίμηση- είχαν πλεόνασμα ισοζυγίου. Εξαιρεση αποτελεί η Κορέα η οποία είχε μεγάλα και αυξανόμενα ελλείμματα, ενώ το νόμισμά της υποτιμήθηκε σε πραγματικούς όρους. Στις αρχές του 1997 είχε γίνει αντιληπτό ότι πολλά τοπικά νομίσματα ήταν σοβαρά υπερτιμημένα και ότι αυτή η υπερτίμηση ήταν ένας παράγοντας επιδείνωσης του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Η πραγματική υποτίμηση φαινόταν απαραίτητη. Πρέπει να σημειώσουμε ότι στη δεκαετία του 90 υπήρχαν και άλλοι παράγοντες που επηρέαζαν την ανταγωνιστικότητα των Ασιατικών νομισμάτων: Αρχικά η κατά 50% ονομαστική υποτίμηση του Κινέζικου νομίσματος οδήγησε σε απότομη πραγματική ανατίμηση του renminbi. Τα επακόλουθα μεγάλα και αυξανόμενα εμπορικά πλεονάσματα της Κίνας, οδήγησαν σε σοβαρή πτώση ανταγωνιστικότητας στην υπόλοιπη Ασία. Τη δεκαετία του 90 η Κίνα, με επίπεδο μισθών χαμηλότερο από εκείνο της περιοχής, άρχισε να παράγει και να ανταγωνίζεται τις υπόλοιπες χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας σε αρκετούς παραγωγικούς τομείς, στους οποίους είχαν μεγάλες εξαγωγικές επιδόσεις. Εν συνεχεία η γρήγορη ανατίμηση του δολαρίου μετά το 1995, οδήγησε σε αξιοσημείωτη πραγματική ανατίμηση των Ασιατικών νομισμάτων που ήταν προσδεδμεμένα σε αυτό. Επίσης, την περίοδο 1995-96 υπήρξε μια κάμψη της παγκόσμιας ζήτησης για ημιαγωγούς, ένα από τα σημαντικότερα εξαγωγικά προϊόντα της περιοχής, που είχε ως αποτέλεσμα τη μεγάλη μείωση του ρυθμού αύξησης των εξαγωγών. Τέλος, η συνεχιζόμενη οικονομική αδυναμία της Ιαπωνίας (που παρέμεινε σε καθεστώς οικονομικής αποτελμάτωσης τη δεκαετία του 90) μείωσε τη ζήτηση για εξαγωγές στην περιοχή, αφού η Ιαπωνία απορροφούσε πάνω από το 30% των Ασιατικών εξαγωγών. Παρότι ο βαθμός ανατίμησης των Ασιατικών νομισμάτων τη δεκαετία του 90 δεν ήταν τόσο μεγάλος όσο αυτός που σημειώθηκε σε προηγούμενες συναλλαγματικές κρίσεις (π.χ. στην κατάρρευση του Μεξικάνικου peso το 1994), ο συνδυασμός των παραγόντων που συζητήθηκαν πιο πάνω έφερε τις περισσότερες Ασιατικές χώρες σε μια εύθραυστη θέση από πλευράς ανταγωνιστικότητας.

Για την κατανόηση της συναλλαγματικής κρίσης του 1997 και της εξάπλωσής της από μια χώρα σε άλλες, σημειώνουμε ότι οι μετρήσεις της πραγματικής ισοτιμίας που επικαλεστήκαμε δεν αναπαριστούν επαρκώς την πτώση ανταγωνιστικότητας που υπέστησαν τα τοπικά νομίσματα, αφού κάποια από αυτά δεν είχαν ακόμη υποτιμηθεί. Για παράδειγμα, ενώ τα νομίσματα της Ταϊλάνδης, Μαλαισίας, Ινδονησίας και των Φιλιππίνων -χώρες ανταγωνιστικές με την Κορέα ως προς τα προϊόντα και τις αγορές

(Αμερική, Ευρώπη και Ιαπωνία)- άρχισαν να υποτιμούνται μέσα στο καλοκαίρι, το Κορεάτικο won έμεινε σχετικά σταθερό μέχρι τον Οκτώβριο, οδηγώντας σε πτώση ανταγωνιστικότητας τους Κορεάτες εξαγωγείς. Πράγματι διαλέγοντας ως έτος βάσης το τέλος του 1996, το Σεπτέμβριο του 1997 το Ταϊλανδέζικο baht υποτιμήθηκε σε σχέση με το αμερικάνικο δολάριο κατά 42%, η Ινδονησιακή rupiah κατά 37%, το Μαλαισιανό ringgit κατά 26% και το Φιλιππινέζικο peso κατά 28%, ενώ το Κορεάτικο won μόλις κατά 8%. Κατά συνέπεια, στα τέλη του Σεπτεμβρίου το won ανατιμήθηκε σε ονομαστικούς (και πραγματικούς) όρους κατά 34%, 29%, 20% και 18% αντίστοιχα έναντι των άλλων νομισμάτων, εξαιτίας των υποτιμήσεων στους τοπικούς εμπορικούς ανταγωνιστές του. Αυτά που συνέβη είναι ότι το ένα μετά το άλλο τα νομίσματα της περιοχής (τα οποία ανταγωνίζονταν στις ίδιες αγορές), δέχτηκαν επίθεση και άρχισαν να υποτιμούνται. Η θεμελιώδης αξία ισορροπίας των υπόλοιπων νομισμάτων που δεν είχαν ακόμη υποτιμηθεί άρχισε να πέφτει και ασκήθηκαν υποτιμητικές πιέσεις, ώστε να κερδίσουν έδαφος από τη χαμένη ανταγωνιστικότητα έναντι των άλλων. Ακολούθησε στην ουσία ένα παιχνίδι ανταγωνιστικών υποτιμήσεων που υποδεικνύει ότι η μετάδοση της κρίσης και τα φαινόμενα domino που παρατηρήθηκαν είχαν θεμελιώδεις αιτίες.

Σε όλη τη διάρκεια της κρίσης του 1997, ένας αριθμός παραγόντων επιδείνωσαν τα θεμελιώδη μεγέθη και ανατροφοδότησαν τη συναλλαγματική κρίση. Στους παράγοντες αυτούς αναφερόμαστε παρακάτω:

Πρώτος παράγοντας: οι νομισματικές υποτιμήσεις επιδείνωσαν το φορτίο του εξωτερικού δανεισμού που είχαν επωμιστεί κυβερνήσεις, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και εταιρίες που δανείστηκαν σε ξένο συνάλλαγμα.

Δεύτερος παράγοντας: τα οικονομικά προβλήματα εταιριών και χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ήταν πολύ χειρότερα από ότι είχε αρχικά ανακοινωθεί, δημιουργώντας μεγάλη αβεβαιότητα για το χρέος και την ευρύτητα των χρηματοοικονομικών προβλημάτων εταιριών και τραπεζών. Οι υποτιμήσεις που γίνονταν υπό συνθήκες αβεβαιότητας επιδείνωναν τη χρηματοοικονομική κατάσταση και πρόσδιναν μεγαλύτερη αδυναμία στα νομίσματα.

Τρίτος παράγοντας: τα φαινόμενα domino που υπαγορεύτηκαν από το γεγονός ότι η υποτίμηση του νομίσματος μιας χώρας είχε ως αποτέλεσμα την επιδείνωση της

πραγματικής ανατίμησης χωρών που δεν είχαν ακόμη υποτιμήσει το δικό τους, μετέδωσε κερδοσκοπικές πιέσεις στα νομίσματα των τελευταίων. Τον Ιούλιο και Αύγουστο η πτώση του baht μεταδόθηκε στα ringgit, rupiah και peso. Το Σεπτέμβριο η κρίση μεταδόθηκε στη Σιγκαπούρη και την Ταϊβάν. Την πτώση των νομισμάτων των τελευταίων δύο χωρών ακολούθησε κερδοσκοπική πίεση στο Χονγκ-Κονγκ τις επόμενες ημέρες. Τον Οκτώβριο, με έξι βασικά τοπικά νομίσματα να έχουν υποστεί υποτίμηση κατά 40% κατά μέσο όρο, το Κορεάτικο won δεν μπόρεσε να διατηρήσει μια ισοτιμία έξω από τα θεμελιώδη. Η γρήγορη κατάρρευση του won (μέσα στους δύο επόμενους μήνες) οδήγησε σε σημαντική πραγματική ανατίμηση τα άλλα τοπικά νομίσματα που δεν μπορούσε να διατηρηθεί λόγω της ευρύτερης κακής οικονομικής κατάστασης των χωρών, συνεπώς τα νομίσματα αυτά συνέχιζαν να πέφτουν το Νοέμβριο και Δεκέμβριο στον απόηχο της κρίσης του won, ενώ κάθε κύκλος υποτιμήσεων αποτελούσε το έναυσμα για τον επόμενο. Ανάμεσα σε άλλους παράγοντες, η κατάρρευση του won τους μήνες Νοέμβριο και Δεκέμβριο είναι υπεύθυνη για τη συνεχιζόμενη πτώση των νομισμάτων της Ταϊλάνδης, Ινδονησίας και Φιλιππίνων, ακόμη και μετά την υπόσχεση μεγάλων πακέτων οικονομικών ενισχύσεων που θα λάμβαναν οι χώρες τον επόμενο Μάρτιο.

Τέταρτος παράγοντας: η πολιτική αβεβαιότητα οδήγησε σε αβεβαιότητα για τις ακολουθούμενες τακτικές. Στην Ταϊλάνδη η κυβερνητική αδυναμία οδήγησε την κυβέρνηση σε παραίτηση, ο Μαλαισιανός Πρόεδρος με φλεγματικά σχόλια καταδίκασε τους «αιρετικούς κερδοσκόπους» στο πυρ το εξώτερο, τα νέα στην Ινδονησία ήθελαν την υγεία του Προέδρου Suharto (που δεν είχε φανερό διάδοχο) διαρκώς επιδεινούμενη και το εργατικό δυναμικό των χωρών βρισκονταν σε κατάσταση αναβρασμού. Όλοι οι παραπάνω παράγοντες πρόσθεσαν στη σοβαρότητα της κρίσης.

Πέμπτος παράγοντας: η Ιαπωνία, ηγετική οικονομική δύναμη της περιοχής, αντιμετώπιζε σοβαρά οικονομικά προβλήματα: ύστερα από πέντε χρόνια μηδενικής ανάπτυξης, στο πρώτο τρίμηνο του 1997 εμφανίστηκαν ελπίδες που σύντομα εξανεμίστηκαν, αφού η αύξηση στο φόρο κατανάλωσης τον Απρίλιο του 1997 βύθισε τη χώρα σε ύφεση για το δεύτερο και τρίτο τρίμηνο του έτους. Η αδύνατη οικονομικά Ιαπωνία τήρησε χαλαρή νομισματική πολιτική, κρατώντας τα επιτόκια χαμηλά και αφήνοντας το yen να διολισθαίνει συνεχώς έναντι του δολαρίου και να επιδεινώνει έτσι την πραγματική ανατίμηση που υπέστησαν τα υπόλοιπα νομίσματα στην περιοχή. Τελικά η κρίση άγγιξε το απώτερο σημείο της το καλοκαίρι του 1997, όταν

το δολάριο συνέχισε να ανεβαίνει ασταμάτητα και το yen να διολισθαίνει. Επιπλέον οι ιαπωνικές τράπεζες (που βρίσκονταν σε εύθραυστη κατάσταση από το σκάσιμο της «φούσκας» των ακινήτων της δεκαετίας του 80 και αποδυναμωμένες από την αναιμική ανάπτυξη της δεκαετίας του 90), βρέθηκαν να έχουν δανείσει σημαντικά ποσά σε άλλες Ασιατικές οικονομίες. Η κακή κατάσταση των Ασιατικών εταιριών και τραπεζών μετά το συναλλαγματικά σοκ και οι αυξανόμενες χρεοκοπίες χειροτέρευσαν τη χρηματοοικονομική κατάσταση και των Ιαπωνικών τραπεζών. Σε σύγκριση με την κρίση του Μεξικάνικου peso (1994-95), όπου η κύρια οικονομική δύναμη της περιοχής (ΗΠΑ) βρίσκονταν σε τροχιά ανάπτυξης, η αδυναμία της Ιαπωνίας το 1997 επιδείνωσε τα φτωχά οικονομικά θεμελιώδη στην περιοχή.

Έκτος παράγοντας: η πρώτη αντίδραση των νομισματικών Αρχών στις κερδοσκοπικές πιέσεις στα νομίσματα ήταν η προσπάθεια να αποφύγουν μια συσταλτική νομισματική πολιτική και μιας συνακόλουθη μεγάλη αύξηση των εγχώριων επιτοκίων. Μετά την άνοιξη, οπότε και εκδηλώθηκαν οι πρώτες κερδοσκοπικές πιέσεις, η Ταϊλάνδη και άλλες χώρες δοκίμασαν (αφού απέτυχαν αρχικά οι αποστειρωμένες επεμβάσεις) να εφαρμόσουν έλεγχο κεφαλαίων για να εμποδίσουν τις εκροές. Η νομισματική πολιτική στην περιοχή παρέμεινε σχετικά χαλαρή κατά τη διάρκεια της κρίσης και μόνο μετά το φθινόπωρο άρχισε να αλλάζει σε περιοριστική, όταν οι πτώσεις στα νομίσματα είχαν ήδη επιταχυνθεί. Η Μαλαισία για παράδειγμα, μόλις το Δεκέμβριο (έχοντας υποστεί υποτίμηση του ringitt κατά 40%) αποφάσισε να απαρνηθεί την πολιτική των χαμηλών επιτοκίων. Οι λόγοι που οι κυβερνήσεις καθυστέρησαν την εφαρμογή σφιχτής νομισματικής πολιτικής ήταν από τη μια ο φόβος ότι πιθανή αύξηση στα επιτόκια θα ανέκοπτε την οικονομική δραστηριότητα και θα οδηγούσε σε ύφεση και από την άλλη -δεδομένης της εύθραυστης κατάστασης του τραπεζικού συστήματος και των επιχειρήσεων- ότι θα προκαλούσε «στεγνώμα» της ρευστότητας, πτωχεύσεις και επιπλέον αρνητικές οικονομικές επιπτώσεις στην οικονομική δραστηριότητα. Η χαλαρή πολιτική ωστόσο οδήγησε σε ένα συνεχιζόμενο κύμα ανατιμήσεων που διόγκωσε τις υποχρεώσεις σε εξωτερικό χρέος. Παραδόξως, όταν οι κυβερνήσεις αποφάσισαν να χρησιμοποιήσουν τα υψηλά επιτόκια επιδείνωσαν το πρόβλημα. Κι αυτό διότι οι υποτιμήσεις είχαν ήδη μεγαλώσει τις υποχρεώσεις των δανειοληπτών με συνέπεια να μεγαλώσει ο αριθμός των μη εξυπηρετούμενων δανείων, να επιδεινωθεί η χρηματοοικονομική κατάσταση τραπεζών και επιχειρήσεων και να προκληθεί ένα οξύ αντιπληθωριστικό αποτέλεσμα στην οικονομική δραστηριότητα.

Οι επόμενες σκέψεις θα μας βοηθήσουν να κατανοήσουμε βαθύτερα την οικονομική κρίση του 1997. Στην πραγματικότητα οι κερδοσκοπικές εισροές κεφαλαίων στην Ασία κατά την δεκαετία του 90 ήταν πολύ μεγαλύτερες από τις καθαρές εισροές κεφαλαίων κι αυτό διότι οι ακαθάριστες εισροές βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων ήταν κατά πολύ μεγαλύτερες από τις καθαρές εισροές, δεδομένου ότι σημειώθηκαν επίσης μεγάλες βραχυπρόθεσμες εκροές. Η σπουδαιότητα της παραπάνω παρατήρησης έγκειται στο γεγονός ότι ενώ σε καθαρή βάση η αύξηση στο εξωτερικό χρέος των Ασιατικών χωρών ήταν ίση με το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (μείον τις εισροές των άμεσων ξένων επενδύσεων), η αύξηση στις ξένες ακαθάριστες υποχρεώσεις τους ήταν σημαντικό μεγαλύτερη, λόγω των πολύ μεγάλων εκροών κεφαλαίων που συνόδευαν τις μεγάλες βραχυπρόθεσμες εισροές. Αρχικά λοιπόν κατά την υποτίμηση των νομισμάτων, οι μη-κάτοικοι επαναπάτριζαν τις κεφαλαιακές εισροές πουλώνοντας εγχώρια ομόλογα, μετοχές και άλλα περιουσιακά στοιχεία, ενώ οι κάτοικοι των χωρών που είχαν συσσωρεύσει μεγάλα αποθέματα κεφαλαίων στο εξωτερικό κατά τη διάρκεια των μεγάλων εκροών ήταν απρόθυμοι να επαναπατρίσουν ξένο συνάλλαγμα, αφού τα εγχώρια νομίσματα έπεφταν. Επίσης, μεγάλο μέρος των ακαθάριστων εισροών και εκροών κεφαλαίων βρισκόταν στον τραπεζικό τομέα. Για παράδειγμα το 1996 στην Κορέα από τα \$23,3b των «λοιπών επενδύσεων εισροής κεφαλαίων» τα \$12,3b πήγαν στον τραπεζικό τομέα, ενώ από τα υπόλοιπα \$11,8b των «λοιπών επενδύσεων εκροής κεφαλαίων» τα \$9,5b πραγματοποιήθηκαν μέσω του τραπεζικού συστήματος. Για τις εγχώριες τράπεζες της Ασίας επομένως, οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις προς ξένους αυξάνονταν πολύ πιο γρήγορα από την κατοχή από μέρους τους ξένων περιουσιακών στοιχείων. Η συνέπεια για την Κορέα ήταν η αύξηση της καθαρής θέσης των υποχρεώσεων για το τραπεζικό σύστημα από \$20,8b στο τέλος του 1993, σε \$57,0b το 1997. Παρόμοιες μεγάλες αυξήσεις έγιναν και σε άλλες χώρες που βίωσαν συναλλαγματικές κρίσεις, ιδιαίτερα στην Ταϊλάνδη, Μαλαισία, Ινδονησία και Φιλιππίνες. Η αύξηση των ακαθάριστων υποχρεώσεων του τραπεζικού συστήματος υπήρξε μια ανεξάρτητη αιτία επιδείνωσης της κρίσης και υποτίμησης των νομισμάτων. Στην Κορέα, καθώς ο ακαθάριστος δανεισμός (τραπεζικός και μη) μεγάλωνε (λόγω των υποτιμήσεων) και κάποια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πτώχευσαν, επικράτησε πανικός. Οι ξένοι πιστωτές των Ασιατικών τραπεζών, μη γνωρίζοντας ποιες τράπεζες ήταν σε θέση να αποπληρώσουν το δανεισμό τους αρνήθηκαν να επαναχρηματοδοτήσουν τα δάνεια, κάτι που θα γινόταν σε φυσιολογικές συνθήκες. Η απροθυμία των ξένων τραπεζών ενόψει του κινδύνου πτώχευσης, μεγάλωσε τον αριθμό των μη εξυπηρετούμενων

δανείων και διέσπειρε πανικό σε τέτοια έκταση, που το Κορεάτικο νόμισμα κατέρρευσε κατά 40% μέσα σε μία εβδομάδα (Δεκέμβριος). Η κατάσταση ισορρόπησε στα τέλη Δεκεμβρίου, όταν από κοινού Αμερικανικές, Ευρωπαϊκές και Ιαπωνικές τράπεζες συμφώνησαν να διαπραγματευτούν την ανανέωση (roll-over) βραχυπρόθεσμων δανείων και οι κύριες χώρες-πιστωτές αποφάσισαν να περιμένουν το πακέτο εξωτερικής οικονομικής ενίσχυσης (bail-out package) που εγκρίθηκε από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF). Στις αρχές Δεκεμβρίου ένας παρόμοιος κύκλος συναλλαγματικής κρίσης που οδήγησε σε κρίση δανεισμού έπληξε την Ινδονησία: Η συνεχής υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος αύξησε τον ήδη διογκωμένο ακαθάριστο δανεισμό τραπεζών και επιχειρήσεων, με συνέπεια την ανάδυση κατάστασης πανικού στην οικονομία της χώρας τον Ιανουάριο του 1998.

Το 1998 οι Corsetti, Pesenti και Roubini⁸ ανέπτυξαν ένα μοντέλο οικονομικής και νομισματικής κρίσης που οδηγείται από το ηθικό δίλημμα που αποτελεί πηγή της υπερεπένδυσης, του υπερβολικού εξωτερικού δανεισμού και των ελλειμμάτων του ισοζυγίου σε μια φτωχά επιτηρούμενη και ανεπαρκώς θεσμικά ρυθμισμένη οικονομία. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι οι ξένοι επενδυτές ήταν πρόθυμοι να δανείσουν κεφάλαια στις Ασιατικές τράπεζες, επειδή περίμεναν ότι οι Κεντρικές Τράπεζες ή το IMF θα παρείχε στις τράπεζες κεφάλαια προς αποφυγή της κατάρρευσής τους, στην περίπτωση έλευσης οικονομικής κρίσης. Έτσι χρηματοδοτήθηκαν μη κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εκτέθηκαν σε επενδύσεις υψηλού κινδύνου. Οι τράπεζες λοιπόν δανείζονταν χρήματα με ασφαλή επιτόκια και δάνειζαν με κάποιο περιθώριο, χρηματοδοτώντας κερδοσκοπικές επενδύσεις. Όταν τα πράγματα άρχισαν να εξελίσσονται άσχημα και μια σειρά από εγχώρια και εξωγενή σοκ αποκάλυψε τη χαμηλή κερδοφορία των προηγούμενων επενδύσεων, η οικονομική και νομισματική κρίση ήταν αναπόφευκτες. Οι προσδοκίες για μελλοντική εξωτερική οικονομική βοήθεια δεν βασίστηκαν σε ρητές υποσχέσεις των Ασιατικών κυβερνήσεων. Οι εγχώριοι και ξένοι επενδυτές όμως λογικά περίμεναν τη βοήθεια, αφού ήταν δύσκολο να πιστέψουν ότι στην περίπτωση ανάγκης χρηματοδότησης μιας μελλοντικής κρίσης οι κυβερνήσεις θα άφηναν το σύστημα να καταρρεύσει χωρίς να παρέμβουν. Ο Krugman⁹ συμφωνεί ότι οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί (και το ηθικό δίλημμα που συνδέεται με αυτούς όταν οι θεσμικές ρυθμίσεις είναι ανεπαρκείς), διαδραμάτισαν σημαντικό ρόλο στην Ασιατική κρίση, η οποία με την έννοια αυτή

⁸ Corsetti, G., P. Pesenti and N. Roubini (1998): "Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis"

⁹ Krugman, P. (1998): "What Happened in Asia?"

αποτέλεσε κατά κύριο λόγο συνέπεια του κακού τραπεζικού συστήματος. Οι Radelet και Sachs¹⁰ ωστόσο υποστηρίζουν ότι είναι δύσκολο να πιστέψει κανείς σε μια γενικευμένη αντίληψη ότι οι ξένοι επενδυτές πίστευαν ότι η κατάσταση ήταν ασταθής αλλά συνέχιζαν να δανείζουν, στη βάση της προσδοκίας για εξωτερική βοήθεια. Η επιχειρηματολογία τους είναι πολύ λογική: εάν οι δανειστές πίστευαν ότι υπήρχε αυξανόμενος κίνδυνος στις επενδύσεις τους, τα spreads των Ασιατικών ομολόγων θα είχαν αυξηθεί. Στην πραγματικότητα όμως από τα μέσα του 1995 έως τα μέσα του 1997 τα spreads έπεσαν.

Συμπερασματικά για τις αιτίες που προκάλεσαν την Ασιατική κρίση:

1. Αρκετά Ασιατικά νομίσματα είχαν ανατιμηθεί σε πραγματικούς όρους τη δεκαετία του 90 και στις χώρες αναδύθηκαν μεγάλες και διαρκώς αυξανόμενες ανισορροπίες στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών. Οι χώρες υπέστησαν κερδοσκοπική επίθεση το 1997. Η υπερτίμηση οφείλονταν εν μέρει στην ευρεία επιλογή από χώρες της περιοχής καθεστώτων σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και στις συνακόλουθες μεγάλες εισροές κεφαλαίων. Η συνειδητοποίηση της σοβαρής υπερτίμησης στις αρχές του 1997 αποτέλεσε παράγοντα επιδείνωσης του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Οι πραγματικές υποτιμήσεις εμφανίστηκαν αναγκαίες, για την επαναφορά των ελλειμμάτων σε ισορροπία.
2. Οι ανισορροπίες στα ισοζύγια που συνδέονται με την αύξηση του εξωτερικού χρέους δημιουργήθηκαν επίσης από επενδυτική (και καταναλωτική) έκρηξη, η οποία συχνά αφορούσε σε λάθος κλάδους (μη εμπορεύσιμα αγαθά, ακίνητα, κερδοσκοπικές επενδύσεις).
3. Οι τράπεζες, στηριζόμενες στις κυβερνητικές υποσχέσεις για παροχή εγγυήσεων, δανείστηκαν υπερβολικά από το εξωτερικό και χρηματοδότησαν σε υπερβολικό βαθμό επενδυτικά σχέδια με υψηλό κίνδυνο. Η διαφορά των επιτοκίων δανεισμού ήταν πολύ μικρή για το μέγεθος του αναλαμβανόμενου κινδύνου και οι εγχώριες επιχειρήσεις πραγματοποίησαν επενδύσεις συχνά με οριακά (αν όχι καθόλου) κέρδη. Όταν οι επενδύσεις έπαψαν να είναι κερδοφόρες, επιχειρήσεις και τράπεζες βρέθηκαν με τεράστιο εξωτερικό χρέος (το περισσότερο σε ξένο νόμισμα) που

¹⁰ Radelet, S. and J. Sachs (1998): "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects"

δεν μπορούσαν να αποπληρώσουν. Η συναλλαγματική κρίση επιδείνωσε δραματικά το εξωτερικό χρέος.

4. Σημαντικό ποσοστό των δανειζόμενων κεφαλαίων δεν κατευθύνονταν σε χρηματοδότηση νέων επενδύσεων που θα προκαλούσαν αύξηση στο απόθεμα κεφαλαίου, αλλά στην κερδοσκοπική ζήτηση υπαρχόντων περιουσιακών στοιχείων με σταθερή προσφορά (γη, ακίνητα, μετοχές). Οι τιμές των τελευταίων ανέβαιναν πολύ γρήγορα και δεν δικαιολογούνταν με βάση τα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα. Η επερχόμενη «φούσκα» (bubble) στις χρηματιστηριακές αγορές, τη γη και τα ακίνητα τροφοδοτήθηκε από τον υπερδανεισμό των τραπεζών από τις διεθνείς αγορές κεφαλαίου. Με το σκάσιμο της φούσκας τράπεζες, επιχειρήσεις και επενδυτές βρέθηκαν με τεράστιο απόθεμα εξωτερικού χρέους, ενώ με την κατάρρευση των νομισμάτων οι υποχρεώσεις προς ξένους αυξήθηκαν.
5. Η μεταδοτικότητα της κρίσης μπορεί να γίνει κατανοητή, αν σκεφτούμε ότι η υποτίμηση κάποιου τοπικού νομίσματος αυτόματα ανατιμούσε την πραγματική ισοτιμία και έπληττε την ανταγωνιστικότητα άλλων χωρών της περιοχής που δεν είχαν υποτιμήσει ακόμη τα νομίσματά τους. Όταν εκδηλώθηκε επίθεση στα νομίσματα που ήταν ανταγωνιστές στις ίδιες παγκόσμιες αγορές, η θεμελιώδης αξία των νομισμάτων που δεν είχαν ακόμη υποτιμηθεί έπεφτε, ασκώντας πίεση για υποτίμηση. Ο κύκλος των ανταγωνιστικών και διαδοχικών υποτιμήσεων που ακολούθησε κατά συνέπεια και τα φαινόμενα domino που εμφανίστηκαν δεν αφορούσαν παράλογη μετάδοση της κρίσης, αλλά είχαν τη ρίζα τους σε θεμελιώδεις παράγοντες.

Ολοκληρώνοντας για την Ασιατική κρίση: τα καθεστώτα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, οι εισροές κεφαλαίων και η παροχή κυβερνητικής κάλυψης οδήγησαν από κοινού σε πραγματική ανατίμηση, επενδυτική έκρηξη σε λάθος κλάδους επιχειρηματικής δραστηριότητας και σε φούσκα τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Τα παραπάνω οδήγησαν με τη σειρά τους σε συσσώρευση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σε ξένους (ελλείμματα), τα οποία χρηματοδοτήθηκαν με τη μεσολάβηση του τραπεζικού συστήματος, δεδομένης της έλλειψης αναπτυγμένων οργανωμένων αγορών κεφαλαίου στην περιοχή. Οι τράπεζες δανείστηκαν από το εξωτερικό σε ξένο νόμισμα. Οι μεγάλες θέσεις σε συνάλλαγμα ήταν κυρίως βραχυπρόθεσμες και χωρίς αντιστάθμιση κινδύνου (unhedged), δεδομένου ότι

τράπεζες και επιχειρήσεις προσδοκούσαν σε διατήρηση της σταθερής ισοτιμίας ή στην παροχή κυβερνητικής βοήθειας στην περίπτωση που τα πράγματα δεν έβαιναν ομαλά. Όταν οι επενδύσεις έπαψαν να είναι κερδοφόρες, το εξωτερικό χρέος σε ξένο νόμισμα ήταν ήδη τεράστιο. Η συναλλαγματική κρίση που ακολούθησε επιδείνωσε την κατάσταση, εφόσον οι υποτιμήσεις προκάλεσαν αύξηση του ονομαστικού εξωτερικού χρέους. Οι αδύναμες και όχι ιδιαίτερα αξιόπιστες κυβερνήσεις που φάνηκαν διστακτικές στη λήψη μέτρων για γενναίες μεταρρυθμίσεις των υπάρχοντων δομών, έδωσαν επιπλέον ερεθίσματα στην πολιτική αβεβαιότητα και τον οικονομικό πανικό που ακολούθησε.

2.5 Η Ρωσική νομισματική κρίση του 1998

Το Ρωσικό ruble κυμαίνονταν σε μια συναλλαγματική ζώνη διακύμανσης έναντι του δολαρίου, που το 1998 εκτεινόταν από 5,25 έως 7,15 rubles/US\$. Η ισοτιμία επηρεάζονταν πρωτίστως από το μεγάλο εμπορικό πλεόνασμα και τη σωρεία ξένων επενδύσεων στη χώρα. Η νομισματική κρίση του 1998 κατέληξε σε αναγκαστική υποτίμηση, αθέτηση χρέους του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα και στάση πληρωμών των εμπορικών τραπεζών έναντι των ξένων πιστωτών τους. Κρίσεις όπως η Ρωσική φαίνεται ότι συχνά αναδύονται από την εγχώρια οικονομική κατάσταση που χαρακτηρίζεται από υψηλά ελλείμματα και χαμηλά συναλλαγματικά διαθέσιμα. Κάποιες φορές επίσης ξεκινούν με αφορμή παρόμοιες διεθνείς κρίσεις, ειδικά σε κοντινή γεωγραφική περιοχή. Αυτές οι μεταδοτικές κρίσεις όμως δεν προσβάλλουν πάντα όλες τις γειτονικές χώρες, αλλά συνήθως εκείνες μόνο που είναι εσωτερικά ευάλωτες σε κρίση.

Έπειτα από 6 χρόνια οικονομικού ανασχηματισμού στη Ρωσία δεν επιτεύχθηκε σημαντική επιτυχία στις ιδιωτικοποιήσεις και τη μακροοικονομική σταθεροποίηση. Τη χρονιά της κρίσης η χώρα πέρασε για πρώτη φορά σε θετικούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης, έπειτα από την κατάρρευση της πρώην Σοβιετικής Ένωσης. Από τον Απρίλιο του 1996 οι Αρχές ξεκίνησαν διαπραγματεύσεις για την τακτοποίηση της πληρωμής του εξωτερικού χρέους που κληρονόμησαν από το παρελθόν, γεγονός ζωτικής σημασίας για την επανάκτηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών. Επιφανειακά κοιτώντας, το 1997 έμοιαζε να αποτελεί σημείο αντιστροφής τάσης (από την αστάθεια προς την οικονομική σταθερότητα). Πράγματι η ανάπτυξη ήταν θετική (+0,8%), ενώ στα παρακάτω γραφήματα φαίνεται ότι το εμπορικό πλεόνασμα

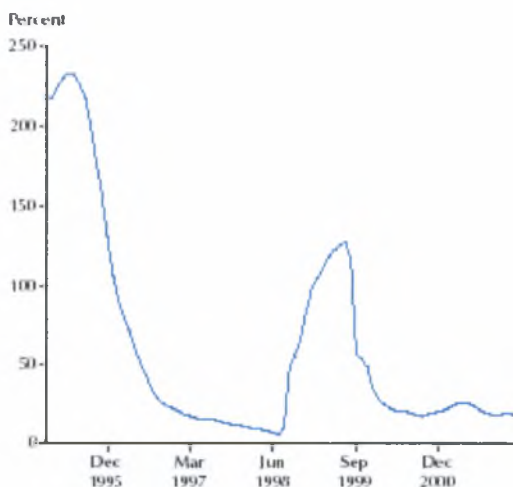
κινούνταν προς εξισορρόπηση εισαγωγών και εξαγωγών και ο πληθωρισμός έπεσε από 131% το 1995, σε 22% το 1996 και σε 11% το 1997:

Εμπορικό Ισοζύγιο Εμπορευμάτων



Πηγή: Central Bank of Russia

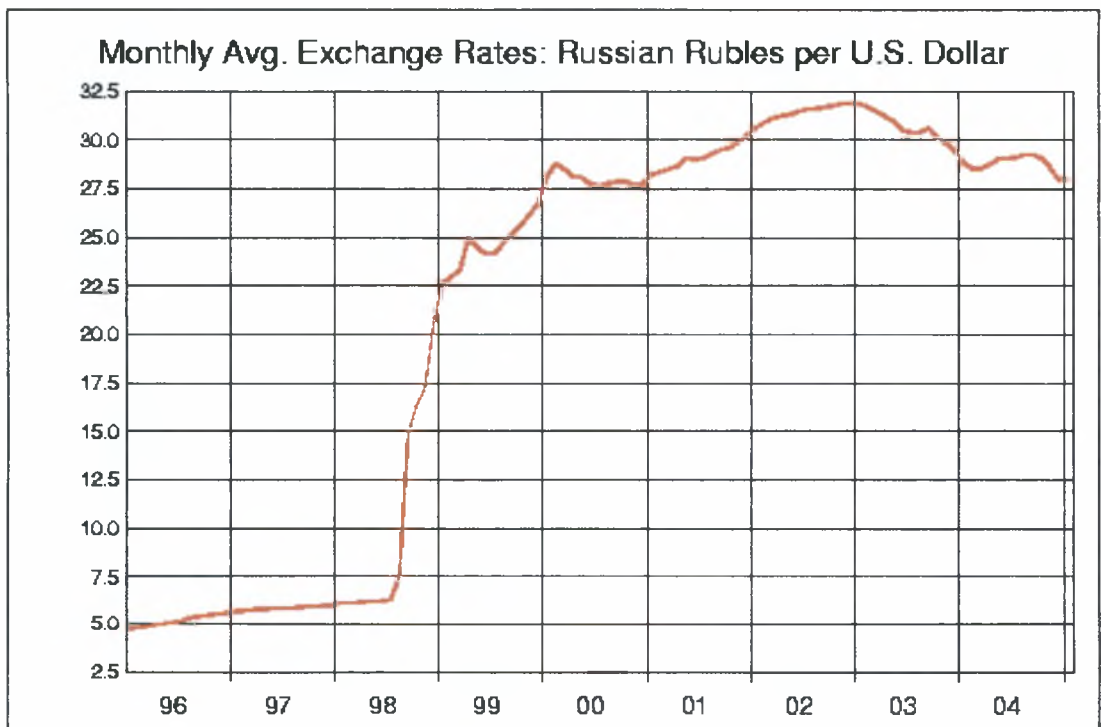
(CPI) Πληθωρισμός – ποσοστιαία μεταβολή σε σχέση με τον προηγούμενο χρόνο



Πηγή: IMF

Το εισόδημα ανέκαμπτε σταδιακά, ενώ το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο είχε ήδη ξεκινήσει προγράμματα οικονομικής ενίσχυσης και η Παγκόσμια Τράπεζα ετοιμάζονταν να προσφέρει βοήθεια ύψους \$2-3b ανά έτος. Η μετέπειτα ακύρωση των προγραμμάτων διάσωσης από τους διεθνείς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς προκάλεσε μεγάλη έκπληξη σε όσους πίστευαν ότι η Ρωσία ήταν «πολύ μεγάλη για να πέσει» και ότι τα εγκεκριμένα προγράμματα οικονομικής βοήθειας θα συνεχίζονταν,

ανεξάρτητα από τις εξελίξεις στη χώρα. Η Ρωσία λοιπόν κατάφερε να συνάψει διεθνείς συμφωνίες πληρωμής εξωτερικών χρεών και οι αναλυτές προέβλεπαν βελτίωση της πιστοληπτικής της ικανότητας που θα βελτιώνε το κόστος δανεισμού. Κατά τη διάρκεια του 1997 το πετρέλαιο είχε σχετικά υψηλή τιμή στις διεθνείς αγορές (μέσος όρος \$23/barrell), με τα καύσιμα να ανέρχονται στο 45% των κύριων εξαγωγίμων εμπορευμάτων. Σε μία προσπάθεια προσέλκυσης ξένων επενδύσεων εφαρμόστηκε άρση των περιορισμών σε μη κατοίκους για αγορά κυβερνητικών χρεογράφων, με συνέπεια στο τέλος του έτους ένα μεγάλο μέρος του βραχυπρόθεσμου κυβερνητικού δανεισμού να βρίσκεται σε χέρια αλλοδαπών. Για ολόκληρο το 1997 η διακύμανση του ruble βρισκονταν εντός στενής ζώνης (5-6 rubles/US\$). Παρακάτω απεικονίζεται η ιστοιμία για την περίοδο 1/1/1996-31/1/2005:



© 2005 by Prof. Werner Antweiler, University of British Columbia, Vancouver BC, Canada.

Permission is granted to reproduce the above image provided that the source and copyright are acknowledged.

Time period shown in diagram: 1/Jan/1996 - 31/Jan/2005

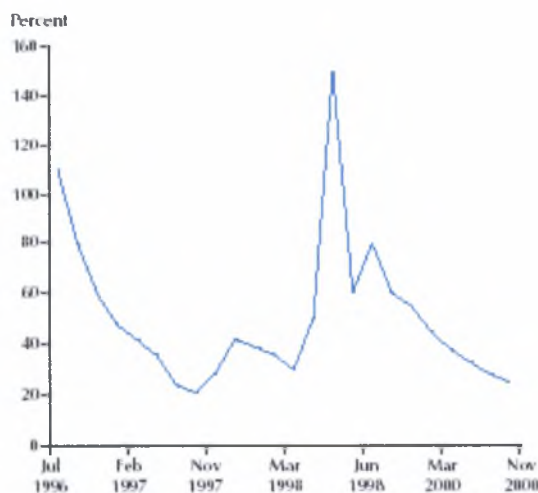
Πηγή: Pacific Exchange Rate Service

Παρά την αισιοδοξία των προηγούμενων μεγεθών, τα προβλήματα παρέμειναν. Οι πραγματικοί μισθοί ήταν λιγότεροι από το 1/2 του 1991, ενώ μόλις το 40% του εργατικού δυναμικού πληρώνονταν εξ' ολοκλήρου και στην ώρα του. Ο δείκτης ξένων επενδύσεων ανά κεφαλή ήταν χαμηλός, ενώ η διευθέτηση των φυσικών μονοπωλίων καθυστερούσε. Ο ανεπαρκής φοροεισπρακτικός μηχανισμός διατήρησε το υψηλό

δημόσιο χρέος, ενώ το 25% των περιουσιακών στοιχείων αποτελούνταν από ανεξόφλητα δάνεια με υπόχρεους χώρες όπως η Κούβα, η Μογγολία και το Βιετνάμ. Παρότι δεν σημείωσε βελτίωση ισοζυγίων η Ρωσία αναβαθμίστηκε πιστοληπτικά και η άρση σχετικών περιορισμών αύξησε τις δανειακές υποχρεώσεις των τραπεζών στις ξένες αγορές, από το 7% του ενεργητικού τους το 1994 στο 17% το 1997. Οι αυξανόμενες δαπάνες αποπληρωμής τόκων για δάνεια του IMF για τα επόμενα χρόνια έφεραν την κυβέρνηση μπροστά στο δίλημμα της μείωσης του εγχώριου δανεισμού και της αύξησης της φορολογίας. Η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική χρηματοδοτήθηκε από την έκδοση κρατικών ομολόγων που επιβάρυναν σημαντικά το κυβερνητικό χρέος. Για την αντιμετώπιση του αυξανόμενου χρέους η κυβέρνηση υπολόγιζε σε μια αύξηση της ανάπτυξης κατά 2% του GDP για τον επόμενο χρόνο, ενώ στην πραγματικότητα σημειώθηκε μείωση κατά 4,9%. Το Νοέμβριο του 1997 το ruble δέχτηκε επίθεση, λίγο μετά την εμφάνιση της Ασιατικής κρίσης. Η Κεντρική Τράπεζα (Center Bank of Russia ή CBR) αμύνθηκε επιτυχώς, έχασε όμως \$6b από τα συναλλαγματικά της διαθέσιμα σε US\$. Σύμφωνα με τον Desai¹¹, οι ξένοι δανειστές του βραχυπρόθεσμου εξωτερικού χρέους υπέγραψαν συμβόλαια forward με την CBR για ανταλλαγή rubles με ξένο νόμισμα ως μέτρο προστασίας από ενδεχόμενη απώλεια της αξίας του εγχώριου νομίσματος, κάτι που είχε ήδη συμβεί στην Ασία. Μεγάλο μέρος του Παθητικού των εμπορικών τραπεζών που βρίσκονταν σε τέτοιου είδους συμβόλαια ανταλλαγής δεν εμφανίζονταν στους ισολογισμούς τους. Οι καθαρές υποχρεώσεις των τραπεζών από τα συμβόλαια αυτά υπολογίστηκε ότι ανέρχονταν σε περισσότερα από \$6b για το πρώτο εξάμηνο του 1998. Στο μεταξύ εμφανίστηκε πάλι ο υπερπληθωρισμός, αναγκάζοντας την CBR να ξοδεύει συναλλαγματικά αποθέματα, σε μια προσπάθεια σταθεροποίησης του ruble στο επιθυμητό εύρος διακύμανσης. Οι τιμές του πετρελαίου και των μετάλλων είχαν ήδη αρχίσει να πέφτουν στις διεθνείς αγορές, ενώ η αβεβαιότητα της οικονομίας ώθησε τους επενδυτές να σκεφτούν τον πιστωτικό κίνδυνο. Ψηφίστηκε μια μερική αναμόρφωση του φορολογικού συστήματος με σκοπό τη δημιουργία σταθερού επενδυτικού περιβάλλοντος, ενώ οι διαβουλεύσεις με το IMF δεν κατέληξαν σε συμφωνία. Σε ένδειξη ισχυρής θέλησης για μια αποτελεσματική οικονομική πολιτική ο Πρόεδρος Yeltsin απέλυσε ολόκληρη την κυβέρνηση, τοποθετώντας στο οικονομικό επιτελείο ανθρώπους που απολάμβαναν την εμπιστοσύνη της αγοράς. Τον Μάιο η CBR προειδοποίησε το Υπουργικό Συμβούλιο για μεγάλη κρίση χρέους στα επόμενα 3 χρόνια. Στο Συμβούλιο βρίσκονταν και δημοσιογράφοι, οπότε η πληροφορία διέρρευσε. Οι διεθνείς επενδυτές

¹¹ Desai, P. (2002): Why Did the Ruble Collapse in August 1998?"

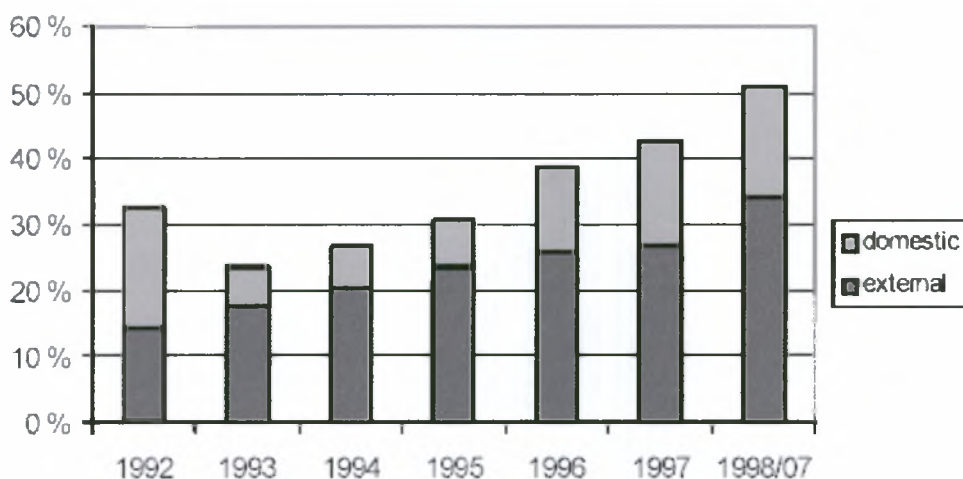
που εκείνη την εποχή ήταν ιδιαίτερα ευαίσθητοι σε θέματα νομισματικής σταθερότητας παρεξήγησαν τη δήλωση του κεντρικού τραπεζίτη για αναμόρφωση της τραπεζικής πολιτικής, πιστεύοντας ότι η CBR σκέφτονταν σοβαρά το ενδεχόμενο μιας υποτίμησης. Τα σχέδια της οικονομικής πολιτικής για μείωση των κυβερνητικών δαπανών και επιτάχυνση των εσόδων δημιούργησαν ασαφείς εντυπώσεις και σύγχυση στο κοινό, ενώ υπήρξε και κάποια προστριβή Αμερικής και Ρωσίας σε διπλωματικό επίπεδο. Οι επενδυτές αναστατώθηκαν και ξεκίνησαν οι πωλήσεις κρατικών ομολόγων και μετοχών. Οι αποδόσεις των ομολόγων ανέβηκαν στο 47%, αλλά η αμφισβήτηση για την ικανότητα της κυβέρνησης να τα αποπληρώσει και η περιορισμένη ρευστότητα δεν επέτρεψε την αγορά των κυβερνητικών χρεογράφων από τις τράπεζες. Τα αποθέματα των νοικοκυριών σε rubles αυξάνονταν με πολύ αργούς ρυθμούς έναντι της προηγούμενης χρονιάς και η CBR ανέβασε τα διατραπεζικά επιτόκια δανεισμού από 30% σε 50%. Στις επόμενες 2 ημέρες χρησιμοποίησε \$1b από τα ήδη χαμηλά της αποθέματα για να υπερασπιστεί το νόμισμα. Ενώ πλησίαζε ο καιρός για τη λήξη μέρους του χρέους της, η κυβέρνηση δεν μπόρεσε να συγκεντρώσει το απαιτούμενο ποσό από τα ομόλογα. Οι τιμές του πετρελαίου συνέχιζαν την πτωτική τους πορεία και η κυβέρνηση ανέβασε ξανά τα επιτόκια (στο 150%), ενώ διαμόρφωσε σχέδιο αντιμετώπισης της κρίσης από το οποίο έλπιζε να εισπράξει επιπλέον \$71b rubles, ζήτησε βοήθεια από τη Δύση και ξεκίνησε τη διαδικασία εκκαθάρισης στις πρώτες μεγάλες επιχειρήσεις που πτώχευσαν λόγω μεγάλου χρέους από φόρους προηγούμενων χρήσεων. Στο παρακάτω σχεδιάγραμμα διακρίνεται η πορεία των επιτοκίων δανεισμού για την περίοδο 1996-00:



Πηγή: Central Bank of Russia

Είναι σημαντικό να δούμε την εξέλιξη του κυβερνητικού χρέους ως ποσοστό του GDP. Κατά την περίοδο 1993-95 το απόθεμα του χρέους βρίσκονταν σε ανεκτά επίπεδα (περίπου 20-30% του GDP) αλλά αυτό ανατράπηκε στη συνέχεια, αφού η κυβέρνηση αύξησε το δανεισμό την περίοδο 1995-96 για να προστατέψει τη γρήγορη βύθιση της οικονομίας. Τα επόμενα δύο έτη η Ρωσική οικονομία εμφάνισε σημάδια ανάκαμψης όπως είδαμε και για το λόγο αυτό η κυβέρνηση ανέβασε την πίστωση σε επίπεδα μεγαλύτερα από το 50% του GDP, καθιστώντας το μέγεθος του δανεισμού ασταθές όπως φαίνεται στο παρακάτω σχεδιάγραμμα:

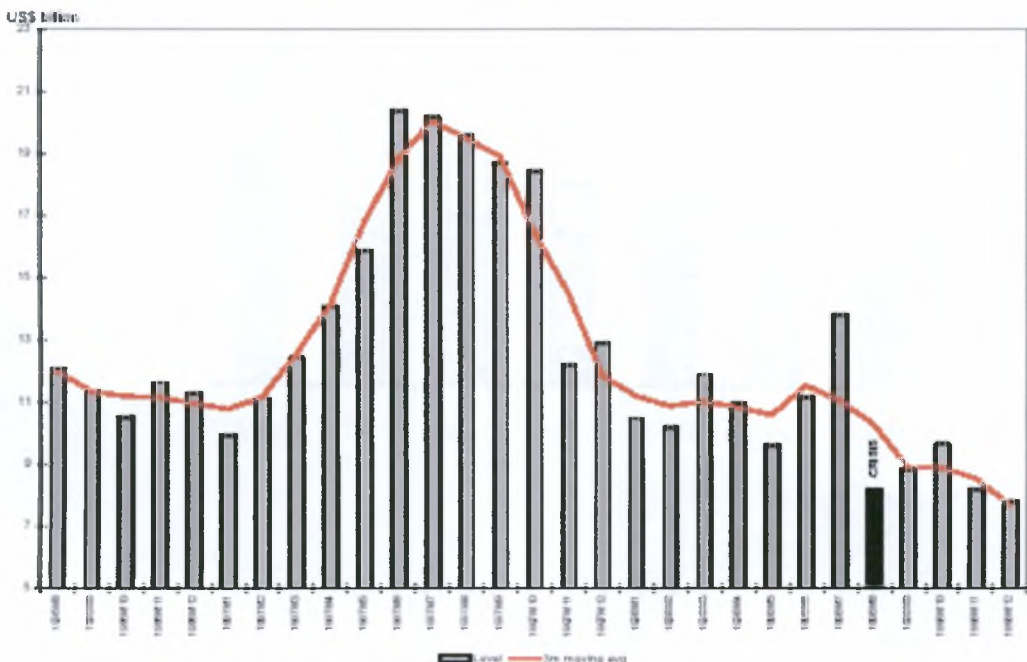
Απόθεμα Κυβερνητικού Χρέους (ως ποσοστό του GDP)



Πηγές: J.P. Morgan & Fitch IBCA

Οι κερδοσκοπικές επιθέσεις συνεχίστηκαν, ενώ μεγάλα ποσά χρέους ξένων επενδυτών προς τις εγχώριες τράπεζες και επιχειρήσεις έληγαν σύντομα. Οι εκροές κεφαλαίων πολλαπλασιάστηκαν και η βοήθεια από το IMF αποδείχτηκε ήδη ανεπαρκής. Η Ρωσική Δούμα (Duma) ακύρωσε ζωτικά σημεία του προγράμματος αντι-κρίσης, που είχε αποφέρει μέχρι τότε ελάχιστα έσοδα στο κράτος σε σχέση με τα αναμενόμενα. Στις 13 Αυγούστου ο φόβος των επενδυτών για υποτίμηση του νομίσματος ή για αθέτηση του χρέους έφερε την κατάρρευση στη Ρωσική αγορά ομολόγων, μετοχών και νομισμάτων. Τα ομόλογα σε rubles βρέθηκαν στο 200%, ενώ από τον Ιανουάριο ο γενικός δείκτης της χρηματιστηριακής αγοράς μετοχών έχασε το 75% της αξίας του. Στις 17 Αυγούστου η κυβέρνηση υποτίμησε το ruble, άλλαξε τα όρια διακύμανσής του, κήρυξε αθέτηση του εγχώριου χρέους, σταμάτησε τις πληρωμές του χρέους σε rubles και εφάρμοσε τρίμηνο moratorium πληρωμών των εμπορικών τραπεζών προς τους ξένους πιστωτές. Στα τέλη του Σεπτεμβρίου το νόμισμα είχε μόλις το 35% της

αξίας του πριν από την κρίση, ο μηνιαίος πληθωρισμός βρέθηκε στο 45% και οι προβλέψεις έκαναν λόγο για μείωση του GDP κατά 6% στο 1998. Η κατάρρευση του νομίσματος οδήγησε σε αύξηση των εξαγωγών, ενώ οι εισαγωγές παρέμειναν χαμηλές και τα περισσότερα προγράμματα άμεσων επενδύσεων στη χώρα τροποποιήθηκαν ή ακυρώθηκαν. Όπως εύστοχα σημειώνουν οι Shleifer και Treisman¹², η κρίση του 1998 δεν υπέσκαψε μόνο την αξία του Ρωσικού νομίσματος και έδωσε τους υπεύθυνους των τελευταίων αναμορφώσεων από τις θέσεις τους, αλλά έσβησε και κάθε ελπίδα στο Δυτικό κόσμο ότι η Ρωσία θα μπορούσε να πετύχει την οικονομική της μεταρρύθμιση. Στο παρακάτω γράφημα φαίνεται η πορεία των συναλλαγματικών αποθεμάτων της Ρωσίας για την περίοδο Αύγουστος 1996-Δεκέμβριος 1998:



Πηγή: IMF International Financial Statistics

Συμπερασματικά για την κρίση της Ρωσίας αποκομίζουμε τα παρακάτω στοιχεία: Το Νοέμβριο του 1997, όταν το νόμισμα δέχτηκε επίθεση για πρώτη φορά, οι Αρχές το υπερασπίστηκαν. Εκ' των υστέρων βλέπουμε ότι θα έπρεπε μάλλον να επιτρέψουν την ελεύθερη διακύμανσή του. Με τη δεύτερη συντονισμένη επίθεση (το καλοκαίρι του 1998), η CBR συνέχισε την παρεμβατική πολιτική της και έφτασε σε εξάντληση των αποθεμάτων της, μην αφήνοντας άλλη επιλογή στην κυβέρνηση παρά την υποτίμηση. Επιπρόσθετα το υψηλό κυβερνητικό χρέος και η μείωση στα έσοδα αποτέλεσαν πόλο έλξης για την κερδοσκοπική επίθεση: η μείωση στο εισόδημα

¹² Shleifer, A. and D. Treisman (2000): "Without a Map: Political Tactics and Economic Reform in Russia"

προήλθε από τις μειωμένες τιμές του πετρελαίου και των μετάλλων στις διεθνείς αγορές και από την εφαρμοζόμενη τακτική των τοπικών κυβερνήσεων να βοηθούν τις εταιρίες να αποκρύπτουν κέρδη. Το χαμηλότερο εισόδημα έφερε χαμηλότερα έσοδα από φόρους. Η χρηματοδότηση των ελλειμμάτων σύμφωνα με τον Krugman γίνεται είτε άμεσα, μέσω πληθωριστικού χρήματος (δηλαδή εκτυπώνεται νέο χρήμα - seigniorage) είτε έμμεσα, μέσω της μείωση των συναλλαγματικών αποθεμάτων. Η Ρωσία δεν μπορούσε να τυπώσει χρήμα λόγω των περιορισμών από το καθεστώς σταθερής ισοτιμίας, αφού ο ιδιωτικός τομέας θα μπορούσε να μετατρέψει εγχώριο νόμισμα σε συνάλλαγμα πιέζοντας επιπλέον την ισοτιμία. Όπως και να έχει, η CBR έπρεπε να ξοδέψει αποθέματα για να χρηματοδοτήσει τα ελλείμματα. Τα υψηλά επιτόκια τροφοδότησαν επίσης την πίεση στο νόμισμα. Όταν εξάλλου (το καλοκαίρι του 1998) η οικονομία της Ρωσίας άρχισε να αντιμετωπίζει το ενδεχόμενο μελλοντικής κρίσης, η CBR μείωσε την προσφορά χρήματος και ανέβασε τα διατραπεζικά επιτόκια δανεισμού δύο φορές μέσα στο Μάιο, συνολικά από το 30% στο 150%. Το χρέος αυξήθηκε γρήγορα και οι επιχειρήσεις δεν μπορούσαν να δανειστούν εύκολα κεφάλαια. Τέλος υπήρξαν τρεις ακόμη παράγοντες που τροφοδότησαν τις προσδοκίες των επενδυτών για υποτίμηση και αθέτηση του χρέους της: η Ασιατική κρίση που έκανε τους επενδυτές περισσότερο καχύποπτους, τα επαναλαμβανόμενα κυβερνητικά λάθη στον τομέα των δημόσιων σχέσεων και το γεγονός ότι η πτώση στα έσοδα έστειλε μήνυμα στις αγορές για πιθανή μείωση του δημόσιου δανεισμού μέσω αύξησης της προσφοράς χρήματος. Αυτό συνδέεται με την υποτίμηση είτε έμμεσα (αύξηση του προσδοκώμενου πληθωρισμού), είτε άμεσα (μείωση του δανεισμού σε εγχώριο νόμισμα).

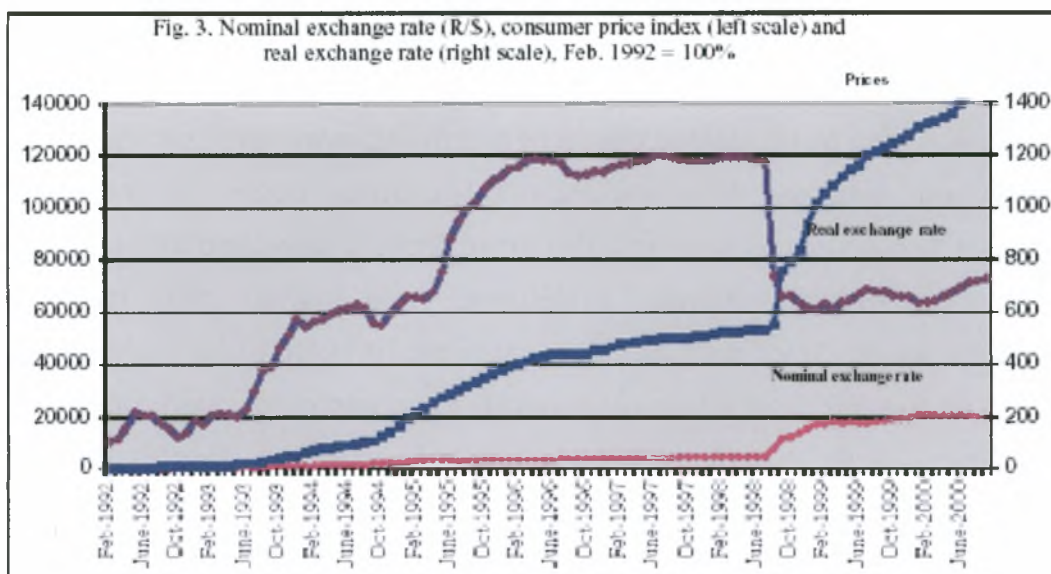
Ο Komulainen¹³ σε άρθρο του για την κρίση της Ρωσίας αναφέρει ότι η νομισματική κρίση οφείλονταν σε λάθη της οικονομικής πολιτικής. Η ακριβής αιτία της ήταν τα μακροχρόνια ελλείμματα του προϋπολογισμού που κατέστησαν το απόθεμα του χρέους μη διατηρήσιμο ως προς την εξυπηρέτησή του από την κυβέρνηση και δημιούργησαν προσδοκίες για μελλοντική εκτύπωση νέου χρήματος από την CBR. Ο βασικός λόγος που έβγαλε στην επιφάνεια αυτές τις προσδοκίες ήταν το γεγονός τα τελευταία χρόνια η χρηματοδότηση των ελλειμμάτων γίνονταν μέσω βραχυπρόθεσμου δανεισμού σε εγχώριο νόμισμα, εγείροντας υποψίες αφερεγγυότητας της κυβέρνησης. Επιπλέον οι ενδογενείς αδυναμίες της Ρωσικής οικονομίας εμπόδιζαν την ανάπτυξη και κατέστησαν τη χώρα ευάλωτη σε κρίση. Μετά

¹³ Komulainen, T. (1999): "Currency Crisis Theories: Some Explanations for the Russian Case"

την Ασιατική κρίση οι επενδυτές έσκυψαν πιο προσεκτικά στα μακροοικονομικά θεμελιώδη των χωρών και έδειξαν να αποστρέφονται περισσότερο από πριν τον κίνδυνο έκθεσής τους στις αναδυόμενες αγορές συνολικά. Σύμφωνα με τον ερευνητή παρά το γεγονός ότι οι τιμές των πρώτων υλών στις διεθνείς αγορές εξαφάνισαν το εμπορικό πλεόνασμα της Ρωσίας, τα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών δεν αποτέλεσαν αιτία της κρίσης. Ο υπερ-δανεισμός των Ρωσικών τραπεζών δεν αποτέλεσε επίσης αιτία έλευσης της κρίσης (αντίθετα με τις Ασιατικές χώρες), παρά το γεγονός ότι η αδυναμία τους να προστατευτούν από κινήσεις της ισοτιμίας επιδείνωσε την κρίση. Οι τιμές των πρώτων υλών, οι ανεπαρκείς ρυθμίσεις του χρηματοοικονομικού τομέα και η έλλειψη πληροφόρησης στις αναδυόμενες αγορές αποτελούν παράγοντες που εξηγούν τη μεταδοτικότητα της κρίσης από την Ασία. Μια μακροπρόθεσμα πορεία ανάκαμψης επομένως επιβάλλεται να ξεκινήσει από τη ρίζα του προβλήματος, το μακροπρόθεσμο κυβερνητικό έλλειμμα του προϋπολογισμού. Δυστυχώς η θεραπεία που εφάρμοσε στη συνέχεια ο Primakov (εκτύπωση νέου χρήματος) χειροτέρεψε την κατάσταση και ανέβαλε την αποκατάσταση της οικονομίας για το μακρινό μέλλον.

Ο Popov¹⁴ φαίνεται να διαφωνεί ως προς τις αιτίες που προκάλεσαν την κρίση, θεωρώντας ότι αποτέλεσε μία τετριμμένη περίπτωση κρίσης του ισοζυγίου πληρωμών (balance-of-payments crisis) που εμφανίστηκε σε πολλές χώρες. Ήταν το αποτέλεσμα της αστάθειας στη μακροοικονομική πολιτική και προκλήθηκε από την προσπάθεια διατήρησης της μη διατηρήσιμης και υπερτιμημένης ισοτιμίας του ruble. Τα ελλείμματα του προϋπολογισμού και τα κυβερνητικά χρέη περιέπλεξαν την κατάσταση για το Popov αλλά δεν προκάλεσαν την κρίση, η οποία θα εμφανίζονταν στη Ρωσία ακόμη και αν δεν υπήρχαν η προγενέστερη κρίση στις χώρες της Ασίας, οι δημοσιονομικές ανισορροπίες και η αφθονία της ολιγαρχίας στη Ρωσία. Την περίοδο 1992-95 η πραγματική ισοτιμία του νομίσματος είχε αυξηθεί κατά περισσότερο από 600%, ποσοστό μεγαλύτερο σε σύγκριση με άλλες αναδυόμενες αγορές και ικανό να ακυρώσει την αύξηση των εξαγωγών, να προκαλέσει μια δύσκολα ανεκτή αύξηση των εισαγωγών και να διαβρώσει τα πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, οδηγώντας σε εξάντληση τα συναλλαγματικά αποθέματα:

¹⁴ Popov, V. (2000): "Exchange Rate Policy After the Currency Crisis: Walking the Tightrope"



Πηγή: Popov, V. (2000): "Exchange Rate Policy After the Currency Crisis: Walking the Tightrope"

Οι κυβερνητικές προσπάθειες διατήρησης της ισοτιμίας στραγγάλισαν την ανάπτυξη και προκάλεσαν μία μικρή ύφεση, ήδη από τις αρχές του 1998. Η οικονομική ανάταση ξεκίνησε αμέσως μόλις η αγορά διόρθωσε τα κυβερνητικά λάθη, δηλαδή αμέσως μετά την υποτίμηση. Η αλήθεια είναι ότι αν η Ρωσική κρίση του 1998 αποτέλεσε έκπληξη για πολλούς, η γρήγορη οικονομική ανάκαμψη ευθύς αμέσως μετά την κρίση ήταν ακόμη πιο απρόσμενη και αντίθετη με την εμπειρία από τις Ασιατικές χώρες που βυθίστηκαν σε ύφεση. Ο Popov προτείνει ότι όταν τα μη εξυπηρετούμενα χρέη αυξάνονται, η κυβέρνηση είναι προτιμότερο να υποτιμήσει το νόμισμα παρά να χαλαρώσει τη νομισματική πολιτική, γιατί έτσι πετυχαίνει δύο στόχους ταυτόχρονα: από τη μία βελτιώνει την ανταγωνιστικότητα και το εμπορικό ισοζύγιο και από την άλλη επιτρέπει την αύξηση της προσφοράς χρήματος μην εφαρμόζοντας πλήρη αποστείρωση.

Σε σχετική μελέτη τους οι Pinto, Gurvich και Ulatof¹⁵ καταλήγουν ότι η Ρωσική κρίση μας διδάσκει κάποια βασικά μαθήματα. Κατ' αρχήν είναι πολύ δύσκολο για μία κυβέρνηση να διαχειριστεί ταυτόχρονα τη ρευστότητα και τα μακροοικονομικά μεγέθη, ειδικά υπό καθεστώς σταθερής ισοτιμίας. Στην περίπτωση που το δημόσιο χρέος καθίσταται μη ελέγξιμο ακολουθώντας ξέφρενη πορεία και η αγορά ανιχνεύει υψηλό κίνδυνο αθέτησης, οι προσπάθειες τόνωσης της ρευστότητας με οικονομική βοήθεια από τους διεθνείς οργανισμούς στην πραγματικότητα μπορεί να προκαλέσουν την κρίση. Κι αυτό διότι η προσωρινή αύξηση της ρευστότητας μπορεί να δώσει την

¹⁵ Pinto, B, E. Gurvich and S. Ulatof (2004): "Lessons from the Russian Crisis of 1998 and Recovery"

ευκαιρία σε μικρής κλίμακας πιστωτές του χρέους (όπως οι κάτοχοι των ομολόγων σε rubles στην περίπτωση της Ρωσίας) να εξέλθουν. Επίσης η μείωση του πληθωρισμού όταν επιτυγχάνεται σε περιβάλλον αδύναμης ανάπτυξης, ανατίμησης της πραγματικής ισοτιμίας και επίμονων δημοσιονομικών ελλειμμάτων, πρέπει να ειπωθεί με καχυποψία. Ο συνδυασμός αυτός σημαίνει ότι το δημόσιο χρέος βρίσκεται σε φανερή (ή και λανθάνουσα) τροχιά εκτόξευσης, που τελικά θα προκαλέσει αποσταθεροποίηση. Τέλος τα προβλήματα αθέτησης πληρωμών στη Ρωσία μπορούν να αποτελέσουν μαθήματα και για άλλες οικονομίες: η μακροοικονομική σταθερότητα είναι αδύνατη χωρίς συνετό και σκληρά προϋπολογισμό των πρωτοβουλιών που αναλαμβάνουν οι οικονομικές Αρχές.

2.6 Η νομισματική κρίση της Αργεντινής του 2001

Παρά το γεγονός ότι η Αργεντινή βίωσε πολλές κρίσεις στα τελευταία 30 χρόνια, η οικονομική και νομισματική κρίση του 2001 αποτέλεσε την καταστροφή του τελευταίου προγράμματος σταθεροποίησης (Convertibility plan) που ξεκίνησε στις 1 Απριλίου του 1991, με την εφαρμογή ενός Νομισματικού Συμβουλίου που επέβαλλε μία 1-προς-1 πρόσδεση του peso με το US\$. Οι Choueiri και Kaminsky¹⁶ ανάλυσαν σε μελέτη τους το 1998 όλα τα προγράμματα σταθεροποίησης που εφαρμόστηκαν από το 1967 και μετά, καθώς και τους κύριους λόγους κατάρρευσής τους. Στη μεγαλύτερη περίοδο της πρόσφατης ιστορίας της η Αργεντινή είχε χρόνιο πληθωρισμό. Αρκετά σταθεροποιητικά προγράμματα εφαρμόστηκαν με την πεποίθηση ότι με καθεστώς σταθερών ισοτιμιών ο πληθωρισμός θα συνέκλινε γρήγορα στα διεθνή επίπεδα. Όλα τα προγράμματα τερματίστηκαν με νομισματική κρίση και υποτίμηση του peso, αφού προηγουμένως εισήγαγαν σχέδια δημοσιονομικής και νομισματικής αυστηρότητας, ενώ συχνά χρησιμοποιούσαν πολιτικές εισοδήματος και έλεγχο μισθών. Στις περισσότερες περιπτώσεις ο πληθωρισμός αρχικά μειώθηκε χωρίς να φτάσει σε σύγκλιση με τα επίπεδα του υπόλοιπου κόσμου, γεγονός που αναγκαστικά οδήγησε σε ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας του εγχώριου νομίσματος και σε επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Σύντομα αναδύθηκαν έντονες προσδοκίες υποτίμησης και παράλληλα σημειώθηκαν απώλειες στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της Κεντρικής Τράπεζας. Η απώλεια δημοσιονομικής και νομισματικής πειθαρχίας συχνά

¹⁶ Chouerini, N. and G. Kaminsky (1999): "Has the Nature of Currency Crises Changed? A Quarter of a Century of Crisis in Argentina"

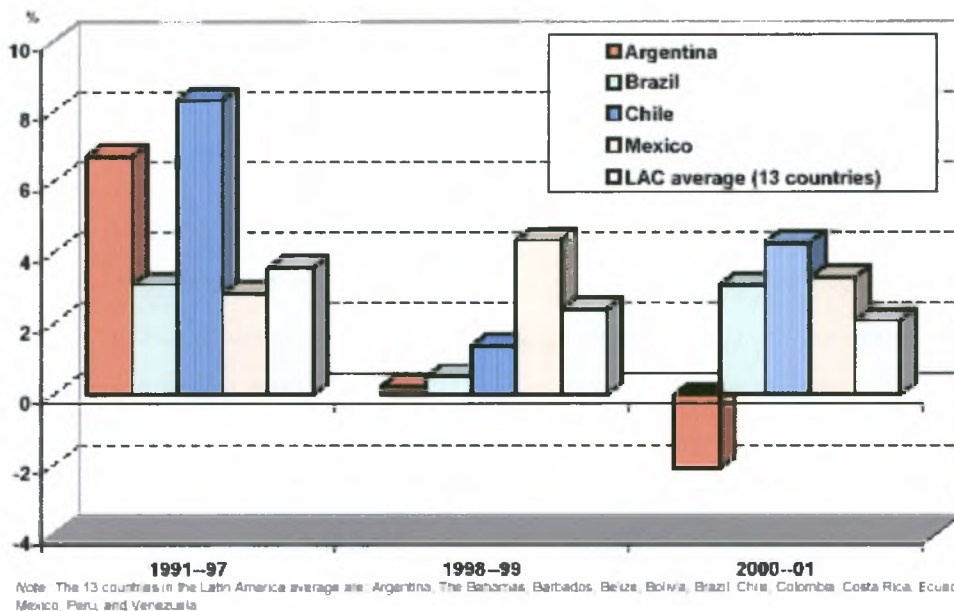
τροφοδότησε τον πληθωρισμό και διεύρυνε τις εξωτερικές ανισορροπίες, επισπεύδοντας τη νομισματική κρίση. Μέχρι το 1997 πάντως το σύστημα δούλεψε καλά, παρέχοντας στην Αργεντινή ένα σύστημα σταθερής ισοτιμίας. Από τα μέσα της δεκαετίας του 90 όμως, η συνεχής άνοδος του δολαρίου στις αγορές συναλλάγματος συμπαρέσυρε και το peso. Η μείωση της ανταγωνιστικότητας των προϊόντων της Αργεντινής επιδείνωσε την εμπορική της θέση, ιδίως έναντι της Βραζιλίας που από τις αρχές του 1999 είχε υιοθετήσει καθεστώς κυμαινόμενων ισοτιμιών. Για να διατηρηθεί η ισοτιμία με το US\$ στο άρτιο, η Αργεντινή αναγκάστηκε να κρατήσει τα επιτόκια της υψηλότερα από εκείνα των ΗΠΑ. Επιπλέον ο πληθωρισμός από τα μέσα της δεκαετίας του 90 έπεσε κάτω από αυτόν των ΗΠΑ, οπότε τα πραγματικά επιτόκια αυξήθηκαν σε μεγάλο βαθμό. Σε όλη τη διάρκεια της δεκαετίας του 90 η κυβέρνηση εφάρμοσε επιπρόσθετες τροποποιήσεις στο σχέδιο, ειδικά στο χρηματοοικονομικό και δημοσιονομικό τομέα. Ωστόσο η μείωση της παραγωγής δημιούργησε υψηλή και επίμονη ανεργία (της τάξης του 16% τα τελευταία χρόνια) και η οικονομία δυσκολεύτηκε να προσαρμοστεί σε εξωτερικά σοκ, λόγω ύπαρξης ακαμψίας στην αγορά εργασίας και δημοσιονομικής χαλαρότητας. Οι επαρχιακές κυβερνήσεις και η κεντρική κυβέρνηση ξόδευαν περισσότερα από τα έσοδα που εισέπρατταν από τους φόρους. Οι κυβερνητικές δαπάνες ανήλθαν σε ποσοστό μεγαλύτερο από το 30% του GDP, ποσό δυσανάλογα μεγάλο αν λάβουμε υπόψη μας το αναποτελεσματικό σύστημα φορολόγησης.

Στο πρώτο μισό του 1990 τα ελλείμματα του προϋπολογισμού χρηματοδοτήθηκαν με έσοδα από πωλήσεις κυβερνητικών επιχειρήσεων, ενώ όταν δεν υπήρχαν πια άλλες επιχειρήσεις προς πώληση η κυβέρνηση δανείστηκε δολάρια στις διεθνείς αγορές. Το χρέος έφτασε στα \$150b, ενώ το έλλειμμα είχε υπερβεί το 4% του GDP. Επιπρόσθετος δανεισμός χρησιμοποιήθηκε για να πληρωθούν οι τόκοι και να αναχρηματοδοτηθούν τα ληγμένα δάνεια. Λόγω κακής επίδοσης στην υποτιθέμενη μείωση του δημόσιου χρέους κατά 60%, το IMF πάγωσε τη χορήγηση δανείου ύψους \$22b, ενώ οι εκροές κεφαλαίων από τη χώρα πήραν μαζικό χαρακτήρα. Όταν της ήταν αδύνατον πια να δανειζεται άλλο η Αργεντινή κήρυξε στάση πληρωμών, έπαυσε να μετατρέπει pesos σε US\$ και για να προλάβει την άμεσα επερχόμενη κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος πάγωσε τους λογαριασμούς τραπεζικών καταθέσεων. Το peso έχασε γρήγορα τη σχετική του αξία και σε λίγες εβδομάδες η ισοτιμία έφτασε πάνω από τα 3 pesos/US\$. Η ονομαστική υποτίμηση ξεπέρασε το 60%. Ο Πρόεδρος de la Rúa παραιτήθηκε και ο Rodriguez Saa εκλέχτηκε προσωρινός Πρόεδρος. Το νέο

κυβερνητικό σχήμα ωστόσο διήρκεσε μόνο μία εβδομάδα. Οι διαμάχες ανάμεσα στα μέλη του κόμματος και η κοινωνική αναταραχή ανάγκασαν τον Rodriguez σε παραίτηση στις 30 Δεκεμβρίου. Στις 2 Ιανουαρίου του 2002 ο νέος Πρόεδρος Eduardo Duhalde που εκλέχτηκε από το κογκρέσο ανακοίνωσε τις προθέσεις του για στάση πληρωμών του εξωτερικού χρέους και εγκατάλειψη του νομισματικού συμβουλίου, υποτιμώντας το peso. Όπως φάνηκε στη συνέχεια, η αγορά άρχισε να διακρίνει σαφήνεια πολιτικής και βοήθησε την οικονομία στη δύσκολη πορεία ανόρθωσης.

Η μακροοικονομική κρίση της Αργεντινής στα τέλη του 2001 παραμένει μία άλυτη υπόθεση ακόμη. Όπως και στην περίπτωση της Ρωσίας το δημόσιο χρέος έγινε ασταθές και οδήγησε σε ξαφνικό πάγωμα των εισροών κεφαλαίων, ενώ η ανακατανομή του χρέους μέσω swaps στην αγορά απέτυχε να αποτρέψει την κρίση, ίσως μάλιστα και να την επιτάχυνε. Παρατηρώντας τις δύο κρίσεις εκ' των υστέρων βλέπουμε ότι η υπερτίμηση της ισοτιμίας ήταν κοινό πρόβλημα και για τις δύο χώρες, ενώ και οι δύο αθέτησαν τα χρέη τους. Η οικονομία της Αργεντινής υπεραπόδωσε σε σχέση με τις περισσότερες αναδυόμενες αγορές κατόπιν της εφαρμογής του κανόνα «1 peso για 1 δολάριο», που αποτέλεσε μέρος του προγράμματος σταθεροποίησης. Το πρόγραμμα στόχευε στην αντιστροφή του κλίματος μακροοικονομικής αστάθειας και μείωσης του κατά κεφαλήν εισοδήματος που καλλιεργήθηκε για δεκαετίες. Η Αργεντινή κατάφερε να επιβιώσει από την «κρίση της τεκίλας» (tequila crisis) που ακολούθησε την υποτίμηση του Μεξικού το 1994 και τα πήγαινε σχετικά καλά, μέχρι την κρίση του 1998 στη Ρωσία και τη συνακόλουθη υποτίμηση στη Βραζιλία. Μετά το 1998 οι περισσότερες χώρες της Λατινικής Αμερικής υπέστησαν μια προσωρινή επιβράδυνση της ανάπτυξης, που ακολουθήθηκε από ήπια ανάκαμψη. Αντίθετα η Αργεντινή κατά την περίοδο 1999-2001 βυθίστηκε σε παρατεταμένη ύφεση που τελικά οδήγησε στην κατάρρευση του καθεστώτος νομισματικής μετατροπής, σε συνθήκες οικονομικής και κοινωνικής διάλυσης, όπως φαίνεται στο παρακάτω γράφημα:

Πραγματική αύξηση GDP την περίοδο 1991-2001



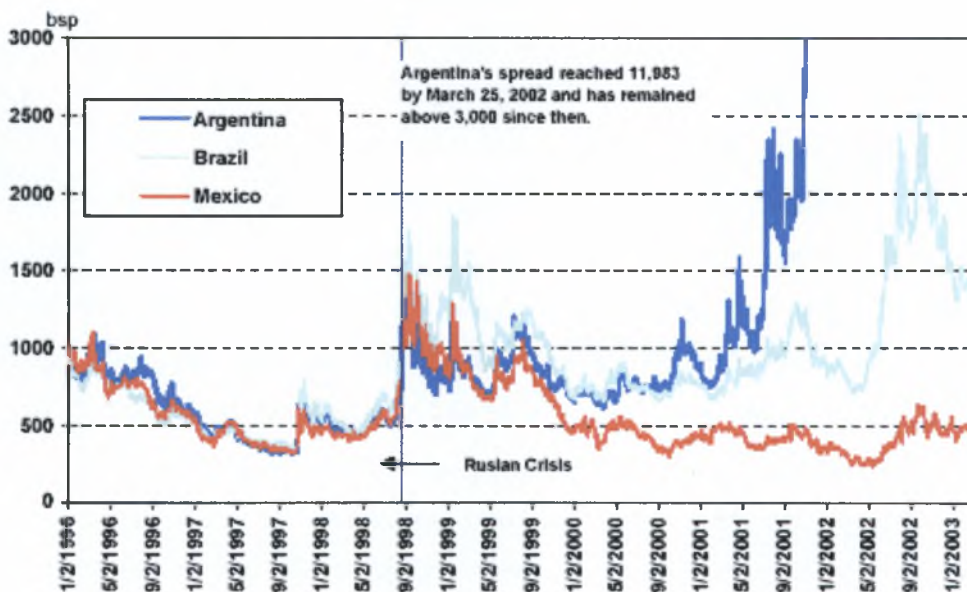
Πηγή: World Development Indicators, World Bank

Υπήρξαν 3 κύριες πηγές αδυναμίας για την Αργεντινή: η σκληρή νομισματική πρόσδεση, ο αποσταθεροποιητικός ρόλος της δημοσιονομικής πολιτικής και οι εύθραυστες ισορροπίες που κρύβονταν μέσα στο χρηματοοικονομικό της σύστημα. Είναι λογικό να υποθέσει κάποιος ότι η μακροοικονομική κατάρρευση της χώρας θα πρέπει να ήταν το αποτέλεσμα εφαρμογής πολύ ισχυρότερων σοκ από αυτά που έπληξαν άλλες χώρες, είτε ενός πιο αδύναμου και ευάλωτου πλαισίου οικονομικής πολιτικής, είτε και των δύο παραπάνω. Ωστόσο τα εξωγενή σοκ που υπέστη η Αργεντινή (όροι εμπορίου, διακοπή της ροής κεφαλαίων λόγω της Ασιατικής και της Ρωσικής κρίσης, παγκόσμια οικονομική ύφεση κατά τη διάρκεια του 2001), ήταν της ίδιας ή ηπιότερης μορφής από τα σοκ που υπέστησαν οι υπόλοιπες χώρες της Λατινικής Αμερικής. Η χώρα όμως χτυπήθηκε από άλλα δύο σοκ με μεγάλη δύναμη κρούσης: την υπερτίμηση του US\$ έναντι του ευρώ και την υποτίμηση του peso της Βραζιλίας το 1999. Αυτά προκάλεσαν μια μεγάλη πραγματική ανατίμηση, η οποία προστέθηκε στην ανατίμηση που συνέβη παλιότερα στη δεκαετία του 90 και ήταν αποτέλεσμα του σταθεροποιητικού προγράμματος. Η επιλογή του δολαρίου ως νόμισμα για την πρόσδεση έχει αμφισβητηθεί έντονα. Ένας απλός λόγος είναι ότι το εμπόριο με τις ΗΠΑ αποτελούσε μόλις το 17% του συνολικού εμπορίου (στοιχεία 1998-00), ενώ η σκληρή πρόσδεση δεν επέτρεψε στην Αργεντινή περιθώρια ευελιξίας κατά την προσαρμογή σε σοκ που θα απαιτούσαν διαφορετική αντίδραση

νομισματικής πολιτικής από αυτή που εφαρμόζαν οι ΗΠΑ. Οι Serven και Perry¹⁷ σε σχετική μελέτη τους συμπεραίνουν ότι η πραγματική ισοτιμία άρχισε να αποκλίνει από το επίπεδο ισορροπίας της το 1998 και το 2001 βρίσκονταν υπερτιμημένη κατά 45% πάνω από αυτό.

Τα χρηματοοικονομικά σοκ διαδραμάτισαν επίσης σημαντικό ρόλο στην κρίση. Η αθέτηση του χρέους από τη Ρωσία το 1998 οδήγησε σε απότομη αύξηση των βασικών spreads των αναδυόμενων αγορών, αφού διακόπηκαν οι εισροές κεφαλαίων. Στο παρακάτω γράφημα διακρίνουμε ότι το 1998 αρχίζει μία γενικευμένη άνοδο στα spreads της Αργεντινής, της Βραζιλίας και του Μεξικού. Τα spreads της Αργεντινής παρέμειναν χαμηλότερα από της Βραζιλίας (1998-99), ακόμη και από του Μεξικού (μέχρι τα μέσα του 1999) αλλά από τα τέλη του 2000 αποκλίνουν συστηματικά:

Βασικά spreads, 1996-2003



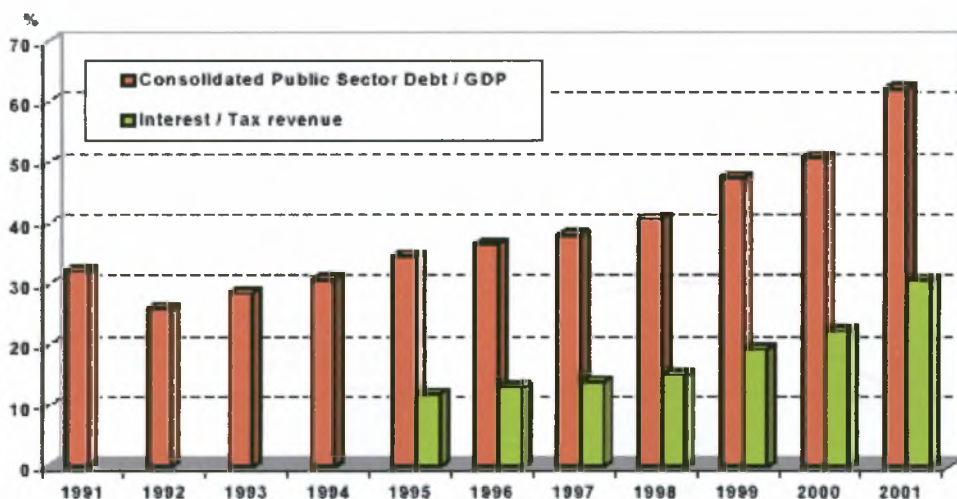
Πηγή: J.P. Morgan

Σε σχέση με τη δημοσιονομική πλευρά (που σύμφωνα με του περισσότερους αναλυτές διαδραμάτισε σημαντικό ρόλο στην κρίση), η ομοσπονδιακή κυβέρνηση και οι περιφερειακές κυβερνήσεις εμφάνισαν επίμονα ελλείμματα στη δεκαετία του 90. Το αυξανόμενο δημοσιονομικό έλλειμμα δημιούργησε μεγάλα ελλείμματα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, που με τη σειρά τους οδήγησαν στη διάβρωση της θέσης της χώρας σε ξένα περιουσιακά στοιχεία και σε μια υπερτιμημένη πραγματική ισοτιμία. Το

¹⁷ Serven, L. and G. Perry (2004): “Argentina’s Macroeconomic Collapse: Causes and Lessons”

δημόσιο χρέος ανήλθε από 25% του GDP το 1992 σε πάνω από 60% το 2001 και η καθυστέρηση στην αναδιάρθρωσή του είχε τραγική κατάληξη:

Πάγιο Δημόσιο Χρέος και Εξυπηρέτηση, 1991-01 (ποσοστό)



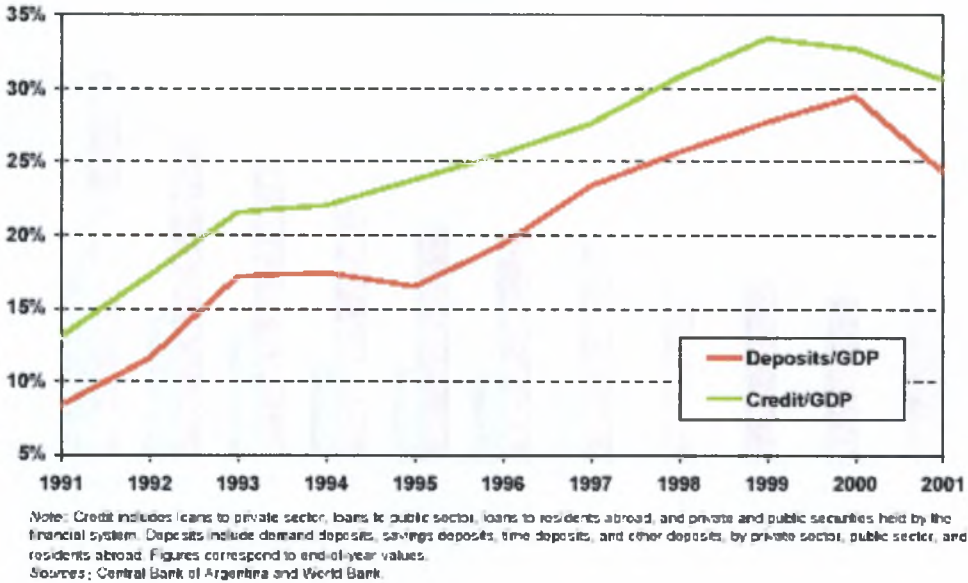
Πηγή: International Monetary Fund

Επιπλέον η εφαρμογή γενναίας δημοσιονομικής πολιτικής στα χρόνια της εκρηκτικής ανάπτυξης επέβαλε πρώιμη συστολή στην ύφεση που ακολούθησε μετά το 1999, αποτελώντας τροχοπέδη στην ανάπτυξη. Η χαμηλότερη ανάπτυξη μεταφράστηκε σε χαμηλότερα έσοδα από φόρους, που σε συνδυασμό με την αύξηση των επιτοκίων επιδείνωσαν το δημόσιο χρέος. Η διόρθωση της υπερτίμησης της πραγματικής ισοτιμίας θα απαιτούσε άνοδο του ποσοστού του χρέους από το 60% στο 90% του GDP σύμφωνα με τις μετρήσεις για το 2001, ενώ για να διατηρηθεί αυτή η αναλογία σταθερή απαραίτητη προϋπόθεση αποτελούσε η ύπαρξη ενός πλεονάσματος της τάξης του 7% του GDP, έναντι του πραγματικού ελλείμματος που σημειώθηκε (στο 1,4% του GDP).

Στο χρηματοοικονομικό τομέα οι Αρχές εφάρμοσαν θεσμικές αναμορφώσεις με σκοπό να τον καταστήσουν περισσότερο ελαστικό, χρησιμοποιώντας κυρίως αποθέματα και δάνεια σε δολάρια. Δημιούργησαν προστατευτικά «μαξιλάρια» ρευστότητας στο σύστημα, ικανά να αντέξουν σε συνθήκες έλλειψης ρευστότητας και μεγάλης έντασης σοκ (όπως η εκροή μεγαλύτερου μέρους από το 1/3 της ρευστότητας του συστήματος και η ξαφνική και ολοκληρωτική αθέτηση πληρωμής χρεών για περισσότερο από το 10% του χαρτοφυλακίου δανείων). Αρχικά, η πρόσδεση στο δολάριο επανέφερε τη χαμένη εμπιστοσύνη στο νόμισμα και τα εγχώρια περιουσιακά

στοιχεία και βοήθησε στην αναγέννηση της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης, όπως φαίνεται από τη γρήγορη αύξηση στα δάνεια και τα αποθέματα ως ποσοστά του GDP κατά τη δεκαετία του 90:

Χρηματοοικονομική Ένταση, 1991-01



Πηγή: Central Bank of Argentina & World Bank

Η εγγύηση της μετατρεψιμότητας με βάση την ισοτιμία ενθάρρυνε επίσης την εμφάνιση μεγάλων ανισορροπιών στους ισολογισμούς των επιχειρήσεων. Στα τέλη του 90, το μεγαλύτερο μέρος του χρέους τους (περισσότερο από 70%) ήταν σε ρήτρες δολαρίου. Η δολαριοποίηση του χρέους ήταν ιδιαίτερα μεγάλη ανάμεσα σε επιχειρήσεις με μη εμπορεύσιμα αγαθά και στα νοικοκυριά. Αυτή η υπερχρέωση σε όρους δολαρίου θα καθιστούσε πολλούς δανειολήπτες αφερέγγυους (στην περίπτωση μιας ονομαστικής υποτίμησης) και θα τάραζε συθέμελα το τραπεζικό σύστημα. Το ίδιο αποτέλεσμα είχε και η πραγματική ανατίμηση περιορίζοντας την ικανότητα αποπληρωμής εκείνων που τα κέρδη τους δεν προέρχονταν από το εμπόριο, ανεξάρτητα από το αν η μετατρεψιμότητα pesos και US\$ ήταν διατηρήσιμη. Ενώ λοιπόν οι Αρχές απέφυγαν να διαμηνύσουν τις υποψίες τους για μια ονομαστική υποτίμηση (εξαιτίας του φόβου για αυτο-εκπληρούμενη προφητεία), παρέβλεψαν ή υποτίμησαν τον κίνδυνο που διέτρεχε ο τομέας των μη εμπορεύσιμων αγαθών από την πραγματική ανατίμηση. Καθώς οι δυσκολίες χρηματοδότησης των ελλειμμάτων της κυβέρνησης αυξάνονταν από το 1998 και έπειτα επιδιώχτηκε μια αυξανόμενη συμμετοχή των τραπεζών στο χρέος, γεγονός που τις έκθεσε στον κίνδυνο αθέτησης πληρωμών.

Η αρθρογραφία έχει εντοπίσει και άλλες αιτίες που συνεισέφεραν στην κρίση της Αργεντινής. Ο Powell¹⁸ αναφέρει ότι πολιτικοί λόγοι οδήγησαν ένα μέτριο πρόβλημα δημοσιονομικής προσαρμογής σε καταστροφή μεγάλων διαστάσεων, ενώ σύμφωνα με τον Sachs¹⁹, οι αυτό-εκπληρούμενες προσδοκίες των επενδυτών για αθέτηση του χρέους προκάλεσαν ένα βίαιο κλίμα αύξησης επιτοκίων και ένα φαύλο κύκλο αυξανόμενης αθέτησης υποχρεώσεων. Ο Kehoe²⁰ ακολουθώντας τη «μεθοδολογία των Μεγάλων Υφέσεων» (Great Depressions methodology) που ανέπτυξαν οι Cole και Ohanian (1999) και οι Kehoe και Prescott (2002), καταλήγει ότι η πρωταρχική αιτία που καθορίζει ταυτόχρονα την εκρηκτική ανάπτυξη της Αργεντινής στη δεκαετία του 90 και τη συνακόλουθη ύφεση είναι οι μεταβολές που παρατηρήθηκαν στην παραγωγικότητα, περισσότερο από τις μεταβολές στα δεδομένα οποιαδήποτε άλλου μεγέθους. Η κυβέρνηση, προκειμένου να κερδίσει αξιοπιστία, έλαβε μέτρα που ανέβασαν το κόστος εγκατάλειψης του σταθεροποιητικού προγράμματος. Ωστόσο εξαιτίας της ανικανότητας της κυβέρνησης να επιβάλει δημοσιονομική πειθαρχία το αυξημένο κόστος απέτυχε να προσδώσει μεγαλύτερη αξιοπιστία στο πρόγραμμα, ενώ επιπλέον η εγκατάλειψη του προγράμματος οδήγησε σε επιδείνωση της κρίσης και τελικά σε παύση του καθεστώτος πρόσδεσης.

Η μελέτη της πρόσφατης αυτής κρίσης μας παρέχει πολλά και ουσιαστικά διδάγματα. Η δολαριοποίηση, αν και φαινόταν λογική λόγω της προηγούμενης αναξιοπιστίας του peso, δεν έτυχε καλής τοποθέτησης σε σχέση με την παραγωγικότητα της χώρας και τη δομή του εμπορίου της, ενώ σε συνδυασμό με την ονομαστική αυστηρότητα προκλήθηκε η υπερτίμηση του peso που ήταν αδύνατο να αντιμετωπιστεί στα πλαίσια του προγράμματος σταθεροποίησης. Μια σκληρή νομισματική πρόσδεση επομένως βρίσκεται σε αντιδιαστολή με ένα μεγάλο (και μη διατηρήσιμο) δημόσιο χρέος, όπως προτείνουν και τα μοντέλα κρίσεων πρώτης γενιάς που θα εξετάσουμε αναλυτικά στο επόμενο κεφάλαιο. Επίσης, μια χώρα κατά την περίοδο της επενδυτικής έκρηξης θα πρέπει να δημιουργεί ένα δημοσιονομικό απόθεμα που θα της επιτρέψει μια αύξηση δαπανών στην περίπτωση έλευσης ενός μελλοντικού δυσμενούς σοκ (όπως η παγκόσμια ύφεση του 2001) και θα αντισταθμίσει μερικώς τις αρνητικές συνέπειες, υποστηρίζοντας την ανάκαμψη της οικονομίας. Η πρώιμη και αλόγιστη δημοσιονομική επέκταση στις καλές εποχές, χωρίς μέριμνα για τη δημιουργία πλεονασμάτων που θα

¹⁸ Powell, A. (2002): “Argentina’s Avoidable Crisis: Bad Luck, Bad Economist, Bad Politics, Bad Advice”

¹⁹ Sachs, J. (2002): “Understanding and Responding to Argentina’s Economic Crisis”

²⁰ Kehoe, T.J. (2003): “What Can We Learn from the Current Crisis in Argentina?”

διασφαλίσουν δυνατότητες για μανούβρες στις κακές εποχές, μπορεί να αποβεί καταστροφική. Ένα άλλο στοιχείο που μαθαίνουμε από την κρίση στην Αργεντινή είναι ότι μία κακή μακροοικονομική πολιτική έχει μεγαλύτερη βαρύτητα από μία καλή πολιτική στο χρηματοοικονομικό τομέα και μπορεί να την ακυρώσει. Ενώ η πολιτική της Αργεντινής στο χρηματοοικονομικό τομέα υπήρξε υποδειγματική, τελικά εκτροχιάστηκε από τη δολαριοποίηση (που ενθαρρύνθηκε από τη σκληρή πρόσδεση) και από τη χρηματοδότηση του δημόσιου χρέους από τις τράπεζες. Τέλος, σε συνθήκες πραγματικής ανατίμησης του εγχώριου νομίσματος ο συνδυασμός σκληρής πρόσδεσης, ασυνεπούς (σε σχέση με τα μακροοικονομικά μεγέθη) άσκησης δημοσιονομικής πολιτικής και ανισορροπιών στους ισολογισμούς των επιχειρήσεων, καθιστά σχεδόν αδύνατη την αποφυγή μιας οικονομικής κρίσης. Κατά συνέπεια η υπόθεση ότι την πρόσδεση σε ένα σκληρό νόμισμα θα ακολουθήσουν *de facto* η δημοσιονομική ισορροπία, η ευελιξία στις τιμές και ένα ακλόνητο τραπεζικό σύστημα δεν είναι απλώς αφελής, είναι και λανθασμένη.

3. ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ – ΑΙΤΙΕΣ, ΛΟΓΟΙ ΜΕΤΑΔΟΣΗΣ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ

3.1 Εισαγωγή

Τα τελευταία 15 χρόνια οι οικονομολόγοι τείνουν προς την άποψη ότι ένα σύστημα έγκαιρης προειδοποίησης όσο τεχνικά ολοκληρωμένο και να είναι, δεν μπορεί να αποδειχτεί αποτελεσματικό στην πρόβλεψη των νομισματικών κρίσεων. Ωστόσο οι οικονομικές απώλειες που αποτελούν αποτελέσματα της κρίσης (δημοσιονομικά κόστη αναδόμησης του χρηματοοικονομικού τομέα, πτώση στις οικονομικές δραστηριότητες, διαστρεβλώσεις στην κατανομή του εισοδήματος, μείωση της πιστοληπτικής ικανότητας) υπογραμμίζουν τη σπουδαιότητα αποτροπής της κρίσης και την ανάγκη χρησιμοποίησης όλων των διαθέσιμων εργαλείων που μπορούν να συνεισφέρουν στην πρόληψη αναγνώριση της προσβολής του χρηματοοικονομικού συστήματος από νομισματική κρίση. Είναι επομένως επιθυμητό, προκειμένου να μπορούν να πορθούν μέτρα που θα αποτρέψουν μία κρίση, να διαθέτουμε κάποιο είδος μηχανισμού ή συστήματος που να μπορεί να αναγνωρίζει ενδείξεις ότι το οικονομικό σύστημα γίνεται ευάλωτο και να προβλέπει μελλοντικές κρίσεις.

Το εξάνθημα των διεθνών οικονομικών κρίσεων της δεκαετίας του 90 δημιούργησε μεγάλο ερευνητικό ενδιαφέρον για μοντέλα που προβλέπουν μία κρίση και για άλλα που εξηγούν τα υποδείγματα μετάδοσης που έπονται των κρίσεων. Και για τα δύο προηγούμενα είδη μοντέλων, η ανάλυση της Ασιατικής κρίσης δέχτηκε σοβαρές αμφισβητήσεις. Για κάποιους οικονομολόγους η κρίση στην Ταϊλάνδη θα έπρεπε να είχε προβλεφτεί με βάση τις ομοιότητες της κατάστασης στην Ταϊλάνδη και το Μεξικό, που είχε δεχτεί επίθεση δύο χρόνια πριν. Κάποιοι άλλοι υποστηρίζουν ότι η κρίση δεν ήταν προβλέψιμη, σύμφωνα με τις μετέπειτα διαθέσιμες έρευνες. Παρόμοια αρκετοί υποστηρίζουν ότι το υπόδειγμα μετάδοσης που ακολούθησε την κρίση στην Ταϊλάνδη δεν μπορεί να εξηγηθεί με λογικά οικονομικά μοντέλα και υποδεικνύουν ως αιτίες της κρίσης στην Ταϊλάνδη και της επακόλουθης μετάδοσής της διεθνώς, την αυτο-εκπλήρωση ή/και την αποσταθεροποιητική κερδοσκοπία και όχι την ύπαρξη θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών ως τις πρωταρχικές αιτίες. Διάφορες προσεγγίσεις αναπτύχθηκαν για την εμπειρική μελέτη στατιστικών συσχετισμών και αιτιών πρόκλησης νομισματικών κρίσεων. Κάποιες είχαν σκοπό την πρόβλεψη του χρόνου

της κρίσης, ενώ άλλες την έρευνα του βαθμού στον οποίο οι οικονομικές μεταβλητές μπορούν (ή όχι) να εξηγήσουν το υπόδειγμα εξάπλωσης μιας κρίσης από μία χώρα σε κάποια άλλη.

Διάφορα θεωρητικά μοντέλα νομισματικών κρίσεων αναπτύχθηκαν με σκοπό να εξηγήσουν τις στρεβλώσεις στα χρηματοοικονομικά συστήματα ή την κατάρρευση ενός νομισματικού καθεστώτος και επιπλέον εκπονήθηκε πληθώρα εμπειρικών αναλύσεων που προσπάθησαν να προειδοποιήσουν (προβλέψουν) για μια επερχόμενη μελλοντική νομισματική κρίση. Λαμβάνοντας τα απαραίτητα στοιχεία από τα θεωρητικά μοντέλα νομισματικών κρίσεων και χρησιμοποιώντας εμπειρικά μοντέλα θα έπρεπε η πρόβλεψη των νομισματικών κρίσεων να καθίσταται δυνατή, ιδιαίτερα στην περίπτωση που κατά την εμφάνιση μιας κρίσης εμφανίζονται συγκεκριμένες ιδιότητες (κανονικότητες). Με σκοπό να ανακαλύψουν αυτές τις ιδιότητες, αλλά και εξαιτίας του μικρού αριθμού των νομισματικών κρίσεων σε επιμέρους χώρες, οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες εστιάζουν σε ομαδικές αναλύσεις που προέρχονται από εμπειρίες κρίσεων σε διάφορες χώρες και πολλές φορές σε «όμορες» χώρες (με την έννοια των παρόμοιων μακροοικονομικών στοιχείων). Η θεωρητική βιβλιογραφία από την άλλη πλευρά δεν προσφέρει κάποια γενική γνώμη για τις αιτίες πρόκλησης κρίσεων. Εφόσον τα θεωρητικά μοντέλα (οι διαφορετικές γενιές μοντέλων για την ακρίβεια) αναγνωρίζουν διαφορετικούς παράγοντες ως αιτίες πρόκλησης κρίσεων και οι επιμέρους χώρες δείχνουν αξιοσημείωτες αποκλίσεις από τις μεταβλητές των μοντέλων, η αξία των εμπειρικών μελετών είναι προφανής. Η πρόσφατη ανάπτυξη εξειδικευμένων οικονομετρικών εργαλείων για την εξήγηση και την πρόβλεψη των νομισματικών κρίσεων επιτρέπει τη δοκιμή των θεωρητικών μοντέλων και των παραγόντων που καθορίζουν τις κρίσεις, όπως και την ανάπτυξη συστημάτων πρώιμης προειδοποίησης ειδικά για επιμέρους χώρες ή και για μία συγκεκριμένη χώρα. Στην τελευταία περίπτωση η ανάλυση μας επιτρέπει να συγκρίνουμε τα ευρήματα της έρευνας με τα θεωρητικά μοντέλα, να αλλάξουμε μία παράμετρο του θεωρητικού μοντέλου για να κατανοήσουμε καλύτερα την κρίση στην υπό εξέταση χώρα και να παρουσιάσουμε συγκεκριμένα (για τη μεμονωμένη χώρα) ευρήματα χωρίς να γενικεύουμε, όπως στην περίπτωση της ομαδικής ανάλυσης σε περισσότερες επιμέρους χώρες. Ο σκελετός ενός συστήματος έγκαιρης προειδοποίησης είναι ένα εμπειρικό μοντέλο που περιλαμβάνει ένα αριθμό επιλεγμένων οικονομικών δεικτών. Οι τιμές των δεικτών είναι συνήθως διαφορετικές πριν, κατά τη διάρκεια και μετά την κρίση, συνεπώς οι κινήσεις τους χρησιμοποιούνται στην πρόβλεψη της πιθανότητας

έλευσης μιας νομισματικής κρίσης. Αν βρούμε ένα ικανοποιητικό τρόπο επιλογής δεικτών που προηγούνται της κρίσης, μπορούμε ενδεχομένως να προλάβουμε μια πραγματική κρίση στο μέλλον. Υποθέτοντας ότι υπάρχει μεγάλη πιθανότητα οι ίδιοι δείκτες να δώσουν σήμα πιθανής εμφάνισης μιας άλλης κρίσης, το σύστημα έγκαιρης προειδοποίησης μπορεί να παράσχει πολύτιμη υποστήριξη στη διαχείριση της οικονομικής πολιτικής μιας χώρας.

Η θεωρία των νομισματικών κρίσεων διαχωρίζει τις κρίσεις σε διάφορους τύπους, ανάλογα με τις αιτίες που τις προκαλούν. Σήμερα υπάρχουν τρεις γενιές μοντέλων που εξηγούν τις αιτίες πρόκλησης κρίσεων. Παρόλο που η βιβλιογραφία συνήθως εστιάζει στην εξήγηση των κρίσεων σε καθεστώτα σταθερών ισοτιμιών, μια πιο ευρεία προσέγγιση που λαμβάνει υπόψη της την πιθανότητα επίθεσης σε πιο ευέλικτα καθεστώτα δε θα είχε σημαντικό αντίκτυπο στην αλλαγή του θεωρητικού πλαισίου ως προς την κατανόηση της συναλλαγματικής κρίσης²¹.

3.2 Μοντέλα νομισματικών κρίσεων πρώτης γενιάς (first generation models) - Μοντέλα κερδοσκοπικών επιθέσεων (speculative attack models)

Δημιουργήθηκαν κατά την προσπάθεια εξήγησης των κρίσεων στο Μεξικό (1973-1982) και την Αργεντινή (1978-1981), δείχνουν ότι μια ανεπαρκής μακροοικονομική πολιτική (ασυνεπής με τη μακροχρόνια διατήρηση ενός συστήματος σταθερής ισοτιμίας) ήταν η αιτία των κρίσεων και αποτέλεσαν το διαθέσιμο θεωρητικό πλαίσιο κατανόησης των νομισματικών κρίσεων μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 90. Η κρίση εμφανίζεται αποκλειστικά ως μια ξαφνική πτώση του επιπέδου των συναλλαγματικών αποθεμάτων που προκαλείται από μια επίθεση στο νόμισμα. Αν η επίθεση είναι επιτυχής, προκαλείται αναπόφευκτη αλλαγή στο συναλλαγματικό καθεστώς της ισοτιμίας. Ώθηση για την κερδοσκοπική επίθεση παρέχει η ασυμβατότητα ανάμεσα στην επεκτατική νομισματική και δημοσιονομική πολιτική και το καθεστώς της σταθερής ισοτιμίας. Η κυβέρνηση χρηματοδοτεί τα δημοσιονομικά ελλείμματα με συνεχή αύξηση των εγχώριων πιστώσεων που οδηγεί στην εξάντληση των συναλλαγματικών διαθεσίμων. Επομένως η κρίση στην πραγματικότητα είναι το αποτέλεσμα ανεπαρκούς μακροοικονομικής πολιτικής και λογικού αρμπιτράζ εκ

²¹ Garber, P.M. and L.E.O. Svensson (1999): "What Causes Currency Crises: Sunspots, Contagion or Fundamentals?"

μέρους των κερδοσκόπων. Το πρώτο τυπικό μοντέλο παρουσιάστηκε από τον Paul Krugman το 1979, ο οποίος υποθέτοντας ότι η κυβέρνηση δεν μπορεί να συνάψει δανεισμό στην αγορά κεφαλαίου, υποστηρίζει ότι μια νομισματική κρίση προκαλείται από κάποιο μεγάλο έλλειμμα προϋπολογισμού που χρηματοδοτείται με πιστωτική επέκταση. Το αποτέλεσμα είναι η αυξανόμενη απώλεια στα διεθνή διαθέσιμα. Αν υπάρχει ισορροπία στην αγορά χρήματος και αν η Συνθήκη PPP ικανοποιείται σε καθεστώς σταθερής ισοτιμίας (το εγχώριο επιτόκιο ισούται με εκείνο της αλλοδαπής), η επέκταση της πίστωσης οδηγεί σε προσφορά χρήματος που υπερβαίνει τη ζήτηση για ξένο νόμισμα (η οποία παραμένει αμετάβλητη, αφού η αγορά δεν περιμένει αλλαγή ισοτιμίας σε πρώιμο στάδιο). Η υπερβάλλουσα ρευστότητα της αγοράς χρήματος οδηγεί τους συμμετέχοντες στην αγορά στην αύξηση της ζήτησης για ξένο νόμισμα, αναγκάζοντας την Κεντρική Τράπεζα να πουλήσει διεθνή αποθέματα έναντι εγχώριου νομίσματος για να επαναφέρει την ισορροπία στην αγορά χρήματος. Επομένως το επίπεδο των διεθνών αποθεμάτων μειώνεται σταδιακά με το χρόνο, με ρυθμό ίσο με εκείνον της αύξησης της εγχώριας πίστωσης. Όταν τα αποθέματα εξαντληθούν τελείως το συναλλαγματικό καθεστώς αλλάζει, εφόσον η Κεντρική τράπεζα δεν διαθέτει πλέον αποθέματα για να διατηρήσει τη σταθερή ισοτιμία (φυσική κατάρρευση).

Δεδομένου ότι υπάρχουν καλά πληροφορημένοι και ορθολογικοί επενδυτές, ξεκινάει μια επίθεση στο νόμισμα και την αναδόμηση του νομισματικού χαρτοφυλακίου της Κεντρικής Τράπεζας, μόλις οι συμμετέχοντες στην αγορά αντιληφθούν ότι μπορούν να προσδοκούν μια θετική απόδοση στην κερδοσκοπική τους κίνηση²². Επομένως τα διεθνή αποθέματα δεν μειώνονται σταδιακά με το χρόνο με σταθερό ρυθμό, αλλά όταν φτάσουν σε αρκετά χαμηλά επίπεδα συμβαίνει κερδοσκοπική επίθεση στην οποία οι κερδοσκόποι αγοράζουν τα εναπομείναντα αποθέματα, αναγκάζοντας την Κεντρική Τράπεζα να προβεί σε αλλαγή καθεστώτος ισοτιμίας (επίσπευση της κατάρρευσης). Παρόλο που η ασυμβατότητα της μακροοικονομικής πολιτικής που καταδικάζει το καθεστώς της σταθερής ισοτιμίας σε αποτυχία μπορεί να αναγνωριστεί εκ των προτέρων, η επίθεση στο νόμισμα πολύ νωρίς ή η καθυστέρησή της για μεγάλο χρονικό διάστημα δεν παρέχει κέρδη²³. Πρέπει επίσης να τονίσουμε εδώ ότι μια καλή δημοσιονομική θέση δεν αποτελεί λόγο για να αποκλείσουμε την πιθανότητα μιας νομισματικής κρίσης. Η δημοσιονομική ισορροπία μπορεί να κρύβει υποχρεώσεις

²² Aziz, J., C. Francesco and R. Salgado (2000): "Currency Crises: In Search of Common Elements"

²³ Wyplosz, C. and M. Burda (2001): "Macroeconomics, A European Text"

της κυβέρνησης (για παράδειγμα ενεχυριασμένα αποθέματα με τράπεζες). Όταν υπάρχουν προβλήματα στον τραπεζικό κλάδο οι συμμετέχοντες στην αγορά, γνωρίζοντας ότι οι νομισματικές Αρχές θα αναγκαστούν να επεκτείνουν την πίστωση προς κάλυψη του κόστους αναδιάρθρωσης στον τραπεζικό κλάδο, θα επιτεθούν στο νόμισμα με την προσδοκία μιας υποτίμησης. Τα μοντέλα πρώτης γενιάς προβλέπουν τη στιγμή της νομισματικής κρίσης όταν τα διεθνή αποθέματα ξαφνικά πέσουν στο 0, διότι οι επενδυτές δεν θα περιμένουν να δουν την κατάρρευση της σταθερής ισοτιμίας μέσω της σταδιακής εξάντλησης των διαθεσίμων. Εξαιτίας της απλότητάς του, το μοντέλο του Krugman έχει υποστεί πολλές συμπληρώσεις που περιλαμβάνουν επιπλέον υποθέσεις και χαρακτηριστικά νομισματικών κρίσεων (όπως χαμηλή αξιοπιστία της σταθερής ισοτιμίας, αβεβαιότητα σχετικά με την κερδοσκοπική επίθεση ή την πιστωτική επέκταση, «κολλημένες» τιμές, διαφορετικά καθεστώτα, αποστειρωμένη πολιτική, υποχρεώσεις στις ξένες αγορές κεφαλαίου και έλεγχοι κεφαλαίων, συμφωνίες μισθών βασισμένες σε μελλοντικές προσδοκίες, ενδογενή οικονομική πολιτική), με σκοπό να φέρουν το μοντέλο πιο κοντά σε μια πραγματική κατάσταση. Κάθε συμπλήρωμα στο μοντέλο υπογραμμίζει ένα διαφορετικό παράγοντα νομισματικής κρίσης, που αποδείχτηκε σπουδαίος στην εμπειρική έρευνα. Το 1984 οι Connolly και Taylor²⁴ πρόσθεσαν εμπορεύσιμα και μη εμπορεύσιμα αγαθά στο μοντέλο και βρήκαν ότι η νομισματική κρίση μπορεί να προκληθεί από απώλεια ανταγωνιστικότητας και έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Η αποτυχία επίσης των μοντέλων να εξηγήσουν αρκετά συυλιζαρισμένα γεγονότα που προηγούνται των κρίσεων (π.χ. η αύξηση των επιτοκίων), ανάγκασε πολλούς μελετητές να εισάγουν αβεβαιότητα στο μοντέλο (για παράδειγμα τα εγχώρια επιτόκια να εξαρτώνται από ένα τυχαίο παράγοντα). Όλα τα μοντέλα της πρώτης γενιάς διαθέτουν ένα κοινό ελάττωμα: η υπόθεση της παθητικής στάσης της κυβέρνησης (για παράδειγμα η μη παρέμβασή της ενώ γνωρίζει ότι η Κεντρική Τράπεζα χάνει διεθνή αποθέματα και θα αναγκαστεί να αλλάξει την ισοτιμία), δεν είναι ρεαλιστική. Τεχνικά μιλώντας, η θέση ότι η κρίση προκαλείται από αλλαγή στις βασικές μακροοικονομικές μεταβλητές καθιστά την αποφυγή της σχετικά εύκολη: χρειάζεται να εισαχθούν μέτρα που να επαναφέρουν τις μεταβλητές σε διατηρήσιμα επίπεδα.

²⁴ Connolly, M. and D. Taylor (1984): “The Exact Timing of Collapse of an Exchange Rate Regime and its Impact on the Relative Price of Traded Goods”

Οι θεωρίες περί συναλλαγματικών κρίσεων ανάγονται στο μοντέλο κερδοσκοπικής επίθεσης για την αγορά του χρυσού των Salant και Henderson (1978), που ο Krugman εφάρμοσε στην αγορά συναλλάγματος το 1979. Στη συνέχεια θα παρουσιάσουμε το βασικό στήσιμο του μοντέλου που βασίζεται στους Flood και Garber²⁵ (1984). Οι εξισώσεις του μοντέλου έχουν ως εξής:

$$M/P = \alpha_0 - \alpha_1 \quad (1)$$

$$P = P^* S \quad (2)$$

$$i = i^* + dS / S \quad (3)$$

$$M = D + R \quad (4)$$

Με M παριστάνουμε τη νομισματική βάση, με P την τιμή του εγχώριου αγαθού και με P^* την τιμή του αγαθού της αλλοδαπής, με S την ισοτιμία ως την τιμή μιας μονάδας ξένου νομίσματος και με dS το ρυθμό μεταβολής της S στη μονάδα του χρόνου. Το απόθεμα ξένου νομίσματος σημειώνεται με R_t και η εγχώρια πίστωση με D . Η εξίσωση (1) δίνει τη ζήτηση των πραγματικών ισορροπιών, η (2) παριστάνει τη Συνθήκη Ισοδυναμίας της Αγοραστικής Δύναμης PPP, η (3) τη Συνθήκη Ακάλυπτου Αρμπιτράζ Επιτοκίων UIPC και η (4) δίνει τη διάσπαση της νομισματικής βάσης. Με αυξανόμενη την εγχώρια πίστωση και σταθερή ζήτηση χρήματος, τα διεθνή αποθέματα πρέπει να μειωθούν κατά τη διάρκεια της περιόδου σταθερής ισοτιμίας:

$$dR = - \mu \quad (5)$$

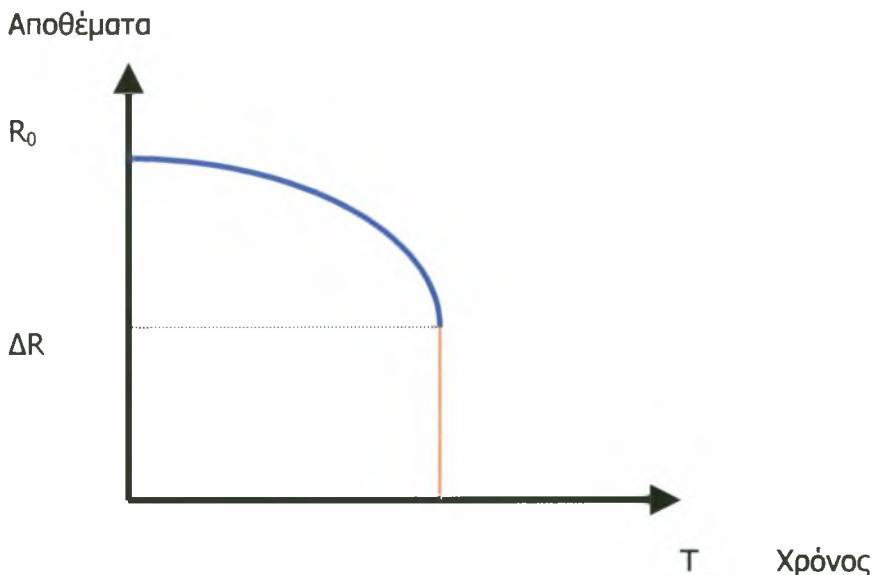
Επομένως τα αποθέματα σε κάποιο σημείο θα εξαντληθούν. Κατά τη στιγμή της μεταβολής τα επιτόκια θα ανέβουν και θα υπάρξει διακριτική πτώση της ζήτησης χρήματος. Ένα βήμα υποτίμησης της ισοτιμίας θα προσέφερε στους επενδυτές ένα αντιληπτό κεφαλαιακό κέρδος, επομένως η κερδοσκοπική επίθεση θα εμφανίζονταν λίγο νωρίτερα (προκαλώντας πάλι ένα βήμα υποτίμησης και άρα προκαλώντας τους επενδυτές να επιτεθούν λίγο νωρίτερα). Ακολουθώντας το μοτίβο προς τα πίσω παίρνουμε το μέγεθος της επίθεσης, που ισούται με το κρίσιμο επίπεδο των αποθεμάτων στο οποίο οι επενδυτές αισθάνονται ότι μια κερδοσκοπική επίθεση μπορεί να είναι επιτυχής:

$$\Delta R = (\alpha_1 \mu) / (\alpha_0 - \alpha_1 i) \quad (6)$$

Το επόμενο γράφημα δείχνει τη δυναμική του μοντέλου. Δύο παράγοντες προκαλούν αποκατάσταση της ισορροπίας στην αγορά χρήματος: η ζήτηση χρήματος πέφτει εξαιτίας των υψηλότερων επιτοκίων και η προσφορά χρήματος συναρτάται με το μέγεθος της επίθεσης:

²⁵ Flood, R.P. and P.M. Garber (1984): "Collapsing Exchange-Rate Regimes, Some Linear Examples"

Απώλεια συναλλαγματικών αποθεμάτων σε κρίση τύπου Krugman



Γράφημα 1

Θέτοντας τα αποθέματα να ισούνται με 0, υπολογίζουμε από την εξίσωση (1) τη σκιάδη ισοτιμία \hat{S} που ισορροπεί την αγορά χρήματος και επικρατεί μετά την επίθεση:

$$\hat{S} = [a_1 \mu / (a_0 - a_1 i^*)^2] + [D / (a_0 - a_1 i^*)] \quad (7)$$

Σημειώνοντας $a = (a_0 - a_1 i^*) > 0$, $P^* = 1$ και προσθέτοντας το μέγεθος της επίθεσης, η χρονική στιγμή της κρίσης T μπορεί να υπολογιστεί από την εξίσωση (5):

$$T = (R_0 - a_1 \mu / a) (1 / \mu) \quad (8)$$

Η στιγμή της επίθεσης εξαρτάται από την αύξηση των εγχώριων επιτοκίων μ και τα αρχικά αποθέματα R_0 . Όσο μεγαλύτερο είναι το αρχικό απόθεμα συναλλαγματικών διαθεσίμων, όσο μικρότερος ο ρυθμός μεταβολής της εγχώριας πιστωτικής επέκτασης και όσο μικρότερη η αρχική συμμετοχή των πιστώσεων στην προσφορά χρήματος, τόσο μεγαλύτερη θα είναι η διάρκεια διατήρησης της σταθερής ισοτιμίας. Η δύναμη του μοντέλου έγκειται στην εμφάνιση ξαφνικής κερδοσκοπικής επίθεσης και απώλειας αποθεμάτων, ακόμη και αν όλες οι συναρτήσεις συμπεριφοράς είναι συνεχείς και τα θεμελιώδη μεγέθη αναπτύσσονται προβλέψιμα. Τα μοντέλα πρώτης γενιάς μοιράζονται τη βασική υπόθεση των φτωχών θεμελιωδών που είναι μη διατηρήσιμα σε καθεστώς σταθερής ισοτιμίας. Αυτό ορίζει μια μοναδική σχέση ανάμεσα στα θεμελιώδη και την εμφάνιση της κρίσης. Πράγματι, σε μια οικονομία με πρόβλημα στο ισοζύγιο πληρωμών (όπου η χώρα χάνει σταδιακά συναλλαγματικά αποθέματα εξαιτίας κακής μακροοικονομικής πολιτικής, όπως τα υπερβολικά δημοσιονομικά ελλείμματα ή η νομισματική επέκταση), οι επενδυτές γνωρίζουν ότι στην περίπτωση

εξάντλησης των αποθεμάτων θα υπάρξει άλμα στην ισοτιμία και τον πληθωρισμό που θα τους προκαλέσει κεφαλαιακές ζημιές τις οποίες οι επενδυτές διαθέτοντας τέλεια προνοητικότητα (υπόθεση του μοντέλου) αποφεύγουν αναδιρθρώνοντας το χαρτοφυλάκιό τους όταν πειστούν ότι τα αποθέματα βρίσκονται σε χαμηλό επίπεδο, αγοράζοντάς τα όλα και προκαλώντας την κρίση.

3.3 Μοντέλα νομισματικών κρίσεων δεύτερης γενιάς (second generation models) – Μοντέλα με ρήτρα εξόδου (exit clause models)

Η 2^η γενιά φτιάχτηκε ώστε να περιλαμβάνει τα χαρακτηριστικά των κερδοσκοπικών επιθέσεων στην Ευρώπη και το Μεξικό τη δεκαετία του 90, υπογραμμίζοντας τα αυτο-εκπληρούμενα χαρακτηριστικά των νομισματικών κρίσεων και την ύπαρξη πολλαπλών σημείων ισορροπίας. Η εξήγηση της κρίσης στο Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (European Monetary System ή EMS) το 1992 ήταν αδύνατη με βάση τα μοντέλα 1^{ης} γενιάς, αφού δεν οφείλονταν σε κυβερνητική αδυναμία άσκησης πειθαρχημένης δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής. Το πρόβλημα πίσω από την κρίση του EMS (τα όρια διακύμανσης των νομισμάτων που συμμετείχαν αυξήθηκαν από 2,25% σε 15% γύρω από μία κεντρική ισοτιμία) δεν ήταν απλώς η οικονομική πολιτική των κρατών μελών και η απόφαση για αλλαγή στο συναλλαγματικό καθεστώς δεν υποβλήθηκε από την ανεπάρκεια στο επίπεδο των συναλλαγματικών αποθεμάτων. Η αξιοπιστία της συμμετοχής στο EMS στη Γαλλία και τη Μ. Βρετανία για παράδειγμα, πληγώθηκε από ένα συνδυασμό αυξανόμενης ανεργίας (που προκλήθηκε από την εγχώρια οικονομική κατάσταση) και αυξανόμενων επιτοκίων (λόγω της κατάστασης που δημιουργήθηκε από την ενοποίηση της Γερμανίας)²⁶. Οι παράγοντες αυτοί αύξησαν το κόστος υπεράσπισης της ισοτιμίας μέσω υψηλότερων επιτοκίων και υπέβαλαν τις Αρχές στον πειρασμό της εισαγωγής μιας πιο επεκτατικής νομισματικής πολιτικής.

Η 2^η γενιά μοντέλων αντιμετώπισε το συναλλαγματικό καθεστώς ως μία υπό όρους υποχρέωση: εάν μια κυβέρνηση αποφασίσει σταθερή ισοτιμία, θα την κρατήσει όσο αυτό θεωρείται χρήσιμο (π.χ. προς χάριν απόκτησης αντιπληθωριστικής φήμης και αξιοπιστίας). Η υποχρέωση περιορίζεται από την ύπαρξη ρήτρας εξόδου που επιτρέπει

²⁶ Peltonen, T. (2002): “Are Currency Crises Predictable? An Application of Panel Estimation Methods and Artificial Neural Networks”

την εγκατάλειψη της σταθερής ισοτιμίας, αν η οικονομική πολιτική που απαιτείται για τη διατήρησή της παράγει αρνητικά και ανεπιθύμητα αποτελέσματα σε άλλες οικονομικές παραμέτρους. Επομένως η απόφαση εγκατάλειψης του συναλλαγματικού καθεστώτος εξαρτάται από την ανάλυση κέρδους (π.χ. από τη θεωρία της άριστης τιμής του νομίσματος) και κόστους (π.χ. από τη φθίνουσα φήμη για την οικονομική πολιτική) διατήρησης της σταθερής ισοτιμίας, δεδομένης της οικονομικής κατάστασης (ανεργία, προβλήματα στον τραπεζικό κλάδο, μεγάλο δημόσιο χρέος, κ.τ.λ.). Τέτοιες συνθήκες είναι πιο κοντά στην πραγματικότητα από αυτές των μοντέλων 1^{ης} γενιάς που υποθέτουν τη μηχανική συμπεριφορά των Αρχών (αντιτιθέμενη στη λογική συμπεριφορά των συμμετεχόντων στην αγορά). Στη 2^η γενιά εφόσον οι στόχοι της οικονομικής πολιτικής είναι πολλαπλοί, όλες οι πολιτικές επιλογές περικλείουν κάποια μορφή «θυσία του χ έναντι του ψ» (trade-off), που καθιστά την οικονομική πολιτική ενδογενή. Αυτή η μη γραμμικότητα στη συμπεριφορά των ασκούντων την οικονομική πολιτική, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι αλλαγές στις προσδοκίες των συμμετεχόντων στην αγορά ως προς τη μελλοντική ισοτιμία επηρεάζουν τις προτιμήσεις των πολιτικών επιλογών, έχουν ως αποτέλεσμα την πολλαπλότητα στα σημεία ισορροπίας που καθιστά την κερδοσκοπική επίθεση σε κάποιο νόμισμα αυτο-εκπληρούμενη²⁷.

Αντίθετα με τα μοντέλα 1^{ης} γενιάς που είναι νπιτερμινιστικά και η αιτιότητα πηγαίνει κατ' αποκλειστικότητα από τα οικονομικά θεμελιώδη προς τις προσδοκίες, στα μοντέλα 2^{ης} γενιάς η αιτιότητα μπορεί να πάει και αμφίδρομα και ακριβώς αυτού του είδους η ανακύκλωση μπορεί να απολήξει σε πολλαπλά σημεία ισορροπίας και αυτο-εκπληρούμενες κρίσεις²⁸. Με άλλα λόγια η οικονομική πολιτική δεν είναι προκαθορισμένη, αλλά αντιδρά στις αλλαγές του οικονομικού συστήματος και τη μεταβολή των προσδοκιών και από την άλλη οι ιδιώτες επενδυτές βασίζονται στις προσδοκίες τους στη συμπεριφορά αυτών που διαμορφώνουν την οικονομική πολιτική (αλληλεπίδραση). Η προσδοκώμενη μεταβολή της ισοτιμίας θα επηρεάσει τις μεταβλητές (υψηλότεροι μισθοί, χαμηλότερη ανεργία, υψηλότερα επιτόκια), των οποίων η μεταβολή αυξάνει το κόστος διατήρησης της σταθερής ισοτιμίας. Όταν τα κόστη γίνουν πολύ μεγάλα, αυτοί που διαχειρίζονται την οικονομική πολιτική πιθανόν να αποφασίσουν την υποτίμηση του νομίσματος και επομένως εκ των υστέρων επιβεβαιώνονται οι προσδοκίες της αγοράς περί νομισματικής κρίσης (αυτο-

²⁷ Saxena, S.C. (2001): "Perspectives on Currency Crises"

²⁸ Jeanne, O. (1999): "Currency Crises: A Perspective on Recent Theoretical Developments"

εκπλήρωση). Το 1993 οι Ozkan και Sutherland²⁹ έδειξαν ότι οι νομισματικές Αρχές θα είναι περισσότερο απρόθυμες να προστατεύσουν την ισοτιμία με υψηλά επιτόκια αν υπάρχει παράλληλα και υψηλή ανεργία κατά την έλευση κερδοσκοπικής επίθεσης, αφού η αύξηση των επιτοκίων απλώς θα επιδεινώσει το πρόβλημα. Επίσης το 1994 ο Obsfeld³⁰ υποστήριξε ότι ένα υψηλό επίπεδο δημόσιου χρέους επίσης αυξάνει το κόστος προστασίας της ισοτιμίας, συνεπώς αυξάνει την πιθανότητα εκδήλωσης κερδοσκοπικής επίθεσης. Όταν οι προσδοκίες υποτίμησης ενσωματωθούν στα ονομαστικά επιτόκια οι αυξανόμενες δαπάνες αποπληρωμής τόκων του χρέους αυξάνουν τα κόστη διατήρησης της σταθερής ισοτιμίας, γεγονός που δυνητικά μπορεί να οδηγήσει σε απόφαση αλλαγής του καθεστώτος ισοτιμίας. Επιπλέον οι Αρχές δεν θα είναι πρόθυμες να υπερασπιστούν την ισοτιμία μέσω αύξησης επιτοκίων, γιατί αυτό θα μπορούσε να δημιουργήσει τραπεζική κρίση (εξαιτίας διαφορετικών λήξεων τίτλων και πιστωτικού κινδύνου σε εποχή ύφεσης) και να επιφέρει τα επακόλουθα δημοσιονομικά κόστη για την εξωτερική ενίσχυση του τραπεζικού κλάδου.

Κατά συνέπεια μια νομισματική κρίση, σύμφωνα με τα μοντέλα με ρήτρα εξόδου, αναπτύσσεται σε περιβάλλον όπου οι κερδοσκόποι αντιλαμβάνονται ότι δεδομένων των συνθηκών στο οικονομικό σύστημα, αυτοί που διαχειρίζονται την οικονομική πολιτική έχουν φτάσει στο σημείο της εφαρμογής της ρήτρας. Βασική ιδιότητα επομένως των μοντέλων 2^{ης} γενιάς είναι ότι η κρίση δεν εξηγείται μόνο ως συνέπεια αλλαγής των θεμελιωδών μεγεθών (που αποτελούν απαραίτητη συνθήκη, αλλά όχι τη μόνη). Εδώ η μεταβολή στις προσδοκίες διαδραματίζει τον πρωτεύοντα ρόλο, χωρίς να υπονοούμε ότι η επίθεση στην αυτο-εκπληρούμενη κρίση δεν συνδέεται με τα οικονομικά θεμελιώδη. Τα μοντέλα 2^{ης} γενιάς περιλαμβάνουν μια περιοχή ισχυρών θεμελιωδών μεγεθών όπου μια επίθεση δεν αναμένεται, αφού η κυβέρνηση δεν θα εγκαταλείψει τη σταθερή ισοτιμία κάτω από οποιεσδήποτε συνθήκες, καθιστώντας παράλογη την προσδοκία υποτίμησης και επίθεσης στο νόμισμα. Μία κυβέρνηση με ισχυρή δημοσιονομική θέση μπορεί εύκολα να δανειστεί αποθέματα για να αποκρούσει την επίθεση, αλλά αυτό εξαρτάται από τα προσδοκώμενα κόστη της απόφασής της. Πρέπει να επιλέξει τι θα θυσιάσει: θα καταφύγει σε δανεισμό (αυξάνοντας τους φόρους για να αποπληρώσει το δάνειο) ή όχι (αντιμετωπίζοντας την υποτίμηση). Η απόφαση εξαρτάται από τα επιτόκια. Οι επενδυτές με ορθολογικές προσδοκίες λαμβάνοντας υπόψη το δίλημμα της κυβέρνησης ενσωματώνουν τις

²⁹ Ozkan, F.G. and A. Sutherland (1993): "Policy Measures to Avoid a Currency Crisis"

³⁰ Obsfeld, M. (1994): "The Logic of Currency Crises"

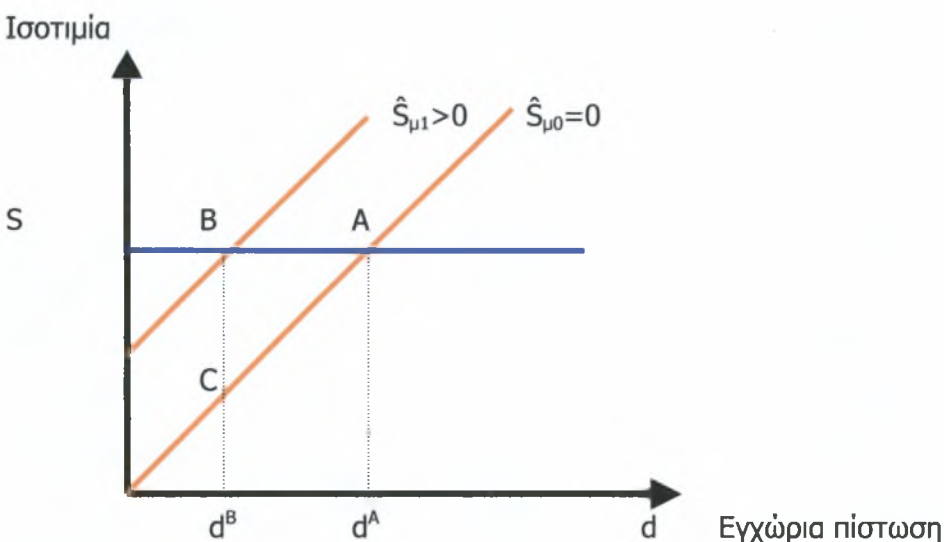
προσδοκίες για τον πληθωρισμό στα ονομαστικά επιτόκια που ζητούν. Αν οι επενδυτές αναμένουν ότι η κυβέρνηση θα αποτύχει στην υπεράσπιση του νομίσματος, γεγονός που θα αυξήσει τον πληθωρισμό, θα ζητήσουν υψηλότερα επιτόκια. Αυτό οδηγεί σε αύξηση του κόστους αποφυγής της υποτίμησης. Τα μοντέλα 2^{ης} γενιάς επίσης περιλαμβάνουν μια περιοχή ασθενών μεγεθών όπου το κόστος διατήρησης της σταθερής ισοτιμίας είναι τόσο μεγάλο, ώστε μία κερδοσκοπική επίθεση που θα οδηγήσει σε εγκατάλειψή της είναι αναπόφευκτη. Τέλος υπάρχει μια ενδιάμεση περιοχή με μέτρια θεμελιώδη η οποία συνήθως συνδέεται με την πιθανότητα πολλαπλών σημείων ισορροπίας, όπου οι προσδοκίες έχουν άμεσο αντίκτυπο στη δημιουργία κάποιου συγκεκριμένου σημείου ισορροπίας. Ένα επίπεδο ισορροπίας δημιουργείται στην κατάσταση που η σταθερή ισοτιμία θα παρέμενε με ευνοϊκές προσδοκίες, αλλά δεν θα ήταν διατηρήσιμη στην περίπτωση που οι προσδοκίες οδηγούσαν σε επίθεση στο νόμισμα (το δεύτερο σημείο ισορροπίας). Υπό τις συνθήκες αυτές, οι παράγοντες που προκαλούν πτώση της εμπιστοσύνης στο νόμισμα και καθιστούν δυνατό το συγχρονισμό προσδοκιών και πράξεων των κερδοσκόπων, μπορεί να έχουν αποτέλεσμα την ξαφνική επίθεση στο νόμισμα³¹. Η λειτουργία αυτών των συντεταγμένων παραγόντων αποτελεί ένα άλυτο θέμα για τα μοντέλα 2^{ης} γενιάς νομισματικών κρίσεων, αφού δεν έχει βρεθεί ακόμη μία ικανοποιητική εξήγηση για τα άλματα από το ένα σημείο ισορροπίας στο άλλο. Επιμέρους εξηγήσεις παρέχουν οι απόψεις του φαινομένου της αγέλης στις παγκόσμιες αγορές κεφαλαίου (herd effect), της κοστοβόρας πληροφόρησης και της ταυτόχρονης λήψης απόφασης³² και επίσης οι πληροφοριακοί “cascades” που βασίζονται στην επακόλουθη αντίληψη πράξεων του τρίτου μέρους, άσχετα με τις δικές τους διαθέσιμες πληροφορίες. Πιθανόν μια σημαντική εξήγηση να παρέχει η άποψη της ύπαρξης κάποιου επενδυτή μεγάλης κλίμακας (όπως ο George Soros κατά την επίθεση στη Βρετανική round το 1992), στην περίπτωση αυτή όμως αποκλείονται τα πολλαπλά σημεία ισορροπίας αφού υπάρχει μόνο ένα με την επίθεση στο νόμισμα, από τη στιγμή που ένας καλά χρηματοδοτούμενος μεγάλης κλίμακας επενδυτής θα προσπαθεί πάντοτε να εκμεταλλεύεται μία ευκαιρία της αγοράς για πιθανό κέρδος. Με τα μοντέλα 2^{ης} γενιάς επομένως η κρίση εξαρτάται κατά βάση από τις προσδοκίες, ενώ δεν υπάρχει εξήγηση για την απώλεια εμπιστοσύνης και το συγχρονισμό των

³¹ Flood, R.P. and N.P. Marion (1998): “Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature”

³² Calvo, G.A. and E.G. Mendoza (2000): “Capital-Markets Crises and Economic Collapse in Emerging Markets: An International-Frictions Approach”

προσδοκιών. Ο χρόνος της επίθεσης και η εμφάνιση της κρίσης δεν μπορούν να προσδιοριστούν.

Το 2001 οι Flood και Marion³³ παρουσίασαν ένα απλό υπόδειγμα κερδοσκοπικών επιθέσεων που βασίζεται σε ένα μη γραμμικό κανόνα οικονομικής πολιτικής: η μεταβολή της νομισματικής πολιτικής συνδέεται με την εκδήλωση κερδοσκοπικής επίθεσης. Στην περίπτωση μη εκδήλωσης επίθεσης προς το εθνικό νόμισμα οι εγχώριες πιστώσεις θα αυξάνονται με σταθερό ρυθμό μ_0 , ενώ κατά την κερδοσκοπική επίθεση οι πιστώσεις θα αυξάνονται με υψηλότερο ρυθμό μ_1 . Στη περίπτωση αυτή, όπως φαίνεται και στο γράφημα 2, έχουμε δύο καμπύλες σκιώδους συναλλαγματικής ισοτιμίας: την \hat{S}_{μ_0} που αντιστοιχεί σε ρυθμό αύξησης εγχώριων πιστώσεων μ_0 και την \hat{S}_{μ_1} που απεικονίζει τον υψηλότερο ρυθμό μ_1 . Οι καμπύλες τέμνουν την ευθεία της σταθερής ισοτιμίας S στα σημεία A και B αντίστοιχα. Αν $\mu_0=0$ (η σταθερή ισοτιμία είναι διατηρήσιμη επ' άπειρον για κάποιο βαθμό εγχώριας πιστωτικής επέκτασης) και οι πιστώσεις d είναι μικρότερες από d^B , στην περίπτωση μη εκδήλωσης επίθεσης η σκιώδη ισοτιμία θα βρίσκεται επάνω στην καμπύλη \hat{S}_{μ_0} , διαφορετικά θα μετακινηθεί στην καμπύλη \hat{S}_{μ_1} , κάτω από την ευθεία της σταθερής ισοτιμίας S . Τότε οποιαδήποτε επίθεση θα προκαλούσε ζημιές στους κερδοσκόπους. Ώστε αν $\mu_0=0$, η πολιτική της σταθερής ισοτιμίας είναι συνεπής με την ασκούμενη πιστωτική πολιτική και το καθεστώς διατηρείται.



Γράφημα 2

³³ Flood, R.P. and N.P. Marion (2001): "Perspectives on the Recent Currency Crises Literature", in Calvo, G.A, R. Dornbusch and M. Obstfeld (eds) (2001): "Money, Capital Mobility and Trade, Essays in Honor of R. Mundell"

Αν όμως το μέγεθος των πιστώσεων είναι ίσο με d^B και θέσουμε $\mu = \mu_0$, τότε η σκιώδης ισοτιμία θα βρίσκεται επάνω στην καμπύλη \hat{S}_{μ_0} , στο σημείο C. Η επίθεση των κερδοσκόπων θα προκαλέσει μετακίνηση της σκιώδους ισοτιμίας από το C στο σημείο B. Η επίθεση είναι επιτυχής αλλά δεν αποφέρει κέρδη στους κερδοσκόπους και η οικονομία μπορεί να παραμείνει στο σημείο ισορροπίας C μόνιμα, ή να μετακινηθεί στο B. Στην περίπτωση αυτή δεν υπάρχει το κίνητρο αλλαγής σημείου ισορροπίας για την οικονομία. Αν $d^A < d < d^B$, εμφανίζονται πολλαπλές καταστάσεις ισορροπίας. Αν οι επενδυτές εκτιμούν ως μηδενική την πιθανότητα επίθεσης, η οικονομία θα παραμείνει στο διηλεκτές επί της καμπύλης της σκιώδους ισοτιμίας \hat{S}_{μ_0} , ενώ στην αντίθετη περίπτωση θα μετατοπιστεί στην καμπύλη της υψηλότερης σκιώδους ισοτιμίας \hat{S}_{μ_1} . Στην τελευταία περίπτωση, κανένας κερδοσκόπος δεν θα θέλει να έχει στην κατοχή του εγχώριο νόμισμα για να μην υποστεί κεφαλαιακές ζημιές και θα επιτεθεί αγοράζοντας ξένο συνάλλαγμα, ενέργεια που θα οδηγήσει σε κατάρρευση του καθεστώτος σταθερής ισοτιμίας και σε πιο διασταλτική πιστωτική πολιτική.

3.4 Μοντέλα νομισματικών κρίσεων τρίτης γενιάς (third generation models)

Παρότι κάποιοι συγγραφείς αντιτίθενται στην ανάγκη διάκρισης ενός νέου συνόλου μοντέλων, συγκεκριμένες όψεις των νομισματικών κρίσεων στις χώρες της νοτιοανατολικής Ασίας δικαιώνουν την εισαγωγή νέων μοντέλων που δεν συνδέονται μόνο με την οικονομική πολιτική, αλλά και με τις ατέλειες της αγοράς ή τις στρεβλώσεις του χρηματοοικονομικού συστήματος. Τα μοντέλα αυτά ασχολούνται με επιπρόσθετες αιτίες νομισματικών κρίσεων.

Η πρώτη ομάδα μοντέλων υπογραμμίζει προβλήματα στο τραπεζικό σύστημα: ένα σύνδρομο υπερδανεισμού στο εξωτερικό, ηθικό δίλημμα (moral hazard) και ασύμμετρη πληροφόρηση. Τα παραπάνω συμβαίνουν σε ένα περιβάλλον υπονοούμενης εγγύησης από την κυβέρνηση (εξαιτίας των κυβερνητικών εγγυήσεων τα δημοσιονομικά προβλήματα τελικά θα αποτελούν γεγονός), διεθνών χρηματοοικονομικών ινστιτούτων και ανεπαρκούς επιτήρησης του τραπεζικού τομέα και αποτελούν σημαντικούς παράγοντες της Ασιατικής κρίσης. Η κρίση στο τραπεζικό σύστημα θα οδηγήσει σε νομισματική κρίση, σύμφωνα με το μηχανισμό των μοντέλων 1^{ης} γενιάς, αφού οι τράπεζες αρχικά δανείζονται και δανείζουν υπερβολικά, προκαλώντας διαστολή (φούσκα) στις τιμές των εγχώριων assets η οποία τελικά θα

σκάσει, παρασύροντας τις τιμές προς τα κάτω. Οι κυβερνητικές υποχρεώσεις (υπονοούμενες εγγυήσεις) γίνονται δεσμεύσεις τη στιγμή της κρίσης και καταλήγουν στη δημιουργία μη διατηρήσιμου δημοσιονομικού ελλείμματος, με την Κεντρική Τράπεζα στο ρόλο του τελικού καταφύγιου (δανειστή) και τα μέτρα που έχουν ληφθεί να είναι ασύμβατα με τα θεμελιώδη μεγέθη.

Η δεύτερη ομάδα μοντέλων θεωρεί ως κύρια αιτία της νομισματικής κρίσης το φαινόμενο της αγέλης (herd effect), που παρατηρείται ανάμεσα σε τραπεζίτες και διαχειριστές χαρτοφυλακίων. Κάποιες στρεβλώσεις οδηγούν σε πανικό της μάζας και σε αποδοχή του ξένου νομίσματος ως καταφύγιου.

Η τρίτη ομάδα θεωρεί ότι κρίση οφείλεται στο φαινόμενο της μετάδοσης (contagion effect), ενώ παρέχονται πολλές εξηγήσεις για τον τρόπο μεταφοράς της κρίσης από μία χώρα σε μία άλλη. Μία από αυτές αναφέρεται στην αρνητική επίδραση της εμπειρίας του ίδιου εξωγενούς σοκ σε διάφορες χώρες. Μια άλλη ερμηνεία αφορά στις εμπορικές σχέσεις των χωρών, όπου η υποτίμηση του νομίσματος μιας χώρας έχει αρνητικά αποτελέσματα στην ανταγωνιστικότητα των άλλων. Η υποτίμηση ενός νομίσματος προκαλεί πραγματική ανασίτιση στα άλλα νομίσματα που συμπιέζει τις τιμές και το εισόδημα και προκαλεί πτώση στη ζήτηση χρήματος, εκροές κεφαλαίων και απώλειες συναλλαγματικών αποθεμάτων στις άλλες χώρες. Η χρηματοοικονομική αλληλεξάρτηση μπορεί επίσης να συνεισφέρει στην εξάπλωση μιας κρίσης, αφού η ανικανότητα μιας χώρας στη κανονική αποπληρωμή του εξωτερικού δανεισμού της αναγκάζει του εξωτερικούς πιστωτές να ανακαλέσουν δάνεια σε άλλες χώρες. Τέλος, μια κρίση σε κάποια συγκεκριμένη χώρα συχνά δημιουργεί την άποψη για επιδείνωση της οικονομικής κατάστασης και σε άλλες χώρες, με παρόμοια οικονομικά χαρακτηριστικά. Οι παραπάνω ερμηνείες του φαινομένου μετάδοσης κρίσεων περιέχουν στοιχεία από τις προηγούμενες δύο γενιές μοντέλων, αφού το ταυτόσημο εξωγενές σοκ, η επίδραση των εμπορικών καναλιών και η ύπαρξη ίδιων πιστωτών ομαδοποιούνται ως παράγοντες κρίσεων που προκαλούνται από θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη, ενώ ο ρόλος της πληροφορίας στις αγορές κεφαλαίου είναι συμβατός με τα αυτο-εκπληρούμενα χαρακτηριστικά μιας κρίσης.

3.5 Άλλες ερμηνείες για τις αιτίες των νομισματικών κρίσεων

Μια άλλη θεωρητική ερμηνεία σχετίζεται με το αποτέλεσμα της υποτίμησης στον ισολογισμό των εταιριών που κατά τον Krugman είναι τόσο μεγάλο, που μπορεί να

εξηγήσει το βάθος της κρίσης που εξαπλώθηκε στις Ασιατικές οικονομίες. Ο μηχανισμός είναι ο εξής: κατά την υποτίμηση ενός ξένου νομίσματος, το μέρος του δανεισμού των εταιριών που έχει συναφθεί σε αυτό το νόμισμα αυξάνεται. Λόγω της ακαμψίας στις τελικές τιμές προϊόντων ο ισολογισμός συρρικνώνεται και τα κέρδη πέφτουν. Αυτό οδηγεί σε μείωση των επενδύσεων που αν ειδωθεί στο επίπεδο της οικονομικής δραστηριότητας και της ζήτησης χρήματος, προκαλεί πίεση για υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος. Εφόσον υπάρχει αρμπιτράζ στην αγορά συναλλάγματος το νόμισμα πρέπει να υποτιμηθεί άμεσα, δημιουργώντας τη δυνατότητα πολλαπλών σημείων ισορροπίας. Επομένως μια κρίση εμφανίζεται όταν ένα αναμενόμενο σοκ σπρώχνει την οικονομία σε ένα σημείο ισορροπίας με χαμηλή παραγωγή και υψηλή ισοτιμία. Αυτό είναι που ο Krugman ονομάζει πρόβλημα μεταφοράς: μια απότομη αντιστροφή από ένα μεγάλο έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, σε ένα μεγάλο πλεόνασμα. Μια τέτοια αντιστροφή σύμφωνα με τον Krugman μπορεί να επιτευχθεί μόνο κατά το συνδυασμό υψηλής ισοτιμίας και χαμηλού επιπέδου παραγωγικότητας³⁴.

Επίσης αρκετές έρευνες έχουν εστιάσει σε μη συμβατικούς και μη οικονομικούς παράγοντες προς εξήγηση των νομισματικών κρίσεων, με στόχο να περιλάβουν ολόκληρη τη διαδικασία της κρίσης, να παραλείψουν συγκεκριμένες υποθέσεις που συνδέονται με τα παραπάνω μοντέλα και να εισάγουν νέες, που αναπαριστούν καλύτερα τα πραγματικά γεγονότα που εμφανίστηκαν σε μία συγκεκριμένη χώρα. Με βάση αυτή τη φιλοσοφία χτίστηκε το Kindleberger-Minsky model, που περιγράφει τρία στάδια μιας κρίσης: τη μανία, τον πανικό και την κατάρρευση. Η μανία αφορά σε μια περίοδο ανάτασης του επιχειρηματικού κύκλου, όπου οι επενδυτές αναδιαρθρώνουν τα περιουσιακά τους στοιχεία προς όφελος των πραγματικών και χρηματοοικονομικών assets. Ο πανικός χαρακτηρίζεται από το φαινόμενο της αγέλης και τον ανταγωνισμό στη μετατροπή των προηγούμενων assets σε άλλα (πιο εύκολα ρευστοποιήσιμα) και η κατάρρευση είναι το τελευταίο στάδιο της διαδικασίας.

Το 2002 ο Saqib³⁵ παρουσίασε ένα μοντέλο πέντε σταδίων. Μία κρίση ξεκινάει με ένα εξωγενές σοκ (πόλεμος, εκλογές, εφευρέσεις, κ.τ.λ.) που έχει δυνατή επίδραση στο οικονομικό σύστημα, αλλάζοντας την προοπτική κερδοφορίας σε τουλάχιστον ένα οικονομικό κλάδο. Αν η προοπτική βελτιώνεται, οι επενδύσεις και η παραγωγή

³⁴ Krugman, P. (1999): "Balance Sheets, The Transfer Problem and Financial Crises"

³⁵ Saqib, O.F. (2002): "Interpreting Currency Crises – A Review of Theory, Evidence and Issues"

αυξάνονται με επιταχυνόμενο ρυθμό. Δεδομένης της ύπαρξης κερδοσκοπίας, ενθαρρύνεται η αύξηση του αντικειμένου κερδοσκοπίας. Αυτή η άνοδος της τιμής προσελκύει επιπλέον επενδύσεις και αύξηση εισοδήματος. Στο τρίτο στάδιο η εμπορευσιμότητα εκτινάσσεται και η κερδοσκοπία γίνεται φανερή (σημειώνονται αγορές με αποκλειστικό σκοπό την πώληση σε υψηλότερες τιμές). Καθώς συνεχίζεται η αύξηση της παραγωγής τα επιτόκια, οι τιμές και τα κέρδη συνεχίζουν να αυξάνονται. Την περίοδο αυτή, σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή, ένας αριθμός επενδυτών με προνομιακή πληροφόρηση αποφασίζει να πουλήσει το αντικείμενο κερδοσκοπίας. Σε πρώιμο στάδιο οι κερδοσκοπικές άνοδοι συνεχίζονται και εξισορροπούν τις εξόδους. Οι τιμές σταματούν να ανεβαίνουν. Οι κερδοσκόποι αρχίζουν να βλέπουν πιθανή μια μαζική έξοδο, γεγονός που οδηγεί σε πανικό εξαιτίας της έλλειψης ρευστότητας που θα επέτρεπε στον καθένα να πουλήσει με κέρδος. Οι τιμές παίρνουν την κατιούσα, οι πτωχεύσεις αυξάνονται και η επιχειρηματική κατάσταση επιδεινώνεται. Ο πανικός τελειώνει όταν οι τιμές φτάσουν σε τόσο δελεαστικό επίπεδο που προσελκύουν τους κερδοσκόπους ξανά, όταν η εμπορευσιμότητα σταματήσει επειδή βρισκόμαστε στην κατώτατη τιμή, ή επειδή η Κεντρική Τράπεζα καταφέρνει να πείσει ότι διαθέτει ικανοποιητικά επίπεδα ρευστότητας. Σημειώνουμε ωστόσο την έντονη κριτική που δέχτηκε το μοντέλο, ως προς το ότι δεν παρέχει μια αυστηρή θεωρητική εξήγηση της νομισματικής κρίσης.

Άλλες εξηγήσεις κάνουν λόγο για δομικούς και πολιτικούς παράγοντες. Η ευφορία της αγοράς (market euphoria) χαρακτηρίζεται από μαζικές εισροές ξένων κεφαλαίων, υψηλό ποσοστό οικονομικής ανάπτυξης, χαμηλή ανεργία, κ.τ.λ. που επισκιάζει τις αρνητικές τάσεις σε παραδοσιακά οικονομικά μεγέθη ή απλώς τις παραμελεί. Πολιτικοί παράγοντες μπορούν επίσης να οδηγήσουν σε αμφιλεγόμενες αποφάσεις: για παράδειγμα οι επερχόμενες εκλογές μπορεί να επηρεάσουν το χρόνο της υποτίμησης (μία υποτίμηση μπορεί να αναβληθεί για τη μετεκλογική περίοδο, μια που θεωρείται αντιλαϊκό μέτρο). Άλλο πολιτικό παράγοντα μπορεί να αποτελεί η πολιτική αστάθεια και ανεκτικότητα απέναντι στα ελλείμματα που σύμφωνα με το Saqib οδηγεί σε διαρκές και επίμονο έλλειμμα προϋπολογισμού, υψηλό εξωτερικό χρέος, αναποτελεσματικό φορολογικό σύστημα και χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Αυτοί οι πολιτικοί παράγοντες έχουν έμμεση επίδραση στις προσδοκίες και την επακόλουθη κερδοσκοπική επίθεση, λόγω των θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών.

3.6 Εμπειρικά μοντέλα νομισματικών κρίσεων

Πολυάριθμες εμπειρικές μελέτες για τις νομισματικές κρίσεις εστιάζουν στην περιγραφή στυλιζαρισμένων γεγονότων που αναφέρονται στην περίοδο πριν από την κρίση ή στον έλεγχο συγκεκριμένων θεωρητικών μοντέλων κρίσεων. Οι μελέτες αυτές έχουν θεμελιώδη σημασία για την κατανόηση σε βάθος των νομισματικών κρίσεων, όπως θα δούμε στη συνέχεια. Η θεωρητική γνώση παρέχει επίσης σαφείς κατευθύνσεις ως προς την επιλογή των δυνητικών ενδείξεων νομισματικής κρίσης που θα έπρεπε να αντανakλούν τα οικονομικά θεμελιώδη μεγέθη ή των μεταβλητών που επηρεάζουν τις προσδοκίες της αγοράς. Για το λόγο αυτό, η ύπαρξη αδύνατων ή ασύμβατων θεμελιωδών μεγεθών αποτελεί προαπαιτούμενο για το σχεδιασμό ενός συστήματος έγκαιρης προειδοποίησης μιας πιθανής νομισματικής κρίσης (early warning system). Η πρόσφατη εμπειρική έρευνα δεν επικεντρώνεται απλά στην εξήγηση των αιτιών που προκαλούν τις κρίσεις, ούτε αρκείται στη διαφοροποίηση ανάμεσα στις διάφορες ενδείξεις, αλλά λαμβάνει υπόψη της ένα ευρύ πεδίο μεταβλητών που μπορεί να βοηθήσει στην κατασκευή ενός συστήματος πρόβλεψης κρίσεων. Από την άλλη πλευρά υπάρχουν περιπτώσεις όπου η πρόβλεψη στρεβλώσεων είναι αδύνατη, εξαιτίας της αντίδρασης της οικονομικής πολιτικής σε «ύποπτες» ενδείξεις και της εφαρμογής μέτρων αποφυγής της κρίσης. Αν οι νομισματικές κρίσεις δεν διέθεταν παγκόσμια κοινά χαρακτηριστικά, θα ήταν αδύνατο να βγάλουμε γενικά συμπεράσματα βασισμένα σε προηγούμενη εμπειρική έρευνα ή να αναπαραστήσουμε ευρήματα με λογικό τρόπο αναφορικά με μία συγκεκριμένη χώρα. Η εμπειρική έρευνα λοιπόν βασίζεται στην πεποίθηση της ύπαρξης ομοιότητας ως προς τους βασικούς παράγοντες που καθορίζουν την εκδήλωση κρίσεων σε διαφορετικές χώρες και εφαρμόζει συχνά ομαδική ανάλυση (panel analysis) σε χώρες πολύ διαφορετικές μεταξύ τους. Τα συστήματα έγκαιρης προειδοποίησης εφαρμόζονται σε περιορισμένο αριθμό χωρών που διαθέτουν κοινά χαρακτηριστικά, αλλά αναλύουν το θέμα από την οπτική γωνία μιας μεμονωμένης χώρας. Τα συστήματα αυτά εμπερικλείουν έναν ακριβή ορισμό της νομισματικής κρίσης, μια επιλογή μεταβλητών που εξηγεί την εμφάνισή της και ένα μηχανισμό πρόβλεψης κρίσεων βασισμένο στις μεταβλητές αυτές. Η επιλογή των μεταβλητών γίνεται με βάση το θεωρητικό πλαίσιο, τα εμπειρικά επιβεβαιωμένα γεγονότα αναφορικά με τις κινήσεις ορισμένων μεταβλητών στην περίοδο που προηγείται μιας κρίσης και τα διαθέσιμα δεδομένα.

Πριν από τις κρίσεις της δεκαετίας του 90, οι εμπειρικές μελέτες βασιζόνταν στα μοντέλα πρώτης γενιάς. Εφαρμόζονταν κλασικές οικονομετρικές μέθοδοι σε μοντέλα που βασιζόνταν σε αυτό του Krugman. Το 1986 οι Blanco και Garber χρησιμοποίησαν το μοντέλο για να προβλέψουν την πιθανότητα υποτίμησης που θα εμφανίζονταν σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή, ως συνέπεια της κερδοσκοπικής επίθεσης στο Μεξικάνικο peso. Από την άλλη πλευρά, στα τέλη της δεκαετίας του 80, τα μη-δομημένα μοντέλα που χρησιμοποιήθηκαν επιβεβαίωσαν τη σπουδαιότητα των παραδοσιακών παραγόντων στην πρόβλεψη των κρίσεων. Τέτοιοι παράγοντες δημοσιονομικής ή νομισματικής πολιτικής αποδείχτηκαν ανεπαρκείς για την εξήγηση των κρίσεων της δεκαετίας του 90, με συνέπεια το επόμενο κύμα εμπειρικής έρευνας να εστιάσει σε ένα πιο ευρύ φάσμα διαφόρων ενδείξεων, στην εφαρμογή ομαδικής ανάλυσης και στην έρευνα γενικώς αποδεκτών χαρακτηριστικών των νομισματικών κρίσεων. Οι περισσότερες από τις εν' λόγω αναλύσεις διαίρεσαν το διαθέσιμο δείγμα μεταβλητών σε δύο περιόδους, μία γαλήνια και μία γεμάτη αναταράξεις (turbulent), χρησιμοποιώντας ποικιλία τεχνικών και κυρίως τη μη-παραμετρική μέθοδο ανίχνευσης (non-parametric signalling method) και τη μέθοδο της διακριτικής επιλογής μοντέλων (discrete choice models method).

Η πρώτη χρησιμοποιεί δύο μεταβλητές και βασίζεται στη σύγκριση των κινήσεων των επιλεγμένων μεταβλητών σε μια ήπια περίοδο, σε σχέση με τη δυναμική που αναπτύσσεται ακριβώς πριν από την κρίση. Στην περίπτωση διαφορετικής κίνησης μιας μεταβλητής, οι ακραίες τιμές της μεταβλητής πρέπει να ειπωθούν ως προειδοποίηση για την πιθανότητα έλευσης μιας κρίσης. Η μέθοδος μετατρέπει τις ενδείξεις μιας νομισματικής κρίσης και τις εξωγενείς μεταβλητές σε δυαδικές μεταβλητές που βασίζονται σε συγκεκριμένες οριακές τιμές. Οι οριακές τιμές των ενδείξεων νομισματικής κρίσης συνήθως προκύπτουν ως ένας συγκεκριμένος αριθμός τυπικών αποκλίσεων από τη μέση τιμή, ενώ ποσοστιαίες μετρήσεις χρησιμοποιούνται ως ενδείξεις των εξωγενών μεταβλητών. Η μέθοδος δίνει τα καλύτερα αποτελέσματα όταν η συμπεριφορά των μεταβλητών στην προ-κρίσης περίοδο είναι φανερά διαφορετική από την περίοδο της ηρεμίας. Η μέθοδος εφαρμόστηκε πρώτη φορά το 1995 από τους Eichengreen, Rose και Wyplosz. Η διαφορά από τις προηγούμενες μελέτες είναι ο ακριβής ορισμός της νομισματικής κρίσης. Οι μελέτες των Kaminsky, Lizonto και Reinhart (1996 και 1997) που θα δούμε παρακάτω έκαναν τη μέθοδο δημοφιλή. Οι Goldstein, Kaminsky και Reinhart ανέπτυξαν το 2000 μια μέθοδο άθροισης των «καλύτερων» δεικτών σε ένα σύνθετο δείκτη νομισματικής κρίσης. Οι

μελέτες γρήγορα επεκτάθηκαν σε χώρες της Ασίας και της Λατινικής Αμερικής, ακόμη και στις Αραβικές χώρες. Η σημαντικότερη αναποτελεσματικότητα της μεθόδου είναι ότι ο μετασχηματισμός της εξωγενούς μεταβλητής σε δυαδική, έχει σαν αποτέλεσμα την απώλεια πληροφορίας ως προς τη σχετική σημασία των τιμών της ανεξάρτητης μεταβλητής. Έτσι λοιπόν, η τιμή του ελλείμματος στο ισοζύγιο πληρωμών κατά 1% πάνω από το όριο έχει το ίδιο νόημα με το έλλειμμα που ξεπερνάει την οριακή τιμή κατά 50%, σε όρους προειδοποίησης μιας μελλοντικής κρίσης σύμφωνα με τη μέθοδο. Το πρόβλημα της απώλειας πληροφόρησης γίνεται πιο έντονο όταν η ανάλυση χρησιμοποιεί ένα σύνθετο δείκτη. Επίσης η μέθοδος αγνοεί τη συσχέτιση ανάμεσα στις ανεξάρτητες μεταβλητές, που έχει αρνητικό αντίκτυπο στην κατασκευή ενός σύνθετου δείκτη και δεν επιτρέπει την εφαρμογή στατιστικού ελέγχου.

Οι περισσότερες ομάδες εμπειρικών αναλύσεων χρησιμοποιούν τη δεύτερη μέθοδο, την τεχνική της διακριτικής εξαρτημένης μεταβλητής (probit και logit), που συνδέει ένα σύνολο εξωγενών συνεχών μεταβλητών με την πιθανότητα εμφάνισης μιας νομισματικής κρίσης. Ενώ η εξαρτημένη μεταβλητή της κρίσης παίρνει δύο (ή περισσότερες) τιμές όπως στη μέθοδο προειδοποίησης, οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι συνεχείς. Αυτή η προσέγγιση παρέχει τη δυνατότητα υπολογισμού ενός τυπικού μοντέλου σχέσεων μεταξύ των δεικτών και μιας διακριτικής εμφάνισης της νομισματικής κρίσης. Ο υπολογισμός του οικονομετρικού μοντέλου διαθέτει πλεονεκτήματα έναντι της προηγούμενης μεθόδου: η προβλεψιμότητα του μοντέλου αναπαριστάνεται απλά ως η πιθανότητα εμφάνισης κρίσης, ενώ από τη στιγμή που το μοντέλο αναλύει τη σπουδαιότητα όλων των μεταβλητών ταυτόχρονα, η σημαντικότητα μιας πρόσθετης μεταβλητής ελέγχεται εύκολα. Επιπρόσθετα η μέθοδος επιτρέπει τη χρήση στατιστικών ελέγχων ως προς τη σημαντικότητα τόσο συγκεκριμένων δεικτών, όσο και των αποτελεσμάτων παλινδρόμησης. Οι Eichengreen, Rose και Wyplosz ήταν από τους πρώτους που τη χρησιμοποίησαν το 1996, όπως θα δούμε στη συνέχεια. Η κριτική που ασκήθηκε στη μέθοδο αυτή αφορά ένα σύνολο από ελαττώματα: οι συναλλαγματικές κρίσεις είναι σπάνιες (ελάχιστες μπορούν να έχουν την τιμή μιας εξαρτημένης μεταβλητής), οπότε το μοντέλο δεν είναι εντελώς αξιόπιστο στατιστικά. Επίσης δεν είναι εύκολο να καθορίσουμε την επιπλέον συνεισφορά μιας συγκεκριμένης μεταβλητής στην πιθανότητα εμφάνισης μιας νομισματικής κρίσης. Εξαιτίας της μη-γραμμικής φύσης της συνάρτησης probit/logit, η συνεισφορά μιας μεμονωμένης μεταβλητής δεν είναι σταθερή και εξαρτάται από τις τιμές άλλων μεταβλητών, οπότε δεν είναι δυνατόν να καθορίσουμε

άμεσα τη σχετική προειδοποιητική δύναμη ενός μεμονωμένου δείκτη³⁶. Στη συνέχεια θα εξετάσουμε άλλα εμπειρικά μοντέλα και μελέτες που αναπτύχθηκαν κατά καιρούς στην πρόσφατη έρευνα για τις νομισματικές κρίσεις.

3.7 Το μοντέλο των Sachs, Tornell και Velasco για τη μεταδοτικότητα των νομισματικών κρίσεων

Υπάρχει μεγάλη ασυμφωνία στη διεθνή βιβλιογραφία για τους ρόλους της ανατίμησης της πραγματικής ισοτιμίας και των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στη δημιουργία κρίσεων και την επίδρασή τους στον τρόπο εξάπλωσης σε άλλες χώρες. Όπως θα δούμε στη συνέχεια, κάποιοι μελετητές βρήκαν τη μεταβλητή της ισοτιμίας στατιστικά σημαντική, ενώ του ισοζυγίου όχι [π.χ. οι Sachs, Tornell και Velasco (1996) και Kaminsky, Lizonto και Reinhart (1997)], άλλοι ερευνητές βρίσκουν μεγαλύτερη υποστήριξη για τις μεταβλητές του ισοζυγίου [Berg και Pattillo (1999), Bussiere και Mulder (1999), Corsetti, Pesenti και Roubini (1998)], ενώ κάποιοι άλλοι βρίσκουν πολύ μικρή υποστήριξη και για τις δύο μεταβλητές [Furman και Stiglitz (1998)].

Σχετικά με την εξάπλωση των νομισματικών κρίσεων ανάμεσα στις χώρες ένα πρώτο είδος προσέγγισης αφορούσε στην ανάλυση μιας κρίσης μεμονωμένα, λαμβάνοντας προσεκτικά υπόψη τις μεταβολές στα μεγέθη του τελευταίου έτους. Τυπικά, τα διάφορα μοντέλα έπαιρναν ένα μεγάλο μέρος μεταβλητών που η θεωρία συνιστούσε ότι έπρεπε να σχετίζονται με τις κρίσεις και τις έτρεξαν ανεξάρτητα σε μία παλινδρόμηση (regression). Την προσέγγιση αυτή ακολουθεί η πρωτότυπη εργασία των Sachs, Tornell και Velasco το 1996³⁷. Ασχολείται με την περίοδο Νοέμβριος 1994-Ιούλιος 1995 σε ένα δείγμα 20 αναδυόμενων οικονομιών και προσπαθεί να διαπιστώσει ποιες χώρες ήταν ευάλωτες σε νομισματικές επιθέσεις, ως αποτέλεσμα της κρίσης του Μεξικάνικου peso του 1994. Οι συγγραφείς παλινδρόμησαν ένα «δείκτη κρίσης» (crisis index), μια εξαρτώμενη μεταβλητή που ορίστηκε ως ο μέσος όρος της σταθμισμένης διακύμανσης της ποσοστιαίας μεταβολής της ονομαστικής ισοτιμίας και των συναλλαγματικών αποθεμάτων, που εκφράζεται ως συνάρτηση τριών θεμελιωδών παραγόντων-μεταβλητών: α) της πραγματικής ισοτιμίας, β) της

³⁶ Kaminsky, G.L., S. Lizonto and C.M. Reinhart (1997): "Leading Indicators of Currency Crises"

³⁷ Sachs, J., A. Tornell and A. Velasco (1996): "Financial Crises in Emerging Markets: the Lessons from 1995"

τραπεζικής ευθραυστότητας (fragility), μέσω του ρυθμού μεταβολής των τραπεζικών πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα και γ) του ηλικίου της ποσότητας χρήματος M2 προς τα διεθνή συναλλαγματικά αποθέματα. Στη συνέχεια προσπάθησαν να αναγνωρίσουν τις αιτίες που προκάλεσαν (ή όχι) την πίεση σε κάποιο νόμισμα και βρήκαν ότι και οι 3 παραπάνω μεταβλητές επηρεάζουν το δείκτη κερδοσκοπικής πίεσης. Οι ερευνητές υποστηρίζουν ότι οι επενδυτές προσπαθούν να αποφύγουν βραχυπρόθεσμες απώλειες κεφαλαίου και τρέπονται σε φυγή από χώρες στις οποίες προσδοκούν μια μεγάλη υποτίμηση ή ανατίμηση στο κοντινό μέλλον. Συνεπώς η αύξηση της πιθανότητας αλλαγής της ισοτιμίας εξαρτάται από την αρχική ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας. Όσο μεγαλύτερη είναι η ανατίμηση, τόσο αυξημένη καθίσταται η πιθανότητα αλλαγής της ισοτιμίας. Όσο πιο αδύναμο είναι το τραπεζικό σύστημα, τόσο πιο απρόθυμη θα είναι η κυβέρνηση στην υπεράσπιση της ισοτιμίας μέσω αύξησης επιτοκίων που θα επιδεινώσουν το τραπεζικό σύστημα και τόσο πιθανότερη γίνεται μια υποτίμηση του νομίσματος. Τέλος όσο λιγότερα είναι τα συναλλαγματικά αποθέματα, τόσο πιθανότερη πάλι είναι η υποτίμηση. Το 70% των περιπτώσεων αύξησης του δείκτη κρίσεων φάνηκε να εξηγείται με βάση τους παραπάνω τρεις παράγοντες. Επιπλέον μια χώρα με ανατιμημένη την πραγματική της ισοτιμία και τραπεζικά προβλήματα θα υποστεί μια βίαιη κρίση, μόνο στην περίπτωση που έχει ταυτόχρονα αδύναμα θεμελιώδη και χαμηλά συναλλαγματικά αποθέματα. Τα αδύναμα θεμελιώδη για μία χώρα ορίζονται ως εξής: η ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας και η αύξηση των τραπεζικών δανείων να συμβαίνουν σε υψηλότερο ποσοστό από ότι στα τρία τέταρτα των χωρών του δείγματος. Με όμοιο τρόπο ορίζονται τα χαμηλά συναλλαγματικά αποθέματα, λαμβάνοντας το ηλικίο M2/αποθέματα. Σύμφωνα με το μοντέλο, η ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας και η έκρηξη δανεισμού έχει θετικά αποτελέσματα στη βιαιότητα της κρίσης σε χώρες με χαμηλά αποθέματα και αδύναμα θεμελιώδη μεγέθη, ενώ δεν φαίνεται να επηρεάζει ιδιαίτερα χώρες με χαμηλά αποθέματα και δυνατά θεμελιώδη. Οι συγγραφείς επομένως συμπέραναν ότι η μετάδοση της κρίσης στις αναδυόμενες αγορές το 1995 είχε λογικές αιτίες: χώρες με υπερτιμημένες ισοτιμίες, αδύναμο τραπεζικό σύστημα και χαμηλά αποθέματα ήταν περισσότερο ευάλωτες σε κερδοσκοπικές επιθέσεις. Σύμφωνα με τα πορίσματα της έρευνας, είναι αξιοσημείωτο ότι άλλοι παράγοντες - όπως το μέγεθος των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ή τα ποσά των εισροών κεφαλαίων (που προηγήθηκαν της κρίσης στο Μεξικό) στις χώρες του δείγματος- δεν φάνηκε να επηρεάζουν τη μεταδοτικότητα της κρίσης. Ωστόσο μια

απρόσεχτη γενίκευση της προηγούμενης ανάλυσης είναι επικίνδυνη, εφόσον το δείγμα των χωρών δεν ήταν τυχαίο και η μελέτη κάλυψε μόνο μια μικρή περίοδο.

Το 1998 οι Furman και Stiglitz³⁸ εφάρμοσαν την προσέγγιση των Sachs, Tornell και Velasco χρησιμοποιώντας δεδομένα από το 1997, για να εξηγήσουν τη βιαιότητα της κρίσης στη Ανατολική Ασία. Πήραν ένα δείγμα 34 αναδυόμενων χωρών. Βρήκαν ότι σε μια χώρα με χαμηλά αποθέματα και αδύναμα θεμελιώδη μόνο ο συντελεστής του εκρηκτικού δανεισμού είναι στατιστικά σημαντικός και δίνει σωστά σήματα, ενώ η ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας είναι λιγότερο ουσιαστική και δίνει λάθος σήματα (ίσως μάλιστα και να μείωνε τη βιαιότητα της κρίσης). Τα αδύναμα εμπειρικά αποτελέσματα ανάγκασαν τους συγγραφείς να σημειώσουν ότι η κρίση της Ανατολικής Ασίας ήταν ένα καινοφανές γεγονός και δεν μπορούσε να εξηγηθεί μέσω επιδείνωσης στα μακροοικονομικά μεγέθη. Τα διαφορετικά συμπεράσματα ως προς τη στατιστική σημαντικότητα της ανατίμησης της πραγματικής ισοτιμίας στις δύο τελευταίες εργασίες οφείλονται στο διαφορετικό τρόπο υπολογισμού αυτής της μεταβλητής (λόγω διαφορών στην περίοδο βάσης, στον αριθμό των νομισμάτων που περιλαμβάνονταν στους δείκτες και στη μέθοδο υπολογισμού).

Το 1999, οι Berg και Pattillo³⁹ έτρεξαν ξανά την παλινδρόμηση για τη Μεξικάνικη κρίση χρησιμοποιώντας το ίδιο δείγμα των Sachs, Tornell και Velasco, λαμβάνοντας όμως τα νέα (αναθεωρημένα) δεδομένα που δημοσιεύτηκαν εκείνη την περίοδο. Τα αποτελέσματα βρέθηκαν διαφορετικά από εκείνα του αυθεντικού μοντέλου: η ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας για χώρες με αδύναμα θεμελιώδη και χαμηλά αποθέματα δεν ήταν στατιστικά σημαντικές. Το ίδιο επανέλαβαν και για την Ασιατική κρίση (χρησιμοποιώντας τις ίδιες μεταβλητές) και βρήκαν, όπως οι Furman και Stiglitz, ότι η παλινδρόμηση περιγράφει φτωχά τα δείγματα του 1997 και ότι μόνο η έκρηξη δανεισμού, συνδυασμένη με χαμηλά αποθέματα και αδύναμα θεμελιώδη, είναι στατιστικά σημαντική και δίνει σωστά σήματα, ενώ η ανατίμηση δεν επηρεάζει τη βιαιότητα της κρίσης.

Επίσης το 1999 ο Tornell Aaron⁴⁰ εφάρμοσε το ίδιο μοντέλο για την κρίση του 1994 στο Μεξικό, την κρίση του 1997 στην Ασία και για το συνδυασμό των δύο κρίσεων,

³⁸ Furman, J. and J. Stiglitz (1998): "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia"

³⁹ Berg, A. and C. Pattillo (1999): "Are Currency Crises Predictable? A Test"

⁴⁰ Tornell, A. (1999): "Common Fundamentals in the Tequila and Asian Crises"

χρησιμοποιώντας ένα διαφορετικό δείγμα από 23 χώρες. Βρήκε ότι το πρωτότυπο μοντέλο των Sachs, Tornell και Velasco ανταποκρίνονταν καλά. Ειδικότερα, η διακύμανση στη βιαιότητα της κρίσης για τις χώρες του δείγματος καθορίζονταν σε μεγάλο βαθμό και από τους τρεις θεμελιώδεις παράγοντες: ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας, έκρηξη δανεισμού και χαμηλά αποθέματα.

Σήμερα στη διεθνή βιβλιογραφία συνηθίζεται η υπόθεση ότι οι μεταβλητές της ισοτιμίας και του ισοζυγίου στην ουσία μεταφέρουν την ίδια πληροφορία. Το 2000 οι Nitiihanprapas & Willett⁴¹ αναφέρουν ότι οι διεθνείς συναλλαγματικές κρίσεις θα πρέπει να αποδοθούν πρωταρχικά σε πραγματικές ή πρωτοεμφανιζόμενες ανισορροπίες του ισοζυγίου πληρωμών. Αρκετοί παράγοντες μπορούν να προκαλέσουν προβλήματα του ισοζυγίου. Κλειδί για την κατανόηση της ανισορροπίας στο ισοζύγιο πληρωμών είναι η αναγνώριση ότι αυτή προκύπτει από τις σχέσεις των μεταβλητών μεταξύ τους, αφού αυτές είναι που αποτυγχάνουν να παρέχουν την απαιτούμενη ισορροπία. Η εργασία των τελευταίων αναπτύσσει και ελέγχει αρκετές σύνθετες μεταβλητές, που σχεδιάστηκαν για να παρέχουν σημαντικές πληροφορίες ως προς το αν οι αναμεταξύ τους σχέσεις (των μεταβλητών) βρίσκονται σε σχετική ισορροπία ή όχι. Τα στατιστικά αποτελέσματα προτρέπουν, σε αντίθεση με τους Furman και Stiglitz που είδαμε παραπάνω, ότι η χρήση των σύνθετων μεταβλητών που συνδέουν ουσιαστικά τα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών με τη συμπεριφορά της πραγματικής ισοτιμίας και του ποσοστού άμεσων ξένων επενδύσεων, μπορούν να εξηγήσουν σε αξιοσημείωτο βαθμό τη μεταδοτικότητα της κρίσης στο Μεξικό και την Ταϊλάνδη. Γενικά η άποψη ότι τα θεμελιώδη μεγέθη διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στις νομισματικές κρίσεις έχει κερδίσει έδαφος κατά την τελευταία δεκαετία.

Συμπερασματικά το μοντέλο των Sachs, Tornell και Velasco έχει συνεισφέρει τα μέγιστα στην ανάδειξη του σημαντικού ρόλου που διαδραματίζουν τα επαρκή επίπεδα των διεθνών αποθεμάτων στην προστασία των χωρών από τις νομισματικές κρίσεις, αλλά και του γεγονότος ότι οι ενδείξεις για την κατάσταση του εγχώριου τραπεζικού συστήματος αποτελούν μέρος των θεμελιωδών μεταβλητών. Οι εμπειρικές εφαρμογές του μοντέλου ωστόσο αμφισβητούν τη δυνατότητα εξήγησης της Ασιατικής κρίσης και τη χρησιμότητα να συμπεριλάβουμε τις μετρήσεις της ανατίμησης στην

⁴¹ Nitiihanprapas, E. and T. Willett (2000): "A Currency Crises Model That Works: A Payments Disequilibrium Approach"

πραγματική ισοτιμία και του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ανάμεσα στα θεμελιώδη μεγέθη που επηρεάζουν τις νομισματικές κρίσεις.

3.8 Άλλα μοντέλα και εμπειρικές μελέτες για τις αιτίες και τη μετάδοση των νομισματικών κρίσεων

Το 1996 οι Eichengreen, Rose και Wyplosz⁴² υιοθέτησαν μια διαφορετική προσέγγιση από εκείνη των Sachs, Tornell και Velasco σχετικά με το υπόδειγμα μετάδοσης των νομισματικών κρίσεων. Στο δείγμα τους περιέλαβαν 20 βιομηχανικές χώρες μέλη του ΟΟΣΑ για την περίοδο 1959-93, ενώ στις σπουδαίες καινοτομίες της ανάλυσής τους συγκαταλέγεται το φαινόμενο της μετάδοσης κρίσεων (contagion effect): προσπάθησαν να μετρήσουν αν ισχύει η υπόθεση της αυξημένης πιθανότητας για μία χώρα να υποστεί νομισματική κρίση, λόγω της κρίσης που διέρχεται μια άλλη χώρα. Οι χώρες που συμμετείχαν στο δείγμα διέθεταν άφθονα στατιστικά οικονομικά στοιχεία και έτσι κατασκευάστηκε ένας πιο σύνθετος δείκτης κερδοσκοπικής πίεσης που ορίστηκε ως ο σταθμικός μέσος όρος των μεταβολών της ισοτιμίας, του επιτοκίου και των (αρνητικών μεταβολών των) συναλλαγματικών αποθεμάτων. Όλες οι παραπάνω μεταβλητές μετρήθηκαν σε σχέση με τις αντίστοιχες της Γερμανίας, η οποία θεωρήθηκε χώρα αναφοράς. Τα αποτελέσματα ήταν εκπληκτικά: μια συγκεκριμένη νομισματική κρίση κατά την εξεταζόμενη περίοδο αύξανε την πιθανότητα εμφάνισης κρίσης σε οποιαδήποτε άλλη χώρα κατά 8%, ακόμη και αν λαμβάναμε υπόψη μας τις διαφορετικές πολιτικές που τυχόν ακολουθούσαν οι δύο χώρες. Επίσης μία κρίση μπορεί να εκδηλωθεί ακόμη και αν η ισοτιμία παραμένει αμετάβλητη, εάν τα συναλλαγματικά αποθέματα μειωθούν σημαντικά ή τα εγχώρια επιτόκια αυξηθούν ικανοποιητικά. Ως προς τον τρόπο μετάδοσης των κρίσεων, η ανάλυση εξέτασε το ρόλο που ενδεχομένως διαδραματίζουν οι στενοί εμπορικοί δεσμοί ή τυχόν ομοιότητες στη μακροοικονομική πολιτική ανάμεσα στις χώρες. Προς έκπληξή των συγγραφέων, το εμπόριο φάνηκε να παίζει το σημαντικότερο ρόλο (έλλειμμα στο εμπορικό ισοζύγιο), αλλά και ένα υψηλό ποσοστό ανεργίας μπορεί να αποτελέσει προσδιοριστικό παράγοντα της υποτίμησης. Επιπλέον η πιθανότητα εμφάνισης μιας κρίσης αυξάνεται με την επιτάχυνση της εγχώριας πιστωτικής επέκτασης, που οδηγεί σε αύξηση του πληθωρισμού και σε μείωση των διεθνών διαθεσίμων. Ως προς την έκταση ισχύος των αποτελεσμάτων πάντως και αυτή η

⁴² Eichengreen, B., A. Rose and C. Wyplosz (1996): “Contagious Currency Crises”

προσέγγιση έχει προβλήματα: η έρευνα κάλυψε μόνο βιομηχανικές χώρες και επομένως δεν μπορεί να εξηγήσει ικανοποιητικά το μηχανισμό στις αναπτυσσόμενες χώρες, όπου ίσως οι νομισματικές κρίσεις να εξαπλώνονται για διαφορετικούς λόγους. Επίσης, η δομή των αγορών έχει αλλάξει τόσο ραγδαία την τελευταία δεκαετία, που ίσως δεδομένα από τη δεκαετία του 70 και του 80 να μην είναι σχετικά.

Το 1997 οι Kaminsky, Lizondo και Reinhart⁴³ χρησιμοποιούν ένα δείγμα 20 χωρών κατά την περίοδο 1970-95 και μεγάλο αριθμό μεταβλητών (επιλεγμένες με βάση το θεωρητικό υπόβαθρο και τα διαθέσιμα δεδομένα), προσπαθώντας να αναγνωρίσουν τους παράγοντες εκείνους που αποτελούν τις καλύτερες ενδείξεις νομισματικών κρίσεων. Ο δείκτης πίεσης ορίζεται ως ο σταθμικός μέσος όρος των μεταβολών της συναλλαγματικής ισοτιμίας και των αρνητικών μεταβολών των συναλλαγματικών αποθεμάτων. Σύμφωνα με τους συγγραφείς, κρίση αναμένεται να εκδηλωθεί για τιμές του δείκτη κερδοσκοπικής πίεσης μεγαλύτερες από τη μέση τιμή του (τυπική απόκλιση 3). Η ανάλυση που βασίζεται σε ένα πεπερασμένο σύνολο 15 μεταβλητών, καθορίζει τις τιμές-όρια για τις μεταβλητές και συγκρίνει τις τιμές τους κατά την περίοδο 24 μηνών πριν την κρίση, με τις τιμές τους κατά την περίοδο ηρεμίας. Η εμπειρική ανάλυση έδειξε ότι οι μεταβλητές με τις καλύτερες ενδείξεις για την πρόβλεψη των κρίσεων είναι η απόκλιση της πραγματικής ισοτιμίας από την τάση, οι εξαγωγές, η σχέση της ποσότητας χρήματος M2 προς τα συναλλαγματικά αποθέματα, το εθνικό προϊόν και οι τιμές των μετοχών.

Το 1996, οι Calvo και Mendoza⁴⁴ σε σχετική εργασία τους υποστήριξαν ότι η κρίση στο Μεξικό το 1994-95 αποτέλεσε ένα νέο είδος κρίσης στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου. Μπορεί το Μεξικό να είχε βιώσει ήδη 6 καταρρεύσεις σε καθεστώτα σταθερής (ή περίπου σταθερής) ισοτιμίας από το 1945 και έπειτα, αλλά το στοιχείο που έκανε την τελευταία κρίση μοναδική είναι ότι συνέβη, παρά τις σφιχτές πολιτικές που εφαρμόζονταν την περίοδο 1988-93. Η κρίση στο ισοζύγιο πληρωμών οφείλονταν στις μεγάλες ροές κεφαλαίων, το αδύναμο τραπεζικό σύστημα και τη χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση, αιτίες υπεύθυνες για συναλλαγματικές απώλειες μεγαλύτερες από τα μισά αποθέματα της BdM. Η κρίση συνοδεύτηκε από μαζική φυγή των διεθνών επενδυτών από τα Tesobonos (ασχέτως των θεμελιωδών μεγεθών

⁴³ Kaminsky, G.L., S. Lizondo and C.M. Reinhart (1997): "Leading Indicators of Currency Crises",

⁴⁴ Calvo, G. and E. Mendoza (1996): "Mexico's Balance of Payments crisis: A chronicle of a death foretold"

της χώρας) και μεταδόθηκε στις αναδυόμενες αγορές σε παγκόσμια κλίμακα. Οι μεταβολές στις ροές των ξένων κεφαλαίων και η προσδοκία οικονομικής ενίσχυσης από το εξωτερικό μπορούν να προκαλέσουν μεγάλη ανισορροπία μεταξύ αποθεμάτων ρευστών χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και συναλλαγματικών διαθεσίμων, απειλώντας την ευστάθεια μιας προσδεδεμένης ισοτιμίας. Τέτοιες ανισορροπίες αποτελούν πρόσφορο έδαφος για την ανάπτυξη αυτοεκπληρούμενων κρίσεων, που οδηγούν σε μεγάλη ύφεση μετά τις υποτιμήσεις.

Το 2001 ο Piti Disyatat⁴⁵ υποβάλλει την εξής ερώτηση: μέχρι ποιο σημείο εξάντλησης των συναλλαγματικών της αποθεμάτων μπορεί να φτάσει η κυβέρνηση κατά την υπεράσπιση μιας σταθερής ισοτιμίας; Η παραδοσιακή βιβλιογραφία (βασισμένη στον Krugman) υποθέτει ότι το κατώτερο όριο είναι το 0 (πλήρη εξάντληση). Τα σύγχρονα υποδείγματα 2^{ης} γενιάς υποθέτουν ότι οι χώρες έχουν πρόσβαση στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος χωρίς να ασχολούνται με την επάρκεια των αποθεμάτων, θεωρώντας ότι μπορούν να δανειζονται ελεύθερα και χωρίς όριο, συνεπώς εδώ δεν υπάρχει ελάχιστο όριο. Το θέμα είχε απασχολήσει και τον Obstfeld το 1986⁴⁶, που κατέληξε ότι το επίπεδο των συναλλαγματικών αποθεμάτων μπορεί να είναι απείρωσ αρνητικό. Οι αρνητικές θέσεις αποθέματος είναι επομένως εφικτές και μια συνεχής πτώση στα συναλλαγματικά διαθέσιμα δεν συνεπάγεται την εγκατάλειψη μιας ισοτιμίας από μόνη της. Μάλιστα ο W. Buiter⁴⁷ είχε δείξει το 1986 ότι ο εξωτερικός δανεισμός για την ανατροφοδότηση των αποθεμάτων της Κεντρικής Τράπεζας μπορεί να καθυστερήσει την κατάρρευση της σταθερής ισοτιμίας. Ο Disyatat παρουσιάζει ένα μοντέλο βελτιστοποίησης μιας νομισματικής κρίσης, αναλύοντας την απόφαση αν πρέπει ή όχι και μέχρι ποιου σημείου να δανειστεί η κυβέρνηση, κατά την υπεράσπιση του προσδεδεμένου νομίσματός της. Στο μοντέλο αυτό, το ελάχιστο όριο των συναλλαγματικών αποθεμάτων καθορίζεται μονοσήμαντα και αποδεικνύεται ότι αποτελεί συνάρτηση των θεμελιωδών οικονομικών μεταβλητών. Ωστόσο μια αύξηση στο επίπεδο του αποθέματος, μια αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας (χαμηλότερο κόστος εξωτερικού δανεισμού) ή τυχόν επιβολή ελέγχων στις κινήσεις των κεφαλαίων, μπορεί να μεταβάλλει την πολλαπλότητα των σημείων

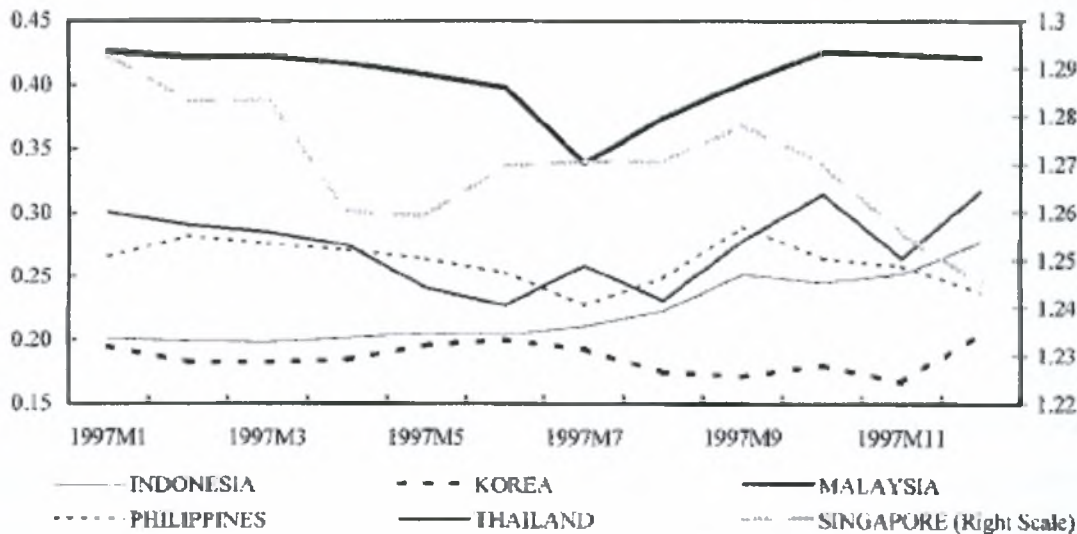
⁴⁵ Disyatat, P. (2001): “Currency Crises and Foreign Reserves: A Simple Model”

⁴⁶ Obstfeld, M. (1986): “Speculative Attack and the External Constraint in a Maximizing Model of the Balance of Payments”

⁴⁷ Buiter, W. (1986): “Borrowing to Defend the Exchange Rate and the Timing and Magnitude of Speculative Attacks”

ισορροπίας. Στο επόμενο γράφημα βλέπουμε το πηλίκιο αποθέματα/M2 αρκετών Ασιατικών χωρών στις οποίες εμφανίστηκε νομισματική πίεση:

Αποθέματα/M2 (1997)



Πηγή: "Currency Crises and Foreign Reserves: A Simple Model", P. Disyatat

Σύμφωνα με τον Disyatat υψηλότερα συναλλαγματικά αποθέματα, υγιέστερη οικονομική κατάσταση και χαμηλότερο κόστος εξωτερικής χρηματοδότησης μεταφράζονται σε μεγαλύτερη δυνατότητα δέσμευσης, συνεπώς απαιτείται επίθεση μεγαλύτερου μεγέθους για να κάμψει την αποφασιστικότητα της κυβέρνησης. Επιπλέον, ακόμη και στο πνεύμα των υποδειγμάτων 2^{ης} γενιάς, ένα νόμισμα είναι δυνατόν να καταρρεύσει εξαιτίας ανεπαρκών αποθεμάτων. Η μείωση των αποθεμάτων και η επιδείνωση των συνθηκών δανεισμού θέτουν την οικονομία σε περιοχή πολλαπλών σημείων ισορροπίας και καθιστούν μία (κατά τα άλλα πλήρως αξιόπιστη) νομισματική πρόσδεση, ευάλωτη σε κερδοσκοπική επίθεση. Τα αποτελέσματα συμφωνούν με εμπειρικές μελέτες που δείχνουν ότι τα αποθέματα ξένου νομίσματος είναι καλή ένδειξη επερχόμενης νομισματικής κρίσης και παρέχουν μια πιθανή εξήγηση του λόγου που οι τραπεζικές και νομισματικές κρίσεις τείνουν να εμφανίζονται περίπου ταυτόχρονα: μια τραπεζική κρίση που συνδέεται με παροχή εξωτερικής οικονομικής ενίσχυσης μπορεί να μεγεθύνει τις δυνητικές απαιτήσεις εναντίον της Κεντρικής Τράπεζας μειώνοντας αποτελεσματικά τα αποθέματα και επομένως αυξάνοντας την πιθανότητα εμφάνισης νομισματικής κρίσης. Επίσης η εισαγωγή ελέγχων στη ροή κεφαλαίων μετακινεί την πολλαπλότητα των σημείων ισορροπίας και τη βιωσιμότητα της νομισματικής πρόσδεσης.

Το 2002 οι Bris και Koskinen⁴⁸ ασχολήθηκαν με μετρήσεις της μόχλευσης και της επίδοσης δανεισμού στις επιχειρήσεις 17 χωρών από την Ασία, την Ευρώπη και τη Λατινική Αμερική, στις οποίες εμφανίστηκαν νομισματικές κρίσεις την τελευταία δεκαετία. Εξετάζοντας τις επιχειρήσεις (μικρο-επίπεδο), η μελέτη της Ασιατικής κρίσης τους κάνει να αμφισβητούν την άποψη ότι οι κρίσεις ήταν το αποτέλεσμα ανεύθυνων κυβερνητικών μακροοικονομικών πολιτικών, αφού αρκετές χώρες διέθεταν πλεονάσματα και επαρκή συναλλαγματικά αποθέματα πριν μολυνθούν. Τα αποτελέσματα της εργασίας τους συνοψίζονται ως εξής: Λίγο πριν από κάθε κρίση, η μόχλευση στο δανεισμό των επιχειρήσεων αυξάνονταν παντού. Ο δανεισμός εξακολούθησε να αυξάνεται και μετά την κρίση, αλλά μόνο στις χώρες που αναγκάστηκαν να υποτιμήσουν το νόμισμά τους. Εξαιρεση αποτελεί η Ευρώπη, όπου η μόχλευση δεν αυξήθηκε μετά την κρίση. Στις επιχειρήσεις που ήταν περισσότερο εκτεθειμένες συναλλαγματικά η μόχλευση αυξήθηκε και η κερδοφορία μειώθηκε περισσότερο από τις υπόλοιπες. Αντίθετα, στις υπόλοιπες 3 χώρες του δείγματος (από τις 20 συνολικά), οι ισοτιμίες τους διατηρήθηκαν σχετικά σταθερές. Παραθέτοντας στοιχεία, οι συγγραφείς βρίσκουν τουλάχιστον τρεις λόγους για τους οποίους θεωρούν την Ασιατική κρίση διαφορετική από τις άλλες σε Ευρώπη και Λατινική Αμερική. Στην Ασία:

- 1) Οι υποτιμήσεις δεν βοήθησαν τις εταιρείες από χρηματοοικονομική άποψη, αφού η μόχλευση έγινε ακόμη μεγαλύτερη,
- 2) Μετά την κρίση οι εταιρείες έγιναν ακόμη πιο εύθραυστες (η κερδοφορία εξακολούθησε να πέφτει), ενώ στις άλλες δύο περιοχές ειδικά οι αρνητικά εκτεθειμένες στην υποτίμηση εταιρίες άρχισαν να ανακάμπτουν και
- 3) Οι επενδύσεις αυξάνονταν στην προ-κρίσης περίοδο και μειώνονταν στη μετα-κρίσης, ενώ στις υπόλοιπες δύο περιοχές παρατηρήθηκε το αντίθετο.

Τα νομίσματα της Λατινικής Αμερικής, παρότι προσδεδεμένα στο US\$, είχαν μεγαλύτερη διακύμανση πριν από την κρίση. Το Βραζιλιάνικο real σταθεροποιήθηκε 6 μόλις μήνες πριν την τελευταία υποτίμησή του, ενώ τα Ασιατικά νομίσματα είχαν τη μικρότερη μεταβλητότητα τα τελευταία 6 χρόνια πριν από την κρίση. Η τυπική απόκλιση της μηνιαίας μεταβολής της ισοτιμίας ήταν 0,84% στην Ασία, 1,54% στην Ευρώπη και 5,52% στη Λατινική Αμερική.

⁴⁸ Bris, A, and Y. Koskinen (2002): "Corporate financial policies and performance around currency crises"

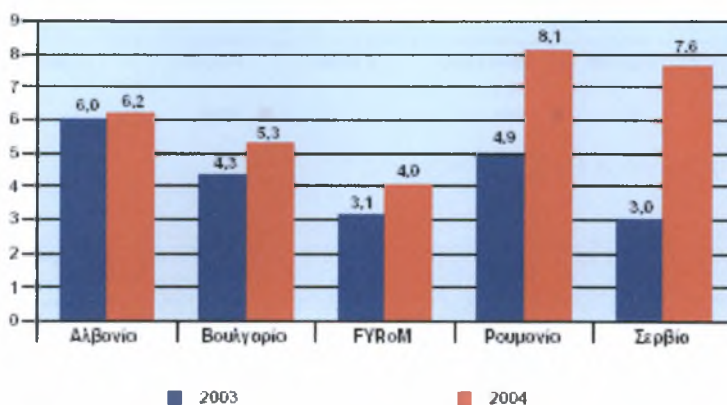
Από την παραπάνω ανάλυση καταλήγουμε επομένως ότι υποθέσεις μπορούν να γίνουν για τους λόγους μετάδοσης μιας νομισματικής κρίσης, αλλά οι θεωρίες και τα μοντέλα που διαθέτουμε για την περιγραφή τους δεν αποτελούν ακόμη τόσο ισχυρά επιστημονικά εργαλεία που να μπορούν να γενικευτούν και να εξηγήσουν τους λόγους μετάδοσης των νομισματικών κρίσεων ικανοποιητικά. Από τις μέχρι σήμερα ερευνητικές προσπάθειες ωστόσο φαίνεται ότι επικρατεί η άποψη για ύπαρξη λογικών αιτιών μετάδοσης, σε αντίθεση με την ευρέως διαδεδομένη άποψη ότι η εξάπλωση είναι θέμα μαζικής υστερίας στις αγορές: Οι κυβερνήσεις **δεν** θα έπρεπε να αιφνιδιάζονται όταν οι κερδοσκόποι χτυπούν.

4. CASE STUDY: ΕΙΝΑΙ ΠΙΘΑΝΗ ΜΙΑ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ LEV ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΕΙΣΟΔΟ ΤΗΣ ΒΟΥΛΓΑΡΙΑΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ ΤΟ 2009;

4.1 Εισαγωγή στην πορεία σύγκλισης των χωρών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης και τις οικονομικές επιδόσεις και προοπτικές της Βουλγαρίας

Τα τελευταία χρόνια στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης παρατηρείται σταδιακή αποκατάσταση της πολιτικής και οικονομικής σταθερότητας. Είναι βέβαιο ότι η αξιοσημείωτη ποσοστιαία άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας οφείλεται εν μέρει στην εκκίνηση από πολύ χαμηλά επίπεδα ανάπτυξης. Δεν μπορούμε ωστόσο να παραβλέψουμε το γεγονός ότι στις χώρες αυτές έχει συντελεστεί σημαντική πρόοδος στη δημιουργία κατάλληλων θεσμών και οργανωτικού πλαισίου για την απρόσκοπτη λειτουργία της ελεύθερης αγοράς. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, οι χώρες με τη μεγαλύτερη πρόοδο προς αυτή την κατεύθυνση είναι η Βουλγαρία και η Ρουμανία. Στην υπόλοιπη περιοχή η ανάπτυξη είναι μάλλον εύθραυστη και χαρακτηρίζεται από μεγάλη αβεβαιότητα, ενώ οι επιχειρηματικές προσδοκίες των ξένων επενδυτών εμφανίζονται βελτιωμένες αναφορικά με τις προοπτικές ανάπτυξης, ειδικά για τις δύο προηγούμενες χώρες. Τα στοιχεία που ακολουθούν έχουν συλλεχθεί από διάφορες πηγές πληροφόρησης, κυρίως από την Ευρωπαϊκή Ένωση, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, την Κεντρική Τράπεζα της Βουλγαρίας, το ειδησεογραφικό πρακτορείο Reuters και τα τμήματα οικονομικών αναλύσεων των ελληνικών τραπεζών Alpha Bank και EFG Eurobank-Ergasias.

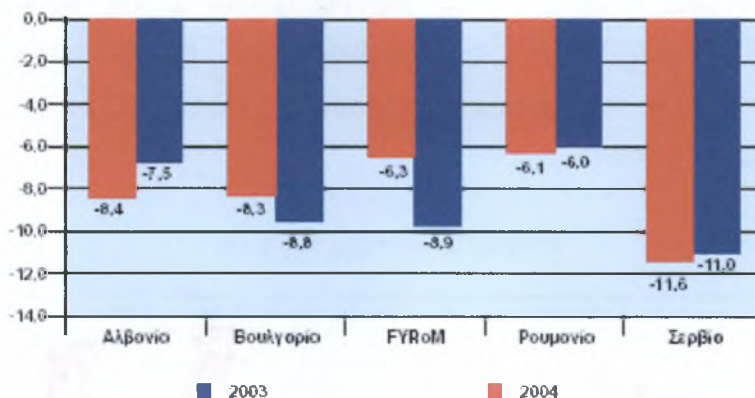
Ρυθμός ανάπτυξης του GDP



Πηγή: IMF, Country Reports

Ο πληθωρισμός έχει σημειώσει σημαντική πτώση τα τελευταία χρόνια (μονοψήφιο ποσοστό αύξησης τιμών), διατηρείται όμως ακόμη σε πολύ υψηλότερα επίπεδα από το μέσο όρο των χωρών της Ευρωζώνης. Συχνά ο πληθωρισμός αποτελεί αποτέλεσμα της αναγκαστικής προσαρμογής των κρατικά ελεγχόμενων τιμών στα επίπεδα των διεθνών τιμών (στα πλαίσια μιας σταδιακής σύγκλισης) και της προσπάθειας για μείωση των ελλειμμάτων Οργανισμών και επιχειρήσεων που βρίσκονται υπό κρατικό έλεγχο και πρόκειται να ιδιωτικοποιηθούν. Στη Βουλγαρία και τη Ρουμανία η προσπάθεια μείωσης του πληθωρισμού συνδέεται με τη σταθεροποίηση ή την ανατίμηση της ισοτιμίας του εγχώριου νομίσματος, η οποία επιβραδύνει την ανταγωνιστικότητά τους. Ως προς το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, αυτό υπερβαίνει το 5% του GDP και βρίσκεται σε ανοδική τροχιά. Οι περισσότερες χώρες το χρηματοδοτούν με κεφάλαια από τις σχετικά υψηλές καθαρές εισροές Ξένων Άμεσων Επενδύσεων, οι οποίες λαμβάνουν χώρα κυρίως για την εξαγορά επιχειρήσεων. Οι επιχειρήσεις των πρώην σοσιαλιστικών χωρών αναδιοργανώνονται και ιδιωτικοποιούνται, με στόχο την αύξηση των εξαγωγών και την υποκατάσταση των εισαγωγών. Στο βαθμό που η καθαρή εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό θα συνεχιστεί, η χρηματοδότηση των ελλειμμάτων θα είναι εφικτή. Οι περισσότερες χώρες εξαρτώνται επίσης σε μεγάλο βαθμό από τα μεταναστευτικά εμβάσματα.

Έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών (% του GDP)

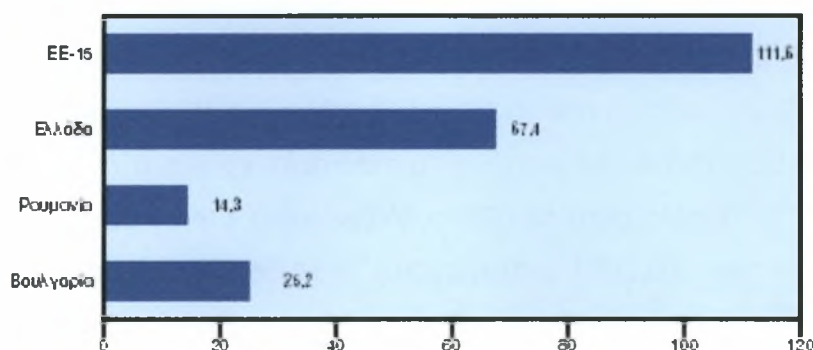


Πηγές: IMF, Country Reports & EBRD, Transition Report

Η εγχώρια οικονομική δραστηριότητα και το μεγαλύτερο μέρος του τραπεζικού συστήματος τροφοδοτούνται κυρίως από την ταχύρυθμη πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις. Το ύψος των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα μπορεί να είναι ακόμη πολύ χαμηλό σε σχέση με τα Ευρωπαϊκά δεδομένα (σίγουρα

και λόγο της πολύ χαμηλής βάσης εκκίνησης), αλλά ο υψηλός βαθμός αύξησής του ήδη ανησυχεί τις Κεντρικές Τράπεζες των χωρών και τους Διεθνείς Οργανισμούς. Μεγάλο μέρος των δανείων παρέχεται σε ευρώ ή άλλο ξένο νόμισμα, αυξάνοντας τον πιστωτικό κίνδυνο των Τραπεζών. Ο αυξανόμενος δανεισμός επηρεάζει επίσης την οικονομική πολιτική των κυβερνήσεων, ιδιαίτερα προς την κατεύθυνση της μείωσης του πληθωρισμού και της συγκράτησης των ελλειμμάτων του ισοζυγίου πληρωμών. Συχνές είναι οι περιπτώσεις περιστολής των πιστώσεων, μέσω της αύξησης του ποσοστού δέσμευσης για τις καταθέσεις σε εγχώριο και ξένο νόμισμα και της εφαρμογής μεγαλύτερων επιτοκίων αναφοράς.

Πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα – τέλος 2003 (% του GDP)



Πηγή: Alpha Bank (Κεντρικές Τράπεζες των χωρών)

Πιο συγκεκριμένα για τη Βουλγαρία, μια ματιά στα βασικά οικονομικά μεγέθη μέχρι και το 2003 παρέχεται από την Παγκόσμια Τράπεζα και βρίσκεται στο τέλος αυτού του κεφαλαίου (σελίδες 135-136). Η Βουλγαρική οικονομία ανέκαμψε γρήγορα από την κρίση του 1996-97. Από το 1997 το εγχώριο νόμισμα (lev) έχει συνδεθεί με το ευρώ με σταθερή ισοτιμία στα 1,95583 BGN lev/EUR, η οποία στηρίζεται στη λειτουργία ειδικού Συναλλαγματικού Συμβουλίου (Currency Board). Σύμφωνα με τους Beck, Miller και Saad⁴⁹, η εγκαθίδρυση του Συναλλαγματικού Συμβουλίου ήταν η αντίδραση σε μία πολύ βίαιη οικονομική κρίση υπερπληθωρισμού. Μετά τη θέσπιση του Συμβουλίου ο πληθωρισμός έπεφτε ακόμη πιο θεαματικά από ότι ανέβαινε πριν, με τις τιμές να ανεβαίνουν λιγότερο από 10% κατά την περίοδο 1998-99. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι η απότομη πτώση οφείλονταν στην εμπιστοσύνη της αγοράς που δημιούργησε προσδοκίες χαμηλότερου πληθωρισμού και κατά συνέπεια οδήγησε σε αύξηση της ζήτησης χρήματος. Στο τέλος του 2001 το πραγματικό GDP είχε αυξηθεί κατά 16,5% μέσα σε 4 χρόνια, ο πληθωρισμός έπεσε σε μονοψήφιο

⁴⁹ Beck, S., J. Miller and M. Saad (2003): "Inflation and the Bulgarian Currency Board"

νούμερο και το εξωτερικό χρέος μειώθηκε στο 70% του GDP. Οι λόγοι για την εντυπωσιακή πορεία της οικονομίας φαίνεται να είναι οι εξής: Η θέσπιση σταθερής ισοτιμίας δημιούργησε περιβάλλον οικονομικής σταθερότητας και βοήθησε στην εξάλειψη του υπερπληθωρισμού. Επίσης εφαρμόστηκαν προσεκτικές πολιτικές στο δημοσιονομικό τομέα, αυστηρή μισθολογική πολιτική στον ευρύτερο δημόσιο τομέα και ένα εκτεταμένο πρόγραμμα διαρθρωτικών αλλαγών, με σκοπό τη δημιουργία μιας πραγματικά ανταγωνιστικής οικονομίας, βασισμένης στις αρχές της ελεύθερης αγοράς. Οι τιμές και το εμπόριο απελευθερώθηκαν, ενώ προχώρησε η αναμόρφωση του ασφαλιστικού συστήματος. Ελάχιστη πρόοδος σημειώθηκε από την άλλη πλευρά στη βελτίωση της αποδοτικότητας της δημόσιας διοίκησης, της δημόσιας υγείας και εκπαίδευσης και των μεταφορών. Η χώρα προσπάθησε να προχωρήσει στην αναμόρφωση βασικών νόμων, θεσμικού πλαισίου και κινήτρων που θα την έκαναν περισσότερο ελκυστική σε εγχώριους και ξένους επενδυτές. Το 2002 πραγματοποιήθηκε λιγότερο από το 1/3 των προβλεπόμενων ιδιωτικοποιήσεων και τα 2/3 των συμφωνηθέντων πληρωμών. Τα τελευταία χρόνια η ανεργία βρισκονταν κοντά στο 17%. Παρόλα αυτά το GDP αυξήθηκε κατά 4,9% και τα συναλλαγματικά αποθέματα στα τέλη του 2002 υπολογίστηκαν σε €4,58 b, ενώ το εξωτερικό χρέος σε €8,3b. Οι επιδόσεις αυτές ήταν αναμφίβολα καλές, ωστόσο η χώρα παρέμενε ακόμη τρωτή σε εξωγενείς οικονομικές αναταράξεις. Η υψηλή ανεργία και η φτώχεια μεγάλου μέρους του πληθυσμού έπρεπε να μειωθούν. Η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας και η άνοδος του βιοτικού επιπέδου του πληθυσμού της έπρεπε να περάσουν μέσα από αυστηρή δημοσιονομική πειθαρχία και επιτάχυνση των διαρθρωτικών αλλαγών. Η πορεία προς την Ευρωπαϊκή Ένωση είχε ακόμη δύσκολο δρόμο μπροστά της.

Για το 2003 και 2004 η Βουλγαρία παρουσίασε μικτή εικόνα, ως προς τις οικονομικές της επιδόσεις. Θετικό στοιχείο αποτελεί η απουσία ελλείμματος στον προϋπολογισμό του ευρύτερου δημόσιου τομέα (για πρώτη φορά από το 1998), ενώ ο πληθωρισμός κινήθηκε πάνω από το στόχο του 4,8% για το 2003. Το GDP αυξήθηκε σε πραγματικές τιμές κατά 4,9%, κυρίως λόγω των αυξημένων κατά 30% εξαγωγών, αλλά και εξαιτίας της αύξησης στις επενδύσεις παγίου κεφαλαίου και στην κατανάλωση των νοικοκυριών. Ανάλογες εξελίξεις αναμένονται στα μεγέθη του 2004, όπου όμως φαίνεται ότι το ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών θα έχει ελαφρά αρνητική επίδραση στην αύξηση του GDP (οι εισαγωγές σημειώνουν μεγαλύτερη αύξηση). Η διατήρηση του πληθωρισμού περισσότερο από 3 ποσοστιαίες μονάδες πάνω από το

μέσο όρο των χωρών της Ευρωζώνης αποτελεί σημαντική απόκλιση, δεδομένης της σταθερής ισοτιμίας. Η κυβέρνηση προσπάθησε να περιστείλει την παραοικονομία και να αυξήσει τα φορολογικά έσοδα και τους δασμούς για να εμφανίσει ισοσκελισμένο προϋπολογισμό, όπως συμφωνήθηκε με το IMF. Ο συντελεστής φορολογίας των επιχειρήσεων μειώθηκε και σε αντιστάθμιση αυξήθηκαν οι έμμεσοι φόροι, ώστε να ανέλθουν στα επίπεδα των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Ε.Ε.). Το χρέος του δημόσιου τομέα (47% του GDP το 2003 και περίπου 42% το 2004) είναι σχεδόν εξ' ολοκλήρου εξωτερικό. Οι αυξημένες εισαγωγές του 2003 επιδείνωσαν το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών που έφτασε στο 8,8% του GDP, έναντι 5,3% το 2002. Ο ταχύς ρυθμός αύξησης της πιστωτικής επέκτασης (45% τα τελευταία 3 χρόνια), επιδεινώνει το ισοζύγιο των εξωτερικών πληρωμών και μειώνει το δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας των εμπορικών τραπεζών. Το Νοέμβριο του 2004 σε 19 από τις 37 τράπεζες της Βουλγαρίας, ο δείκτης αυτός έπεσε κάτω από το 12% (όριο ασφαλούς λειτουργίας), ενώ τον Ιανουάριο του 2005 υπολογίζεται ότι ο μέσος δείκτης πρέπει να βρίσκεται στο επίπεδο του 18,5%. Οι αρχικές ιδιωτικοποιήσεις στη χώρα αφορούσαν κυρίως σε επιχειρήσεις στους τομείς της λιανικής πώλησης και των υπηρεσιών. Μπορεί να δημιούργησαν θέσεις εργασίας, αλλά δεν αύξησαν τις εισαγωγές. Το τελευταίο διάστημα ωστόσο καταβάλλονται προσπάθειες να επισπευτεί η ιδιωτικοποίηση παραγωγικών μεταποιητικών επιχειρήσεων και μεγάλων κρατικών μονοπωλίων, ενώ η ιδιωτικοποίηση του τραπεζικού συστήματος ουσιαστικά ολοκληρώθηκε. Στις πρόσφατες εξελίξεις της οικονομίας της Βουλγαρίας αναφέρουμε ότι οι Άμεσες Ξένες Επενδύσεις το 2004 ανήλθαν σε €2,02b (6% του GDP). Οι επενδύσεις αφορούν κυρίως σε ιδιωτικοποίηση οργανισμών κοινής ωφέλειας και σε επενδύσεις στον τομέα των τραπεζών και των τηλεπικοινωνιών. Το 2004 έκλεισε τελικά με μεγαλύτερο του αναμενόμενου πλεόνασμα προϋπολογισμού, στα US\$176m (0,3% του GDP).

Σήμερα η χώρα έχει ολοκληρώσει τις ενταξιακές διαπραγματεύσεις και προσδοκά την ένταξη της στην Ε.Ε. των 25 πλέον κρατών-μελών, τον Ιανουάριο του 2007. Για την υιοθέτηση του ευρώ απαιτείται να έχει επιτευχθεί υψηλός βαθμός διατηρήσιμης οικονομικής σύγκλισης, βάσει της πλήρωσης των «κριτηρίων του Μάαστριχτ». Οι νομισματικές Αρχές της χώρας αιτήθηκαν προς την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα τη διατήρηση του Συναλλαγματικού Συμβουλίου μέχρι το 2009, με την πρόθεση το ευρώ να υιοθετηθεί με τη σημερινή ισοτιμία, αποφεύγοντας τυχόν συναλλαγματικές διαταραχές κατά την περίοδο της μετάβασης. Το αίτημα απορρίφθηκε, συνεπώς το

len πρέπει να ενταχθεί υποχρεωτικά στο Μηχανισμό των Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος (ERM-II). Η εκπλήρωση του κριτηρίου της συναλλαγματικής σταθερότητας δεν επιτρέπει διακύμανση υψηλότερη από +/- 15% για δύο έτη. Στη Βουλγαρία σήμερα δραστηριοποιούνται 37 ιδιωτικά πιστωτικά ιδρύματα (29 ημεδαπά και 6 ως καταστήματα τραπεζών της αλλοδαπής). Τα τρία μεγαλύτερα πιστωτικά ιδρύματα ελέγχονται από την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, ενώ το 89% του τραπεζικού συστήματος ανήκει σε ξένους επενδυτές, ποσοστό υψηλότερο από κάθε άλλη χώρα της Κεντρικής, Ανατολικής και Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Το Ενεργητικό του τραπεζικού συστήματος στο τέλος του 2003 αναλογούσε στο 45% του GDP. Η πρόοδος που συντελέστηκε στη Βουλγαρική οικονομία επιβεβαιώθηκε και από την αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας από διεθνείς οίκους αξιολόγησης μέσα στο 2004 (Standard & Poor's και Moody's). Η τελευταία Έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής αναφέρει ότι το Σύμφωνο Ένταξης θα υπογραφεί το 2005, αλλά η ένταξη μπορεί να καθυστερήσει μέχρι το 2008, στην περίπτωση που την 1^η Ιανουαρίου του 2007 δεν θα έχουν επιλυθεί κάποια συγκεκριμένα πολιτικά και οικονομικά ζητήματα.

Γενικότερα στις πρόσφατες θετικές εξελίξεις της οικονομικής πολιτικής της κυβέρνησης συγκαταλέγονται: η μακροοικονομική σταθερότητα (αύξηση GDP, θετική εκτέλεση προϋπολογισμού), η μείωση της φορολογίας στα κέρδη των επιχειρήσεων και η δημιουργία άλλων επενδυτικών κινήτρων, η αύξηση των εσόδων από ξένες επενδύσεις και από τον τουρισμό, η μείωση της κρατικής συμμετοχής στο GDP, η βελτίωση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας (συνεπής εξόφληση δανείων προς ξένους χρηματοπιστωτικούς Οργανισμούς), η ανοδική τάση στη βιομηχανική παραγωγή και τις βιομηχανικές και λιανικές πωλήσεις, η βελτίωση στην εισπραξη των φόρων και η συνέχεια στην εισροή σημαντικών πόρων από την Ε.Ε. και τους διεθνείς Οργανισμούς. Η χώρα παρουσιάζει τα καλύτερα μακροοικονομικά στοιχεία από όλες τις Βαλκανικές χώρες, εκτός της Ελλάδας.

Προβλήματα αντίθετα για τη Βουλγαρική οικονομία συνιστούν: ο σχετικά υψηλός πληθωρισμός, η υψηλή ανεργία, τα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, η χαμηλή μέση αξιοποίηση του εργατικού δυναμικού, η χαμηλή παραγωγικότητα που έχει αντίκτυπο στην περιορισμένη ανταγωνιστικότητα στις διεθνείς αγορές, η μικρή αγοραστική δύναμη του μέσου Βούλγαρου καταναλωτή και η σταθερά υπερτιμημένη αξία του len έναντι του δολαρίου και του ευρώ.

Στις προκλήσεις του 2005 περιλαμβάνονται: η επιβολή της επιθυμίας της κυβέρνησης για υγιείς κανόνες σε πολλούς τομείς του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα που ακόμα

προσκρούει σε δυνάμεις αδράνειας, η ολοκλήρωση της πώλησης επτά περιφερειακών παροχών ηλεκτρικής ενέργειας και τμήματος της κρατικής μονοπωλιακής επιχείρησης καπνού Bulgartabac, η επίσπευση του buy-back των ομολόγων IAB Brady στα τέλη του Ιανουαρίου ή τον Ιούλιο του 2005 και η πτώση του εξωτερικού χρέους στο 55% του GDP. Οι γενικές εκλογές αναμένονται τον Ιούνιο. Ο νικητής των εκλογών θα επισφραγίσει την προσπάθεια της χώρας για ένταξη στην Ευρωπαϊκή Ένωση, προγραμματισμένη για τον Ιανουάριο του 2007.

Στο τέλος του κεφαλαίου (σελίδες 135-140) παραθέτουμε γραφήματα που απεικονίζουν παλαιότερες και πρόσφατες εξελίξεις των οικονομικών μεγεθών της Βουλγαρίας από το 1999 έως σήμερα και κάποιες προβλέψεις του IMF έως το 2009.

4.2 Η οικονομική κρίση του 1996-97, το Συναλλαγματικό Συμβούλιο και η σταθερή ισοτιμία

Το 1996-97 η Βουλγαρία χτυπήθηκε από μία βίαιη οικονομική κρίση, που εξελίχθηκε από τραπεζική σε νομισματική κρίση. Επρόκειτο για ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα «δίδυμης» κρίσης που οφείλονταν στο συνδυασμό της αδυναμίας στα μακροοικονομικά μεγέθη και της καθυστέρησης στη δομική αναμόρφωση του τραπεζικού συστήματος και του επιχειρηματικού τομέα. Το ρόλο-κλειδί διαδραμάτισε η συστηματική συμπεριφορά του «ηθικού διλήμματος» (moral hazard) στον τραπεζικό τομέα. Αντίθετα όμως με την τυπική υπόθεση των θεωρητικών μοντέλων τρίτης γενιάς, όπου αυτή η συμπεριφορά στην αρχή εισάγεται από ρητές κυβερνητικές εγγυήσεις, στη Βουλγαρία αυτή η συμπεριφορά πήγασε από μια αμετάβλητη και ισχυρή δημόσια αντίληψη ότι η κυβέρνηση δεν θα άφηνε τις βιομηχανίες και τις τράπεζες αβοήθητες σε τυχόν προβλήματα πτώχευσης. Όταν ο κόσμος άρχισε να αμφιβάλει για την ικανότητα και την προθυμία της κυβέρνησης στην αποδοχή αυτής της πολιτικής, εμφανίστηκε η τραπεζική κρίση που ανατροφοδοτήθηκε από κυβερνητικές εγγυήσεις για εξωτερική οικονομική ενίσχυση. Το IMF και η E.E. βοήθησαν τη χώρα στη δύσκολη μετέπειτα μεταρρυθμιστική της πορεία. Σε μελέτη τους για την κρίση του 1996-97 οι Berlemann, Hristov και Nenovsky⁵⁰ καταλήγουν στα εξής συμπεράσματα: Στις υπό μετάβαση οικονομίες απαιτείται ένα δυνατό τραπεζικό σύστημα για τη χρηματοδότηση επενδύσεων, αφού

⁵⁰ Berlemann, M., K. Hristov and N. Nenovsky (2002): "Lending of Last Resort, Moral Hazard and Twin Crises"

η χρηματοδότηση μέσω της αγοράς κεφαλαίου είναι συχνά αδύνατη. Η διαδικασία μετάβασης αποτελεί μια χρονοβόρα διαδικασία με περιοριστικούς προϋπολογισμούς, που συχνά διακόπτεται ή μπορεί να καταλήξει σε βαθιές κρίσεις. Η απότομη στροφή από εξαιρετικά χαλαρές σε ιδιαίτερα περιοριστικές πολιτικές αναχρηματοδότησης μπορεί να οδηγήσει σε συναλλαγματική κρίση, η οποία ενδυναμώνεται στην περίπτωση που η περιοριστική πολιτική συνοδεύεται από μεγάλη άμεση χρηματοδότηση του προϋπολογισμού. Τα υψηλά επιτόκια βαρύνουν τραγικά την εξυπηρέτηση του εσωτερικού χρέους και τις εμπορικές τράπεζες. Ο ρόλος της Κεντρικής Τράπεζας στη σταθεροποίηση μιας οικονομίας σε κρίση είναι ζωτικής σημασίας. Η εισαγωγή του Συναλλαγματικού Συμβουλίου υπήρξε επιτυχημένη στην περίπτωση της Βουλγαρίας, ως προς την επιβολή πειθαρχίας στον τραπεζικό κλάδο και την επίτευξη οικονομικής σταθερότητας στην περίοδο που ακολούθησε την κρίση.

Στο Κεφάλαιο 2 είδαμε ότι η Αργεντινή επέλεξε να προσδέσει το peso στο US\$ ενώ δεν υπήρχαν σημαντικές εξαγωγές προς τις ΗΠΑ, αντίθετα η Βραζιλία ήταν ο σημαντικότερος εμπορικός της εταίρος. Όταν λοιπόν το Βραζιλιάνικο real άρχισε να υποτιμάται απέναντι στο δολάριο στις αρχές του 1999, η οικονομία της Αργεντινής γινόταν όλο και λιγότερο ανταγωνιστική, μέχρι που βυθίστηκε σε βαθιά ύφεση. Στην περίπτωση της Βουλγαρίας όμως που επέλεξε το να προσδέσει το lev στο euro, περισσότερο από το 60% του εξωτερικού της εμπορίου λαμβάνει χώρα με χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η εγκαθίδρυση Συναλλαγματικού Συμβουλίου 2^{ης} γενιάς επιτρέπει στη Βουλγαρία μικρή μόνο ευελιξία χειρισμών νομισματικής πολιτικής, συνεπώς η ικανότητα διατήρησης του Συμβουλίου (και της ισοτιμίας) εξαρτάται από την πιθανότητα που έχει η χώρα να χτυπηθεί από ασύμμετρα σοκ σε σχέση με τις χώρες της Ε.Ε. Αναφορικά με το τελευταίο ο Weimann, χρησιμοποιώντας ένα διανυσματικό αυτοπαλινδρούμενο μοντέλο, έδειξε το 2001 ότι σε σχέση με τα επίμονα εξωτερικά σοκ, η Βουλγαρική οικονομία είναι θετικά συσχετισμένη με τις χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης (European Monetary Union ή EMU) και ότι δεν βρίσκεται σε χειρότερη δημοσιονομική κατάσταση από εκείνη της Ελλάδας ή της Πορτογαλίας, όταν αυτές προσχώρησαν στην EMU.

Η υπευθυνότητα της μακροοικονομικής πολιτικής υπήρξε παράγοντας ζωτικής σημασίας για την οικονομική ανάκαμψη και την υλοποίηση δομικών μεταρρυθμίσεων στην υπό μετάβαση (προς την Ε.Ε.) οικονομία της Βουλγαρίας. Οι δομικές αλλαγές ήταν απαραίτητες, αφού μετά την κατάρρευση του κομμουνιστικού συστήματος τα

θεμελιώδη μεγέθη οδηγούσαν τη χώρα σε συνεχή πτώση αποτελεσματικότητας και σε αυξανόμενες ανισορροπίες στην οικονομία, εξαιτίας της έλλειψης κινήτρων για καινοτομία. Οι απαρχαιωμένες δομές στους τομείς της οικονομίας και τις μεταξύ τους σχέσεις έκαμπαν τη δυναμική της μελλοντικής ανάπτυξης. Κατά τη διάρκεια της μεταβατικής περιόδου, η χώρα έπρεπε να ξεπεράσει τις βασικές ανισορροπίες μεγεθών και να δημιουργήσει ένα καλό συνολικά κλίμα, για την υποβοήθηση της οικονομικής αποτελεσματικότητας και πιο συγκεκριμένα της ανταγωνιστικότητας. Η οικονομική δομή της χώρας που κυριαρχούνταν από απαρχαιωμένες τεχνολογίες, χαμηλή προστιθέμενη αξία και προϊόντα χαμηλής ποιότητας, δεν μπορούσε να εγγυηθεί ένα επιτυχημένο προ-μεταβατικό στάδιο. Οι δομικές αλλαγές έπρεπε να οδηγήσουν σε μια πιο αποτελεσματική και παραγωγική οικονομία. Εμπόδιο στον οικονομικό ανασχηματισμό αποτέλεσαν η ισχυρή αντίσταση της αδράνειας και τα επιχειρηματικά συμφέροντα. Οι υπάρχουσες επιχειρήσεις, όλες υπό κρατικό έλεγχο κατά την έναρξη της μεταβατικής περιόδου, προσπάθησαν να επιβιώσουν και στην αρχή κατεύθυναν το μίγμα της οικονομικής πολιτικής. Η νομισματική πολιτική έπρεπε να διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στη διαδικασία του οικονομικού μετασχηματισμού.

Θα εξετάσουμε στη συνέχεια λίγο αναλυτικότερα το περιεχόμενο και τις συνέπειες της εγκαθίδρυσης του Συναλλαγματικού Συμβουλίου (Currency Board ή CB) στη Βουλγαρία (1997). Πρόκειται για ένα νομισματικό σύστημα που συνδυάζει τα ακόλουθα στοιχεία: αποχή από τη δημιουργία εγχώριας νομισματικής βάσης, σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία με το νόμισμα-άκυρα (1,95583 lev/euro), αυτόματη μετατρεψιμότητα στην παραπάνω ισοτιμία (ανταλλαγή lev με euro όποτε ζητηθεί) και μακροχρόνια δέσμευση στο παραπάνω σύστημα, που αποτελεί νομοθέτημα της Κεντρικής Τράπεζας της Βουλγαρίας (Bulgarian National Bank ή BNB). Η έκδοση εγχώριου νομίσματος και τα αποθέματα καλύπτονται εξ' ολοκλήρου από μετατρέψιμο ξένο νόμισμα και οι αλλαγές στη νομισματική βάση ισούνται με το συνολικό πλεόνασμα ή έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών. Η ίδρυση του CB στη Βουλγαρία ήταν η απάντηση στην έλλειψη εμπιστοσύνης κατά την άσκηση της νομισματικής πολιτικής στο παρελθόν. Η χρηματοδότηση της κυβέρνησης μέσω του CB είναι αδύνατη. Η BNB δεν διαθέτει πια εργαλεία νομισματικής πολιτικής και δεν μπορεί να επηρεάσει την προσφορά χρήματος, η οποία αντανακλά τις εξελίξεις στο ισοζύγιο πληρωμών και τυχόν αλλαγές στον πολλαπλασιαστή. Οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό συγκλίνουν αργά προς το ρυθμό των χωρών της Ε.Ε. και οι τιμές

γίνονται πιο ευέλικτες κοιτώντας προς τα κάτω, όπως αναπτύσσεται η εμπιστοσύνη των επενδυτών ότι η ισοτιμία θα παραμείνει σταθερή.

Το βασικό πλεονέκτημα του CB είναι η επιβολή μακροοικονομικής πειθαρχίας. Από τη στιγμή που η BNB δεν μπορεί να χρηματοδοτήσει το δημοσιονομικό έλλειμμα, αναγκάζεται να εφαρμόσει περιοριστικό προϋπολογισμό. Από την άλλη πλευρά η BNB δεν μπορεί να αναχρηματοδοτήσει τις εμπορικές τράπεζες, γεγονός που αναγκάζει τις τράπεζες να αποφεύγουν την έκθεση σε κίνδυνο (risk adverse), δηλαδή να δανείζουν προσεκτικά. Έτσι η δημοσιονομική πειθαρχία μετασχηματίζεται σε μικροοικονομική πειθαρχία σε επίπεδο εταιριών. Επιπλέον η εγγύηση της μετατρεψιμότητας του νομίσματος παρέχεται από την πλήρη κάλυψη της νομισματικής βάσης από τα αποθέματα του ξένου νομίσματος. Στην περίπτωση της αυξημένης ζήτησης για ξένο νόμισμα, ο αυτόματος μηχανισμός στον οποίο υπάγεται το CB, κυρίως μέσω της αυξημένης εμπιστοσύνης στο εγχώριο νόμισμα, θα αποτρέψει μεγάλες εκροές ξένου νομίσματος. Από την άλλη πλευρά η ιδιότητα μετατροπής προάγει το εμπόριο με τις χώρες της Ε.Ε. (των οποίων το νόμισμα έχει επιλεγεί ως αποθεματικό), εξαιτίας της έλλειψης συναλλαγματικού κινδύνου. Επίσης η ισορροπία του ισοζυγίου πληρωμών διατηρείται μέσω του αυτόματου μηχανισμού. Κατά συνέπεια το CB δημιουργεί εμπιστοσύνη και επομένως προάγει το εμπόριο και την οικονομική ανάπτυξη.

Το CB έχει βέβαια και μειονεκτήματα: η σταθεροποίηση της ισοτιμίας μπορεί να βοηθάει στη μείωση του πληθωρισμού, αλλά όπως είδαμε στο Κεφάλαιο 1, ο πληθωρισμός μπορεί από κεκτημένη ταχύτητα να οδηγήσει την πραγματική ισοτιμία σε υπερτίμηση. Ο αυτόματος μηχανισμός μπορεί τελικά να διορθώσει την ανισορροπία στο ισοζύγιο πληρωμών, αλλά στο απώτερο μέλλον. Ένα έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών οδηγεί σε περιορισμό της νομισματικής βάσης, πτώση της προσφοράς χρήματος και πτώση της συνολικής ζήτησης. Η μείωση του εισοδήματος ή η πτώση των τιμών μπορούν να βελτιώσουν το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Ωστόσο η πτώση του εισοδήματος μειώνει την πραγματική ζήτηση χρήματος. Μόνο μέσω της βελτίωσης της αξιοπιστίας η ισορροπία στη ζήτηση χρήματος και επομένως στο ισοζύγιο πληρωμών θα αποκατασταθούν. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μπορεί επίσης να αντισταθμιστεί από αύξηση στις ξένες επενδύσεις. Με τον τρόπο αυτό η ανάπτυξη της οικονομίας θα διορθώσει τις ανισορροπίες. Τέλος μπορεί το CB να αποτελεί κίνητρο για την ανάπτυξη δυνατού τραπεζικού συστήματος, αλλά στην περίπτωση κρίσης στον τραπεζικό τομέα η BNB είναι σχεδόν ανίσχυρη να

βοηθήσει (το 1999 υιοθετήθηκαν αυστηρότατοι περιορισμοί για να δοθεί μεγαλύτερη αξιοπιστία στο CB).

Σε σχέση με τις προσδοκίες από την υιοθέτηση του CB στη Βουλγαρία, ο ρυθμός μείωσης των επιτοκίων ήταν πιο αργός από τον αναμενόμενο. Επίσης η αίσθηση ότι το νέο σταθερό περιβάλλον θα οδηγούσε γρήγορα σε μεγάλη οικονομική ανάπτυξη δεν πραγματοποιήθηκε, αφού ο ρυθμός ανάπτυξης του GDP ήταν μόλις 3,5% για το 1998 και 2,5% για το 1999. Αιτίες για την αργή ανάκαμψη αποτέλεσαν η πτώση στις τιμές των εξαγωγίμων προϊόντων και η μειωμένη ζήτηση των εμπορικών εταιρών της χώρας, που σε συνδυασμό με τη Ρωσική κρίση επιδείνωσαν το εμπορικό ισοζύγιο. Άλλες αιτίες ήταν το κλείσιμο κρατικών προβληματικών επιχειρήσεων που δεν αντισταθμίστηκε από την αυξημένη συνεισφορά του ιδιωτικού τομέα και ο πόλεμος στο Κόσοβο που έκλεισε το δρόμο στις εξαγωγές της Βουλγαρίας. Επιπρόσθετα οι τράπεζες έγιναν πιο φειδωλές στις χορηγήσεις τους κι αυτό οδήγησε σε λιγότερες επενδύσεις βραχυπρόθεσμα. Βέβαια τα αποτελέσματα θα ήταν πολύ χειρότερα αν δεν είχε υιοθετηθεί το CB. Το GDP αυξήθηκε το 2000 κατά 5,8% και το 2001 κατά 4%. Παρότι η διεθνής οικονομία βρισκόταν σε τροχιά ύφεσης, η εξωτερική ζήτηση για αγαθά και υπηρεσίες από τη Βουλγαρία παρέμεινε σημαντικός παράγοντας ανάπτυξης. Ως προς τις επιτυχίες του CB αναφέρουμε ότι η δημοσιονομική πειθαρχία έχει ενδυναμωθεί, ενώ τα συναλλαγματικά αποθέματα της χώρας αυξάνονται σταθερά από το 1998. Από τη δημοσιονομική αταξία η χώρα πέρασε στη διατήρηση ισορροπημένων προϋπολογισμών, ακόμη και σε πλεονάσματα κατά καιρούς. Οι δαπάνες του προϋπολογισμού για την εξυπηρέτηση του χρέους υποχώρησαν δραστικά, ενώ τα επιτόκια των κυβερνητικών χρεογράφων και ο πληθωρισμός έπεσαν σε αξιοσημείωτο βαθμό. Γενικότερα το CB βοήθησε στην εξάλειψη της μακροοικονομικής ανισορροπίας και σε συνδυασμό με άλλα υποστηρικτικά μέτρα που αναφέραμε στην προηγούμενη παράγραφο, οδήγησε στην επίτευξη της σημερινής σταθεροποίησης του οικονομικού περιβάλλοντος της Βουλγαρίας.

Η ανάπτυξη σήμερα είναι δυνατή, η πορεία του χρέους είναι γενικά καλή και η εμπιστοσύνη των χρηματοοικονομικών αγορών βρίσκεται σε ικανοποιητικό βαθμό. Οι Αρχές της χώρας εφαρμόζουν πρόσθετα μέτρα περιορισμού της ζήτησης (κυρίως μέσω της σύσφιξης της δημοσιονομικής και μισθολογικής πολιτικής και της αποστράγγισης της υπερβάλλουσας ρευστότητας από το τραπεζικό σύστημα) και αύξησης της προσφοράς (μέσω των δομικών μεταρρυθμίσεων και των

ιδιωτικοποιήσεων), με σκοπό τη διατήρηση υψηλών ρυθμών ανάπτυξης και τον περιορισμό του εξωτερικού ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (για το οποίο η χώρα βρίσκεται σε καθεστώς επιτήρησης από το IMF). Προωθούνται μέτρα βελτίωσης του επιχειρηματικού κλίματος που θα προσελκύσουν νέες επενδύσεις. Η αναμόρφωση της αγοράς προϊόντων και εργασίας θα δημιουργήσει επιπλέον ροή κεφαλαίων για χρηματοδότηση άμεσων ξένων επενδύσεων και θα ενδυναμώσει την εξωτερική θέση και την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας. Το 2003 το GDP σε πραγματικούς όρους αυξήθηκε κατά 4,25%. Η υψηλή εγχώρια ζήτηση αντισταθμίστηκε εν' μέρη από τον περιορισμό των καθαρών εξαγωγών. Οι επενδύσεις και οι εξαγωγές εμφανίζουν αυξητική πορεία για το 2004, ενώ ο πληθωρισμός παραμένει σε σχετικά ελεγχόμενα επίπεδα, με κάποιες εξαιρέσεις (για παράδειγμα τον Ιούνιο του 2004 η αντανάκλαση των υψηλών τιμών πετρελαίου και η μικρότερη της αναμενόμενης μείωση στις τιμές των τροφίμων, οδήγησαν σε ετησιοποιημένο πληθωρισμό 7,3%). Το εξωτερικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών βρίσκεται σε ευθυγράμμιση με τον κυβερνητικό προγραμματισμό, αν και παρουσιάζει σημαντικό έλλειμμα (8,5% του GDP). Οι μεγάλες Ξένες Άμεσες Επενδύσεις και άλλες εισροές κεφαλαίων οδήγησαν σε πλεόνασμα του ισοζυγίου πληρωμών, αυξάνοντας τα διεθνή συναλλαγματικά αποθέματα σε US\$6,9b στα μέσα του 2004. Η ανταγωνιστικότητα παραμένει ικανοποιητική. Η κυβέρνηση ισορρόπησε τον προϋπολογισμό του 2003, ενώ το πλεόνασμα του Ταμείου Γενικής Κυβέρνησης συνεχίζει να αυξάνεται λόγω των μειωμένων κυβερνητικών δαπανών και της αύξησης στα έσοδα από φόρους. Η ιδιωτικοποίηση των κρατικών εταιριών τηλεπικοινωνιών έχει ολοκληρωθεί και επεκτείνεται και σε άλλα μονοπώλια.

Το Συναλλαγματικό Συμβούλιο υπήρξε αποτελεσματικό στην επιβολή δημοσιονομικής πειθαρχίας, αλλά δεν καλύπτει ικανοποιητικά δυνητικούς κινδύνους που μπορούν να προκαλέσουν μελλοντικές πιέσεις. Σημαντικοί κίνδυνοι μπορούν να προέλθουν από την αύξηση των διεθνών επιτοκίων, τις περιβαλλοντικές υποχρεώσεις και τις επενδυτικές απαιτήσεις, την αποτυχία ενδυνάμωσης της χρηματοοικονομικής κατάστασης των κοινωνικών ιδρυμάτων και την ελλιπή παρακολούθηση του δημοσιονομικού κινδύνου. Η χώρα καλείται να ισορροπήσει ανάμεσα στην έκθεση σε μελλοντικό κίνδυνο και στην παροχή επενδυτικών κινήτρων, που είναι ζωτικής σημασίας για την ανάπτυξη. Επομένως χρειάζεται ένα άριστο μίγμα στη διαχείριση του χρέους, των δημοσιονομικών αποθεμάτων και της στρατηγικής μείωσης

κινδύνου. Οι Brixī, Shatalov και Zlaouni⁵¹ σε μελέτη τους τοποθετούν ως μέγιστες προτεραιότητες της κυβέρνησης τη μετρίαση του νομισματικού και επιτοκιακού κινδύνου, την αναμόρφωση του ασφαλιστικού συστήματος και του συστήματος υγείας, το χτίσιμο επαρκών αποθεματικών, την εισαγωγή συμφωνιών μοιράσματος κινδύνου, την a priori τοποθέτηση αυστηρών ορίων στα ποσά των υποχρεώσεων που βαρύνουν την κυβέρνηση και την ανάπτυξη ικανότητας ανάλυσης και διαχείρισης του κινδύνου.

Θα ασχοληθούμε στη συνέχεια με την ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας και το αποτέλεσμα που αυτή έχει στην ανταγωνιστικότητα της Βουλγαρικής οικονομίας. Αρχικά η πρόσδεση της ισοτιμίας σε ένα «ισχυρό» νόμισμα είναι θετική για την ανάπτυξη. Στη συνέχεια, εξαιτίας της πραγματικής ανατίμησης (εάν ο εγχώριος πληθωρισμός είναι μεγαλύτερος από τις χώρες των εμπορικών εταίρων), η οικονομία χάνει σε όρους ανταγωνιστικότητας και σημειώνεται μείωση εισοδήματος. Όπως είδαμε ωστόσο σε επεισόδια κρίσεων που αποτελούν μέρος της οικονομικής ιστορίας, στις περισσότερες περιπτώσεις ο υψηλός (και με μεγάλες διακυμάνσεις) πληθωρισμός και η κατάρρευση της σταθερής ισοτιμίας προκαλούνται από έλλειψη πειθαρχίας στο δημοσιονομικό και χρηματοοικονομικό τομέα (ονομαστική απόκλιση). Μετά την εισαγωγή του CB στη Βουλγαρία η πραγματική ισοτιμία ανατιμήθηκε, κυρίως λόγω του υπολειμματικού πληθωρισμού του 1997 (14% στο δεύτερο εξάμηνο) και του μέσου πληθωρισμού της τάξης του 22% του 1998. Στη συνέχεια ο πληθωρισμός μειώθηκε και η πραγματική ισοτιμία ακολούθησε από κοντό τις αλλαγές στην ονομαστική ισοτιμία euro/US\$. Από την αρχή του 2002 όμως, η ανατίμηση της ισοτιμίας κυριαρχεί (γράφημα της πραγματικής ισοτιμίας στις σελίδες 137 & 138). Η οικονομετρική ανάλυση δείχνει ότι κατά μέσο όρο στην περίοδο 1998-01 παρατηρήθηκε χαμηλή ελαστικότητα της πραγματικής ισοτιμίας από τις εξαγωγές και πολύ μεγάλη ελαστικότητα από τη ζήτηση από το εξωτερικό⁵². Η πτωτική τάση των εξαγωγών κατά την περίοδο από το 1998 μέχρι τα μέσα του 1999, όπου η υπολογισμοί δείχνουν υποτίμηση της πραγματικής ισοτιμίας, οφείλονταν στην παγκόσμια μείωση εισοδήματος και ζήτησης (συνέπεια της Ασιατικής κρίσης). Η αύξηση των εξαγωγών κατά το 2002 και το 2003 αντιβαίνει στη λογική αυτή, γιατί έλαβε χώρα απέναντι σε ένα περιβάλλον διεθνούς ύφεσης και ανατίμησης των

⁵¹ Brixī, A.P., S. Shatalov and L. Zlaouni (2000): "Managing Fiscal Risk in Bulgaria"

⁵² Barber, C. and A. Vassilev (2003): "Equilibrium Exchange Rate Determination for the Case of Bulgaria"

πραγματικών ισοτιμιών πολλών νομισμάτων. Η εξαγωγική επέκταση για την περίοδο αυτή μπορεί να εξηγηθεί από τη σχετική διατήρηση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας (προκύπτει αν χρησιμοποιήσουμε το μοναδιαίο εργατικό κόστος σαν αποπληθωριστή). Με παρόμοιους οικονομετρικούς υπολογισμούς υπολογίζεται ότι οι εισαγωγές είναι σχετικά ευαίσθητες στις κινήσεις της πραγματικής ισοτιμίας, αλλά περισσότερο ευαίσθητες στην εγχώρια ζήτηση. Η αυξανόμενη εγχώρια ζήτηση και η πραγματική ανατίμηση οδήγησαν στην αύξηση των εισαγωγών για την περίοδο 2002-03. Η παρατήρηση των ελαστικοτήτων δείχνει ότι μία ενδεχόμενη υποτίμηση θα επηρεάσει τις εισαγωγές και μπορεί να αποτελέσει εργαλείο για τη μείωση του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, όχι όμως και για την προώθηση των εξαγωγών, αφού μια σημαντική υποτίμηση θα ήταν απαραίτητη για την αντιμετώπιση των αρνητικών συνεπειών που μπορούσαν να έχουν στις εξαγωγές διάφορα εξωτερικά οικονομικά σοκ, εξαιτίας της χαμηλής ελαστικότητας. Βέβαια μια μεγάλη υποτίμηση θα ξεκλείδωνε τον πληθωρισμό και θα αποσταθεροποιούσε την οικονομία. Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, η διαδικασία σύγκλισης της Βουλγαρίας με τους Ευρωπαϊκούς της εταίρους απειλεί την ανταγωνιστικότητα και τις προοπτικές ανάπτυξης της εγχώριας οικονομίας. Από την άλλη πλευρά η υψηλή ευαισθησία του διεθνούς εμπορίου στη ζήτηση υποδεικνύει ότι για να επιτευχθεί η πλήρης δυναμική ανάπτυξης στα πλαίσια των προοπτικών της οικονομικής σύγκλισης, είναι απαραίτητες οι βαθιές μεταρρυθμίσεις και η επέκταση των εμπορικών σχέσεων, που θα βασιστούν σε βελτιωμένη οικονομική αποτελεσματικότητα.

Η Nenova⁵³ σε μελέτη της για τη σχέση ανάμεσα στην πραγματική σύγκλιση και την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, αποφαινεται για την περίπτωση της Βουλγαρίας ότι θα πρέπει να συνεχίσει την οικονομική ανασυγκρότηση και να μεταπηδήσει σε αγαθά καλύτερης ποιότητας (και με υψηλότερο ποσοστό προστιθέμενης αξίας ενσωματωμένο στην τιμή τους), ως το μοναδικό αντίδοτο στην ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας και την πτώση της ανταγωνιστικότητας. Η όλη προσπάθεια πρέπει να γίνει σε περιβάλλον μακροοικονομικής σταθερότητας και σε πορεία ονομαστικής σύγκλισης με τις χώρες της Ε.Ε. Κάθε δυσμενής αντίκτυπος από το μέτωπο της πραγματικής ισοτιμίας οφείλει να εξσορροπηθεί από πίεση στην πραγματική οικονομία για ανταπόκριση και αναδόμηση. Η ευελιξία για τη Nenova αποτελεί τη μόνη ενδεδειγμένη αντίδραση σε αρνητικά πραγματικά οικονομικά σοκ

⁵³ Nenova, M (2004): "The Relationship between Real Convergence and the Real Exchange Rate: the Case of Bulgaria"

ποικίλης φύσης. Ωστόσο η πραγματική ισοτιμία, αποπληθωρισμένη από τον δείκτη CPI, είναι πιθανώς ανεπαρκής για τη μέτρηση της ανταγωνιστικότητας. Για το λόγο αυτό θα ήταν ίσως προτιμότερο να χρησιμοποιηθούν άλλοι δείκτες, όπως το ποσοστό αύξησης του πραγματικού GDP ή της παραγωγικότητας, οι μακροχρόνιες τάσεις των εισαγωγών και εξαγωγών και οι αλλαγές στην παραγωγική διαδικασία και την ποιότητα των παραγόμενων αγαθών και υπηρεσιών.

Η εργασία των Chobanov και Sorsa⁵⁴ καταλήγει ότι η πραγματική ισοτιμία αντικατοπτρίζει μεταβολές στα εξής πέντε θεμελιώδη μεγέθη: παραγωγικότητα, όροι εμπορίου, ακαθάριστες αποταμιεύσεις, διεθνή επιτόκια και Ξένες Άμεσες Επενδύσεις.

4.3 Πρόβλεψη υποτίμησης του lev κατά την ενταξιακή πορεία της χώρας προς τη Ζώνη του ευρώ

“Don’t wait for it to happen, don’t even want it to happen – just watch what does happen”, Sean Connery (James Malone) in the classic movie “The Untouchables”.

Ήδη από το 1997 οι Goldfajn και Valdes⁵⁵ είχαν επισημάνει τη δύναμη πρόβλεψης μιας υπερτιμημένης σταθερής ισοτιμίας στην εμφάνιση και εξήγηση των νομισματικών κρίσεων. Η ανάκαμψη της Βουλγαρίας από την κρίση του 1996-97 απαίτησε την αύξηση των συναλλαγματικών αποθεμάτων της BNB σε επίπεδα που σταθεροποίησαν το εγχώριο νόμισμα, την εισαγωγή σφιχτής νομισματικής πολιτικής (CB) που επανέφερε τη χαμένη εμπιστοσύνη στο lev, την ανεξαρτησία της BNB (εγγυημένη με νόμο) και τη μεταρρύθμιση της πραγματικής οικονομίας που πραγματοποιείται με την υποστήριξη του IMF. Η λειτουργία του CB είναι ιδιαίτερα ευαίσθητη σε οποιαδήποτε προοπτική αλλαγής των θεσμοθετημένων κανόνων. Τυχόν αβεβαιότητες που σχετίζονται με την έξοδο από το σημερινό καθεστώς ισοτιμίας θα έχουν αξιοσημείωτα αποσταθεροποιητικά αποτελέσματα. Στην πραγματικότητα δεν είναι υπερβολή να υποστηρίξουμε ότι δεδομένων των σημερινών συνθηκών, το CB πρέπει να παραμείνει σε ισχύ με κάθε θυσία, μέχρι την ένταξη της χώρας στην Ε.Ε. Η τραπεζική κρίση μπορεί να αποτελεί άσχημο παρελθόν για τη χώρα, αλλά όπως είδαμε η σταθερότητα είναι ακόμη εύθραυστη. Μια επιστροφή σε καθεστώς κυμαινόμενης ισοτιμίας μπορεί εύκολα να παράγει υπερακοντισμό της ισοτιμίας και μια δημόσια προ-ανακοίνωση

⁵⁴ Chobanov, D. and P. Sorsa (2004): “Competitiveness in Bulgaria: An Assessment of the Real Exchange Rate”

⁵⁵ Goldfajn, I. And R.O. Valdes (1997): “Are Currency Crises Predictable?”

αλλαγής καθεστώτος να ειδωθεί ως επίσημη πρόσκληση κερδοσκοπικής επίθεσης ενάντια στο lev, αφού αναγκαστικά θα δημιουργήσει αυξανόμενες προσδοκίες και πιέσεις για υποτίμηση. Η εμπιστοσύνη στο σύστημα βασίζεται στο βαθμό που η δέσμευση της σημερινής κυβέρνησης (και των μελλοντικών) στη διατήρηση της ισοτιμίας καθίσταται ξεκάθαρη και αξιόπιστη στην αγορά. Η κυβέρνηση ελπίζει ότι η δημοσιονομική πολιτική που ακολουθεί θα αποδειχτεί αρκετά αυστηρή και ευέλικτη, στην περίπτωση που ένα εξωγενές σοκ απαιτήσει αλλαγές στον υφιστάμενο οικονομικό προγραμματισμό. Είδαμε ότι το 2002 η Αργεντινή χτυπήθηκε από μία ισχυρή οικονομική κρίση, ως αποτέλεσμα της αδυναμίας διατήρησης του δικού της CB. Μία βασική παράμετρος που πρέπει να ικανοποιείται για την ένταξη της Βουλγαρίας στην Ε.Ε., είναι η οικονομική σταθερότητα. Είναι λοιπόν θέμα ζωτικής σημασίας να εξετάσει κανείς τη διατηρησιμότητα του CB, ουσιαστικά δηλαδή τη συμβατότητα της ισοτιμίας με τα οικονομικά θεμελιώδη μεγέθη. Ανάμεσα στα άλλα, αυτό που πρέπει να μελετήσει ο ερευνητής είναι οι πιθανές αλλαγές στην πραγματική ισοτιμία, το εσωτερικό και εξωτερικό ισοζύγιο, το χρέος και το τραπεζικό σύστημα.

Μία βασική ερώτηση είναι κατά πόσο η εισαγωγή του CB αποτελεί εμπόδιο στην οικονομική ανάπτυξη. Στην προηγούμενη παράγραφο είδαμε ότι τα επιτόκια ακολούθησαν πτωτική πορεία με σημαντική υστέρηση, η οικονομική ανάπτυξη δεν είχε τους αναμενόμενους ρυθμούς (μάλιστα τα ελλείμματα οδηγούν σε περιορισμό της συνολικής ζήτησης) και η αναδιοργάνωση του τραπεζικού συστήματος, παρότι αναγκαία, θα μπορούσε ωστόσο να θεωρηθεί εμπόδιο στην ανάπτυξη των επενδύσεων, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα (οι τράπεζες είναι πιο φειδωλές στο δανεισμό. Ακολούθως της πρόσφατης εισαγωγής μέτρων περιορισμού της πιστωτικής επέκτασης, η BNB ετοιμάζει και νέα μέτρα για το 2005). Υπενθυμίζουμε ότι (παράγραφος 4.1) το Νοέμβριο του 2004, ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας για περισσότερες από τις μισές τράπεζες της χώρας έπεσε κάτω από τα όρια ασφαλούς λειτουργίας, γεγονός που δηλώνει την ανεπαρκή επιτήρηση του τραπεζικού τομέα. Ένα άλλο σημαντικό στοιχείο είναι το γεγονός ότι η (αναμφισβήτητη) οικονομική ανάπτυξη της τελευταίας δεκαετίας υπήρξε ανεπαρκής στη δημιουργία επαρκών θέσεων εργασίας (η ανεργία παραμένει στα επίπεδα του 19%) και η αύξηση του κατά κεφαλήν εισοδήματος ήταν κατώτερη της αναμενόμενης. Υπάρχει μία ενδιαφέρουσα μελέτη της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας⁵⁶, σχετικά με την αναμόρφωση της

⁵⁶ Castren, O, T. Takalo and G. Wood (2004): "Labour Market Reform and the Sustainability of the Exchange Rate Pegs"

αγοράς εργασίας και τη διατηρησιμότητα της ισοτιμίας. Οι ερευνητές ενσωματώνουν στο μοντέλο 2^{ης} γενιάς νομισματικών κρίσεων του Obstfeld (1996) την ακαμψία της αγοράς εργασίας και αποδεικνύουν ότι η απουσία δομικών μεταρρυθμίσεων καθιστά μια νομισματική πρόσδεση περισσότερο ευάλωτη και μειώνει την αξιοπιστία των νομισματικών Αρχών και της κυβέρνησης κατά την εφαρμογή ενός σταθεροποιητικού και αναπτυξιακού προγράμματος που βασίζεται στην προσδεδεμένη ισοτιμία. Η μειωμένη αξιοπιστία αντανακλάται σε ένα premium των προσδοκιών υποτίμησης που αυξάνει το μέσο πληθωρισμό, όταν η πρόσδεση είναι περισσότερο ευαίσθητη σε περιόδους οικονομικής ύφεσης, παρά οικονομικού οργασμού. Μια πολιτική μεταρρύθμιση μπορεί να είναι συνεπής μόνον όταν οδηγεί σε ευελιξία της συναλλαγματικής ισοτιμίας ή της αγοράς εργασίας.

Θα παρακολουθήσουμε στη συνέχεια μια σειρά από αδιέξοδα στα οποία μπορεί δυνητικά να βρεθεί η οικονομία. Ο αυτόματος μηχανισμός ρύθμισης του εισοδήματος σε εξωτερικά σοκ του ισοζυγίου πληρωμών υποθάλπει φόβους για την ανάπτυξη. Δοθείσης της σταθερής ισοτιμίας και των περιορισμών της νομισματικής πολιτικής, μια μείωση στα συναλλαγματικά αποθέματα (προς χρηματοδότηση του ελλείμματος στο ισοζύγιο πληρωμών) θα μειώσει την προσφορά χρήματος, γεγονός που θα προκαλέσει αύξηση επιτοκίων και θα μειώσει την οικονομική δραστηριότητα, επομένως και το εισόδημα και τις τιμές των αγαθών. Η μειωμένη ζήτηση για εισαγωγές και η αυξημένη ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών θα επαναφέρουν την εξωτερική ισορροπία. Ο δανεισμός από διεθνείς χρηματοοικονομικούς Οργανισμούς (όπως το IMF) επιτρέπει στην κυβέρνηση να διατηρήσει τα συναλλαγματικά αποθέματα και να εμποδίσει πιθανά εξωτερικά σοκ να επηρεάσουν την προσφορά χρήματος. Η ακολουθούμενη πειθαρχημένη δημοσιονομική πολιτική και οι δομικές αναδιαρθρώσεις που είδαμε στις προηγούμενες παραγράφους πιθανώς να διατηρήσουν ισορροπημένο το ισοζύγιο πληρωμών στο μέλλον, με την προϋπόθεση όμως ότι οι Ξένες Άμεσες Επενδύσεις και άλλες εισροές κεφαλαίων θα συνεχιστούν. Από όσο μπορούμε να γνωρίζουμε δεν έχει γίνει καμία πρόβλεψη για την περίπτωση που αυτά τα κεφάλαια θα σταματήσουν να εισρέουν ή θα μειωθούν, για παράδειγμα σε περίπτωση μελλοντικής παγκόσμιας ύφεσης ή ανάδυσης άλλων χωρών με ισχυρότερα κίνητρα για τους διεθνείς επενδυτές). Η μη διατηρησιμότητα του ισοζυγίου πληρωμών μπορεί να οδηγήσει σε εσπευσμένη έξοδο από το CB (και τη σταθερή ισοτιμία).

Ένα άλλο στοιχείο που δημιουργεί φόβους αρνητικής ανάπτυξης είναι οι αυστηρές απαιτήσεις για δημοσιονομική εξυγίανση και προσαρμογή. Στην περίπτωση που μια

χώρα ξοδεύει περισσότερα από όσα μπορεί να κερδίζει, τα επιπλέον χρήματα πρέπει κάπως να βρεθούν. Οι επιλογές είναι συγκεκριμένες: αύξηση δανεισμού από την αλλοδαπή, εκτύπωση νέου χρήματος, υψηλότερος εγχώριος δανεισμός ή επιπλέον έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις κρατικών επιχειρήσεων. Το εξωτερικό χρέος της Βουλγαρικής οικονομίας παρότι μειώθηκε, ανέρχεται στο 60% του GDP και δεν συνηγορεί προς την κατεύθυνση της νέας αύξησης του δημόσιου χρέους από το εξωτερικό (ομοίως από την εγχώρια οικονομία). Εξάλλου αυτό θα αυξήσει το κόστος του χρήματος, αφού οι επενδυτές θα ζητήσουν μεγαλύτερα επιτόκια (δεδομένου του υψηλότερου βαθμού του αναλαμβανόμενου κινδύνου). Μία τέτοια εξέλιξη θα έχει αρνητικές συνέπειες στις επενδύσεις και την αγορά εργασίας, ενώ τα αυξημένα τοκοχρεολύσια θα ψαλιδίσουν κονδύλια του προϋπολογισμού που διαφορετικά θα προορίζονταν για οικονομικές μεταρρυθμίσεις, έργα υποδομής, κοινωνικά προγράμματα, κ.τ.λ. Η εκτύπωση νέου χρήματος θα οδηγήσει σε αύξηση του πληθωρισμού που θα απομυζήσει το κέρδος από την αυξημένη δημόσια κατανάλωση, ενώ οι ιδιωτικοποιήσεις έχουν ήδη προχωρήσει στη χώρα σε σημαντικό βαθμό.

Ένα υψηλότερο έλλειμμα (χαλάρωση πολιτικής) θα επεκτείνει την εγχώρια ζήτηση, αυξάνοντας τις εισαγωγές και επιδεινώνοντας το ήδη βεβαρημένο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (8% του GDP). Λόγω του περιορισμού των Ξένων Άμεσων Επενδύσεων, για τη χρηματοδότηση του ελλείμματος θα απαιτηθεί νέος δανεισμός από το εξωτερικό ή χαμηλότερο ύψος συναλλαγματικών αποθεμάτων, που θα έχουν αντίκτυπο στην πιστοληπτική ικανότητα της χώρας και επομένως στο κόστος δανεισμού και στην εμπιστοσύνη των επενδυτών. Ένα υψηλότερο δημοσιονομικό έλλειμμα από την επέκταση της εγχώριας ζήτησης θα οδηγήσει σε πίεση των τιμών δημιουργώντας πληθωρισμό, που όπως είδαμε θα εξαφανίσει την προσωρινή αύξηση στα εισοδήματα.

Ο εξορθολογισμός των δημοσίων δαπανών και ένα αποτελεσματικότερο σύστημα κρατικών εσόδων μπορούν να βοηθήσουν στην επίτευξη δημοσιονομικής πειθαρχίας. Ωστόσο η κυβερνητική πολιτική μπορεί να έχει περιορισμένη μόνο εμβέλεια, για τους εξής λόγους: το σύστημα εισπραχής φόρων έχει ήδη βελτιωθεί στη χώρα τα τελευταία χρόνια, δημιουργώντας αμφιβολίες για το κατά πόσο η περαιτέρω βελτίωσή του θα διαφοροποιήσει σημαντικά το σκέλος των εσόδων. Επίσης στη χώρα δρουν ισχυρές ομάδες ενδιαφερόντων (lobbies) που μπορούν να ασκήσουν σημαντικές πιέσεις στην κυβέρνηση και να αποτρέψουν πιθανούς στόχους της, η διαφθορά έχει μειωθεί τα τελευταία χρόνια αλλά εξακολουθεί να υφίσταται, ενώ ο μέσος Βούλγαρος πολίτης δεν απολαμβάνει την ευημερία που προσδοκούσε, ύστερα από πολλά χρόνια

λιτότητας και οδυνηρών μεταρρυθμίσεων. Είδαμε επιπλέον ότι βασικές υποδομές της χώρας σε θέματα περίθαλψης, σύνταξης, παιδείας, δημόσιας διοίκησης, κ.α. παρουσιάζουν σήμερα σημαντικές ελλείψεις. Τέλος οι πραγματικοί μισθοί στη Βουλγαρία είναι πολύ περισσότερο ανελαστικοί από τις υπόλοιπες χώρες της Ε.Ε.

Το εξωτερικό χρέος ακολουθεί πτωτική πορεία (και οι προβλέψεις του IMF το κατεβάζουν στο 50% του GDP το 2009), αλλά δείχνει να αντιστέκεται στις προσπάθειες ουσιαστικής μείωσης, ενώ η πορεία αυτή μπορεί να ανακοπεί από πολλούς παράγοντες (για παράδειγμα από την έναρξη νέου κύκλου αύξησης των βασικών επιτοκίων της Αμερικανικής Fed που σύντομα αναμένεται να ακολουθήσει και η Ε.Ε., τις αυξανόμενες απαιτήσεις των σύγχρονων επενδύσεων, το ελλιπές σύστημα παρακολούθησης δημοσιονομικού κινδύνου στη Βουλγαρία, ένα νέο παγκόσμιο οικονομικό σοκ, κ.τ.λ.). Το χρέος του δημόσιου τομέα είναι σχεδόν εξ' ολοκλήρου εξωτερικό, σε ξένο νόμισμα. Εκτός από τις πιθανές δημοσιονομικές ανισορροπίες από χρόνο σε χρόνο η κυβέρνηση πρέπει να παρακολουθεί στενά το συνολικό απόθεμα του δημόσιου χρέους, ειδικά σε μία αναδυόμενη οικονομία όπως αυτή της Βουλγαρίας και κατά τη μετάβασή του οικονομικού συστήματος της χώρας προς την οικονομία της αγοράς.

Οι εξαγωγές αυξάνονται στη χώρα με αργό ρυθμό. Η κάμψη της ζήτησης και των τιμών στις διεθνείς αγορές εξηγούν εν' μέρη το γεγονός αυτό. Άλλοι λόγοι πρέπει να αναζητηθούν στους χαμηλούς ρυθμούς αναδιοργάνωσης της βιομηχανίας και τη σχετικά χαμηλή παραγωγικότητα, στην καθυστέρηση που σημειώθηκε στην προσέλκυση ξένων επενδύσεων με εξαγωγικό προσανατολισμό και βέβαια στην καλή -αλλά όχι ικανοποιητική- ανταγωνιστικότητα της οικονομίας, παρά το γεγονός ότι βοηθήθηκε από την πρόσδεση του lev στο ευρώ (νόμισμα του βασικότερου εμπορικού εταίρου της Βουλγαρίας).

Παρά τη σφιχτή μισθολογική και δημοσιονομική πολιτική της κυβέρνησης, ο πληθωρισμός βρίσκεται σταθερά πάνω από το μέσο όρο των χωρών της Ε.Ε., τουλάχιστον κατά 2 ποσοστιαίες μονάδες. Επιπλέον τα περιοριστικά μέτρα της BNB για την πιστωτική επέκταση δεν απέδωσαν τα αναμενόμενα αποτελέσματα και ο μη ελεγχόμενος ρυθμός αύξησης του δανεισμού καθιστά την οικονομία ευάλωτη σε ενδεχόμενες νομισματικές πιέσεις. Περαιτέρω προσπάθειες της BNB να «στραγγίσει» τη ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος, ίσως έχουν αρνητικό αντίκτυπο στις επενδύσεις και την ανάπτυξη.

Θα ασχοληθούμε λίγο περισσότερο με την ισοτιμία. Είδαμε ότι μετά την κρίση του 1996-97 η εισαγωγή του CB, σε συνδυασμό με τις υπόλοιπες μεταρρυθμίσεις, οδήγησαν σε αξιοσημείωτη οικονομική ανάκαμψη και στην επανάκτηση της χαμένης εμπιστοσύνης στο εγχώριο νόμισμα. Ωστόσο το lev σήμερα δεν απολαμβάνει της απόλυτης εμπιστοσύνης των επενδυτών. Σύμφωνα με τη BNB το 60% των αποθεμάτων του τραπεζικού συστήματος της χώρας τηρείται σε ξένο νόμισμα. Την περίοδο 2002-03, το μέσο spread ανάμεσα στα επιτόκια των τραπεζικών αποθεμάτων ενός έτους σε εγχώριο νόμισμα σε αντιπαράθεση με το euro βρισκόταν στις 284 μονάδες βάσης. Σε πλήρη αντιστοιχία με το premium κινδύνου στα τραπεζικά αποθέματα, ένα μεγάλο μέρος του πληθυσμού της χώρας πίστευε (την ίδια περίοδο) ότι το CB θα κατέρρεε και το νόμισμα θα υποτιμούνταν σε μεγάλο βαθμό στο κοντινό μέλλον. Σε πρόσφατη έρευνα της BNB για τη σταθερότητα της ισοτιμίας⁵⁷, φαίνεται ότι μόνο το 1/5 του πληθυσμού (αν δεχτούμε ότι το δείγμα ήταν απολύτως αντιπροσωπευτικό), πιστεύει ότι η πιθανότητα υποτίμησης είναι μηδενική. Οι λόγοι για τις προσδοκίες υποτίμησης κυρίως συνδέονται με την Κεϋνσιανή άποψη για τις μακροοικονομικές προσαρμογές. Η συγκεκριμένη έρευνα υποδεικνύει ότι η μειωμένη αξιοπιστία οφείλεται κυρίως στις ανησυχίες για εξωτερικά οικονομικά σοκ και στην άποψη ότι η ακαμψία του CB αποτελεί τροχοπέδη για τη μείωση της ανεργίας και την ανάπτυξη της οικονομίας.

Από τη μία πλευρά η κατανόηση του μηχανισμού του νομισματικού συστήματος της Βουλγαρίας θα έπρεπε να οδηγήσει σε αύξηση της εμπιστοσύνης, αφού με το CB περιορίζεται η χρηματοδότηση των ελλειμμάτων του προϋπολογισμού και αυξάνονται τα συναλλαγματικά αποθέματα. Από την άλλη πλευρά ο Irwin⁵⁸ προτείνει ότι το CB πρέπει να εγκαταλειφτεί όταν υπάρχει υψηλή και χρόνια ανεργία και ότι μία πολιτική που δεν αφήνει στην κυβέρνηση περιθώρια αντίδρασης σε αρνητικά οικονομικά σοκ μπορεί να επιζήσει μικρότερο διάστημα από μία άλλη που επιτρέπει ελιγμούς.

Κατά τη γνώμη μας οι αιτίες μιας πιθανής κατάρρευσης του CB πριν την ένταξη της χώρας στην EMU το 2009 (και κατά συνέπεια η μελλοντική υποτίμηση του lev), μπορεί να οφείλονται στους παρακάτω λόγους:

⁵⁷ Valev, N.T. and J. Carlson (2004): "Beliefs about Exchange-rate Stability: Survey Evidence from the Currency Board in Bulgaria"

⁵⁸ Irwin, G (2004): "Currency Boards and Currency Crises"

- Είδαμε ότι υπάρχουν σημαντικά προβλήματα στην εξέλιξη πολλών οικονομικών μεγεθών, αδυναμίες στην εύρυθμη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος της χώρας, αμφισβητούμενη ανταγωνιστικότητα και παραγωγικότητα της οικονομίας, υπερδανεισμός, ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας, χαμηλός βαθμός ανάπτυξης οργανωμένων αγορών χρήματος και κεφαλαίου και προσδοκίες μεγάλου μέρους των επενδυτών για υποτίμηση του lev. Σύμφωνα με τα μοντέλα 1^{ης}, 2^{ης} και 3^{ης} γενιάς και τις εναλλακτικές θεωρίες εξήγησης νομισματικών κρίσεων που παρουσιάσαμε στο Κεφάλαιο 3, όλοι οι παραπάνω παράγοντες αποτελούν ένα «μαλακό υπογάστριο», δηλαδή ένα περιβάλλον που μπορεί να δικαιολογήσει την εμφάνιση μιας νομισματικής κρίσης
- Εξωτερικοί οικονομικοί παράγοντες που θα επιδράσουν αρνητικά στη Βουλγαρική οικονομία. Δεν πρέπει να ξεχνούμε ότι η Βουλγαρία είναι μία μικρή ανοιχτή οικονομία που επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από εξωτερικά γεγονότα και ότι η μεταδοτικότητα των κρίσεων βρίσκεται ακόμη σε λειτουργία (στο Κεφάλαιο 2 εξετάσαμε την πρόσφατη κρίση της Αργεντινής)
- Πίεση από διεθνείς Οργανισμούς. Το IMF και η Ε.Ε. επηρεάζουν με τις οδηγίες τους την οικονομική πολιτική στη χώρα. Προς το παρόν βέβαια το CB υποστηρίζεται με συνέπεια και από τους δύο φορείς
- Η σημερινή κυβέρνηση (που είναι διαφορετική από εκείνη που εγκαθίδρυσε το CB), μπορεί να το εγκαταλείψει. Βεβαίως σήμερα η κυβέρνηση έχει δεσμευτεί για τη διατήρησή του και καμία από τις πολιτικές παρατάξεις της αντιπολίτευσης δεν τάσσεται κατά του CB. Ωστόσο η δημοσιονομική και νομισματική αυστηρότητα που απαιτεί το CB σε συνδυασμό με την ανάγκη αύξησης του εισοδήματος των πολιτών και τη δεινή κατάσταση στην οποία έχει περιέλθει μεγάλο μέρος του πληθυσμού, ίσως «παρασύρουν» τους πολιτικούς στην εφαρμογή πιο χαλαρής πολιτικής. Το ίδιο ισχύει και για τις επόμενες κυβερνήσεις
- Η οικονομική αστάθεια αποτελεί ένα χρόνιο πρόβλημα που το CB πιθανόν να μην μπορεί τελικά να επιλύσει αποτελεσματικά. Το ιστορικό του υψηλού πληθωρισμού για παράδειγμα διαμορφώνει αρνητικές προσδοκίες για τη μελλοντική οικονομική σταθερότητα, παρότι στον τομέα αυτό έχει επιτευχθεί σημαντική πρόοδος τα τελευταία χρόνια

Αν έπρεπε να κάνουμε μία μόνο σύσταση οικονομικής πολιτικής προς τη Βουλγαρία, αυτή θα ήταν ότι στην περίπτωση που οι σημερινές συνθήκες αλλάξουν τραγικά και η

χώρα κλιθεί να αντιμετωπίσει ένα ισχυρό και επίμονο αποσταθεροποιητικό σοκ πριν από την είσοδο στην Ε.Ε. (εσωτερικό ή εξωτερικό), οι Αρχές της χώρας δεν θα πρέπει να διστάσουν να εγκαταλείψουν το CB και να υποτιμήσουν το εγχώριο νόμισμα. Στα προηγούμενα κεφάλαια είδαμε ότι η μακροχρόνια εμμονή σε μια ισοτιμία που δεν συμβαδίζει με τα μακροοικονομικά μεγέθη και οι κερδοσκοπικές πιέσεις μπορούν να έχουν πολλαπλασιαστικό αρνητικό αποτέλεσμα στην οικονομία μιας χώρας.

Αν θέλαμε να συνοψίσουμε την πρόβλεψή μας σε μία πρόταση, θα λέγαμε ότι η εγκατάλειψη του CB και η υποτίμηση του lev κατά την πορεία ένταξης στη Ζώνη του ευρώ εκτός από δυνατή, είναι και -υπό προϋποθέσεις- πιθανή.

4.4 Εναλλακτική προσέγγιση πρόβλεψης των συναλλαγματικών κρίσεων

Μία από τις βασικότερες συνεισφορές της οικονομικής επιστήμης είναι οι οικονομικές προβλέψεις. Δυστυχώς αυτή είναι που δίνει και την κακή φήμη στους οικονομολόγους. Οι λογαριασμοί του Εθνικού Εισοδήματος και Προϊόντος μας δίνουν μια συνολική εικόνα για την τρέχουσα κατάσταση στην οικονομία. Σίγουρα θα θέλαμε να μάθουμε τι θα συμβεί στην οικονομία τους επόμενους μήνες ή τα επόμενα χρόνια. Η απάντηση είναι, αν θέλουμε να είμαστε ειλικρινείς με τους εαυτούς μας, ότι ξέρουμε λίγα για το μέλλον, αλλά όχι πολλά! Για την ακρίβεια δεν γνωρίζουμε ούτε την ακριβή σημερινή κατάσταση της οικονομίας. Τον Οκτώβριο του 1992, επίσημες εκτιμήσεις για το τρίτο τρίμηνο στις ΗΠΑ έκαναν λόγο για μια ετησιοποιημένη αύξηση του πραγματικού GDP της τάξης του 2,6% (σε τιμές του 1987). Ένα μήνα αργότερα η εκτίμηση αναθεωρήθηκε σε 3,5%. Ίσως αυτό να φαίνεται ότι δεν είναι και πολύ σπουδαίο, αλλά θα μπορούσε να έχει σημαντικό αποτέλεσμα στις εκλογές των ΗΠΑ και στην απόφαση του Προέδρου Clinton, αν θα έπρεπε να εστιάσει την πολιτική ανάπτυξης σε μακροπρόθεσμο ή βραχυπρόθεσμο ορίζοντα! Στην πραγματικότητα είναι δύσκολο να λάβει κάποιος υπόψη του δεδομένα για τουλάχιστο ένα χρόνο μετά από τη στιγμή που τον ενδιαφέρει, χωρίς να αντιλαμβάνεται ότι υπάρχει μεγάλη πιθανότητα λάθους σε αυτά. Και αυτό βέβαια ισχύει για αναπτυγμένες οικονομίες και αγορές, όπως αυτή των ΗΠΑ. Υπάρχει επομένως μια αναπόφευκτη ποσότητα αβεβαιότητας στην οικονομία. Στον επιχειρηματικό κόσμο σίγουρα δεν βοηθάει μια αεροπορική εταιρία όταν η ομάδα που ασχολείται με τις προβλέψεις παραβλέψει (δικαιολογημένα ίσως) να προβλέψει τον «πόλεμο στον κόλπο», ή την ύφεση του

1991 και τη συνακόλουθη μείωση της εναέριας κυκλοφορίας, ή ακόμη και τα πρόσφατα γεγονότα που ακολούθησαν την κατάρρευση των «δίδυμων πύργων». Ακόμη και η πρακτική των πολλαπλών σεναρίων λίγα μπορεί να προσφέρει, όταν η πραγματικότητα αποδειχτεί ότι αποκλίνει σημαντικά από αυτά (όπως έγινε με τη General Motors το 1991). Αν δεχτούμε ότι το μέλλον δεν είναι μια απλή γραμμική προέκταση του παρελθόντος και του παρόντος, γίνεται εύκολα αντιληπτός ο λόγος που τις δύο τελευταίες δεκαετίες, σε ένα οικονομικό περιβάλλον που μεταβάλλεται με ραγδαία αυξανόμενους ρυθμούς, οι παραδοσιακές θεωρίες και πρακτικές για την εξήγηση (πόσο μάλλον την πρόβλεψη) των διεθνών συναλλαγματικών κρίσεων, έγιναν αναποτελεσματικές. Η αβεβαιότητα αποτελεί πλέον δομικό χαρακτηριστικό του σημερινού περιβάλλοντος και είναι αναγκαίο να αναπτυχθούν νέες προσεγγίσεις για την περιγραφή και την κατανόησή του. Ας υποθέσουμε όμως ότι ξεπερνούμε το σκόπελο της αβεβαιότητας.

Το 1994 ο Obstfeld (στην εργασία του "The Logic of Currency Crises"), καταλήγει ότι γενικά δεν έχουμε παρά μόνο μια ιδέα για τους παράγοντες που προκαλούν την εμφάνιση κερδοσκοπικών επιθέσεων κάποια συγκεκριμένη στιγμή, παρά κάποια άλλη. Προφανώς, συνεχίζει, η οικονομική και πολιτική ένταση μπορούν να κρατήσουν κάποιο διάστημα πριν από την εμφάνιση της κρίσης, με την αφορμή για επίθεση να οφείλεται σε κάποιο φαινομενικά τετριμμένο γεγονός που γίνεται σημαντικό μόνο όταν ειδωθεί ως η κορύφωση μιας σειράς από σημάδια αναφορικά με την οικονομία και τις αποφάσεις των Αρχών. Υπό αυτό το πρίσμα κάποιος επομένως μπορεί να επιχειρηματολογήσει για το ρόλο που η αβεβαιότητα (για την εκπλήρωση της συνθήκης του Μάαστριχτ) διαδραμάτισε στις νευρικές νομισματικές διακυμάνσεις στο δεύτερο εξάμηνο του 1992 στην Ευρώπη, αλλά γιατί ήταν «Μαύρη Τετάρτη» (Black Wednesday) και όχι Μαύρη Τρίτη ή Μαύρη Πέμπτη; Για να εξηγήσει κάποιος τον ακριβή χρόνο (αν πράγματι υπάρχει εξήγηση), πρέπει να θέσει ως προϋπόθεση την ύπαρξη ενός μοντέλου, σύμφωνα με το οποίο η αντίδραση της αγοράς σε μία σειρά από ενδείξεις πληροφοριών, σε τελευταία ανάλυση επισπεύδει την κατάρρευση του νομίσματος. Το 1994 οι Caplin και Leahy⁵⁹ κατασκεύασαν ένα τέτοιο μοντέλο σε όρους βιομηχανικών επενδύσεων, αλλά η μεγάλη εξάρτησή του από την ιδιωτική πληροφόρηση (private information) καθιστά προβληματική μια απευθείας επέκταση του μοντέλου στις διεθνείς συναλλαγματικές αγορές. Σύμφωνα με τον Obstfeld, η διχοτόμηση στην ερώτηση αν οι νομισματικές κρίσεις προκύπτουν ως αποτέλεσμα

⁵⁹ Caplin, A. and J. Leahy (1994): "Business as Usual, Market Crashes and Wisdom after the Fact"

των θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών ή των «καθαρά» αυτο-εκπληρούμενων προσδοκιών, είναι πλασματική. Οι θεμελιώδεις παράγοντες αποκαλύπτουν τη σύσταση της δυναμικής των προβλημάτων που δημιουργούνται από τις επιλογές και τους περιορισμούς των κυβερνήσεων. Οι περιορισμοί από μόνοι τους είναι ενδογενείς (μέσω της εξάρτησής τους από τις προσδοκίες της αγοράς) και αυτή η ουσιαστική ενδογένεια, συνδυασμένη με την ανικανότητα των Αρχών να εμμένουν σε προορισμένους κανόνες, οδηγεί στην πολλαπλότητα των σημείων ισορροπίας που είδαμε στο Κεφάλαιο 3. Το πρόβλημα της πολλαπλότητας μπορεί να λυθεί με τη μεσολάβηση διεθνών χρηματοοικονομικών Οργανισμών που «δένουν» τα χέρια των Αρχών. Η απουσία τέτοιων Οργανισμών ωστόσο, δοθέντων των επίσημων αντικειμενικών στόχων, συνεπάγεται ότι εγκυμονεί πάντοτε ο κίνδυνος οι προσδοκίες να δημιουργήσουν νέα σημεία ισορροπίας, στα οποία οι Αρχές θα προτιμήσουν να εγκαταλείψουν τους προηγούμενους στόχους τους για τη συναλλαγματική ισοτιμία.

Σε ένα σύγχρονο κόσμο όπου τα καθημερινά φαινόμενα αποτελούν πολύπλοκα δυναμικά συστήματα, δεν μπορεί παρά η μάθηση να χρειάζεται «βαριά» εργαλεία από το χώρο των θετικών επιστημών. Μέσα από την κατάλληλη έρευνα, η μαθηματική θεωρία των μη-γραμμικών δυναμικών συστημάτων (non-linear dynamical systems) και η θεωρία του χάους (chaos theory) μπορούν να βοηθήσουν τους σημερινούς ερευνητές (κατ' επέκταση και τους ασκούντες την οικονομική πολιτική), στη μεγάλη πρόκληση της πρόβλεψης μελλοντικών νομισματικών κρίσεων. Ο λόγος που καθιστά πολλές από τις σημερινές προβλέψεις σχετικά αναξιόπιστες, είναι ότι οι νομισματικές κρίσεις στην ουσία αποτελούν πολύπλοκα δυναμικά συστήματα (συχνά χαοτικά). Είναι γνωστό ότι τα χαοτικά συστήματα επιδεικνύουν τόσο μεγάλη ευαισθησία στις αρχικές συνθήκες (initial conditions), ώστε ο μακροχρόνιος προγραμματισμός και η πρόβλεψη να είναι αδύνατα. Η θεωρία του χάους μπορεί ωστόσο να συνεισφέρει πολύτιμη αντίληψη για τη φύση των πολύπλοκων συστημάτων του οικονομικού γίγνεσθαι.

Σύμφωνα με τον Kellert, η χαοτική θεωρία αφορά στην ποιοτική μελέτη της ασταθούς απεριοδικής συμπεριφοράς των νπιτερμινιστικών μη-γραμμικών δυναμικών συστημάτων. Αρχικά λοιπόν καθορίζουμε το σύστημα που μας ενδιαφέρει και παριστάνουμε τις κύριες μεταβλητές και τις μεταξύ τους σχέσεις με ένα σύνολο διαφορικών εξισώσεων (μοντέλο). Το σύστημα χαρακτηρίζεται δυναμικό, επειδή οι εξισώσεις του περιγράφουν αλλαγές στις τιμές των μεταβλητών κατά την εξέλιξη του

χρόνου. Οι θεωρητικοί του χάους ανακάλυψαν ότι ακόμη και απλά μη γραμμικά σύνολα εξισώσεων, έχουν πολύπλοκη μη περιοδική συμπεριφορά. Νπιτερμινιστικά συστήματα είναι εκείνα που δεν εμπεριέχουν τα στοιχεία της στοχαστικότητας και του ενδεχόμενου. Το 1963, πρώτος ο Edward Lorenz ανακάλυψε ότι τα χαοτικά συστήματα είναι εξαιρετικά ευαίσθητα στις αρχικές συνθήκες: Τρέχοντας εξομοιώσεις (simulations) για ένα σύστημα τριών μη γραμμικών εξισώσεων στον υπολογιστή του, αποφάσισε κάποια στιγμή να ξανατρέξει μια προηγούμενη εξομοίωση, αφαιρώντας το τρίτο και τέταρτο δεκαδικό ψηφίο των εισαγόμενων δεδομένων. Προς έκπληξή του, η εξέλιξη των λύσεων σημείωνε εκθετική απόκλιση στην εξέλιξη του χρόνου, σε σχέση με εκείνη της προηγούμενης εξομοίωσης. Κατά συνέπεια δύο καταστάσεις με απειροελάχιστες διαφορές, κατέληγαν τελικά σε ποιοτικά διαφορετικές λύσεις. Από τη στιγμή λοιπόν που τα λάθη μέτρησης είναι αναπόφευκτα για την τυχούσα παρούσα κατάσταση, μια αποδεκτή πρόβλεψη της κατάστασης στο μακρινό μέλλον καθίσταται αδύνατη! Αυτό είχε στο μυαλό του και ο Gleick, όταν το 1987 παρατήρησε ότι «το τίναγμα των φτερών μιας πεταλούδας στη Βραζιλία μπορεί να κάνει τη διαφορά μεταξύ ήπιου καιρού και τυφώνα στο Τέξας, ένα μήνα μετά», ή για να χρησιμοποιήσουμε ένα cliché στη γλώσσα των currency-trader's, "when Mexico sneezes, Argentina catches a cold" (butterfly effect).

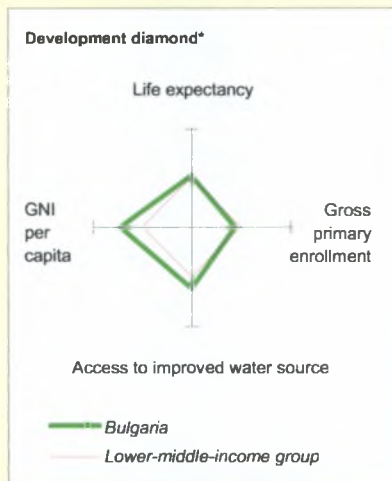
Η χρήση της θεωρίας των δυναμικών συστημάτων και του χάους ξεπερνάει τα στενά πλαίσια αυτής της διπλωματικής εργασίας, ωστόσο η στροφή της σύγχρονης έρευνας προς αυτή την κατεύθυνση (που συντελείται τα τελευταία μόλις χρόνια), θα έχει -αν μη τι άλλο- ιδιαίτερο ενδιαφέρον.

Bulgaria at a glance

9/27/04

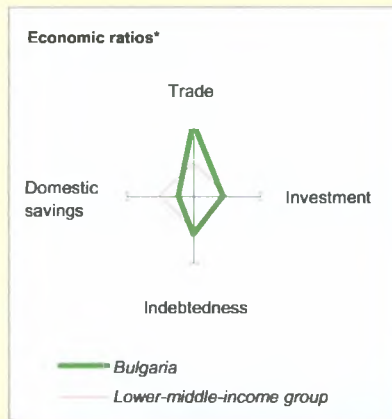
POVERTY and SOCIAL

	Bulgaria	Europe & Central Asia	Lower-middle-income
2003			
Population, mid-year (millions)	7.8	473	2,655
GNI per capita (Atlas method, US\$)	2,130	2,570	1,480
GNI (Atlas method, US\$ billions)	16.6	1,217	3,934
Average annual growth, 1997-03			
Population (%)	-1.0	0.0	0.9
Labor force (%)	-0.8	0.2	1.2
Most recent estimate (latest year available, 1997-03)			
Poverty (% of population below national poverty line)	13	..	..
Urban population (% of total population)	70	63	50
Life expectancy at birth (years)	72	69	69
Infant mortality (per 1,000 live births)	14	31	32
Child malnutrition (% of children under 5)	..	..	11
Access to an improved water source (% of population)	100	91	81
Illiteracy (% of population age 15+)	1	3	10
Gross primary enrollment (% of school-age population)	99	103	112
Male	101	104	113
Female	98	102	111



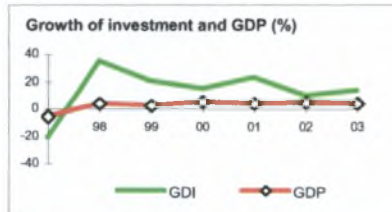
KEY ECONOMIC RATIOS and LONG-TERM TRENDS

	1983	1993	2002	2003	
GDP (US\$ billions)	17.0	10.8	15.6	19.9	
Gross domestic investment/GDP	32.9	15.3	19.8	21.7	
Exports of goods and services/GDP	37.1	38.2	53.1	53.2	
Gross domestic savings/GDP	33.1	7.7	13.2	12.0	
Gross national savings/GDP	..	5.9	14.9	12.9	
Current account balance/GDP	0.2	-10.1	-5.3	-8.4	
Interest payments/GDP	0.6	1.7	2.0	2.0	
Total debt/GDP	10.3	112.4	72.2	66.7	
Total debt service/exports	3.0	6.2	13.4	11.4	
Present value of debt/GDP	..	..	69.1	..
Present value of debt/exports	..	..	128.5	..
(average annual growth)					
GDP	-0.4	1.0	4.9	4.3	5.3
GDP per capita	0.2	1.9	5.5	4.9	8.2
Exports of goods and services	-20.7	7.3	7.0	8.0	10.2



STRUCTURE of the ECONOMY

	1983	1993	2002	2003
(% of GDP)				
Agriculture	14.5	9.9	10.7	10.0
Industry	60.3	32.7	25.6	26.2
Manufacturing	..	..	15.4	16.0
Services	25.2	57.4	63.7	63.8
Private consumption	50.9	73.5	68.8	69.0
General government consumption	15.5	18.9	18.0	19.0
Imports of goods and services	36.9	45.8	59.8	63.0
(average annual growth)				
Agriculture	-3.9	6.3	5.5	-1.3
Industry	-1.5	-0.8	4.6	7.1
Manufacturing	..	4.8	6.5	11.2
Services	0.6	-0.8	5.1	3.5
Private consumption	-0.9	1.3	3.6	6.4
General government consumption	-0.4	-0.8	4.9	7.2
Gross domestic investment ¹	-5.1	8.2	10.3	13.8
Imports of goods and services	-23.1	10.3	4.9	14.8



Note: 2003 data are preliminary estimates.

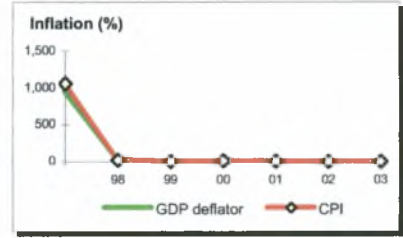
* The diamonds show four key indicators in the country (in bold) compared with its income-group average. If data are missing, the diamond will be incomplete.

1. Refers to gross domestic fixed investment.

Bulgaria

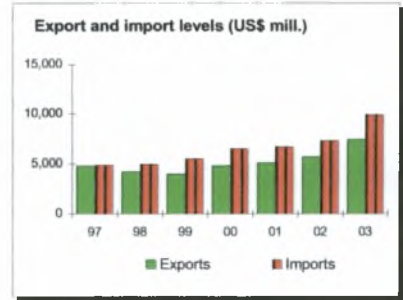
PRICES and GOVERNMENT FINANCE

	1983	1993	2002	2003
Domestic prices				
(% change)				
Consumer prices	..	72.8	5.8	2.3
Implicit GDP deflator	-0.6	51.1	3.8	2.1
Government finance				
(% of GDP, includes current grants)				
Current revenue	..	39.4	38.4	40.2
Current budget balance	..	-9.3	2.3	2.6
Overall surplus/deficit	..	-11.3	-0.6	0.0



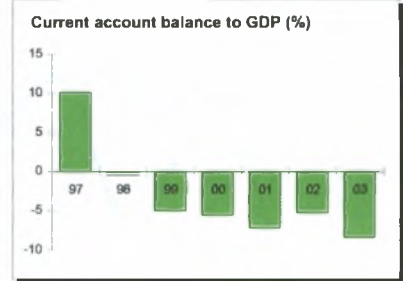
TRADE

	1983	1993	2002	2003
(US\$ millions)				
Total exports (fob)	..	3,726	5,692	7,445
Consumer goods	2,002	2,725
Investment goods	753	1,018
Manufactures
Total imports (cif)	..	4,981	7,287	9,923
Food	218	237
Fuel and energy	1,451	1,745
Capital goods	..	1,333	1,823	2,546
Export price index (1995=100)	..	93	82	92
Import price index (1995=100)	..	95	76	86
Terms of trade (1995=100)	..	99	108	107



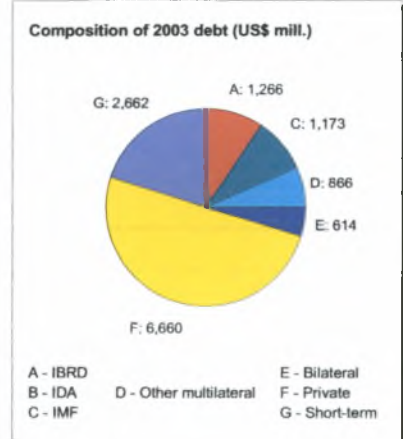
BALANCE of PAYMENTS

	1983	1993	2002	2003
(US\$ millions)				
Exports of goods and services	9,885	4,898	8,057	10,609
Imports of goods and services	9,829	5,841	9,170	12,487
Resource balance	56	-943	-1,113	-1,878
Net income	-127	-192	-261	-489
Net current transfers	109	37	547	692
Current account balance	38	-1,098	-827	-1,676
Financing items (net)	164	808	1,555	2,572
Changes in net reserves	-202	290	-729	-896
Memo:				
Reserves including gold (US\$ millions)	..	960	4,747	6,705
Conversion rate (DEC, local/US\$)	0.002	0.0276	2.1	1.7

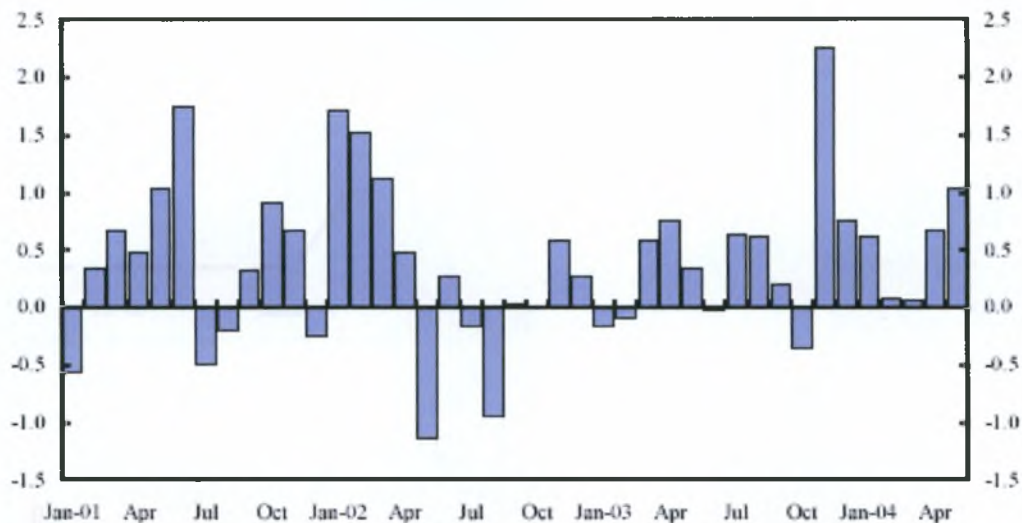


EXTERNAL DEBT and RESOURCE FLOWS

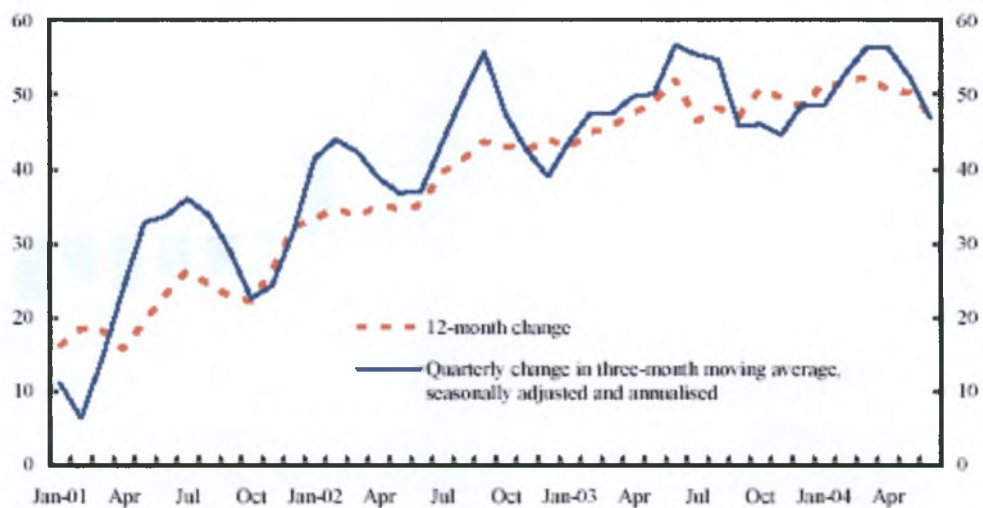
	1983	1993	2002	2003
(US\$ millions)				
Total debt outstanding and disbursed	1,739	12,178	11,245	13,241
IBRD	..	158	958	1,266
IDA	..	0	0	0
Total debt service	300	309	1,121	1,248
IBRD	..	12	78	93
IDA	..	0	0	0
Composition of net resource flows				
Official grants	..	0	142	142
Official creditors	..	242	-129	-9
Private creditors	..	-34	483	642
Foreign direct investment	..	40	600	1,153
Portfolio equity	..	0	-23	-2
World Bank program				
Commitments	..	178	50	218
Disbursements	..	3	39	185
Principal repayments	..	0	37	50
Net flows	..	3	2	135
Interest payments	..	12	41	42
Net transfers	..	-9	-39	92



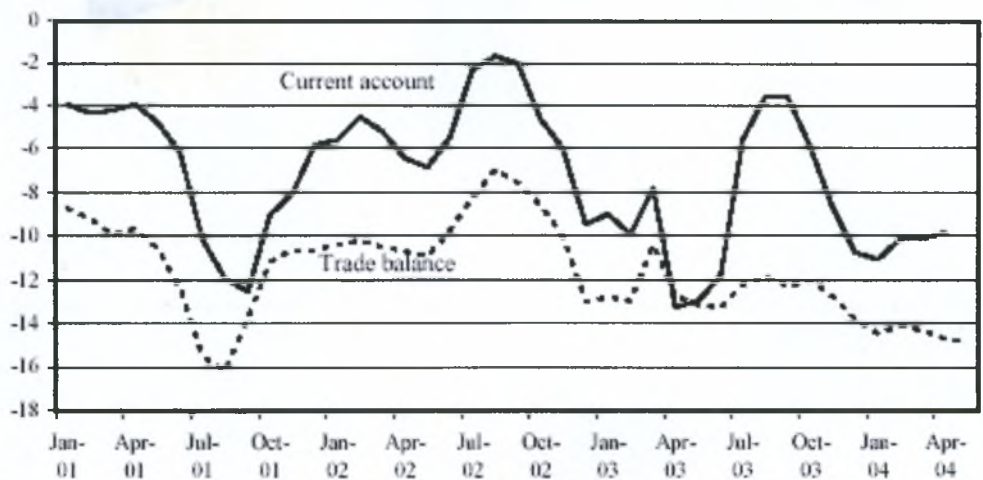
Πληθωρισμός (CPI) 2001-04



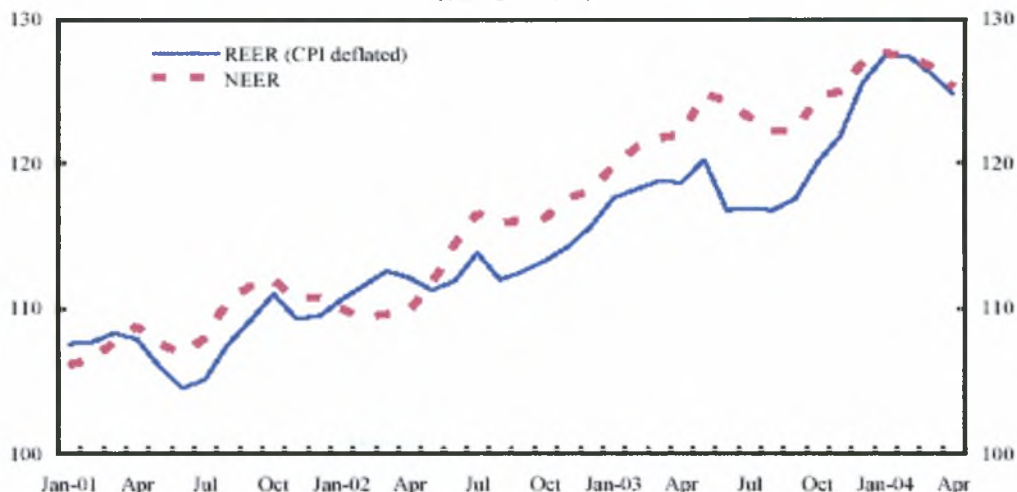
Real and Nominal Exchange Rates, 2001-04 (1998-2000=100)



Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών και Εμπορικό Ισοζύγιο (% του GDP)

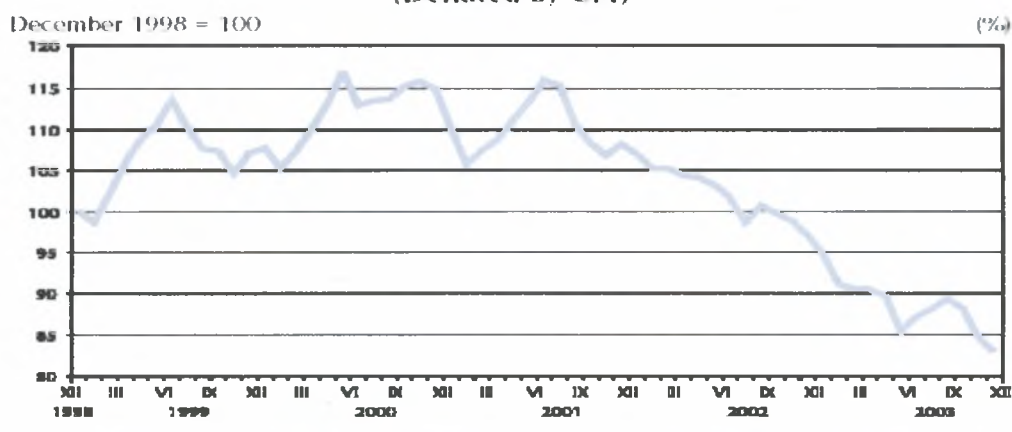


Real and Nominal Effective Exchange Rates, 2001-04
(1998=2000=100)



Πηγή: IMF Country Report, Aug. 2004

REAL EFFECTIVE EXCHANGE RATE DYNAMICS
(Deflated by CPI)



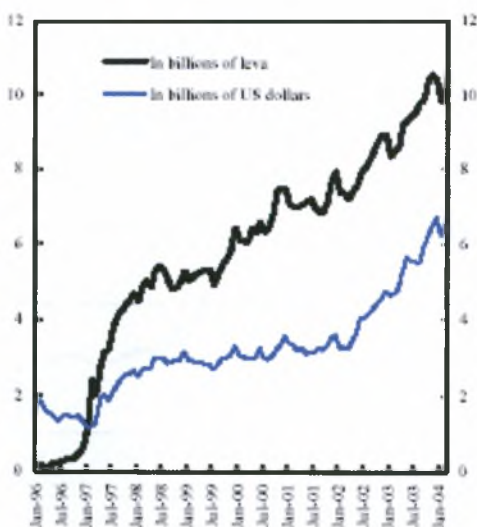
A decrease means appreciation. Deflated by CPI. The real effective exchange rate is a weighted average of the exchange rates of the Bulgarian lev vis-a-vis the US dollar, German mark, British pound and French franc.

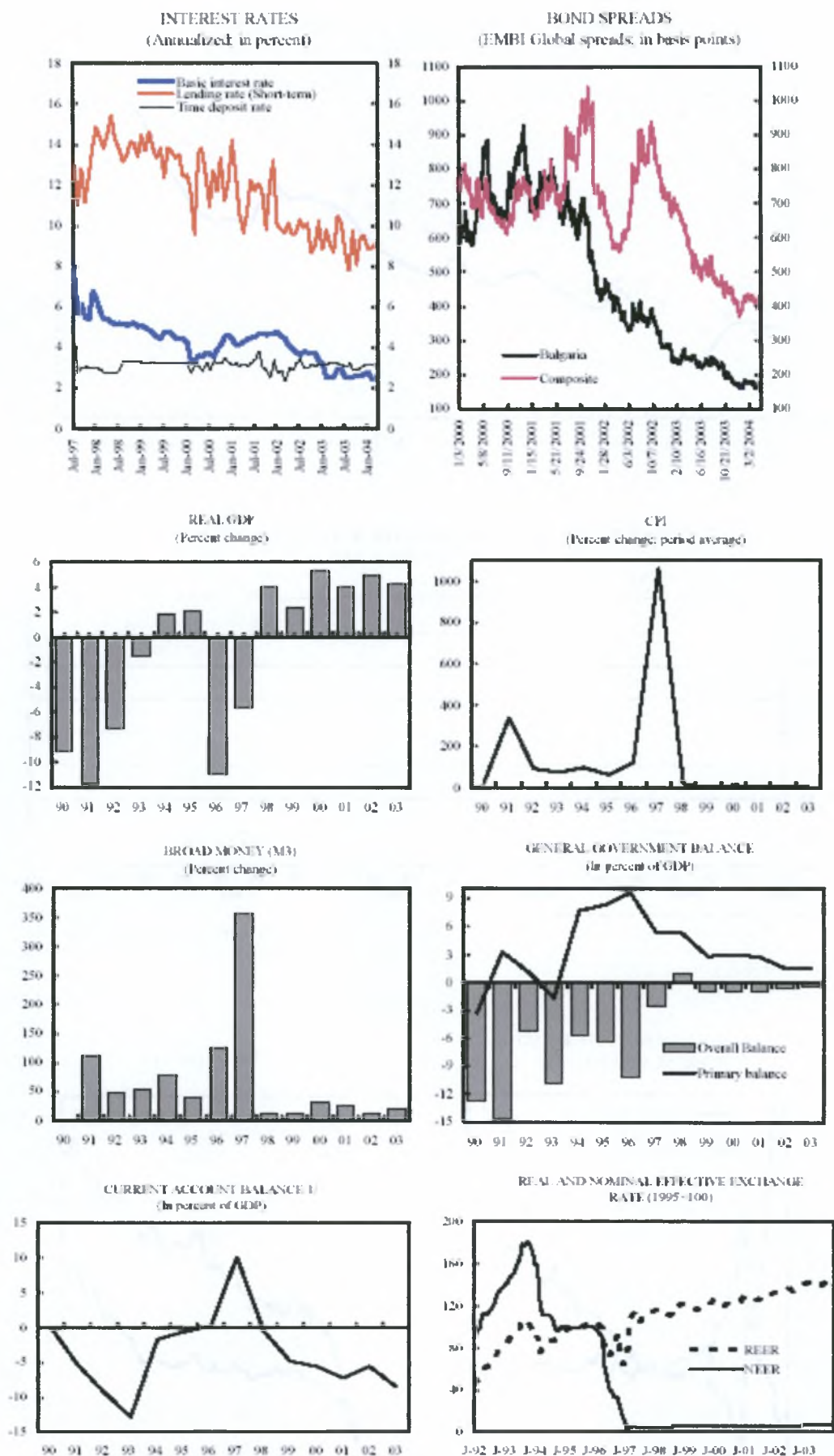
Πηγή: Bulgarian National Bank

REAL MONEY STOCK AND CURRENCY SUBSTITUTION



BNB FOREIGN ASSETS

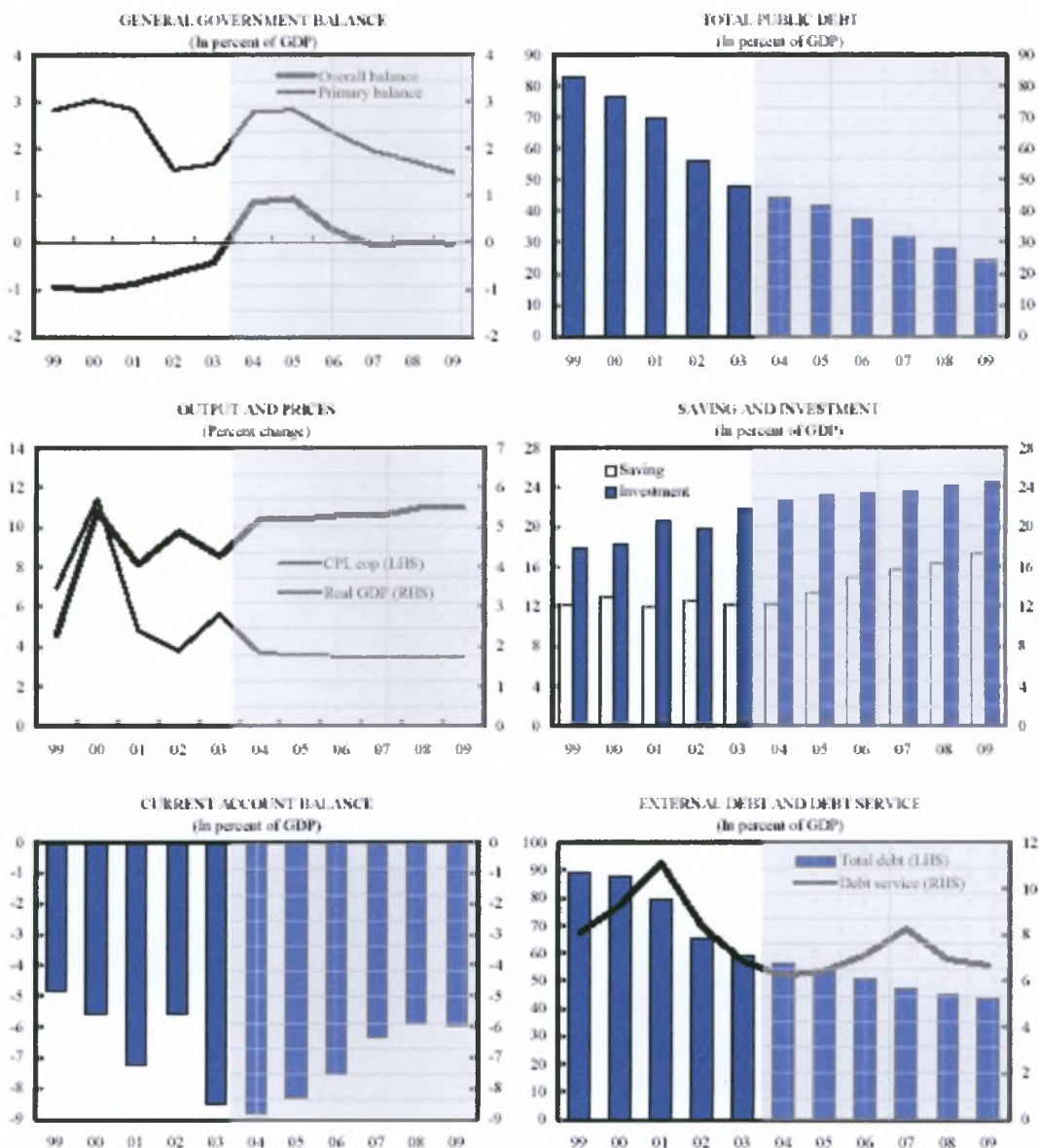




Πηγή: IMF Country Report, Jun. 2004

Μεγέθη της Βουλγαρικής οικονομίας (1999-04) και προβλέψεις του IMF (2004-09):

Μεσοπρόθεσμες προβολές (2001-09)



Πηγή: IMF Country Report, Aug. 2004

REFERENCES

- Aziz, J., C. Francesco and R. Salgado (2000): "Currency Crises: In Search of Common Elements", IMF Working Paper, No. 67
- Barber, C. and A. Vassilev (2003): "Equilibrium Exchange Rate Determination for the Case of Bulgaria", Agency for Economic Analysis & Forecasting Discussion Papers Series
- Beck, S., J. Miller and M. Saad (2003): "Inflation and the Bulgarian Currency Board", Bulgarian National Bank Discussion Papers, No. 31
- Berg, A. and C. Pattillo (1999): "Are Currency Crises Predictable? A Test", IMF Staff Papers, No. 46
- Berlemann, M., K. Hristov and N. Nenovsky (2002): "Lending of Last Resort, Moral Hazard and Twin Crises: Lessons from the Bulgarian Financial Crisis 1996/1997", William Davidson Working Paper, No. 464, May
- Bris, A. and Y. Koskinen (2002): "Corporate Financial Policies and Performance Around Currency Crises", Yale ICF Working Paper, No. 00-61
- Brix, A.P., S. Shatalov and L. Zlaoui (2000): "Managing Fiscal Risk in Bulgaria", The World Bank, Policy Research Working Paper Series, No. 2282, Jan.
- Buiter, W. (1986): "Borrowing to Defend the Exchange Rate and the Timing and Magnitude of Speculative Attacks", NBER Working Paper, No. 1844
- Business Week (2001), Aug. 13
- Calvo, G.A. and E.G. Mendoza (2000): "Capital-Markets Crises and Economic Collapse in Emerging Markets: An International-Frictions Approach", AER Papers And Proceedings, Vol 90, No. 2
- _____, (1996): "Mexico's Balance of Payments Crisis: A chronicle of a death foretold", Journal of International Economics, Vol. 41
- Caplin, A. and J. Leahy (1994): "Business as Usual, Market Crashes and Wisdom after the Fact", American Economic Review, No. 84
- Castren, O., T. Takalo and G. Wood (2004): "Labour Market Reform and the Sustainability of the Exchange Rate Pegs", European Central Bank Working Paper Series, No. 406, Nov.
- Cavallo, M., K. Kisellev, F. Perri and N. Roubini (2004): "Exchange Rate Overshooting and the Costs of Floating", Society for Economic Dynamics, 2004 Meeting Papers, No. 766, Aug.

- Chobanov, D. and P. Sorca (2004): "Competitiveness in Bulgaria: An Assessment of the Real Exchange Rate", IMF Working Paper, No. 04/37, Mar.
- Chouerini, N. and G. Kaminsky (1999): "Has the Nature of Currency Crises Changed? A Quarter of a Century of Crisis in Argentina", IMF Working Papers, No. 99/152
- Connoly, M. and D. Taylor (1984): "The Exact Timing of Collapse of an Exchange Rate Regime and its Impact on the Relative Price of Traded Goods", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 16, May
- Corsetti, G., P. Pesenti and N. Roubini (1998): "Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis", NBER Working Paper, No. 6783, Nov.
- _____, (1998): "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?", Part I: A macroeconomic overview, NBER Working Paper, No. W6833, Sep.
- _____, (1998): "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?", Part II: The policy debate, NBER Working Paper, No. W6834, Dec.
- Desai, P. (2002): "Why Did the Ruble Collapse in August 1998?", American Economic Review: Papers and Proceedings, May 2000, 9(2)
- Disyatat, P. (2001): "Currency Crises and Foreign Reserves: A Simple Model", IMF Working Paper, No. 01/18, Feb.
- Economist (1997): "Getting out of a fix", Sep. 20
- _____, (1996): "Are cashes catching?", Aug. 31
- Eichengreen, B, A. Rose and C. Wyplosz (1996): "Contagious Currency Crises", NBER Working Paper, No. 5681, Jul.
- Flood, R.P. and N.P. Marion (2001): "Perspectives on the Recent Currency Crises Literature", in Calvo, G.A, R. Dornbusch and M. Obstfeld (eds)(2001): "Money, Capital Mobility and Trade, Essays in Honor of R. Mundell", Cambridge, MA, The MIT Press
- _____, (1998): "Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature", NBER Working Paper, No. 6380
- Flood, R.P. and P.M. Garber (1984): "Collapsing Exchange-Rate Regimes, Some Linear Examples", Journal of International Economics, No. 17
- Furman, J. and J. Stiglitz (1998): "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia", Brookings Papers of Economic Activity, No. 2
- Garber, P.M. and L.E.O. Svensson (1999): "What Causes Currency Crises: Sunspots, Contagion or Fundamentals?", NBER Working Paper, No. 4971
- Goldfajn, I. And R.O. Valdes (1997): "Are Currency Crises Predictable?", IMF Working Paper, No. 159, Dec.

- Irwin, G (2004): "Currency Boards and Currency Crises", Oxford Economic Papers, No. 56
- Jeanne, O. (1999): "Currency Crises: A Perspective on Recent Theoretical Developments", CEPR Discussion Paper, No. 2170
- Kaminsky, G.L., S. Lizonto and C.M. Reinhart (1997): "Leading Indicators of Currency Crises", IMF Working Paper, No. 79
- Kehoe, T.J. (2003): "What Can We Learn from the Current Crisis in Argentina?", Federal Reserve Bank of Minneapolis, Research Department Staff Report, No. 318, Jul.
- Komulainen, T. (1999): "Currency Crisis Theories: Some Explanations for the Russian Case", Bank of Finland, Institute for Economies in Transition Discussion Papers, No. 1
- Krugman, P. (1999): "Balance Sheets, The Transfer Problem and Financial Crises", in Israd, P., A. Razin and A.K. Rose (eds.)(1999): "International Finance and Financial Crises: Essays in Honor of Robert, P. Flood", Kluwer Academic Publishers, Norwell, Massachusetts
- _____, (1998): "What Happened in Asia?", Southeast Asia Discussion List from Carl Thayer, Jan. 16
- Manila Times (2002), Dec. 7
- Mourmouras, I.A., and M.G. Arghyrou (2000): "Monetary Policy at the European Periphery: Greek Experience and Lessons for EU Candidates", Springer-Verlag
- Nenova, M (2004): "The Relationship between Real Convergence and the Real Exchange Rate: the Case of Bulgaria", Bulgarian National Bank Discussion Papers, No. 41, Jul.
- Nitiihanprapas, E. and T. Willett (2000): "A Currency Crises Model That Works: A Payments Disequilibrium Approach", Claremont Colleges, Working Papers in Economics, No. 25
- Obstfeld, M. (1994): "The Logic of Currency Crises", Cahiers Economiques et Monetaire", Banque de France, No. 43
- _____, (1986): "Speculative Attack and the External Constraint in a Maximizing Model of the Balance of Payments", Canadian Journal of Economics, No. 1
- Obstfeld, M. and K. Rogoff (1996): "Foundations of International Macroeconomics", MIT Press, 2th ed., Sep.
- Ozkan, F.G. and A. Sutherland (1993): "Policy Measures to Avoid a Currency Crisis", The Economic Journal, No. 105, Apr.

- Peltonen, T. (2002): "Are Currency Crises Predictable? An Application of Panel Estimation Methods and Artificial Neural Networks", European University Institute, Department of Economics, Florence, mimeo
- Pinto, B, E. Gurvich and S. Ulatof (2004): "Managing Volatility and Crises: A Practitioner's Guide", Chapter 10: "Lessons from the Russian Crisis of 1998 and Recovery", NBER Working Paper, No. 10602, Jul.
- Popov, V. (2000): "Exchange Rate Policy After the Currency Crisis: Walking the Tightrope", PONARS Policy memo, No. 174
- Powell, A. (2002): "Argentina's Avoidable Crisis: Bad Luck, Bad Economist, Bad Politics, Bad Advice", Paper prepared for Brookings Trade Conference, Washington D.C., May
- Radelet, S. and J. Sachs (1998): "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", Brookings Paper on Economic Activity, Vol 28, No. I
- Sachs, J. (2002): "Understanding and Responding to Argentina's Economic Crisis", Harvard University, Center for International Development, Cambridge, Mass Processed
- Sachs, J., A. Tornell and A. Velasco (1996): "Financial Crises in Emerging Markets: the Lessons from 1995", NBER Working Paper, No. 5576, May
- _____, (1995): "The Collapse of the Mexican Peso: What Have we Learned?", NBER Working Papers, No. 5142
- Saqib, O.F. (2002): "Interpreting Currency Crises – A Review of Theory, Evidence and Issues", DIW Berlin-German Institute for Economic Research Discussion Paper, No. 303
- Saxena, S.C. (2001): "Perspectives on Currency Crises", Indian Council for Research on International Economic Relation Working Paper, No. 74
- Serven, L. and G. Perry (2004): "Managing Volatility and Crises: A Practitioner's Guide", Chapter 11: "Argentina's Macroeconomic Collapse: Causes and Lessons", NBER Working Paper, No. 10602, Jul.
- Shleifer, A. and D. Treisman (2000): "Without a Map: Political Tactics and Economic Reform in Russia", Cambridge MA: MIT Press
- Tornell, A. (1999): "Common Fundamentals in the Tequila and Asian Crises", NBER Working Paper, No. 7139
- Valev, N.T. and J. Carlson (2004): "Beliefs about Exchange-rate Stability: Survey Evidence from the Currency Board in Bulgaria", Bulgarian National Bank Discussion Papers, No. 44, Dec.
- World Economic Outlook (1997): "Exchange Rate Arrangements and Economic Performance in Developing Countries", IMF, Oct.

_____, (1995): "Evolution of The Mexican Peso Crisis", IMF, Oct.

_____, (1995): "Factors Behind the Financial Crisis in Mexico", Country Specific Analyses, Annex I, IMF, May

Wyplosz, C. and M. Burda (2001): "Macroeconomics, A European Text", Third Edition, Oxford University Press